

芒格：没错。我觉得喜诗糖果的案例对我们所有人来说都提供了有趣的教训。

就像沃伦所说的那样——这是我们第一次购买品牌企业。对我们这些习惯于以50美分买1美元的人来说，这是一次艰难的跳跃。

有趣的地方在于，如果当初喜诗糖果的卖方要价再高10万美元，我们就不会买了。我们那时就这么傻。这可是沃伦在接受了本·格雷厄姆这位世界上最优秀的金融教授的培训，以及每周和他共事90个小时之后的情况。

巴菲特：我们那时候还一起吃了很多巧克力。（笑声）

芒格：没错。我们当时学习吸收世界上的一切事情。我的意思是，我们只是没有受过足够的训练来做出正确的决定。碰巧的是，他们没有要求额外的10万美元。于是我们买下了喜诗糖果。然后随着它的成功，我们也不断学习。

我觉得，这表明投资这项游戏的名字叫不停地学习。即便你接受过良好的训练，即使你天赋异禀，依然需要不断地学习。

这让我想起了一个有些微妙的问题——人们有时说我和沃伦是两个“不断老去的高管”。（笑声）

我不知道“不断老去的”这个形容词到底是什么意思，因为我不知道有谁会越活越年轻。（笑声和掌声）

但是你们这些持有伯克希尔股票的人，赌的是我们这两个依然被人称为“不断老去的高管”会继续学习——在某种程度上，至少在年轻一些的接班人接班之前的一段时间是这样。

巴菲特：对的。如果我们那时候没有买下喜诗糖果并经历随后的发展（喜诗糖果随后的发展让查理和我明白了一些道理），我们就不会在1988年买入可口可乐。我的意思是，在我们如今从可口可乐的投资中赚到的110多亿美元中，有很大一部分要归功于喜诗糖果。

自在行风：这段话看到过好多次，重温依然觉得投资真的是无止境的事，一个人从事自己喜欢一生学习不完的事业也是一种幸运。

无名：喜诗是巴芒两位大鱼的龙门啊！

欧鼎王靖：这是巴芒的一小步，却是价值投资者部落的一大步。

2021年10月6日

唐朝：芒格：有些事情无需去体验，‘看别人吃一堑，让自己长一智’会更好。

巴菲特：只为赚钱（没有兴趣，没有激情）是走不远的。

我的问题是，如果有人想成立一家像你30或40年前那样的公司，你对他们有什么建议？你能和我们分享一些你的智慧吗？谢谢你！

巴菲特：我们建议的第一件事就是他们给我们提成。(笑声)

查理，你来接手。你比我更想重新开始。(笑声)

芒格：我想坦率地说，这是一个我通常回避的问题。

我始终相信，要把基本的思维工具放在合适的位置。

我一直相信，现实生活中，最好是通过报纸等媒介去学习别人失败或痛苦的经历，而不是个人亲自去体会。

我认为这不仅能在生活中创造成功，还能让生活更有趣。所以我主张理性思考。把自己变成另一个沃伦·巴菲特的具体技巧，留给你，沃伦。(笑声)

巴菲特：嗯，有一件事我想说的是——首先，我认为有很多机会。我会做一些我喜欢的事情。我不会特意去做某件事，只是因为我认为它会让我过上一种我以后会享受的生活；只是因为如果我赚了很多钱，我会更快乐；或诸如此类的事情。

我从来没那么做过。我认为你会做好你喜欢做的事情。我觉得在生活中忍受——要知道查理和我曾在杂货店工作——是很疯狂的。我们当时并没有在杂货店上投入太多精力。

要是说，只是为了赚钱而开一家真正的公司，那我觉得这太疯狂了。

如果我们只是为了钱，你知道，很明显，我们早就退出了。

南华山色：能做喜欢的事情，顺便还让自己成为巨富，还有什么更美妙的事情吗？没有了。

2021年10月6日

唐朝：别瞅傻子，瞅地。五年不开盘还会买吗？——这个问题不是否定流动性的价值，而是检查自己的思考出发点：如果没有傻蛋儿接盘侠，资产本身创造的回报是否已经令你满意？

如果答案是 yes，那就大胆投。放心，股市没有真的关门，接盘侠一定会来。如果答案是 No，不好意思，你非常有可能是最后一棒接盘侠。

我们根本不关注资本流动。换句话说，我们并不真正关心谁在买卖证券。总会有人在买卖每一个证券。

很明显，你可以关注买家。你可以关注卖家。你也可以说现在每月有200亿左右的资金进入股票基金。

但这对我们没有任何影响。我们感兴趣的只是生意的价值。不管人们关注的是什么——可能是市场信号，也可能是美联储将采取的行动，人们关注的对象会改变。

但我们一点也不关心是谁在买入或者卖出一——除了公司在回购，那我们会很高兴。资本流动以及所有这些宏观因素，跟我们的所作所为没有任何关系。我们埋头于购买企业。

不管什么时候，也不论你买什么股票，应该问问自己，如果股市关闭五年，我还会买它吗？”我觉得这是一种不错的心态。如果你的回答是肯定的，表明你买入的是一家企业。如果的答案是否定的，说明你关注的对象可能是错误的。

2021.10.06

苏飒：这个问题太好了，发人深省

Eva 艺桦：经过老唐的中翻中后理解老巴一点也不费劲，秒懂。

2021 年 10 月 6 日

唐朝：因为买了之后价格涨了一点，就想等等再说，然后就永远错过了心仪企业。这样的故事在巴神身上也有。

这问题看似简单，其实是挺难的，关键是’’度’’很难把握。

究竟什么情况下坚守原则，不到价不买？什么情况下不要太计较多出几个点的小钱？事后总结易，事前规则难。

对我来说，很容易弄清楚可口可乐是软饮料公司、吉列是剃须公司、迪斯尼是娱乐公司，而我很难弄清楚哪个是制药公司。

但我不是说你做不到。我只是说这对我来说很难。

我们几年前就开始买了其中的一家公司。我们应该继续，但是我们没有，因为它上升了八分之一，而且——(笑声)

你们的主席有点不愿意遵循它，这是一个可怕的错误。

但我想说最大的——我们本可以买下整个行业，在不同时期都做得很好，尤其是当人们认为克林顿健康计划的威胁给制药行业蒙上了一层阴影的时候。

那时候你可以买下整个行业，做得很好。我们没有这么做。这是个错误。

查理？

芒格：总的来说，很难想象有哪个行业对消费者更有好处。当你想到孩子们过去和现在的死亡方式，他们很少死亡。这是一个非常棒的生意。这是美国文明的荣耀之一。

但我们很欣赏它。但我们没有参与其中。

巴菲特：我们错过了很多东西。我对此非常认真。我们错过了一些本不应该超出我们能力范围的事情。有很多事情是我们无法理解的，但也有一些是我们无法理解的。我们只是错过了他们。

周竞波：最佳买点与合理估值之间，根据自己对企业的确定性理解度可选择追加部分仓位，算拿个安慰奖。合理估值之上就等吧，下跌更好。

欧鼎王靖：这翻译要不是老唐揉碎了喂，真的会看的很累🤔

2021年10月6日

唐朝：出个阅读理解题：你认为本杰明·格雷厄姆这段绕口令一样的话，表达的真实意思是什么？

——注意，我先提示这段话不是废话。国会书面发言，61岁的格老不会上去就劈头盖脸丢段废话的。

1954年道指从280点上涨到404点左右，涨幅略高于50%。

1955年3月，由于道指上涨了这么多，当时他们做了什么呢？他们决定对此召开一次国会听证会。

因此，在1955年3月，Fulbright担任主席的银行和货币委员会在参议院举行了听证会。

我的老板本·格雷厄姆被叫去作证。阅读当时的听证会的材料很有趣。伯纳德·巴鲁克当时也去了，出席听证会的人形形色色。我家里有这场听证会的文稿。

本在发言的开头对当时的市场状况发表了他的看法，他认为股市的估值水平看起来很高，实际上确实很高，不过没有看起来那么高。(笑声)

永不后悔：因为当时潜在的企业盈利增长速度很高，所以看起来高的估值没那么高，和前几年比，也确实高，不是他喜欢的低估值那种情况了。

hyg007：静态 40Pe 看起来高，40Pe 也确实高，但考虑到未来几年利润确定性的高增长，它肯定没看起来那么高（Pe 会大幅下降），我好像在说茅台——问题是啥来着？

Mr. chen: 涨了很多，所以看起来很高。实际上很高，是说相对于历史水平来看，属于较高水平。没有看起来那么高，意思是以前低估了，现在结合盈利水平来看，没有直观看上去那么高。我又一本正经的胡说八道了。

刘方: 跟历史估值比起来有些高，而且近一年涨的比较高所以看起来比较高，但跟企业内在价值比起来其实不算高。

观霖: 他认为股市的估值水平相对于企业过去的盈利水平而言高了，事实是相对过去的盈利水平确实是高了，但其实相对于目前及未来企业可能的盈利水平来说，不算高。

伯涵: 尝试一下中翻中， 看起来很高：280 点涨到了 404 点，上涨 50%；实际上很高：404 点肯定不便宜；没有看起来高：毕竟 1929 年高点就已经 381 点了，二十多年过去了，只不过刚刚恢复原来的水平，但美国的经济状况早和先前大不一样了，因此没有看起来那么高。

Anchor: 高低在于“参照物”，也就是看和谁比较。看起来很高是指道指从 280 涨到 404 涨幅达到 50%，和历史低位比较已有较大涨幅，不过实际虽然也很高，但没有看起来那么高，应该是指“和企业合理估值比较”，并没有道指涨幅看起来那么夸张。

无名: 1929 年和 1932 年的经济危机对股市造成了毁灭性打击，直到 1954 年，道琼斯工业平均指数才回到 1929 年的高点 481 点。短期看指数大幅上涨，单纯从指数看确实估值挺高的，但是经过 20 多年的发展，相对于目前企业内在价值来说，估值其实并不算高。

唐朝: 全是聪明娃儿，难不住👍

2021 年 10 月 6 日

唐朝: 划线这句话，让我想起古龙某本武侠小说里，让人印象深刻的类似妙语：一个人若是没有钱，就好象一口空麻袋，永远都没法子站得直。

芒格：全世界我最喜欢的一句话是爱因斯坦说的。他说“每件事都应该尽可能地简单，但不要再简单了。”我认为这描述了我们面临的现实。

巴菲特：查理最喜欢的是本·富兰克林。这可能是真的，不是吗，查理？

芒格：没错。

巴菲特：我们从本那里得到的比任何人都多。“管好你的店铺，它就会管好你，”诸如此类的话。我的意思是，我们只是——我们被那些东西压得喘不过气来。(笑声)

芒格：“三次搬家就像一次失火一样好[坏]。”

“空袋子很难直立。”(笑声)

这是伯克希尔的圣经。

巴菲特：没错。

芒格：我曾经听沃伦说过，“我之所以在财务上如此保守，是因为我不想知道如果我手头拮据，我会表现得多么糟糕。”(笑声)

巴菲特：我觉得我们最好在这里打断查理。(笑声)

小威：来自古龙的《欢乐英雄》第4章。

第4章 元宝·女人·狗

有人说：钱可通神。

有人说：金钱万恶。

但无论怎么说，钱也是任何人都不能缺少的。一个人若是没有钱，就好像一口空麻袋，永远都没法子站得直。

听雪：我想起了书房某篇旧文里的一句话：年龄越大，越没有人会原谅你的贫穷😏

2021年10月6日

唐朝：直接按照债券估值，然后打对折。欧耶😄

第二，和刚刚另一位先生的问题有关，如果你不使用更高的贴现率来调整风险系数，那你如何对风险进行调整呢？

巴菲特：第二个问题是，我们只需要在无风险利率计算的现值基础上，以较大的折现来购买。

如果利率是7%，我们就把它当作贴现率来折现——查理说我从来没有这样做过，他是对的——但在理论上，如果我们把未来现金流按照7%进行折现，我们在这个折现值基础上给予较大的折扣，以保证我们的安全边际。

何杰林：老唐估值大法的发源地原来在这里，哈哈。

2021年10月6日

唐朝：二老谈格雷厄姆和巴菲特的区别。

对于格雷厄姆而言，赚钱不是他的核心兴趣，用且只用他写给读者的方法赚到钱（绝不多加其他技能），才是他真正的投资乐趣所在，因为那证明了自己写的书，分享的方法是有效的。

巴菲特则不同。尽最大努力推动财富值尽可能高速、持续地增长。这就是巴菲特的乐趣，为此，巴菲特永远保有 open mind。

请您分享一下，格雷厄姆与多德与菲利普·费雪之间的投资理念和投资方式对您的影响，在您的投资理念和投资方式中，他们的思想分别各自占比多少呢，请就他们分别作出评论。谢谢。

巴菲特：你是想精确到千位数还是小数点后四位？（笑声）

芒格：你更接近格雷厄姆。

巴菲特：不管是谁，你只要追随任何一方都会有好的结果。

很明显，格雷厄姆对我的影响比费雪大得多。我为本工作。我在本的指导下上学。

他的——我称之为成功投资的三个基本理念——将股票视为企业，对市场持有正确的态度，并在安全的前提下运营——都直接来自格雷厄姆。我并没有发明这些理念。

菲利普·费雪让我更明白了一个想法，那就是努力寻找美好的事业。

和本在一起，这真的是偶然的，至少在我认识他的时候。他年轻时的情况可能有所不同。但这并没有——整个过程并没有——整个赚钱的过程并没有引起他的兴趣，他感兴趣的东西可能太多了。

而我只是觉得赚钱的过程很有趣。因此，你知道，我花了更多的时间——更多的时间思考投资和商业。我对商业的思考可能比本还多。他还有其他感兴趣的事情。

所以我对比赛的追求和他的有所不同。因此，衡量我们两人的记录，实际上是一——两个记录——并不合适。我的意思是，他在跑胜利圈（最后一圈）的时候，我还以为我是在和整个球场比赛呢。

芒格：但格雷厄姆也有一些盲点，部分是出于职业道德的天性。他在寻找适合每个人的教学方法，任何聪明的门外汉都能学习并做好的投资方法。

如果这就是你所要寻找的格雷厄姆的局限性，因为投资太难理解，也太难解释，以至于你不会像格雷厄姆一样去行动。

但对巴菲特而言，只要能赚钱，那就没有这种局限。（笑声）

巴菲特：对的。如果我们出去和管理层谈话，本会觉得这是作弊，因为他觉得读他书的人——很多是住在爱达荷州的波卡特洛（一个很小的城市），并没有条件出去见上市公司的管理层。所以他没有，我们也没有。我的意思是，当我在格雷厄姆-纽曼（Graham-Newman）公司工作的时候，我想我在那里的21个月里从来没有拜访过管理层。他只是——他不确定拜访管理层是否有用。

但如果它是有用的，那这意味着他的书并不是所有人需要的，因此，你必须添加一些东西。

而我发现出去和人们谈论他们的生意、和竞争对手、供应商、客户等等交谈，都很有趣。

本不认为这有什么错。他只是觉得如果你必须这么做，那么他的书并不是完整的答案。他并不想做任何他的书的读者做不到的事——比如他在荒岛上呆很久，只需要对经纪人说一句话就能解决的事。

芒格：但如果你停下来想一想，格雷厄姆戴着一副很黑的眼镜，正在玩“钉驴尾巴”（Pin the Donkey）的游戏（注：一种蒙着眼找东西的游戏）。当然，沃伦会使用他能找到的最大的搜索灯。（笑声）

巴菲特：现在我们仍然找不到驴呢。（笑声）

唐朝：芒格还曾指出过格雷厄姆体系的另一个缺陷，这缺陷和格雷厄姆经历了大萧条有关。就是他眼中的未来是黑色的，是充满危险的；他忽略企业性质和企业管理人的作用……（下图来自《巴芒演义》）

但因为巴菲特自接触格雷厄姆，就一直依赖老师传授的绝招持续赚钱，加上长期和格雷厄姆在一起工作，受到格雷厄姆人格魅力的影响比较大，所以头脑里很难树立起对格雷厄姆思想的质疑。芒格没有这种崇拜。他经常对巴菲特说：格雷厄姆有些思想非常愚蠢；他的盲点在于总是认为未来充满危险，而不是充满机会；他忽略企业性质，将不同企业的账面资产视为同样意义的数字比较，这绝对是荒谬的；掌管资产的人也是决定资产价值的重要组成部分；等等。

209

唐朝：截图里''和整个球场赛跑''这句翻译，没看懂是啥意思。

NaraEllen：唐老师好，我把问答原文与翻译以图片的形式附在后面。

唐老师好，我没有找到这场大会的文字稿，只找到了现场视频，我试着听译了一下。原文会尽量完整记录巴神的原话，但可能年龄有些大了，巴神说话有些重复和不太清楚。

原文/ 译文：

I enjoy making money more than Ben (Benjamin), I mean candidly. With Ben, it really was instanal (音译，没有找到这个单词) at least by the time I knew him, maybe different when he was younger. The process of whole game did not interest him more than dose other things may interest him. With me I just found it interesting, therefore, you know I spend wide more percentage of my time thinking about investing and thinking about business, the probable way of business. Ben had other things interested himself.

坦率地说，我比本杰明更喜欢赚钱。对于本杰明来，至少在我认识他的时候，不那么爱赚钱这件事真的是他的一种本能，也许在他年轻的时候有所不同。对他来说，整个游戏（注：将投资比作是一种游戏）过程并不比其他事情更有趣。对我来说，我只认为投资很有趣，因此，我花了更多的时间来思考投资、思考商业，以及思考商业的可能形式。本杰明还对其他事情感兴趣。

I pursued the game a quite bit differently than he did. and therefore, measuring the two records is not a proper measurement. I mean he was doing victory lap while I still thought I was running against on the whole field.

我对投资游戏的追求与他有很大不同。因此，直接比较我俩的投资记录不太合适。在投资这场游戏中，当他已经在跑最后一圈时，我仍然在赛场上继续奔跑。

我的看法：从原文来看，巴神把先是把投资比作一场游戏（game），而本杰明对这场游戏有一点兴趣，但同时还对其他事情感兴趣，而巴神只对这个游戏有兴趣。**本杰明认为这场游戏是短跑，跑完最后一圈就不跑了，他还要去做点其他更有意思的事情。而巴神认为这场游戏是长跑，他会一直跑呀跑，不断学习不断精进。**

唐朝：感谢感谢，辛苦辛苦 🌹 ☕

2021 年 10 月 6 日

唐朝：巴神在 1998 年 5 月说的划线这句话

股东：在《证券分析》第一版(1934年版)中，本·格雷厄姆讨论了新时代理论及其对证券投资行业的影响。

现在，我们看到华尔街上很多分析师的书面报告和言谈都在重复这些东西。考虑到1900年的普通股历史回报率在7%左右，加上统计学上的均值回归概念，难道你不觉得我们现在所处的时期很危险吗？

巴菲特：你提的问题的答案是我们不知道的，至少我们不知道市场将怎么走。

我并不认为可口可乐公司的处境很危险，或者处于一个危险的时代中。同样，我也不认为吉列或麦当劳或富国银行以及喜诗糖果等其他我们全资控股的公司的处境很危险。

当时处于右边月线图第一根k线位置。

一个月后暴跌。一直到大约十二年后，股价才重新回到1998年5月位置（期间有分红收益）。



这个案例对巴神的思想体系冲击其实挺大的，也产生了一些特别有价值的思考，我在《巴芒演义》里详细分析过。

正是巴神的这些反思，指导了我脱离‘好企业死了都不卖’的所谓纯正价投思想，建立了‘明显高估会卖出’以及设置‘一年内卖点’的作法。

Mr. Bigshot: 这对老唐的体系完善也起到了飞跃的作用。

TB: 好企业死了都不卖这句话传遍世界，应该主要也是巴神的功劳。

天天向上拱一卒: 看巴神吃一堑，让我们长一智。

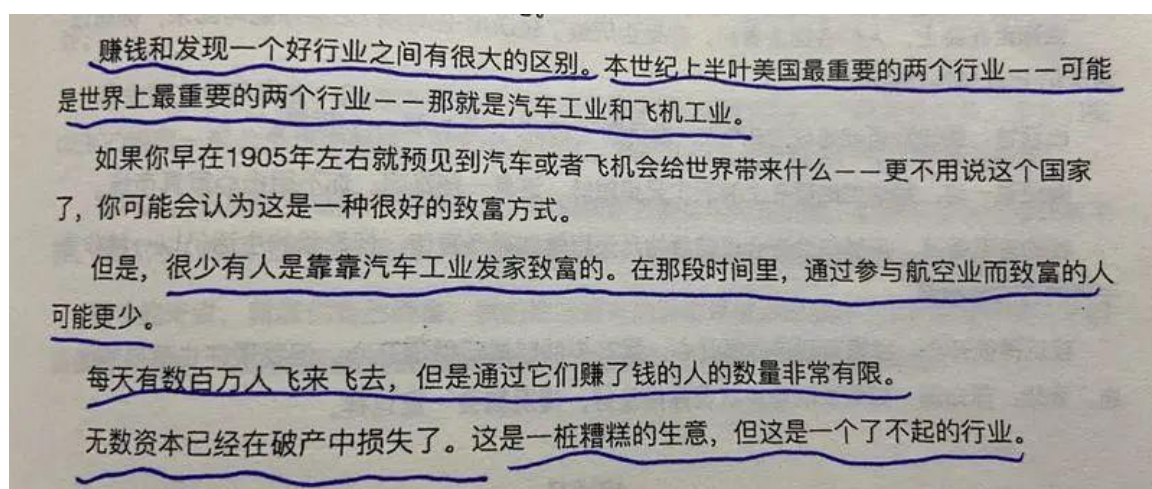
多看一二: 看的都是一样的书，“思考”才是关键啊……

星尘: 这种手把手的解读真是收获多多 🤔

2021年10月6日

唐朝: 一个了不起的行业，完全也可能是一部功率强大的碎钞机。投资，不能为情怀买单——当然，不是说人不可以为情怀买单。

情怀可以不考虑回报率，用投资赚来的钱去支付就挺合适。



志勇: 对耶，我这里也有个疑问，我们抛开疫情不说，在正常年份，每天有上百万人飞来飞去，为什么投资航空业不赚钱呢？

唐朝: 固定成本巨大+产品/服务同质化，导致了设备更新互相拼，日常养护成本高，同时市场采用价格战竞争是常态。

好亮: 1. 买飞机很花钱，天量的钱，一架中型客机的成本价最低都要 1 亿多欧或者美刀。

2. 修飞机很花钱，比买新飞机花的钱还多，因为一架飞机能服役几十年，波音或者空客提供的零配件贵的离谱，超出常人想象。

3. 维护飞机很花钱，日常保养的支出很惊人，飞行员随便踩一脚刹车，就是一百元。你就想象成你开车，点一脚刹车，一百元没了……

4. 养飞行员很花钱。人越多越花钱。

5. 培养飞行员很花钱，在基地一个飞行员真机飞行训练一次，等于他十指带满金戒指，一天就报销了。

6. 航空公司经常打价格战，票价比谁卖的更便宜，这样一来，只要飞机一起飞就亏本，飞的越多越亏本。

7. 航空公司最喜欢搞一种竞争是，我的飞机最先进，飞机最年轻，让外人觉得就很安全，这样的结果，导致成本飙升。

8. 大多航空公司机构臃肿，有无数的闲职需要飞行员来养。

9. 航空业受外部影响极大，一旦国家经济不景气，坐飞机的人就急剧下滑，一年的亏损能把前几年辛辛苦苦赚的利润一笔勾销。有兴趣你看看国航的 F10。

10. 这个行业的风险大，安全压力极大，如果出现恶劣的飞行事故，这个公司可能就跨了，投资人的投资也就打水漂了。

.....

总之不是投资的好行业，就是芒格说的：我恨这种公司！

唐朝: 资深机长亲自现身说法，更精准详细了👍

好亮: 献丑了👉主要是，对于投资来说，我恨透了这个行业。就是您说的“碎钞机”，身边无数的朋友都栽这上面了。希望对书房的朋友有帮助，让别人的教训成为我们的经验。

幸有我来: 劳动力密集，资本密集，价格战魔鬼黑三角，铸就了碎钞机行业。

2021 年 10 月 7 日

Bp: 一个人从事一个行业，就是放弃了他可以从事其它行业的收入。如果他在该行业所获利润低于他从事其它行业的收入，那么他是亏损的，应该改行。

同样，如果他在该行业获得的利润高于其它行业，那其它行业的从业者就是亏损的，就会有竞争者改行来降低这个行业的利润。

我想，这部分解释了老巴“为什么大部分企业的回报率都趋于相似”的问题。

唐朝: 对，资本的逐利天性。和劳动者找工作道理是一样的。

2021 年 10 月 7 日

唐朝: 一旦它通过了一个门槛测试，同样的折现因子适用于所有公司——巴神。

符合三大前提的公司，都使用同一套估值模式，不管它所在的行业是什么，历史市盈率是多少——某胖。

494
股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是Keiko Mahalick，我是沃顿商学院的MBA学生，但请不要因此而反对我。

巴菲特：我们不会。（笑声）

我从来没有过那么高的学历。我是一名本科生。（笑）

股东：你能解释一下在你的现金流评估过程中，你是如何区分不同类型的企业的吗？

例如，在对可口可乐和GEICO估值时，你如何解释它们的未来现金流风险的差异？

巴菲特：我们不担心传统意义上的风险——就是沃顿商学院教你的。我们——（笑声）

但这是个好问题，相信我。如果我们能完美地预见到每一项业务的未来，无论是运营有轨电车还是销售软件，都不会有什么不同，因为从现在到审判日，我们所衡量的所有现金，都是属于我们的。

公司所从事的行业没有任何意义，除了它可能告诉你一些关于产生现金的能力差别。但一旦现金变得可自由分配，行业差异对现金的质量就没有任何意义了。

从本质上看，风险是一种对未来业务的判断。换句话说，如果我们认为我们只是不知道未来会发生什么，这并不意味着它一定有风险，这只是意味着我们不知道——而这对我们来说是有风险的。对于了解业务的其他人来说，这可能没有风险。

如果是这样，我们就放弃。我们不会试图预测我们不了解的事情。

我们不会说，“我们不知道会发生什么，所以我们将它折现率定为9%而不是7%”，这个数字甚至我们自己都不知道。这不是我们的方法。

我们认为，一旦它通过了一个门槛测试，即我们对某件事相当确定，那么同样的折现因子往往适用于所有事情。当我们购买这些企业，我们试图只做我们非常确定的事情。

所以我们认为所有的资本资产定价模型——以及其推理比如不同的风险调整回报率等等——我们认为这是无稽之谈。

而我们确实认为，如果我们不确定未来会是什么样子，那么在这种情况下，试图去做出价值评估，也是毫无意义的。

我们不认为你可以因为说它更有风险，而用更高的贴现率来弥补。所以我不认为如果用更高的贴现率是有意义的。这不是我们处理事情的方式。

查理？

司空：巴神的话看了好几遍，感觉不如某胖的通俗易懂 😊

2021年10月7日

唐朝：都是再投资，但一种生意是被迫投入更多的钱以避免在竞争中被落败，另一种是清楚的知道投下去的钱会变成更多真金白银回流回来——我们规避前一种生意，寻找后一种生意。

我从未想过，为了保持竞争地位，吉列是否需要多花1亿美元，或少花1亿美元。我想这个幅度甚至比它报表所记录的折旧还要小得多。

航空公司就是一个很好的例子。在航空公司，你知道，你必须不停地花钱。如果花钱有吸引力，你就得疯狂地花钱；如果花钱没有吸引力，你也得疯狂地花钱。这只是游戏的一部分。

即使在我们的纺织行业，为了保持竞争力，我们也需要花费大量的钱，而没有任何必要的——当我们把钱花完的时候，没有任何明显的赚钱前景。

这些都是真正的陷阱。它们以这样或那样的方式生存，但它们很危险。而在喜诗糖果（See 's Candy），我们希望能够花费1000万、1亿、5亿美元，并获得与过去类似的回报。

但不幸的是，没有好的方法可以做到这一点。我们会继续寻找，但这不是一个能通过投入资本就产生利润的行业。

在飞行安全公司（FlightSafety），需要通过资本创造利润。你需要更多的模拟器，需要训练更多的飞行员，因此需要资本来创造利润。但在喜诗糖果（See 's Candy）并非如此。

在可口可乐，特别是当新的市场出现的时候，在中国或者东德（也就是前苏联）或者类似的地方，可口可乐公司自己会经常进行必要的投资来建立装瓶基础设施以迅速占领这些市场。

你甚至不需要计算它们，你只知道你必须这么做。你有一个很棒的生意，你想把它传播到世界各地，你想充分利用它。

你可以计算投资回报，但就我而言，这是浪费时间，因为你无论如何都要这么做，而且你知道你想随着时间的推移主导这些市场。最终，你可能会随着市场的发展，把这些投资投入到其他灌装系统中，因为你不想等着传统的灌装商来做这件事，你想在那里自己干。

顺便提一下，讽刺的是——也许会从中得到乐趣，特别是对于一些年长的股东——当柏林墙倒塌时，可口可乐进入东德市场，在那里，可口可乐是生产自敦刻尔克的装瓶厂。

因此，这里有某种诗意的(人群的嘈杂声)讽刺意味。

查理，你有什么要说吗？

芒格：沃伦在很久以前就说过，好的企业和坏的企业之间的区别通常是好的企业会做出一个又一个简单的决定，而坏的企业会给你一个可怕的选择并且让你很难做出决定——这真的会奏效吗？它值这么多钱吗？

如果你想要一个系统来确定哪个业务是好业务，哪个业务是坏业务，那么只需看看哪个业务一次又一次地让管理层烦恼就行。

简单的决策。比如对于我们来说，决定在加州的一个新的购物中心开一家新的See 's商店并不难，很明显，这将会成功。

另一方面，如果公司有很多的决策摆在你的办公桌上，那非常糟糕。总的来说，这些企业运作得并不好。

巴菲特：我在可口可乐董事会已经有10年了，我们有一个又一个的项目，总有一个投资回报率。但这对我来说并没有太大影响，因为到最后，你所做的任何决定，都巩固并扩大了可口可乐在全球的主导地位，而这个行业正在以惊人的速度增长，而且具有巨大的内在潜在盈利能力，你的决定将是正确的，你的员工会很好地执行这些决定。

然后查理和我坐上了USAir，然后决定就来了。问题是，投资人是否知道，你买的是东方号，还是别的什么？

你花光了所有的钱。然而，只是要想玩这个游戏——保持交通流量和连接乘客。你必须不断做出这些决定——你是否要在某个机场多花1亿美元。

航空公司它们很痛苦，因为它们一次又一次没有任何真正的选择，同时它们也没有任何真正的信念，让它们坚信这些选择和投入会在以后转化为真正的金钱。

一种游戏是强迫你投入更多的钱而不知道你手里拿的是什么牌，另一种游戏是你有机会投入更多的钱，因为你知道你一直都是赢家。

查理：我们为什么要投资USAir？（笑声）

我们本来可以买更多可乐的。

万能的胡大师：这种情况也像打猎，第一种是猎物护甲太厚，虽然打中了一枪但打不死，逼迫你不得不打第二枪第三枪...，否则前面的子弹就白打了，后期要浪费很多子弹，搞不好子弹钱能赶上猎物的价值。

第二种是护甲薄还肉多的猎物，一枪搞定一只，第二枪可以搞定更多的猎物。我们避免第一种猎物，

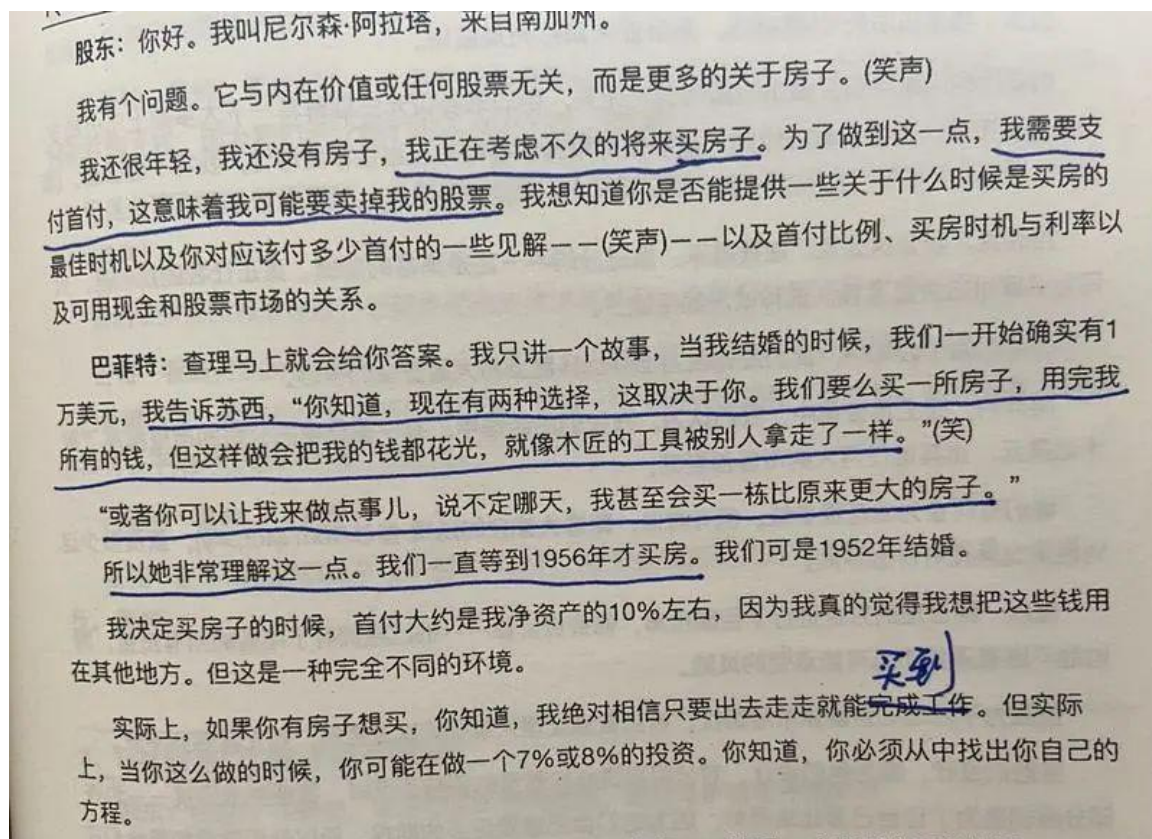
我们只选择第二种猎物！

2021 年 10 月 7 日

唐朝：书房里也经常有人问我这个困境。巴菲特给的答案和我的答案，有一个不同点，也有一个共同点。

不同点是他明显倾向于先投资后买房，投资在生活之前。而我个人偏向于先买房，生活在投资之前——此处的买房，仅指为了改善生活环境的购房行为，不涉及指投资房产。

共同点是，我们都建议把情况摆出来，尊重爱人的选择。



砺锋：感觉老唐更像芒格，一切的投资行为是为了更好的生活！

门前一棵大杨树：老唐除了和你学习投资外，我自己认为我学习到最多的就是对待婚姻的态度。

相比较金钱来说，我更加看重夫妻关系，这关乎我未来的生活状态及对孩子的影响

木紫：我是觉得生活中大部分人买房，好像都以家里领导的意见为主，难道女性的直觉更好？

唐朝：我觉着是这些男人通常认为，搞定外面的世界比搞定家里的领导更容易一些🤔

2021 年 10 月 7 日

本系列相关文章：

- [经典陪读：查理·芒格 2021 年睿智问答精选点评](#)
- [经典陪读：伯克希尔 2020 年度股东信精要（上）](#)
- [经典陪读：伯克希尔 2020 年度股东信精要（中）](#)
- [经典陪读：伯克希尔 2020 年度股东信精要（下）](#)
- [经典陪读：《巴菲特历年演讲精要专辑》](#)

- [经典陪读：伯克希尔股东大会问答①](#)
- [经典陪读：伯克希尔股东大会问答②](#)

第1043篇. 2021. 11. 21 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答④

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-11-21

注：本系列其他内容，请点击[#经典陪读](#)

唐朝：股东问：如何去预测市盈率的提升？

巴菲特：这个问题由查理来回答。

芒格：如果我们的预测，正确率比其他的人高一点，那是因为我们总是尽量减少预测。

巴菲特：是的，我们尽量不做任何困难的事情，我认为这样子你也能获得不错的回报。

投资和奥运会跳水比赛不一样，在跳水比赛当中，他们有一定难度系数加分，如果你做一些非常困难的动作，而且能做好，得分会比你只做一些简单的动作高。

但在投资领域并不是如此，你只要做得好，哪怕是最简单的动作也能赚到钱。如果你从泳池边上跳下去，然后干净利落的爬上来，就能得到同样的回报率，你就没有理由去尝试那些空中转体三周半的动作。

我们寻找那些一英尺高的栏杆，而不是去挑战七英尺或八英尺栏杆并试图创造一些奥运会记录。跳过一英尺的栏杆也能赚到钱，这让人很舒服——伯克希尔 1998 年股东大会问答。

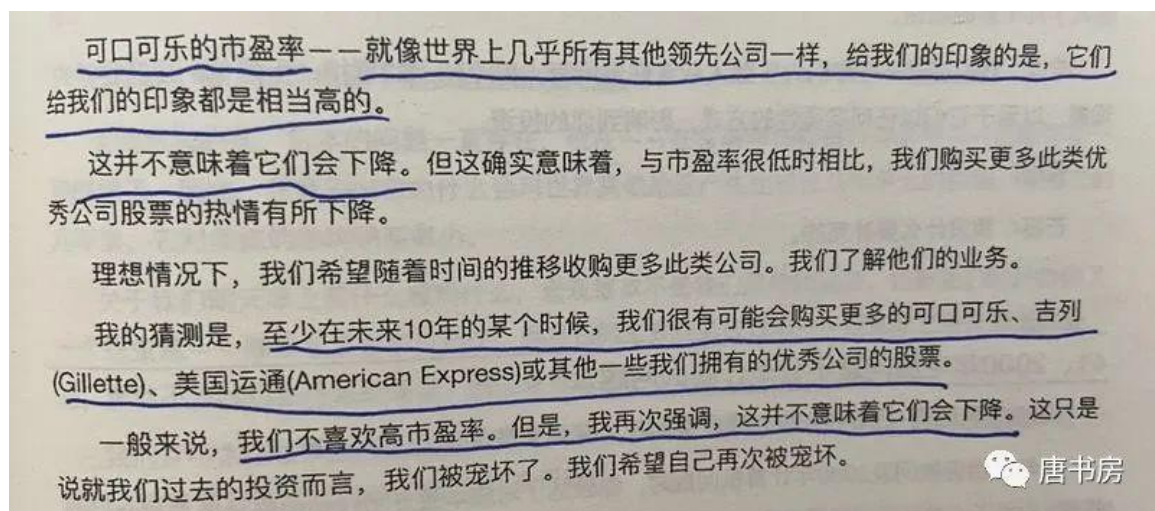
海东望：说的让查理回答，结果自己说了那么多😂

YeeWee：原来七尺围栏出自这里。

lost_temple：佛家只说家常话。二位大神把投资比喻得太有意思了，读完令人捧腹大笑，又发人深省👍

2021 年 10 月 8 日

唐朝：不，巴神你预测错了，后来的十年里，你一股可口可乐也没增持😏

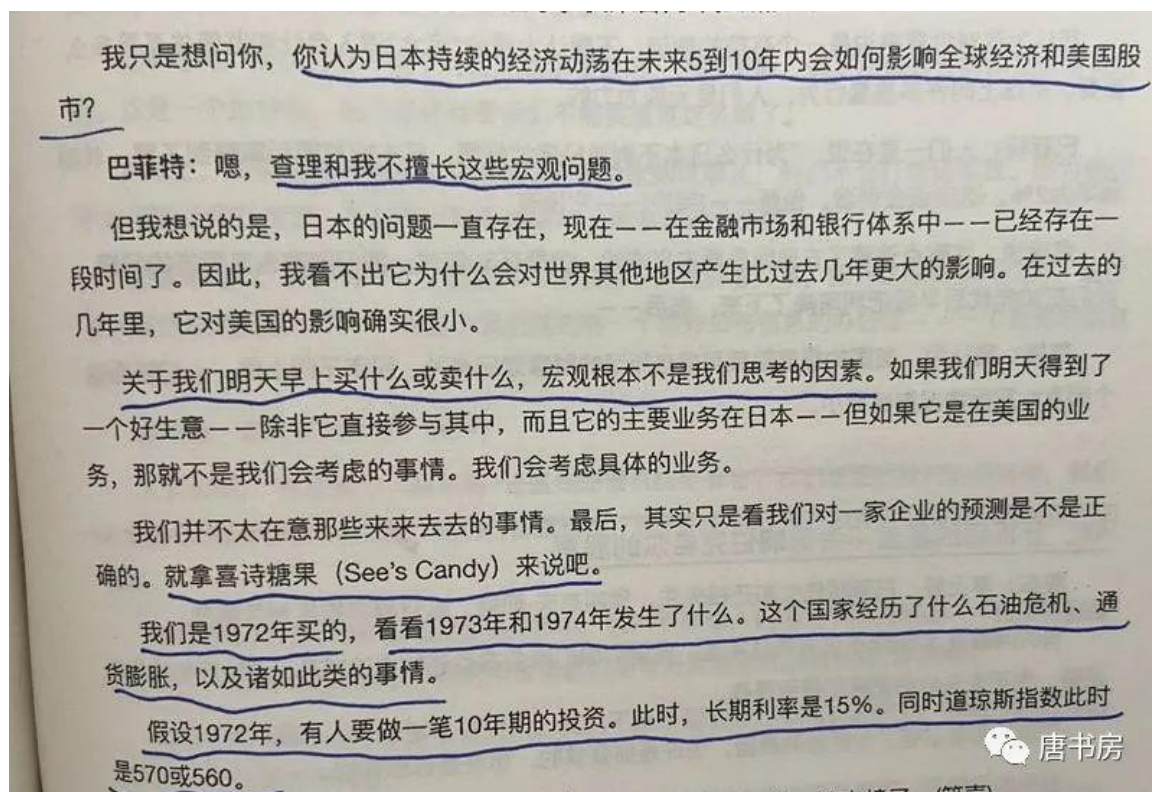


伯涵：现在进行时真的太有价值了。等回头过来看的时候，当时怎么想的，对的错的，一目了然。

2021 年 10 月 8 日

唐朝：1973 年和 1974 年两年时间，美国股市（标普 500 指数）累计下跌 48%，近于腰斩。

如果有位神仙提前告诉你这个信息，你会放弃在 1972 年收购喜诗糖果吗？

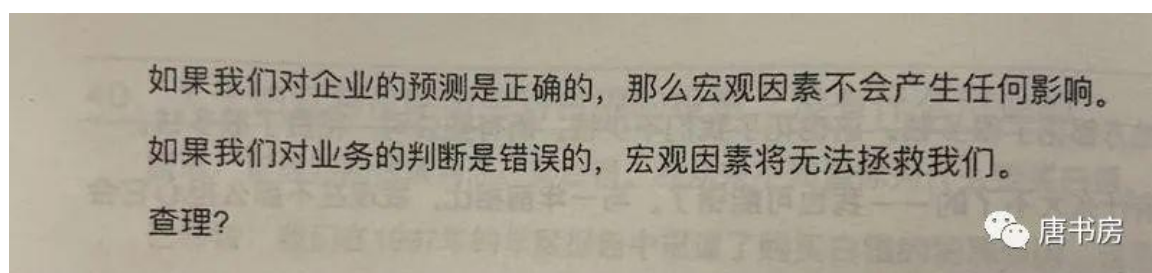


好奇求真：长期利率 15%？

唐朝：对，美联储传奇主席保罗·沃尔克任期内，加息抗通胀，曾经将联邦利率最高加到 22%。

2021 年 10 月 8 日

唐朝：如果我们对企业的预测是正确的，宏观因素不会产生任何影响。如果我们对业务的判断是错误的，宏观因素也无法拯救我们。



唐朝：巴神最接近失败的一次，对通用再保的预测不仅全盘错了，而且错的离谱。事实是“如果不是伯克希尔的财力做后盾，通用再保 911 之后就破产了”。

芒格最后那句话也透露了他们当时收购主要是冲着通用再保的浮存金去了。

只可惜他们猜到了浮存金的收益可以大幅提高，却没有猜到浮存金的成本可以更大幅度的提高，提高到足以吃掉收益，还能吃掉股东权益的地步。

我们预计通用再保险公司在国际市场的增长速度可能会比在国内市场快得多。

从经营角度、技术角度、管理角度来看，通用再保险的声誉是很好的，而伯克希尔的资本实力将进一步增强这一点。

因此，我们认为通用再保险的声誉可能会在未来几年不断提高，保费收入也会随之增加，但至少在未来几年内，它们的保费不会爆炸性增长。

我们在早些时候的问答里谈到，我们认为未来有机会更好地利用浮存金。

但它现在仍然不是我们可以掌控的“加法”，一年后可能也不是。但我们认为，在未来的某一天，它会是。我们还指出，作为伯克希尔哈撒韦公司的一部分，通用再保险可能会有一些税收优惠。所以这是有好处的。

但它们都不会——1999年不会产生影响，2000年很可能也不会产生影响。

我们显然认为，如果把通用再保险计算在内，10年后伯克希尔的每股价值将比我们没有达成这笔交易时更高。

但我们并不认为一年或两年的情况就是这样。但这是我们基于10年的判断。

查理？（笑声）

芒格：我想说的是，如果我们在通用再保险的浮存金投资上，在未来能获得像过去平均水平一样的回报率，那么它将会非常出色。

唐书房

懒羊羊：请问唐老师，浮存金的成本是什么意思啊？不太懂。

唐朝：

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

保险公司获取浮存金的成本，可以用综合成本费率来观测。一般保险公司保费的综合成本费率会控制在略高于100%，甚至某些优秀的保险公司，综合成本费率会低于100%，比如巴菲特旗下的盖克保险，再比如长期费用率100.6%的通用再保险。

所谓综合成本费率100%，简单理解就是保险公司的保险销售收入，减去全部赔偿支出，减去公司经营费用后，不赔不赚。

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

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

这就是保险公司最大的奥秘.....唐书房

2021年10月8日

唐朝：我们寻找不变的东西。这意味着我们会错过很多大赢家，同时也意味着我们很少买中大输家——甘蔗没有两头甜，既要又要非常难。

我们正在寻找缺乏改变的行业里的公司，这些公司在这些缺乏变化的行业里已经赚了很多钱的，并且他们在未来会赚得更多。

所以我们把变化看作是一种威胁。每当我们看到一个企业，如果我们看到很多变化，十有八九，我们会把它过滤掉了。

当我们看到一些我们认为很有可能在10年或20年后看起来和现在一样的东西时，我们对预测它更有信心。

可口可乐仍然在销售一种非常非常类似于110多年前销售的产品，它的分销的基础和与消费者的沟通，以及其相关的很多东西，都没有改变。

你50年前对可口可乐的分析现在也可以很好地被应用。我们在这类生意上比较得心应手。

这意味着我们错过了很多非常大的赢家，但我们无论如何也挑不出那些最终的赢家（我们不懂）。

这也意味着我们很少有大输家，而随着时间的推移，这是很有帮助的。

唐书房

唐朝：牛人的判断，牛人的朋友圈。

而对软件非常熟悉的人很可能会有与你相同的观点。如果他们确实有更丰富的知识，并以此采取行动，他们有权从高级知识中赚钱。这没什么不对的。

而我知道我没有那种知识，我是一——我确实认为是一——如果你对商业有几十年的普遍了解，你会认为这些公司所在的行业比较饮料行业更难预测。

也可能是，对于这个行业我们不太确定能赚多少钱，但如果你是对的，回报会很大。

但我们非常愿意为确定性出一个高价。这就是我们行事的方式。

同时，不要贬低他人做出这些决定的能力。当我第一次见到比尔·盖茨时，那是在1991年，我说，“如果你要在荒岛上呆上10年，你必须把你的股票投在两家高科技公司，你会选哪一家”

他列举了两支非常好的股票。如果我把它们都买下来，我们赚的钱会比我们现在赚的多得多，甚至比买可口可乐赚的多。

你知道，不同的人理解不同的生意。重要的是要知道哪些是你理解的，以及什么时候你能在我所说的“能力范围”内行事。

软件业务不在我的能力范围之内，我也不认为它在查理的能力范围之内。

唐书房

惑&悟：经这么一说，对能力圈的理解又进一步。

2021年10月8日

唐朝：记录1999年5月二老对“高估后要不要卖出”的看法。

芒格：一般来说，对大多数投资者来说，长期而言，试图在你真正热爱的公司里进进出出并不是一个好主意。我们很满足于和我们最好的资产一直在一起。

巴菲特：多年来，人们一直试图让伯克希尔这样做。我有一些朋友认为股票价格有些时候是有点过头了。他们想把它卖掉然后以更便宜的价格再买回来。

这很难做到。你必须做出两个正确的决定。你知道，你必须买对——你必须先卖对，然后再买对。而且通常你还得在这期间交些税。

如果你进入了一个很棒行业，最好的办法就是坚持下去。

唐书房

刀刀：这个时期还是“死了都不卖”的想法占上风。

2021年10月8日

唐朝：1. 市场时而有效，时而无效。2. 除了极少数无效的时间段，市场在大多数时候都是有效的。3. 不走的破钟一天也要准两次。

以上三种说法，其实是一个意思。

市场无效的时候，提供机会给我们发现价值。市场有效的时候，提供机会给我们兑现价值。多美好的一口破钟，珍惜啊珍惜吧 😊

巴菲特先生，学术界的许多人都说你很幸运，或者说你是一个统计学上的局外人。芒格先生，我不知道他们叫你什么。(笑声)

巴菲特：你可以随意猜测他们怎么称呼他。(笑声)

股东：我知道你不喜欢预测股票市场，但也许你会对有效市场理论的支持者和价值投资者之间的辩论，对这场辩论将如何演绎会很感兴趣。

你认为两方之间会有和解吗？我指的是商学院教的东西。

另外，你们是否指定了接班人，他们也是统计学上的局外人吗？

巴菲特：(笑声)我们希望他们会是，并且，他们可能会显得比我们更在状况外。

如果你在市场上呆了很长一段时间，你就会发现，市场是非常有效的。

市场在不同资产类别之间定价是相当有效的，同时，在评估特定业务方面也是相当有效的。

但是，相当有效并不足以支持有效市场理论方法来进行投资，也不足以支持学术界的所有分支。

如果你相信有效市场理论，并学习了有效市场理论——在10年、20年或30年前就采用它——我记得它在20年前达到顶峰——那将是一个可怕的、可怕的错误。

这就像要学习地球是平的一样。你的人生将会有有一个错误的开始。

而现在，它在学术界非常流行。这几乎成为一个职位所必需的信念。

所有的高级课程都是这么教的。一个涉及到其他投资问题的数学理论就是围绕着它建立起来的，所以，如果你走到它的中心并摧毁了它的关键的那一部分，这就意味着那些花了很多年很多年读博士的人，会发现他们周围的整个世界都崩溃了。

我想说的是，在过去的一二十年里，它已经很大程度上名誉扫地了。现在，你不会听到人们像15或20年前那样谈论它。

但总体而言，市场在大多数方面都相当有效。比如现在你就很难找到没有有效定价的证券。但有些时候这又相对容易。但是现在，这很困难。

投资就是评估企业的价值，这就是投资该干的事。你坐在那里，试图弄清楚一家公司的价值。如果低于这个数字，你就买。

你在美国找不到一门关于如何评估企业价值的课程。但你可以找到各种各样的课程——关于如何计算beta，或者其他的类似的事，因为这是老师知道该怎么教的，但他不知道如何评估一家企业的价值。

这门重要的课程却没有被教授。这很难教。

我认为本·格雷厄姆在哥伦比亚大学教得很好，我很幸运在几十年前遇到了他。

但如果你让一个普通的金融博士来评估一家企业的价值，他就遇到麻烦了。

如果他不能对公司进行估价，我不知道他该如何投资。因此，他更容易采用有效市场理论——这对他而言要容易得多。

在有效市场理论中，试图评估企业价值是没有意义的。因为如果市场是有效的，它会完美地评估它们。

我从来不知道你在那门课的第二天说了些什么。我的意思是——(笑声)——你走进教室，你说，“一切都很有价值，下课了。”所以，这让我很困惑。但我鼓励你去找低效的价

唐书房

2021年10月8日

唐朝：巴神解释为什么伯克希尔不碰人寿保险业务：麻烦+没钱赚。

伯克希尔哈撒韦一直在投资房地产、意外险和再保险业务。我注意到，除了年金，你一直在回避人寿保险业务。你是否——你是否打算投资人寿保险业务？

另外，我还有第二个问题，那就是伯克希尔哈撒韦A股和伯克希尔哈撒韦B股的关系。

目前，伯克希尔哈撒韦B类股的股票折价约3%至4%。我还注意到一些人在做空伯克希尔哈撒韦A类股和伯克希尔哈撒韦B类股。您能否评论一下？

巴菲特：在人寿保险业务上，我们对人寿保险业务没有偏见，我们在人寿保险业务上通过通用再保险公司取得了相当大的进展。正如你提到的，我们在年金方面做了一些工作。

寿险业务的问题在于利润不高——你可以看看大公司的记录——该领域的许多活动在某种程度上与股票有关。

查理和我从来没有想过要为别人管理股票。我们希望对股票的唯一兴趣就是伯克希尔哈撒韦公司本身。所以，我们不想身兼两职。

我们永远不会涉足共同基金管理业务或任何类型的投资管理业务，因为如果我们要管理200亿或300亿美元的投资管理业务，当我们有一个好主意时，我们可以投入10亿美元。但这时候我会很头疼，我们该投入谁的钱？

所以，我们宁愿只戴一顶帽子。我们希望这顶帽子是伯克希尔哈撒韦公司的。我们不想向其他人承诺：只要支付0.5%或1%的费用，他们就能得到我们最好的创意。而这些创意是属于伯克希尔。如果我们承诺不这样做，就会误导人们。

所以，任何涉及到股权投资的事情——这是目前人寿业务的一个重要组成部分——都是我们不愿意参与的事情。

如果你看网上公布的定期寿险的费用——我们已经看过了。即使不考虑佣金，我们也很难理解它怎么这样定价。

但人寿保险也是我们理解的业务。所以，如果我们认为它有合理的盈利能力，我们会非常愿意从事人寿保险业务。

唐书房

2021年10月8日

唐朝：有些人说，要很有钱以后才能做价值投资。

巴神说：呸！哪怕只有一万块，投资的原理都是这一套“买股票不是买交易筹码，而是买下一家公司的全部或一部分”。

我的问题是，如果你在30岁出头重新开始，在今天的环境下，你会做些什么不同的或相同的事情来复制你的成功？简而言之，巴菲特先生，我怎样才能赚到300亿美元？(笑声)

巴菲特：尽早开始。 (笑声)

查理总是说，最重要的是我们开始在一个有很长的坡道的山顶上，尽早堆这个小雪球。我们很年轻的时候就开始滚雪球了。

当然，滚雪球——复利的本质是它这个行为就像在滚雪球。关键是要有一个很长的坡，这意味着要么从很年轻的时候开始，要么就是活得足够久。

如果是在投资领域，我也会这么做。如果我今天从学校毕业，有1万美元可以投资，我会立刻开始。

我会直接开始浏览公司年报。我可能会把重点放在规模较小的公司上，因为那将适合用较小的金额开始，而且小公司更有可能在投资领域被忽视。

但就像查理之前说的，这不会像1951年那样——现在你可以翻一遍，发现所有的东西都跃入你的眼帘。但这是唯一的方法。

我的意思是，你必须开始买公司，或者公司的一小部分——叫做股票。你必须以有吸引力的价格买它们，你必须买好的公司。

从现在开始一百年后，在投资方面，这个建议将是一样的。就是这么简单。

唐书房

海东望：现在还会有被忽略的优秀小公司吗？

kwan：还是会有，只是我们暂时未发现，或许是我们能力未到。

唐朝：互联网时代，意图挖掘无人问津的东西确实是越来越难了。

Javage：投机若能赚到钱，何必做价投？投机若是不赚钱，何必等以后。

2021年10月8日

唐朝：巴神分享自己是如何学习保险知识的。

巴菲特：这些都是好问题。让我们先看第一个关于网站的，有一个参考文件列表，或者一些可以帮助你理解保险的东西。但我听起来你已经很了解了。——(笑声)

我想不出我读过的关于这个主题的好书。1951年1月的一个星期六早上，我和一个叫洛里默·戴维森的人一起度过了四个小时左右的时间，向我解释GEICO是如何运作的。

这是一个了不起的教育，它让我如此感兴趣，不仅对GEICO如何运作，而且对它的竞争对手如何运作，这个行业如何运作，我开始阅读很多其他的报告。

我从来没有在学校上过关于保险方面的一门课。我什么都不记得了。我不知道课本上写的是什么。它对我没有任何价值。

所以我从来没有真正的保险背景。你知道，我们家没有人从事保险业。

在我和戴维谈之前，我真的没有想过这件事。我去那里的唯一原因是因为我的偶像，本·格雷厄姆，在《名人录》中被列为政府雇员保险公司的董事长——你知道，他曾经也是旧金山市场街铁路公司的董事长。

幸运的是，我没有去市场街铁路公司，而是去了GEICO。(笑声)

而我自己的保险教育来自于阅读大量的报告。

如果我重新开始，如果我对保险行业一无所知，而我想发展一些专业知识，我可能会阅读周围每家财产保险公司的报告。

我会回过头去看看——我可能会找到最好的手册，看看它们。

我只会做大量的阅读。我以前曾去林肯⁺⁺的保险部门看会议报告和检查报告。

他们会给我一些表格填写，而我会一直问他们——(笑)——而要拿到这些报告，他们必须走到国会大厦的最下面，帮我拿出来。但是他们没有太多别的事可做，所以他们总是很乐意去做。

这就是我学习保险的方法。通过这种方式来学习是一个很有成效的领域。我真的认为类似的方式是现在最好的方法。另外，你可以读一些分析师的报告。

坦率地说，我认为你可以通过阅读伯克希尔哈撒韦公司(Berkshire Hathaway) 20年来的年报和保险板块，学到一些东西。我想这会教你一些保险经济学的知识。所以，我会通过阅读来做这件事。

如果你能找到一个对这个行业很了解的人，愿意花时间和你谈谈，他们可能会缩短你的学习时间，在这方面给你一些帮助。

唐书房

2021年10月8日

唐朝：通用再保的雷场开始爆炸了，砰砰砰😄……

二老开始擦屁股，巴拉巴拉巴拉……这的确是个愚蠢的错误，但这并不意味着以后还会有……巴拉巴拉巴拉……

这个时候，巴神还没总结出来著名的蟑螂理论：“你如果在厨房里发现一只蟑螂，你很快就会再遇到它的亲戚们”。

我们现在最好的猜测是，当这一切都结束后——可能是10年后，15年后——2.75亿美元将是我们的损失。而这肯定不是确切的数字。但就像我说的，如果有任何理由向上修正这个数字，我们会及时通知你。

保险的本质就是你会不时地得到令人不快的意外。

Loews公司在上世纪70年代初收购了CNA。就在最近几年，有一个新的情况发生了，而那是在50年代后期承保的。我记得，这造成了15亿美元的损失而保险费只有几千美元。

我还记得，GEICO在承保一本上世纪80年代初的商业书籍上损失了6000万美元，当时这本书的总保费不到20万美元。这其中有多少是愚蠢，有多少是欺诈，谁知道确切的数字？但在保险行业，你可能会遇到一些非常不愉快的意外。

不幸的是，这不会是最后一次。它不会发生在同一个地方，不会以完全相同的方式发生。但保险的特性的其中一面就是，意外总是令人不快的。

当你在承保个人汽车保险或其他类似的东西时，不会发生这样的事情。当你承保一份10年、20年、30年后索赔突然出现的商业保险时——我想我们有一份索赔报告，那是一家小型的工人公司，它的历史可以追溯到20多年前、25年左右。在过去的一年左右，它就这么突然出现了，而且要花很多钱。

所以，在这个行业里，“惊喜”可能来得很大，也可能来得很晚。即使有良好的管理，这也会发生。但如果管理得当，你就不会有那么多“惊喜”。

查理？

芒格：这个问题问得好。想象一下，如果有人问如何接受教育——谁知道如何教育人们？这就像你用鼻子去蹭狗的鼻子来教育它一样。（笑声）

总的来说，这是一个愚蠢的错误，那是一个业余爱好者的错误。

这并不意味着通用再保险突然间就变成业余爱好者了。这只是一个罕见的失误，就像伯克希尔一样，我们认为Omni事件也是一个罕见的失误。从那以后我们就没有再重复过了。是吗，沃伦？我想不出一个。

巴菲特：不过再强调一下，我们不知道未来我们会不会重复犯这个错误。

也许这些事情稍后会出现。

不过，查理的问题的答案是，我们此后没有重复类似的错误。（笑声）

芒格：是的，这是一个愚蠢的、业余的错误。这些事情确实会发生。我们不认为这反映了世界上最好的通用再保险的智力水平突然下降。这只是偶尔发生的事情之一。

这些事情也有好的一面，它会让你更加小心。像那样撞在鼻子上确实能让你重新集中注意

力

唐书房

2021年10月8日

唐朝：我们使用国债利率作为折现率，只是为了方便把这家公司的股权，另一家公司的股权以及国债，拉在一起做对比。

因为 all cash is equal，所有的现金都是一样的。

这并不意味着折现出来的价值就是值得买入的价格，我们会因为确定性的差异，给他打一个较大的折扣。

最后，我对如何选择折现率很感兴趣。我是你商学院的校友，我也学了一堆关于beta的垃圾。

我听你刚刚说，将折现率定为国债利率。我不确定我的理解这是否正确，我想请你谈谈你们的折现率。

我真的很感激你能给我们尽可能多的关于你想法的细节。

巴菲特：我们认为，就国债利率而言——就像我之前说的，这并不意味着我们认为：一旦我们在国债利率上折现了一些东西，得到了一个价格，这个价格就是正确的。我们使用国债利率只是为了获得跨时间和跨公司的可比性。

但从马蹄铁公司赚到的一美元，与从互联网公司赚到的一美元是一样的。

一美元的价格不会因为它是来自于一家互联网公司或来自一家马蹄铁公司，而有任何不同。一美元就是一美元。

唐书房

而我们的贴现率，反映了对未来现金流的不同预期，但它们并没有反映出任何差异——无论是来自于市场所热衷的东西还是其他东西。

护城河和管理层是价值估值过程的一部分，因为他们进入我们的思维，即我们对未来预期的现金流的数量有多大的确定性。

你知道，就商业价值评估而言，这是一门艺术。最后公式反而变得简单了。

唐书房

徐君：唐师的中翻中，让我一看就明白了

王凯锋：又解决了一个我久思未果的问题！原来是为了统一度量衡，然后在同一度量单位基础上作比较！高，实在是高！

阿迪唐：被这两段话冲击了…脑海中仿佛有一层膜在读完的瞬间被洞穿了，而后，居然就通透，清爽，舒畅了许多强强，好神奇 😊

唐朝：你描述的这个场景很可疑，尤其是考虑到你一贯的风格，我愈发觉着可疑。疑车无据……

2021年10月8日

唐朝：我们的成绩还不错，这不是因为我们做了很多杰出的事情，而是我们做的蠢事比较少。

我长这么胖，不是因为我一顿吃的多，而是因为我每一顿都没少吃 😂

但是没有公式能精确地告诉你，护城河有28英尺宽16英尺深，等等。你必须了解业务。

这让学者们抓狂，因为他们知道如何计算标准差，但这并不能告诉他们什么。真正有意义的是，你是否知道护城河有多宽，它未来是否会进一步扩大或缩小。

查理？

芒格：你对学术方法的批评不够。(笑声)

投资组合管理，公司财务等等的学术方法，非常有趣。这很像长期资本管理。这么聪明的人怎么会做这种傻事呢？然而，事情就是这样。

巴菲特：你知道，为什么聪明人会做傻事吗？

这是非常重要的，因为我们有很多聪明的人与我们一起工作。如果我们能避免做所有愚蠢的事情，那结果会出人意料的好。

在某种程度上，伯克希尔的业绩是很不错的，这不是因为我们做了很多杰出的事情，而是我们做的愚蠢的事情可能比大多数人要少。

但是为什么聪明的人会做违背他们自身利益的事情，这确实令人费解。查理，告诉我为什么。(笑)

2021年10月8日

唐朝：巴神也狡猾的很。人家问他决定出售麦当劳的时候，你的思维过程是怎么样的？

他巴拉巴拉巴拉绕了半天就说，这是个错误啊，我就是比较，结果是个错误啊，是个错误，然后就没了。

股东：来自纽约的彼得·肯纳（Peter Kenner）。下午好，沃伦，查理。

(译者注：这是90、91年提问者尼古拉斯·肯纳（Nicholas Kenner）的父亲)

巴菲特：嗨，彼得。

股东：很高兴见到你。我想问一下，当你决定出售麦当劳的时候，你的思维过程是怎样的，或者和我们分享一下你的想法。

巴菲特：彼得，这一定是查理的主意。(笑声)

顺便说一句，彼得的家庭四代人都和我们一起生活。他们都很棒的人，我想补充一句，他爸爸是个很棒的人。

你知道，我说卖掉它是个错误，并且这的确是个错误。我只是为了坦诚起见才这么说的。我不认为这是一个很正确的卖空交易，也不是一个很好的交易。

我不认为它属于我们想要在世界上拥有的为数不多的八家或十家企业。但我们的这个决定让你付出了10多亿美元的代价。

查理？

芒格：你想让我给你擦鼻子吗？你在做——(笑声)

你一个人干得不错。(笑声)

顺便说一下，这在伯克希尔是一个很常见的作法。我们确实是在自讨苦吃。我们甚至不需要肯纳夫妇的帮助。(笑声)

巴菲特：我们相信伯克希尔的事后诸葛亮。我的意思是，我们是真的相信——当我经营合伙企业的时候，我经常做的一件事就是把所有的卖出决定和所有的买入决定进行对比。

仅仅做出买入决定成功是不够的，他们必须做出比卖出决定更好的决定。经理人往往不愿去看他们一两年向前董事会详细提出的资本项目或收购的最终结果。

因为他们并不希望实际情况与预测的结果相矛盾。这就是人性。

但是，我认为你是一个更好的管理者或者投资者，如果你能够看看你所做的每一个重要的决定，看看哪些是正确的，哪些是错误的。你需要了解，你的击球率是多少。

如果你的平均击球率太低，你最好把决定权交给别人。

唐书房

唐朝：思想的撞衫无处不在，这种感觉让人很快乐👏

巴菲特：是的。你可能会考虑挑选5到10家你觉得非常熟悉他们产品的公司，也许是这样，但不一定对他们的财务状况和所有这些都非常熟悉。

挑出一些公司的相关信息，这样至少你能够了解些什么——如果你了解他们的产品，你就知道这个行业本身发生了什么。然后，你知道，得到很多年度报告。并且，你可以通过互联网或其他方式，获取所有已经上面写了5年或10年的杂志文章。

让自己沉浸其中，就好像你要去为公司工作，或者他们把你聘为首席执行官，或者你要买下整个公司。我的意思是，你可以用任何一种方式来看待它。

当你熬过这一关的时候，问问自己：“有什么是我不知道却需要知道的？”

唐书房

大家可以在「瞰地」时，**作为备忘的检查清单，也可以作为企业分析的提纲**，解决无处下爪的困惑。

1) 我是否愿意花大量时间研究这家企业和这个行业？（困难度，兴趣）

2) 现在公司决定聘我担任CEO，三个月后到任。现在需要赶紧知道哪些东西？

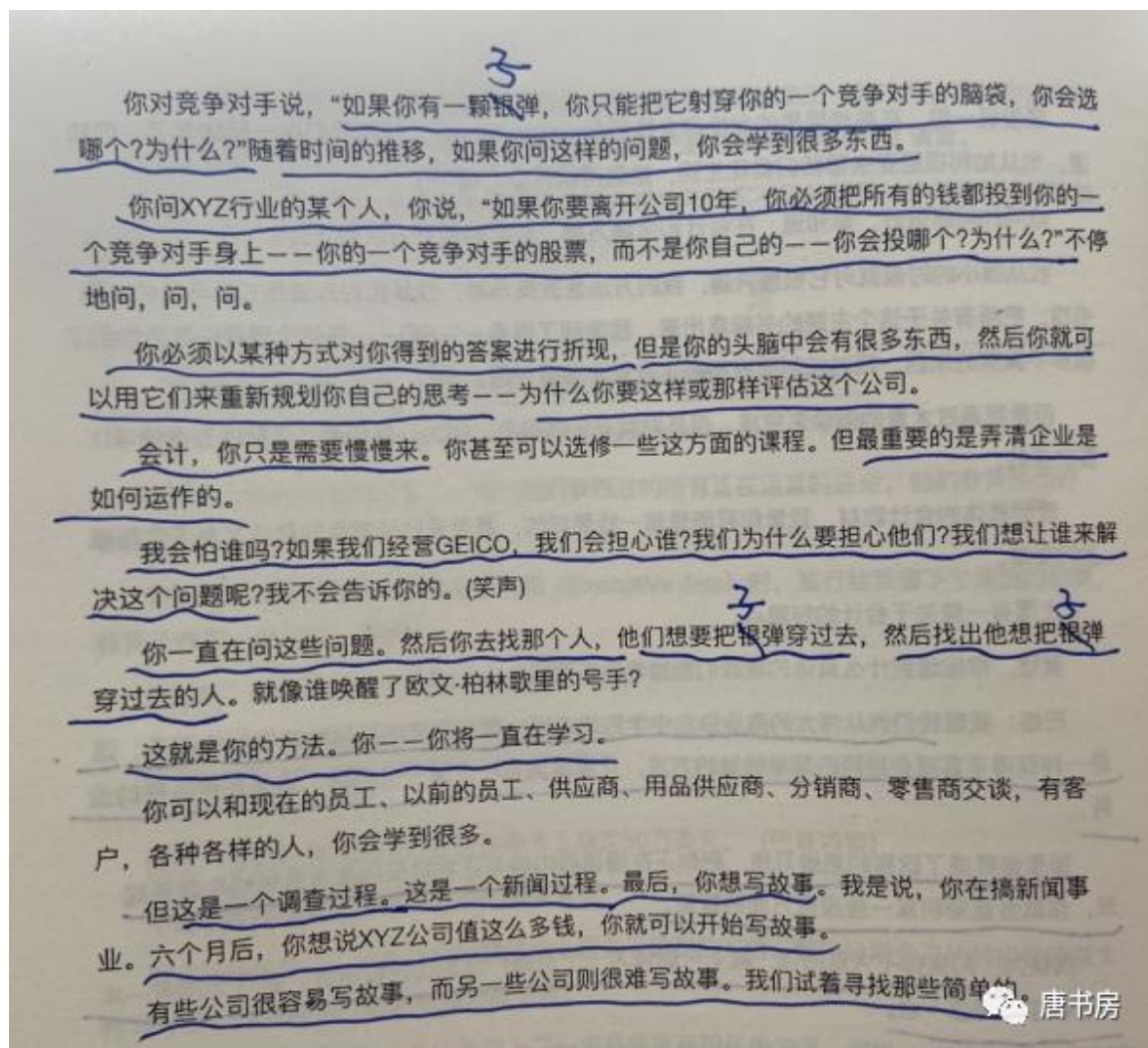
唐书房

门前一棵大杨树：前几天刚好看到老唐的企业检查 30 条，还分享到群里啦。还是看你的好，巴神说话太绕啦！

2021 年 10 月 8 日

唐朝：这段几乎全文划线的内容，是反过来想的典范，也是巴神分享的如何去理解企业的思维样板。

南来的北往的、偷鸡的摸狗的，走过路过千万不要错过😏



航：唐师，银弹貌似是对的。silverbullet 银子弹，来自西方吸血鬼题材，唯一能对吸血鬼有效杀伤性武器就是银子弹，后来形容强有力的招数。

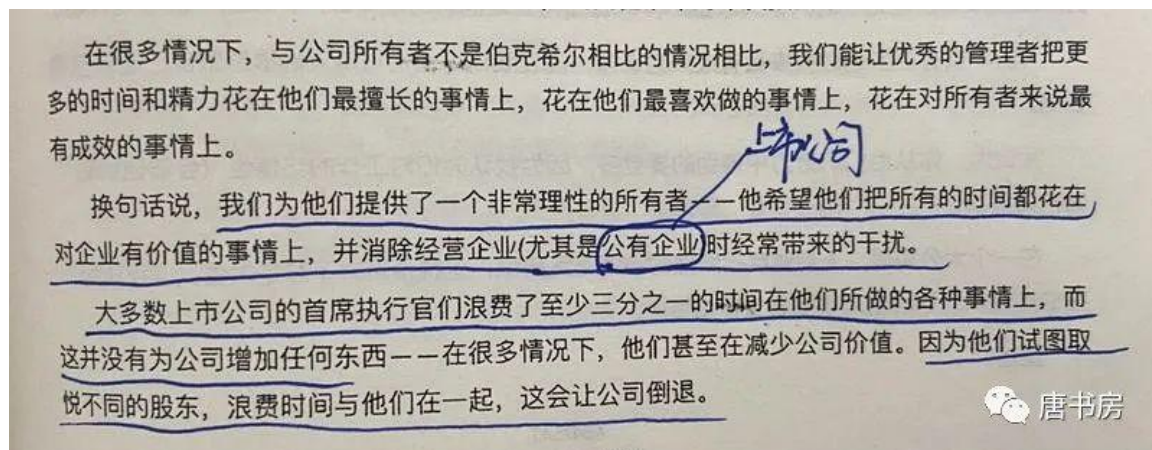
唐朝：翻译成中文，就没有必要用银弹了。第一，中文世界的人不懂的银子弹灭鬼；

第二，银弹这个词在中文世界里有它的专有含意，和糖衣炮弹或肉弹含意接近，反而有误导。

我认为翻译首先需要追求意思准确。

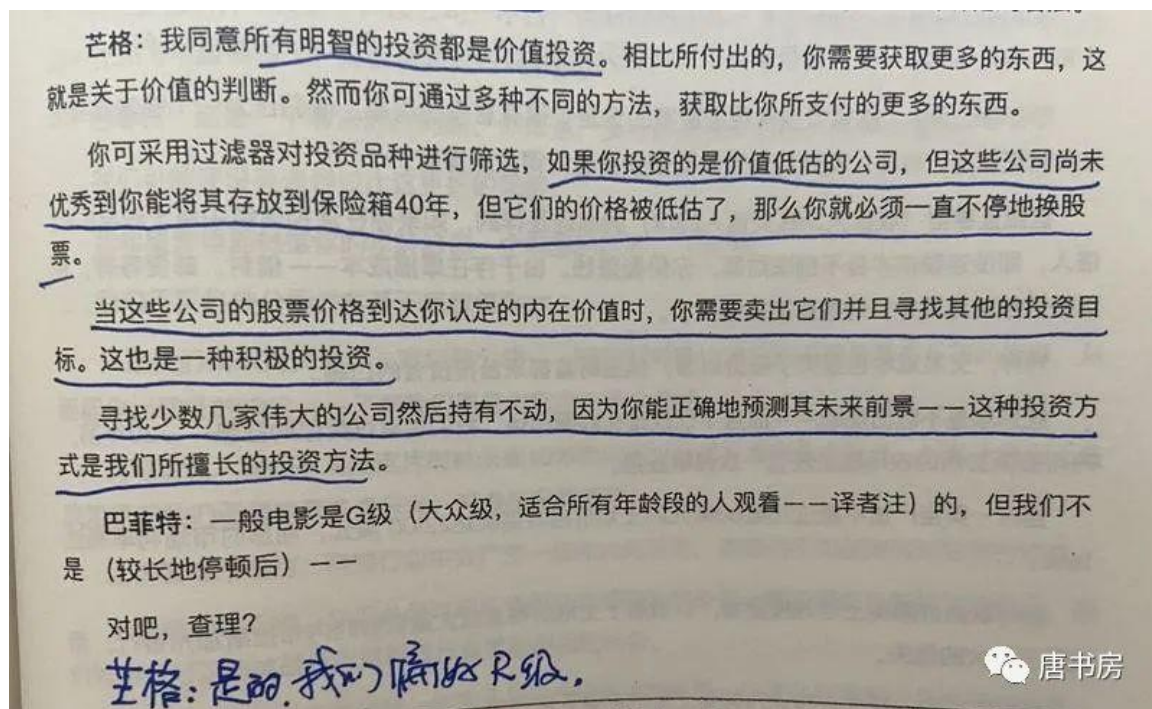
2021年10月8日

唐朝：伯克希尔对子公司的核心价值是将股东对管理层的干扰降低至最小吡牙——1999年股东大会问答结束。



2021年10月8日

唐朝：我帮沃伦做捧哏——进入2000年股东大会问答。



唐朝：猛人查理名言。

芒格：我认为我们使用“可悲的过度”（wretched excess）这个词的原因是它的确会带来悲惨的后果。

如果你把连锁信或庞氏骗局的数学原理，和一些合法的技术结合起来，比如互联网的发展，你就会把一些不幸的、非理性的、有不良后果的东西和一些有良好后果的东西混在一起了。

但是，你知道，如果你把葡萄干和屎混在一起，它们还是屎。（笑声）

巴菲特：这就是他们让我写年度报告的原因。（笑声）

唐书房

2021年10月8日

唐朝：二老评价通用再保遭遇诈骗的事儿，其中有这么一句，也是保险业容易过度竞争的核心因素：

保险业是你交付一张纸，然后就有人递给你钱的行业——潜台词：很多保险业的拥有者和经营者，容易被面前的金钱吸引，低估这张纸（保险合同的承诺）对应的代价。

查理？

芒格：尽管如此，这可能是最令人恼火的赔钱方式，就是被一个明显的谎言所欺骗。但它确实发生了。

我不认为这种情况会再次发生。

巴菲特：我不这么认为。（笑）

我想说的是，在任何20年内或类似的任何时期，我们都不太可能得到一个巨大的惊喜。通常，它会通过我们过去观察到的三到四种明显的欺诈手段中的一种或另一种形式出现。

但它们又重新出现了。我不得不说，在保险行业有很多人是“不诚实的”，因为这是一种你交付一张纸，然后有人递给你钱的产品。

这引起了人们的兴趣。你知道，你甚至不需给他们一个Dilly酒吧——（笑声）——或者任何东西作为交换。他们给你很多钱，你给他们一张小纸条。

当然，当你进入再保险之类的行业时，你把那张小纸片交给别人，然后让他们给你钱。

一路走来，你会看到经纪人因为掩盖了项目中的一些弱点而得到大笔的钱，有时他们甚至可能参与其中。

所以这是一个吸引诈骗的领域。通常他们——同样的人——会一次又一次地回来。这对我来说很神奇。

所以，我想说的是，在任何10年的保险期内，我们都会有一两个惊喜。这几乎是不可能避免的。

我们应该尽量把它最小化。我们确实试图将其最小化，但我不想用我的生命打赌，我们已经看到了这些Unicover式的诈骗类型里的最后一种情况。

唐书房

2021年10月8日

唐朝：巴神说自己不懂互联网，真不是谦虚。

2000年5月的这段对话，罕见的夸了一个互联网企业，结果就神奇地夸中一个未来十年近于归零的典型：美国在线👉

顺便说一句，这是我们在企业中寻找的东西之一。如果你看到一个企业经历了很多逆境但仍然做得很好，这告诉你企业潜在的强大实力。

一个典型的例子是美国在线。四五年前，我记得有一段时期美国在线遭遇许多问题困扰，它遭到很多客户投诉。

但美国在线的客户数量每月仍然保持增长。这是一家很好的企业。如果一家企业遭遇客户的批评但仍保持客户数量的增长，它已经通过了我心目中理想企业的一个测评。 唐书房

严格的说是跌了大概 97%，2015 年，美国在线以 44 亿美元总价被另一家公司收购了。下图来自《巴芒演义》。

2000 年，时代华纳与互联网新贵美国在线合并。很不幸，伴随纳斯达克网络泡沫破裂，美国在线迅速衰落，9 年内美国在线的市值从 1640 亿美元跌至 34 亿美元。2009 年公司剥离了美国在线，留下的时代华纳，目前是世界 500 强排名第 108 的传媒巨头。 唐书房

2021 年 10 月 8 日

唐朝：投资就是排序、比较、选择。over。

你看看这个国家的企业，它们中的大多数都具有不同程度的周期性。当然，某些业务比其他业务更具有周期性。

所以，当你购买一家公司或投资于一只新股票时，你是否曾经——比如，如果一家公司在经济低迷时期出现亏损，我们就不会购买的。

如果它的盈利开始下降，我们就不买了。但如果盈利增长放缓，那么我们就可以考虑看一看并进行投资了。就这个周期因素而言，你们有没有一个具体的临界点？

同时，当你购买一家企业时——如果以当前的市盈率衡量，你是否有一个临界点？假设，如果市盈率大于 15、16，我们就不会买这家公司，不管未来收益会增长多少。所以基本上，我的问题是关于成长和价值。

巴菲特：我们必须——直接回答你的问题——我们没有临界点。

我们不是用绝对的方式来思考的。再说一次，我们试着去思考灌木丛中有多少只鸟。有时候，显示的数字可能是负数。 唐书房

2021 年 10 月 8 日

唐朝：可怜的沃伦，小散投科技股翻倍了，投伯克希尔巨亏（伯克希尔 1999 年股价跌了 20%），小散要用湿面条抽俩老头，还要求他们拿出 10% 的资金去投机😂

股东：巴菲特先生，我想先用一根湿面条给你和查理鞭十下，不是因为1999年，也不是因为你或我们的净资产发生了什么，而是因为你把股东宠坏了，让他们期望从1965年开始每年增长25%。

然后是糟糕的1999年，它打击了我们所有人。我算了一下，巴菲特先生，您在1999年损失了100亿美元。所以我想我们对您不必过分推崇。

我敢肯定，股东们损失了数千美元。有些人在1999年损失了数百万美元。

唐书房

作为股东，我们要求你们努力工作，你们可能只是做点投机——比如只是拿出10%投资于科技股，这是否太过分了？

我读了你的年报，你说“预测哪些企业会破产、哪些会胜出确实很困难”，对此我表示理解。但难道你们就不能选出一些科技公司吗？（笑声）今年我又在成长类科技股投资上挣了100%以上的利润。

巴菲特：对我们认为无法理解的企业，我们不会花一分钱。而我们对理解的定义是我们能评估该企业未来10年的发展前景。

但是，你知道，我们很高兴——我们这里有一位做得很好的人。如果他有名片，你可以随时跟他一起投资。（笑声）（译者注：巴菲特这里指这位提问股东）

我们会在参展商区给你一个展位。任何想要这样做的人，都可以通过你——或者其他任何人，通过他们选择的任何人——自由地去做。

现在，有很多人他们说能做到。也许他们能，也许他们不能，也许你能分辨出哪些能、哪些不能。不过，我们知道如何赚钱的唯一方法是尝试和评估企业。

如果我们无法评估一家碳钢企业，我们就不会买入。但这并不表明它不是个好企业，也不表明它没有安全边际。这只是说明我们不知道如何去评估它。

各种各样的人会通过多种我们所不明白的方式去挣钱，这是一个自由的世界。但是，希望通过我们投资科技股来挣钱的人会犯一个很大的错误。

现在有这么多人说他们知道如何投资科技股，你尽可选择他们，为何非要让查理和我去做这种事呢？

唐书房

杨振宇：今年我们不是同样有基民要求基金经理买新能源吗？二十多年过去了，历史踏着同样的韵脚走来。

南华山色：1、只有能评估该企业，才会进行投资。

2、不能评估、那就是D博，而如果是D博的话，一毛钱也不会参与。

3、同时也不羡慕那些通过D博而发家致富的人。

2021年10月8日

唐朝：市场先生是疯的，赚钱的诀窍在于你利用了他的疯癫，而不是和他一起疯癫调皮。有用的是他的口袋，不是他的脑袋。

巴菲特：我们通常认为，在市场上可以看到任何事情。随着时间的推进，你在市场上会看到历史上发生的一切。

过去我们看到不少一文不值的公司，在市场上以几十亿美元的价格交易。有时，我们也看到不少由有才能的人管理的公司以其内在价值的20%或25%的折扣在市场上交易。

所以，我们已经在市场上看到过，今后也将继续会看到所发生的一切。随着时间的推进，市场会不断出现荒唐的事情。这就是市场的本质。

诀窍在于，有时你必须利用市场上出现的某些荒唐事件，且你不能被某些荒唐事件所吞噬。

动物凶猛：“有用的是他的口袋，不是他的脑袋”——金句

Shengbeyon：学着去利用市场的疯癫，而不是跟着一起疯癫...多默念几遍。

2021年10月8日

唐朝：保险行业本身不是一个好行业——巴神够坦率清楚了。

哪怕是他特意点名表扬的、完全由自己控制的、远超平均水平的优质保险公司：盖克和通用里，也有一个很快就濒临破产。

巴菲特：关于保险的问题，关于我们是否会沦为平凡的问题——在保险行业，平均水平是不好的。随着时间的推移，保险业的平均水平会变得很糟糕。

从很多方面来看，保险行业和普通商品差不多。如果你只是平均水平，那你的生意会很糟糕。你可能一瘸一拐地走下去，因为在这个行业里会有很多资本一致进来——保险行业本身不是一个好行业。

但我认为，在GEICO和通用再保险以及我们其他的保险业务中——我们没有平均水平的保险业务，而且这个行业的发展方式并没有强迫我们或者引导我们去做普通的业务。

我认为我们给各位带来的是一些很特别的保险业务，远比平均水平要好很多。

2021年10月8日

唐朝：后来，巴神重注投了铁路——赚钱。七八十亿美元投了航空——迅速割肉。

巴菲特：从历史上看，在运输领域，我的意思是，这是一个糟糕的地方，无论是在航空公司还是铁路上。

如果你去铁路运输部门看看收入、看看资本投资，你会发现，产生增量收入所需的资本是非常可怕的。

另一方面，在这种游戏中，企业也没有其他选择。因此，许多铁路公司将花费数亿美元进行扩张，而它几乎不会改变营业收入。要想营业收入发生变化，往往是通过收购或合并。

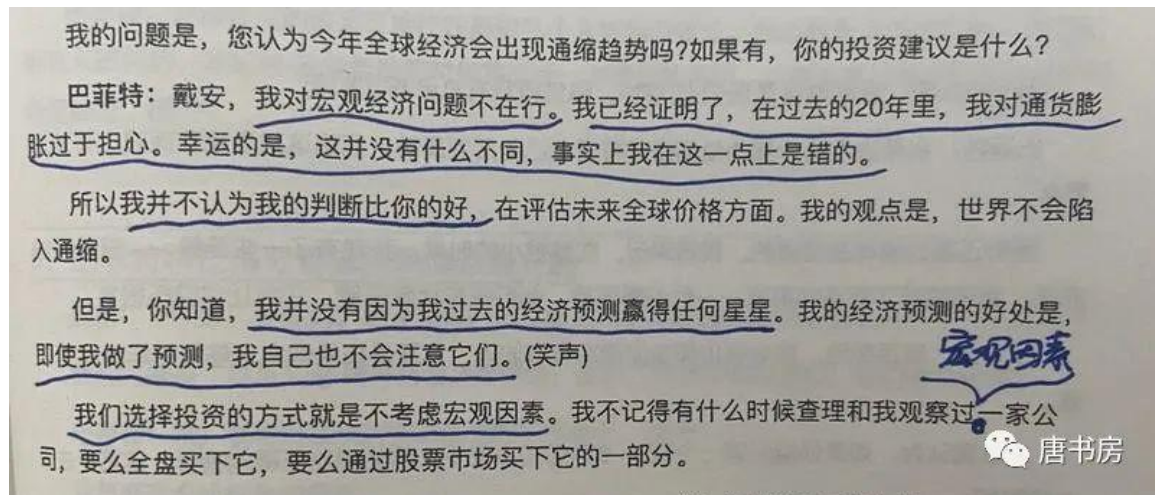
航空公司，你会看到相反的情况。你会在营业收入方面看到这个巨大的变化，但是同样的，它也大量的资本投资和却只有很少的回报。所以，这不是一个伟大的行业。

慧思书房：我记得巴芒演义里写过，后期资金量太大，可选投资标的少，所以投了铁路，按照巴神一贯的标准，本来铁路行业原本是不符合的。

2021年10月8日

唐朝：宏观？会看，有时候也会做点儿预测，但不会以自己的预测作为投资依据（更不用说别人的了）

——俺也一样👉



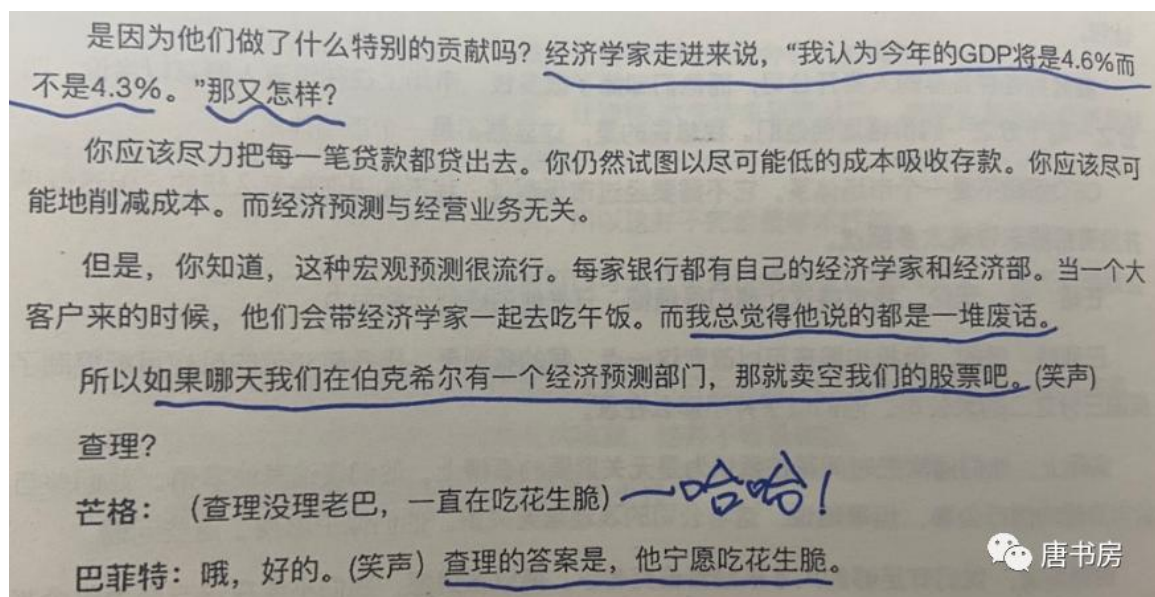
bp：宏观是个吹牛的料。会说话的，怎么都能对，还怎么都能有道理。

行者：自己做了宏观预测，但是还不做参考！是不是有点分裂

唐朝：不分裂。预测是观点，每个人都可以有观点，都可能表达欲。但我们自己应该知道它不是事实，也不是穷尽前提和变化的严谨逻辑推理，所以不足以作为投资依据。

2021年10月9日

唐朝：那又怎样？——我也喜欢用这个句式😁



伯涵：那又怎样？我们又不要10000%的年化收益率。

morning：经济预测与经营业务无关～俩可爱老头儿

2021年10月9日

唐朝：榜样的力量。

你说，“如果我知道一个人的榜样，我可以很好地描述他是什么样的人，他有什么样的未来。”

巴菲特先生，我的榜样是沃伦·巴菲特。你觉得我有机会吗？(笑声)

巴菲特：我希望你选择我的依据是你希望自己能活到高龄。我想这就是我在派对上带来的意义。

拥有正确的榜样是值得的。我很幸运，在我很小的时候，我就有了一些英雄——随着我的成长，我还培养了更多的英雄——他们都很棒。他们从未让我失望。它会让你经历很多。

我认为，很自然地，你会模仿那些你确实尊敬的人，尤其是如果你在足够早的年龄就这么做。

所以我认为，如果你能影响一个5岁、8岁或10岁孩子，给他树立正确的榜样，这将产生巨大的影响。

我认为有正确的榜样比生活中其他很多事情都重要。就像我说的，随着年龄的增长，我学到了更多的东西。它会影响你的行为。我对此深信不疑。

如果你想要多进步一点，这取决于你的个性，比你崇拜的那个人。

我在课堂上告诉学生，我告诉他们，“选出你最崇拜的人，然后坐下来，把你崇拜他们的原因写下来。然后试着找出为什么你不能拥有那些相同的品质。”

虽然很多你崇拜的人他们没有能力把一个橄榄球扔60码远、或者高速跑100码，或者有其他类似的能力。但这些榜样的个性、性格、气质，都是可以模仿的。但是你得早点开始。因为（人长大）以后很难改变自己的行为。

反过来想其实也可以。根据查理的理论，你可以找到你不喜欢的人——(笑声)——然后说，“我不喜欢这些人的什么地方？”

然后你可以看看——你知道，这需要一点性格的力量。但是你可以看看自己的内心，然后说，“我身上有这样的东西吗？”

这并不复杂。本·格雷厄姆做到了。本·富兰克林做到了。

这并不复杂。你可以更简单地尝试找出你觉得值得钦佩的地方，然后决定，你真正想要钦佩的人是你自己。你要做到这一点，唯一的方法就是模仿你欣赏的人的品质。

所以巴菲特和我谈了一点的东西。查理？(掌声)

×

唐书房 >

...

识人，也是一种能力。西谚有云：If your heroes are right, you are lucky——你关注的人靠谱，你就烂不到哪儿去；中文俗语也有类似说法：跟着苍蝇找到粪堆，跟着蜜蜂找到花蕾🐝。

唐书房

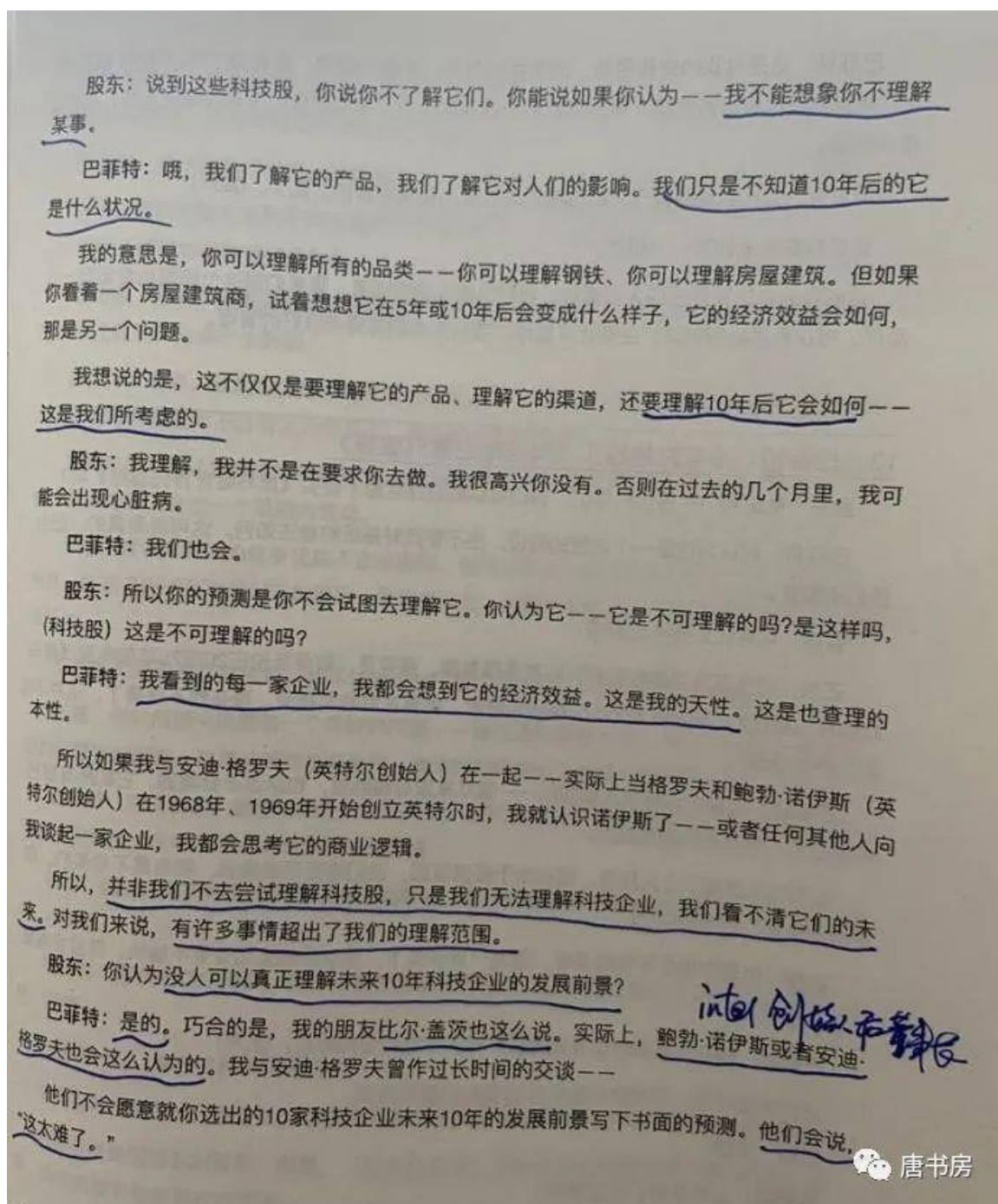
惠风和畅：芒格人生哲学无处不在：反过来想，总是反过来想👍

阿杰：拥有正确的榜样比很多事情都重要，坐下来，把崇拜他的原因写出来，想想自己怎么做才能拥

有相同的品质。

2021年10月9日

唐朝：巴菲特说“没人可以真正判断未来十年科技企业的发展。微软和英特尔的创始人、董事长都持同样观点。”



山不语：怪不得比尔盖茨请的 CEO 不断减持微软的股票，分散投资到别的地方。现在有人以后视角角度说减持行为是愚蠢的，可恰好证明了预测未来是多么困难，以盖茨的能力也做不到。

YeeWee：其实腾讯也看不出 10 年后的样子。

唐朝：我不同意这个观点，我认为腾讯十年后确定比今天好。这不是预测它的科技变化，这是看到了消费者黏性和优秀管理层的做事习惯。

三文鱼：或许把腾讯拆成两部分来看，确定性会高些。

一部分是腾讯产品，或许他慢慢像消费型企业了，人们对通讯、游戏、广告的消费。如同巴菲特把苹果看做消费型企业。

另一部分是腾讯投资，如果我们买了互联网指数。虽然企业个体会有不确定性，指数应该就不会了。

NaraEllen: 科技飞速发展对社会利好，对投资者不好。因为科技具有破坏性，首先破坏的就是落后的技术，以及投资过去领先但现在落后的技术的投资人。

2021 年 10 月 9 日

第1044篇. 2021. 11. 21 - 老唐实盘周记20211121

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-11-20

本周交易

周二收到一笔版税，顺手于均价 11.62 元加仓陕煤，总额约占实盘净值的 0.5%。另外以 6.35 港币价格买入福寿园 6000 股，凑整 1 万股。

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	39005	496.00	-11.81%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2638	175.08	-24.86%
贵州茅台	18%	26400±10%	<13200	35000	22968	1828.41	-7.60%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1047	7.25	-24.06%
古井贡B	5%	920±10%	<460	1060	448	103.35	-2.67%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1186	12.23	42.80%
沪深300						4890.06	-6.16%
上证指数						3560.37	2.51%
2021/11/20			注：腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8195	

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	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	

收益

本周实盘净值上涨约 **2%**。

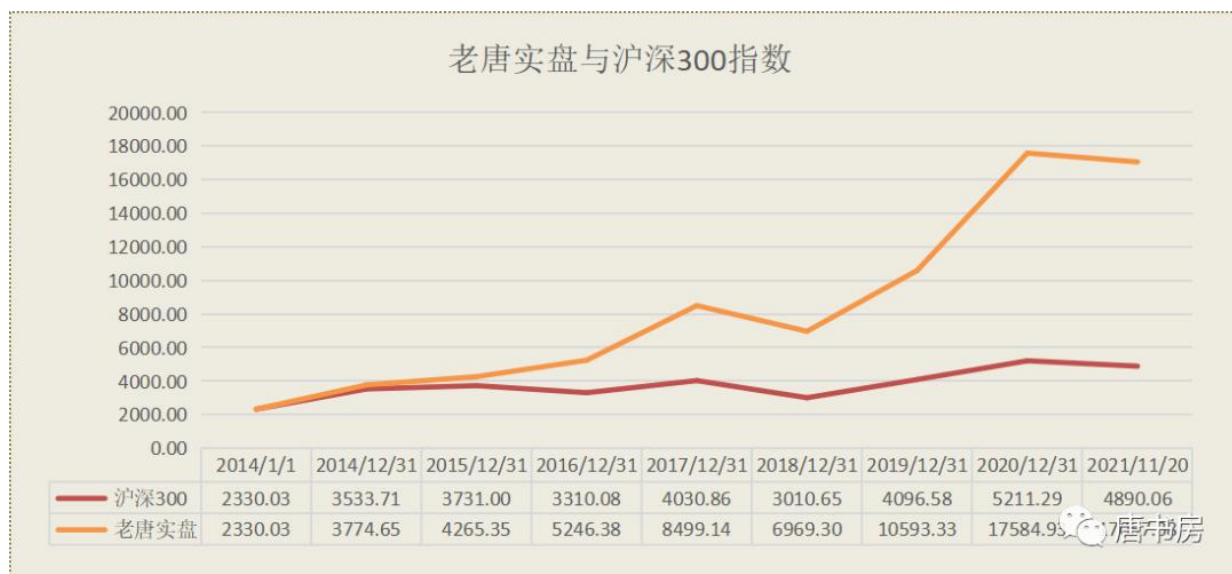
2021 年内收益从上周末的-5%，升至本周末的**-3%**（四舍五入）。

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%
2021/11/20	-3%	7.32	7.89	29%	-6.16%	2.10	9.86%

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：

- 康美造假案判决结果，是中国股市重大利好；
- 茅台内部提拔两位 75 后高管；
- 金融机构对房地产信贷态度转变，洋河信托类投资危险性降低；
- 腾讯联合营持股明细分享。

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. 康美造假案判决结果，是中国股市重大利好。

财务造假一直是影响中国股市发展的毒瘤。

受限于立法落后，过去证监会权力上限只能对造假公司处以 60 万罚款，被广泛调侃为“罚酒三杯”，造假成本之低几乎等同于鼓励造假。

也正是因为这样的大环境，老唐七年前创作《手把手教你读财报》一书时，除了特意将副标题命名为“财报是用来排除企业的”，书中还有一张苦涩的表格，常常勾起读者的含泪一笑。

表 1-4-1 会计师出具意见与其真实意思对照	
会计师出具意见	会计师真实意思
标准无保留意见的审计报告	造假迹象未被本人发现
附带说明的无保留意见审计报告	黑锅有人背，本人大胆收钱
保留意见审计报告	假报表，别看了
无法出具意见审计报告	本人拒绝和拙劣的骗子合作
否定意见审计报告	本人举报诈骗犯

本周，康美造假案刑事判决落定，它是新《证券法》实施后的一个标志性案例，是我国第一个证券集体诉讼案。

在新《证券法》和 2020 年《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》的支持下，只要有 50 名以上的投资者联名委托，投资者保护机构就可以采用“默示加入、明示退出”的诉讼方式，代表所有投资人提起诉讼（仅明确申明不参与的投资者除外），这大大降低了投资者维权成本，增加了对造假者的威慑力。

康美药业有预谋、有组织、系统性实施财务造假约 300 亿，最终董事长判 12 年，其他 11 名直接责任人分别判处长短不一的有期徒刑。

同时上市公司被判向 52037 名受损投资者赔偿 24.59 亿元——全部投资者 55326 名合计损失 48.66 亿。

法院选取申万医药生物指数作为比对指数，并采用“个体相对比例法”测算投资者证券市场系统风险，最终认定 52037 名投资者直接损失 24.59 亿元。

对于该笔赔偿，董事长夫妇及董秘、财务总监、直接参与造假的一位副总和一位监事，均承担 100%

连带赔偿责任。

其他 13 名高管按照责任划分，分别承担 5%~20%不等的连带赔偿责任；

出具审计报告的会计师事务所及审计报告签字会计师杨某，承担 100%连带赔偿责任；

五名独立董事因为对造假财务报表投了赞成票，分别被判 5%~10%范围内的连带赔偿责任（因任期和赞成票次数而不同），涉及约 1.23 亿~2.46 亿的赔偿。

这个结果的威慑力相当巨大👍

按照法院披露，法院已经协助追回了控股股东（董事长夫妻实际控制企业）关联企业资产，变卖后所得款项 16.41 亿已经回到康美药业账上。

但最新三季报显示，康美药业账面净资产为-115 亿，处于严重的资不抵债的情况。就算这 16.41 亿是三季报之后新追回来的，公司也是资不抵债百元左右。

这种情况下，新增 24.59 亿应付投资者赔偿（也是康美公司债务），大概率是资产重组所得无法全部覆盖的、

——据媒体报道说重组方案计划对 50 万以下债权将获现金清偿，50 万以上的债权人采用以股抵债、按比例赔付等其他方式处理。

因此，相关高管、独立董事、会计师事务所、签字会计师的连带赔偿责任绝不是空话，是肯定要查封家产的——据媒体报道，早在 9 月初，相关人等的银行存款等个人财产已经被广州中院冻结。

相对于之前的罚酒三杯，该判决示范必将大幅提高财务造假的风险，对造假参与者个体起到巨大的震慑作用，是股市长期投资者的真正利好。

以后，作为公司高管或独立董事，需要明白随便签字是有可能倾家荡产的、甚至可能有牢狱之灾。

要么你就不拿这份钱、不签这个字，要么你就要面对公司财报或其他决议时，按照自己的专业水准，对于有疑问的数据表明意见并记录在案。

当然，也别误解为签字就是担保，就一定要承担责任。只有法律认定你明显有能力（或应该可以）看出问题，却没有尽到善意提醒责任才会担责。没有能力看出来的问题，并不需要连坐的。

本案之后，可以预料未来的独董市场大概率会有四大变化：

①独董津贴将大幅提升；

②独董的专业性增强，受邀人士倾向选择本人专业领域内上市公司独董职位；

③董事会上，独董投弃权票和反对票的情况将大幅增加。它正好可以提醒投资者关注公司可疑数据或议案；

④董事责任险将成为董事会必备品。买不买得到董责险，或董责险定价的高低，也可以视为保险公司对投资者释放的尽调信号。

最后提一句：媒体报道上周一周内就有约 20 家上市公司独董申请辞职，虽然不是说这些公司都有问题，但毕竟春江水暖鸭先知，独董辞职也是一个提醒信号。

出于自己为资本负责的态度，持有这些股票的朋友，建议再仔细核查一次相关财务数据和企业动态，看是否有疑。

财报以外的信号

除了财报上的这些信号，还有些财报以外的信号，也能帮助我们识别那些危险的公司。常见的警惕信号有：上市公司无法按时发布财报；更换甚至再次更换会计师事务所（国资委要求的定期更换例外）；控股大股东持续大量减持公司股票；财务总监频繁更换；独立董事集体辞职；主要供应商或主要客户可疑（执照没有年审、注册地在居民楼、虚假注册地、税务资料缺失等）；上市公司经常跨行业玩收购，且主要依赖发行股票支付收购款等。

唐书房

2. 茅台内部提拔两位 75 后高管。

11 月 15 日，茅台集团原副总经理刘大能被正式批捕。随着新闻一起到来的，是茅台内部提拔了两位 75 后年轻高管。

刘大能，3 月 19 日卸任茅台集团副总，7 月下旬纪委立案，10 月下旬双开，11 月 15 日正式批捕，给监狱里茅台高管团队又添了一把厚重的交椅。

新提拔的两位：

董事刘世仲 46 岁，法学博士，茅台集团旗下地产公司董事长；

副总、财务总监兼董秘蒋焰 44 岁，法学学士，历任茅台财务公司风险总监、茅台集团旗下基金公司总经理、茅台集团旗下租赁公司董事长、贵银金融租赁公司副董事长。

两位年轻人都是法学背景，后者还具有风控和金融从业经历，或许上面认为这能够加强企业内部抵抗腐败的力度？

美女防腐能力强，在茅台有可信证据。仅有的两位女高管：总工王莉和董秘樊宁屏都安全着陆，而男人们，唉……🤔

至于法学背景有用没有用，恐怕只能拭目以待。

我个人持偏悲观态度：继续保持如此巨大的畸形价差，无孔不入的糖衣炮弹，真不是靠熟知法律或背诵为人民服务就可以抵抗的。

这么漂亮的美女高管，如果未来也身陷囹圄，那一定是“价格双轨制”造下的孽。



千言万语一句话：为了贵州人民，为了国有资产，为了国家税收，为了保护美女，为了管理层自身安全，为了茅台股东的账户市值……赶紧上调出厂价🤔

3. 金融系统对房地产信贷态度转变，洋河信托类投资危险性降低。

本周，央行及银保监会联手对房地产市场吹暖风。

央行说“目前房地产市场风险总体可控，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”；

银保监会说：“截止十月末，金融机构房地产贷款同比增长 8.2%。房地产合理贷款需求得到满足”。

这些信息叠加“许家印变卖个人资产，向恒大集团注入超过 70 亿现金”的新闻报道，个人推测某些大型房地产企业得到了续命金丹的承诺，形势继续恶化的可能性大大降低了。

这与老唐两个月前的推测大体吻合：



唐书房 > 2021/09/25*

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。

唐书房

按照公司最新披露，洋河今年六月之后无新增信托投资，存量投资也不断回收。目前仅保有存量信托投资 22.85 亿元，其中涉及到恒大及其关联公司信托产品 6.48 亿元。

就这个存量和现状而言，我个人认为信托产品的投资风险正在进一步降低——注意，仅为个人主观判断，非常可能是因为持股带来的乐观。请独立思考，自主决策👉

4. 腾讯联合营公司股权明细分享。

上周六，老唐发布了[《2021 年腾讯三季报简析》](#)后，书房读者@李岩 整理和统计了腾讯联合营公司股权明细，发表在他的公众号“夹头老李”里。

我没核对，但大致瞄了一眼，除了缺中国联通的持股之外，其他应该是基本准确的。

分享给朋友们作为研究资料留存。如果有缺失错漏，欢迎其他朋友完善补充👉

1.腾讯战略投资（联合营）的上市公司统计								港币汇率	0.82
								美元汇率	6.3
No	持股公司	公司市值(RMB)	TX持股比例	TX持股市值(RMB)	股东排名	总股本(亿)	当前股价	上市市场	
3	SEA Ltd	10780	21.41%	2308	第1	5.52	\$309.99	美股	
4	美团	14126	17.18%	2427	第1	61.35	HK\$280.80	港股	
5	京东	9045	16.98%	1536	第1	31.3	\$352.40	港股	
6	拼多多	6463	15.63%	1010	第2	12.53	HK\$81.87	美股	
7	快手	3311	17.42%	577	第2	41.93	\$96.30	港股	
8	蔚来	3992	8.26%	330	第2	16.39	HK\$38.66	美股	
9	Spotify	3140	8.68%	273	第4	1.92	\$259.55	美股	
10	哔哩哔哩	1624	11.38%	185	第2	3.84	HK\$67.12	美股	
11	滴滴	2522	6.39%	161	第3	48.23	\$8.30	美股	
12	贝壳	1787	11.50%	205	第3	11.91	HK\$23.81	美股	
13	富途	506	21.00%	106	第2	1.47	\$54.60	美股	
14	同程艺龙	325	21.52%	70	第2	22.15	HK\$17.88	港股	
15	唯品会	428	9.50%	41	第2	6.76	\$10.04	美股	
16	易鑫集团	76	55.11%	42	第1	65.14	HK\$1.43	港股	
17	众安在线	330	10.21%	34	第2	14.7	\$27.35	港股	
18	恒腾网络	173	16.90%	29	第3	92.35	HK\$2.28	港股	
19	华纳音乐	1402	1.56%	22	第4	5.14	\$43.31	美股	
20	金山软件	399	7.83%	31	第2	13.73	HK\$35.40	港股	
21	涂鸦智能	186	10.84%	20	第3	5.6	\$5.26	美股	
22	联易融	135	14.71%	20	第1	23.11	HK\$7.13	港股	
23	猫眼	87	13.77%	12	第3	11.42	\$9.33	港股	
24	中国有赞	112	6.01%	7	第2	172.6	HK\$0.9	港股	
-	TX持股市值总和	-	-	9445	-	-	-	-	

谢谢李岩，辛苦了👉

顺带说一声：《2021 年腾讯三季报简析》一文，承蒙证券市场周刊编辑何老师看中，以《腾讯利空渐消》为题发表在 11 月 19 日出版的《证券市场周刊》上。

除了把文末的 1430 亿±1%预测删掉之外，其他部分基本没动。大家若看到网络转载不要惊讶，是经过我授权的👉

本周运动

本周跑步 1 次 16 公里；陪我家领导湖边散步 3 次 16 公里。

过去 7 天	
🏃 1 次跑步	16 公里
🚶 其它	3 活动
🏋️ 重量	86.6 公斤 平均

周六同口径除皮净重 86.6kg，环比飙升 1.6 公斤😬——175cm。

祝朋友们周末愉快👉

第1045篇. 2021. 11. 23 - 书房拾遗第36期

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 36 期。



李超：老唐好，咨询个问题，每个月有一笔固定收入想定投沪深 300，我看有加强版的沪深 300 还有非银的沪深 300，你建议定投那种？谢谢

唐朝：场内 510310，或场外 110020。

2021 年 10 月 9 日

断桥：老唐加仓全然不择时呀，任性。

唐朝：不是任性，是我知道自己不具备择时能力。

2021 年 10 月 9 日

刘 Sir：巴菲特称比特币是“rat poison squared”，意即老鼠药，国内媒体译为老鼠药方，个人认为这个翻译不准确。

squared 在这里是“使平方”的意思，巴菲特这是喻指比特币是比老鼠药毒性还要大。这些只有对照看英文才能发现。

唐朝：这个段子是这样来的。比特币一万美元时，记者追问巴菲特说：“在比特币 100 美元时，芒格说比特币是老鼠药，可是现在比特币已经 1 万美元了，您怎么评价？”

巴菲特笑着回复：“那它就是老鼠药的平方！”（ $100^2=10000$ ）

2021 年 10 月 9 日

泉：老唐您好，巴菲特佛罗里达大学演讲里说到，他做投资决定大概只花了五到十分钟去分析，并举了两个当年的投资作为例子。

您怎么理解这句话，是想强调买简单的看得懂的生意，还是说分析不重要？

唐朝：因为他熟悉的企业很多，投资的原则很清楚，所以很迅速地就知道企业是否符合自己的标准。

巴神自己说的原话：“我每年读成千上万份年报，我大约熟悉一千七八百家美国企业。”

2021 年 10 月 9 日

Liu Wanyu：看来我的腾讯 440 块成本可以吹一阵子了。

唐朝：等啥时候不记得成本，就可以吹一生了。

2021 年 10 月 9 日

roy：唐老师说如果企业利润的含（现）金量低于 100%，可以通过调低 25 倍市盈率这个数据。为甚麽不是调低利润，而是调低市盈率呢？

唐朝： $100 \times 80\% \times 25 = 100 \times 20$ 。看上去是调整市盈率，其实是调整净利润，这是书房里写过很多次的

内容。

2021 年 10 月 9 日

薛睿：现在十年期国债是 2.88%，可以把无风险收益率调整到 3.7 倍吗？

唐朝：第一，我不会那么精确。第二，目前银行基本都能提供 3.2%左右的无风险收益产品。所以我会继续使用 3%~4%的数据。

2021 年 10 月 9 日

九歌 Allen：部分上市公司 AH 长期存在巨大的差价，老唐怎么看这个差价的未来？

唐朝：如果外汇管制一直存在，价差并不必然收敛。

浩然斯坦：1. 汇管导致港股目前的低估是合理的吗？我记得老唐说过，经营在国内、赚的利润是人民币的企业，以它的人民币市值作为投资的判断依据。老唐的这段回复是否与此矛盾？

2. 汇管导致外币计价的总市值应留有折扣吗？2020 年中国购买力平价 gdp 是 24.27 万亿美元，名义 gdp 是 15.63 万亿美元。人民币汇率相对美元是有低估的。老唐的这段回复，是指汇管有巨大影响、港股里投资要留有汇率折扣吗？

唐朝：浩然不要想复杂了，我只是说虽然是同一家公司的股权，在两个隔离的市场里，由各自的供求关系影响着，由于资本无法自由流动，所以差价不一定会抹平。

这里面没有哪里股价合理或者应该打折扣的含义在。就好比东城西城之间如果来去自如，土豆价差会很小，因为一旦差价大了，菜贩子会从便宜的地方买，到贵的地方卖，从而迅速抹平价差（套利）。但如果中间有道隔离墙或收费关卡，这种贩运（套利）就很难实施，较大的差价就可能长期存在。

2021 年 10 月 9 日

黑色书房：唐老师，请教个问题。港股里有一些同股不同权的股票。估值时要不要考虑同股不同权的因素，多打点折扣？

唐朝：这个还是要看小股大权的投票权掌握在谁手里，你对此人（或团队）的看法如何？不一定是需要打折的坏事。

2021 年 10 月 9 日

王泽睿：请教老唐个问题，巴芒演义书里提到的凯利公式，你是否用来决定个股配置比例？比如单一个股上限 40%与这个有关吗？

唐朝：我不用。无关。

2021 年 10 月 9 日

撼地牛：建议每周实盘表格增加一栏，披露你每只股票的持仓成本。

唐朝：关注成本是投资的歧路，你非要走，我不拦。但我不能引导你往死路上走。所以，意见收到，拒不采纳 🙄

2021 年 10 月 9 日

V：其实建议老唐不要公开持股，这东西公开不公开没什么意义。信你的人或者说能看懂逻辑的人自然信你，不信的你就是公开实盘也会说你 Excel 炒股。我看实盘周记就从来只看分析，不看你那些持股情况。

唐朝：读者喜欢看什么，不在我的考虑范围内，我只是记录和分享自己的思考过程。坦率说，我也不

怎么关心别人如何评价我，或者相不相信我的观点。

2021 年 10 月 10 日

林飞：老唐写文章的本事是咋修炼出来的呢，能分享点经验吗？记得老唐说过如果不写出来，脑子里的思考始终是模糊不清的，我也明白写作的重要性，但总是停留在记点流水账的程度。

唐朝：写，其实很简单，难点主要是把事情想明白。写不出来通常和写作能力无关，是事情没想清楚。

2021 年 10 月 10 日

MFG：老唐，您每次交易为什么都是早上开盘？

唐朝：随手丢了，好去追剧看书嘛，避免浪费时间。

2021 年 10 月 10 日

Yvon：跟着唐老板买了陕煤，走着价投的路线，但是老想着做 T，想着投机，怎么克服这种心理？

唐朝：多吃几次亏就克服了。

2021 年 10 月 10 日

张发根：总感觉分众随大盘涨跌，如果美股调整导致 A 股下跌，是否对分众有影响？

唐朝：至少有几万种因素都会对分众的股价有影响——该回复同样适用于其他个股。

2021 年 10 月 10 日

roy：唐老师，会不会有个情况，例如腾讯每年的内在价值都在增长，但股价在低位就是不涨，甚至下跌。等到某一天，大股东说要溢价三成私有化，那价值投资岂不失效、化为乌有？

唐朝：当然有可能。

2021 年 10 月 10 日

Karry：老唐，分众还有一直提价的能力吗？

唐朝：有。

2021 年 10 月 10 日

XionG：请教唐叔，多开几个证券账户把资金分散，能否提高打新中签率？

唐朝：分散到多个身份证下有帮助。但同一身份证的多家券商账户没用，市值会加总算一个账户。

2021 年 10 月 10 日

谦·怀：有朋友刚入市学习，资金很少，现在可以先买恒生 ETF 开始吗？

唐朝：可以，从指数基金开始是个优秀习惯。

2021 年 10 月 10 日

张麻子：唐师，如何在众多股票中选择研究的标的？是通过筛选数据，还是对未来的预判？

唐朝：一般是等它自己跳出来。优秀或便宜的太过显眼时，你想不看见都不行。现在偶尔也有因为书房朋友点杀而产生的研究行为。

2021 年 10 月 10 日

Shuyang：老唐好！请教几个问题：

1. “收到的其他与经营活动有关的现金”中“利息收入”与“财务费用”中“利息收入”数字不同，是因为收付实现制造成的吗？

2. 子公司在母公司的账面价值可能为负吗？

3. 投资收益里“交易性金融资产持有期间取得的投资收益”算不算“非经常性损益项目”？谢谢！

唐朝：1. 是。2. 不会。3. 通常算。

2021 年 10 月 10 日

实语者：分析研究公司有没有一套框架，除了通过报表判断利润是否为真，其他两个角度有没有相对固定的套路，比如：杜邦分析，感谢！

唐朝：没有。

2021 年 10 月 10 日

顺其自然：洋河股份 2020 年报，合并资产负债表资本公积，比母公司资产负债表资本公积还少 6 亿，这是怎么造成的？

唐朝：这个很常见的。主要是收购（双沟）的商誉造成的。简单的说就是：合并报表的时候，需要对收购作价超过可辨认净资产账面价值的部分，冲减合并报表的资本公积。

2021 年 10 月 10 日

唐朝：1998 年至 2020 年，五粮液从资产总额 20 亿到年度净利润 200 亿，但白酒销量仅从 1998 年的 11.69 万吨，增加至 2020 年的 16 万吨。22 年增长 37%，年化增长率 1.44%。

我认为它已经告诉了我们白酒行业投资的核心主线：''少喝酒，喝好酒''。

1991—1998 年五粮液酒厂平均每年资产总额的增幅达 30% 以上。1988 年企业固定资产第一次突破 1 亿元，达到 1.2 亿元。1994 年五粮液资产总额突破 10 亿元，达到 12.84 亿元。在实施第二步战略时，五粮液固定资产规模得到了进一步扩大，1991 年固定资产规模为 1.7 亿元，而到了 1998 年固定资产规模已经发展到 21.8 亿元。产量方面，1992 年产量突破 1 万吨，达到 1.17 万吨；1998 年产量增长到 11.72 万吨。销量方面，在 1991 年销量首次突破 1 万吨，达到 1.07 万吨；1998 年达到 11.69 万吨。由于产量和销量同时大幅度增加，这一时期企业利税总额也屡创新高。1991 年利税总额首次突破 1 亿元大关，达到 1.26 亿元，其中税金 5 705 万元，利润总额 6 871 万元。1996 年，企业职工人数为 5 750 人，1998 年增加到 14 000 人。唐书房

(七) 产量与库存量						
1. 主要产品生产、销售和库存量						
产品	生产量(吨)		销售量(吨)		库存量(吨)	
	本期数	同比变化	本期数	同比变化	本期数	同比变化
五粮液产品	25,952	0.23%	28,139	5.28%	2,733	-44.45%
系列酒产品	132,879	-6.67%	132,304	-4.60%	11,486	5.27%
合计	158,831	-5.61%	160,443	-3.00%	14,219	-10.18%

备注：上述酒类的统计口径均为商品酒，五粮液产品库存下降主要系销量增加、增加陶坛基酒储存期限所致。

2. 成品酒、半成品酒(含基础酒)		库存量(吨)
成品酒		14,219
半成品酒(含陶坛基酒)		215,473

3. 按生产主体分类，披露主要产品的设计产能、实际产能、在建产能情况

主要产品	设计产能(万吨)	实际产能(万吨)	在建产能(万吨)
酒类	10.38	9.54	1.999

备注：上述产能数据均按基酒口径统计。

二、主营业务分析

1、概述

参见“经营情况讨论与分析”中的“一、概述”相关内容。

2、收入与成本

2021 年 10 月 11 日

唐朝：国家管起来，结局就是酱紫的。国家一撒手，你看还是那枚五娘，现在出落成年营收 600 亿，利税合计至少 400 亿往上，创造就业岗位数万，带动一方人民奔小康的印钞机了。沧海桑田，天上人间。

在计划经济时期,五粮液酒厂的生产、经营模式是上级下达年度生产任务,企业围绕这一生产计划指标来安排、组织生产;产品也是以计划指标分配的形式进行销售;政府全面干预企业的生产、经营活动;企业在管理上则仍处于行政经验管理的低级水平阶段。在企业内部,早期生产形式仍然按照传统生产工艺,采用手工操作进行生产;其后生产工具和设施有了一定的改进和完善。在这一时期,五粮液酒厂在提高五粮液产品质量和数量方面作了大量的研究和探索,保持了五粮液的美誉。但由于计划经济体制的弊端,企业的发展十分缓慢。直到 1984 年底,五粮液酒厂的成品酒产量仅为 2 964 吨,其中五粮液产量仅 368 吨;年销售收入仅 1 472 万元;年利税 942 万元(其中年利润 248 万元);资产总额为 2 390 万元;职工人数为 995 人。此时,“宜宾五粮液酒厂”还是一个技术装备陈旧、主要采取传统作坊式经验管理的小企业。

2021 年 10 月 11 日

要要哥哥：董酒怎么没落了？有没有人知道，有研究呀？提供一个思路或者推荐一下相关书，谢谢！

唐朝：幸福的家庭都是相似的，而不幸的家庭则各有各的不幸。优秀的企业都是相似的，而倒下去的企业却各有各的死法。

2021 年 10 月 13 日

IE: 翻查白酒的历史业绩，我发现在 2013-2014 年的白酒普遍都大幅下滑（部分公司甚至出现亏损，如水井坊）。请问老唐，除了限制三公消费外，还有什么原因造成这种业绩倒退呢？未来你认为导致白酒业绩下滑的最可能的原因有哪些？

唐朝: 除了反三公造成的短期需求下降之外，其他主要就是渠道预期变化，改变囤积行为引发对厂方的巨大冲击。

在网上搜一个叫“情人啤酒”的 MBA 经典案例，专门谈论终端偶发性需求波动对厂家造成的冲击的，非常直观。

2021 年 10 月 14 日

D 调的华丽: 在老唐这里学到了很多，但是学的越多感觉不知道的越多，老唐是怎么对各种细则理解的这么透彻的？比如茅台税务中央与地方的分多少。总感觉自己没什么进步！

唐朝: 慢慢来。学的越多不知道的越多是正常现象，书房里有句话叫：知识的岛屿越大，无知的海岸线越长。虽然你的感觉如此，但几年一回头，我相信你会发现自己无论是能力还是钱包，都已经大大地膨胀了。

2021 年 10 月 14 日

Dar_Yu: 白酒企业之间的一个核心竞争点就是老窖池数量谁多，老基酒产量谁大。茅台基酒产量不足，东西虽好但数量不够。洋河能否凭借自己基酒产量大的优势，在未来三五十年后，凭此优势强势篡位呢？

唐朝: 酱香的局限是空间，浓香的局限是时间。茅台不考虑老窖池，新挖一个和老窖池效果相同。浓香酒的确依赖老窖池，洋河无疑是时间的朋友，但洋河过一年，五粮液也同步过一年的。

2021 年 10 月 14 日

泉: 大家买茅台不喝屯起来，未来“几乎”一定会以更高的价格卖出去。是个稳赚不赔的买卖。但我总感觉这应该是个零和博弈，但输家是谁呢，是被通胀吞噬了现金购买力的那些未来的买家吗？

唐朝: 第一，也不是都囤。第二，即便是囤货的，未来也不见得一定能以更高价格卖出去。第三，如果未来真以更高价格卖出去了，部分是你说的通胀，部分是时间的价值。

2021 年 10 月 14 日

亿梦天年: 腾讯应该不差钱，为什么会有那么多长期借款？

唐朝: 境外收购比较多+境外资金利率低。国内获利比较多，但外汇审批出境麻烦+境内资金利率高。所以，这可以视为一个方便+套利。这个环节风险可以忽略。

2021 年 10 月 14 日

第1046篇. 2021. 11. 25 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑤

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-11-25

注：本系列已推送内容，请点击[#经典陪读](#)

唐朝: 芒格：我们做过很多错误决定，但我认为这是生活中值得记录的重要组成部分。

你无法避免错误的决定，但如果你能迅速的识别他们并采取相应措施，你就经常能够化险为夷。

芒格：不，一个这样的故事就足够了。（巴菲特笑）

但有趣的是，一个错误的决定竟然如此奏效。

我们做过很多这样的错误决定。但我认为，这是生活中值得记录的重要组成部分。

你无法避免错误的决定。如果你能迅速识别出它们，并采取相应措施，你就能经常化险为夷，就像这里发生的那样。

沃伦从纺织业中榨取了大量资本，并进行了明智的投资。这就是为什么我们都在这里的原因。

巴菲特：伯克希尔哈撒韦公司是由三家公司合并而成的：多元零售公司、蓝筹印花公司和伯克希尔哈撒韦。那是三个基石。

多元零售公司的投资始于1966年，我们在巴尔的摩买下了一家叫Hochschild Kohn的公司，那是一家百货公司。随着时间的推移，这家公司消失了。

唐书房

幸运的是，在1970年，我们把它卖给了通用超市。而蓝筹印花公司，我们已经告诉你有关的故事。

所以，我们从三个灾难开始，把它们放在一起。（笑声）

结果而且效果很好。

但是在这样的基础上展开工作是一个错误。在这方面不要以我们为榜样。从一个好的业务开始，然后不断增加好的业务。

芒格：但是如何快速识别错误并采取行动，我们可是一个很好的例子。

巴菲特：没错。

唐书房

浩然斯坦：接受不完美。

阿杰：你无法避免错误的决定，但如果你能迅速的识别他们并采取相应措施，你就经常能够化险为夷。
这里的关键词是——迅速的！

2021年10月9日

唐朝：从南非掏个洞挖出来，然后运到另一个地方挖个洞藏起来，这样的“非生产性资产”我们不想
要。

简而言之，我来这里是想问你，你会告诉一位单身母亲怎样把她持有的伯克希尔哈撒韦公司的股票换成金币吗？会在什么时候，在什么情况下？

巴菲特：我无法想象把我的股票换成金币。

我宁愿相信一些优秀的企业的内在价值——这些企业是由优秀的经理人经营的，他们销售人们喜欢买的产品。要知道，人们已经喜欢买很长一段时间了，然后用他们未来的努力、他们的工资，去买See's Candy，或者可口可乐，或者其他的东西，而不是从南非挖出一些金属，然后在诺克斯堡(Fort Knox)再放回地面——你知道，在经历了运输、保险和其他一切之后。（笑声）

唐书房

我从来没有对黄金真正感到兴奋过。我的父亲是一个非常热衷于金本位的人。我在一个崇尚黄金的家庭长大，即使不是拥有黄金。我已经给过它机会了。

但我一直不明白黄金的内在价值是什么。你知道，我们会在Borsheims卖给你一些，但我永远不会用股票去交换。

用“生产性”资产去交换“非生产性”资产的想法对我来说很陌生。

唐书房

下图来自《巴芒演义》。

除了类现金资产，还有一类资产也同样不适合持有——自身不产生任何现金流入，只是期望其他人未来会以更高的价格买走的资产，如黄金、艺术品、古董等。巴菲特将它们称为“无生产力资产”。与之对应的，是自身能够产出现金流的有生产力的资产。

就在2011年致股东信里，巴菲特以黄金为例来阐述两种资产的区别。他说全球黄金储量共计约17万吨，如果熔化重铸可以做成一个边长21米的立方体。这个立方体被人们从地球某处挖出来，提炼熔化后，再挖个洞^①埋起来，然后派一堆人站在周围守着。它永远不会产出任何东西，大家买它只是期望未来会有更多人愿意出更高价格买它。

唐书房

唐朝：预测永远都有市场，因为它是人们的空虚填充剂。

巴菲特：我想说的是——就预测而言，但预测市场而言，它一直都有市场。

人们喜欢听预言。如果我说我今天要提供一些预测，我们估计会有100万人在这里。我的意思是，他们渴望在高级俱乐部或策略会或其他什么地方得到预测和演讲。人们就是喜欢这点。

这就是整个行业建立的基础，你知道，从华盛顿出来的人们谈论政治预测，而我根本没有在报纸上读到这些。因为它只是——基本上是空虚填充剂。

你提到了埃德加·凯西。本·格雷厄姆很了解埃德加·凯西。但我从来没见过他说的东西有用。

唐书房

星光《BEYOND》：就像饱暖思淫欲一样😁

阿杰：早知道，先知道，这些是多么的迷人啊，谁能抗拒呢？只有那些坚守原则、意志坚定、谨慎行事、不轻易被诱惑的智者。

2021年10月9日

唐朝：想那些几乎不赚钱的事情——比如关注股价——费头发。

巴菲特：查理是韦斯科公司的老板。所以这个问题他来。

芒格：我们几乎没有关注韦斯科公司股票的价格。对于韦斯科金融公司的股东来说，通过购买几股韦斯科金融公司的股票而获得任何有意义的收益的机会是如此之小，以至于我们都懒得去想它。

对于接班人，我想说，我们正逐渐地使我变得如此无用以至于我不会被想念。(笑声)

巴菲特：是的，顺便说一句，你提到韦斯科公司的内在价值被严重低估了。我不确定是不是这样。查理，你在这方面比我更在行。

芒格：当然没有很大的差距。而且，我们不会花很多时间去想那些几乎不赚钱的事情。(笑声)

唐书房

星光《BEYOND》：不值得做的事，一分钟也不要浪费。久而久之，我们就做到了多看一二了。

阿杰：芒格说不想不太赚钱的事，我们只要关注几个伟大公司就行了；老巴说要广泛阅读，关注公司让信息持续流进来；老唐说深入研究少数公司，关注生活及其他；陆游说“如果欲学诗，功夫在诗外”……

投资成功的诀窍，不在于关注交易、资金、内幕消息、公司业绩，甚至财务知识，而要多了解社会、商业和企业是怎么运转的。

2021年10月9日

唐朝：因为它的资金需求足够大，且可以有合理利润，所以可以容纳我们太多的、低成本资金，同时向美国政府及人民展示自己的善意和贡献。

你不应该期望在一个向全国几乎所有消费者出售一种必需品（如电）的企业中获得非凡的利润。

公用事业行业背后的整个理念，是不允许超额利润。但就我们的角度来看，我们认为这是一个非常好的业务。

我们确实认为Dave Sokol已经证明了他的能力，在他运营的这段时间里，他提出了很多关于做各种有意义的事情和各种项目的想法。

唐书房

山林：这意思是在公用事业股上，伯克希尔的预期收益率本来就低，且足够覆盖浮存金还富余，且提高社会美誉度。

宁静：反过来想，我们的资金量很小，我们又想要比合理稍高点的利润，那就先不选公用事业了。

无名：企业过于庞大的时候就要向政府展示善意和贡献，小鹅也将面临这种情况吧！

2021年10月9日

唐朝：制药行业和科技行业都有巨大的社会价值，都可能产生惊人的增长，有巨大的潜力。同时也有共同的特点：不知道谁会最终胜出。

但芒格说医药行业是大家过的都不错，只是不知道谁会过的最好。而科技行业是不知道谁生谁死。

所以医药行业的“不知”，可以通过购买整个行业来解决。科技行业的“不知”，二老无法解决——2001年股东大会问答。

就像你之前提到的那样，如果你想用伯克希尔的A股换30股伯克希尔的B股，这算是为了避税吗？

另外，我想问你一个你以前听过的问题，但是是在一个稍微不同的背景下。几年前，你说你在1993年前后没有购买大型制药公司的股票是个错误。

你提到了它们对社会的价值，以及它们惊人的增长、高利润率和巨大的潜力。你说，虽然你不知道哪些公司会做得最好，但你可以在这个行业做些什么，因为（当时从股价看）整个行业都被摧毁了。

同样的词语，包括那些不知道哪些企业将会随着时间的推移而占据主导地位的词语，是否也可以用来描述另一个最近被摧毁的行业？

我说的这个行业就是科技业。你如何看待这两种投资——93年的制药和现在的科技，两者情况有什么不同使得前者对伯克希尔来说是一个好机会，而后者却不是？

巴菲特：查理回答了所有关于错误的问题，所以我将把第二个问题交给他。（笑声）

芒格：我个人认为，制药行业的未来比高科技行业的未来更容易预测。

在制药行业，几乎每个人都做得很好，一些公司做得非常好。在高科技领域，很多公司却永远的消失了。

巴菲特：我想说的是，对我们来说，科技行业作为一个整体，到底是一个值得买入的股票，还是一个被低估的股票？这一点对我们而言，并不明显。

然而，我们应该有足够的知识认识到——制药行业作为一个整体，被低估了。

随着时间的推移，大量的制药行业在股本回报率方面的记录要远远好于科技行业，而且参与者获得这些回报的比例也很高。我不认为这两者具有可比性。

日暮颂歌：这是老唐买医药ETF的最好解释。

群众的眼晴：老唐在投资领域的所作所为，都是有理论出处的。

2021年10月15日

唐朝：最严重的错误往往并不是买错了什么，而是该做的事情、能力圈以内的事情、能理解的事情却没有去抓住。

这是很多投资者容易忽略掉的成本，巨大的成本。

芒格：伯克希尔公司历史上最严重的错误是疏忽。它们不会出现在我们的数据中。它们体现在机会成本上。

换句话说，我们对于大部分机会，都把握住了。但现在回想起来，我们都知道那些我们本该做却没做的事，是我们错得太离谱了。

对于股东而言，这都是为我们历史上错误付出代价最大的人。要知道，很少有管理层对机会成本做过多的思考或讨论。

巴菲特：是的。我想补充一点，当我们谈到因为遗漏的错误时（我们有很多、而且有些是非常严重的遗漏），我们并不是说不买一些我们的朋友经营的股票，或者我们知道它的名字，而它从1变成了100。（译者注：暗指比尔盖茨的微软）那没有任何意义。

我们只考虑我们能力范围内的错误。因此，如果有人知道如何在可可豆上赚钱，或者他们知道如何在软件公司或其他地方赚钱，而我们却忽略了这一点，就我们而言，这并不是一个错误。

错误，是当它是我们理解的东西，而我们却站在那里盯着它，什么都不做。

或者更糟的是，我们本可以做一件大事，但最终却做了一件非常小的事情。

查理优雅地提到了这一点，他说当我吮拇指的时候常这么做。（笑声）

我们有时会对那些我们很了解的业务感兴趣，却没有下重手。这可能是因为我们开始购买，价格上涨了一点，我们等待着，希望能以最初的价格得到更多。过去有很多类似的情况。

这些都是巨大的错误。当然，传统的会计方法根本不考虑这些因素。但是他们在我们的记分簿里。

唐书房

利民屋：好公司上涨一些就不敢买了，成本心魔作怪。我多次犯了吮大拇指的错误 🙄

2021年10月15日

唐朝：巴神说：a. 我们持有现金都是被迫的。

b. 资产配置规则，比如要持有多少股票多少债券，并保持一定的比例（动态再平衡），都是胡说八道——嗯，我们知道，这是他的老师格雷厄姆带头的胡说八道 😂

但显然，我们每天都在寻找配置现金的方法。

我们不可能只为了拥有现金而拥有现金。我的意思是，我们永远不会认为我们的现金头寸应该是X%。坦率地说，我认为华尔街策略家们提出的这些资产配置的东西——大约60%的股票和30%的股票——我们认为那完全是胡说八道。

所以，我们想让我们所有的钱——（掌声）——在企业内正常的运作。但有时我们找不到它们、有时现金（出乎意料地）流入、有时我们出售一些东西，使得我们手头的现金比我们希望的多。

如果周围的现金比我们想要的多，往往意味着我们有10-15%的现金资产。我们想要现金被使用，但我们不会仅仅为了使用它而使用它。近年来，我们倾向于大量持有现金，但并不是因为我们想要现金本身，（而是因为找不到投资机会）。

唐书房

播：太好了，以前老听 70%股票+30%现金动态在平衡。原来根本不是这样的。

三川二水：否定老师的某些错误观点，但并不全盘否定老师。认同并终生执行老师的核心观点，成就了其传奇一生。

2021年10月15日

唐朝：我们下注时关注的核心要素就两点：这家企业为什么比它的竞争对手有优势？管理这家企业的人是否可信？——老唐注：前者权重更大、更重要。

但我们在我们买入一门生意时，对此没有任何概念——我们想买什么时，并不是基于他们的成本是如何细分的。我们真正追求的是持久的竞争优势。我的意思是，这就是我们一直在想的事情。

然后，很明显，我们想要的是一流的人来管理这个地方，因为我们自己不会管理他们。这就是我们考虑的两个因素。

我们想要了解成本结构，但是查理和我可以理解很多公司的成本结构——有很多我们不能理解——但是我们可以理解很多公司。

我们并不真正关心我们是否购买了一个劳动力密集的业务，还是一个原材料密集的业务，还是一个租金密集的业务。我们想了解它，我们真正想了解它为什么比竞争对手有优势。

查理？

芒格：在某种程度上，我们看的很粗略。如果你每年利用3%成本的浮存金，并且用浮存金去购买每年盈利13%的企业，我们已经发现这是一个很好的策略。(笑声)

巴菲特：我们可是花了很长时间才认识到这一点。(笑声)

唐书房

戳锅漏 BearG: 唐师这个“注”一定程度上回答了我对福寿园的一个疑问。

司空: 最理想的情况是出色的生意+出色的管理者，如果非要二选一的话，选择出色的生意。——1995年股东大会

2021年10月15日

唐朝：巴神将它表述的比较优雅和谐了，其实事实情况是图二。

我们陷入了这场斗争。但是当我们买下布法罗新闻的时候，我们有两个关于管理层的问题，其中一个我不能告诉你。

但第二点是，我们想要会见主要的工会领袖，我们想要告诉他们，“看，如果你们罢工一段时间——相当长的一段时间——我们就破产了。”

“你知道，你可以让我们的投资变得毫无价值。所以在我们写这张支票之前，我们真的想看看你的眼睛，看看你是什么样的人。”最终，我们对这些人感觉很好，他们都是好人。唐书房

表 30-1 1978—1982 年布法罗晚报税前利润

单位：万美元

年度	1978	1979	1980	1981	1982
税前利润	-291.3	-461.7	-280.5	-121.7	-121.5

其间卡车工会趁火打劫，提出涨薪要求。他们认为晚报管理层不敢在和信报拼杀的关键时刻，冒着停刊的风险拒绝要求。卡车工会在 1980 年 12 月的一个星期一宣布罢工，晚报命悬一线。巴菲特急得像热锅上的蚂蚁，他说，“我真想派一群人去把这些家伙狠狠地揍一顿，但这显然不是个好方法”。最终，巴菲特决定向死而生，破釜沉舟赌一把。

巴菲特周二早晨面见工会成员并告诉他们：“报纸只剩下有限的几滴血，如果它继续失血，那将无法生存。”巴菲特明确表示，宁愿承担 4000 多万美元的损失，也绝不会妥协！他说：“如果今天报纸不能出版，我就从今天开始停发工资，并解雇全部员工。”最终工会害怕了，当天下午报纸恢复了正常运行。

 唐书房

小蒋：图二为《巴芒演义》237 页。

Kelly：吸血的工会搞垮了美国通用，被剥削的是资本家😏

周明芄：正如巴神是优秀的企业家，所以是优秀的投资家。布法罗晚报这种投资案例让普通人来，绝对是难如登天。

2021 年 10 月 15 日

唐朝：成长是价值的组成部分。但成长并不一定都是好的。

只有再投入资本能够在未来，带来显著高于无风险回报率自由现金流时，这样的成长才是有价值的成长。

否则成长本身，也有可能是企业衰败甚至倒闭的原因——近期市场里那些曾一直保持高速成长的地产股，就是佐证这段话的优秀案例。

股东：早上好。来自内布拉斯加州滑铁卢的Mo Spence。

你经常说价值和成长是一枚硬币的两面。

你能详细说明一下吗？你更喜欢低价出售的成长型公司，还是成长前景温和甚至更好的价值型公司？

巴菲特：实际上我认为你——你可能误解了我的意思。但我真的说过，成长和价值，它们是不可区分的。它们是同一个等式的一部分。或者说，成长是价值等式的一部分。

因此，我们的立场是，不存在成长型股票或价值型股票。但华尔街通常将它们描述为两种截然不同的资产类别。

通常，成长是一个机会——成长，通常来说，对价值是积极的。但只有当它能通过现在增加资本、以一个比当前利率高得多的速度、在未来可以增加更多的现金可用性的时候，成长对价值才是积极的。

我们会考虑我们购买的任何企业，我们会想未来会发生什么，会产生多少现金，或者投入多少现金。

正如我在FlightSafety提到的，我们今年将购买价值2亿美元的模拟器。我们的折旧可能在7000万美元左右。我们将在折旧基础上另外投入1.3亿美元到这个业务中。

这可能是好事，也可能是坏事。它是成长型企业。这是毫无疑问的。年底我们会有更多的模拟器。但这是好是坏，取决于我们在这段时间里增加的1.3亿美元收入。

所以如果你告诉我你的公司将会发展到天上去，这不是很好吗？我不知道。但这到底好不好，要直到我知道增长带来的经济意义是什么——今天你要投入多少，以后你会从今天的投入中收获多少。

最典型的例子就是航空业。自奥维尔·莱特(Orville Wright)起飞以来，航空业一直在增长。但这种增长是最糟糕的事情。

这对美国公众来说是件好事。但增长一直是航空业的祸根，因为越来越多的资本投入了该行业，但回报却不足。

现在，See's Candy的增长非常好，因为销售更多的糖果只需要相对较少的增量投资。

成长，我在一些年度报告中讨论过成长是等式的一部分，但是任何人告诉你，“你应该把钱投在成长型股票或价值型股票上”，这些人都是不懂投资的。除此之外，他们都是很棒的人。

(笑声)

唐书房

但是，真正的问题是我们现在试图投入资本来获得更多的资本，我们现在试图投入现金来获得更多的现金。如果你这样做，生意显然会增长。你可以称之为价值，也可以称之为成长。但它们不是两个不同的类别。

当我听到人们说“现在是时候从成长型股票转向价值型股票了”之类的话时，我就会退缩，因为这根本说不通。

唐书房

周明芄：只有带来显著高于无风险回报率率的自由现金流的成长，才是有价值的成长。反例是需要不断购置飞机的航空业，不断购置新设备的纺织业，不断购置新地皮的地产业。

星光《BEYOND》：有些行业必须拼命的增长，不增长就会丢掉市场份额，简直就是劳命行业。所以不能简单的看增长，要看资本再投入的效果，或者不需要投入也可以继续轻松的赚钱。

2021年10月15日

唐朝：巴神挖苦 2001 年的互联网行业，主要靠割韭菜发财。

所以互联网是一个机会，但我认为你可以把几乎所有的商业创意在互联网上转化为财富——比如，许多人通过向公众宣传而转化为财富。但随着时间的推移，越来越多人通过持续产生现金收益而积累财富。

因此，我认为，互联网可能对我们的零售业务构成威胁的程度上发生了重大变化。在我看来，这是我们其他企业的一个机会，在这一点上没有改变。

28/534

唐书房

实际上，互联网为人们提供了一个将他人的希望转化为金钱的机会。有些人能够抓住数百万人的贪婪和梦想，并将其转化为即时的现金，实际上，这是通过风险投资和股票市场实现的。

在这个过程中，有很多钱从容易上当受骗的人转移到了推广者身上。但迄今为止，纯粹的互联网企业创造的利润非常少。这对公众来说是一个巨大的陷阱。

查理？

芒格：我没什么要补充的了。

唐书房

2021 年 10 月 15 日

唐朝：巴神 2001 年就公开鄙视这些对冲基金，说愿意拿钱出来打赌，赌他们整个行业未来 15 年里，不可能为投资者赚到 10% 的年化回报。

巴菲特：是的。有一件事，我们两个人都很感兴趣，就是人为什么这么想要得到一些时尚的东西。很多人认为，只要给某物起个名字，就能让每个人变得更聪明，或者能从中赚钱。

我想说的是，私募基金、国际投资基金、对冲基金——所有这些在华尔街得到推广的胡扯都不会有神奇的魔力。

有些产品会变得很容易被推广，通常是因为其他人最近取得了成功，而新进入者会根据过去少数人的成功来推广目前的新产品。

他们采用他们认为会吸引资金的头衔，但如果他们在房子前面挂一块写着“对冲基金”的招牌，或者他们有一块写着“资产配置公司”之类的招牌，这不会让任何人变得更聪明。形式不能创造人才。

芒格：是的，对冲基金行业的规模之大令人吃惊。他们现在在这个问题上有了共识。而早在 20 年代末，你就可以学习如何管理一个证券组合。

这些东西会掀起巨浪。我并不是说对冲基金是不正当的，但我是说，对冲基金这种流行玩意儿会引来巨浪，走向极端。沃伦，现在对冲基金里有多少钱？

巴菲特：规模非常大，不过我想，几个季度后它们的规模就会比以前小一点。（笑）

我愿意投入大量资金去打赌，如果你把所有对冲基金加在一起——从今天开始，到未来 15 年——在合伙人回报率方面不会达到 10%。如果你非要逼我赌，那我会赌一个更低。

阿迪唐：关键最后还“赌”对了，老巴也是够狠，砸起别人饭碗一点都不含糊。

周明芄：巴菲特 2008 年与基金经理泰德·塞德斯打赌。泰德精选了 5 只基金作为自己的投资组合。

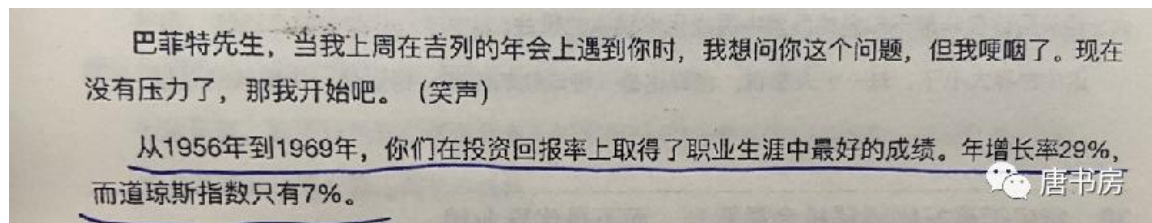
十年后，标普 500 指数基金以 8.5% 的年化收益率，轻松击败了 5 只基金平均 2.96% 的年化收益率。最后这个基金经理也不干对冲基金了。

2021年10月15日

唐朝：29%难道是投资界的神奇数字？

巴神基金时代是13年，年化收益率29.5%（扣费前）；彼得·林奇管理基金的公开记录是13年，年化收益率29.2%（扣费前）；我的实盘公开快八年了，目前年化收益率也是29%左右。

五六年后老唐实盘满13年，还能不能有29%的数据？我自己觉着有点悬😁

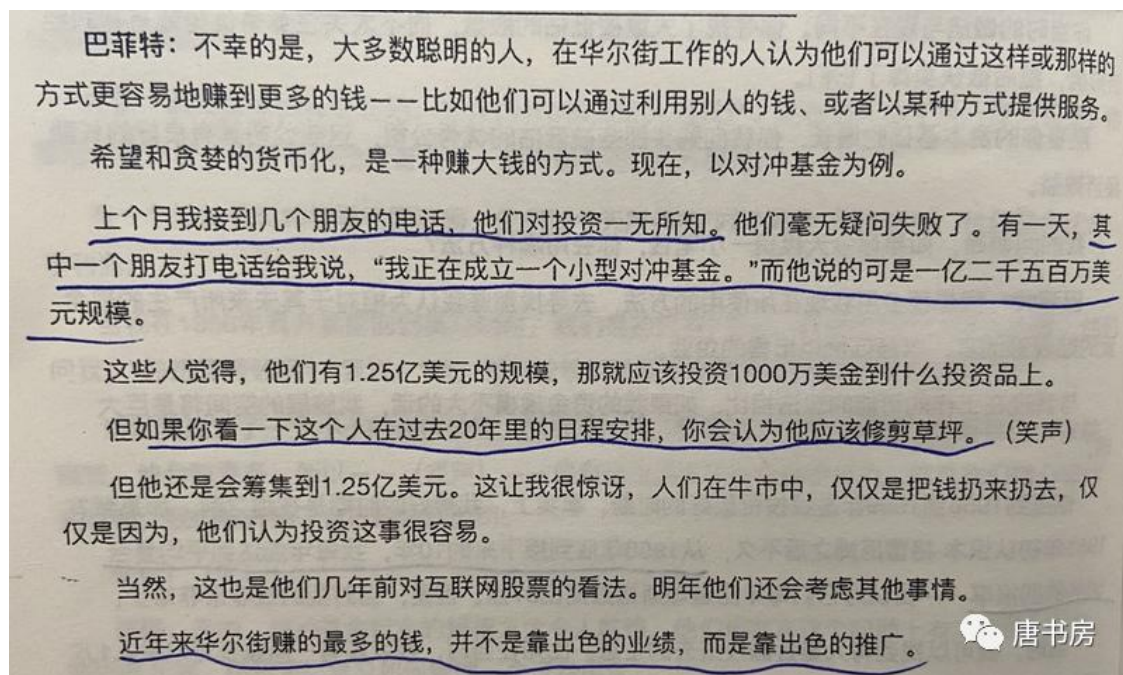


2021年10月15日

唐朝：巴神的嘴巴毒舌起来不比芒格差，说这个朋友的过往记录，最适合的工作是去修剪草坪。

不过，这后一句话说的很靠谱：（当时华尔街）投资管理行业里赚最多钱的，不是靠出色的业绩，而是靠出色的推广。

今天我朝私募基金业，给我的大致印象依然如此。记得有不少听说过名字的大V，成立基金后，迅速就暴露了出色的人设推广和实际投资能力之间巨大的剪刀差。



如花九姑娘：华尔街之狼拍的就有这个味道。超级的销售搭配有毒产品，后果是很可怕的。

夏天的星星：巴神暗示这些人的工作是在割韭菜。

天天天蓝：你说了我才懂，估摸着是英语没有割韭菜这个词，就说剪草坪😂

好亮：对于这些人来说，赚投资人的钱比赚投资的钱轻松的多。

2021年10月15日

唐朝：我们其实比巴神他们幸运，我们生在一个经济高速增长的国家 and 时代。中国经济长期保持两位数的增长，即便是现在6%~7%，也远超美帝。

当然，即便如此，长期年化是增长率超过15%的企业依然是凤毛麟角。至于用永续增长15%，去为企

业估值就纯粹是胡来了。

我们不可能在一段时间内保持15%的增速，而且——顺便说一句，我们也不认为美国的任何大公司都能做到。

不过，的确会有一些公司在很长一段时间内都是这样做的，但要预测《财富》500强中哪一家最终会成为一家、两家或三家，将是非常困难的。

如果以基数较低的大公司为例，500家公司中也不会超过几家。

我认为我们的方法很好。我认为拥有一群优秀的企业、同投入大量的现金，使它们得已成长，并且由优秀的人管理……然后在这些基础上，有时以缓慢的速度、但不时地以良好的速度，增加更多的同类企业，而不是依靠增加流通股（大肆收购）。我认为对于我们这样规模的公司来说，这是一个很好的商业模式。但它会产生什么，我们拭目以待。

查理？

芒格：我当然同意，用每年15%的增长来推断未来，这种可能性几乎是不可能的。总的来说，美国的投资者们应该大大降低他们的期望值。

唐书房

2021年10月15日

唐朝：对一个11岁的女孩说，‘’我有个和你差不多大的孙子，不过他可能会想找一个更年轻的女人

，，

这种幽默，可能就是东西方文化的区别了。中国人很难接受一个老头这样跟小女孩开玩笑。

后面的建议，对小孩和成年新手，都是价值千金的。

股东：嗨，巴菲特先生。我叫马洛里·马歇尔。我今年11岁，来自内布拉斯加州的科尔尼。我有两个问题。

首先，我爸爸想知道你们有没有像我这么大的孙女。(笑声)

你有多少股股票？然后我才来告诉你。(笑声)

股东：还有，你对我们这一代的年轻人有什么投资建议？

巴菲特：嗯，我有一个和你差不多大的孙子，不过他可能会想找一个更年轻的女人，所以——(笑声)——我会向他提到你。

嗯，如果你对金融问题感兴趣，首先，你必须要有份工作。在这方面我很幸运，因为我爸爸为我支付了学费。如果他没有，我可能不会接受高等教育，特别是需要我自己支付的话。

所以我在21岁的时候就存了1万美元。你知道，这是一个巨大的领先优势。如果我做不到这点的话——我的第一个孩子在我22岁的时候出生了。

如果你幸运地生活在一个你的父母会照顾你的经济负担的家庭，那么在青少年时期存钱会容易得多。因为你以后的每一块钱都值得赚10或20块钱。

所以，如果你对金融感兴趣，尽早投资是非常有用的，尽早获得知识也是非常有用的。

你知道，如果你11岁的时候有兴趣来参加这样的会议，我会说你已经在正确的路上了。

如果这种兴趣能持续下去，我就会去读财经出版物。凡是我感兴趣的，我都会读。比如，我想知道科尔尼镇周围的企业是如何运作的。

在某种程度上，你也可以让人们和你交谈——人们通常喜欢交谈——了解谁在科尔尼有好生意，为什么他们是好生意。了解那些倒闭的企业以及它们倒闭的原因。

不断积累知识。这就是我和查理所在的行业的美妙之处，一切都是可以累积的。我20岁时学到的东西在今天仍然有用。不一定每天都是这样。但它总归是有用的。

你会在头脑中建立一个数据库，随着时间的推移，它会给你带来回报。但是你必须有一点钱来进行投资——所以，没有什么比提前存钱更好的了。记住远离信用卡，别提前消费。随着年龄的增长，如果你的思维沿着这条轨迹，你会得到很多乐趣。

唐书房

观霖：能够不断累积知识，这就是投资这个行业的美妙之处。巴神多次提到，您也多次说过，学习了。

Alone：1、日拱一卒，不期而至；2、坚持做有价值的事，一直做，然后等待时间的回报。唐师箴言已经在我脑海里滚瓜烂熟了🤔

2021年10月15日

唐朝：其实波特的“竞争优势”一词，比巴神的“护城河”比喻好懂多了。我觉着“护城河”这个词，在中文投资界已经有玄学化趋势🤔

股东：我是乔治三世。我的父亲也在这里。

巴菲特：好的，很好。你问的问题完全正确。我们确实认为，在我所理解的范围内，或者在我所读过的波特所写的东西中，我们在商业方面的想法基本上是一致的。

我们称之为护城河。他把这些都写进了一本书，但这就是我们所处行业的不同之处。（笑声）

我和查理对此可能有不同的看法。我不认为美国的商业中，护城河的数量或可持续性在30年或40年里发生了巨大的变化。

现在，你可以看看西尔斯、通用汽车以及类似的公司，很多人认为它们的业务周围有一些很宽的护城河，但结果却不是这样。以西尔斯为例，沃尔玛出现了。

而我们所考虑的生意，我认为我现在看到的护城河，对我来说，就像我30年前看到的护城河一样可持续。

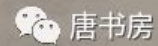
但我认为有很多行业很难评估护城河。这些都是快速变化的行业。

与以前相比，现在变化相对缓慢的行业少了吗？我不这么认为，但也许查理会。

查理？

芒格：我认为那些古老的护城河正在消失。而且新的护城河比一些旧的护城河更难预测。我觉得越来越难了。

巴菲特：终于有你觉得难的事了。（笑声）



于鑫：确实，波特五力基本上就涵盖了护城河。

TB：三体里面的降维打击现在也是玄学了，哪里都是降维打击。

2021年10月15日

唐朝：永久性损失资本是风险，回报不足是风险，但是波动本身不是风险。任何意图控制波动（行话叫回撤）的投资者，都不是合格的投资者——当然，这不妨碍他/她，可能是合格甚至优秀的基金管理人。

巴菲特：是的，我们认为用波动率来作为衡量风险的一个标准，这简直是疯了。

之所以使用它是因为授课的人想要谈论风险。事实是，他们根本不知道如何在商业中衡量它。

关于如何评估一个企业，这将是我们的课程的一部分。另一部分，是关于企业的风险有多大。我们考虑每一笔生意。而我们的风险与——

风险与几种可能性有关。一个是永久性资本损失的风险。另一个风险是我们投入的资本回报不足。它与波动性完全无关。



无名：这个道理很多人都明白，但是愿意把它说明白的除了巴神老唐，也没剩下几个了。

Fei：无视波动，这一步就拦住了无数人。

木紫：只要每天跟着老唐读书，什么市场波动都不存在，因为完全没有时间去看盘了😏

Anchor：哈哈，神转折，酱紫老唐会被你怼跑的。

2021年10月15日

唐朝：巴神：有准备的人，才会有机会。

某胖：有知识储备，才看得见机会。

我们在这之后遇见了“伟大的想法”。我们也必将遇到。如果我们有一个正常的寿命，我们未来仍会遇见“伟大的想法”，但关于未来，我不能以确切的方式告诉你。

我不能确切地告诉你我脑子里到底发生了什么，比如像那些闪烁着霓虹灯广告招牌一样，上面写着，“这是一个伟大的想法。”

实际上，我有一个真正的投资体系。(笑声)

一个真正伟大的想法是——我得到它，然后我打电话给查理，他只说“不”，而不是“这是我听过的最糟糕的想法”。但如果他只是说“不”，那这很可能就是一个伟大的想法。

芒格：我们生活中有个游戏——当你得到一个稀有的好主意的时候，你能够识别它。我认为这是你需要长时间准备的。

俗话说得好：“有准备的人才会有机会。”我认为你不可能在两分钟内教会人们如何做好准备。这就是游戏规则。

巴菲特：我们在40年前学到的东西将帮助我们认识到下一个“伟大的想法”。

芒格：关于机会成本——让我们回到这一点，目前正在使用的全国大一经济学课本，几乎就在第一页。它说，“所有聪明的人都应该首先考虑机会成本。”这显然是正确的。

有知识储备，
才看得见机会。

日拱一卒
唐书房

俺总在笑：比翼双飞的节奏🤔

凌 KxKy：知识储备的复利让大佬们在就会来临时能瞬间抓住，长此以往创造出财富的惊人复利。

沈阳郭宝荣：未来仍会遇见“伟大的想法”，这句很有感触。巴神 86 岁开始历时三年大举建仓苹果，大赚 900 亿，占了 15 大重仓盈利的一半，是最好的论据、证明、教材、说教、高高的大讲台。

2021 年 10 月 15 日

唐朝：巴神谈做空：市场的特性导致了高估总是比低估常见，做空的机会总是很多，而且通常都显示有诱人的利润，大部分时候做空的结果也会正确——如果你能坚持到底的话。但是做空的过程通常都非常痛苦，而且你很难从中赚到大钱。

卖空，这是一个值得研究的有趣项目——因为它毁了很多。这是那种你会破产的事情。

鲍勃·威尔逊，有很多关于他和度假村国际集团 (Resorts International) 的著名故事。他做这件事没有破产。事实上，他后来做得很好。

但卖空时你的损失是无限的，这与做多时你可以确定你已经付出了代价的情形，是完全不同的。

卖空这是诱人的。在你的职业生涯中，你会看到更多被严重高估的股票，而不是被严重低估的股票。

证券市场的本质就是偶尔向天空推销各种各样的东西，所以证券经常会以5到10倍的内在价格进行出售，而且很少会以20%或者10%的内在价格进行出售。

因此，你会发现，在估值过高方面，价格和价值之间的差异要大得多。所以你可能认为做空更容易赚钱。我只能说，这不是我的游戏，我也不认为这是查理的游戏。

这是一个非常非常艰难的业务，因为你面临着无限的损失，也因为那些高估股票的人，经常处于推动者和骗子之间。这就是为什么他们会这么做。一旦到了那里——

唐书房

最后，做空几乎总是有效的。我想说的是，在这些年来我们一直想做空的事情中，最终的击球率是非常高的——如果你坚持做空，最终的结果会非常好。

但这是非常痛苦的，根据我的经验，做多赚钱要容易得多。

我遇到过一种情况，实际上，是一种套利的情况。当我1954年搬到纽约的时候，大概是1954年6月或7月发生了一种必然会发生的套利交易。

但其中有一个技术上的问题，我总感觉缺了点什么。在很短的一段时间里，那感觉就像去年秋天的Finova的交易。这是非常不愉快的感觉。

在我看来，你不可能赚很多钱，因为你不可能让自己承受巨大的损失。

查理，你呢？

不

唐书房

泊武：做空反过来讲，其实也是一种带着杠杆去赌市场先生行为的行为。

2021年10月15日

唐朝：为了更有利于未来的收购，也为了履行过去收购时的承诺，伯克希尔实际上几乎不出售收购下来的业务，除非第一出现了不可逆转的业务衰败，第二出现很难解决的劳工纠纷。

——在这一点上，投资上市公司少量股份的我们，其实比后期的巴神有优势，后期巴神是戴着镣铐起舞。

当然，我们已经在基本规则中——在我们的所有者手册中，在年度报告中——我们明确地说过，就我们购买的业务而言，它们是非卖品。昂贵的价格是诱惑不了我们的。

我们提出的例外情况，与我们认为存在永久性现金损失的业务有关，或者与我们有劳工问题的业务有关——我也在今天早些时候说过，我们可能会在布法罗新闻上看到这种情况。

但除此之外，我们不会仅仅因为我们需要可以把钱用在别的地方，我们就会对我们的公司不感兴趣了。

唐书房

bp：我们要五十年后才可能有这个烦恼。

2021年10月15日

唐朝：正好今天早晨后院还有位朋友问类似问题。

巴神的回复是：''如果你能找到足够数量、符合条件的烟蒂，你的收益会很好。但我估计今天的环境下，很难找到了。''

今天，如果你发现有10或20只股票的交易价格占流动资产净值的三分之二，你会倾向于为自己的投资组合而不是为伯克希尔哈撒韦公司购买这些股票吗？

第二个问题，既然我提到了这本书，我想知道您和芒格先生最近在读哪些书，并会推荐给大家。谢谢。

巴菲特：是关于你的第一个问题，如果你找到一个这样的组合——我不认为你现在能够找到——你可能会得到很好的结果。

但这并不是因为随着时间的推移，企业自身的来个良好发展，而是因为在这样的组合中，可能会有相当数量的企业资本运作，比如管理层将其私有化，或反向收购或诸如此类的事情。

但现在几乎不可能找到这些股价低于营运资本股票。如果你进入一个市场，那里有很多这样的公司，那你还有可能会发现，很多优秀公司的股票价格也会非常便宜。而我们更倾向于买入一笔即便便宜又美好的生意。

我不认为你会找到大量的低于净营运资本股票了。因为在他们真正达成这种情况之前，就会有太多的钱来促进交易。

但那是一种技巧。那是50年前。

沃尔特·施洛斯还在这里吗？沃尔特，你在吗？如果你在就站起来。

50年前，当我遇到本·格雷厄姆时，我认识了沃尔特。我知道沃尔特今年来现场了，不过可能因为他已经知道了我会说些什么，所以他可能已经离开了。

但实际上，沃尔特从事的证券业务，更接近原始的——他现在已经经营了46年的合伙企业。他投资最多的类型的股票，正是本在那些日子里谈论的股票类型。

唐书房

芒格则提出了一个很少有人注意到的烟蒂股投资文化的变化，见巴芒演义 341 页这段（图三）

芒格：是的。还有另一个原因。在过去，如果企业停止运营，你可以把营运资金放进股东的口袋里。

如今，你可以从所有的重组费用中看出，当事情真的变得一团糟时，那么会是其他人拥有大量的营运资本（而不是股东）。现在整个文化都变了。

如果你在法国做点业务，但是厌倦了，就像玛莎百货（Marks&Spencer）那样，法国人会说，“你想把你的资本从法国夺回来，这到底是什么意思？这个生意里可是有法国工人。”

他们也不在乎。当企业不再适合你的时候，他们不会说：“这是你的流动资金，拿回去吧。”他们反而会说，“这是我们的周转资金（你不能拿走）。”在这一点上，整个文化都发生了变化。

虽然不都是这样，但这类投资更多是本格雷厄姆时代的作品。一个时代的投资完美地转化为另一个时代，原因有很多。

唐书房

烟蒂模式分为两种，一种以巴菲特合伙基金时期的桑伯恩、邓普斯特、伯克希尔等为代表的，低估买入，不涨就买成控股，然后入主董事会推动价值实现模式。但随着时代进步，目前法律环境发生了一些变化，股东意图通过清算和裁员拿走企业资产越来越困难。

芒格将目前清算和裁员，需要按照法律给出的额外补偿，称为“隐藏的裁员负债”。这种并没有记录在资产负债表上的负债，很可能会榨干账面记录的营运资产，让看上去是烟蒂的企业，实际是价值陷阱。因此，真正可以复制这种手法的机会，现在已经大大减少了。加上对资金和商业能力要求比较高，对于绝大多数人来说，学习困难很大。

唐书房

顺带说一声，这是 2001 年的大会。此时施洛斯已经在实施清盘了，因为市场里实在找不到足够数量的烟蒂。

非常不高兴，他觉得劳动成果让陌生人免费享受没道理、不公平。他只想利用自己掌握的技术，轻松愉快地帮助自己和几十位客户赚钱。一切提升游戏难度的分享行为都令人厌恶！

历史的潮流不会以施洛斯喜欢或不喜欢而改变。到 1997 年，施洛斯父子发现实在找不到符合标准的投资对象了，于是宣布封闭基金。之后花了 5 年时间只卖不买，最终于 2002 年清仓完毕，然后施洛斯父子宣布清盘退休。老爷子清盘后立刻讨了个老婆，温暖地度过了人生最后 10 年，于 2012 年去世，享年 96 岁。

① 英文口语 blah blah 的音译,指说个不停。

52

唐书房

雨落风烛：现在的绝大多数“烟蒂股”都是自以为是的所谓烟蒂。

风：比如某些人死磕的银行股。

唐朝：因为认为低估而死磕某个行业甚至某个企业，其实并不是烟蒂投资。将这种行为归为所谓“纯正格式投资”，完全是一种误解。

烟蒂模式的核心秘笈是低估+分散，是一大堆烟蒂里有部分会回归价值，从而带动整个组合获得合理回报。

烟蒂股的回归其实是个概率事件，祖师爷从来没有说过（也没有去示范过）赌一只低估的个股或一个低估的行业，“一定”会价值回归。

当然，再加上杠杆去赌低估个股的“必然”回归，就连投资都算不上了。顶多算赌博，而且是一种比较差的赌博。

SK: 请教老唐, 后来施洛斯也曾随着环境的变化而更新他的方法: 如 0.5 倍市净率找不到了之后就 0.8 倍中找, 0.8 倍找不到了就从 1 倍中找, 总之还是在最便宜一堆中寻找他的标的。

那么现在这个信息迅速传播的环境, 在最便宜的里面翻相对较好的, 这个方法还可行不?

唐朝: 乔尔·格林布拉特的神奇公式, 就是试图向这个方向努力。

但从实践效果看, 泯然众人矣, 似乎这条路也不通。至于原因, 我没深入研究, 说不上来——2001 年股东大会问答结束。

2021 年 10 月 15 日

第1047篇. 2021. 12. 03 - 经典陪读: 伯克希尔股东大会问答⑧

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-03

前言: 经过书房热心读者自发整理, 经典陪读系列如愿改成全文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点, 其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

感谢负责整理的志愿者们, 感谢完成图片转换的@FLJ 以及负责排版的@姚队。书房有你们, 我倍感骄傲。

本系列已推送文章, 请点击[经典陪读](#)

原文: 股东: 谢谢你去年回答了我关于友谊的问题。我今年的问题是, 你如何定义成功和幸福? 他们有关系吗? 如何才能做到这一点呢? 谢谢。

巴菲特: 嗯, 我告诉大学生们, 当你们到了我这个年纪的时候, 如果你们希望你爱的人真的爱你们, 那么你们就会成功。

我的意思是, 查理和我认识一些人, 他们有很多钱, 他们经常举办纪念晚宴, 他们的名字也出现在建筑物上, 但事实是, 没有人喜欢他们。

你知道, 即使他们的家人、他们家族的人, 也不喜欢他们。你知道, 这很可悲。

不幸的是, 这(爱)是你买不到的东西。我的意思是, 查理和我谈过很多次, 如果我们能买到价值一百万美元的爱, 这会比变得可以被人爱更令人欣喜(注: 实际上爱是买不到的)。(笑声)

但事情不是这样的, 你知道吗?

被爱的唯一方式就是让自己变得值得被爱。这是——我不想 13 岁的时候告诉你这一点, 而且——但这件事的好处当然是, 你知道, 你得到的总是比你付出的多。

我不知道是奥斯卡·汉默斯坦(Oscar Hammerstein)还是谁说过, “铃不响就不算铃, 歌不唱就不算歌。心中的爱不该藏在心里, 直到你把它送出去, 爱才算爱。”基本上, 你得到的总是比你送出去的多。

如果你不付出, 你就得不到。这很简单。

我不知道我的同龄人中有谁受到很多人的喜爱——有一天晚上我们一起吃饭, 唐·基奥(Don Keough)也在那里——每个人都喜欢唐·基奥, 你知道, 这是有原因的。

我认识的人中, 如果一个人没有得到周围人、同事、家人和邻居的爱——那么这就谈不上成功, 或者说他感受到的并不是成功。

我不知道当人们知道不受人喜爱的时候, 他们是怎么想的, 但我不敢相信他们会对此感觉良好。

所以这事很简单。你不能脱离爱而存在。如果你付出爱，那你得到的会比你付出的更多。这是最好的事情。

唐朝：巴菲特谈成功和幸福。

青衫：被爱的唯一方式是让自己变得值得被爱

好风如水：记得老唐之前提到多养育子女的好处，就子女长大后能够更多地感受来自兄弟姐妹之间的爱，现在更理解这个观点了。这世上爱才是超越一切的东西，它远比金钱来得重要。

2021 年 10 月 17 日

原文：巴菲特：我在年度报告中提到了政府雇员保险公司如何在 80 年代初为几份保单收取了 7 万多美元的保费，当时他们认为自己只是在摘樱桃，他们对其中的很多进行了再保险。

到目前为止，（这 7 万多美元的保单）我们已经损失了 9300 万美元。

现在，我们最多能赚七万多，我不知道我们最多能损失多少。但我知道 9300 万已经引起了我的注意。
（笑声）

当你进入到这样的比赛时，你不能犯错误。我的意思是，这是一个或几个相互关联的错误，正如你所提到的一一因为这些事情是相互关联的——几个错误就能耗尽你一生的储蓄。

而当你正确的时候，你会赚几分钱，而当你错误的时候，你会损失惊人的数目。

唐朝：巴神回顾八十年代盖克保险犯过的愚蠢错误。

黑牛：挣钱如捉鬼，赔钱如流水...

星光《BEYOND》：所以卖保险的赔率要算准，还要把买保险的人调查清楚，不能只看到当初开空头支票时收到的钱，否则未来自己就不知道要填多大的坑了。

2021 年 10 月 17 日

原文：巴菲特：在保险行业中，这很容易——这是保险行业的诅咒——这也是它的好处之一——人们给你一大笔钱只是为了你写的一张纸。

你写在那张纸上的东西非常重要。但是看起来很容易到手的钱会诱惑你去做非常非常愚蠢的事情。

15 或 20 年前，也就是 80 年代中期，奥马哈的互助保险公司（Mutual of Omaha）——世界上最大的健康和意外事故协会，至少在某种程度上——决定进入再保险业务——财产伤亡再保险业务。

他们签订的合同并不多，但在非常、非常、非常短的时间内，他们的结果是几十年来积累起来的所有资产净值的一半化为乌有。

如果你愿意在保险业做蠢事，那么世界会发现你的一一（笑声）——你可以在大西洋中央的一艘划艇上，只需低声说出“我愿意承保这个”，然后说出一个愚蠢的价格，你就会有经纪人游向你，你知道——（笑声）——顺便说一句，他们会露出鳍。（笑声）

这是很残酷的。我的意思是，如果你愿意做傻事，就会有人站出来，这是可以理解的。但他们会主动找到你，你也会提前拿到现金。

你会看到很多现金，（当时）你不会看到任何损失，你会继续这样做，因为你在一段时间内不会看到任何损失。所以你会承担的越来越多，你知道，然后屋顶就会塌下来。

唐朝：保险业的诅咒：你只需要给出一个承诺，一张纸，就可以换来大把的现金，很多保险公司运营者忍受不了这样的诱惑。

更可怜的是，也许你忍受住了，但是你的对手忍受不住。而保险产品的特点是同质化，大家买保险的时候，相同保障的情况下就是选价格低的，没什么别的标准，几乎不看品牌。所以你的对手如果做蠢事，可能逼的你不得不被迫跟着做蠢事（否则你就没业绩，因无能而下课），这就成了二重咒。

志勇：一个承诺，一张纸就可以换来大把现金，这么好的事都想去掺合一把，就会引来无数竞争者。那么同样保 100 万，有人只卖 300 一年，那我就卖 280 一年，你卖 280，那我就卖 260，不断竞争。

星光《BEYOND》：容易打价格战的行业不是好的生意模式。

2021 年 10 月 17 日

原文：巴菲特：我已经很久没有读过会计书了。我记得我上大学的时候读过芬尼的书。我一直很喜欢会计。对于你们中任何一个做生意的人来说，基本上你们缺乏足够的会计知识。

但我不太了解最新的讲解会计书籍。也许查理最近一直在读这些书。

实际上，我希望，如果你长期阅读伯克希尔的报告，你可能会学到一些关于会计的东西。

但我认为，你可能会学到更多的会计知识——我的意思是，一旦你了解了它的基本知识，你就可以通过阅读好的商业文章来处理会计问题、会计丑闻之类的事情。

我的意思是，你真正需要知道的是你需要知道数字是如何组合在一起的？它的基本原理是什么？然后你必须知道可以用这些做什么。

你可以从了解一家企业的原始会计数字开始，但你必须在此基础上带来一些额外的东西。

我想不出任何关于会计主题的好书。我想我读了很多好的杂志文章，这些文章在过去的几年里丰富了我的知识。

我只是读了很多年度报告，看到人们可以用会计做什么。

正如我之前所说，如果我不理解，我想可能是因为管理层不想让我理解。

如果管理层不想让我明白，那可能是出了什么问题。我的意思是，人们通常不会在没有目的的情况下混淆数字。当你遇到这种情况时，最好的办法就是远离。

唐朝：懂得会计的基本原理以后，去大量阅读商业故事，去大量阅读企业财报，是（比继续深钻会计知识）更好的学习方式。

樱远：早两年看到这就好了，在注册会计师上耗不少时间

无语：如果管理层不想让我明白，那可能是出了什么问题。这让我想起格力案例，管理层不想让我们理解她的会计处理，我们就远离她。

2021 年 10 月 17 日

原文：巴菲特：如果你看过伯克希尔股票的 5 年期期权——在不同的时期，伯克希尔股票的贝塔系数都相当低，正如他们所计算的那样。

多说一句，贝塔系数是一种衡量标准——学术界的人总是喜欢给相当简单的事物起希腊名字，这样他们就有一种神职人员的感觉——（笑声）——你知道，这就像是牧师在用拉丁语交谈。我的意思是，这有点俗。

但它们——贝塔系数是衡量过去波动性的指标。伯克希尔的波动性较低，但这对于任何真正了解业务的人来说，并不意味着它的期权价值低于贝塔系数较高的股票。

我认为查理——查理去年说的是——特别是对于长期的期权，布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）模

型可能会给出一些愚蠢的结果。

它对事物进行了错误定价，它只是一个机械化的系统。证券市场中任何机械化的系统都会不时地对事物进行错误定价，那就是——

正如我去年提到的，我们做了一个很大的交易，这基本上是因为交易对手在另一边使用布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）模型和市场价格做出的计算——我们作为他们的对手方，我们去年赚了 1.2 亿美元。

我们喜欢别人用机械公式来定价的想法，因为虽然他们可能在 100 次中有 99 次是正确的，但我们不需要玩这 99 次，当我们有不同的看法时，我们只玩 1 次。

查理，你想评论一下吗？

芒格：是的，布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）模型是一种——我称之为一无所知的价值体系。

如果你不知道任何与价格相比的价值——换句话说，如果价格告诉你所有可以知道的东西——那么Black-Scholes，在非常短期的基础上，是一个很好的猜测——你知道，比如 90 天期权对某些股票或其他股票中的价值进行猜测。

一旦你有了长期的期权，或者你面对一些潜在的、极端的未知因素，使用布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）模型就是非常疯狂的。很多人使用它只是因为他们想要某种机械化的系统。

唐朝：很多专业人士都喜欢给简单的事物，起一些什么阿尔法贝塔伽马之类的名称，以显得特别高大上，我以前也吐槽过。

另外，芒格说的另外一句话也非常好：很多人使用某一种系统，只是因为他们想要一种机械化的系统。

在今天的书房里，我也经常遇到这样的梦想家，他们总是想找到一个公式，然后从书上或财报里找出一个数字填进去，就可以等着赚钱了。很遗憾，这种东西真的不存在。

股市里从来没有万能的圣杯，唯一的问题就是要去理解企业，理解你买的究竟是什么东西，它究竟怎么赚钱的呢？大概能赚多久，能赚多少？

stby：在推荐书单中的《学会估值，轻松投资》里也有很多阿尔法，贝塔的，看晕了，后面觉得还是老唐的至简几板斧最好，大道至简

杨明华：我们喜欢别人用机械公式来定价的想法，因为虽然他们可能在 100 次中有 99 次是正确的，但我们不需要玩这 99 次，当我们有不同的看法时，我们只玩 1 次。

腾企：如果真能套用各种公式解决股市赚钱的问题，那我们就别想从股市赚到钱了，因为钱都会被超级计算机给赚走。

2021 年 10 月 17 日

原文：巴菲特：我们的目标——我们喜欢增长的想法——但我们真正想要的是 0 成本的浮存金。我的意思是，这是我们的目标，而增长根本不是最重要的。

我的意思是，我认为我们的经理对此（0 成本的浮存金）有责任，而不是提供更多的浮存金。我认为他们有责任提供有利可图的浮存金。

这一直是我们心中的关键。如果它来了，我们喜欢它。但我们会知道它是否会出现。

关于你的问题的第一部分，如果确实可以不花一分钱获得 425 亿美元，或者更好的是可以获得利润，那么它对我们的效用就像是股权。

不过，你不可能在清算时实现它，这是必然的。因为清算时你会发现它根本不属于你，你也没办法对此进行打折，这要具体看情况。

所以我不是在告诉你如何来计算它——你是否用它来计算内在价值，关于这点，你必须自己做出决定。

但是，它对我们的效用，相当于是 425 亿美元的资金来自于不需要发行普通股的股本。这也是我们一直热衷于此的原因之一，我们已经这么做有 35 或 36 年了。这对我们来说是一项伟大的事业。

我们时不时地离开赛道。你知道，我们在 80 年代初偏离了轨道，在 70 年代中期遇到了一两个问题，我们在通用再保险也遇到了几年的问题。

所以，这并不是自动产生的。我认为，对于大多数从事财产险业务的公司来说，财产险业务并不是一项伟大的业务。这像是一种大宗商品交易，而其规模很大。

因此，我不认为大多数上市公司会以有吸引力的成本获得浮存金。我们必须是个例外。

但我们有一些出色的公司和一些出色的经理人，我真的相信，我们将以比业界低得多的成本获得我们的浮存金。这就是我们目标。

唐朝：巴神再次强调保险公司对它的意义，就是获取零成本，甚至负成本的浮存金，然后把这些钱拿去投资，投资的收益全部归伯克希尔，这是买入保险业的价值。

他其实根本就不奢望保险业能给他赚什么钱，他的利润来源是投资端。这是国内很多投资保险行业的人所没有意识到的，大部分投资者将太多的注意力放在了保费增长上。实际上保险公司的保费增长，完全可能是增长越多、亏损越多。

三文鱼：这就是“竞争优势”，知道了原理，我们也干不了。

华：谢谢老唐，让我明白了为什么保险业不是一门好生意。也让我明白了，大多数人只关注中国平安的保费增长，是错的多么离谱。

Seven Zhan*：业务规模的增长并不一定是好事，譬如航空业、地产业、保险业。

2021 年 10 月 17 日

第1048篇. 2021. 12. 04 - 老唐实盘周记20211204

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-04

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 37%，洋河 24%，茅台 19%，分众 8%，古井贡 B6%，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	37%	72000±10%	<36000	80000	36324	462.60	-17.75%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2666	176.91	-24.08%
贵州茅台	19%	26400±10%	<13200	35000	24771	1971.88	-0.35%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1021	7.07	-25.95%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	490	113.33	6.73%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1289	13.30	55.29%
沪深300						4901.02	-5.95%
上证指数						3607.43	3.87%
2021/12/4			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8176	

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	36437	463.40	-17.60%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2652	176.01	-24.46%
贵州茅台	19%	26400±10%	<13200	35000	24383	1941.01	-1.91%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1040	7.20	-24.58%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	464	107.19	0.95%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1181	12.18	42.22%
沪深300						4860.13	-6.74%
上证指数						3564.09	2.62%
2021/11/27			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8194	

收益

本周实盘净值上涨约 1%。

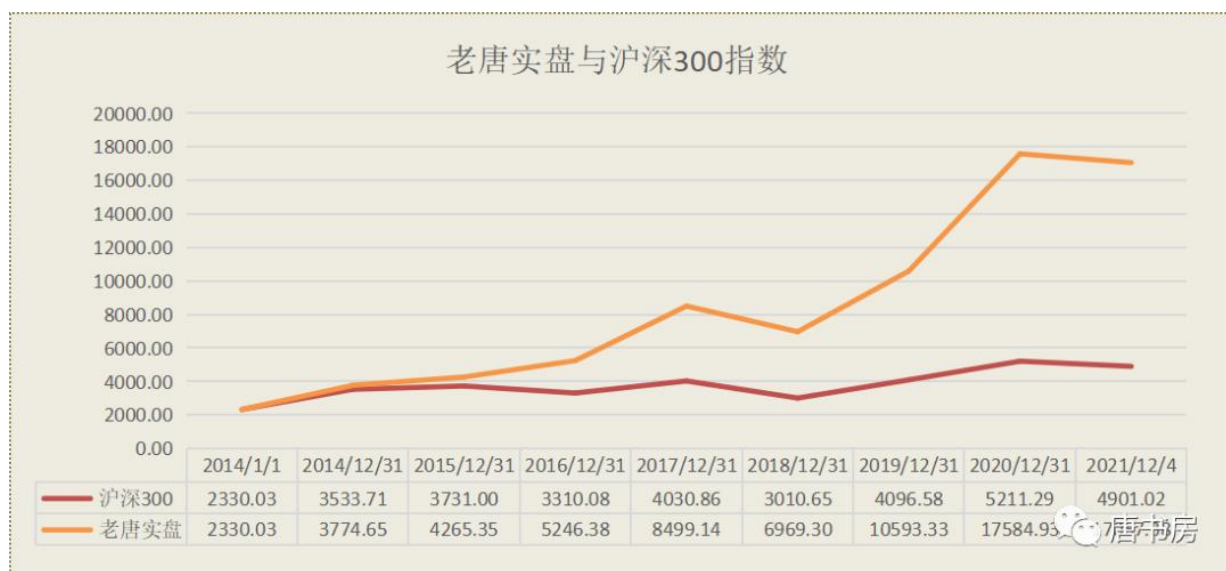
2021 年内收益从上周末的-4%, 升至本周末的-3% (四舍五入)。

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%
2021/12/4	-3%	7.32	7.93	29%	-5.95%	2.11	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：

- 煤炭长协价基准上调：发改委发布《2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案（征求意见稿）》，长协合同基准价上调 31%，利好陕煤。
- 陕煤一间子公司出表：下属供应链公司增资扩股，陕煤放弃出资资格，持股比例从 51%降低为 45.33%，不再并表。无关紧要的小事，不值得关注。
- 恒大危机，洋河对恒大的信托产品爆雷：涉及资金约 0.76 亿元，在预期之中。后续还有近 6 亿和恒大相关的信托产品，均可能造成一定幅度的损失，但预计实际损失金额不大，影响主要来自心理层面。
- 总理释放降准信号：昨日（12 月 3 日）下午，总理会见国际货币基金组织总裁时，明确宣布将“适时降准”。这种情况通常判断下周就有可能政策落地，市场流动性将继续保持充裕状态。
- 茅台在习酒镇买地：不是新的扩产信息，是 2018 年的三万吨酱香酒扩产项目进展缓慢的结果。
- 微信继续开放互联互通：11 月 29 日微信宣布扩大互联互通，效果暂时不明。
- 中美证监会监管分歧再起：12 月 2 日，美国证监会要求在美国上市的外国企业必须披露是否由政府实体拥有或控制，并提供审计底稿。否则有权禁止上市公司股票交易，直至摘牌。12 月 3 日滴滴宣布启动退市工作。中美两国此项分歧的爆发，对中概股、对腾讯已投资项目的退出方式均产生巨大的负面影响。
- 隆基学习结论：排除。不再单独码文。

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. 煤炭长协价基准上调。

昨天，国家发改委公布了《2022 年煤炭中长期合同签订履约工作方案(征求意见稿)》，明确“基准价+浮动价”的价格机制，长协煤实行月度定价，在 550-850 元/吨合理区间内上下浮动。

下水煤合同基准价暂按 5500 大卡动力煤 700 元/吨签订，相对于一直执行的 535 元/吨基准价，上调接近 31%。



唐书房 > 2016/12/19

煤价的上涨以及高位盘整，对水电是利好消息，有利于低成本水电的销售。目前主要煤企和电厂之间的长期协议价是以535元/吨为基础，然后双方分摊涨跌幅

相

浮动价采用全国煤炭交易中心综合价格指数、环渤海动力煤综合价格指数、CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价格指数、中国沿海电煤采购价格综合指数 4 个指数。

选取每月最后一期价格，各按 25%权重确定四个指数的综合价格，指数综合价格比基准价每升降 1 元/吨，下月中长期合同价格相应同向上下浮动 0.5 元/吨。

简单粗暴列公式就是：长协价=月末四个指数之和/4×50%+700×50%。

意见稿鼓励按照价格机制签订 3 年及以上长期合同，3 年及以上长期合同量不少于各企业签订合同量的 50%。

这还是个意见稿，不是最终文件。不过这是多方持续博弈的结果，估摸着最后变化应该不大了。

这方案没啥好说的，就是整体利好煤炭企业：

一是基准价的提升，直接提升了长协煤的售价；

二是基准价 31%幅度的提升，将原本坑口价 440±20%的传言（或方案）粉碎，其实也反应了市场供求关系及大型煤炭企业的博弈力量；

三是在煤价高企时设定新的基准价，有利于帮助煤炭企业弱化下行周期的不利影响，增加企业盈利的稳定性。

2. 陕煤一间子公司出表。

陕煤下属控股子公司“陕西陕煤供应链管理有限公司”增资扩股 5 亿元，资金拟用于拓展铁矿石和石油化工品贸易业务。

由于铁矿石和石化产品贸易与上市公司主营业务不符，因此公司放弃了增资机会。持股比例从 51%降低 45.33%，供应链公司不再成为上市公司的并表子公司。

这件事情，影响几乎为零。

供应链公司去年给上市公司创造归母净利 7157 万。如果公司没有大的突变，上市公司不出这 2.55 亿

现金导致供应链公司变成联营公司，合并资产负债表不再计入其资产负债。

净利润按照 45.33%比例纳入，最终影响也就几百万的幅度。在 200 亿左右净利润的陕煤报表里，不值一提。知道即可。

3. 恒大危机，洋河对恒大的信托产品爆雷。

恒大终于还是倒下了，12 月 3 日公告无法兑付到期债务。

此事引发央行、银保监会和证监会针对恒大事件罕见地同时发声，一致认为：

恒大集团属于个案风险，是企业经营管理不善、盲目多元化扩张导致的风险暴发。不会对我国银行业保险业的正常运行造成任何负面影响，同时境内房地产销售、购地、融资等行为已逐步回归常态。

广东省政府于昨晚约谈了中国恒大实控人许家印，并向恒大地产集团派出工作组，督促推进企业风险处置工作，督促切实加强内控管理，维护正常经营。

受此影响，洋河的一笔到期信托也无法偿还。

该笔信托借款主体是贵阳恒大公司，以贵阳恒大的土地、房产和公司股权为抵押品。这笔钱的细节出入大致如下表（单位万元）：

时间	投资信托	收回本金	收回利息
2020/5/29	19000		
2020/12/21			815
2021/3/15		9500	166
2021/6/21			360
2021/11/29		2248	
目前欠款		7252	340

也就是说，这笔信托投出去 1.9 亿，收回来 1.3 亿。目前恒大和中信信托欠洋河本息合计约 $7252+340 \approx 7600$ 万，暂时还不上。

还不上怎么办呢？目前第一要素是在政府控制之下保交楼，这事关稳定，兑付中信信托的投资人（包括洋河）的钱是后一步的事情。

只有整个项目盘活之后，才能轮到还这笔钱。

不过，根据该项目的楼板地价、当地房价和项目所处位置看，这笔款项打水漂的概率非常小，只是会缓付，不会损失。

由于涉及资金仅有 0.76 亿，就不去花费篇幅分析贵阳恒大的楼盘了。感兴趣的朋友可以网上搜，有相关详细资料。

除了这笔之外，洋河还有和恒大相关的信托产品约 5.8 亿，以及其他信托类产品约 16.4 亿。

按照公司最新披露，洋河今年六月之后无新增信托投资，存量投资也不断回收。目前仅保有存量信托投资22.85亿元，其中涉及到恒大及其关联公司信托产品6.48亿元。

就这个存量和现状而言，我个人认为信托产品的投资风险正在进一步降低——注意，仅为个人主观判断，非常可能是因为持股带来的乐观。请独立思考，自主决策👉

唐书房

对此，我个人的看法依然是：恒大之外的其他信托造成损失的可能性很小。

涉及恒大地产的全部信托而言，会有一定幅度的损失，但预计幅度不大——一个人估计所有涉及恒大的信托，今明两年全部到期产品总计损失不会超过3亿元，影响更主要来自心理层面。

就全部信托投资而言，我不认为洋河管理层决策有问题。

3%~4%的利率存在银行里当然保险，也无需担责。但这对于大约120亿资金来说，按照信托平均7%~8%的收益率估算，存银行就是每年确定损失5亿左右。

投信托，按三年踩一次雷算，只要踩雷损失只要小于14亿，那就是值得的。事实上，截止此刻违约的也就是0.76亿。

就算恒大相关产品6.26亿（11月10日披露的6.48亿减去11月29日收回的2248万）全部爆雷，乃至所有信托产品通通爆雷，全部按照损失一半计算（都有均有足额的抵押和担保，底层资产明确和清晰），也就11亿左右。

换我去决策，我也会投信托而不是存银行。以现在的眼光回看前几年的决策，就好比质问对方为什么不做空恒大的股票呢？这属于事后诸葛亮。

倒是有朋友提醒，洋河8月初接手民生信托5.95%的股权，令人费解。据说因为大股东泛海集团资金链断裂，今年民生信托的情况很糟糕，前景相当不妙。

洋河这笔投资涉及金额未披露。以市场干净的信托牌照估算，5.95%的股权有可能会花费三到五亿的样子，没有达到强制披露的标准。

如果这笔股权是某笔信托投资无法兑付的补偿，或者是洋河接手云峰基金10%份额的搭头，都还可以理解。

——见[《老唐实盘周记 20210807》](#)和[《老唐实盘周记 20210814》](#)相关分析。

如果是纯财务投资，确实有点搞不明白为何将自己置于险境之中。

关于此事，我也没有最新消息，无法做出更深层次的判断。欢迎对此有了解的朋友，提供更多信息👉

4. 总理释放降准信号。

昨日下午，总理会见国际货币基金组织总裁时，明确宣布将“适时降准”。

这种情况通常判断下周就有可能政策落地，市场流动性将继续保持充裕状态。

5. 茅台在习酒镇买地。

前天，茅台在习水县投入了近 3.5 亿买地。一时勾引的媒体和投资者心猿意马，以为茅台又要扩产了。结果根据公司回复，不是新的扩产信息，还是 2018 年 9 月开始实施的三万吨酱香酒扩产项目用地。该项目原来预计的是三年完工，结果三年时间已经过了，还在买地。

这花钱的效率实在是太垃圾了！你说公司管理团队最近三年忙啥了？都懂，忙着换董事长以及送大量高管去申领黄马褂+银手镯🙄

附：2018 年 9 月 28 日茅台董事会决议：公司决定投资建设 3 万吨酱香系列酒技改工程及其配套设施项目，项目总投资估算不超过 83.84 亿元，项目总建设周期为 3 年。

6. 微信继续互联互通。

微信于 11 月 29 日起对外部链接管理措施进行更新。更新内容如下：

①在点对点聊天场景中可直接访问外部链接；

②在监管部门指导下，为贯彻安全底线原则，同时兼顾用户使用体验，将在群聊场景下试行开放电商类外部链接直接访问功能；

③后续计划开发自主选择模式，为用户提供外链管理功能。

这是对监管部门要求的互联互通的回应，也是改善移动互联网用户体验的进步。

至于对腾讯的影响，我个人的看法是略偏正面，但程度不大，具体影响再观察吧。

7. 中美证监会监管分歧再起。

12 月 2 日，美国证券交易委员会（SEC，按照中国习惯简称美国证监会）要求在美国上市的外国企业，必须披露是否由政府实体拥有或控制，并向美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）提供审计底稿。

如果 PCAOB 在规定时间内无法取得审计底稿，美国证监会将有权禁止上市公司股票交易，直至最长三年之内摘牌退市。

对此，我外交部发言人昨日回应：

美方的有关做法是对中国企业政治打压的又一个具体行动，也是美方打压遏制中国发展的又一个具体表现。我们对此表示坚决反对……将证券监管政治化，损人害己，将使美国投资者失去投资许多世界上增长最快公司的机会，也将使美国专业服务机构失去许多业务机会。

美国证监会损人害己，将使美国资金失去投资中国企业的机会，使美国企业失去服务中国企业的机会——这属于美国人害己的部分，咱就不评论了，就让他们穷死🙄

我们要承认的是，他们损人的这部分，的确是损到我們了。

最直接的影响，就是某些我方确定不允许提交审计底稿的企业，必须从美国股市退市。昨天，滴滴就正式宣布启动退市工作。

滴滴 6 月 30 日上市，7 月 4 日 APP 被下架，7 月 16 日国家网信办会同公安部、国安部、自然资源部、交通运输部、税务总局、市监总局七部门联合进驻滴滴公司，开展网络安全审查。

昨天滴滴宣布启动从美国退市。五个月前的发行价是 14 美元，今天收盘价是 6.07 美元，投资人巨亏无疑。

中美双方的监管分歧，以及摆在投资人面前的真实案例，无疑会导致至少两个后果：第一是大量美国投资机构及投资人抛售并远离中国上市企业，第二是现有中国未上市企业在美上市变得非常艰难。

前者会直接影响短期股价，尤其是中美两地上市企业的股价（含港美两地上市）；后者则会影响大量

未上市企业的上市规划，连带影响风险投资资本对中国创新企业的投入。

这两种影响都会涉及到腾讯。对此，我没有更多可以评价的，只能被动承受😓

虽然已有预期，但中美双方如此迅速的真走到这一步，相信超出了很多专业人士的预判。

最简单粗暴的例子，是查理·芒格对阿里巴巴的投资——今年一季度阿里股价从高点下跌约三分之一后，芒格旗下每日新闻集团入市投资阿里巴巴。

虽然我们不知道芒格的具体买入价格，但就算是按照一季度最低价 220.09 美元看待，当下 110 美元左右的价格，也已经腰斩。我认为它可以证明至少芒格及其团队，是完全没有预判到中美分歧会走到这一步。

芒格老先生没有预判出来，我也没有预判出来。这没啥丢人的。就是投资旅程中的一个正常坏运气，承认自己不是神，淡定承受就好😏

此时就是长期资金发挥价值的时刻。将时间拉长一点看，这都是小风浪，是属于长期向上过程中的小波澜，不值得过度关心。

要说惨，2018 年的股市可比今天惨多了。给大家捞一份 2018 年 10 月底的文章截图，看看老唐当时的惨况。

✕ 唐书房 > 2018/10/30 *

此时，将心比心，很容易体会大师们成功背后隐藏的不易。不知道大家还记得不，之前我曾经分享过查理·芒格的投资记录，在 1973 和 1974 年连续两年大亏，收益率分别为 -31.9% 和 -31.5%，而且更关键的是，是代客理财，别人的钱。

今年老唐的市值回撤超过 2015 年股灾熔断，成为过去 10 年里最大回撤。而假如目前 -26% 的成绩保持到年底的话，老唐今年将迎来自 2008 年之后最大幅度的年度亏损（当然也是最大金额的）。

唐书房

年内收益 -26%，多吓人啊！相比而言，2021 年截止目前的 -3% 算什么？

不管当时在不在书房，应该都能想象出来那时喷进书房的口水、鄙视和网络上踩踏老唐的言论，绝对是远超今天的量级😂

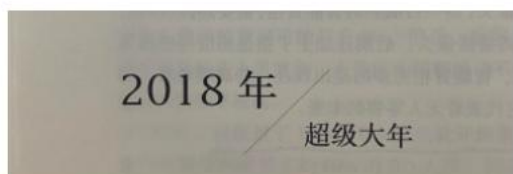
但是，2018 年其实可以说是老唐实盘公开八年来，最令人满意的超级大年。



唐朝

前天 10:03

哈哈，这个标题好。2018年/超级大年，那一年是过去十年里股市最美妙的时刻，本胖还卖了一套叠拼丢进去，然后到今年春节前就一套变三套了。太超级了，和魔术差不多👍👍



等231人赞过

唐书房

那年我不仅是满仓持股，而且下半年还卖掉了一套叠拼别墅追加入市。

在书房朋友们的眼皮底下，那一套叠拼到今年春节前是变成了三套。这种堪比眼睛一眨、老母鸡变鸭的强行送钱时刻，回味起来就是那么的美妙啊👍

如果是短期资金，26%的跌幅，就完全可能让你患得患失，不得不去猜测股价明天如何，后天如何。这根本是不可能猜出来的🤔

但是，稍微拉长一点时间，以三五年为一个观察时间段，我们却基本可以确定，优秀企业的股价表现总是不会让我们失望。

以我的持股为例。

抛开今年靠运气在高位卖出的茅台、分众和海康不算，也不说今年年初才买入的陕煤，就拿自从买入后就没卖出过，大家直觉上回报不好的其他三只腾讯、洋河和古井 B 为例。

腾讯，老唐首次介入是 2017 年 1 月，介入价格是 197.3 港币，历经游戏版号停发、中美贸易纷争制裁、反垄断打击、精神鸦片论、以及今年的一系列 A4 纸打压。

在从高点回调超过 40%之后的今天，股价 462.6 港币。期间每股现金分红 5.29 港币。即使不计算现金再投入回报，是不到 5 年 2.37 倍，年化 18.8%，差吗？

洋河，老唐首次介入是 2015 年 8 月底 53.5 元。同样历经去库存、换班子、理财雷等各种利空打击，今天股价是 176.91 元，期间每股现金分红 15.65 元。即使不计算现金再投入的回报，是 6.3 年 3.6 倍，年化收益率 22.5%，差吗？

古井 B，老唐首次介入是 2017 年下半年，具体月份忘记了。只记得大约 32 港币左右，看股价推测是七八九月内吧。

今天股价 113.33 港币，期间每股现金分红 5.5 元人民币（折合约 6.7 港币），即使不计算现金再投入回报，是不到 4.5 年 3.75 倍，年化超过 34%，差吗？

都不差。即使是目前看上去灰头土脸，已经被按在地上来回摩擦的腾讯和洋河，也是股神级水平，不

比谁差 😁

正巧，昨天在微信看一看里偶遇一份统计，是针对全国所有公募基金经理年化收益率的。

作者统计了所有管理时间在 5 年以上的公募基金经理（期间跳槽的，不同产品连带起来计算），一共 985 名，平均年化收益率 7.86%。

我看了年化回报率，这三只股票里目前回报最低的后腿鹅，年化 18.8% 的成绩也可以排第 40 名，知足吧。

5年以上基金经理年化收益率排名200强

证券简称	管理总规模亿元	学历	性别	基金经理年限	年化收益率
冯明远	367.76	硕士	男	5.12	29.34
丘栋荣	208.46	硕士	男	6.57	28.12
许炎	89.05	硕士	男	5.28	26.04
张仲维	79.28	硕士	男	6.30	25.23
李化松	181.12	硕士	男	5.54	24.51
周应波	576.34	硕士	男	6.08	24.32
李德辉	160.89	博士	男	5.04	23.93
赵枫	159.35	硕士	男	7.01	23.35
饶晓鹏	167.11	硕士	男	7.53	23.13
赵强	27.78	硕士	男	5.70	22.82
张俊生	13.71	硕士	男	5.92	22.21
任相栋	102.37	硕士	男	5.55	21.77
李游	160.42	硕士	男	5.08	21.64
黄维	60.68	硕士	男	5.29	21.56
杨琨	23.54	硕士	男	5.35	21.41
袁芳	385.23	硕士	女	5.93	21.17
韩威俊	161.09	硕士	男	5.87	21.09
谭冬寒	135.39	博士	男	5.25	21.03
栾超	33.42	硕士	男	5.75	21.02
姚志鹏	303.71	硕士	男	5.59	20.66
徐小勇	74.54	硕士	男	10.17	20.58
孙伟	289.27	硕士	男	5.87	20.37
栾江伟	9.39	硕士	男	5.77	20.35
葛兰	970.01	博士	女	6.41	20.33
谢治宇	938.07	硕士	男	8.85	20.10
王崇	273.32	博士	男	7.12	19.91
张宇帆	22.11	硕士	女	5.76	19.86
杨飞	32.39	硕士	男	7.12	19.80
范琨	6.67	硕士	女	5.83	19.72
金昉毅		博士	男	5.98	19.58
何帅	138.06	硕士	男	6.41	19.57
吴涓	262.01	硕士	男	5.83	19.44
雷鸣	164.36	硕士	男	7.69	19.33
吕越超	44.43	硕士	男	6.64	19.32
孙伟	137.53	硕士	男	7.41	19.18
范妍	213.54	硕士	女	6.10	19.13
谭小兵	45.79	硕士	女	5.83	19.12
颜伟鹏	0.74	硕士	男	6.12	19.02
邵卓	38.53	硕士	男	6.70	18.80

股市盈利的关键，是投资者有耐心等待企业的成长，并清楚地知道自己没有能力预测市场波动、没有能力预测政策变化。剩下的就是愉悦的生活、唾手可得的财富了。就这么简单。

2021 年的市场环境的确不好，老唐最近十年里所有亏损超过一万元的案例，全部集中在今年：

3%仓位的美的亏损 8.1%卖出；8%仓位的博时转债亏损 8.2%卖出；42%仓位的恒生 ETF 总计亏损 5.5% 卖出。

然而，根据对持股企业的了解，根据当下持股企业的估值水平，我今天依然可以白纸黑字的写下：

2021 年会是一个和 2018 年一样的超级大年。

我们等翻倍以后再来截图，看这个超级大年的兑现花了多久时间🤔

8. 隆基学习结论。

隆基是大家投票点杀的企业。

11 月中旬看完有限的几份资料，知道了新能源是未来大趋势，光伏发展空间很大。但对于具体到隆基这家企业，我只能给出排除的结论，原因是整个产业链几乎所有的环节都缺乏确定性。

来源内容：书房拾遗第36期



巍 留言 37 精选 2

老唐好，隆基股份的文章快出来了么？😁

11-23 20:45:59



唐书房 作者

先说结论：我排除。文章嘛，有空再码。最近手头好书有点多，顾不上。

11-23 21:03:17 赞 331

大致框架出来后，一直没多大动力码字。23 号在留言区随口回复了“排除”结论后，又恰逢随后 8 个交易日下跌近 15%，更加不愿意码文了。

即使不考虑过去几年，发表利亚德、雅戈尔、白云机场、老板电器等数十家企业负面观点后所受的待遇，仅仅回顾今年上海机场、海螺水泥、格力电器等企业的文章发布后，那铺天盖地的骂声和冷嘲热讽声，至今仍然是清晰可闻。

所以，其实我本身也没啥动力去码排除类的文章。加上书房里已经有多位读者，以多种理由建议我不要码了，我也索性偷懒😂。这家企业就跳过吧，不码文了。

因为网络太多以讹传讹，老唐特别注明：**我不是看空隆基，只是限于我自己的能力不足，找不到投资它的确定性，所以排除。不代表对股价走势的任何判断，实际上我也从未有过预测股价涨跌的能力。**

2021 年的点杀，目前我略有兴趣的是刚推出收购方案的上海机场，可能抽空会看。其他企业限于时间关系，就到此打住，结束了👉

本周运动

本周以小区疫情管控为借口，没出过一次家门。周内就在家里踩了两次动感单车，单次约一集电视剧时间。



周六同口径除皮净重 85.9kg，环比上升 0.5kg 🤔——175cm。

祝朋友们周末愉快 😊👉

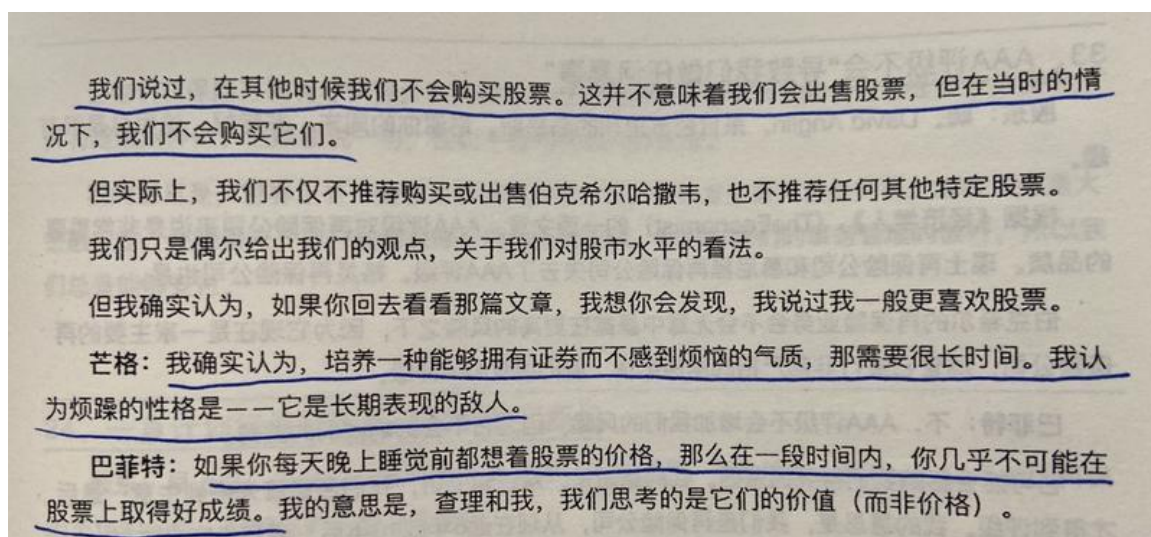
第1049篇. 2021. 12. 07 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑨图文版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-07

前言：有部分朋友反馈说，还是喜欢看带原图的，更容易感受到陪读的气氛，也更便于理解原文。

索性两个版本同时发，朋友们各取所需便是。只是辛苦了@FLJ 和@姚队。老唐代表所有喜欢图文版的朋友，向二位表达诚挚的谢意。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)



唐朝：巴神说：某些时候，我们不会买，也不会卖，我们会持有。所以''持有≠买入''

×

唐书房 > 2020/10/31



静水流深

唐老师好！最近段永平被访问时曾说到持有等于买入，他说也曾问过老巴，老巴说是事实，对于段永平的看法您怎么看？另外，段永平还说伟大的企业应该收藏，不要轻易卖出，像茅台他持有企业可能到100倍PE时，他才会看看发生了什么？与您50倍估值卖点的设定差距还是比较大的？

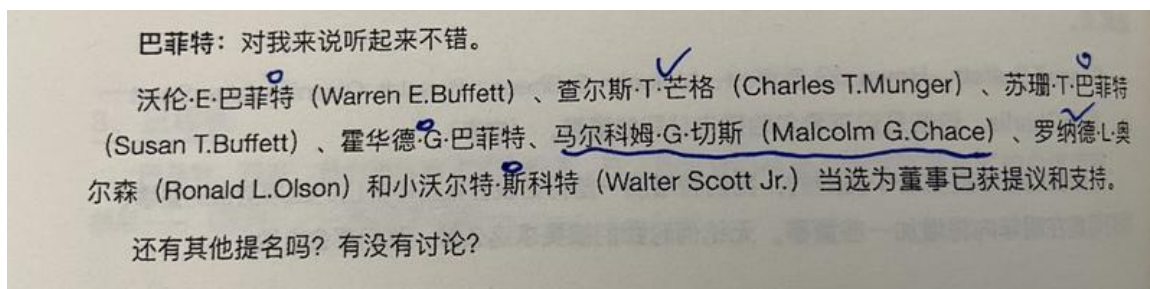
作者

这问题我答过多次，摘抄一段以前回复给你：①段总所说的持有等于买入，其含义是你持有这个股票就意味着你放弃了等价的现金。在任何一个时刻，持有股票从数学上和用同等市值的现金去买入这个股票是一码事。这是一个现象，是一个事实，就是一个机会成本的概念游戏，不需要因为名人所说，就看的多神秘。

②但这实际上是一个太极。投资者平时关心的持有和买入之间的关系，并不是问他们在数学上等不等价，而是想了解现在支持我持有某股票的逻辑，是否同样支持我在目前这个价位买入。

③后面这个问题的答案，我2017年就写文章阐述过了（向书房发送“持有”即可提取），答案简单清晰，就是持有≠买入，买入要求更高一些。巴菲特本人也在致股东信里，白纸黑字写的清清楚楚：我们现在持有伯克希尔A股，但是我和查理不会愿意用这个价格去买入的。这没有任何艺术空间，清清楚楚。

2021年10月17日



唐朝：伯克希尔董事会结构：画○的巴神夫妻、长子及巴神发小（十几天前刚去世了），画✓的芒格和他律师事务所合伙人。

划线的马尔科姆·蔡斯是巴菲特收购伯克希尔时原最大股东兼董事长的儿子，这家人是巴神入主伯克

希尔最大的顺风车受益者——开始 2003 年股东大会问答。

2021 年 10 月 17 日

因此，我们相信金融市场上几乎任何事情都可能发生。实际上，聪明人遭受打击的唯一方式就是利用杠杆。如果你能避免它们，你就不会遇到真正的问题。

因此，我们非常厌恶杠杆，我们预计，在华尔街经营的聪明人中，有很大一部分人可能会在某个时候因使用杠杆而遭受重创。

这是一种强迫你做什么东西，它是一种能够终结你的东西，它能阻止你打出你的牌。我们所有的牌看起来都很好。但你必须有能力把它们打完。

对我来说，有趣的事情是——就拿垃圾债券的情况来说。2002年，有成千上万智商极高的人在华尔街工作，他们都有赚钱的欲望。

然后你看到市场上发生了这些不寻常的事情，你对自己说，你知道，这些人会不会是两年后或两年前以两倍或三倍或四倍的价格购买这些东西的人？他们都去度假了吗？你知道，他们是否失去了筹集资金的能力？

你知道，华尔街充满了钱，也充满了人才，但你仍然可以得到这些绝对非凡的波动。

我的意思是，这不会发生在奥马哈的公寓里，或者，你知道，麦当劳的特许经营权或农场之类的地方。但令人震惊的是，这就是在证券市场上发生的一切。

你想要做的最重要的事情是，至少，你想要保护自己不被那种疯狂的行为所毁灭。

更好的状态是，当我发生的时候，你要准备好利用它。

唐朝：远离杠杆。

天远山高烟水寒：永远不要到遭遇破产风险的地方去！

2021 年 10 月 18 日

我的问题是，对于今天购买股票的新投资者，你会建议他们购买低成本的标准普尔指数基金或伯克希尔哈撒韦公司，为什么？

巴菲特：我们从不建议买卖伯克希尔的股票。但我想说的是，在提供给你的各种建议中，有一种非常低成本指数基金，你不用一次把所有的钱都投进去。

我的意思是，如果你在10年时间里定期积累一只低成本指数基金，我认为你的表现可能会好于你周围90%的人在类似的时间里进行的投资。

唐朝：在十年时间段里定投一只低成本指数基金，你的收益会好于 90% 的人——熟悉巴神的人都知道，他推荐的是先锋 Sp500 指数基金。

夜无月：总有些声音会说“定投随着时间推移，其钝化效应会愈发明显，因为资金积累的越多，相对定投下去的金额，其所能起到的平滑成本的作用会越小”，这种观点听起来好像不无道理。

所以在实践操作中个人还是认为，指数市盈率超过一定倍数的话，应该止盈卖出捂脸，我现在预设的是 18 到 20 倍会卖出，当然不排除卖出后错过一波长牛，也不排除那一天还要很久甚至永远不会到来。

2021 年 10 月 18 日

好吧，我们会回顾历史，我们会说，“嗯，上个世纪有26个地震。”我们可能会假设下个世纪会有更多的数字，这是我们的天性。但我们不会假设50个。如果我们这样做，我们就不会承保任何业务了。

所以我们会——我们可能会假设更高一点。如果我自己给它定价，我可能会说，“好吧，我会假设会有30个，或者32个，或者类似的东西。”

然后，当我完成所有的工作时，我会给它定价——我会给它一个溢价，这样它就有了安全边际。换句话说，如果我认为32次的合理价格是100万美元，我可能会收取超过100万美元的费用，以保证安全。

我想在所有水平上都保持保守，然后我想在最后有明显的安全余量。

我想，根据我对这个问题的理解，这就是我的答案。查理，你还想再加一句吗？

唐朝：巴神举例谈估值、安全边际和买点的毛估估模式。假设我们准备为加州 6.0 级及以上的保险定制一份保险单，合理估值，预留安全边际和买点的计算模式如上图：

星光《BEYOND》：前段时间有人问茅台强大的溢价，是不是不需要这么大的安全边际？记得老唐的答复是：在估值的各个环节都给了一点，所以出来的结果不需要单独在给了。应该是差不多意思吧。

戳锅漏 BearG：巴芒信奉 assuming badly。

2021 年 10 月 18 日

巴菲特：是的，我们认为将风险最小化的最好方法是思考。（笑声）

你的想法是——你知道，你说，“我现在有60%的股票和40%的债券”，然后因为一些重大事件发生了，就说“现在让我们把它们的比例调整到65/35”，就像华尔街的一些策略分析师说的那样。

我的意思是，那纯粹是胡说八道。我的意思是，60/40或65/30——这根本没有任何意义。

你的默认头寸永远是短期的货币资金投资。当你看到任何聪明的事情，你就应该去做。你不应该试图达到那种（特定的资产配置比例的）目标。

我觉得这很有趣——我昨天刚读了一篇文章，我想是这样的。文章写道关于谷歌的这两个人，以及他们将面临的所有问题——因为他们每个人都将得到几十亿美元。我的意思是，这是——我想我几乎想去霍尔马克商店，给他们寄一张慰问卡。因为这篇文章说——他们有这个可怕的问题和那个可怕的问题，因此他们需要律师，还需要资金——实际上他们不需要任何人。

这些人比那些来找他们的人更聪明。他们没有什么大问题，而且他们很有能力自己思考。

有问题的人是那些想把他们的服务卖给他们的人，并且要说服他们（谷歌二人组）他们有问题。

但是，当你谈论资产配置时，你看到的太多了——那只是推销。他们想说服你，如果你不知道如何确定应该是60/40还是65/35，那么你就需要这些人。可事实是，在投资中你根本不需要他们。

唐朝：你不需要任何资产配置模型，那都是金融圈推销员骗你钱的。

三文鱼：也提到了，默认的头寸就是短期“货币资金”。因此，也是不断把投资品和货币资金进行比较。

星光《BEYOND》：他们是贩卖焦虑的。

三文鱼：也不全是，他们也贩卖“复杂。太简单了，比如只定投指数基金，谁还会选择他们的产品。

伯涵：大类资产配置是个伪命题。

2021年10月18日

股东：请想象一下，如果你年轻了30岁，而且你的投资打卡机上还有几个洞。如果你处于我的情况，你会在伯克希尔哈撒韦公司之外分散你的投资吗？在这种情况下，你会如何选择投资顾问？或者就像查理在给基金会致辞时所说的，你会通过普通股的形式去寻找另外两家伟大的公司进行投资吗？

巴菲特：查理，你为什么不去试试呢？

芒格：嗯，你当然要继续寻找（伟大的企业），这是生活乐趣的一部分。但我想说，这当中主要的教训是，你不太可能在一生中找到很多这样的机会。当你找到一个你真正思考过并有信心的机会时，请看在上帝的份上，要倾注全力。

认为拥有投资技能的聪明人应该拥有高度多样化的投资组合，这种想法是疯狂的。这是一种非常传统的、常见的疯狂。所有的商学院都在教授这门课程。但他们错了。（掌声）

巴菲特：寻找其他投资顾问是一个棘手的问题。我的意思是，当我在1969年底结束我的合伙关系时，所有这些合伙人都指望着我，因为我要给他们寄回一大笔钱，你知道，我觉得有义务至少为他们提出一些（关于合伙企业的）替代方案。

我推荐了两个人，我知道他们非常好，非常诚实。不久前，我们将其中一人列入董事会，并在今天重新选入了董事会——他就是桑迪·戈特斯曼（Sandy Gottesman）。另一人是比尔·鲁安（Bill Ruane）。

当时，我已经在投资界呆了很长时间，我只认识这两个人，但他们或多或少是我的同龄人。多年来我很了解他们，也和他们相处了很长时间。

因此，我不仅知道他们的投资成果，而且知道他们是如何实现这些成果的，这一点非常重要。而我不了解现在这一代的投资经理。但事实是，以我认识的人的数量，在我非常活跃的时候，我也只能找到两个人，这说明了寻找优秀资产管理者的困难。

我几乎可以向你保证的一件事是，四处游说机构投资者投资的营销方式不太可能满足对投资能力的长期测试，有时也没法满足对诚信的测试。

发现优秀的投资者并不是一件容易的事。我认为这可能取决于你时间的长短——你知道，你提到你有孩子和生意，以及你可以花在投资上面的时间。如果你对投资世界有所了解，并且对正在发生的事情有一定的基础知识，你可以看到一些东西，你知道，就像我们几年前在垃圾债券上做的一样，或者像我们几年前在各种东西上做的一样，特别是当股票更便宜的时候。

你偶尔会看到一些你应该出击的机会。正如查理所说，这才是你真正要做的。我的意思是，这个房间里的一些人很多年前就买了伯克希尔的股票。而事实是，他们不需要多样化。我就是这样，查理也是。要知道的是，你只会偶尔看到机会，不会每天或每周都看到。

如果你认为你每周都能看到机会，那么你就会损失很多钱，因为人们会跑来告诉你，他们

唐朝：拥有投资技能的聪明人，去搞高度分散化的投资组合，简直是疯了——芒格赚钱的投资者很多。但是能让你理解他赚钱背后必然性的投资者，很难找——巴神

人生不会有太多伟大的投资机会，所以能理解的伟大机会来了要下重注——芒格

那些每周都能看见投资机会的娃，注定亏钱——巴神

阿玮：伟大机会来了，不要害怕，不要迟疑，要下重注。

砺锋：市场永远有机会，重要的是把握机会。人生海海，只要在机会出现时把握住。

K. J：赚钱的投资者很多。但是能让你理解他赚钱背后必然性的投资者，很难找——巴神。

2021年10月18日

芒格：做生意的好处是你不需要知道任何高等数学。

巴菲特：查理，了解高等数学可能是一种劣势。

芒格：是的，我想是的。因为你在寻找机会使用这个奇妙而复杂的工具。总的来说，这并不像仅仅使用简单的数学计算那样有效。

巴菲特：是的。当我母亲给我唱关于复利的歌时，我觉得我的数学才识真的没有必要再往前走了。（笑声）

唐朝：投资所需的全部数学知识其实都在小学阶段学完了。

我不确定小学数学是否包含开方和乘方，如果不含，那我将这句话修改为’’投资所需的全部数学知识仅限于小学数学+复利计算’’。

2021年10月18日

当有衍生品交易时，特别是复杂的交易——普通的交易，也许人们不会遇到大麻烦，但当你有一个复杂的衍生交易，投资公司A的交易员在一边，投资公司B的交易员在另一边，他们记录了一笔交易——这肯定是他们两人之间的零和游戏——两人当天都在账簿上记录了利润——我从未见过在那一天，他们两人都输了——这会导致很大的麻烦。而且这规模绝对是巨大的，而且一直在变大。

我会告诉你，我知道一些公司的管理层有很大的衍生活动，而且他们并不关心正在发生的事情。

我们没有搞清楚通用再保险证券（Gen Re Securities）做了什么，我们做不到。我们试着不去想它，但我们也做不到。你知道，这还远不是，最广泛流行或最复杂的衍生品交易。

我们在所罗门也有同样的经历。但无论所罗门的数字是多少，在今天都会是一个很大的倍数。1991年的一个星期天，我们正在准备——或者说我们让律师准备——所罗门的破产文件。

而世界——金融世界——在某种程度上是一触即发的。人们总想要抢先一步，赶在别人前面。

当你有大量的交易时，很多人只是模糊地了解，你正在创造一个潜在的巨大问题——可能会因为一些其他的外生事件而引发大规模的违约。这可能会对金融市场造成很大的破坏。

所以我们认为它们在社会上广泛使用是危险的。不过顺便说一句，我们自己也使用它们。你知道，我们让他们做抵押。我们从他们身上赚了钱。

但我预测，在未来10年的某个时候，你会遇到一些非常大的问题，这些问题要么是由人们在衍生品方面的活动引起的，要么是由这些活动在很大程度上加剧了这些问题。

唐朝：巴神 2004 年预言：十年以内会爆发因金融衍生品导致的大麻烦。事实上是四年后，2008 年次贷危机席卷全球。

三文鱼：衍生品如同“地狱之门”，进去容易出来难。为了清理通用再保的衍生品，二老可是又花时间，又花钱啊。终于，还是从里面爬出来了。

二老尚且如此，我们还是绕着走吧，当然，首先我要有能力看见这些“坑”。

星光《BEYOND》：想到芒格那句话，如果我知道我自己会死在哪里，那这个地方我不去。

伯涵：做空之难在于，连巴菲特也只能判断必将发生，但不知道何时发生。

慧思书房：神预言。

2021 年 10 月 18 日

股东：早上好，先生。我的名字是 Tony Ado，我来自新泽西州。

巴菲特先生，我的问题是关于企业估值和增长。在你的信中，你提到了用贴现率与增长率之差除以收益的折现公式。

但是如果增长率大于贴现率，如果我们使用这个公式，那么我们得到一个负数。有一种方法——我们称之为方法A——是有两个增长阶段，一个是高增长阶段，第二个是低增长阶段。

第二种方法，方法B，是估计公司第三年的收益，然后乘以平均市盈率，得出价格。

我不知道你用的是方法A还是方法B，如果不是，我想问一下巴菲特先生，如果增长率大于贴现率，你怎么估计一家公司的价值？

预测高增长率是非常危险的，因为你陷入了这个悖论。如果说一家公司的增长率从现在到审判日将是9%，然后你使用7%的贴现率，你会得到一个无穷大的数值。这就是人们遇到很多麻烦的地方。

在很长一段时间内预测极高的增长率的想法已经导致投资者损失了，你知道，那是一笔非常非常大的一笔钱。

没有很多公司——只要看一看财富500强（Fortune 500），回到50年前——看看当时的公司，有多少公司真正保持了远高于10%的增长率。这不是一个简单的目标。当你上升到15%，你知道，这就更不可能了。

因此，预测高增长率确实存在危险。而查理和我很少——几乎永远不会——预测很高的数字。这样做会损失很多钱。

你可能会因此错过一些机会，但我还没见过有人能一直成功地做到这一点。这也是你遇到的悖论。

302/534

唐朝：投资世界里，很多人容易忘记“永续”两个字的威力，很轻易地就使用了过于乐观的永续增长率数据，这是大部分损失的来源。

有个常识容易被人们忽略，那就是持续的增长相当困难。以贵州茅台2013年310亿元营业收入为起点，假设公司能持续保持20%的年增长水平，那么只需要到2055年，这一家公司的营收就可以达到65.6万亿元，高于2014年我国国民生产总值（约63.6万亿元）。这显而易见是不现实的。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。

（注：图片为《手把手教你读财报：新准则升级版》224页）

唐朝：这位托尼老师2004年就分享了“估计第三年的收益，然后乘以平均市盈率，得出价格”的估值大法，比我想出来的更早。

墨凝于纸：巴神没点评第二种方法B嘛。

唐朝：没，他假装不在，跳跳跳，跳过去了。

苏呆子：我还特别好奇地去谷歌和领英搜了一下这个Tony，查无此人，我怀疑他是某个唐胖胖化名的。

2021年10月18日

在投资界，情况更为严峻。但查理和我认为，最好的答案是拥有良好的企业，能够以通货膨胀的方式进行定价，而且不会有巨大的资本投资来应对更大的销售额。

几年前，我在我们的年度报告中用喜诗糖果作为一个例子，说明这种企业或多或少能够应对通胀，无论货币发生什么变化，它都能保持投资和价值。

不幸的是，在通货膨胀期间，大多数企业的实际情况都不会好。随着时间的推移，它们的收入可能会有相当大的增长，但他们不得不将越来越多的美元投入到业务中，只是为了保持竞争力不变。

你知道，最糟糕的一种生意是——让你一直把更多的钱放在桌子上，而不给你更多的收入。所以你需要的是能够反映通货膨胀的价格而不是反映通货膨胀的资本投资。但就实际回报而言，通胀是投资者的敌人。

如你所知，在这个国家以及其他六个国家，有他们所谓的“通货膨胀保护债券”——我们在美国称之为TIPS——在那里，票息根据通货膨胀进行调整——或者说，本金金额根据通货膨胀进行调整。对于那些担心通胀升温的人来说，这是一项不错的投资。我认为，顺便说一句，我们开始看到它在这个国家升温。

查理？

芒格：是的，考虑到通货膨胀和税收，大多数人将从投资中获得非常小的实际回报。我认为这是世界上的一条铁律，如果在一段时间内，我们中的一些人做得比这更好，我们应该非常感激。

对通胀担忧的最大防御之一是，你的生活中没有太多愚蠢的需求。换句话说，如果你没有创造对消费品的大量的不合理需求，那么你对生活的变迁就会有相当的防御能力。

巴菲特：查理，我们可是在另一个房间卖消费品啊。（笑声）哈哈

在家里这样说是可以的，但是——（笑声）

芒格：在我们这不算数。（笑声）

巴菲特：我就知道。（笑声）

唐朝：如何应对通胀：让自己有很强的赚钱能力&持有优质企业，那些不需要庞大再投资资本，且利润增长速度会超过通胀速度的企业——两句正确的鸡汤，倒是老芒格拆起自家的台，很熟门熟路。

老徐：有课代表帮忙解读一下吗？没看懂咋拆台了。

唐朝：伯克希尔股东参加大会会有一个重要议程，就是购买伯克希尔控股或全资子公司的各种产品，类似于钻石首饰、私人飞机时段等等。

芒格在这儿说人们只有约束自己的消费欲望，不做或少做奢侈消费才是对抗通胀的好方法。巴菲特说他正在拆自家的台。

2021年10月18日

我们不会为了平滑而放弃很多预期更高的回报，但如果你给我们一个选择，要么钱每周都会稳定的进入，要么同样的钱的现值以一种我们不知道何时流入的方式流入，那么，我们会选择更平滑的方式（前提是现值一样）。

但是，如果你给我们一个更高的现值、而波动更大的选项，那么我们将选择这个。而这通常是我们的选择，我的意思是，我们通常会有这样的选择。市场中的其他人非常看重平滑性，而在我们看来，我们确实获得了不稳定回报（相对于平稳回报）的价差收益。

唐朝：如果预期收益一样，我们也喜欢更平滑的方式。但只要预期收益更高，我们丝毫不介意上下颠簸——2003 年股东大会问答完毕，开始进军 2004 年。

三文鱼：在颠簸的路上，你会看到和别人不一样的风景。

小康时代：先看老唐的文章，再看老巴的就容易理解多了，老唐的文章是投资经典白话文。

星光《BEYOND》：只要价格低，确实性收益高，波动风险大点，没事，法定待遇。

2021 年 10 月 18 日

第1050篇。 2021. 12. 07 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑨文字版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-07

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

原文：巴菲特：我们说过，在其他时候我们不会购买股票。这并不意味着我们会出售股票，但在当时的情况下，我们不会购买它们。

但实际上，我们不仅不推荐购买或出售伯克希尔哈撒韦，也不推荐任何其他特定股票。我们只是偶尔给出我们的观点，关于我们对股市水平的看法。

但我确实认为，如果你回去看看那篇文章，我想你会发现，我说过我一般更喜欢股票。

芒格：我确实认为，培养一种能够拥有证券而不感到烦恼的气质，那需要很长时间。我认为烦躁的性格是——它是长期表现的敌人。

巴菲特：如果你每天晚上睡觉前都想着股票的价格，那么在一段时间内，你几乎不可能在股票上取得好成绩。我的意思是，查理和我，我们思考的是它们的价值（而非价格）

唐朝：巴神说：某些时候，我们不会买，也不会卖，我们会持有。所以“持有≠买入”。



(注：向唐书房公众号发送“持有”自动回复老唐旧文)



静水流深

9

唐老师好！最近段永平被访问时曾说到持有等于买入，他说也曾问过老巴，老巴说是事实，对于段永平的看法您怎么看？另外，段永平还说伟大的企业应该收藏，不要轻易卖出，像茅台他持有企业可能到100倍PE时，他才会看看发生了什么？与您50倍估值卖点的设定差距还是比较大的？

作者

41

这问题我答过多次，摘抄一段以前回复给你：①段总所说的持有等于买入，其含义是你持有这个股票就意味着你放弃了等价的现金。在任何一个时刻，持有股票从数学上和用同等市值的现金去买入这个股票是一码事。这是一个现象，是一个事实，就是一个机会成本的概念游戏，不需要因为是名人所说，就看的多神秘。

作者

30

②但这实际上是一个太极。投资者平时关心的持有和买入之间的关系，并不是问他们在数学上等不等价，而是想了解现在支持我持有某股票的逻辑，是否同样支持我在目前这个价位买入。

作者

48

③后面这个问题的答案，我2017年就写文章阐述过了（向书房发送“持有”即可提取），答案简单清晰，就是持有≠买入，买入要求更高一些。巴菲特本人也在致股东信里，白纸黑字写的清清楚楚：我们现在持有伯克希尔A股，但是我和查理不会愿意用这个价格去买入的。这没有任何艺术空间，清清楚楚。

今天1条

2021年10月17日

原文：文字展示不便，上图

巴菲特：对我来说听起来不错。

沃伦·E·巴菲特 (Warren E. Buffett)、查尔斯·T·芒格 (Charles T. Munger)、苏珊·T·巴菲特 (Susan T. Buffett)、霍华德·G·巴菲特、马尔科姆·G·切斯 (Malcolm G. Chace)、罗纳尔德·L·奥尔森 (Ronald L. Olson) 和小沃尔特·斯科特 (Walter Scott Jr.) 当选为董事已获提议和支持。

还有其他提名吗？有没有讨论？

唐朝：伯克希尔董事会结构：画圈的巴神夫妻、长子及巴神发小（十几天前刚去世了），画勾的是芒格和他律师事务所合伙人。

划线的马尔科姆·蔡斯是巴菲特收购伯克希尔时原最大股东兼董事长的儿子，这家人是巴神入主伯克希尔最大的顺风车受益者——开始 2003 年股东大会问答。

2021 年 10 月 17 日

原文：巴菲特：因此，我们相信金融市场上几乎任何事情都可能发生。实际上，聪明人遭受打击的唯一方式就是利用杠杆。如果你能避免它们，你就不会遇到真正的问题。

因此，我们非常厌恶杠杆，我们预计，在华尔街经营的聪明人中，有很大一部分人可能会在某个时候因使用杠杆而遭受重创。

这是一种强迫你做什么东西的东西，它是一种能够终结你的东西，它能阻止你打出你的牌。我们所有的牌看起来都很好。但你必须有能力把它们打完。

对我来说，有趣的事情是——就拿垃圾债券的情况来说。2002 年，有成千上万智商极高的人在华尔街工作，他们都有赚钱的欲望。

然后你看到市场上发生了这些不寻常的事情，你对自己说，你知道，这些人会不会是两年后或两年前以两倍或三倍或四倍的价格购买这些东西的人？他们都去度假了吗？你知道，他们是否失去了筹集资金的能力？

你知道，华尔街充满了钱，也充满了人才，但你仍然可以得到这些绝对非凡的波动。

我的意思是，这不会发生在奥马哈的公寓里，或者，你知道，麦当劳的特许经营权或农场之类的地方。

但令人震惊的是，这就是在证券市场上发生的一切。

你想要做的最重要的事情是，至少，你想要保护自己不被那种疯狂的行为所毁灭。

更好的状态是，当它发生的时候，你要准备好利用它。

唐朝：远离杠杆。

天远山高烟水寒：永远不要到遭遇破产风险的地方去！

2021 年 10 月 18 日

原文：股东：我的问题是，对于今天购买股票的新投资者，你会建议他们购买低成本的标准普尔指数基金或伯克希尔 哈撒韦公司，为什么？

巴菲特：我们从不建议买卖伯克希尔的股票。但我想说的是，在提供给你的各种建议中，有一种非常低成本的指数基金，你不用一次把所有的钱都投进去。（老唐注：先锋 SP500 指数基金）

我的意思是，如果你在 10 年时间里定期积累一只低成本指数基金，我认为你的表现可能会好于你周围 90% 的人在类似的时间里进行的投资。

唐朝：在十年时间段里定投一只低成本指数基金，你的收益会好于 90% 的人——熟悉巴神的人都知道，他推荐的是先锋 Sp500 指数基金。

夜无月：总有些声音会说“定投随着时间推移，其钝化效应会愈发明显，因为资金积累的越多，相对定投下去的金额，其所能起到的平滑成本的作用会越小”，这种观点听起来好像不无道理。

所以在实践操作中个人还是认为，指数市盈率超过一定倍数的话，应该止盈卖出🏊，我现在预设的是 18 到 20 倍会卖出，当然不排除卖出后错过一波长牛，也不排除那一天还要很久甚至永远不会到来。

2021 年 10 月 18 日

原文：巴菲特：好吧，我们会回顾历史，我们会说，“嗯，上个世纪有 26 个地震。”我们可能会假设下个世纪会有更多的数字，这是我们的天性。但我们不会假设 50 个。如果我们这样做，我们就不会承保任何业务了。

所以我们会——我们可能会假设更高一点。如果我自己给它定价，我可能会说，“好吧，我会假设会有 30 个，或者 32 个，或者类似的东西。”

然后，当我完成所有的工作时，我会给它定价——我会给它一个溢价，这样它就有了安全边际。换句话说、如果我认为 32 次的合理价格是 100 万美元，我可能会收取超过 100 万美元的费用，以保证安全。

我想在所有水平上都保持保守，然后我想在最后有明显的安全余量。我想，根据我对这个问题的理解，这就是我的答案。查理，你还想再加一句吗？

唐朝：巴神举例谈估值、安全边际和买点的毛估估模式。假设我们准备为加州 6.0 级及以上的保险定制一份保险单，合理估值，预留安全边际和买点的计算模式展示。

星光《BEYOND》：前段时间有人问茅台强大的溢价，是不是不需要这么大的安全边际？记得老唐的答复是：在估值的各个环节都给了一点，所以出来的结果不需要单独在给了。应该是差不多意思吧。

戳锅漏 BearG：巴芒信奉 assuming badly。

2021 年 10 月 18 日

原文：巴菲特：是的，我们认为将风险最小化的最好方法是思考。（笑声）

你的想法是——你知道，你说，“我现在有 60% 的股票和 40% 的债券”，然后因为一些重大事件发生了，就说“现在让我们把它们的比例调整到 65/35”，就像华尔街的一些策略分析师说的那样。

我的意思是，那纯粹是胡说八道。我的意思是，60/40 或 65/30——这根本没有任何意义。

你的默认头寸永远是短期的货币资金投资。当你看到任何聪明的事情，你就应该去做。你不应该试图达到那种（特定的资产配置比例的）目标。

我觉得这很有趣——我昨天刚读了一篇文章，我想是这样的。文章写道关于谷歌的这两个人，以及他们将面临的所有问题——因为他们每个人都将得到几十亿美元。

我的意思是，这是——我想我几乎想去霍 尔马克商店，给他们寄一张慰问卡。因为这篇文章说——他们有这个可怕的问题和那个可怕的问题，因此他们需要律师，还需要资金——实际上他们不需要任何人。

这些人比那些来找他们的人更聪明。他们没有什么大问题，而且他们很有能力自己思考。

有问题的人是那些想把他们的服务卖给他们的人，并且要说服他们（谷歌二人组）他们有问题。

但是，当你谈论资产配置时，你看到的太多了——那只是推销。他们想说服你，如果你不知道如何确定 应该是 60/40 还是 65/35，那么你就需要这些人。可事实是，在投资中你根本不需要他们。

唐朝：你不需要任何资产配置模型，那都是金融圈推销员骗你钱的。

三文鱼：也提到了，默认的头寸就是短期“货币资金”。

因此，也是不断把投资品和货币资金进行比较。

星光《BEYOND》：他们是贩卖焦虑的。

三文鱼：也不全是，他们也贩卖“复杂。太简单了，比如只定投指数基金，谁还会选择他们的产品。

伯涵：大类资产配置是个伪命题。

2021 年 10 月 18 日

原文：股东：请想象一下，如果你年轻了 30 岁，而且你的投资打卡机上还有几个洞。如果你处于我的情况，你会在伯克希尔哈撒韦公司之外分散你的投资吗？

在这种情况下，你会如何选择投资顾问？或者就像查理在给基金会致辞时所说的，你会通过普通股的形式去寻找另外两家伟大的公司进行投资吗？

巴菲特：查理，你为什么不试试呢？

芒格：嗯，你当然要继续寻找（伟大的企业），这是生活乐趣的一部分。但我想说，这当中主要的教训是，你不太可能在一生中找到很多这样的机会。当你找到一个你真正思考过并有信心的机会时，请看在上帝的份上，要倾注全力。

认为拥有投资技能的聪明人应该拥有高度多样化的投资组合，这种想法是疯狂的。这是一种非常传统的、常见的疯狂。所有的商学院都在教授这门课程。但他们错了。（掌声）

巴菲特：寻找其他投资顾问是一个棘手的问题。我的意思是，当我在 1969 年底结束我的合伙关系时，所有这些合伙人都指望着我，因为我要给他们寄回一大笔钱，你知道，我觉得有义务至少为他们提出一些（关于合伙企业的）替代方案。

我推荐了两个人，我知道他们非常好，非常诚实。不久前，我们将其中一人列入董事会，并在今天重新选入了董事会——他就是桑迪·戈特斯曼（Sandy Gottesman）。另一人是比尔·鲁安（Bill Ruane）。

当时，我已经在投资界呆了很长时间，我只认识这两个人，但他们或多或少是我的同龄人。多年来我很了解他们，也和他们相处了很长时间。

因此，我不仅知道他们的投资成果，而且知道他们是如何实现这些成果的，这一点非常重要。而我了解现在这一代的投资经理。但事实是，以我认识的人的数量，在我非常活跃的时候，我也只能找到两个人，这说明了寻找优秀资产管理者的困难。

我几乎可以向你保证的一件事是，四处游说机构投资者投资的营销方式不太可能满足对投资能力的长期测试，有时也没法满足对诚信的测试。

发现优秀的投资者并不是一件容易的事。我认为这可能取决于你时间的长短——你知道，你提到你有孩子和生意，以及你可以花在投资上面的时间。

如果你对投资世界有所了解，并且对正在发生的事情有一定的基础知识，你可以看到一些东西，你知道，就像我们几年前在垃圾债券上做的一样，或者像我们几年前在各种东西上做的一样，特别是当股票更便宜的时候。

你偶尔会看到一些你应该出击的机会。正如查理所说，这才是你真正要做的。我的意思是，这个房间里的一些人很多年前就买了伯克希尔的股票。而事实是，他们不需要多样化。我就是这样，查理也是。要知道的是，你只会偶尔看到机会，不会每天或每周都看到。

如果你认为你每周都能看到机会，那么你就会损失很多钱，因为人们会跑来告诉你，

唐朝：拥有投资技能的聪明人，去搞高度分散化的投资组合，简直是疯了——芒格赚钱的投资者很多。但是能让你理解他赚钱背后必然性的投资者，很难找——巴神人生不会有太多伟大的投资机会，所以能理解的伟大机会来了要下重注——芒格

那些每周都能看见投资机会的娃，注定亏钱——巴神

阿玮：伟大机会来了，不要害怕，不要迟疑，要下重注。

砺锋：市场永远有机会，重要的是把握机会。人生海海，只要在机会出现时把握住。

K. J.：赚钱的投资者很多。但是能让你理解他赚钱背后必然性的投资者，很难找——巴神。

2021 年 10 月 18 日

原文：芒格：做生意的好处是你不需要知道任何高等数学。

巴菲特：查理，了解高等数学可能是一种劣势。

芒格：是的，我想是的。因为你在寻找机会使用这个奇妙而复杂的工具。总的来说，这并不像仅仅使用简单的数学计算那样有效。

巴菲特：是的。当我母亲给我唱关于复利的歌时，我觉得我的数学才识真的没有必要再往前走了。（笑声）

唐朝：投资所需的全部数学知识其实都在小学阶段学完了。

我不确定小学数学是否包含开方和乘方，如果不含，那我将这句话修改为“投资所需的全部数学知识仅限于小学数学+复利计算”。

2021 年 10 月 18 日

原文：当有衍生品交易时，特别是复杂的交易——普通的交易，也许人们不会遇到大麻烦，但当你有一个复杂的衍生交易，投资公司 A 的交易员在一边，投资公司 B 的交易员在另一边，他们记录了一笔交易——这肯定是他们两人之间的零和游戏——两人当天都在账簿上记录了利润——我从未见过在那一天，他们两人都输了——这会导致很大的麻烦。而且这规模绝对是巨大的，而且一直在变大。

我会告诉你，我知道一些公司的管理层有很大的衍生活动，而且他们并不关心正在发生的事情。

我们没有搞清楚通用再保险证券（Gen Re Securities）做了什么，我们做不到。我们试着不去想它，但我们也做不到。你知道，这还远不是，最广泛流行或最复杂的衍生品交易。

我们在所罗门也有同样的经历。但无论所罗门的数字是多少，在今天都会是一个很大的倍数。1991 年的一个星期天，我们正在准备——或者说我们让律师准备——所罗门的破产文件。

原文：而世界——金融世界——在某种程度上是一触即发的。人们总想要抢先一步，赶在别人前面。

当你有大量的交易时，很多人只是模糊地了解，你正在创造一个潜在的巨大问题——可能会因为一些其他的外生事件而引发大规模的违约。这可能会对金融市场造成很大的破坏。

所以我们认为它们在社会上广泛使用是危险的。不过顺便说一句，我们自己也使用它们。你知道，我们让他们做抵押。我们从他们身上赚了钱。

但我预测，在未来 10 年的某个时候，你会遇到一些非常大的问题、这些问题要么是由人们在衍生品方面的活动引起的，要么是由这些活动在很大程度上加剧了这些问题。

唐朝：巴神 2004 年预言：十年以内会爆发因金融衍生品导致的大麻烦。事实上是四年后，2008 年次贷危机席卷全球。

三文鱼：衍生品如同“地狱之门”，进去容易出来难。为了清理通用再保的衍生品，二老可是又花时间，又花钱啊。终于，还是从里面爬出来了。

二老尚且如此，我们还是绕着走吧！当然，首先我要有能力看见这些“坑”。

星光《BEYOND》：想到芒格那句话，如果我知道我自己会死在哪里，那这个地方我不去。

伯涵：做空之难在于，连巴菲特也只能判断必将发生，但不知道何时发生。

慧思书房：神预言。

2021 年 10 月 18 日

原文：股东：早上好，先生。我的名字是 Tony Ado，我来自新泽西州。

巴菲特先生，我的问题是关于企业估值和增长。在你的信中，你提到了用贴现率与增长率之差除以收益的折现公式。

但是如果增长率大于贴现率，如果我们使用这个公式，那么我们得到一个负数。有一种方法——我们称之为方法 A——是有两个增长阶段，一个是高增长阶段，第二个是低增长阶段。

第二种方法，方法 B，是估计公司第三年的收益，然后乘以平均市盈率，得出价格。

我不知道你用的是方法 A 还是方法 B，如果不是，我想问一下巴菲特先生，如果增长率大于贴现率，你怎么估计一家公司的价值？

巴菲特：预测高增长率是非常危险的，因为你陷入了这个悖论。如果你说一家公司的增长率从现在到审判日将是 9%，然后你使用 7%的贴现率，你会得到一个无穷大的数值。这就是人们遇到很多麻烦的地方。

在很长一段时间内预测极高的增长率的想法已经导致投资者损失了，你知道，那是一笔非常非常大的一笔钱。

没有很多公司——只要看一看财富 500 强（Fortune 500），回到 50 年前——看看当时的公司，有多少公司真正保持了远高于 10%的增长率。

这不是一个简单的目标。当你上升到 15%，你知道，这就更不可能了。

因此，预测高增长率确实存在危险。而查理和我很少——几乎永远不会——预测很高的数字。这样做会损失很多钱。

你可能会因此错过一些机会，但我还没见过有人能一直成功地做到这一点。这也是你遇到的悖论。

唐朝：投资世界里，很多人容易忘记“永续”两个字的威力，很轻易地就使用了过于乐观的永续增长率数据，这是大部分损失的来源。

这位托尼老师 2004 年就分享了“估计第三年的收益，然后乘以平均市盈率，得出价格”的估值大法，比我想出来的更早。

正如老唐在《手把手教你读财报：新准则升级版》224 页（下图），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。”

有个常识容易被人们忽略，那就是持续的增长相当困难。以贵州茅台 2013 年 310 亿元营业收入为起点，假设公司能持续保持 20% 的年增长水平，那么只需要到 2055 年，这一家公司的营收就可以达到 65.6 万亿元，高于 2014 年我国国民生产总值（约 63.6 万亿元）。这显而易见是不现实的。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。

墨凝于纸：巴神没点评第二种方法 B 嘛。

唐朝：没，他假装不在，跳跳跳，跳过去了。

苏呆子：我还特别好奇地去谷歌和领英搜了一下这个 Tony，查无此人，我怀疑他是某个唐胖胖化名的。

2021 年 10 月 18 日

原文：巴菲特：在投资界，情况更为严峻。但查理和我认为，最好的答案是拥有良好的企业，能够以通货膨胀的方式进行定价，而且不会有巨大的资本投资来应对更大的销售额。

几年前，我在我们的年度报告中用喜诗糖果作为一个例子，说明这种企业或多或少能够应对通胀，无论货币发生什么变化，它都能保持投资和价值。

不幸的是，在通货膨胀期间，大多数企业的实际情况都不会好。随着时间的推移，它们的收入可能会有相当大的增长，但他们不得不将越来越多的美元投入到业务中，只是为了保持竞争力不变。

你知道，最糟糕的一种生意是——让你一直把更多的钱放在桌子上，而不给你更多的收入。所以你需要的是能够反映通货膨胀的价格而不是反映通货膨胀的资本投资。但就实际回报而言，通胀是投资者的敌人。

如你所知，在这个国家以及其他六个国家，有他们所谓的“通货膨胀保护债券”——我们在美国称之为 TIPS——在那里，票息根据通货膨胀进行调整——或者说，本金金额根据通货膨胀进行调整。

对于那些担心通胀升温的人来说，这是一项不错的投资。我认为，顺便说一句，我们开始看到它在这个国家升温。

查理？

芒格：是的，考虑到通货膨胀和税收，大多数人将从投资中获得非常小的实际回报。我认为这是世界上的一条铁律，如果在一段时间内，我们中的一些人做得比这更好，我们应该非常感激。

对通胀担忧的最大防御之一是，你的生活中没有太多愚蠢的需求。换句话说，如果你没有创造对消费品的大量的不合理需求，那么你对生活的变迁就会有相当的防御能力。

巴菲特：查理，我们可是在另一个房间卖消费品啊。（笑声）

在家里这样说是可以的，但是——（笑声）

芒格：在我们这不算数。（笑声）

巴菲特：我就知道。（笑声）

唐朝：如何应对通胀：让自己有很强的赚钱能力&持有优质企业，那些不需要庞大再投资资本，且利润增长速度会超过通胀速度的企业——两勺正确的鸡汤，倒是老芒格拆起自家的台，很熟门熟路。

老徐：有课代表帮忙解读一下吗？没看懂咋拆台了。

唐朝：伯克希尔股东参加大会会有一个重要议程，就是购买伯克希尔控股或全资子公司的各种产品，类似于钻石首饰、私人飞机时段等等。

芒格在这儿说人们只有约束自己的消费欲望，不做或少做奢侈消费才是对抗通胀的好方法。巴菲特说他正在拆自家的台。

2021 年 10 月 18 日

原文：巴菲特：我们不会为了平滑而放弃很多预期更高的回报，但如果你给我们一个选择，要么钱每周都会稳定的进入，要么同样的钱的现值以一种我们不知道何时流入的方式流入，那么，我们会选择更平滑的方式（前提是现值一样）。

但是，如果你给我们一个更高的现值、而波动更大的选项，那么我们将选择这个。而这通常是我们的

选择，我的意思是，我们通常会有这样的选择。

市场中的其他人非常看重平滑性，而在我们看来，我们确实获得了不稳定回报（相对于平稳回报）的价差收益。

唐朝：如果预期收益一样，我们也喜欢更平滑的方式。但只要预期收益更高，我们丝毫不介意上下颠簸——2003 年股东大会问答完毕，开始进军 2004 年。

三文鱼：在颠簸的路上，你会看到和别人不一样的风景。

小康时代：先看老唐的文章，再看老巴的就容易理解多了，老唐的文章是投资经典白话文。

星光《BEYOND》：只要价格低，确实性收益高，波动风险大点，没事，法定待遇。

2021 年 10 月 18 日

第1051篇. 2021. 12. 09 – 书房拾遗第37期

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-09

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 37 期。



孙雯：老唐在《巴芒演义》里写的巴菲特离婚后，又跟苏珊给巴菲特介绍的一个咖啡馆女招待同居。

但纪录片《成为沃伦·巴菲特》里通篇都是苏珊的内容，苏珊也是影响巴菲特最大的女人。两方面内容是否矛盾？

唐朝：不矛盾。女招待是伴儿，对巴菲特没啥影响，毕竟那时巴菲特已经成熟且多金。

苏珊陪伴的阶段，是巴菲特成长的阶段，影响最大实至名归。

2021 年 10 月 16 日

常永健：您有思考过股权投资和实业投资的区别吗？

虽然价值投资主张买股票就是买公司，把自己当成企业主，但总有一种虚无的感觉，有劲使不上。

投资股票，公司的经营我们只能看不能做。但对实业投资来说，那可真的是自己的了，所以这个区别唐老师怎么看呢？

唐朝：对我这种懒人来说没啥区别。

我就是做个实业，我也是尽力想办法让自己偷懒，追求少管甚至不管，只看不做。这不就和投资上市公司差不多了吗？

而且投资上市公司还有个好处，我们不会被捆在一个企业上脱不了身。

2021 年 10 月 16 日

117: 老唐对近期上海机场的快速拉升有何看法? 是否说明好公司就是好公司, 越跌越是机会?

唐朝: 前一阵子我还在说 750 亿市值的上海机场足够有诱惑力了, 低价可以弥补一些不确定性。或许市场有很多资金都这样看吧?

× 唐书房 > ...

@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

其实千言万语一句话: 估值低了, 就会借故上涨。这个“故”千奇百怪, 猜不胜猜, 不如不猜。

2021 年 10 月 16 日

Vincent: 如果你就持有茅台一只不动, 你现在年化收益率有 50%了。

唐朝: 这倒是没错。但我确实没有能力全仓茅台持有不动, 这种收益率留给其他厉害人物吧!

我的逻辑和理解能力能看到的收益率极限, 是巴菲特前 13 年合伙基金年化收益率 29.5%, 彼得林奇 13 年基金管理年化收益率 29.2%——均为扣费前。

2021 年 10 月 16 日

L0: 1. 目前只是思想上肯定了价值投资, 才开始学习, 也不知道从哪里开始。什么财务报表呀什么估值呀一点都不会, 希望老唐指点一二。

2. 价值投资贵在坚持。想向老唐取点经, 怎么才能坚持下去。

唐朝: 1. 财务知识可以从红皮的《手把手教你读财报》开始。

2. 投资不需要坚持, 需要真的明白。真的明白后就和吃饭、睡觉、呼吸一样, 自然而然的。

2021 年 10 月 16 日

Meng: 唐老师陕西煤业买的好牛。今年全球能源危机, 煤炭价格创出历史新高, 煤炭期货天天涨停。唐老师预先判断出煤炭价格大涨?

唐朝: 预先判断出来煤价会涨, 一点都不稀奇。回看 3 月 12 日的[《陕西煤业的思考过程》](#), 你会发现没有哪一步不能提前预判。

但煤价能涨成今天这样, 这个还真没能力判断出来。

2021 年 10 月 16 日

ABC: 老唐对陕煤的分析我都看了，也学习了。

但可能是以前新闻老是报道小煤矿生产安全事故，压榨工人之类的报道，导致我对煤炭企业印象不好，所以就没买入。陕煤的大涨我没赚到，但我也并不觉得后悔什么的。

请问老唐这种时候是应该赚钱就行，还是自己确实不喜欢这种企业就干脆不买？我记得巴神也不买烟草公司，我当时就是这么劝自己的。

唐朝: 挺好。遵从自己的价值观，没啥不对。投资并没有 KPI 考核，没人要求我们把所有牛股都买到手。对吧？

2021 年 10 月 16 日

Ashtray: 能否点评下海康的股权激励方案？

唐朝: 条件不高，很容易达到。激励价格看着折扣大，但其实合适，主要原因是海康目前的市价处于偏高估状态。如果以市价为锚，有欺负员工的嫌疑。

2021 年 10 月 16 日

黄鸿志: 是否只要是分红日前一天持股，都能参与分红？

唐朝: 不是分红日前一天，是股权登记日当天。公司披露分红方案时，都会披露一个股权登记日的。

2021 年 10 月 16 日

春天 de 阳光: 跟着老唐践行价值投资。我的茅台 50%仓位，一直没有卖出。今年收益过山车，最高 2 月份+18%，最惨 8 月份-18%，9 月后开始上涨，现在-7%，或许年末时会转正收益！

最近在思考，老唐利用市场高卖低买多赚了茅台估值的钱，却减少了持股少赚了未来茅台分红的钱，抛开买房资金需要的因素，长期来看究竟是不是最优的做法？

唐朝: 是不是最优，我不关心。我也没打算做到最优。我只追求在我能理解和施行的体系里，舒舒服服挣钱就好了。

为什么要考虑比别人更优呢？为了证明自己比别人更聪明吗？这一点我倒是早有自知之明，我一直是个笨笨，从来不比别人聪明。

春天 de 阳光: 或许这样可免于承受个股下跌的风险和糟糕的心理感受，能够更轻松应对市场，做纯粹的“低估买入”“高估卖出”价值投资。不知老唐想的是不是如此？

唐朝: 不是。个股下跌对我而言既不是风险，也不糟糕。

相反，书房老友都知道，大跌的时间一贯是我最开心和亢奋的时间，连发文或聊天都会多很多 😊

我之所以选择这样做，是因为我的投资体系的核心就是“投资就是比较”。当一项资产的收益率显著低于类现金资产收益率时，我不懂靠什么去支持自己继续拿着。就这么简单。

2021 年 10 月 16 日

翟友民: 西格尔教授的《投资者的未来》表达一个观点，给投资者带来收益的常常是夕阳行业。而很多成功的投资人又建议选成长性高的，老唐也说现在自己倾向于成长，成长是价值的安全边际。

我的问题是因为时代的变化，西格尔教授的理念和格雷厄姆的烟蒂股一样需要更新，还是我对西格尔教授说的观点理解的不对？谢谢。

唐朝: 我认为西格尔的观点不重要，重要的是他书中贡献的数据。

2021 年 10 月 16 日

张丹：唐师，当一只股票已经有 60% 的盈利后又一路下滑到成本下，是怎么控制情绪、怎么控制手，不在下跌过程中因为想保留赢利而卖出？又是怎么能在当初的成本线下还从容加仓？

唐朝：无需控制，因为这是法定待遇，已经习惯了。

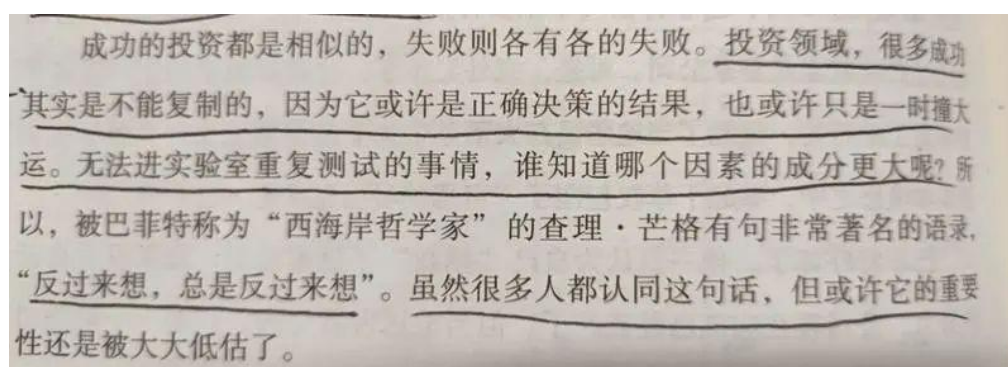
我加仓或不加仓，卖出或不卖出，从来不关心成本线。

除了有时候为了说明问题，专门去统计，其他时候我根本不知道我的持仓成本是多少，也就不存在所谓成本线的问题。

2021 年 10 月 16 日

明月奴：巴芒演义这段，老唐提到了“反过来想，总是反过来想”，具体到这段话意思是：虽然投资成功了，但是承受了多大的风险？

不是去探寻成功的原因，而是去探究成功承担的隐性风险？是这么理解吗？



唐朝：不是。是去挖掘别人失败的原因，然后克服它们。

勇：精髓是“我要是知道我死在哪儿，我就坚决不去那儿”？

唐朝：对。

2021 年 10 月 17 日

烟火：唐老师晚上好，财报上增值税税率一般有多，通常计算是取一个还是多个呢？

唐朝：增值税税率按照不同业务不同税率的，不是一家公司一个税率。你要看你关注的企业做什么业务，直接去对应的主要增值税率就行了。

2021 年 10 月 18 日

坚定信念：问这个问题估计会挨批评。虽然老唐的书也看了几遍，但是还有点不明白，想弄清楚，望老唐或其他同学指导一下，谢谢。

我的问题是：以股权思维拥有茅台，假设股市关门，企业每年利润增长，我作为股东收益如何获得？除了分红还有哪些会到账户？

唐朝：没有了。除了分红之外不会有什么收益到你的账户，除非你卖掉股权。就和你入股朋友家开的酒店或工厂是一码事。

坚定信念：那怎么解释，一家公司长期的收益约等于它的净资产收益率？每年分红才那么点。

唐朝：今天剑南春没有上市，股权一样有价，郎酒没有上市，股权一样有价，西凤酒没有上市，股权一样有价，江小白没有上市，股权一样有价，华为没有上市，股权一样有价，vivo 没有上市，股权一样有价，oppo 没有上市，股权一样有价……

企业能赚钱，股权就有价值。赚钱能力越强，股权价值越高。这些和是否上市没有关系。

上市只是让股权交易变的更容易，顺带还多了一群无知无畏的投机人士买来卖去，给投资者提供了一种比未上市公司更高卖出、更低买入的可利用机会。

唐朝：另外，一家公司的长期收益率并不等于净资产收益率，只是无限趋近于，时间越长越接近。而且不是过去的净资产收益率，是未来的净资产收益率。

举个极端的例子，假设你现在有个公司，全部资产就是 10 万元，未来每年净资产收益率都能做到 20%，每年赚到的现金全部做再投入，同样能获得 20%的净资产收益率，50 年一分红利也没有分过。

五十年后，公司净资产 1.2 的五十次方 $\times 10 = 9.1$ 亿。那时你转手卖掉这家公司，所获资金就是你的回报。你认为什么价格能成交？0 元，10 万，1000 万，还是 9 亿附近，或者更高？

公司不上市，企业一样可以转让，一样有价值有价格，投资者一样可以有回报，股市的参与者很容易忘记这一点，而这一点才是投资的核心本质。

换句话说，**投资的核心本质就是按照“如果这家公司是未上市公司，这个价格我会买吗？”去思考、去决策。**

2021 年 10 月 18 日

林美隆：老唐，普通人真的能靠努力学习价值投资在股市挣钱吗？能具体谈谈嘛，比如起步一万人民币。

唐朝：一万就算了吧，少做梦、好好工作。

2021 年 10 月 18 日

Dar_Yu：巴菲特说，等你过了 40 岁，咱们再聊价值投资的事儿吧。

不光是我们普通人，包括很多知名大咖在成功走上价值投资之路前都经历过一段痛苦曲折的弯路，美其名曰“交学费”。

在阅历丰富的唐老师看来，这种磨难是巧合还是一种人性成长的必然？未来价值投资是否会逐渐成为大 A 主流？

唐朝：基本上是必然。一开始就走上正路的天才比较少，大部分人都和我差不多，属于蠢死的类型，基本上各种坑都踩一遍，每堵墙都撞一次，最终才会发现这是唯一走得通的路🤔

这样，大致也就 40 左右了。当然这句话的核心意思是你要有一段经历后才能真的领悟，倒不一定是说 38 岁就铁定不行，也不是一定要过了 40 岁生日那天突然就可以了。

至于说价值投资成为主流，这个不太现实。我认为价值投资永远也不会成为 A 股，乃至任何国家股市的主流。

2021 年 10 月 18 日

昨夜长风：今天白酒股跌惨了！

唐朝：没关系，以后还会有更惨的大跌。慢慢你就会发现，今天这样子其实也算不上太惨。

昨夜长风：啊？还有更厉害的大跌？为啥白酒股就这么惨呢？

唐朝：几乎每只个股都有这么惨的时候，而且通常是只要你持有，它就会特别特别特别地惨。慢慢就习惯了。

陈昱佳：老唐，可是今天为什么暴跌呢，基本面并没有什么变化啊！

唐朝：没有任何人或机构规定过只有基本面发生变化才能暴跌。

Zq：那唐老师对今天茅台和洋河的大跌，有什么看法吗？

唐朝：没有看法。股市每天无外乎是大涨、大跌、小涨、小跌、不涨不跌五种形态，大跌只不过是落在其中的 1/5 而已。

2021 年 10 月 18 日

曹兆辉：唐老师，你为啥这么细心教我们小白啊？

唐朝：伟大、高兴、好玩、闲的、想出名、卖书、骗广告费、骗打赏、配合庄家建立信任感方便未来割韭菜……你随意选一个你愿意相信的就行 😊

未来一定会有那么一天，老唐彻底离开网络，甚至是离开了这个世界（这是人生的必然），那时，你可以一拍大腿，表扬自己：

“幸亏我当年睿智，一眼就看穿了唐朝那个骗子伪善的面孔，才没有上当，我太机智了。那些被收割了智商税的韭菜们，哭死去吧！”

或者，狠狠地给自己一耳光：“我怎么就那么蠢呢？入宝山却空手而归，白白浪费了财富自由道路上最宝贵的时间和机遇。我真是活该一辈子搬砖、一辈子穷！”

老唐已经混迹网络十多年，前后也发表过几百万字。互联网是有记忆的，记忆里既有真相，也不缺谣言和中伤。只要你愿意阅读，愿意思考，你总会有结论的。

你的眼睛你的脑，你思考，你判断，你选择，你享受/或你承受 🤔

2021 年 10 月 18 日

第1052篇. 2021. 12. 11 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答①文字版补推

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-11

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本文为文字版补发，本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

原文：巴菲特：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？

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：比杠杆更可怕的，是无知+杠杆。

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

原文：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。

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他们很熟或者我完全了解他们。

所以，去阅读财报吧，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，考虑一下他们在经营时所做的事情，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。

唐朝：普通投资者寻找优秀管理者的两个尺度和一个方法。

2021/10/04

原文：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）

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。

民为先：保险公司也类似，巴神最看中的只是浮存金。

2021/10/04

原文：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（Harold Alfond）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。

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

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。像在这种情况下，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

原文：巴菲特：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）

唐朝：在投资领域，你可以做着非常平常的事情发财。

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

原文：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。

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”的困境

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

原文：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：看老芒格一贯的毒舌风格。

原文：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）

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。

2021/10/4

原文：巴菲特：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 年的现金流会是什么样，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。

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。

腾台河：有了确定性，才可以谈其他的。

2021/10/04

原文：巴菲特：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投资更为有利。

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。

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

原文：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 Investor）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记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

（注：图片为《巴芒演义》324 页）

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。

mintyson：看老唐的解读，比自己看收获大太多了！

2021/10/04

原文：巴菲特：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。

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。

海东望：感觉建立一个能力圈都不容易。

唐朝：存款，天生的、强生的、自带的圈子。指数基金，一天时间打破砂锅问到底就能具备的圈子。这俩都不难，一点儿也不难。

2021/10/4

原文：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。



唐书房 >



类似的一心追求“我没错”的心理疾病 还有很多，比较常见的有：

1.哪里跌倒就要在哪里爬起来，无论个股有没有前途，只要是我在它身上亏过钱的，就一定要在它身上赚回来；

（注：老唐旧文《去掉你的成本心魔》2018-12-25）

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。

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

原文：巴菲特：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。

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……”

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

原文：股东：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，即使是深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，甚至连更长期的单均回报都很难预测。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8000万至9000万美元的损失。

不过优先股的股息很优厚。今年6300万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？

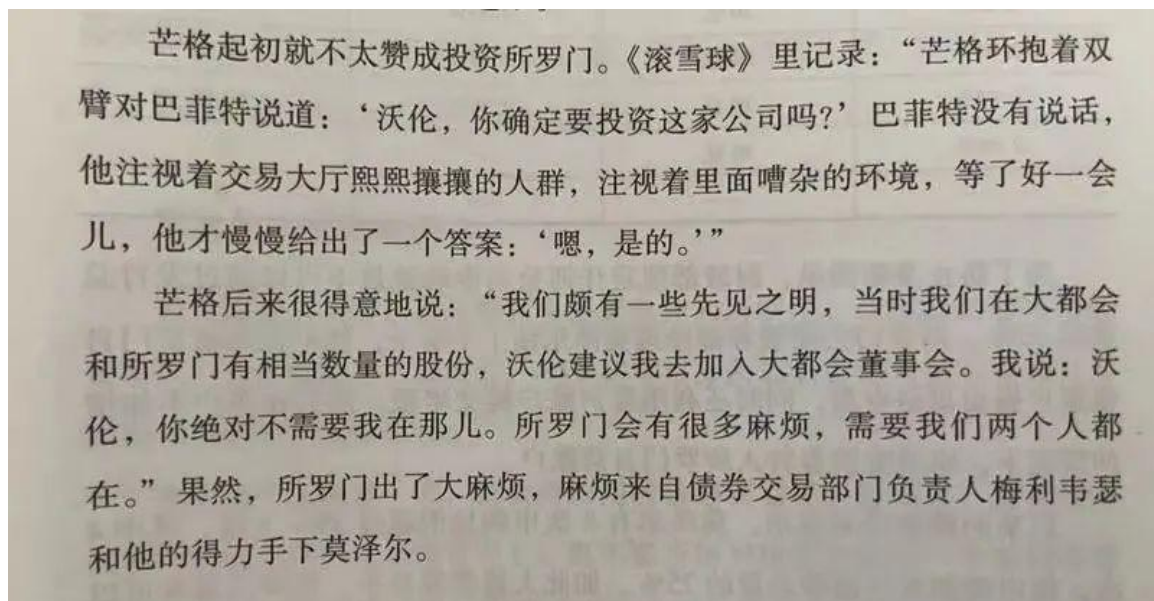
芒格：我也认为很难预测大型投资银行经纪公司的未来。

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。



（注：图片为《巴芒演义》299 页）

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。

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

原文：巴菲特：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。

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

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

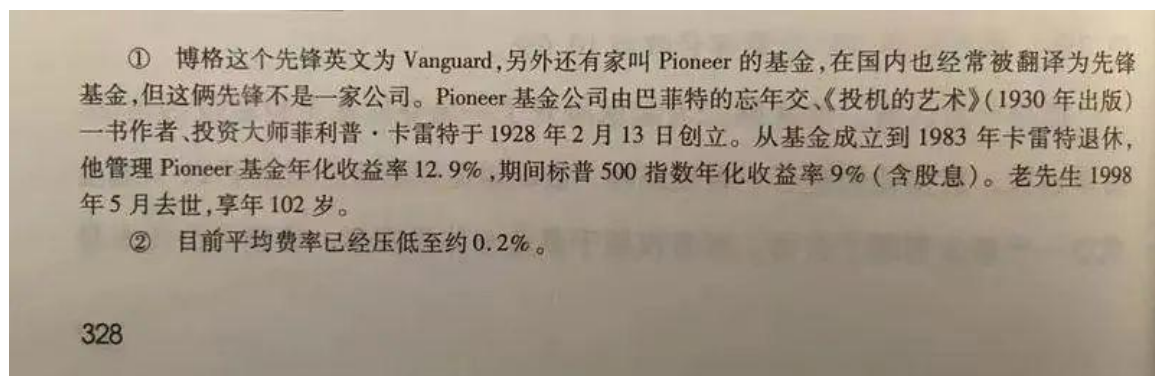
原文：巴菲特：1、你对股市的态度。这一点在《聪明投资人》的第8章，假如你能有书上所说的态度，那么从一开始就已经跑赢了股市中99%的人。这态度是一个极大的优势；

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（老唐注：这位菲利浦·凯睿就是巴芒演义328页注脚里介绍的这位菲利浦·卡雷特）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。



（注：图片为《巴芒演义》328 页）

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。截图里提到的菲利浦·凯睿，就是《巴芒演义》328 页注脚里介绍的这位菲利浦·卡雷特。

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，

2021/10/4

原文：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，如果一件事物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）

唐朝：研究企业应该从哪里开始？链接[《看不懂与看得懂》](#)

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

原文：股东：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%的本性雷厄姆。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 Micheel）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：比起格蓄厄姆的方法，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，但我也认为你可以用本的方式去管理大量的钱。

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。

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

原文：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。

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）。

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

原文：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。”

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。

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。

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

原文：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。

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。

2021 年 10 月 5 日

原文：巴菲特：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，那么我们会提供。所以当我们的子公司是有好处的。

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。

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。

周明芄：明白为什么后期那么多企业欢迎巴神去投资了，既干涉企业正常运行，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

原文：巴菲特：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。

唐朝：关键词：比较，排序。实现方法：最后两行。

2021 年 10 月 5 日

原文：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。

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。

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

原文：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。

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。

2021 年 10 月 5 日

原文：股东：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。

唐朝：净资产为负值的例子。

韩立业：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

第1053篇. 2021.12.11 - 老唐实盘周记20211211

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-11

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 36%，洋河 24%，茅台 20%，分众 8%，古井贡 B6%，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	36%	72000±10%	<36000	80000	36312	463.40	-17.60%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2789	185.06	-20.58%
贵州茅台	20%	26400±10%	<13200	35000	26255	2090.00	5.62%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1141	7.90	-17.25%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	502	116.44	9.66%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1226	12.65	47.70%
沪深300						5055.12	-3.00%
上证指数						0.82	-99.98%
2021/12/11			注：腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8159	

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	36324	462.60	-17.75%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2666	176.91	-24.08%
贵州茅台	19%	26400±10%	<13200	35000	24771	1971.88	-0.35%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1021	7.07	-25.95%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	490	113.33	6.73%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1289	13.30	55.29%
沪深300						4901.02	-5.95%
上证指数						3607.43	3.87%
2021/12/4			注：腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8176	

收益

本周实盘净值上涨约 3%。

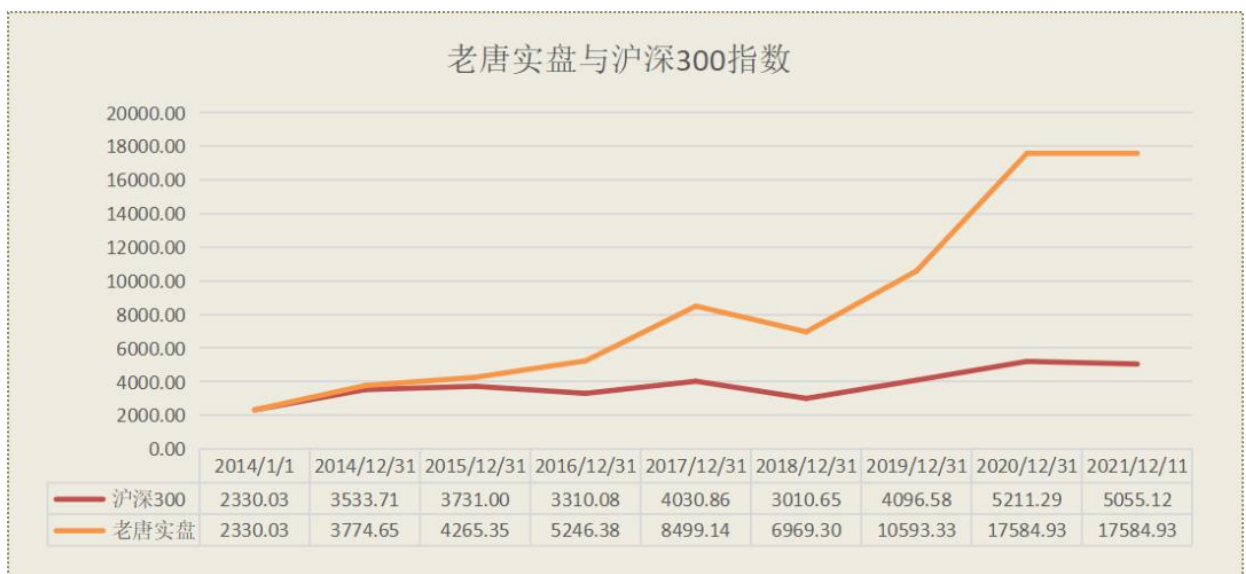
2021 年内收益从上周末的-3%，变成本周末的 0%（四舍五入）。

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%
2021/12/11	0%	7.55	7.95	29%	-3.00%	2.17	10.24%

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：

- 茅台投资 78 亿开建位于坛厂的包装物流园：具体规模未披露，怀疑是计划搬迁现有包装车间给酿造部门腾地。
- 分众披露年内已经收到政府补贴约 4.2 亿：常规公告，轻度利好。
- 央行调整准备金率：上周周记里预测过本周会降准。
- 中央经济工作会议中对煤炭行业的修正性表述：对过往政策的纠偏，利好煤企。
- 补发金融资产对应财报科目表。

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. 茅台投资 78 亿开建位于坛厂的包装物流园。

本周茅台发布公告，为满足公司产品包装、仓储、物流需要，公司计划投资 78.33 亿元实施包装物流园项目一期工程，建设地点位于仁怀市坛厂街道，建设周期为 24 个月。

这个公告内容很简单，没有披露项目占地多大，厂房多少平米等更多详情。根据 2019 年 12 月同样在坛厂街道开工、投资 41 亿的 8 万吨系列酒包装物流项目推测，这次的项目应该和系列酒包装项目挨着，而且设计包装产能更大。

78 亿的绝对数额当然不小，但对于账面闲余资金超过 1500 亿的茅台来说，只算是一笔“小钱”。

其主要目的猜测有二，其一是着眼长远，及早抢占有利位置，为未来的企业发展预留富裕空间；

其二是可能考虑将现在位于茅台镇内的包装车间和物流配套，一起搬到 20 公里外的坛厂街道，腾出茅台镇范围内的土地资源，用以茅台酒的酿造和制曲车间扩产。

所以该消息可以理解为中性或轻度利好吧 😊

本周茅台股价回到了 2000 元以上，有多位朋友追问我：如果年初持股不动至今是什么情况？

统一回复一下吧：**若今年全年无交易，今天的年内收益率是-8%。**

今年茅台仓位没有买够，略有遗憾。

由于腾讯和洋河先跌，所以茅台跌到提前写好的 1560 元重仓介入位置时，我手头已经没钱了 😞



唐书房 > 2021/07/28*

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。

< 编辑备注

贵州茅台 最新价 1768.90 涨跌幅 +3.27%

1810-8%, $750 \times 30 / 12.56 = 1792$
1685-16% $700 \times 30 / 12.56 = 1678$
1560-32% $650 \times 30 / 12.56 = 1555$
1320-40% $550 \times 30 / 12.56 = 1314$

1560 位置计划是买入 16% 仓位，实际只买入 2% 仓位。

结果茅台股价从 8 月 20 日本轮最低 1525.5 元开始上涨，至今已经回到 2100 元附近，本轮估计很难在买到 1560 位置了。

说不遗憾是不可能的，但遗憾 ≠ 后悔，因为买到腾讯和洋河，一样是让我自己很满意的决策。

金钱不如主意多的时候，注定是会面临这些选择的，必须要放弃一些可以看得见的机会。

哪怕是伟大如巴神，也是六十多岁超百亿美元身家之后，才解决掉这个“主意比钱多”的难题。

顺带再回复一个多发的、无聊透顶的蠢问题：

老是有人声称老唐之所以取得今天这样的收益率，是因为有源源不断的新资金进入，否则早就如何如何了。

——当然，如果只是鄙视老唐，其实无所谓。我不介意被鄙视，本来就自认能力相当一般。

但持这种说法的人，常常顺拐出来一个容易误导新人的结论：所谓价值投资，如果没有源源不断的现金抄底，就不可能取得好收益！

这些人没有统计和思考的耐心，容易理解。毕竟去统计老唐追加新资金的比例，挺繁琐的，工作量不小，远不如直接指指点点来的爽快。

但让我奇怪的是，这些朋友难道同时还患有阅读障碍吗？老唐实盘周记一直都有清楚的标注：

✕ 唐书房 > ...

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。

这句话啥意思呢？就是说追加资金如果提升了收益率，不算。

追加新资金对实盘收益率的影响只有两种：①不改变实盘年度收益率；或②拉低实盘年度收益率。

更简单粗暴的说法就是：“**如果最近八年没有一分新钱进入，老唐实盘的收益率会比今天表格里的数据更高。**”

如果这样还是有人读不懂，那也就只能放弃治疗了😏

2. 分众披露年内已经收到政府补贴约 4.2 亿。

本周，分众发布公告披露，2021 年内已经收到政府补助合计约 4.2 亿，超过上一年度净利润的 10%，触发披露要求。

这是常规程序性公告。老唐过去多次写过分众收到政府补助，实际上是披着“非经常性收益”外衣的“经常性收益”，是主业经营的一部分。

×

唐书房 > 2018/11/27*

型缺乏了解。分众的政府补助，并不是地方政府为了帮助本地企业保壳或者改善业绩，而给予的施舍型补贴。

分众收到的政府补助，主要来源于上海长宁财政、成都财政、宁波财政、广东财政几处，补助依据是因为政府招商引资时，和分众签的招商合同：分众只要在该地区设立公司经营，地方财政将把该本地公司每年给当地缴纳的所得税和营业税中，属于地方分账部分按照一定的比例返还给分众公司——注意，是分众缴纳的税收中，地方政府分账部分，中央应得的分账是不能动的。

×

唐书房 > 2020/05/16*

无论是按照协议享受的政府退税，还是公司资金做理财带来的收益，虽然财报上归为“非经常性损益”，但实际上它们都是与公司经营或资产相关的、可预期的、经常性的“非经常性收益”。

所以，知道这事儿就行了。它就是公司净利润的常规组成部分，在公司利润表里计入其他收益。

因为是可以预计的常规披露事项，公司三季报里预告的**年度业绩预测数据里，已经包含了大部分政府补助**（至少包括了截止三季报披露之前所有收到的补助）。

所以，即便是归为利好，也是非常轻度的利好🙄，无需太过关注。

昨天，分众董事长江南春到洋河谈业务。难得遇到咱们旗下两家非控股子公司的董事长同框，转发表扬江南春业务员的努力和拼搏👍

你看江董事长一副笑咪了的表情，再看张董事长板着的那张脸，大概率就知道昨天这笔业务，恐怕是小分分揩了洋哥哥的油😂



3. 央行调整存款准备金率。

这是上周周记里说过的事情。

×

唐书房 > 2021/12/04

4. 总理释放降准信号。

昨日下午，总理会见国际货币基金组织总裁时，明确宣布将“适时降准”。

这种情况通常判断下周就有可能政策落地，市场流动性将继续保持充裕状态。

这次调整是针对所有金融机构，全面下调存款准备金率 0.5 个百分点，向社会释放约 1.2 万亿长期资金，属于力度很强的流动性释放政策。

同时，本次疫情中我国企业抓住机遇带来出口的迅猛增长，加上全球各国央行同步大放水，导致人民币升值压力大增。

央行本周同步上调外汇准备金率两个百分点，以对冲人民币升值压力，支持出口企业参与国际竞争。

关于存款准备金率及其影响的相关知识，感兴趣的朋友可以看老唐 2017 年 1 月出版的《手把手教你读财报 2》第 5~10 页「银行的印钞戏法」一章，此处老唐就不点评了。



手把手教你读财报2 18节课看透银行业



¥27.40
扫码购买

长按扫描二维码
查看商品详情

上周，就因为老唐点评了一项经济政策，四五千书房老友聚集的“书房后院”突然就被永久性封闭。

过去一年半朋友们积累的大量宝贵资料瞬间消失，损失之大无法估量🙏

为防止书房遭同样的厄运，我以后会尽量规避点评宏观大政，也尽量规避对留言区相关问题的回复，希望朋友们理解。

注：书房后院是一个自去年六月运行至今的免费小圈子，聚集了书房四五千老朋友参与。

书房里推送的经典陪读和拾遗，大部分内容均来自书房后院。

本周后院已经被永久性封闭，无法再加入。请新老朋友不用询问了，谢谢🙏

4. 中央经济工作会议对煤炭行业的修正性表述。

中央经济工作会议 12 月 8 日到 10 日在京召开。

会后发布的纪要里，有一段关于煤炭的表述，算是煤炭行业的利好吧。原话如下：

“实现碳达峰碳中和是推动高质量发展的内在要求，要坚定不移推进，**但不可能毕其功于一役**。要坚持全国统筹、节约优先、双轮驱动、内外畅通、防范风险的原则。**传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上。要立足以煤为主的基本国情，抓好煤炭清洁高效利用，增加新能源消纳能力，推动煤炭和新能源优化组合。**”

很直白，不需要中翻中。就是对过去一段时间里，因“碳达峰碳中和”目标而对煤炭行业各种排挤打压政策的纠偏。

按照今天中央财经委员会办公室副主任韩文秀的解读，我理解今年的中央经济工作会议总体方向是偏积极的。

注意韩副主任这段解读里的加红语句，说的非常清晰。

明年经济工作要“稳字当头，稳中求进”，各地区各部门都要担负起稳定宏观经济责任，**积极推出有利于经济稳定的政策，慎重出台有收缩效应的政策，政策发力要适当靠前**，调整政策和推动改革，都要把握好时度效，坚持先立后破，稳扎稳打，要保持战略定力和耐心，不把长期目标短期化，系统目标碎片化，不把持久战打成突击战。加强统筹协调，**避免局部合理政策叠加起来，造成负面效应**。

5. 补发金融资产对应财报科目表。

本周的重要事项都很简单，周记比较短，正好趁此机会将 11 月 29 日推送的、多了一行字的金融资产科目表，修正重发给大家。

上市公司持有其他公司的股权，分为三类：能控制的子公司、有重大影响的联合营公司、其他不具备重大影响的小股投资。

合并资产负债表里，将子公司全部资产负债都合并了，所以对子公司的持股就不再重复出现；对联营公司的持股，在合并资产负债表里叫「长期股权投资」；

其他不具备重大影响的小股投资才是金融资产，或计入笋子的「交易性金融资产」、「其他非流动金融资产」里，或计入粽子的「其他权益工具投资」里。

标准名称	老唐简称	对应主要财报科目	备注
以公允价值计量且其变动计入当期 损 益的金融 资 产	损资 谐音 笋子	交易性金融资产	有时使用标准名称
		衍生金融资产	
		其他非流动金融资产	预计持有期限会超过一年的笋子
以公允价值计量且其变动计入其他 综 合收益的金融 资 产	综资 谐音 粽子	应收款项融资	
		其他债权投资	
		其他流动资产	和瘫子共同使用的财报科目
		一年内到期的非流动资产	
		其他权益工具投资	股权类粽子全在这
以 摊 余成本计量的金融 资 产	摊资 谐音 瘫子	货币资金	
		应收票据	
		债权投资	
		应收账款	
		其他应收款	
		其他流动资产	和粽子共同使用的财报科目
		一年内到期的非流动资产	
		长期应收款	
		其他非流动资产	注意：本科目内也有不是金融资产的 非流动资产

本周运动

本周跑步两次，单次 10 公里。陪我家领导湖边散步一次 5.7 公里。



周六同口径除皮净重 85.9kg，环比持平——175cm。

祝朋友们周末愉快👉😄

星晴 2021-12-11 20:24:44

本周的表格上证指数是不是错了？赞 86

作者

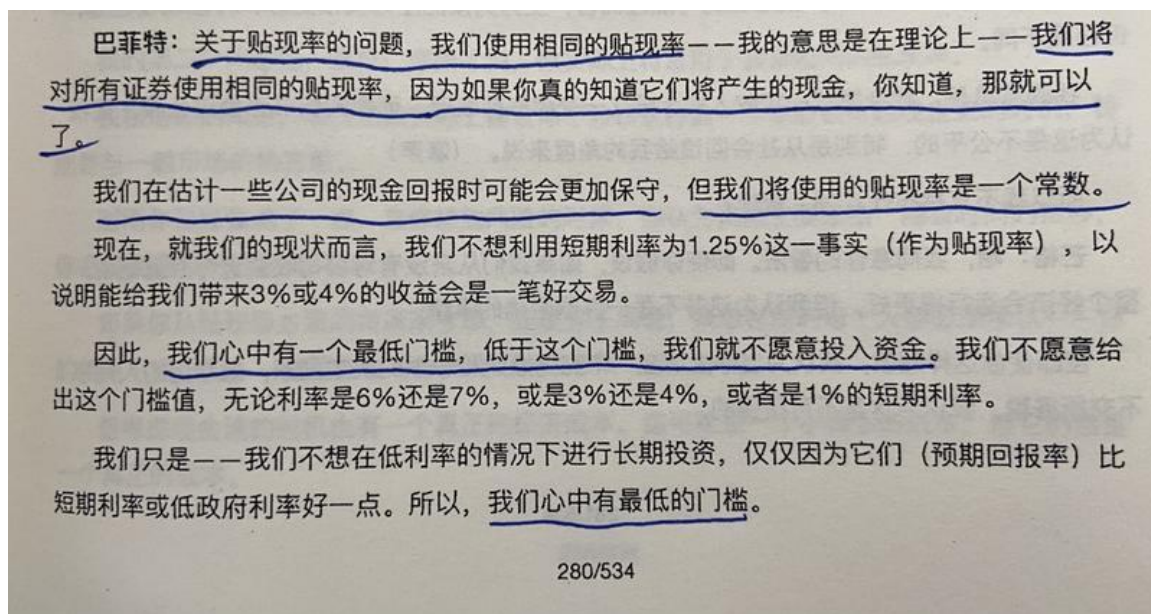
汗，怎么会上证指数 0.82 呢？[捂脸]估计是敲汇率敲错行了，谢谢你的细心。这个图表还没法替换，

只有凑合了。上证指数 3666.35，年内涨幅 5.57%，置顶提醒

第1054篇. 2021.12.14 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑩图文版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-14

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)



唐朝：巴神：我们不区分行业或企业特性，对现金都采用相同的贴现率，但我们可能会对某些企业的现金流估计更保守些。

——老唐：一律按 25~30 倍市盈率计算合理估值，不区分企业性质和历史估值表现。对某些企业，我会对现金流打折处理。

巴神：无论当下的无风险收益率多低，我们也有一个最低门槛，低于这个门槛的数据我们忽视它。

——老唐：看下图。

×

唐书房 > 2020/12/08

所以不建议用超过50倍的数据去考虑合理估值水平，尤其是三年后的合理估值。

我个人一般不会使用超过30倍的数据，哪怕当下利率真的已经降低至零。

完毕。

幸有我来：盯着同一只兔子的鹰，终会比翼双飞。

2021 年 10 月 18 日

股东：查理，我刚才想问的是，你如何对一项有市场价值的证券投资做出初始头寸的安排，比如5%，10%，15%。也就是最初，你决定进入一笔投资的头寸是多少？

芒格：嗯，我们通常不喜欢小仓位。

巴菲特：是的，我们喜欢下重注。我的意思是，如果我们想通过股票市场投资一项业务，我们希望投入大量资金。你知道，我们不相信投资一点这个和投资一点那个的说法。

因此，在我们目前的规模下，我们主要受限于我们实际想要投资的数量上的可获得性，而不是基于总投资组合的某个百分比的限制——我们不会用这种方式限制自己。

对我来说，很难想象我们会放弃买入哪只（我们心仪的）股票，除非是因为我们将触及10%的持股限制——因为在这种情况下，我们会被限制短期交易，或者成为内幕人士或诸如此类的事情。但我们几乎从未想过要放弃（买入心仪股票的想法）。不是吗，查理？

唐朝：单笔投资规模不受限于自设比例，只受限于合适的价格上，最大限度能投下去多少钱？以及法律最多允许我们投多少钱？

——估计我这辈子没希望达到这个标准了。书房里三十岁以下的年轻人，估摸着还有点儿机会。

Mr. chen：没机会了。

万万万力之：我27，努努力说不定还能有机会。

2021年10月18日

巴菲特：关于内在价值的问题——你知道，我们已经在报告中写过了。我不认为还有什么可说的。

我的意思是，任何金融资产的内在价值，就是从现在到审判日这段时间内产生的现金流，在所有不同资产之间以一个相同的利率进行折现。

石油开采权、农场、公寓、股权、商业公司……甚至一个柠檬水摊位，都是如此。你必须决定哪种业务你认为你可以理解得足够好，从而做出某种合理的计算。

它不是科学的，但它的确具有内在价值。我的意思是，计算是模糊的这一事实并不意味着这不是思考问题的正确方式。

唐朝：仿佛听到巴神心中嘀咕：说一百遍你还是要问。

2017年8月6日

以收到的过百条评论看，对《漫谈现金流折现》一文，大家纠结的地方，集中在文中「敲敲计算器」之前那段最没有价值的计算方法原理示意。请注意，跑偏了，足本股神秘籍是「敲敲计算器」之后10小段。

送大家两句话：①自由现金流折现体系是选股和估值的系统；②对于自由现金流折现估值法，只要开始敲计算器，就已经入了歧途。周末愉快！

三文鱼：没办法。我们没有顿悟的天分，只能通过不断的念经、打坐、化缘、布施、甚至挑水，等各种修行方式，期望慢慢领悟。

2021年10月18日

芒格：是的。如果你经营一家不错的企业，但不是非常好的企业，它们往往被分为两类。

一种情况是，它所报告的全部利润在年底都以现金盈余的形式存在。你可以把它从生意中拿出来，即使没有这些资金，它的生意也会做得很好——就像把它留在生意中一样。

第二个情况是它能产生所投入资本的12%的回报率，但从来没有任何超额现金。这让我想起了老朋友约翰·安德森的二手建筑设备生意。他常说，“在我的生意里，每年你都会盈利，而这些盈利都在院子里。”

有很多这样的企业，只是为了维持下去，维持现状，从来没有产生任何现金。

现在，这项业务不能让总部把所有的现金都拿出来投资到其他地方。我们讨厌这种生意。

唐朝：被广泛引用的一段芒格名言。

墨凝于纸：房地产企业老板指着刚拍下的地王：“我们每年我都会盈利，盈利都是这些地皮”。

2021年10月18日

理想的企业是能够获得非常高的资本回报，并且能够以这种高回报持续使用大量资本的企业。我的意思是，这变成了一个复合机器。

因此，如果你可以选择，如果你能把一亿美元投入一家公司，而这家公司的利润是这笔资本的20%——比如说2000万美元——理想情况下，它将能够在下一年从1.2亿美元中获得20%的利润，以及在下一年获得1.44亿美元，以此类推。随着时间的推移，你可以以相同的回报率不断地重新配置资本。

但这样的企业非常、非常、非常少。真的——不幸的是，好的企业，你知道，拿可口可乐或喜诗糖果来说，它们不需要太多资本。

增量资本不会产生任何回报，比如一些伟大的无形资产所产生的基本回报。

因此，我们会更喜欢可以在盈利的基础上继续重新投入资本的企业。我的意思是，我们希望现在有一项业务能在1亿美元的基础上赚取20%的利润。如果我们再投入10亿美元，它就能多赚20%。

但就像我说的，这种生意太少了。有很多企业有这样的承诺，但我们几乎从未看到过它们实现它们的承诺。有过几次，但不多。

大多数大公司都能赚很多钱。但它们不会有大量的机会来用增量资本来赚取高回报。

唐朝：抛开估值水平说，目前我所覆盖的企业当中，最符合巴菲特描述的理想企业特质的，暂时只有现阶段的腾讯。如果是跟非常熟的朋友私下说，我会把前面7个字删掉。

东北的熊：这样的企业确实非常的少，因为他需要有极大的边际，可以很长一段时间不用考虑边际回报递减。所以说有幸遇见腾讯啊。

lost_templ*：我的思考：腾讯和其他公司，生产的东西分别是无形和有形的。

有形是制造可以看得见、摸得着的产品，成本随着营收的增加必然增加，无论是供给端还是需求端，很容易看到未来的天花板，增长基本是数学的加减；

无形的创意类产品和服务，是知识和脑力的释放，很多可累进、迭代、复制，边际成本可以忽略不计，毛利率高（所谓附加值高），特别是腾讯连接一切的打法，形成的巨大网络，可以达到指数级增长。

2021年10月18日

所以我认为EBITDA是一个让很多投资者花了很多钱的术语。

你在电信领域看到了。我的意思是，他们的想法是——他们花钱太快了，可他们不能让投资者足够快地把钱送进来。

然后他们假装折旧不是真正的开支。那是胡说八道。我的意思是不能更糟了。这一代投资者从小就相信这一点。

我们伯克希尔今年的支出将超过我们的折旧。我们去年花的钱比折旧还多。前一年我们花的钱比折旧还多。你知道，折旧是一项真正的开支，就像灯的开支一样。

这不是非现金支出。这是现金支出。你要知道，你得先把钱花掉。我的意思是现金不见了，而且是现金的延迟记录。我不明白，怎么会有人把它变成一种衡量收入的指标。

查理？

芒格：是的，我认为你会理解任何使用EBITDA这个词的演讲，如果每次你看到这个词，你只是替换了短语，“扯淡收益。”(笑声和掌声)

巴菲特：各位，我知道他迟早会这么做。

唐朝：有一次芒格还说：EBITDA 是一坨翔。扯淡收益，不知道是他换了个文雅说法，还是译者看不过，帮他文雅了一下。

YongHua_Zhu：我们每天都拉一个让很多投资者花了很多钱的术语。

2021 年 10 月 18 日

12、购买Level 3 Communications的可转换债券是“押注于人”

巴菲特：就Level 3而言，我们喜欢这里的人。我们认为他们是聪明人，而且他们欠了太多的钱。他们也意识到了这点。所以他们在解决这个问题的方式上，做了一些非常聪明的事情——你知道，我们把赌注压在人身上。

查理对物理世界的了解比我多得多，但是，你知道，我还没了解过电子行业。我和他们没有任何工作关系。我不能理解他们。所以，我对技术不是很了解。我想在这方面我可能永远不会理解。

我的意思是，你可以解释给我听，我也可以在一些测试中反刍它，但我不会真正理解它。

但我想我理解相关人员，我们非常愿意打这个赌。这与我们通常做的不同，但我们做到了，我们很高兴我们做到了。

查理？

芒格：没什么好说的了。

我有三个小问题要问你。第一个涉及到价值资本公司 (Value Capital) —— (掌声) —— 你们初步披露的FIN 46似乎表明，其所使用的杠杆大约是30至35倍，它的总资产的200亿美元，而权益只有6000万美元。

在不透露任何特定策略的情况下，考虑到你对高杠杆企业的风险厌恶、你对尽快关闭通用再保险证券部门黑箱操作的热情，我们看到除了它占比不到伯克希尔股权的1%以及是马克·伯恩 (Mark Byrne) 在运营它之外，你如何考虑这笔投资的呢？

正如你提到的，价值资本公司由马克·伯恩运营。

我们和伯恩家族一起赚了很多钱。我们和杰克一起赚钱，我们喜欢马克和帕特里克，我们知道他们——查理和我非常熟悉。

马克是一个非常非常聪明的人，他实际上经营着一家专门从事全球固定收益证券的对冲基金。

马克和他的家人在价值资本公司中投入了大量的钱，但我们在里面占用95%左右。另外我们不以任何方式担保他们的债务。

马克经营的杠杆程度低于该领域的大多数人，但与我们在伯克希尔的经营方式相比，这已经很多了。

这对我们来说没问题。我们不会用我们百分之百的钱来做这件事。我们不会用我们50%的钱做这件事。但我们认为这是一个合理的生意，就像马克经营的那样，无论是上行市场还是下行市场，他就是这样做的。

他是一个非常正派的人，也是一个非常聪明的人。所以，我们对此很满意。它可能需要——这些数字可能需要合并到我们的资产负债表中。

唐朝：巴神回复为什么投第三极电信（发小的公司）和杠杆对冲基金（盖克保险拯救者的儿子）。

答：从理念上没法解释。其实就是关系，小钱投人，输赢无关大局。

民为先：投人首先要正派，然后才是聪明！

2021年10月18日

外面有很多数据。而且，你知道，它的美妙之处在于——它真正让投资游戏变得伟大——你不必在每件事上都正确。

你不需要对世界上20%的公司或10%或5%的公司都是正确的。你只需要每一年或两年得到一个主意。

我曾经对马障碍非常感兴趣，老故事是——我希望鲍勃·德怀尔还在这里——你知道，你可以赢得一场比赛，但你不能赢得所有比赛。你可以对一家公司做出一个非常有利可图的决定。

我讨厌被衡量——如果有人给我标普500指数的所有股票，让我必须对它们在未来几年相对于市场的表现做出一些预测，那我不知道我会怎么做。

但也许我能在那里找到一家我认为我有90%是正确的公司。

这是股票的一个巨大优势，你只需要在你一生中很少的事情上是正确的，并且只要你不犯任何大错误。

唐朝：投资最美妙的事情，是你并不需要在每一件事情上都做对。

书房里经常遇到有人追问我，''要是万一 xxx，你又怎么办呢？''凉拌！碰到万一就接受、承受。能有 80%正确率已经非常棒了，何况万分之九千九百九十九。

星光《BEYOND》：孙子兵法说我们不需要百战百胜，异曲同工之妙。

长途旅行：还应加一条：可以不与自己不喜欢的人打交道。上班就没办法，总有你不喜欢的人。

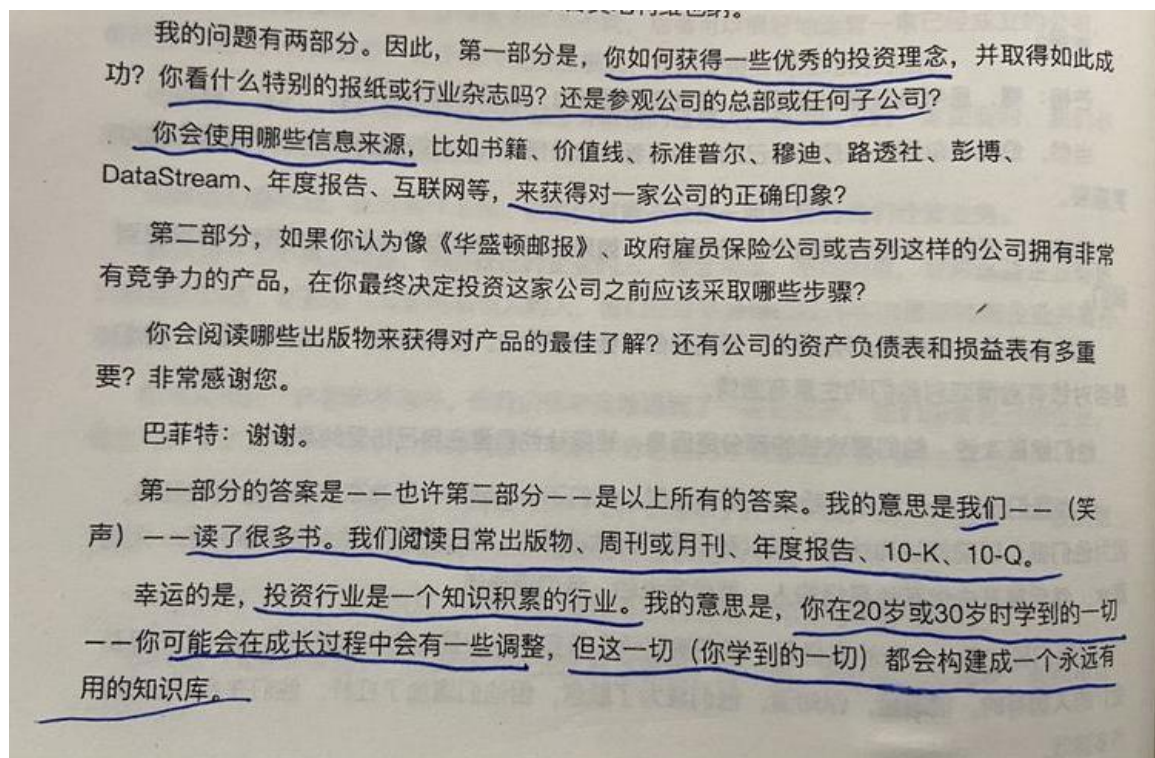
欧鼎王靖：1, 赢下我我们有把握的赛马，放弃我们没把握的赛马。2, 一直这么做。

伯涵：接受自己的不完美，才能拥抱成功。

淡泊人生：少则得，多则惑！

帆：选择会做的题去做，立于投资不败之地。

2021 年 10 月 18 日



我们——至少，你知道，我读过很多书。查理以前也读过很多书。我们可能还会读很多书。

但我读了很多10-K，读了很多年度报告。四五十年前，我和管理层谈了很多。我过去常常出去，时不时地去旅行，真正拜访的公司可能有15或20家。我已经很久很久没这么做了。

我发现——我们所做的一切，几乎都是通过公开文件找到的。

当我出价购买克莱顿住宅公司（ClaytonHomes）的时候，我从来没有拜访过这家公司。我从没见过这些人。我是在电话里说的。我读过吉姆·克莱顿的书。我看了10-K。我了解这个行业的每一家公司。我看竞争对手。

我试着去理解这个行业，而不是有任何先入为主的观念。而且有足够的信息来评估大量的企业。

我们不认为与管理层交谈特别有帮助。管理层经常想来奥马哈和我谈话，他们通常有各种各样的理由说他们想和我谈话，但他们真正希望的是我们对他们的股票感兴趣。那从来都不管用。

你知道，在大多数情况下，管理层并不是最好的报告方。这些数字告诉我们比管理层告诉我们的要多。因此，我们没有花费很多的时间与管理层交谈。

当我们收购一家企业时，我们会查看记录，以确定管理层的情况，然后我们想从个人角度评估他们，正如我之前所说的，他们是否会继续工作。

但我们不关心任何人的预测。我们甚至不想听到关于他们的事情、关于他们将来要做什么。我们从来没有发现这样的东西有任何价值。

只需要一般的商业知识——你知道，那就是什么是有有效的、什么是无效的。随着时间的推移，你会学习到很多东西。查理？

芒格：是的。你掌握的基础知识越多，我想你需要掌握的新知识就越少。

这个游... 在发生和之前发生的一切都有记

唐朝：你读哪些资料，你去不去公司调研，为什么？正好最近书房也老有人问我这两个问题。你看，这是巴神的答案。

沉默的大多数：你掌握的基础知识越多，你需要掌握的新知识就越少。

三文鱼：太棒了。我能进入一个知识不断积累，并产生复利的行业，真好。

2021年10月18日

股东：我是来自德国波恩的Norman Rentrop。

巴菲特先生和芒格先生，我要向你们表示感谢，并提出一个问题。感谢你们让我们股东与你们平等投资，伯克希尔几乎没有管理费，也没有绩效费。（掌声）

当我把我持有伯克希尔哈撒韦公司10年的时间与一家私募股权基金进行比较时，我完全意识到了这一点。在同样的10年时间里，这家私募股权基金在扣除费用前的收益率为19.8%，扣除费用后的收益率为11.2%。——（巴菲特笑）

现在我的问题。早在20世纪50年代和60年代，当你拥有一家合伙企业时，巴菲特先生，你要求并得到了每年6%以上收入的25%的绩效费。

巴菲特：正确。

股东：是什么原因让你们把演出费换成了我们今天不收演出费？给予比接受更有智慧吗？（笑声）

巴菲特：请再说一次。（笑声）

股东：那您觉得这个从演出费到不收演出费的转变，是不是非常值得赞赏？这对你个人意味着什么？

巴菲特：嗯，我很感谢你所说的话，我会付钱让自己得到这份工作。我会为此付很多钱。

为什么？如果我能和我喜欢的人一起工作，得到和他们一样的结果，最终得到各种各样的钱，你知道，那我为什么要对他们做一些进一步的收费呢？

唐朝：其实巴神这段话我特别有感触，我也有这种感觉。

今天早上还有位朋友说我回复别人的问题时，是“话唠憋不住”，很多时候我其实也是觉得在书房或后院聊天，对我而言是一件很快乐的事情，快感远高于刷剧啊，看YY小说啊，打麻将啊，甚至可能包括旅游。

巴神说他甚至愿意付钱得到这份工作，我完全能理解，虽然我还达不到这个境界。但幸好我现在的分享，实际上还是能带来一些金钱收入的状态。它帮助了我在没有达到巴神的境界之前，依然快乐的做着分享。

款款皮皮爸：知识有价，支持收费。

青衫：老唐有可爱的婆婆嘴，喜欢老唐经常敲敲木鱼、大书特书。

Alone：相当于自愿开一个名义上的月度会员服务。

浩然斯坦：记得您以前说过一句话：真给别人创造了价值，不会两手空空。

从我们这些收益者的角度说：不能让帮助我们的人两手空空。真要是“空”的，谁还帮我？自己又良心何安？

前几天看到某大V一年读50本书，每年年费能收到将近两千万，平均每本40万。看他还有其他变现途径，加起来一年能收四五千万。

您如果肯，变现能力可能也不会差。只能说，老唐太克制自己，在物欲横流时代的一股清流，对自我的约束和对世事的通透让人佩服。

幸有我来：付这点费请个如此高质量的、在耳边不厌其烦叨不叨的师长，感觉赚大发了！

2021 年 10 月 18 日

我们的偏好——我们在20年前就说过——是收购企业。我们希望增加高质量的业务，让管理人员的素质与我们已经拥有的相当，并且价格合理。这是我们的首选。

如果我们认为伯克希尔被严重低估，而且我们认为用这笔钱收购企业的可能性——可能性很低——我们会回购股票——我们可能无法回购大量股票，但只有在我们认为股票的售价明显低于内在价值时，我们才会回购股票。

内在价值没有什么神奇的数字。内在价值是一个范围。查理会说出一个与我所说的不同的数字，但如果我们现在把它们写在一张纸上，我们的范围会很相似。但它们不会完全相同。

因此，我们会留下一个很大的安全边际，并希望在一个对我们来说是明确的折扣下回购——希望是我们可能计算出的内在价值的较低水平。

回购不是我们的首选。当我们可以为伯克希尔增加好的业务时，我们更愿意增加这类业务——我们喜欢这样。

但如果我们可以通过回购增加每股的内在价值——我们已经向所有股东提供了关于价值的相关信息，这样我们就不会把任何东西强加给他们，他们拥有与我们相同的信息——我们将回购股票。

唐朝：内在价值或合理估值是一个范围，不是一个精确的数值，而且我们通常会对内在价值再打一个明确的折扣后实施购买。无论是回购还是收购，其实都是这样操作的。

bp：估值是模糊的，折扣是明确的。

YING：很大的安全边际，前面两个字很重要。

2021 年 10 月 18 日

第1055篇. 2021.12.14 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑩文字版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-14

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

原文：巴菲特：关于贴现率的问题，我们使用相同的贴现率——我的意思是在理论上一——我们将对所有证券使用相同的贴现率，因为如果你真的知道它们将产生的现金，你知道，那就可以了。

我们在估计一些公司的现金回报时可能会更加保守，但我们将使用的贴现率是一个常数。

现在，就我们的现状而言，我们不想利用短期利率为 1.25%这一事实（作为贴现率），以说明能给我们带来 3%或 4%的收益会是一笔好交易。

因此，我们心中有一个最低门槛，低于这个门槛，我们就不愿意投入资金。我们不愿意给出这个门槛值，无论利率是 6%还是 7%，或是 3%还是 4%，或者是 1%的短期利率。

在低利率环境下，我们也不想仅仅因为预期回报率比很低的利率高那么一点点就实施投资。我们心中

有最低门槛。

唐朝：巴神说，我们不区分行业或企业特性，对现金都采用相同的贴现率，但我们可能会对某些企业的现金流估计更保守些。

老唐则一律按 25~30 倍市盈率计算合理估值，不区分企业性质和历史估值表现。对某些企业，我会对现金流打折处理。

巴神还说，无论当下的无风险收益率多低，我们也有一个最低门槛，低于这个门槛的数据我们忽视它。

×

唐书房 > 2020/12/08

所以不建议用超过50倍的数据去考虑合理估值水平，尤其是三年后的合理估值。

我个人一般不会使用超过30倍的数据，哪怕当下利率真的已经降低至零。

完毕。

幸有我来：盯着同一只兔子的鹰，终会比翼双飞。

2021 年 10 月 18 日

原文：股东：查理，我刚才想问的是，你如何对一项有市场价值的证券投资做出初始头寸的安排，比如 5%，10%，15%。也就是最初，你决定进入一笔投资的头寸是多少？

芒格：嗯，我们通常不喜欢小仓位。

巴菲特：是的，我们喜欢下重注。我的意思是，如果我们想通过股票市场投资一项业务，我们希望投入大量资金。你知道，我们不相信投资一点这个和投资一点那个的说法。

因此，在我们目前的规模下，我们主要受限于我们实际想要投资的数量可获得性，而不是基于投资组合的某个百分比的限制——我们不会用这种方式限制自己。

对我来说，很难想象我们会放弃买入哪只（我们心仪的）股票，除非是因为我们将触及 10% 的持股限制——因为在这种情况下，我们会被限制短期交易，或者成为内幕人士或诸如此类的事情。但我们几乎从未想过要放弃（买入心仪股票的想法）。不是吗，查理？

唐朝：单笔投资规模不受限于自设比例，只受限于合适的价格上，最大限度能投下去多少钱？以及法律最多允许我们投多少钱？

——估计我这辈子没希望达到这个标准了。书房里三十岁以下的年轻人，估摸着还有点儿机会。

Mr. chen：没机会了。

万万万力之：我 27，努努力说不定还能有机会。

2021 年 10 月 18 日

原文：巴菲特：关于内在价值的问题——你知道，我们已经在报告中写过了。我不认为还有什么可说的。

我的意思是，任何金融资产的内在价值，就是从现在到审判日这段时间内产生的现金流，在所有不同资产之间以一个相同的利率进行折现。

石油开采权、农场、公寓、股权、商业公司……甚至一个柠檬水摊位，都是如此。你必须决定哪种

业务你认为你可以理解得足够好，从而做出某种合理的计算。

它不是科学的、但它的确具有内在价值。我的意思是，计算是模糊的这一事实并不意味着这不是思考问题的正确方式。

唐朝：仿佛听到巴神心中嘀咕：说一百遍你还是要问。

<

唐书房

Q ...

2017年8月6日

以收到的过百条评论看，对《漫谈现金流折现》一文，大家纠结的地方，集中在文中「敲敲计算器」之前那段最没有价值的计算方法原理示意。请注意，跑偏了，足本股神秘籍是「敲敲计算器」之后 10 小段。

送大家两句话：①自由现金流折现体系是选股和估值的系统；②对于自由现金流折现估值法，只要开始敲计算器，就已经入了歧途。周末愉快！

三文鱼：没办法。我们没有顿悟的天分，只能通过不断的念经、打坐、化缘、布施、甚至挑水，等各种修行方式，期望慢慢领悟。

2021年10月18日

原文：芒格：是的。如果你经营一家不错的企业，但不是非常好的企业，它们往往被分为两类。

一种情况是，它所报告的全部利润在年底都以现金盈余的形式存在。你可以把它从生意中拿出来，即使没有这些资金，它的生意也会做得很好——就像把它留在生意中一样。

第二个情况是它能产生所投入资本的 12% 的回报率，但从来没有任何超额现金。

这让我想起了老朋友约翰·安德森的二手建筑设备生意。他常说，“在我的生意里，每年你都会盈利，而这些盈利都在院子里。”

有很多这样的企业，只是为了维持下去，维持现状，从来没有产生任何现金。

现在，这项业务不能让总部把所有的现金都拿出来投资到其他地方。我们讨厌这种生意。

唐朝：这一整段，是被广泛引用的一段芒格名言。

墨凝于纸：房地产企业老板指着刚拍下的地王：“我们每年我都会盈利，盈利都是这些地皮”。

2021年10月18日

原文：巴菲特：理想的企业是能够获得非常高的资本回报，并且能够以这种高回报持续使用大量资本的企业。我的意思是，这变成了一个复合机器。

因此，如果你可以选择，如果你能把一亿美元投入一家公司，而这家公司的利润是这笔资本的 20%——比如说 2000 万美元——理想情况下，它将能够在下一年从 1.2 亿美元中获得 20% 的利润，即在下一年获得 1.44 亿美元，以此类推。随着时间的推移，你可以以相同的回报率不断地重新配置资本。

但这样的企业非常、非常、非常少。真的——不幸的是，好的企业，你知道，拿可口可乐或喜诗糖果来说，它们不需要太多资本。

增量资本不会产生任何回报，比如一些伟大的无形资产所产生的基本回报。

因此，我们会更喜欢可以在盈利的基础上继续重新投入资本的企业。我的意思是，我们希望现在有一项业务能在 1 亿美元的基础上赚取 20% 的利润。如果我们再投入 10 亿美元，它就能多赚 20%。

但就像我说的，这种生意太少了。有很多企业有这样的承诺，但我们几乎从未看到过它们实现它们的承诺。有过几次，但不多。

大多数大公司都能赚很多钱。但它们不会有大量的机会来用增量资本来赚取高回报。

唐朝：抛开估值水平说，目前我所覆盖的企业当中，最符合巴菲特描述的理想企业特质的，暂时只有现阶段的腾讯。如果是跟非常熟的朋友私下说，我会把前面 7 个字删掉。

东北的熊：这样的企业确实非常的少，因为他需要有极大的边际，可以很长一段时间不用考虑边际回报递减。所以说有幸遇见腾讯啊。

lost_templ*：我的思考：腾讯和其他公司，生产的东西分别是无形和有形的。

有形是制造可以看得见、摸得着的产品，成本随着营收的增加必然增加，无论是供给端还是需求端，很容易看到未来的天花板，增长基本是数学的加减；

无形的创意类产品和服务，是知识和脑力的释放，很多可累进、迭代、复制，边际成本可以忽略不计，毛利率高（所谓附加值高），特别是腾讯连接一切的打法，形成的巨大网络，可以达到指数级增长。

2021 年 10 月 18 日

原文：巴菲特：所以我认为 EBITDA 是一个让很多投资者花了很多钱的术语。

你在电信领域看到了。我的意思是，他们的想法是——他们花钱太快了，可他们不能让投资者足够快地把钱送进来。

然后他们假装折旧不是真正的开支。那是胡说八道。我的意思是不能更糟了。这一代投资者从小就相信这一点。

我们伯克希尔今年的支出将超过我们的折旧。我们去年花的钱比折旧还多。前一年我们花的钱比折旧还多。你知道，折旧是一项真正的开支，就像灯的开支一样。

这不是非现金支出。这是现金支出。你要知道，你得先把钱花掉。我的意思是现金不见了，而且是现金的延迟记录。我不明白，怎么会有人把它变成一种衡量收入的指标。

查理？

芒格：是的，我认为你会理解任何使用 EBITDA 这个词的演讲，如果每次你看到这个词，你只是替换了短语，“扯淡收益。”（笑声和掌声）

巴菲特：各位，我知道他迟早会这么做。

唐朝：有一次芒格还说：EBITDA 是一坨翔。扯淡收益，不知道是他换了个文雅说法，还是译者看不过，帮他文雅了一下。

YongHua_Zhu：我们每天都拉一个让很多投资者花了很多钱的术语。

2021 年 10 月 18 日

原文：巴菲特：就第三极电信公司而言，我们喜欢这里的人。我们认为他们是聪明人，而且他们欠了

太多的钱。他们也意识到了这点。

所以他们在解决这个问题的方式上，做了一些非常聪明的事情——你知道，我们把赌注压在人身上。

查理对物理世界的了解比我多得多，但是，你知道，我还没了解过电子行业。我和他们没有任何工作关系。我不能理解他们。所以，我对技术不是很了解。我想对这方面我可能永远不会理解。

我的意思是，你可以解释给我听，我也可以在一些测试中反刍它，但我不会真正理解它。

但我想我理解相关人员，我们非常愿意打这个赌。这与我们通常做的不同，但我们做到了，我们很高兴我们做到了。

查理？

芒格：没什么好说的了。

股东：我有三个小问题要问你。第一个涉及到价值资本公司（Value Capital）——（掌声）——你们初步披露的 FIN 46 似乎表明，其所使用的杠杆大约是 30 至 35 倍，它的总资产的 200 亿美元，而权益只有 6000 万美元。

在不透露任何特定策略的情况下，考虑到你对高杠杆企业的风险厌恶、你对尽快关闭通用再保险证券部门黑箱操作的热情，我们看到除了它占比不到伯克希尔股权的 1% 以及是马克·伯恩（Mark Byrne）在运营它之外，你如何考虑这笔投资的呢？

巴菲特：正如你提到的，价值资本公司由马克·伯恩运营。

我们和伯恩家族一起赚了很多钱。我们和杰克一起赚钱，我们喜欢马克和帕特里克，我们知道他们——查理和我非常熟悉。

马克是一个非常非常聪明的人，他实际上经营着一家专门从事全球固定收益证券的对冲基金。

马克和他的家人在价值资本公司中投入了大量的钱，但我们在里面占用 95% 左右。另外我们不以任何方式担保他们的债务。

马克经营的杠杆程度低于该领域的大多数人，但与我们在伯克希尔的经营方式相比，这已经很多了。

这对我们来说没问题。我们不会用我们百分之百的钱来做这件事。我们不会用我们 50% 的钱做这件事。

但我们认为这是一个合理的生意，就像马克经营的那样，无论上是上行市场还是下行市场，他就是这样做的。

他是一个非常正派的人，也是一个非常聪明的人。所以，我们对此很满意。它可能需要——这些数字可能需要合并到我们的资产负债表中。

唐朝：巴神回复为什么投第三极电信（发小的公司）和杠杆对冲基金（盖克保险拯救者的儿子）。

答：从理念上没法解释。其实就是关系，小钱投入，输赢无关大局。

民为先：投入首先要正派，然后才是聪明！

2021 年 10 月 18 日

原文：巴菲特：外面有很多数据。而且，你知道，它的美妙之处在于——它真正让投资游戏变得伟大——你不必在每件事上都正确。

你不需要对世界上 20% 的公司或 10% 或 5% 的公司都是正确的。你只需要每一年或两年得到一个好主意。

我曾经对马术非常感兴趣，老故事是——我希望鲍勃·德怀尔还在这里——你知道，你可以赢得一场比赛，但你不能赢得所有比赛。你可以对一家公司做出一个非常有利可图的决定。

我讨厌被衡量——如果有人给我标普 500 指数的所有股票，让我必须对它们在未来几年相对于市场的表现做出一些预测，那我不知道我会怎么做。

但也许我能在那里找到一家我认为我有 90%是正确的公司。

这是股票的一个巨大优势，你只需要在你一生中很少的事情上是正确的，并且只要你不犯任何大错误。

唐朝：投资最美妙的事情，是你并不需要在每一件事情上都做对。

书房里经常遇到有人追问我，“要是万一 xxx，你又怎么办呢？”凉拌！碰到万一就接受、承受。

能有 80%正确率已经非常棒了，何况万分之九千九百九十九。

星光《BEYOND》：孙子兵法说我们不需要百战百胜，异曲同工之妙。

长途旅行：还应加一条：可以不与自己不喜欢的人打交道。上班就没办法，总有你不喜欢的人。

欧鼎王靖：1, 赢下我我们有把握的赛马，放弃我们没把握的赛马。2, 一直这么做。

伯涵：接受自己的不完美，才能拥抱成功。

淡泊人生：少则得，多则惑！

帆：选择会做的题去做，立于投资不败之地。

2021 年 10 月 18 日

原文：股东：我的问题有两部分。因此，第一部分是，你如何获得一些优秀的投资理念，并取得如此成功？你看什么特别的报纸或行业杂志吗？还是参观公司的总部或任何子公司？

你会使用哪些信息来源，比如书籍、价值线、标准普尔、穆迪、路透社、彭博、DataStream、年度报告、互联网等，来获得对一家公司的正确印象？

第二部分，如果你认为像《华盛顿邮报》、政府雇员保险公司或吉列这样的公司拥有非常有竞争力的产品，在你最终决定投资这家公司之前应该采取哪些步骤？

你会阅读哪些出版物来获得对产品的最佳了解？还有公司的资产负债表和损益表有多重要？非常感谢你。

巴菲特：谢谢。

第一部分的答案是——也许第二部分——是以上所有的答案。我的意思是我们——（笑声）——读了很多书。我们阅读日常出版物、周刊或月刊、年度报告、10-K、10-Q。

幸运的是，投资行业是一个知识积累的行业。我的意思是，你在 20 岁或 30 岁时学到的一切——你可能会在成长过程中会有一些调整，但这一切（你学到的一切）都会构建成一个永远有用的知识库。

我们——至少，你知道，我读过很多书。查理以前也读过很多书。我们可能还会读很多书。

但我读了很多 10-K，读了很多年度报告。四五十年前，我和管理层谈了很多。我过去常常出去，时不时地去旅行，真正拜访的公司可能有 15 或 20 家。我已经很久很久没这么做了。

我发现——我们所做的一切，几乎都是通过公开文件找到的。

当我出价购买克莱顿住宅公司（ClaytonHomes）的时候，我从来没有拜访过这家公司。我从没见过这些人。我是在电话里说的。我读过吉姆·克莱顿的书。我看了 10-K。我了解这个行业的每一家公司。我看竞争对手。

我试着去理解这个行业，而不是有任何先入为主的观念。而且有足够的信息来评估大量的企业。

我们不认为与管理层交谈特别有帮助。管理层经常想来奥马哈和我谈话，他们通常有各种各样的理由

说他们想和我谈话，但他们真正希望的是我们对他们的股票感兴趣。那从来都不管用。

你知道，在大多数情况下，管理层并不是最好的报告方。这些数字告诉我们比管理层告诉我们的要多。因此，我们没有花费很多的时间与管理层交谈。

当我们收购一家企业时，我们会查看记录，以确定管理层的情况，然后我们想从个人角度评估他们，正如我之前所说的，他们是否会继续工作。

但我们不关心任何人的预测。我们甚至不想听到关于他们的事情、关于他们将来要做什么。我们从来没有发现这样的东西有任何价值。

只需要一般的商业知识——你知道，那就是什么是有效的、什么是无效的。随着时间的推移，你会学习到很多东西。查理？

芒格：是的。你掌握的基础知识越多，我想你需要掌握的新知识就越少。

唐朝：你读哪些资料，你去不去公司调研，为什么？正好最近书房也老有人问我这两个问题。你看，这是巴神的答案。

沉默的大多数：你掌握的基础知识越多，你需要掌握的新知识就越少。

三文鱼：太棒了。我能进入一个知识不断积累，并产生复利的行业，真好。

2021 年 10 月 18 日

原文：股东：我是来自德国波恩的 Norman Rentrop。

巴菲特先生和芒格先生，我要向你们表示感谢，并提出一个问题。感谢你们让我们股东与你们平等投资，伯克希尔几乎没有管理费，也没有绩效费。（掌声）

当我把我持有伯克希尔哈撒韦公司 10 年的时间与一家私募股权基金进行比较时，我完全意识到了这一点。在同样的 10 年时间里，这家私募股权基金在扣除费用前的收益率为 19.8%，扣除费用后的收益率为 11.2%。——（巴菲特笑）

现在我的问题。早在 20 世纪 50 年代和 60 年代，当你拥有一家合伙企业时，巴菲特先生，你要求并得到了每年 6% 以上收入的 25% 的绩效费。

巴菲特：正确。

股东：是什么原因让你们把演出费换成了我们今天不收演出费？给予比接受更有智慧吗？（笑声）

巴菲特：请再说一次。（笑声）

股东：那您觉得这个从演出费到不收演出费的转变，是不是非常值得赞赏？这对你个人意味着什么？

巴菲特：嗯，我很感谢你所说的话，我会付钱让自己得到这份工作。我会为此付很多钱。

为什么？如果我能和我喜欢的人一起工作，得到和他们一样的结果，最终得到各种各样的钱，你知道，那我为什么要对他们做一些进一步的收费呢？

唐朝：其实巴神这段话我特别有感触，我也有这种感觉。

今天早上还有位朋友说我回复别人的问题时，是“话唠憋不住”，很多时候我其实也是觉得在书房或后院聊天，对我而言是一件很快乐的事情，快感远高于刷剧啊，看 YY 小说啊，打麻将啊，甚至可能包括旅游。

巴神说他甚至愿意付钱得到这份工作，我完全能理解，虽然我还达不到这个境界。但幸好我现在的分享，实际上还是能带来一些金钱收入的状态。它帮助了我在没有达到巴神的境界之前，依然快乐的做着分

享。

青衫：老唐有可爱的婆婆嘴，喜欢老唐经常敲敲木鱼、大书特书。

Alone：相当于自愿开一个名义上的月度会员服务。

浩然斯坦：记得您以前说过一句话：真给别人创造了价值，不会两手空空。

从我们这些收益者的角度说：不能让帮助我们的人两手空空。真要是“空”的，谁还帮我？自己又良心何安？

前几天看到某大v一年读50本书，每年年费能收到将近两千万，平均每本40万。看他还有其他变现途径，加起来一年能收四五千万。

您如果肯，变现能力可能也不会差。只能说，老唐太克制自己了，在物欲横流时代的一股清流，对我的约束和对世事的通透让人佩服。

幸有我来：付这点费请个如此高质量的、在耳边不厌其烦叨不叨的师长，感觉赚大发了！

2021年10月18日

原文：巴菲特：我们的偏好——我们在20年前就说过——是收购企业。我们希望增加高质量的业务，让管理人员的素质与我们已经拥有的相当，并且价格合理。这是我们的首选。

如果我们认为伯克希尔被严重低估，而且我们认为用这笔钱收购企业的可能性——可能性很低——我们会回购股票——我们可能无法回购大量股票，但只有在我们认为股票的售价明显低于内在价值时，我们才会回购股票。

内在价值没有什么神奇的数字。内在价值是一个范围。查理会说出一个与我所说的不同的数字，但如果我们现在把它们写在一张纸上，我们的范围会很相似。但它们不会完全相同。

因此，我们会留下一个很大的安全边际，并希望在一个对我们来说是明确的折扣下回购——希望是我们可能计算出的内在价值的较低水平。

回购不是我们的首选。当我们可以为伯克希尔增加好的业务时，我们更愿意增加这类业务——我们喜欢这样。

但如果我们可以通过回购增加每股的内在价值——我们已经向所有股东提供了关于价值的相关信息，这样我们就不会把任何东西强加给他们，他们拥有与我们相同的信息——我们将回购股票。

唐朝：内在价值或合理估值是一个范围，不是一个精确的数值，而且我们通常会对内在价值打一个明确的折扣后实施购买。

无论是回购还是收购，其实都是这样操作的。

bp：估值是模糊的，折扣是明确的。

YING：很大的安全边际，前面两个字很重要。

2021年10月18日

第1056篇. 2021.12.16 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答②文字版补发

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-16

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本文为文字版补发，本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

原文：巴菲特：我们一直在寻找机会。只要我们发现任何对我们有意义的事情，我们都会去做。更困难的部分是，我们要确保当我们找不到有意义的东西时，我们不会去做。

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，有一种心理上的慰藉。

2021 年 10 月 5 日

原文：芒格：有时候，我们也没有办法避免自己的子公司日落西山。蓝筹印花曾经一年能卖 1.2 亿美元的印花，现在一年只能卖 20 万美元的印花。所以我们也有过一些失败（笑声）

巴菲特：很多年前，我们也曾投资过风车。（笑声）

我们也思考过风车行业的问题。有时候，你投资的公司会碰到无法解决的行业问题。

我还投资过无烟煤、有轨电车。所以失败我见得多了。

《世界大百科全书》是一流的产品。我和查理都使用这套百科全书。现在，可以用电子版，相对于多年前，信息传递成本难以置信地大大降低了。

世界将在很多方面随之出现改变，并不仅限于百科全书行业。我们其他的一些业务也会受到影响。这就是我们的观点。在电子领域，查理和我不可能比世界上的他人人都聪明。

我们只寻找很明显在我们能力范围内的东西。我们并不试图在我们不擅长的领域和强手竞争。

唐朝：有些变迁和衰败是无可避免的，偏偏我们可能就没提前看到，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要有看错，所以才要求我们不加杠杆，不单吊一只。

2021 年 10 月 5 日

原文：巴菲特：这只是去年的数字——当我试图解释它的时候，它已经是一团糟了。

你知道，单纯的会计会让人昏昏欲睡。相信我，即使是我来写，它还是会让人昏昏欲睡。（笑声）

所以，我今年跳过了这一部分。我们明年还会有。去年这个数字还可以，但是会有很多附注。

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

原文：巴菲特：很多人问过我们这类问题。在我们以前的年报里，我已经做过一定程度的回答。

至于我们采用的折现率，我们一般参照长期国债收益率。

我们不认为自己能够预测利率升降。不过在利率很低的时候，我们喜欢用略高一些的利率。

这个估值方法并不考虑风险，因为实质上，这个估值理念纯粹是未来的现金流折现。不管现金来自于一家高风险的企业还是一家安全的企业，也许我该说“所谓的”安全的企业，现金都是一模一样的。

一家能 100 年不倒闭的自来水公司产生的现金和高科技公司产生的现金都是一样的，如果这家高科技公司能在同期产生现金的话。（笑声）

分析高科技公司可能更难。因此计算完成之后，要对结果打一个较大的折扣，或者你也可以判定你完全没有能力估算。对我们来说，大部分这类公司都超出我们的能力范围。

我们的信念是坚持努力分析我们认为我们能够合理预测其未来的公司，很显然，没有人能完美预测未来，但是有一些公司我们认为我们有合理的把握。

我们不分析低于我们理解程度门槛的目标。我们坚持分析那些我们自认为理解得很深很透的企业，努力避免使用各种华丽的风险系数，因为坦白说，我们认为这些风险系数只是数字游戏而已。

我认为，对于所在行业五年一变、自身高度不确定的企业，你给它做出的估值没有任何意义

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

原文：巴菲特：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“附注”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“附注”。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，你不能指望从券商研报中得到任何东西。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。

唐朝：巴神手把手教你如何读财报。

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

原文：股东：我长期持有伯克希尔股票，并打算购买更多。但今年我在你写的致股东信里读到，伯克希尔正在“以我和查理都不会考虑购买的价格”出售。我知道你是个诚实的人。你会建议我继续投资购买伯克希尔吗？

巴菲特：我想你这是在利用我。（笑声）我们不建议卖，但也不建议买。我们对那个问题持中立态度。（伯克希尔 1996 年股东大会问答。）

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

原文：股东：你能谈谈你是如何决定什么是好的管理，以及你是如何决定你是否有一个好的经理的吗？

巴菲特：真正伟大的企业不需要良好的管理。我的意思是，这必须是一个很棒的生意。经营不善的企业，只有管理有方，才能成功，甚至生存。

我们物色那种了解自己的企业、爱自己的企业、爱自己的股东而且愿意像对待合伙人一样对待自己股东的管理层。不过我们还是很关注企业的基本面的。

假如我们旗下有一个经理人我们认为很优秀，但是此人在管理一个糟糕的企业，我们以前投资过糟糕的企业，我们所能采取的最聪明的行动可能莫过于把这人调出来，放到别的企业里去。

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

原文：巴菲特：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会被炒鱿鱼。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（老唐注：他指的是拥有优质资产）。（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。

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 家普遍的公司。

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。现代投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：如果你在您的生活中找到了三家很棒的公司，你就会变得非常富有。如果你理解了它们一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，那么整个商学课程一周就能教完了。

唐朝：巴芒二老再论分散与集中：分散投资是对无知的保护。

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

原文：巴菲特：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。

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

原文：巴菲特：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）（老唐注：石油大亨），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。

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

原文：股东：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。

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。（老唐注：阿里可能就是这样买的？）

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。

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

原文：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。生活中会有出乎意料的事情。不过我们的不测风云不会很多。

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。

周明芄：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

原文：巴菲特：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。

唐朝：靠做空赚钱难于上青天。

YongHua_Zhu：赚钱往往发生在（强制）平仓后。

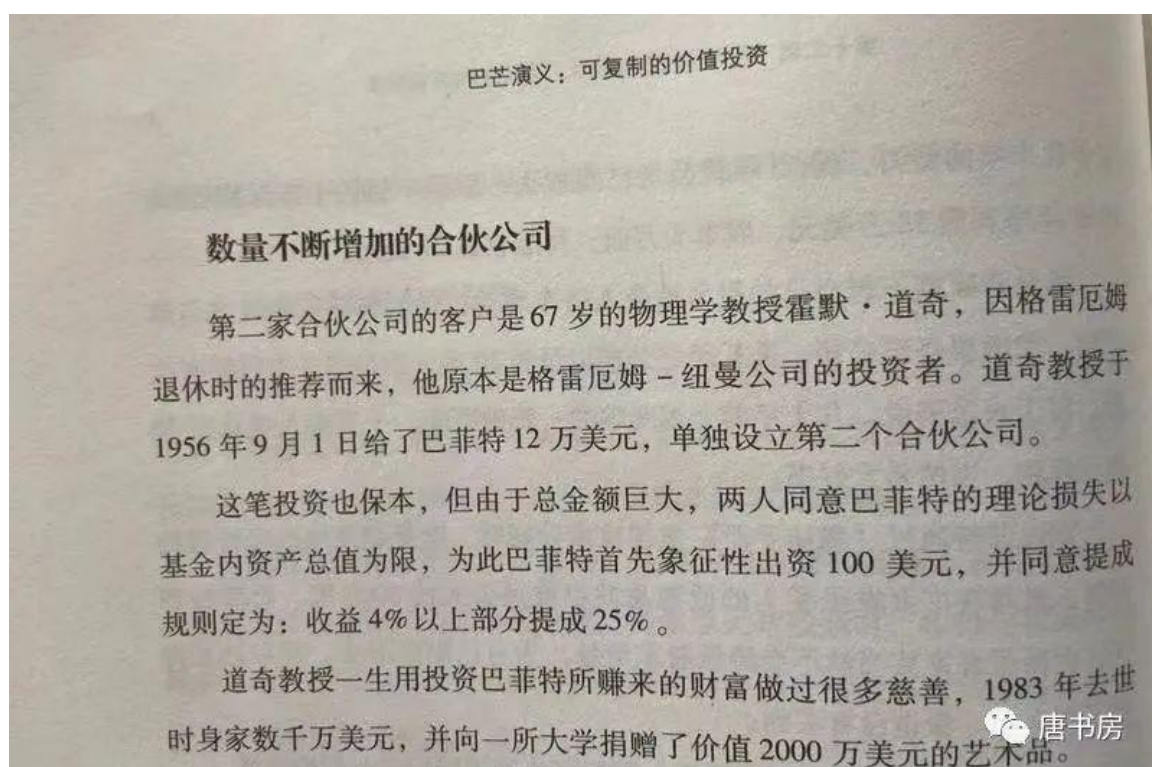
2021 年 10 月 5 日

原文：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）



（注：图片为《巴芒演义》第 90 页）

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。

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，收获亿万财富，还不忘回馈社会。Dodge deserved it。

2021 年 10 月 5 日

原文：股东：在致股东的信中，您声明，对于您的全资子公司，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业绩中扣除 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，然后计算他们的薪酬和奖金。

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。

唐朝：正好是之前某个有关母子公司资金往来提问的补充。

如花九姑娘：税前 15%的利息，税后 9%，看起来并不是很低成本呢。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

原文：巴菲特：我的意思是，它——你知道，它的优势之一——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。

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

原文：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。

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。

唐朝：电影行业的商业道德只有普通行业的一半——毒舌查理。

周明芄：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。

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

原文：巴菲特：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，它不会一视同仁的奖励所有做各种有用事情的人，就像它去奖励娱乐人士，或者能够发现企业价值的人，或者运动员，或者诸如此类的人群。

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，而如果在孟加拉国或其他地方，那就一文不值。你知道，因为我在哪里得不到回报——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，给予一些照顾。

唐朝：因为我一贯认为，村子里最富的财主，天然就是有修桥补路、施粥舍饭的义务

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。



唐书房 >



因为我一贯认为，村子里最富的财主，天然就是有修桥补路、施粥舍饭的义务。



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

原文：巴菲特：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。

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。

海月天：自宫之后，无奈自嘲。股神也是人。

2021 年 10 月 5 日

原文：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，伯克希尔的那些股票是否依旧是“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）

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）

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，

1、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；

2、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；

3、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。

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

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。



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

原文: 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，但这对于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。

唐朝：千亿身家也有做一手党的时候。

冻圣天：从今往后我买一手股票终于不自卑了。

2021 年 10 月 6 日

原文：股东：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）。

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

巴菲特：我在年报里说的并不是对市场的预测，我们从不试图预测股市。但我们确实尽力给企业定价。

如今我们发现，不论是伟大的企业还是好企业，还是中等企业或者次一等企业都很难找到我们觉得便宜的。当然，本来就不是总能有机会买到便宜货。

人们通常会忘了他们支付的价格的重要性，因为牛市的经历会掩盖理性的光芒——1997年伯克希尔股东大会。

2021 唐书房

乌鸦和猪坐飞机。

乌鸦很拽的对空姐说：给爷来杯水。

猪也学他的样子说：给爷也来杯水。

结果空姐很生气的把他们扔出了飞机，

乌鸦得意的对直线下坠的猪说：SB了吧，爷会飞！

唐书房

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：哈哈哈哈哈，第二张图让人对这段的理解更深刻呀

PunWong：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

原文：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。

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。

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

原文：巴菲特：无论如何，我们只是发觉有些企业比其他企业难理解得多。当我看懂时，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。

唐朝：变着花儿表达：“高科技是不能投，只不过那不是我们的菜”。

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

原文：巴菲特：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烦恼，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。

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。

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

原文：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，基金经理们将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）

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，为了自己的身心健康，他们可能应该离开教室。（笑声）

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)

 唐书房

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。

2021 年 10 月 6 日

原文：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 Airvwas 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 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，不过我们和这没什么关系。

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。

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

原文：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读这家企业，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，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、我们也会销售烟。但其他人的做法可能和我们不一样，我不会批评他们。

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。

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

原文：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。

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

原文：股东：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 9800 磅货物的卡车，通过一座载重量为 1 万磅的桥，且这座桥距离地面足有 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 4000 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。

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

原文：巴菲特：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 1000 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。

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

第1057篇. 2021. 12. 16 - 书房拾遗第38期

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-16

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 38 期。



wkx: 向少数股东分派股利的比例是怎么设定的？五粮液 2020 年报告，合并报表利润 200 亿，分红 100 亿，比例 50%。

但这个少数股东分配的比例大概在 80%。是双方协商好的吗？

宜宾五粮液股份有限公司 2020 年度报告全文

液集团仙林果酒有限责任公司（2019年已更名为宜宾五粮液仙林生态酒业有限公司）出资1,410.00万元（占股权比例47%）与宜宾国泰商贸有限公司（现为宜宾国泰供应链管理股份有限公司）出资1,140.00万元（占股权比例38%）、广州市矩德贸易有限公司出资450.00万元（占股权比例15%）共同设立“宜宾五粮液新生代酒业有限公司”（以下简称“新生代公司”），注册资本3,000.00万元。2016年7月11日，新生代公司完成注册登记，注册资本3,000.00万元。新生代公司董事会成员5名，本公司持有2/3表决权，故将其纳入合并报表范围。

(2) 重要的非全资子公司

单位：元

子公司名称	少数股东持股比例	本期归属于少数股东的损益	本期向少数股东宣告分派的股利	期末少数股东权益余额
宜宾五粮液酒类销售有限责任公司	5.00%	853,340,651.34	686,594,317.45	1,223,082,616.43

170 净利润
100 分红
100/170 = 58.82%
137.12 分
8.53/100 = 8.53%

唐朝：这玩意儿没有设定，没有比例，你在财报和书里都找不到指标。你要退回到原理上去，想想什么东西是“向少数股东分配的红利”，是谁分的，给谁分，为啥分……然后就清楚了。

两小时还想不清楚，你再问，我给你答案。

前山后生：这是控股子公司在向母公司分派股利，是公司体系内部全局统筹把现金放哪个实体。母公司需要资金的话，主要子公司销售公司分红比例就高一些，相应的子公司的少数股东得到的比例也就高了。

2021 年 10 月 20 日

子涵：古井贡 “其他应收款” 中的这两项算投资还是借款？

如果算投资，看看人家洋河投资的中银证券，足以见得古井投资水平真的一般般。

2019 年 12 月 31 日，单项计提坏账准备情况：

名称	期初余额			
	账面余额	坏账准备	计提比例(%)	计提理由
恒信证券有限责任公司	29,010,449.35	29,010,449.35	100.00	企业进入破产清算程序
健桥证券股份有限公司	11,840,500.00	11,840,500.00	100.00	企业进入破产清算程序
合计	40,850,949.35	40,850,949.35	100.00	--

唐朝：投资，然后亏光了。

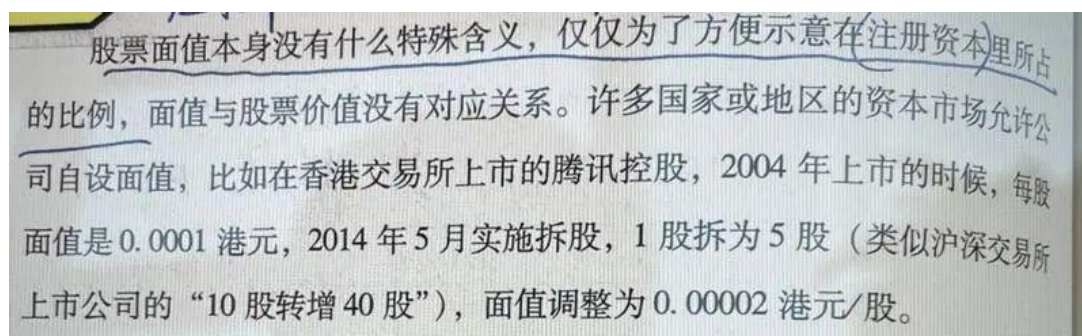
FLJ：这太狠了吧，100%计提还账。

唐朝：很多年前的投资，投资对象已破产。

2021 年 10 月 20 日

2026：学习《新手财》有个问题想咨询，156 页提到腾讯上市时每股面值是 0.0001 港元，2014 年 5 月实施 1 拆 5 后，每股面值调整为 0.0002 港元每股。

我想问，A 股也是这样么？感觉如果也是这样，A 股不应该除了 2 家之外，其他都是 1 元面值吧？



唐朝：没看懂你的问题。一拆五就相当于 A 股里的十转增四十。A 股除了紫金矿业和洛阳钼业之外，其他上市公司都是 1 元面值。

2026：首次收获唐师直接答疑，激动。唐师的意思是，a 股都是通过转增股的形式实现“拆股”的是么？那我明白了，只是转增股的话，面值不变我能理解了。

我前面问题的意思是，如果 a 股也有像腾讯拆股的这种操作，不应该只有 2 家企业面值是非 1，因为只要有其他企业拆股了，面值就不是 1 了。

唐朝：A 股规定的面值就是 1 元，送股转增都直接增加股本金额。港股的股本面值可以自己随便设——面值不管是 1 分还是 1 元，都没有什么意义，只是股东投资在股本和资本公积两个科目之间放哪里的区别。

A 股的规则更简单一些。

2021 年 10 月 20 日

唐朝：这位坦荡的朋友，笑到我刹不住车😂



留言 24 精选 11

取老唐精华，加入自己的理解，目前全仓腾讯加茅台，各50%，在此感谢，嘴上心里感谢，从不打赏付费😂!!!

10-20 21:27:05



唐书房 作者

这个坦荡的说法，倒是一时难住我了，不知道应该怎么回答你。想了想，还是夸你：干得好，就这样坚持。你的人生会省下很多的😂

10-20 21:30:22 赞 308

魏婕：如果生活中喜欢便宜占尽，会有朋友吗？

唐朝：是的。会感恩，常感恩，其实客观上就好像是向身边所有人撒下了一把“来，继续帮我吧，帮我有好处”的饵。

这不是自己境界有多高，它实际上是从边际上“刺激”更多人来帮自己。

老是满足于占人便宜的人，却是不断向四周释放着一种神秘的信号：“都走开，不要和我打交道。和我打交道，你一定会吃亏的”。

前一种人，注定会被发现似乎老是会遇到机会。后一种人，则老是靠自己苦苦奋斗。时间久了，人生差距就出来了。

好亮：如果一个人不懂得感恩，未来的路一定是越走越窄……更别说，能得到别人的爱。

唐朝：好亮总结的好。路越走越宽和越走越窄的区别，这可能算是人生宝贵经验里排名比较靠前的内容了。

好亮：跟随书房以来，您教我最宝贵的财富就是做人，投资只能排在第二。我永远忘记不了您说的那句话：“帮百万以下的人成长，比帮富人赚钱更快乐”。

如今我也踏着您的足迹，帮助可以帮助的人。做有价值的事，我便会更有价值。

2021 年 10 月 20 日

刘志桐：唐师，无论我在坐车坐飞机的时候，还是身边同事，我都能看到好多打开券商软件在看的，不管是不是技术还是趋势投资者，总的看人员还是挺多的。

但是我看唐师每篇公众号阅读量大概在 7 万到 9 万，实盘多一点 10 万+，唐师有没有想过，我们这种看企业价值的投资者占多大比例？

唐朝：“炒”股的永远是主流，这个没有人改变的了。

虽然我的文章阅读量在 10 万上下，但我个人认为书房里真正以股模式思考问题的价值投资者，可能不会超过 1 万人。

2021 年 10 月 20 日

C：分众马上就要分红了，明天买入合适吗？

唐朝：为了参与分红而买入，任何时候都不合适。

2021 年 10 月 20 日

贝巴索森：老唐一般都不怎么买小盘股，是小盘股不符合吗？因为巴菲特说过他如果资金量不像现在

这么大，他会主要在中小盘里找公司。

唐朝：也没特意，只是我比较注重历史记录优良。而恰好有优良历史记录的企业一般都已经长大了。就仿佛我们无法在小学二年级里，找到连续五年考全校第一的学生一样。

2021 年 10 月 20 日

忍默：您不买的企业（比如银保地基），是不是并不意味着买它们不赚钱，而是相比较来说，它们的确定性没有您买的高；或者，就是生意模式不是您喜欢的；或者，就是难度太高（七尺跨栏）？

唐朝：都是。确定性不够，生意模式不喜欢，难度太高。

2021 年 10 月 20 日

Dqc：唐老师每天花在阅读研究上的时间有多少？

唐朝：不太清楚，阅读是我的人生享受，几乎没事儿就读，没统计过。

2021 年 10 月 20 日

丁文超：财报里“应付职工薪酬”，有本期增加，本期减少，这两项是什么意思？正常理解不是期末数减去期初数，就等于期间的员工薪酬吗？

唐朝：2021 年元旦，你的老板欠你 2020 年 12 月工资和年终奖共计 2 万没发，这个数字就是 2020 年资产负债表上的应付职工薪酬，也是 2021 年年报应付职工薪酬的期初数。

2021 年，你每个月工资 3 万，全年 36 万，年终奖 4 万，合计 40 万，这就是“本期增加”。

2021 年内，你老板付了你 2 万+33 万（去年 12 月的工资和年终奖+今年 11 个月的工资），这就叫本期减少。

然后还欠你最后一个月工资 3 万+2021 年年终奖 4 万，合计 7 万，就是 2021 年末的应付职工薪酬。

2021 年 10 月 20 日

唐震宇：唐朝老师，你是三年后合理估值的 50% 买入。对某些公司来说，会不会很多年（3~5 年以上）找不到买点，也就是一直没有投资机会？又该如何破解？

唐朝：会。既可以寻找其他目标，也可以向我一样，提升对波动的承受能力，让自己有能力在合理估值以下就买入，到理想买点就清空现金。

2021 年 10 月 20 日

老赵：我在尝试用您提到的企业分析 30 问来自己分析一家企业。第四问是公司的核心客户是谁？

但是在财报里只会公布前五名客户的销售额占比，不会透露客户名称。请问可以从什么途径查到具体客户名单呢？

唐朝：我认为查不到也无妨。你研究一家企业，知道服务的核心客户群体是哪一拨人就可以了，不需要知道对方的公司名头，家住何处，身高多少，腰围多大。

2021 年 10 月 20 日

FREEDOM：为啥茅台要出 43 度和 50ml，250ml 这种没有销量的酒呢？

唐朝：还是有些需求，有些销量的。可能是习惯性地想“丰富产品线，更好的满足消费者需求”吧。

2021 年 10 月 20 日

刘仔头：话说老唐知道分众那些非流动金融资产大礼包里头的投资公司，都投了点啥项目？到底是怎么得到利益的呀？

唐朝：分众的这部分主要就是存款。你说的投资公司，指的是持有股权的公司吗？如果是，那利益来源就是分红、再融资、上市、或转卖。

2021 年 10 月 20 日

Mr. chen：从当前的产销关系来看，茅台尝试通过降低储酒比例来增加销量，目前的销量也从四五年前基酒产量的 70+%提高到了 80+%。

那么，随着老酒储量的不断增长，储酒比例不断降低，会不会达到产量约等于销量极限状态？

如果会，那么茅台酒的储能上限大概多少？或者说，储存多少老酒就不需要再新增储量了呢？极限状态达到时间能不能预估呢？

唐朝：这个很难估计。即便是茅台公司管理层也给不出预测，只能根据市场情况相机决策。

2021 年 10 月 21 日

人生何必太计较：请问期权的风险大不大？

唐朝：期权是一种杠杆倍数很高的金融衍生品，风险相当大。以我有限的认知能力判断，普通投资者参与进去，说九死一生算低估的，长期看基本是十死无生。

2021 年 10 月 21 日

匆匆过客：陕煤 9 月份的煤炭产销量同比下滑，是不是说明小保当煤炭 9 月份还没恢复生产，假设到 11、12 月才恢复生产，还能完成年度核定产能么？能不能在一两个月内完成四五个月的产能呢？

唐朝：不知道，推理上不会那么干。一者公司没有赶着今年将煤挖出来卖的迫切需求，二者那样赶工开采容易出安全事故。只有弊没有利的事情，没人会干的。

其实产量部分是今年无需关心的变量，本身波动很小，虽然九月是下降的，但总体还是上升的。今年起作用的核心变量是煤价。

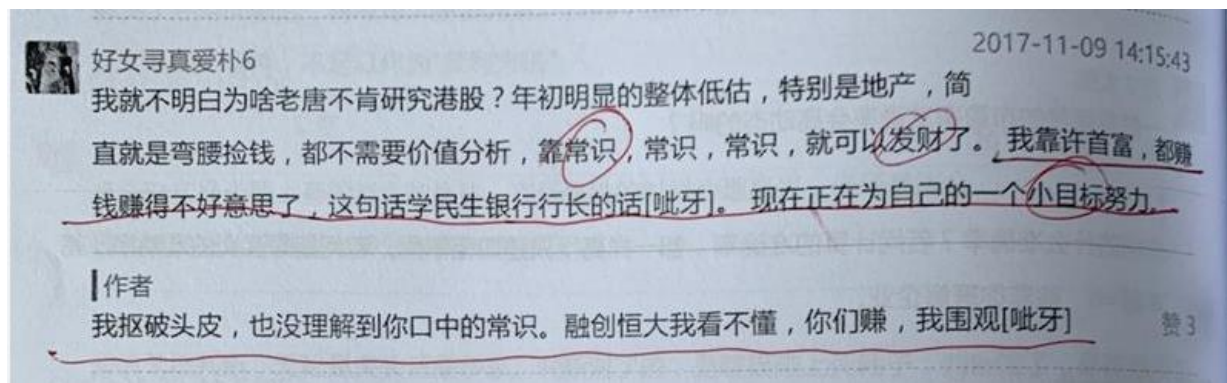
2021 年 10 月 22 日

lisfranc：偶然翻到书房旧文里这个留言，此时此境，百感交集。

不知道那位只靠“常识”就发财到不好意思的读者朋友，有没有实现他的小目标。

啥才是常识？股市是可以改变命运的地方，却不是能够发财的地方。这看似矛盾的观点，需要经过多少痛才能领悟。

感谢感恩唐书房，文字打败时间，沉淀出生活的真相与生命的意义。



唐朝：这一围观，就是四年。四年后回看这条对话，还真是百感交集。

2017 年 11 月 9 日这位朋友发留言“凭常识就可以发财，要靠许首富实现一个小目标”，当日收盘价 30.8 港币（前复权 25.92 港币），到今天 2.69 港币，跌掉约 90%。

股市赚赔先抛去一边，不知道这位朋友对她/他口中的“常识”二字有没有新的认识？

另外，趁着这个案例，也可以发现心中没有估值锚，对企业究竟值多少钱没有判断的时候，因为跌了很多去“抄底”是多么可怕的事情。

假设你从这位朋友发言时的 25.92 起算，到腰斩后的 13 元附近抄底，至今你还是能亏出去 80%。甚至你再等一个腰斩后 6.5 元去抄底，你依然会亏损约 60%……

2021 年 10 月 24 日

老江湖：老唐，现在还有分众的三季报没公布，今天放量大跌，会不会有些许担心。

唐朝：如果投资需要担心这些，那恐怕会早早变秃，得不偿失。

这么说吧，在我看来，但凡担心这些的，基本上没有什么希望在股市赚到钱。要在股市赚到钱，必须要视放量大跌、放量大涨的这些市场动态为垃圾信息才行。

2021 年 10 月 27 日

价投 Daniel：老唐，洋河的存货从 2019 年到 2021 年三季度分别是 133.01 亿、135.58 亿和 149.91 亿，明明存货越来越多，而合同负债也在不断增加。

是公司供不应求，但不发货，销售商急着打款订货吗？应该怎么理解呢？

唐朝：这是对存货的错误理解。存货里大部分是基酒，不是成品酒。

2021 年 10 月 27 日

Meng：巴芒演义后面附录里那些书你全看过？

巴菲特有一段投资经历，巴芒演义里没有提到。就是巴菲特曾经有一段时间买过白银期货，不知道他买白银做什么，和他风格不像啊？

唐朝：都看过，且不止那些。

巴菲特买白银，就是一种投机，当时他认为需求增长大于供应增长，白银价格会大涨。

但实际上最终没赚到什么钱，买的太早，卖的太早。是个不值得的一提小案例，因为与巴芒演义主题无关，所以没有收录。

2021 年 10 月 27 日

清风弗山冈：如果研究财务报表就可以致富的话，那么所有的会计师和经济学家都成富翁了。最重要的还是战略，你选择洋河本身就是一个错误。

唐朝：坚决支持你的想法，无限崇拜你有能力研究战略。我只想请问：“我有没有权利选择错误？我嫌钱多，就想亏几个出去，可以不？”

如果可以，请你取消关注，避免我的文章干扰你研究战略致富，也防止你干扰我研究报表的亏钱大计。

2021 年 10 月 27 日

第1058篇. 2021.12.18 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答③文字版补发

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-18

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。本系列已推送文章，请点击[经典陪](#)

原文：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。

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。

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

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),打个八折从银行抵押贷款 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

原文: 芒格: 没错。我觉得喜诗糖果的案例对我们所有人来说都提供了有趣的教训。就像沃伦所说的那样——这是我们第一次购买品牌企业。对我们这些习惯于以 50 美分买 1 美元的人来说,这是一次艰难的跳跃。

有趣的地方在于,如果当初喜诗糖果的卖方要价再高 10 万美元,我们就不会买了。我们那时就这么傻。这可是沃伦在接受了本·格雷厄姆这位世界上最优秀的金融教授的培训,以及每周和他共事 90 个小时之后的情况。

巴菲特:我们那时候还一起吃了很多巧克力。(笑声)

芒格:没错。我们当时学习吸收世界上的一切事情。我的意思是,我们只是没有受过足够的训练来做出正确的决定。碰巧的是,他们没有要求额外的 10 万美元。于是我们买下了喜诗糖果。然后随着它的成功,我们也不断学习。

我觉得,这表明投资这项游戏的名字叫不停地学习。即便你接受过良好的训练,即使你天赋异原,依然需要不断地学习。

这让我想起了一个有些微妙的问题——人们有时说我和沃伦是两个“不断老去的高管”。(笑声)

我不知道“不断老去的”这个形容词到底是什么意思,因为我不知道有谁会越活越年轻。(笑声和掌声)

但是你们这些持有伯克希尔股票的人,赌的是我们这两个依然被人称为“不断老去的高管会不断学习——在某种程度上,至少在年轻一些的接班人接班之前的一段时间是这样。

巴菲特:对的。如果我们那时候没有买下喜诗糖果并经历随后的发展(喜诗糖果随后的发展让查理和我明白了一些道理),我们就不会在 1988 年买入可口可乐。我的意思是,在我们如今从可口可乐的投资中赚到的 110 多亿美元中,有很大一部分要归功于喜诗糖果。

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。

自在行风:这段话看到过好多次,重温依然觉得投资真的是无止境的事,一个人从事自己喜欢一生学习不完的事业也是一种幸运。

无名:喜诗是巴芒两位大鱼的龙门啊!

欧鼎王靖：这是巴芒的一小步，却是价值投资者部落的一大步。

2021 年 10 月 6 日

原文：股东：我的问题是，如果有人想成立一家像你 30 或 40 年前那样的公司，你对他们有什么建议？
你和我们分享一些你的智慧吗？谢谢你！

巴菲特：我们建议的第一件事就是他们给我们提成。（笑声）

查理，你来接手。你比我更想重新开始。（笑声）

芒格：我想坦率地说，这是一个我通常回避的问题。

我始终相信，要把基本的思维工具放在合适的位置。

我一直相信，现实生活中，最好是通过报纸等媒介去学习别人失败或痛苦的经历，而不是人亲自去体会。

我认为这不仅能在生活中创造成功，还能让生活更有趣。所以我主张理性思考。把自己变成另一个沃伦·巴菲特的具体技巧，留给你，沃伦。（笑声）

巴菲特：嗯，有一件事我想说的是一首先，我认为有很多机会。我会做一些我喜欢的事情。我不会特意去做某件事，只是因为我认为它会让我过上一种我以后会享受的生活；只是因为如果我赚了很多钱，我会更快乐；或诸如此类的事情。

我从来没那么做过。我认为你会做好你喜欢做的事情。我觉得在生活中忍受——要知道查理和我曾在杂货店工作——是很疯狂的。我们当时并没有在杂货店上投入太多精力。

要是说，只是为了赚钱而开一家真正的公司，那我觉得这太疯狂了。

如果我们只是为了钱，你知道，很明显，我们早就退出了。

唐朝：有些事情无需去体验，“看别人吃一堑，让自己长一智”会更好。——芒格

只为赚钱（没有兴趣，没有激情）是走不远的。——巴菲特

南华山色：能做喜欢的事情，顺便还让自己成为巨富，还有什么更美妙的事情吗？没有了。

2021 年 10 月 6 日

原文：我们根本不关注资本流动。换句话说，我们并不真正关心谁在买卖证券。总会有人在买卖每一个证券。

很明显，你可以关注买家。你可以关注卖家。你也可以说现在每月有 200 亿左右的资金进入股票基金。

但这对我们没有任何影响。我们感兴趣的只是生意的价值。不管人们关注的是什么——可能是市场信号，也可能是美联储将采取的行动，人们关注的对象会改变。

但我们一点也不关心是谁在买入或者卖出——除了公司在回购，那我们会很高兴。资本流动以及所有这些宏观因素，跟我们的所作所为没有任何关系。我们埋头于购买企业。

不管什么时候，也不论你买什么股票，应该问问自己，如果股市关闭五年，我还会买它吗？”我觉得这是一种不错的心态。如果你的回答是肯定的，表明你买入的是一家企业。如果的答案是否定的，说明你关注的对象可能是错误的。

唐朝：别瞅傻子，瞅地。五年不开盘还会买吗？——这个问题不是否定流动性的价值，而是检查自己的思考出发点：如果没有傻蛋儿接盘侠，资产本身创造的回报是否已经令你满意？

如果答案是 yes，那就大胆投。放心，股市没有真的关门，接盘侠一定会来。如果答案是 No，不好意思

思，你非常有可能是最后一棒接盘侠。

苏飒：这个问题太好了，发人深省

Eva 艺桦：经过老唐的中翻中后理解老巴一点也不费劲，秒懂。

2021 年 10 月 6 日

原文：巴菲特：对我来说，很容易弄清楚可口可乐是软饮料公司、吉列是剃须公司、迪斯尼是娱乐公司，而我很难弄清楚哪个是制药公司。

但我不是说你做不到。我只是说这对我来说很难。

我们几年前就开始买了其中的一家公司。我们应该继续，但是我们没有，因为它上升了八分之一，而且——（笑声）

你们的主席有点不愿意遵循它，这是一个可怕的错误。

但我想说最大的一我们本可以买下整个行业，在不同时期都做得很好，尤其是当人们认为克林顿健康计划的威胁给制药行业蒙上了一层阴影的时候。

那时候你可以买下整个行业，做得很好。我们没有这么做。这是个错误。

查理芒格：总的来说，很难想象有哪个行业对消费者更有好处。当你想到孩子们过去和现在的死亡方式，他们很少死亡。这是一个非常棒的生意。这是美国文明的荣耀之一。

但我们很欣赏它。但我们没有参与其中。

巴菲特：我们错过了很多东西。我对此非常认真。我们错过了一些本不应该超出我们能力范围的事情。有很多事情是我们无法理解的，但也有一些是我们无法理解的。我们只是错过他们。

唐朝：因为买了之后价格涨了一点，就想等等再说，然后就永远错过了心仪企业。这样的故事在巴神身上也有。

这问题看似简单，其实是挺难的，关键是“度”很难把握。

究竟什么情况下坚守原则，不到价不买？什么情况下不要太计较多出几个点的小钱？事后总结易，事前规则难。

周竞波：最佳买点与合理估值之间，根据自己对企业的确定性理解度可选择追加部分仓位，算拿个安慰奖。合理估值之上就等吧，下跌更好。

欧鼎王靖：这翻译要不是老唐揉碎了喂，真的会看的很累

2021 年 10 月 6 日

原文：巴菲特：1954 年道指从 280 点上涨到 404 点左右，涨幅略高于 50%。

1955 年 3 月，由于道指上涨了这么多，当时他们做了什么呢？他们决定对此召开一次国会听证会。

因此，在 1955 年 3 月，Fulbright 担任主席的银行和货币委员会在参议院举行了听证会。我的老板本·格雷厄姆被叫去作证。阅读当时的听证会的材料很有趣。伯纳德·巴鲁克当时也去了，出席听证会的人形形色色。我家里有这场听证会的文稿。

本在发言的开头对当时的市场状况发表了他的看法，他认为股市的估值水平看起来很高，实际上确实很高，不过没有看起来那么高。（笑声）

唐朝：出个阅读理解题：你认为本杰明·格雷厄姆这段绕口令一样的话，表达的真实意思是什么？——注意，我先提示这段话不是废话。国会书面发言，61 岁的格老不会上去就劈头盖脸丢段废话的。

永不后悔：因为当时潜在的企业盈利增长速度很高，所以看起来高的估值没那么高，和前几年比，也确实高，不是他喜欢的低估值那种情况了。

hyg007：静态 40Pe 看起来高，40Pe 也确实高，但考虑到未来几年利润确定性的高增长，它肯定没看起来那么高（Pe 会大幅下降），我好像在说茅台一问题是啥来着？

Mr. chen：涨了很多，所以看起来很高。实际上很高，是说相对于历史水平来看，属于较高水平。没有看起来那么高，意思是以前低估了，现在结合盈利水平来看，没有直观看上去那么高。我又一本正经的胡说八道了。

刘方：跟历史估值比起来有些高，而且近一年涨的比较高所以看起来比较高，但跟企业内在价值比起来其实不算高。

观霖：他认为股市的估值水平相对于企业过去的盈利水平而言高了，事实是相对过去的盈利水平确实是高了，但其实相对于目前及未来企业可能的盈利水平来说，不算高。

伯涵：尝试一下中翻中，看起来很高：280 点涨到了 404 点，上涨 50%；实际上很高：404 点肯定不便宜；没有看起来高：毕竟 1929 年高点就已经 381 点了，二十多年过去了，只不过刚刚恢复原来的水平，但美国的经济状况早和先前大不一样了，因此没有看起来那么高。

Anchor：高低在于“参照物”，也就是看和谁比较。看起来很高是指道指从 280 涨到 404 涨幅达到 50%，和历史低位比较已有较大涨幅，不过实际虽然也很高，但没有看起来那么高，应该是指“和企业合理估值比较”，并没有道指涨幅看起来那么夸张。

无名：1929 年和 1932 年的经济危机对股市造成了毁灭性打击，直到 1954 年，道琼斯工业平均指数才回到 1929 年的高点 481 点。短期看指数大幅上涨，单纯从指数看确实估值挺高的，但是经过 20 多年的发展，相对于目前企业内在价值来说，估值其实并不算高。

唐朝：全是聪明娃儿，难不住

2021 年 10 月 6 日

原文：芒格：全世界我最喜欢的一句话是爱因斯坦说的。他说“每件事都应该尽可能地简单，但不要太简单了。”我认为这描述了我们面临的现实。

巴菲特：查理最喜欢的是本·富兰克林。这可能是真的，不是吗，查理？芒格：没错。

巴菲特：我们从本那里得到的比任何人都多。“管好你的店铺，它就会管好你”诸如此类的话。我的意思是，我们只是一一我们被那些东西压得喘不过气来。（笑声）

芒格：“三次搬家就像一次失火一样好【坏】。”“空袋子很难直立。”（（笑声）这是伯克希尔的圣经。巴菲特：没错。

芒格：我曾经听沃伦说过，“我之所以在财务上如此保守，是因为我不想知道如果我手头拮据，我会表现得多么糟糕。”（笑声）

巴菲特：我觉得我们最好在这里打断查理。（笑声）

唐朝：划线这句话，让我想起古龙某本武侠小说里，让人印象深刻的类似妙语：一个人若是没有钱，就好象一口空麻袋，永远都没法子站得直。

小威：来自古龙的《欢乐英雄》第 4 章。

有人说：钱可通神。

有人说：金钱万恶。

但无论怎么说，钱也是任何人都不能缺少的。一个人若是没有钱，就好像一口空麻袋，永远都没法子站得直。

听雪：我想起了书房某篇旧文里的一句话：年龄越大，越没有人会原谅你的贫穷

2021年10月6日

原文：股东：第二，和刚刚另一位先生的问题有关，如果你不使用更高的贴现率来调整风险系数，那你如何对风险进行调整呢？

巴菲特：第二个问题是，我们只需要在无风险利率计算的现值基础上，以较大的折现来购买。

如果利率是7%，我们就把它当作贴现率来折现——查理说我从来没有这样做过，他是对的一但在理论上，如果我们把未来现金流按照7%进行折现，我们在这个折现值基础上给予较大的折扣，以保证我们的安全边际。

唐朝：直接按照债券估值，然后打对折。欧耶

何杰林：老唐估值大法的发源地原来在这里，哈哈。

2021年10月6日

原文：股东：请您分享一下，格雷厄姆与多德与菲利普·费雪之间的投资理念和投资方式对您的影响，在您的投资理念和投资方式中，他们的思想分别各自占比多少呢，请就他们分别作出评论。谢谢。

巴菲特：你是想精确到千位数还是小数点后四位？（笑声）

芒格：你更接近格雷厄姆。

巴菲特：不管是谁，你只要追随任何一方都会有好的结果。

很明显，格雷厄姆对我的影响比费雪大得多。我为本工作。我在本的指导下上学。他的一我称之为成功投资的三个基本理念——将股票视为企业，对市场持有正确的态度，并在安全的前提下运营——都直接来自格雷厄姆。我并没有发明这些理念。

菲利普·费雪让我更明白了一个想法，那就是努力寻找美好的事业。

和本在一起，这真的是偶然的，至少在我认识他的时候。他年轻时的情况可能有所不同。但这并没有——整个过程并没有——整个赚钱的过程并没有引起他的兴趣，他感兴趣的东西能太多了。

而我只是觉得赚钱的过程很有趣。因此，你知道，我花了更多的时间——更多的时间思考投资和商业。我对商业的思考可能比本还多。他还有其他感兴趣的事情。

所以我对比赛的追求和他的有所不同。因此，衡量我们两人的记录，实际上是一两个记录——并不合适。我的意思是，他在跑胜利圈（最后一圈）的时候，我还以为我是在和整个场赛跑呢。

芒格：但格雷厄姆也有一些盲点，部分是出于职业道德的天性。他在寻找适合所有人的教学方法，任何聪明的门外汉都能学习并做好的投资方法。

如果这就是你所要寻找的格雷厄姆的局限性，因为投资太难理解，也太难解释，以至于你不会像格雷

厄姆一样去行动。

但对巴菲特而言，只要能赚钱，那就没有这种局限。（笑声）

巴菲特： 对的。如果我们出去和管理层谈话，本会觉得这是作弊，因为他觉得读他书的人——很多是住在爱达荷州的波卡特洛（一个很小的城市），并没有条件出去见上市公司的管理层。所以他没有，我们也没有。我的意思是，当我在格雷厄姆-纽曼（Graham-Newman）公司工作的时候，我想我在那里的21个月里从来没有拜访过管理层。他只是——他不确定拜访管理层是否有用。

但如果它是有用的，那这意味着他的书并不是所有人需要的，因此，你必须添加一些东西。

而我发现出去和人们谈论他们的生意、和竞争对手、供应商、客户等等交谈，都很有趣。本不认为这有什么错。他只是觉得如果你必须这么做，那么他的书并不是完整的答案。也并不想做任何他的书的读者做不到的事——比如他在荒岛上呆很久，只需要对经纪人说一句话就能解决的事。

芒格：但如果你停下来想一想，格雷厄姆戴着一副很黑的眼镜，正在玩“钉驴尾巴”（Pin the Donkey）的游戏（注：一种蒙着眼找东西的游戏）。当然，沃伦会使用他能找到的最大的绣索灯。（笑声）

巴菲特：现在我们仍然找不到驴呢。（笑声）

唐朝：二老谈格雷厄姆和巴菲特的区别。对于格雷厄姆而言，赚钱不是他的核心兴趣，用且只用他写给读者的方法赚到钱（绝不多加其他技能），才是他真正的投资乐趣所在，因为那证明了自己写的书，分享的方法是有效的。

巴菲特则不同。尽最大努力推动财富值尽可能高速、持续地增长。这就是巴菲特的乐趣，为此，巴菲特永远保有 openmind。

唐朝：芒格还曾指出过格雷厄姆体系的另一个缺陷，这缺陷和格雷厄姆经历了大萧条有关。就是他眼中的未来是黑色的，是充满危险的；他忽略企业性质和企业管理人的作用……（下图来自《巴芒演义》）

但因为巴菲特自接触格雷厄姆，就一直依赖老师传授的绝招持续赚钱，加上长期和格雷厄姆在一起工作，受到格雷厄姆人格魅力的影响比较大，所以头脑里很难树立起对格雷厄姆思想的质疑。芒格没有这种崇拜。他经常对巴菲特说：格雷厄姆有些思想非常愚蠢；他的盲点在于总是认为未来充满危险，而不是充满机会；他忽略企业性质，将不同企业的账面资产视为同样意义的数字比较，这绝对是荒谬的；掌管资产的人也是决定资产价值的重要组成部分；等等。

209

唐朝：截图里“和整个球场赛跑”这句翻译，没看懂是啥意思。

NaraEllen：唐老师好，我把问答原文与翻译以图片的形式附在后面。

唐老师好，我没有找到这场大会的文字稿，只找到了现场视频，我试着听译了一下。原文会尽量完整记录巴神的原话，但可能年龄有些大了，巴神说话有些重复和不太清楚。

原文/译文：

I enjoy making money more than Ben (Benjamin), I mean candidly. With Ben, it really was instanal (音译，没有找到这个单词) at least by the time I knew him, maybe different when he was younger. The process of whole game did not interest him more than dose other things may interest him. With me I just found it interesting, therefore, you know I spend wide more percentage of my time thinking about investing and thinking about business, the probable way of business. Ben had other things interested himself.

坦率地说，我比本杰明更喜欢赚钱。对于本杰明来，至少在我认识他的时候，不那么爱赚钱这件事真的是他的一种本能，也许在他年轻的时候有所不同。对他来说，整个游戏（注：将投资比作是一种游戏）过程并不比其他事情更有趣。对我来说，我只认为投资很有趣，因此，我花了更多的时间来思考投资、思考商业，以及思考商业的可能形式。本杰明还对其他事情感兴趣。

I pursued the game a quite bit differently than he did. and therefore, measuring the two records is not a proper measurement. I mean he was doing victory lap while I still thought I was running against on the whole field.

我对投资游戏的追求与他有很大不同。因此，直接比较我俩的投资记录不太合适。在投资这场游戏中，当他已经在跑最后一圈时，我仍然在赛场上继续奔跑。

我的看法：从原文来看，巴神把先是把投资比作一场游戏（game），而本杰明对这场游戏有一点兴趣，但同时还对其他事情感兴趣，而巴神只对这个游戏有兴趣。**本杰明认为这场游戏是短跑，跑完最后一圈就不跑了，他还要去做点其他更有意思的事情。而巴神认为这场游戏是长跑，他会一直跑呀跑，不断学习不断精进。**

唐朝：感谢感谢，辛苦辛苦

2021 年 10 月 6 日

原文：股东：在《证券分析》第一版（1934 年版）中，本·格雷厄姆讨论了新时代理论及其对证券投资行业的影响。

现在，我们看到华尔街上很多分析师的书面报告和言谈都在重复这些东西。考虑到 1900 年的普通股历史回报率在 7% 左右，加上统计学上的均值回归概念，难道你不觉得我们现在所处的时期很危险吗？

巴菲特：你提的问题的答案是我们不知道的，至少我们不知道市场将怎么走。我并不认为可口可乐公司的处境很危险，或者处于一个危险的时代中。同样，我也不认为吉列或麦当劳或富国银行以及喜诗糖果等其他我们全资控股的公司的处境很危险。

唐朝：巴神在 1998 年 5 月说的划线这句话，当时处于左边月线图第一根 k 线位置。

一个月后暴跌。一直到大约十二年后，股价才重新回到 1998 年 5 月位置（期间有分红收益）。



这个案例对巴神的思想体系冲击其实挺大的，也产生了一些特别有价值的思考，我在《巴芒演义》里详细分析过。

正是巴神的这些反思，指导了我脱离“好企业死了都不卖”的所谓纯正价投思想，建立了“明显高估会卖出”以及设置“一年内卖点”的作法。

Mr. Bigshot: 这对老唐的体系完善也起到了飞跃的作用。

TB: 好企业死了都不卖这句话传遍世界，应该主要也是巴神的功劳。

天天向上拱一卒: 看巴神吃一堑，让我们长一智。

多看一二: 看的都是一样的书，“思考”才是关键啊……

星尘: 这种手把手的解读真是收获多多。

2021 年 10 月 6 日

原文: 巴菲特：赚钱和发现一个好行业之间有很大的区别。本世纪上半叶美国最重要的两个行业——可能是世界上最重要的两个行业——那就是汽车工业和飞机工业。

如果你早在 1905 年左右就预见到汽车或者飞机会给世界带来什么——更不用说这个国家了，你可能会认为这是一种很好的致富方式。

但是，很少有人是靠汽车工业发家致富的。在那段时间里，通过参与航空业而致富的人可能更少。

每天有数百万人飞来飞去，但是通过它们赚了钱的人的数量非常有限。

无数资本已经在破产中损失了。这是一桩糟糕的生意，但这是一个了不起的行业。

唐朝: 一个了不起的行业，完全也可能是一部功率强大的碎钞机。投资，不能为情怀买单——当然，不是说人不可以为情怀买单。

情怀可以不考虑回报率，用投资赚来的钱去支付就挺合适。

志勇: 对耶，我这里也有个疑问，我们抛开疫情不说，在正常年份，每天有上百万人飞来飞去，为什么投资航空业不赚钱呢？

唐朝: 固定成本巨大+产品/服务同质化，导致了设备更新互相拼，日常养护成本高，同时市场采用价格战竞争是常态。

好亮: 1. 买飞机很花钱，天量的钱，一架中型客机的成本价最低都要 1 亿多欧或者美刀。

2. 修飞机很花钱，比买新飞机花的钱还多，因为一架飞机能服役几十年，波音或者空客提供的零配件贵的离谱，超出常人想象。

3. 维护飞机很花钱，日常保养的支出很惊人，飞行员随便踩一脚刹车，就是一百元。你就想象成你开

车，点一脚刹车，一百元没了……

4. 养飞行员很花钱。人越多越花钱。

5. 培养飞行员很花钱，在基地一个飞行员真机飞行训练一次，等于他十指带满金戒指，一天就报销了。

6. 航空公司经常打价格战，票价比谁卖的更便宜，这样一来，只要飞机一起飞就亏本，飞的越多越亏本。

7. 航空公司最喜欢搞一种竞争是，我的飞机最先进，飞机最年轻，让外人觉得就很安全，这样的结果，导致成本飙升。

8. 大多航空公司机构臃肿，有无数的闲职需要飞行员来养。

9. 航空业受外部影响极大，一旦国家经济不景气，坐飞机的人就急剧下滑，一年的亏损能把前几年辛辛苦苦赚的利润一笔勾销。有兴趣你看看国航的 F10。

10. 这个行业的风险大，安全压力极大，如果出现恶劣的飞行事故，这个公司可能就跨了，投资人的投资也就打水漂了。

.....

总之不是投资的好行业，就是芒格说的：我恨这种公司！

唐朝：资深机长亲自现身说法，更精准详细了

好亮：献丑了主要是，对于投资来说，我恨透了这个行业。就是您说的“碎钞机”，身边无数的朋友都栽这上面了。希望对书房的朋友有帮助，让别人的教训成为我们的经验。

幸有我来：劳动力密集，资本密集，价格战魔鬼黑三角，铸就了碎钞机行业。

2021 年 10 月 7 日

bp：一个人从事一个行业，就是放弃了他可以从事其它行业的收入。如果他在该行业所获利润低于他从事其它行业的收入，那么他是亏损的，应该改行。

同样，如果他在该行业获得的利润高于其它行业，那其它行业的从业者就是亏损的，就会有竞争者改行来降低这个行业的利润。

我想，这部分解释了老巴“为什么大部分企业的回报率都趋于相似”的问题。

唐朝：对，资本的逐利天性。和劳动者找工作道理是一样的。

2021 年 10 月 7 日

原文：股东：下午好，巴菲特先生和芒格先生。我的名字是 Keiko Mahalick，我是沃顿商学院的 MBA 学生，但请不要因此而反对我。

巴菲特：我们不会。（笑声）

我从来没有过那么高的学历。我是一名本科生。（笑）

股东：你能解释一下在你的现金流评估过程中，你是如何区分不同类型的企业的吗？例如，在对可口可乐和 GEICO 估值时，你如何解释它们的未来现金流风险的差异？

巴菲特：我们不担心传统意义上的风险——就是沃顿商学院教你的。我们——（笑声）但这是个好问题，相信我。如果我们能完美地预见到每一项业务的未来，无论是运营有轨电车还是销售软件，都不会有什么不同，因为从现在到审判日，我们所衡量的所有现金，都是属于我们的。

公司所从事的行业没有任何意义，除了它可能告诉你一些关于产生现金的能力差别。但一旦现金变得

可自由分配，行业差异对现金的质量就没有任何意义了。

从本质上看，风险是一种对未来业务的判断。换句话说，如果我们认为我们只是不知道未来会发生什么，这并不意味着它一定有风险，这只是意味着我们不知道——而这对我们来说是有风险的。对于了解业务的其他人来说，这可能没有风险。

如果是这样，我们就放弃。我们不会试图预测我们不了解的事情。

我们不会说，“我们不知道会发生什么，所以我们将它折现率定为 9%而不是 7%”，这个数字甚至我们自己都不知道。这不是我们的方法。

我们认为，一旦它通过了一个门槛测试，即我们对某件事相当确定，那么同样的折现因子将适用于所有事情。当我们购买这些企业，我们试图只做我们非常确定的事情。所以我们认为所有的资本资产定价模型——以及其推理比如不同的风险调整回报率等等——我们认为这是无稽之谈。

而我们确实认为，如果我们不确定未来会是什么样子，那么在这种情况下，试图去做出价值评估，也是毫无意义的。

我们不认为你可以因为说它更有风险，而用更高的贴现率来弥补。所以我不认为如果我用更高的贴现率是有意义的。这不是我们处理事情的方式。

唐朝：一旦它通过了一个门槛测试，同样的折现因子适用于所有公司——巴神。

符合三大前提的公司，都使用同一套估值模式，不管它所在的行业是什么，历史市盈率是多少——某胖。

司空：巴神的话看了好几遍，感觉不如某胖的通俗易懂。

2021 年 10 月 7 日

原文：巴菲特：我从未想过，为了保持竞争地位，吉列是否需要多花 1 亿美元，或少花 1 亿美元。我想这个幅度甚至比它报表所记录的折旧还要小得多。

航空公司就是一个很好的例子。在航空公司，你知道，你必须不停地花钱。如果花钱有吸引力、你就得疯狂地花钱；如果花钱没有吸引力，你也得疯狂地花钱。这只是游戏的一部分。

即使在我们的纺织行业，为了保持竞争力、我们也需要花费大量的钱，而没有任何必要的当我们把钱花完的时候，没有任何明显的赚钱前景。

这些都是真正的陷阱。它们以这样或那样的方式生存，但它们很危险。而在喜诗糖果（See's Candy），我们希望能够花费 1000 万、1 亿、5 亿美元，并获得与过去类似的回报。

但不幸的是，没有好的方法可以做到这一点。我们会继续寻找，但这不是一个能通过投入资本就产生利润的行业。

在飞行安全公司（FlightSafety），需要通过资本创造利润。你需要更多的模拟器，需要训练更多的飞行员，因此需要资本来创造利润。但在喜诗糖果（See's Candy）并非如此。

在可口可乐，特别是当新的市场出现的时候，在中国或者东德（也就是前苏联）或者类似的地方，可口可乐公司自己会经常进行必要的投资来建立装瓶基础设施以迅速占领这些市场。

你甚至不需要计算它们，你只知道你必须这么做。你有一个很棒的生意，你想把它传播到世界各地，你想充分利用它。

你可以计算投资回报，但就我而言，这是浪费时间，因为你无论如何都要这么做，而且你知道你随着时间的推移主导这些市场。最终，你可能会随着市场的发展，把这些投资投入到其他灌装系统中，因为

你不想等着传统的灌装商来做这件事，你想在那里自己干。

顺便提一下，讽刺的是一也许会从中得到乐趣，特别是对于一些年长的股东——当柏林墙倒塌时，可口可乐进入东德市场，在那里，可口可乐是生产自敦刻尔克的装瓶厂。

因此，这里有某种诗意的（人群的嘈杂声）讽刺意味。查理，你有什么要说吗？

芒格：沃伦在很久以前就说过，好的企业和坏的企业之间的区别通常是好的企业会做出一个又一个简单的决定，而坏的企业会给你一个可怕的选择并且让你很难做出决定——这真的会奏效吗？它值这么多钱吗？

如果你想要一个系统来确定哪个业务是好业务，哪个业务是坏业务，那么只需看看哪个业务一次又一次地让管理层烦恼就行。

简单的决策。比如对于我们来说，决定在加州的一个新的购物中心开一家新的 See 's 商店并不难，很明显，这将会成功。

另一方面，如果公司有很多的决策摆在你的办公桌上，那非常糟糕。总的来说，这些企业运作得并不好。

巴菲特：我在可口可乐董事会已经有 10 年了，我们有一个又一个的项目，总有一个投资回报率。但这对我来说并没有太大影响，因为到最后，你所做的任何决定，都巩固并扩大了可口可乐在全球的主导地位，而这个行业正在以惊人的速度增长，而且具有巨大的内在潜在盈利能力，你的决定将是正确的，你的员工会很好地执行这些决定。

然后查理和我坐上了 USAir，然后痛苦的决定就来了。问题是，投资人是否知道，你买的是东方号，还是别的什么？

你花光了所有的钱。然而，只是要想玩这个游戏——保持交通流量和连接乘客。你必须不断做出这些决定——你是否要在某个机场多花 1 亿美元。

航空公司它们很痛苦，因为它们一次又一次没有任何真正的选择，同时它们也没有任何真的信念、让它们坚信这些选择和投入会在以后转化为真正的金钱。

一种游戏是强迫你投入更多的钱而不知道你手里拿的是什么牌，另一种游戏是你有机会投入更多的钱，因为你知道你一直都是赢家。查理？我们为什么要投资 USAir？（笑声）

唐朝：都是再投资，但一种生意是被迫投入更多的钱以避免在竞争中被落败，另一种是清楚的知道投下去的钱会变成更多真金白银回流回来——我们规避前一种生意，寻找后一种生意。

万能的胡大师：这种情况也像打猎，第一种是猎物护甲太厚，虽然打中了一枪但打不死，逼迫你不得不打第二枪第三枪...，否则前面的子弹就白打了，后期要浪费很多子弹，搞不好子弹钱能赶上猎物的价值。

第二种是护甲薄还肉多的猎物，一枪搞定一只，第二枪可以搞定更多的猎物。我们避免第一种猎物，我们只选择第二种猎物！

2021 年 10 月 7 日

原文：股东：你好。我叫尼尔森·阿拉塔，来自南加州。

我有个问题。它与内在价值或任何股票无关，而是更多的关于房子。（笑声）

我还很年轻，我还没有房子，我正在考虑不久的将来买房子。为了做到这一点，我需要支付首付，这意味着我可能要卖掉我的股票。我想知道你是否能提供一些关于什么时候是买房的最佳时机以及你对应该

付多少首付的一些见解——（笑声）——以及首付比例、买房时机与利率以及可用现金和股票市场的关系。

巴菲特：查理马上就会给你答案。我只讲一个故事，当我结婚的时候，我们一开始确实有 1 万美元，我告诉苏西，“你知道，现在有两种选择，这取决于你。我们要么买一所房子，用完我所有的钱，但这样做会把我的钱都花光，就像木匠的工具被别人拿走了一样。”（笑）

“或者你可以让我来做点事儿，说不定哪天，我甚至会买一栋比原来更大的房子。”所以她非常理解这一点。我们一直等到 1956 年才买房。我们可是 1952 年结婚。

我决定买房子的时候，首付大约是我净资产的 10%左右，因为我真的觉得我想把这些钱用在其他地方。但这是种完全不同的环境。

实际上，如果你有房子想买，你知道，我绝对相信只要出去走走就能买到。但实际上，当你这么做的时候，你可能在做一个 7%或 8%的投资。你知道，你必须从中找出你自己的方程。

唐朝：书房里也经常有人问我这个困境。巴菲特给的答案和我的答案，有一个不同点，也有一个共同点。

不同点是他明显倾向于先投资后买房，投资在生活之前。而我个人偏向于先买房，生活在投资之前——此处的买房，仅指为了改善生活环境的购房行为，不涉及指投资房产。

共同点是，我们都建议把情况摆出来，尊重爱人的选择。

砺锋：感觉老唐更像芒格，一切的投资行为是为了更好的生活！

门前一棵大杨树：老唐除了和你学习投资外，我自己认为我学习到最多的就是对待婚姻的态度。

相比较金钱来说，我更加看重夫妻关系，这关乎我未来的生活状态及对孩子的影响

木紫：我是觉得生活中大部分人买房，好像都以家里领导的意见为主，难道女性的直觉更好？

唐朝：我觉着是这些男人通常认为，搞定外面的世界比搞定家里的领导更容易一些

2021 年 10 月 7 日

第1059篇. 2021.12.18 - 老唐实盘周记20211218

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-18

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 36%，洋河 24%，茅台 20%，分众 8%，古井贡 B6%，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	36%	72000±10%	<36000	80000	34355	438.00	-22.12%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2634	174.81	-24.98%
贵州茅台	20%	26400±10%	<13200	35000	25752	2050.00	3.60%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1118	7.74	-18.93%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	479	111.00	4.54%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1266	13.06	52.49%
沪深300						4954.76	-4.92%
上证指数						3632.36	4.59%
2021/12/18			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8167	

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	36%	72000±10%	<36000	80000	36312	463.40	-17.60%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2789	185.06	-20.58%
贵州茅台	20%	26400±10%	<13200	35000	26255	2090.00	5.62%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1141	7.90	-17.25%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	502	116.44	9.66%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1226	12.65	47.70%
沪深300						5055.12	-3.00%
上证指数						3666.35	5.57%
2021/12/11			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8159	

收益

本周实盘净值下跌约 4%。

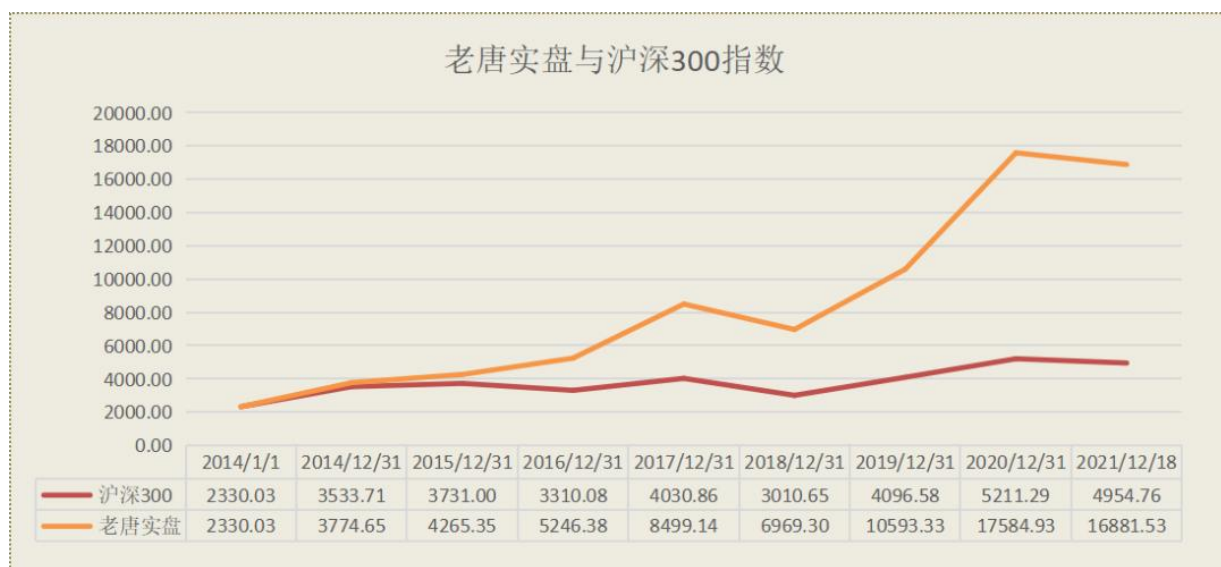
2021 年内收益从上周末的 0%, 变成本周末的**-4%** (四舍五入)

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%
2021/12/18	-4%	7.25	7.96	28%	-4.92%	2.13	9.96%

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：

- 腾讯拟分红：个人认为此事轻微偏利空。
- 洋河再现大宗减持：估计还是蓝色同盟，无需关注的信息。
- 福寿园触及预设买点：触及预设买点，但目前无钱买入。
- 证监会拟打击假外资：令人费解的 A4 纸，没看懂意义何在。
- 五粮液经销商大会：最关注的就是官宣提价，预计接下来轮到茅台。

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. 腾讯拟分红。

12 月 13 日晚间，腾讯披露公告说将于 23 日召开董事会，审议是否发放中期股息。

互联网行业里一直有大把的投资机会，金钱留在公司展开对外投资，其实是对股东更为有利的事情。

也正因为此，腾讯上市至今股息率一直很低，而且从未发放过中期股息。这次如果批准发放，将是上市以来首次。

原因不好猜测。

可能或者是部分机构股东要求的，尤其是今年 4 月的某天早晨开盘前，在 595 港币附近的价格疯抢大股东 MIH 减持的 1.92 亿股的那些机构。

这些机构合计付出超过 1100 亿港币，目前账面损失约超过 25%，压力应该很大吧？不知道现金分红是不是为了安抚这些股东。

也可能是目前天空飘荡的 A4 纸太多，尤其是其中那句“防止资本野蛮生长”，让腾讯的投资部门心生恐惧，暂时减少对外投资规模？也有可能。

资金需求下降，所以分红回馈股东，倒也说得通。

不过，如果是出于这样的原因，那也应该首选回购，可以避免走港股通通道的投资者被抽 20%股息税呀！😓

总之，不管是哪种情况，都不算什么好消息。对于腾讯股东而言，分红是负价值，只会损失股息税带来什么收益。

好在，腾讯分红的金额惯例不大，对应股息税损失也有限，不舒服 18 秒就可以跳过去了 😊

今年的小企鹅乃至整个互联网行业，完全是一本武侠小说《飞刀，又见飞刀！》。

不过，若不是幸运地遇到这样的飞刀阵，哪里会有机会让我们买到不到 20 倍市盈率的小企鹅呢？

上半年股价六七百港币的时候，说 3.6 万亿人民币市值计划买入，可能是被大部分朋友理解为“不算买入”的婉转表述。

谁能想到就在 2021 年 7 月，腾讯就跌至 3.6 万亿人民币以下（对应约 4.4 万亿港币或约 458 港币/股），而且持续至 12 月底依然还在买点以下。

这就是奇妙的市场。

今年也正是主要拖小企鹅的福，老唐实盘犹如打地鼠游戏里的地鼠，只要将头探出地面，就迎来一记重锤沉底 😂

这种情况会持续到什么时候呢？我也不知道。我只知道，一定有一天，地面上的锤子会收工，小地鼠也会冒出地面一溜烟地展示其矫健身姿。

今天，网络上有个大瓜：王力宏的前妻在微博上，发万字长文揭露王力宏长期出轨、嫖 Jī、保持数量庞大的 Pao 友……

作为一名不明真相的围观群众，没有能力去评价别人的生活，倒是在万字长文里看到一句英文挺好：Life is 10% what happens to you and 90% how you react to it.

说它好，是觉着它放在投资领域简直也是天衣无缝：**你回报的 10% 取决于发生了什么，90% 取决于你如何对待所发生的事情。**完美。

小企鹅面对的飞刀，每一位股东是无差别待遇，这属于没有区别的 10%。最终的投资成绩，将取决于每个人对这些飞刀的 react（反应）。

我的 react 就是：438 的小企鹅，我有钱愿意买入，没钱我呆坐不动。

注意注意：老唐完全可能是错的。别忘了，老唐曾经有过 10.38 元开始介入分众，20 个月内跌至最低 3.85 元的黑历史。

所以，老唐的观点和 react 仅供参考。据此投资，风险自负。

我可以分享我自 2017 年 1 月介入小企鹅至今，只有买入，没有过一股卖出，但我不能告诉你这作法一定是对的。

认同或不认同，是你的判断，是你的选择，你享受/承受后果，不要回头甩锅给老唐 😏 老唐要不起，Pass。

2. 洋河再现大宗减持。

12 月 14 日，洋河再现大宗减持 745 万股，减持价格 176 元。

卖方依然来自二股东、洋河高管及核心员工持股平台江苏蓝色同盟开户的那个营业部，推测就还是它的减持。

11月22日减持后，蓝色同盟仍持有27244.19万股洋河股票，占公司总股本比例为18.08%。

本次再减持745万股之后，还有26499.19万股（其中无限售1551.19万股），占公司总股本17.58%，继续保持第二大股东地位。

这事情是老生常谈，以前写过多次。

工作一辈子的某些人，面对数以亿计的资产，需要变现一些作为他用，没有什么关注价值。

仅仅我现在持有的几家公司里，就有腾讯马化腾、刘炽平以及海康的二股东龚虹嘉等人，有过这种不看股价一路减持的经历。知道即可，仅作参考。

说到洋河，不能不想到洋河目前面临的巨大利空：房地产信托理财。

正好，昨天同省另一家酒企今世缘，披露了一份理财产品资金回收公告，是投向富力地产、碧桂园的信托，以及一份工商银行结构性存款。

其收益率的对比挺有意思的，我截图给大家参考

近日，公司收回上述委托理财的全部本金及收益，具体情况如下：

单位：万元

委托理财产品名称	收回本金	累计收益	年化收益率	备注
中信富力杭州项目集合资金信托计划B3期	20000	1684.47	7.5%	分期返还本金及分配收益
碧桂园苏韵4号融资集合资金信托计划	5000	324.61	6.4%	
中国工商银行结构性存款	85000	331.44	1.90%	

特此公告。

江苏今世缘酒业股份有限公司

董事会

二〇二一年十二月十八日

地产信托收益率6.4%~7.5%，银行存款1.9%，咱们别带后视镜，设身处地站在一年前，你是洋河的投资部决策人，你有没有可能选择投信托？

如果你的答案是坚决选存款，那么目前掌握你股票账户的人，可能不是你。因为掌握账户的这个人就是为了一点收益率提升，冒了比信托大很多的风险。

顺带说一句，我个人目前对地产信托的最新看法是：目前还没有爆雷的大型房企，再继续爆新雷的概率已经很小。因为妈妈开始给奶吃了。

各位若是仔细看过这几天央行和银监会的一些表态，就能知道央行和银监会将本轮地产企业的偿债危机，定义为流动性危机。

也就是说不是经营不善导致的资不抵债困境，而是因为短期银根紧缩打了房企一个猝不及防造成的。

目前在央行和银监会的支持下，整个金融系统已经敞开胸怀，开始供应奶水。

尤其是昨天央行行长的表述：「要加大跨周期调节力度，统筹考虑今明两年衔接，保持流动性合理充裕，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，遵循市场化、法治化、国际化原则，增强信贷总量增长的稳定性」，基本上已经是大白话说“放水”了。

我个人认为这种情况下，这些调皮小子很快就又能活蹦乱跳了。除极少数例外，绝大部分信托投资最终还是两个字“刚兑”——再次强调：个人观点，仅供参考。据此投资，风险自负。

3. 福寿园触及预设买点。

去年10月到11月间，我写了《如何从零开始研究一家企业：以福寿园为例》一共六篇，构成一个系列之后，我就持有了一点点福寿园的观察仓。

之后每次福寿园大跌，都有朋友追问我：到没有到预设买点？我给的回答都是：还没到。

本周，终于到了。我预设买点提醒是5.75港币。

来源也很简单，年初预测三年后福寿园大致可以赚到10亿净利润。因为管理层原因打八折，在无风险收益率在3%~4%之间时，给予合理估值25倍市盈率。

则三年后合理估值=10×80%×25=200亿，买点为100亿，折合港币约120亿，对应股价为5.17港币。年中上调10%，买点调整为5.7港币，设置APP到价提醒5.75港币。

这里面只有一个变量，就是三年后净利润。为何预测为10亿，这需要理解企业后给出自己的判断，并没有什么万能的数学公式给大家，就不在这里讨论了。

买点的意思是，5.75港币以下的价格，有钱我会愿意买。

今天的股价是5.63港币，但是，第一最近我没有钱，第二最近即便有钱，还是小企鹅对我的吸引力更大。所以，目前我暂时还没有能力临幸福寿园。

以上，是老唐有始有终分享自己的观点。

老唐一贯不喜欢说那些可左可右给自己埋下退路的话，我喜欢对的清清楚楚，错的明明白白，但这并不能代表我的看法就是对的。

请绝对不要理解为推荐你买入。你需要独立思考，独立决策，你自己享受决策正确的利润，也要自己承受决策错误的代价。

别忘了，老唐曾有10.38元开始介入分众，20个月后最低跌至3.85元的黑历史。

4. 证监会打击假外资。

昨天，证监会及沪深交易所，相继对内地与香港股市互联互通的相关规则，发布了修订版征求意见稿。

该次修订，主要新增香港券商不允许为持内地证件开户的个人或机构，提供通过沪股通和深股通渠道购买内地股票的交易服务。

原有内地客户通过香港券商账户持有的内地股票，在未来一年过渡期内可以继续买卖，一年期满后只能卖出不能买入。

据说政策的出发点是加强对假外资的监管。

大致思路是你内地人或机构，你要买卖境外股票去香港券商开户和交易，可以理解。但你明明有权在境内券商处开户并交易境内股票，反而大费周章资金出境再返回来买卖，就一定是有问题的。

道理是这个道理，但我是着实没看懂打击这些假外资的意义何在。

香港券商被重锤，注册地在香港之外的其他国家和地区的券商，不还是能提供这种服务吗？

这种假外资对我国股市的健康发展到底有什么危害，值得专门发一份 A4 纸打击呢？

脑花儿不够，没能力揣测监管意图，就随它去了🤔。暂时只能理解为境内券商推动的护食行为，更深含义还是看事态发展，再慢慢学习吧。

5. 五粮液经销商大会。

每年 12 月 18 日召开的五粮液经销商大会，今天如期召开。本次大会，最值得期待的事情，可能是五粮液确定 2022 年经销合同的出厂价。

上周末茅台管理层到访五粮液，市场推测有很大概率是两大白酒龙头共商提价幅度及宣传口径。

经销商大会后，如果五粮液出厂价真的像市场传言的提升至 969，与目前茅台出厂价持平。那么稍晚即将召开的茅台经销商大会上，提升茅台酒出厂价，继续维持和五粮液出厂价的价差，对双方都会有更加迫切的需求。

本周运动

本周跑步两次，单次 10 公里。陪我家领导湖边散步三次，合计 17.2 公里。



周六同口径除皮净重 85kg，环比下跌 0.9kg😬——175cm。

祝朋友们周末愉快😁☕

第1060篇. 2021. 12. 21 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（11）图文版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-21

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

如果有人想要我们提供些什么——你知道，我们是独一无二的，因为我们可以——我们会买下一家企业。而把公司卖给我们的人，如果是他们建立了这家企业，就真的能够在未来无限期地经营它，就好像它是他们自己的一样。

如果他们有税收方面的原因，如果他们有家庭情况，或者其他什么原因，他们想要卖掉一些他们喜欢的生意，他们不想把它一点一点那样卖掉，他们不想让一些人买下它，然后把它杠杆化，然后利用一些会计或类似的东西处理后在几年再卖掉，所以他们就会来找我们。

他们知道他们会得到他们想要的结果。这种情况会周期性地发生。

它不能让我们买到超级便宜的东西或类似的东西。事情不是这样的。但它确实让我们以合理的速度投入资金。

还会有更多这样的人。不幸的是，我们需要大企业，你知道，它们不会每天都来。但正如我所说的，当它们——如果你找到这样的主人——

如果我拥有一家很大的企业，也许是我父亲，我祖父创办的，我为它工作了很长时间，但由于某种原因我必须将它变现，你知道，我会卖给伯克希尔。

这很简单，因为我不会认为瓜分它可能是为了得到更高的价格，我不会认为这是人生的终极目标。

我认为这有点疯狂。我认为这就像把你的女儿拍卖给任何一个愿意出最多的钱买她的男人，这种行为有点傻。在伯克希尔，我对你几十年来精心创建的企业，也有和你同样的感受。

唐朝：伯克希尔绝大部分整体收购，都是因为原股东家族内部分配需求。

比较常见的是二代三代有人在企业里工作，有人不在，为避免一代去世后企业内部纷争，卖给伯克希尔后，继续经营的持有股份，不参与经营的拿钱退出，比如B夫人的家具商场。也有因为继承人兴趣不在该行业的，比如喜诗糖果。

共同点都是，这些企业根本不缺钱，也基本不需要钱。真要是因为缺钱而出售股权的企业，基本又不会入巴神之眼。

伯涵：之前确实有过困惑，心想既然都是好公司，那创始人或者继承者何必要卖呢？卖了何必又要留在那里工作呢？现在看来，巴菲特在不同场合，都做过解释，只不过是要多读书才行。一定有某本书，讲到了自己想要的那个答案。

另外我想是不是还有很多其他原因，比如加入伯克希尔大家庭，对于单一业务的子公司而言，抵御风险的能力会增强。比如国民赔偿保险公司，能够坚持十多年保费下降但不放松承保政策，背后是因为有集团公司的强大财力支撑。

bp：冠亚兄，昨天我拿《门口的野蛮人》看了个开头。感觉国外的职业经理人未必都有职业道德，为股东考虑（虽然打着为股东好的名义），为了自己的小九九出售公司也不奇怪了。口里什么主义，心里都是生意。

伯涵：您说的这种情况，让我想到了一句经典的：满口的仁义道德，一肚子男盗女娼，从社会整体看，做到知行合一的肯定是少数派，所以巴菲特和他的CEO们，才成为世人向往的职场关系典范。

bp: 同意。同样的，有更多贪婪的投机者，就会让价投者生活更美好不是吗？世界就是这么奇妙的平衡着。

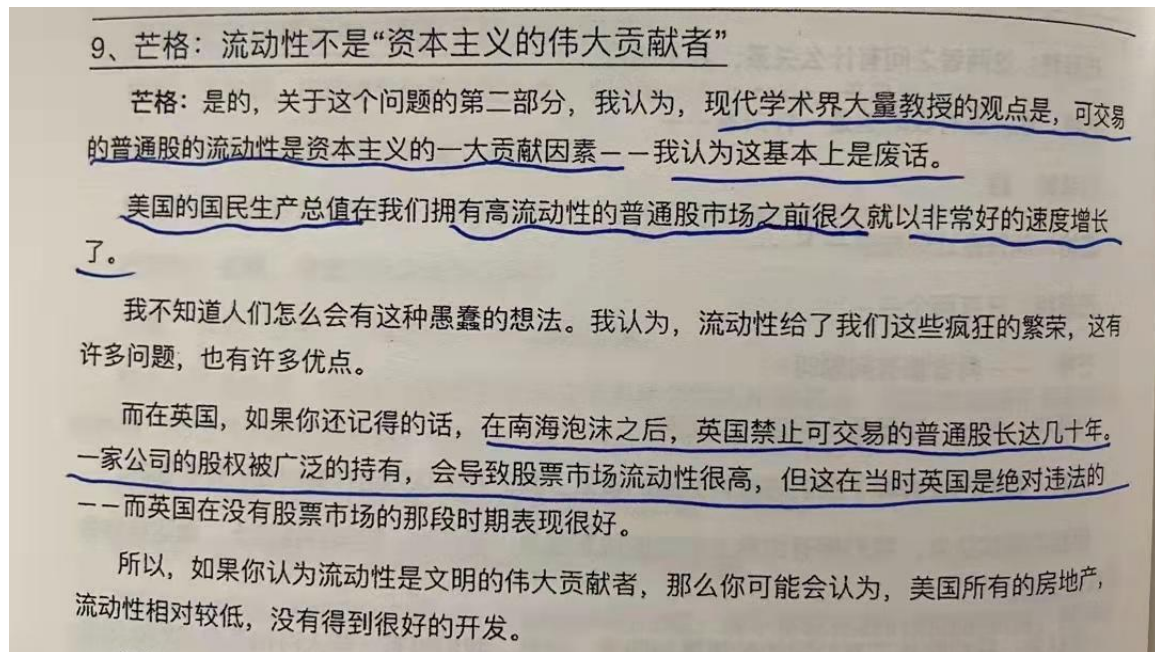
伯涵: 对啊，天道如此！价值投资者之所以美好，全靠投机者衬托得好，阴阳之道，此之谓也。

慢慢来妮: 看了满眼的黑暗，仍然对光明充满信心。

峰谷悠然: 看来一个好人品是全方位的重要！多数继承者都想给企业找个好婆家，希望企业嫁出后得到善待。如果巴菲特还延续早期清算家风格，这些好企业肯定不会上门。

9527: 巴神这个比喻真的简单明了，作为一个拥有女儿的父亲，能深刻体会。

2021 年 10 月 19 日



唐朝: 芒格这段表述，和我昨天早晨的一个回复意思差不多。

唐朝 回复 坚定信念: 今天剑南春没有上市，股权一样有价，郎酒没有上市，股权一样有价，西凤酒没有上市，股权一样有价，江小白没有上市，股权一样有价，华为没有上市，股权一样有价，vivo没有上市，股权一样有价，oppo没有上市，股权一样有价……企业能赚钱，股权就有价值，赚钱能力越强，股权价值越高，这些和是否上市没有关系。

上市只是让股权交易变的更容易了，顺带还多了一群无知无畏的投机人士买来卖去，给投资者提供了一种比未上市公司更高卖出、更低买入的可利用机会。

昨天 08:01

伯涵: 价值在于“股”，流动性或者价差在于“票”。

M•T•E: “地”的成色好，和能不能流转是两回事。

南华山色 : 靠地的产出赚钱，而不是要靠地的流转赚钱。

边鱼: 能否这样表述：流动性与内在价值无关，与价格还是有关系滴……

唐朝: 对。

靡不有初鲜克有终: 没有老唐的中翻中，真是看不懂。

股东：谢谢你，我的朋友。

除去巴菲特的股份，我把A类股和B类股合并，我想发行在外的A类股大约有100万股，对吗？

巴菲特：这大概是对的

股东：好的，关于你的年薪大约是一一或者是——10万美元。

巴菲特：它已经停滞了一段时间了。我们会在董事会讨论的。（笑声）

股东：好的，那我想我的问题你会满意的。

巴菲特：你可以把它变成一项动议，如果你正朝着我认为的方向前进的话。（笑声）

股东：我们付给你每股10美分来管理一笔9万美元的投资。在今天的企业文化中，这是很了不起的。谢谢你，巴菲特先生，谢谢你。（掌声）

巴菲特：是的，谢谢。艾伦，谢谢。但我必须告诉你，就像我去年做的那样，我愿意付钱来得到这份工作。我是说，没有比这更好的了。

股东：嗯，与其你为我们做点什么，我想建议我们股东为你做点什么。作为股东，我愿意付给你每股25美分。（笑声）

这样你就可以为你的退休生活多存一点钱。（笑声）

你会支持这样的想法吗？

巴菲特：艾伦，我现在有足够的社会保障了。（笑声）

这就很好地解决了问题。如果我再多赚点钱，我的家人会发疯的。（笑声）

股东：这会帮助你——

巴菲特：不过，我还是很感谢你的邀请。

股东：我的心和你在一起，谢谢。

巴菲特：好的，谢谢你，艾伦。（掌声）

唐朝：镜花缘里描述的君子国，居然在鼓励贪婪的资本主义社会奥马哈小城实现了。

黑牛：英特纳雄耐尔吗？

唐朝：君子国的市场交易中，卖家力争是要付上等货，受低价；买家力争的是要拿次等货，付高价。

伯涵：一段好的关系，就是我觉得我付出得还不够，你觉得你得到的已经足够多；这种状态就会产生幸福的盈余，促进两人关系更进一步。

一段不好的关系，就是我觉得我已经付出得足够多，但你觉得你得到的还不够。这种状态就会产生失落和抱怨，导致两人关系每况愈下。

书房的关系之所以融洽，是因为大家都觉得自己得到的足够多，唐师付出的足够多。相比之下，大家都觉得自己付出的少，所以这也是书房志愿者非常踊跃的原因。

感谢唐师把我们带进了这种良性的人际关系循环，非常美妙。在这样氛围的小圈子里，想不开心都很

难。

K. J: 爱是觉得自己给予的还不够多，恨是觉得自己得到的太少，良好的人际关系公式：付出>索取。

伯涵：讲信修睦的“大同社会”，怡然自乐的“桃花源”，中国人理想的那种生活范式，巴菲特都实现了。

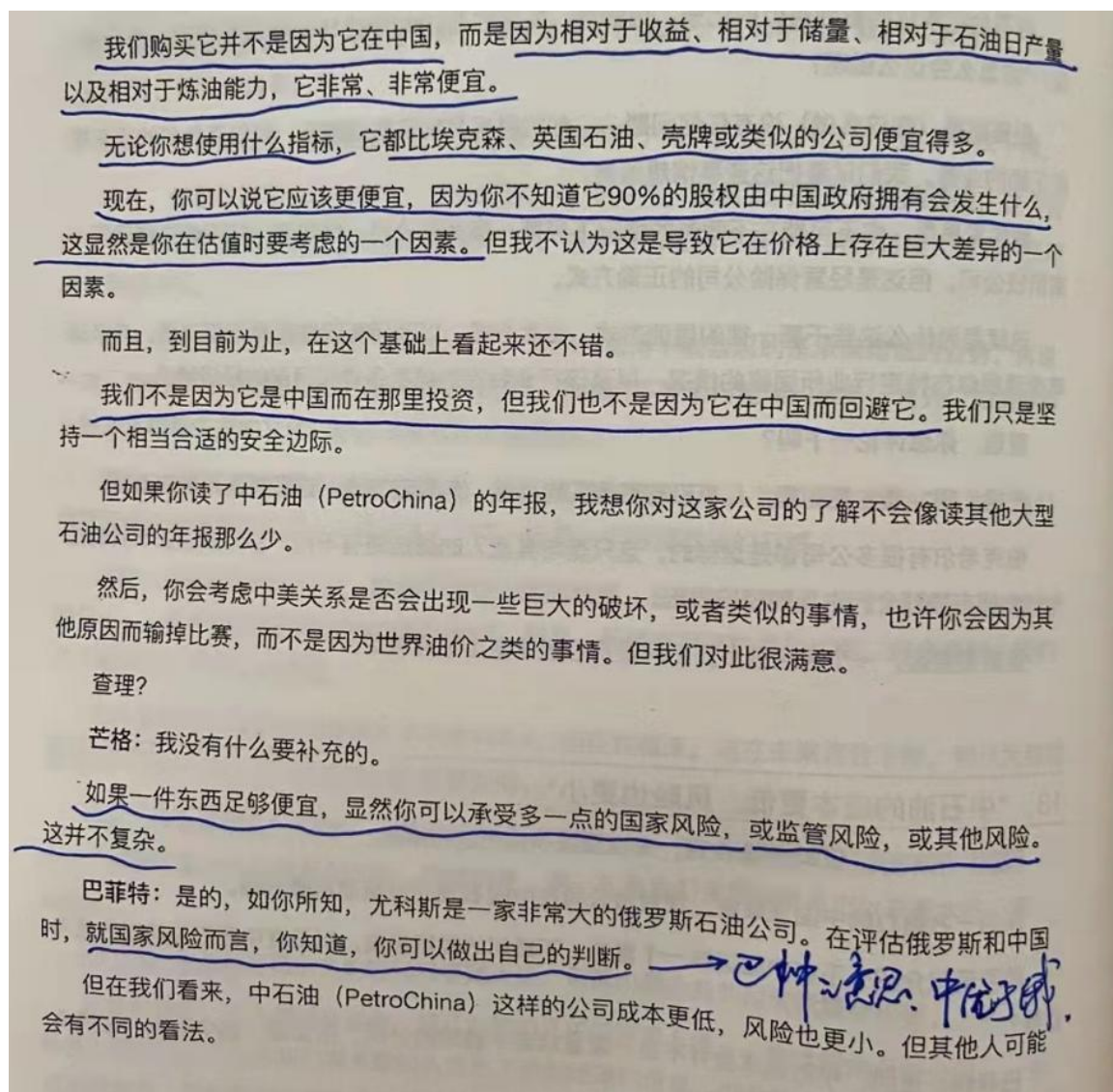
姚文学：问题是“素质”。大家会把占对方便宜视为耻辱。互相推让的结果，还是会取得平衡，会有个中间值，不过这个值大家都很满意。

黑牛：简单说，那就是诚信、童叟无欺吧。

姚文学：巴老的境界还要高一个层次。他只是象征性的取了一点，但这个在其他人看来（主要是同市面上其他的财富管理人比较）是不合理（不合理是太便宜，而不是太贵）的。

追随者：在书房里太幸福啦！

2021年10月19日



唐朝：如果一件东西足够便宜，就可以抵消一部分不确定性。我想起之前我说虽然疫情还看不见好转的迹象，但750亿的上海机场还是挺有吸引力了——一个意思。

Mr. chen：这就有点艺术成分的赶脚了。

@bp：从另外一个角度来说，中国企业为不合理的制度付出了交易成本。

@伯涵：就像2元店里经常放的广告词：“2块钱！全场所有货品，只要2块钱！买不了吃亏，也买不了上当！”只要足够便宜，确实不用管买的东西是不是水货（不确定性）。

777：还真是和美孚比价格便宜很多。大概相当于半价。当时中石油老巴拥有1%点多。巴神看着实在是便宜。

沈叶东：安全边际大了，很多不确定可以随它去，不用管了。

利民屋：我遇到过几次跟团旅游导游隐形强制消费的场景，我也知道指定销售店没有什么好商品，为了不影響各自的心情，只买便宜的应付了事，确保损失降到最小。

慧思书房：老巴说得很含蓄，可以理解，还好有老唐翻译。

2021年10月19日

巴菲特：是的，菲尔·费雪是一个伟大的人。他大约在一个月前去世，享年90多岁。

他的第一本书，我相信是《怎么选择成长股》，写于1958年。第二本书是几年后写的，这两本书都很棒。

就像本·格雷厄姆一样，你可以通过阅读书籍来获得一切。我只见过菲尔·费雪一次，感觉很棒。我很享受，我爱他。他对我很好。

但实际上，我与本·格雷厄姆的经历类似，我为他工作，上他的课，以及其他一切——这些都在书里。

我的意思是，他们是如此优秀的作家，他们的思想是如此清晰，以至于你不需要亲自去见他们。但很明显，我很喜欢亲自见到他们。但他们已经用语言表达了出来。

我唯一一次见到菲尔是在1962年那本书出版后的一段时间，或者说是61年或62年。我在旧金山，我想是在拉斯大楼，我可能错了。我刚去了那里。

我年轻的时候经常这么做。我会去纽约，顺便拜访各种各样的人。我猜他们以为，因为我来自奥马哈，你知道，有一次，他们试图假装不在。所以——（笑）

350/534

我通常会去拜访他们。我也这么去拜访过菲尔。他对我非常好。但是，我并不是通过与他见面而获得了新的想法，因为我已经在他的书中读到过。

查理——实际上，我在1959年遇到了查理，查理也在向我宣讲费雪主义。形式上略有不同，但他的思想与菲尔的思想相似。所以我从两边都得到了它。这对我来说很有意义。我不知道查理和菲尔的经历是什么。

芒格：嗯，我总是喜欢那些对我有吸引力的人赞同我的观点。因此，我对菲尔·费雪有着非常美好的回忆。

它的基本思想是，在投资中，你很难找到好的股票，很难找到好的投资。因此，你只需找到其中几个你非常了解的，然后专注于投资它们，在我看来，这显然是一个好主意。

事实上，这显然是个好主意。然而，98%的投资世界的人并不遵循它。这对我们来说很有好处。这也会对你有好处。

唐朝：1. 鸡蛋好吃就行了，没必要非要亲眼看看母鸡的模样；

2. 费雪思想的要点是：找到好的投资、好的股票挺不容易的，找到后就要专注他们。

墨凝于纸：不管，我们就是想见老唐。

伯涵：是不是很羡慕唐师的邻居？有句话这么说的——别人每天擦肩而过的那个人，有可能是你做梦都想见到的那个人。

墨凝于纸：确实，不认识老唐的邻居，得多亏呀，不过话说回来现在互联网真的是奇迹，想想巴神还得预约自己欣赏的人，然后千里迢迢去拜访。互联网让我们可以看随时想看的人发出的观点，尽管质量高的不多需要自己去筛选。

鲤鱼：最佩服巴神的记忆力，几十年前的某年经常张口就来。

星光《BEYOND》：你没发现我们老唐也这样吗？

春临：无疑，从书里获取思想和方法是最便捷的方式。当然，从见面交谈这种立体式的环境中，或许能亲身得到更加清晰，感性，甚至是醍醐灌顶般的感受。这就是他们中的有些人争着和老巴吃饭的原因吧！

易：费雪说：找到好的投资、好的股票挺不容易的，找到后就要专注他们。我想：遇见好的老师，志同道合的学友，皆为有幸，能将其转化为真正人生财富，实现个人价值，方不负这份幸运。

2021年10月19日

声)

巴菲特：是的，我之前提到过，在股票市场中，有时会提供非常便宜的交易，因为有人会以可能是公司内在价值四分之一的价格出售0.5%或1%的公司股份，而在谈判交易中，你不会得到这样的价格。

唐朝：股市有个巨大的优势：有傻子。

⑤很少有你花28万买下一块农地，很快就有人出价128万的事儿。因为买地时大家都不傻，知道考虑产出性价比。但股票市场有个巨大的优势：有傻子。真的有完全不考虑产出性价比的傻子，而且不是口炮傻，是带着钱包的🤡。

粮油经销：我就是那个傻子。

三文鱼：我们喜欢你。可惜格老说过，“当傻钱认识到自己的不足时，他就不傻了。”哎。还是赚不到你的钱钱。

伯涵：交易对手不一样，

投资者在股权市场的交易对手是大股东，处于信息劣势；

投资者在证券市场的交易对手是傻子们，处于信息优势。

梅笑寒：真的很多傻子啊，虽然好多人现实赚了几千万，一进入股市就变傻子了。。。车友群里好多这类人。

阿杰：1. 怎么避免自己成为傻子，老三件——视股如企，市场先生，安全边际，按计划操作。

2. 怎么对待傻子，准确的说，其实他们不傻，只是行走在错误道路上而已，别老想着占他们便宜，除非恰巧遇到，否则迟早被坑。现实生活中，“傻子”比比皆是，你我皆是，真知难得，践行难得。

静水深流：贪婪、恐惧、快速致富、博弈等心态使他们变傻了。

2021年10月19日

第1061篇. 2021.12.21 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（11）文字版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-21

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

原文：巴菲特：如果问我们能提供些什么？我们可以买下一家企业，同时让卖公司给我们的人，能在未来无限期地经营它，就好像它还完全属于他们自己的一样。

如果他们有税收方面的原因，如果他们有家情况，或者其他什么原因，他们想要卖掉一些他们喜欢的生意，他们不想想把它一点一点那样卖掉，他们不想让一些人买下它，然后把它杠杆化，然后利用一些会计或类似的东西处理后在几年再卖掉，所以他们就会来找我们。

他们知道他们会得到他们想要的结果。这种情况会周期性地发生。

它不能让我们买到超级便宜的东西或类似的东西。事情不是这样的。但它确实让我们以合理的速度投入资金。

还会有更多这样的人。不幸的是，我们需要大企业，你知道，它们不会每天都来。但正如我所说的，当它们——如果你找到这样的主人——

如果我拥有一家很大的企业，也许是我父亲，我祖父创办的，我为它工作了很长时间，但由于某种原因我必须将它变现，你知道，我会卖给伯克希尔。

这很简单，因为我不会认为瓜分它可能是为了得到更高的价格，我不会认为这是人生的终极目标。

我认为这有点疯狂。我认为这就像把你的女儿拍卖给任何一个愿意出最多的钱买她的男人，这种行为有点傻。在伯克希尔，我对你几十年来精心创建的企业，也有和你同样的感受。

唐朝：伯克希尔绝大部分整体收购，都是因为原股东家族内部分配需求。

比较常见的是二代三代有人在企业里工作，有人不在，为避免一代去世后企业内部纷争，卖给伯克希尔后，继续经营的持有股份，不参与经营的拿钱退出，比如 B 夫人的家具商场。也有因为继承人兴趣不在该行业的，比如喜诗糖果。

共同点都是，这些企业根本不缺钱，也基本不需要钱。真要是因为缺钱而出售股权的企业，基本又不会入巴神之眼。

伯涵：之前确实有过困惑，心想既然都是好公司，那创始人或者继承者何必要卖呢？卖了何必又要留在那里工作呢？现在看来，巴菲特在不同场合，都做过解释，只不过是有多读书才行。一定有某本书，讲到了自己想要的那个答案。

另外我想是不是还有很多其他原因，比如加入伯克希尔大家庭，对于单一业务的子公司而言，抵御风险的能力会增强。比如国民赔偿保险公司，能够坚持十多年保费下降但不放松承保政策，背后是因为有集团公司的强大财力支撑。

bp：冠亚兄，昨天我拿《门口的野蛮人》看了个开头。感觉国外的职业经理人未必都有职业道德，为股东考虑（虽然打着为股东好的名义），为了自己的小九九出售公司也不奇怪了。口里什么主义，心里都是生意。

伯涵：您说的这种情况，让我想到了一句经典的：满口的仁义道德，一肚子男盗女娼，从社会整体看，做到知行合一的肯定是少数派，所以巴菲特和他的 CEO 们，才成为世人向往的职场关系典范。

bp：同意。同样的，有更多贪婪的投机者，就会让价投者生活更美好不是吗？世界就是这么奇妙的平衡着。

伯涵：对啊，天道如此！价值投资者之所以美好，全靠投机者衬托得好，阴阳之道，此之谓也。

慢慢来妮：看了满眼的黑暗，仍然对光明充满信心。

峰谷悠然：看来一个好人品是全方位的重要！多数继承者都想给企业找个好婆家，希望企业嫁出后得到善待。如果巴菲特还延续早期清算家风格，这些好企业肯定不会上门。

9527：巴神这个比喻真的简单明了，作为一个拥有女儿的父亲，能深刻体会。

2021 年 10 月 19 日

原文：芒格：是的，关于这个问题的第二部分，我认为，现代学术界大量教授的观点是，可交易的普通股的流动性是资本主义的一大贡献因素——我认为这基本上是废话。

美国的国民生产总值在我们拥有高流动性的普通股市场之前很久就以非常好的速度增长了。

我不知道人们怎么会有这种愚蠢的想法。我认为，流动性给了我们这些疯狂的繁荣，这有许多问题，

也有许多优点。

而在英国，如果你还记得的话，在南海泡沫之后，英国禁止可交易的普通股长达几十年。一家公司的股权被广泛的持有，会导致股票市场流动性很高，但这在当时英国是绝对违法的——而英国在没有股票市场的那段时期表现很好。

所以，如果你认为流动性是文明的伟大贡献者，那么你可能会认为，美国所有的房地产，流动性相对较低，没有得到很好的开发。

唐朝：芒格这段表述，和我昨天早晨的一个回复意思差不多。

唐朝 回复 坚定信念：今天剑南春没有上市，股权一样有价，郎酒没有上市，股权一样有价，西凤酒没有上市，股权一样有价，江小白没有上市，股权一样有价，华为没有上市，股权一样有价，vivo没有上市，股权一样有价，oppo没有上市，股权一样有价……企业能赚钱，股权就有价值，赚钱能力越强，股权价值越高，这些和是否上市没有关系。

上市只是让股权交易变的更容易了，顺带还多了一群无知无畏的投机人士买来卖去，给投资者提供了一种比未上市公司更高卖出、更低买入的可利用机会。

昨天 08:01

伯涵：价值在于“股”，流动性或者价差在于“票”。

M•T•E：“地”的成色好，和能不能流转是两回事。

南华山色：靠地的产出赚钱，而不是要靠地的流转赚钱。

边鱼：能否这样表述：流动性与内在价值无关，与价格还是有关系滴……

唐朝：对。

靡不有初鲜克有终：没有老唐的中翻中，真是看不懂。

2021 年 10 月 19 日

原文：股东：谢谢你，我的朋友。

除去巴菲特的股份，我把 A 类股和 B 类股合并，我想发行在外的 A 类股大约有 100 万股，对吗？

巴菲特：这大概是对的

股东：好的，关于你的年薪大约是——或者是——10 万美元。

巴菲特：它已经停滞了一段时间了。我们会在董事会讨论的。（笑声）

股东：好的，那我想我的问题你会满意的。

巴菲特：你可以把它变成一项动议，如果你正朝着我认为的方向前进的话。（笑声）

股东：我们付给你每股 10 美分来管理一笔 9 万美元的投资。在今天的企业文化中，这是很了不起的。

谢谢你，巴菲特先生，谢谢你。（掌声）

巴菲特：是的，谢谢。艾伦，谢谢。但我必须告诉你，就像我去年做的那样，我愿意付钱来得到这份工作。我是说，没有比这更好的了。

股东：嗯，与其你为我们做点什么，我想建议我们股东为你做点什么。作为股东，我愿意付给你每股 25 美分。（笑声）

这样你就可以为你的退休生活多存一点钱。（笑声）

你会支持这样的想法吗？

巴菲特：艾伦，我现在有足够的社会保障了。（笑声）

这就很好地解决了问题。如果我再多赚点钱，我的家人会发疯的。（笑声）

股东：这会帮助你——

巴菲特：不过，我还是很感谢你的邀请。

股东：我的心和你在一起，谢谢。

巴菲特：好的，谢谢你，艾伦。（掌声）

唐朝：镜花缘里描述的君子国，居然在鼓励贪婪的资本主义社会奥马哈小城实现了。

黑牛：英特纳雄耐尔吗？

唐朝：君子国的市场交易中，卖主力争是要付上等货，受低价；买主力争的是要拿次等货，付高价。

伯涵：一段好的关系，就是我觉得我付出得还不够，你觉得你得到的已经足够多；这种状态就会产生幸福的盈余，促进两人关系更进一步。

一段不好的关系，就是我觉得我已经付出得足够多，但你觉得你得到的还不够。这种状态就会产生失落和抱怨，导致两人关系每况愈下。

书房的关系之所以融洽，是因为大家都觉得自己得到的足够多，唐师付出的足够多。相比之下，大家都觉得自己付出的少，所以这也是书房志愿者非常踊跃的原因。

感谢唐师把我们带进了这种良性的人际关系循环，非常美妙。在这样氛围的小圈子里，想不开心都很难。

K. J.：爱是觉得自己给予的还不够多，恨是觉得自己得到的太少，良好的人际关系公式：付出>索取。

伯涵：讲信修睦的“大同社会”，怡然自乐的“桃花源”，中国人理想的那种生活范式，巴菲特都实现了。

姚文学：问题是“素质”。大家会把占对方便宜视为耻辱。互相推让的结果，还是会取得平衡，会有个中间值，不过这个值大家都很满意。

黑牛：简单说，那就是诚信、童叟无欺吧。

姚文学：巴老的境界还要高一个层次。他只是象征性的取了一点，但这个在其他人看来（主要是同市面上其他的财富管理人比较）是不合理（不合理是太便宜，而不是太贵）的。

追随者：在书房里太幸福啦！

2021年10月19日

原文：巴菲特：我们购买它并不是因为它在中国，而是因为相对于收益、相对于储量、相对于石油日产量以及相对于炼油能力，它非常、非常便宜。

无论你想使用什么指标，它都比埃克森、英国石油、壳牌或类似的公司便宜得多。

现在，你可以说它应该更便宜，因为你不知道它90%的股权由中国政府拥有会发生什么，这显然是你在估值时要考虑的一个因素。但我不认为这是导致它在价格上存在巨大差异的一个因素。

而且，到目前为止，在这个基础上看起来还不错。

我们不是因为它是中国而在那里投资，但我们也不是因为它在中国而回避它。我们只是坚持一个相当合适的安全边际。

但如果你读了中石油（PetroChina）的年报，我想你对这家公司的了解不会像读其他大型石油公司的年报那么少。

然后，你会考虑中美关系是否会出现一些巨大的破坏，或者类似的事情，也许你会因为其他原因而输掉比赛，而不是因为世界油价之类的事情。但我们对此很满意。

查理？

芒格：我没有什么要补充的。

如果一件东西足够便宜，显然你可以承受多一点的国家风险，或监管风险，或其他风险。这并不复杂。

巴菲特：是的，如你所知，尤科斯是一家非常大的俄罗斯石油公司。在评估俄罗斯和中国时，就国家风险而言，你知道，你可以做出自己的判断。（老唐注：中优于俄）

但在我们看来，中石油（PetroChina）这样的公司成本更低，风险也更小。但其他人可能会有不同的看法。

唐朝：如果一件东西足够便宜，就可以抵消一部分不确定性。我想起之前我说虽然疫情还看不见好转的迹象，但 750 亿的上海机场还是挺有吸引力了——一个意思。

Mr. chen：这就有点艺术成分的赶脚了。

bp：从另外一个角度来说，中国企业为不合理的制度付出了交易成本。

伯涵：就像 2 元店里经常放的广告词：“2 块钱！全场所有货品，只要 2 块钱！买不了吃亏，也买不了上当！”只要足够便宜，确实不用管买的东西是不是水货（不确定性）。

777：还真是和美孚比价格便宜很多。大概相当于半价。当时中石油老巴拥有 1%点多。巴神看着实在是便宜。

沈叶东：安全边际大了，很多不确定可以随它去，不用管了。

利民屋：我遇到过几次跟团旅游导游隐形强制消费的场景，我也知道指定销售店没有什么好商品，为了不影響各自的心情，只买便宜的应付了事，确保损失降到最小。

慧思书房：老巴说得很含蓄，可以理解，还好有老唐翻译。

2021 年 10 月 19 日

原文：巴菲特：是的，菲尔·费雪是一个伟大的人。他大约在一个月前去世，享年 90 多岁。

他的第一本书，我相信是《怎么选择成长股》，写于 1958 年。第二本书是几年后写的，这两本书都很棒。

就像本·格雷厄姆一样，你可以通过阅读书籍来获得一切。我只见过菲尔·费雪一次，感觉很棒。我很享受，我爱他。他对我很好。

但实际上，我与本·格雷厄姆的经历类似，我为他工作，上他的课，以及其他一切——这些都在书里。

我的意思是，他们是如此优秀的作家，他们的思想是如此清晰，以至于你不需要亲自去见他们。但很明显，我很喜欢亲自见到他们。但他们已经用语言表达了出来。

我唯一一次见到菲尔是在 1962 年那本书出版后的一段时间，或者说是 61 年或 62 年。我在旧金山，我想是在拉斯大楼，我可能错了。我刚去了那里。

我年轻的时候经常这么做。我会去纽约，顺便拜访各种各样的人。我猜他们以为，因为我来自奥马哈，你知道，有一次，他们试图假装不在。所以——（笑）

我通常会去拜访他们。我也这么去拜访过菲尔。他对我非常好。但是，我并不是通过与他见面而获得了新的想法，因为我已经在他的书中读到过。

查理——实际上，我在 1959 年遇到了查理，查理也在向我宣讲费雪主义。形式上略有不同，但他的思想与菲尔的思想相似。所以我从两边都得到了它。这对我来说很有意义。我不知道查理和菲尔的经历是什么。

芒格：嗯，我总是喜欢那些对我有吸引力的人赞同我的观点。因此，我对菲尔·费雪有着非常美好的回忆。

它的基本思想是，在投资中，找到好的股票不容易，找到好的投资不容易。因此，你只需找到其中几个你非常了解的，然后专注于投资它们，在我看来，这显然是一个好主意。

事实上，这显然是个好主意。然而，98%的投资世界的人并不遵循它。这对我们来说很有好处。这也会对你有好处。

唐朝：1. 鸡蛋好吃就行了，没必要非要亲眼看看母鸡的模样；

2. 费雪思想的要点是：找到好的投资、好的股票挺不容易的，找到后就要专注他们。

墨凝于纸：不管，我们就是想见老唐。

伯涵：是不是很羡慕唐师的邻居？有句话这么说的——别人每天擦肩而过的那个人，有可能是你做梦都想见到的那个人。

墨凝于纸：确实，不认识老唐的邻居，得多亏呀，不过话说回来现在互联网真的是奇迹，想想巴神还得预约自己欣赏的人，然后千里迢迢去拜访。互联网让我们可以看随时想看的人发出的观点，尽管质量高的不多需要自己去筛选。

鲤鱼：最佩服巴神的记忆力，几十年前的某年经常张口就来。

星光《BEYOND》：你没发现我们老唐也这样吗？

春临：无疑，从书里获取思想和方法是最便捷的方式。当然，从见面交谈这种立体式的环境中，或许能亲身得到更加清晰，感性，甚至是醍醐灌顶般的感受。这就是他们中的有些人争着和老巴吃饭的原因吧！

易：费雪说：找到好的投资、好的股票挺不容易的，找到后就要专注他们。我想：遇见好的老师，志同道合的学友，皆为有幸，能将其转化为真正人生财富，实现个人价值，方不负这份幸运。

2021 年 10 月 19 日

原文：巴菲特：是的，我之前提到过，在股票市场中有时会提供非常便宜的交易，因为有人会以可能是公司内在价值四分之一的价格出售 0.5%-1% 的公司股份，而在谈判交易中，你不会得到这样的价格。

唐朝：股市有个巨大的优势：有傻子。



唐书房 >



⑤ 很少有你花 28 万买下一块农地，很快就有人出价 128 万的事儿。因为买地时大家都不傻，知道考虑产出性价比。但股票市场有个巨大的优势：有傻子。真的有完全不考虑产出性价比的傻子，而且不是口炮傻，是带着钱包的 🤡。

粮油经销：我就是那个傻子。

三文鱼：我们喜欢你。可惜格老说过，“当傻钱认识到自己的不足时，他就不傻了。”哎。还是赚不到你的钱钱。

伯涵：交易对手不一样，

投资者在股权市场的交易对手是大股东，处于信息劣势；

投资者在证券市场的交易对手是傻子们，处于信息优势。

梅笑寒：真的很多傻子啊，虽然好多人现实赚了几千万，一进入股市就变傻子了。。。车友群里好多这类人。

阿杰：1. 怎么避免自己成为傻子，老三件——视股如企，市场先生，安全边际，按计划操作。

2. 怎么对待傻子，准确的说，其实他们不傻，只是行走在错误道路上而已，别老想着占他们便宜，除非恰巧遇到，否则迟早被坑。现实生活中，“傻子”比比皆是，你我皆是，真知难得，践行难得。

静水深流：贪婪、恐惧、快速致富、博弈等心态使他们变傻了。

2021 年 10 月 19 日

第1062篇. 2021. 12. 23 - 书房拾遗第39期

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-23

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 39 期。



打断瑶妹：唐老师好像很少关注宏观经济、货币政策等因素的影响，这是为什么呢？

唐朝：对我而言，宏观信息对经济影响是短期也好，长期也罢，我既没有能力判断，也没有能力改变。所以，关心也没有用，就不浪费脑花了。

2021 年 10 月 27 日

昨夜长风：国家发文说要限制煤炭消费量，会影响陕西煤业未来的业绩吗？

唐朝：文件用词是：“十四五”时期严格合理控制煤炭消费增长。我的理解是不允许消费量增长过快。

2021 年 10 月 27 日

刘刚：陕煤有一个疑问啊，第三季度的营收都有 486 亿，为什么利润才有 59 亿，不是应该有 50%左右的利润吗？谢谢！

唐朝：因为营收里大约有一半是贸易煤带来的。贸易煤是过手财神，赚钱非常少，进货价接近销售价，会大幅度提升营业成本，扭曲毛利率。

另外，陕煤的自产煤也没有 50%的利润率。

2021 年 10 月 27 日

好好吃饭：唐叔，20201219 日的文章中，分众传媒的三次卖点依次递增 10%，还有其他非周期性企业，你设定的是在当年净利润 50/55/60 倍卖出。这是经验还是自己的喜好？

唐朝：经验吧。

2021 年 10 月 27 日

刘霁奇：老唐，洋河财报数据有个异常科目不知道你关注到了没有，就是筹资活动现金流量——收到其它与筹资活动有关的现金，约 9.5 亿。

我翻看了今年的所有公告，都没有找到“合理”的原因。下午我给证券部打电话问了，说明天给我回复。

唐朝：这不用问证券部，股权激励计划的员工缴款。

2021 年 10 月 27 日

风雨无阻前进：唐老师，陕西煤业三季度报告：营业收入和营业成本都大幅增加，但销售费用却减少了 26 亿，说是新收入准则导致的。1. 哪条准则？2. 是否正常？

唐朝：1. 运输成本从销售费用调整至营业成本的规则；2. 不是正常的问题。是必须，会计准则要求的，红皮手财 211 页写的有。

2021 年 10 月 27 日

烟火：请教唐长老一个问题，好多企业的货币资金收益率低于同期存款合理利率。老唐会把这个指标做为一个硬性指标去排除企业吗？

唐朝：会，这至少是一个扣分项，是个红灯警示。但是否直接排除，还是要分析一下。

2021 年 10 月 27 日

Bh：老唐，企业财报里增值税税率会有多个，不同子公司的税率还不一样，我们计算含增值税营业收入的时候，应该用哪个税率？

唐朝：看公司的主要业务是什么。增值税率是按业务区分，不是按公司区分的。比如卖商品的，大部分都是 13%（但也有不是的，比如农产品、图书报纸什么的，就是 9%）；交通运输建筑装饰业务，一般都是 9%；金融广告餐饮娱乐什么的，一般是 6%。

2021 年 10 月 27 日

Munger：请教老唐，大股东质押的成本一般体现在财报的什么科目？

唐朝：大股东质押和股份公司没有关系，不反应在股份公司财报的任何科目。

举个例子，就好比拿你持有的洋河股票向我抵押借款 1000 万，它和洋河公司一毛钱关系都没有。

2021 年 10 月 27 日

Lizhao：老唐，洋河的消费税是记录在营业成本了，还是税金及附加里？

唐朝：现在都统一在税金及附加里了。

2021 年 10 月 27 日

Jin：老唐，中银证券股价的影响是不是一直存在？

唐朝：是的。只要持有着，股价波动就会一直影响洋河的利润表。

Jin: 假设中银股价年末继续跌到 10 元，2022 年的基数就是 10 元，2022 年年末若涨回 15 元，那这 7895 万股又产生近 4 亿收益了？

唐朝: 对，产生近 4 亿税前利润。

2021 年 10 月 27 日

Tim: 唐老师，持有上市企业股权损益，不应该按照卖出时间股价算收益吗？看到有些企业每个季度报表都根据股价算损益，有些按股权占比的对应亏损或利润额算收益。

唐朝: 这要看持有的股权分类为长期股权投资，还是“以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产”，还是“其他权益工具投资”，不同的分类有不同的记录规则。

2021 年 10 月 27 日

唐朝: 书房一位老哥刚捞起一篇前年的旧文，里面有我之前写的渠道囤货对茅台的影响阐述，好像比我上期书房拾遗里说的还清楚些，也截图分享给大家吧。

唐朝

2014-02-22 09:57 · 来自Android

贵州茅台：1.价格合适，没有商品会剩下。价格相同，不会是好东西剩下；2.超高毛利率。即便沦为打价格战，也无需走到以本伤人的地步。同时，设备和库存不贬值；3.两百亿现金是过冬的棉袄，一百多亿买个新茅台的独家权利，是未来超额收益的保障；4.永远不要低估了中国人追求财富和追求享受的劲头儿。世界第二的经济体，会诞生一款庆功酒，用于对中华文化表达敬意。茅台机会最大，五万吨远远不够分。

其实对于市场消化能力的怀疑，过去二十年从未消失过 😊

唐朝

2013-12-20 17:13 · 来自雪球

十年前，整个仁怀市所有酒企生产的酱香酒，加起来不过两万吨左右。要是谁说，十年后，要提到十万吨。一定有人惊叹，天啦，那么多，卖与谁喝？2011年，仁怀市酱香酒总量超过十万吨，剩下了谁？今天，茅台酒一年销售不足两万吨，要是谁说，十年后，要提到十万吨。一定有人惊叹，天啦，那么多，卖与谁喝？2

关于社会囤酒抛售对茅台的影响，长期有人在书房问我，我也答过多次：这是一个朝三暮四和朝四暮三的问题，是炒家才需要思考的难题，对长期投资者（譬如笨老唐）毫无价值 😊。

以稍微拉长一点的眼光看，假设茅台五年年产量均为100单位。市场囤酒或者抛售，对茅台而言，最坏情况只是把100, 100, 100, 100, 100的销售分布，变成类似100, 100, 20, 160, 120的销售分布。

炒家的目标是躲开断崖式暴跌，并及时搭乘飞天神猪一起飙升。老唐自认不具备这个能力，也不去梦想这等美事儿，直接将其看为：两者都是五年内产 & 销500单位的酒，没区别——这样，我可以在金钱之外，额外赚几根头发 🤔。

星光《BEYOND》：如果市面抛单大，直接不供货，这样就能继续物以稀为贵，因为源头就这么多。

好奇求真：一百多亿买个新茅台的独家权利，是什么意思，怎么理解？

唐朝：那时的市场，将茅台计划投入百亿巨额资金扩张产能，视为负面利空信息。

2021年10月29日

袁灵智：想请问关于煤的长协价问题，这个长期协议是煤企和哪个部门签字的？签订的价格如何确定，签订后价格还会有调整吗？一般会签订几年？

唐朝：长协合同以发电厂为主，还有类似钢厂这种用煤大户。

价格是谈定一个基准价和年度总量，然后按照约定的市场公开价格指数逐月调整价格。比如陕煤的长协就是谈定一个基准价之后，每个月按照上月最后一周的环渤海动力煤价格指数和陕西动力煤价格指数的平均涨跌幅调整。

通常是年年签订。然后具体执行的量其实还有点点波动，要看双方守诺程度，市场供需情况，有时是买家耍赖不想买，有时是卖家耍赖不想卖。这就是大企业之间的博弈。

协议执行量偏差太大的时候，也有动用发改委能源局要求执行的时候。要求也不一定会听，双方都是大企业，谁也不是吃素的。

之前陕煤大概是 40%长协煤，60%市场煤。今年发改委给的压力比较大，大致长协煤、市场煤各 50%。市场煤的价格就是随行就市。

星光：公司是不是只赚坑口价这个出厂价，港口价不关陕煤的事？

唐朝：对。坑口价和港口价之间的差价主要是运费及中间贸易商利润及相关税费，和煤企没啥关系。

2021 年 10 月 29 日

平凡：老唐，请教您个问题，您打新吗？印象中您是打的。可是打新中的那些股票，明显不符合您的投资理念啊？

这是不是证明当投机的诱惑足够大时，您这样的价值投资者也受不了？纯请教，如有冒犯，不是本意。

唐朝：打，算统计套利吧。我是有涨停限制的，开板就卖。没涨停限制的开盘就卖。卖后就删，谈不上受不受诱惑。

2021 年 10 月 30 日

ZY：老唐好，在洋河三季报分析中，你说笋子类资产的减少，对应现金流量表内收回投资收到的现金、取得投资收益收到的现金、投资支付的现金及中银证券公允价值的下跌。想请教他们之间的数学关系应该怎么计算？

唐朝：收回投资现金 232.08 亿+取得投资收益 7.67 亿-投资支付的现金 167.80 亿=71.95 亿。

这里面，不计投资收益，实际收回的笋子资产是 64.28 亿元。

年初，笋子资产 206.69 亿元。三季度末，笋子资产为 139.63 亿元。

二者之间的差额来自：①中银公允价值下降 5.62 亿；②其他股票公允价值上涨 X；③收回 64.28 亿。

数学关系为：206.69-5.62+X-64.28=139.63。X=2.84 亿。

即前三季度，公允价值变动收益=中银-5.62+其他股票上涨 2.84=-2.78，这个-2.78 亿，就是利润表里的公允价值变动收益。

2021 年 10 月 30 日

伏地魔：唐哥好！假设把你放在一个无人岛上，只允许你带三本书（自己写的除外），你会选择哪三本？

唐朝：全唐诗，全宋词，古汉语字典。

2021 年 11 月 1 日

枣我所爱：是书房读者成就了老唐，一是你写文章可以提升自己，二是如果没有书房和出版收入，老唐现在市值能有多少呢？三是有人陪伴不会寂寞。

什么时候老唐能打赏打赏读者呢？我们穷啊！

唐朝：作为 2019 年 4 月进书房，面对老唐数百万字的分享和翻倍有余的实盘展示，至今 0 赞赏 0 付费的你，能面对老唐写出上面这样一段话，我只能送你几句逆耳忠言：

“你穷，是因为你既不愿意学习，又缺乏感恩心，而且还觉着这个世界全特么欠你的。你要不穷，那才是稀奇事。

我相信，只要你继续坚持现在的心态和行为，你不仅今天穷，几十年以后你还是可以大声喊出：打赏打赏我吧，我很穷啊！”

2021 年 11 月 1 日

黄志雄：麻烦唐师解读下洋河的“三三制股权架构”？

唐朝：就是国有资本+管理层和主要经销商+公众股东，大约各持三分之一股份的结构。

wenjianping：唐师，为什么同样是三三制，洋河最近几年利润增长却这么慢。

唐朝：因为他们热情过了火，结果犯了错。三三制不能保证不犯错。

2021 年 11 月 1 日

壮：大哥，分众传媒咋回事，业绩不错就是跌。

唐朝：别怕，以后你还会经历很多“业绩暴涨+股价暴跌”的时候，慢慢的你就觉着这种情况不值得打字提问了。

壮：那你还看好分众吗？

唐朝：这要看你说的是企业经营还是股价。企业经营，看好。股价，我没有观点，好不好的我既没能力判断，也不关心。

2021 年 11 月 1 日

郑年春：老唐我关注你公号很长一段时间了。我看了你持仓，也看了你的写的好几本书，但是我很想知道你面对最近腾讯茅台分众这些公司股价一直跌的时候，你心态是怎么样？

我持有分众所以对分众看的比较多，你说一年都是明牌 61 亿净利润，市场却只给它不到 20 倍估值。

你一直说市场先生是疯狂的，那我想问，全国那么多公私募基金，养了那么多清华北大或常青藤名校的人，一天一个月疯狂可以，怎么可能长达半年一年的疯狂啊？

唐朝：我的心态就一个字：爽。

半年一年？你太小看股市了，市场先生持续疯狂五年八年也是正常态。

2021 年 11 月 1 日

黄鸿志：请教老唐，如果一个公司资本支出较高，净利润打个八折，ROE 是否也应该相应打八折呢？

唐朝：打来干嘛用？

黄鸿志：如果 ROE 应该相应打八折，说明这种资本支出较高的公司，实际上收益率并没有 ROE 看起来那么高。比如 ROE20%，打 8 折就成了 16%了。这么理解对吗？

唐朝：打来干嘛用？Roe 是指示我们寻找优质企业的路标，指示完毕就结束了。你到地方之后，非要把路标砸了，是希望达到什么目的呢？

黄鸿志：哦，明白了，我执着于 ROE 的绝对数值了。多谢老唐指点。

2021 年 11 月 1 日

刘**：请问老唐，把“国家补贴”替换成“大家凑钱”这样直击本质的说法，怎样才能琢磨出来呢？

唐朝：不用琢磨，这是前人已经论证透彻的思想，早就写在书本里。我们只需要阅读，然后尝试反驳，若反驳不倒，你就拥有了这个思想。

2021 年 11 月 1 日

昨夜长风：唐老，今天五粮液好惨啊！

唐朝：别怕，以后还会有更惨的时候，届时你就不觉着今天惨了。

昨夜长风：唐老，你这么不看好五粮液啊？

唐朝：不是呀。我的茅台、腾讯、洋河亦是如此。

昨夜长风：真的是自己的股票总是多灾多难。

唐朝：其实每只股票都差不多，都有吃肉都有挨打。

自己的股票感觉多灾多难，是因为你老看，所以所有的灾难你都感受到了。你不看的那些股票，就涨的顺顺当当的。

真的，不是调侃，你自己的股票，如果你不看，它照样也涨的顺顺当当的，无灾无难就翻倍了。

2021 年 11 月 1 日

第1063篇. 2021. 12. 23 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答④文字版补发

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-23

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

唐朝：股东问如何去预测市盈率的提升？

巴菲特：这个问题由查理来回答。

芒格：如果我们的预测，正确率比其他的人高一点，那是因为我们总是尽量减少预测。

巴菲特：是的，我们尽量不做任何困难的事情，我认为这样子你也能获得不错的回报。

投资和奥运会跳水比赛不一样，在跳水比赛当中，他们有一定难度系数加分，如果你做一些非常困难的动作，而且能做好，得分会比你只做一些简单的动作高。

但在投资领域并不是如此，你只要做得好，哪怕是最简单的动作也能赚到钱。如果你从泳池边上跳下去，然后干净利落的爬上来，就能得到同样的回报率，你就没有理由去尝试那些空中转体三周半的动作。

我们寻找那些一英尺高的栏杆，而不是去挑战七英尺或八英尺栏杆并试图创造一些奥运会记录。跳过一英尺的栏杆也能赚到钱，这让人很舒服——伯克希尔 1998 年股东大会问答。

海东望：说的让查理回答，结果自己说了那么多

YeeWee：原来七尺围栏出自这里。

lost_temple：佛家只说家常话。二位大神把投资比喻得太有意思了，读完令人捧腹大笑，又发人深省

2021 年 10 月 8 日

原文：可口可乐的市盈率——就像世界上几乎所有其他领先公司一样，给我们的印象是相当高的。

这并不意味着它们会下降。但这确实意味着，与市盈率很低时相比，我们购买更多此类优秀公司股票的热情有所下降。

理想情况下，我们希望随着时间的推移收购更多此类公司。我们了解他们的业务。我的猜测是，至少在未来 10 年的某个时候，我们很有可能会购买更多的可口可乐、吉列（Gilltte）、美国运通（American Express）或其他一些我们拥有的优秀公司的股票。

一般来说，我们不喜欢高市盈率。但是，我再次强调，这并不意味着它们会下降。这只是表明就我们过去的投资而言，我们被宠坏了。我们希望自己再次被宠坏。

唐朝：不，巴神你预测错了，后来的十年里，你一股可口可乐也没增持。

伯涵：现在进行时真的太有价值了。等回头过来看的时候，当时怎么想的，对的错的，一目了然。

2021 年 10 月 8 日

原文：股东：我只是想问你，你认为日本持续的经济动荡在未来 5 到 10 年内会如何影响全球经济和
美国股市？

巴菲特：嗯，查理和我不擅长这些宏观问题。

但我想说的是，日本的问题一直存在，现在——在金融市场和银行体系中——已经存在一段时间了。因此，我看不出它为什么会对世界其他地区产生比过去几年更大的影响。在过去的几年里，它对美国的影响确实很小。

关于我们明天早上买什么或卖什么，宏观根本不是我们思考的因素。如果我们明天得到了一个好生意——除非它直接参与其中，而且它的主要业务在日本——但如果它是在美国的业务，那就不是我们会考虑的事情。我们会考虑具体的业务。

我们并不太在意那些来来去去的事情。最后，其实只是看我们对一家企业的预测是不是正确的。就拿喜诗糖果（See's Candy）来说吧。

我们是 1972 年买的，看看 1973 年和 1974 年发生了什么。这个国家经历了石油危机、通货膨胀，以及诸如此类的事情。

假设 1972 年，有人要做一笔 10 年期的投资。此时，长期利率是 15%。同时道琼斯指数此时是 570 或 560。

唐朝：1973 年和 1974 年两年时间，美国股市（标普 500 指数）累计下跌 48%，近于腰斩。

如果有位神仙提前告诉你这个信息，你会放弃在 1972 年收购喜诗糖果吗？

好奇求真：长期利率 15%？

唐朝：对，美联储传奇主席保罗·沃尔克任期内，加息抗通胀，曾经将联邦利率最高加到 22%。

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：如果我们对企业的预测是正确的，那么宏观因素不会产生任何影响。如果我们对业务的判断是错误的，宏观因素将无法拯救我们。

我们预计通用再保险公司在国际市场的增长速度可能会比在国内市场快得多。从经营角度、技术角度、管理角度来看，通用再保险的声誉是很好的，而伯克希尔的资本实力将进一步增强这一点。

因此，我们认为通用再保险的声誉可能会在未来几年不断提高，保费收入也会随之增加，但至少在未来几年内，它们的保费不会爆炸性增长。

我们在早些时候的问答里谈到，我们认为未来有机会更好地利用浮存金。

但它现在仍然不是我们可以掌控的“加法”，一年后可能也不是。但我们认为，在未来的某一天，它会。我们还指出，作为伯克希尔哈撒韦公司的一部分，通用再保险可能会有一些税收优惠。所以这是有好处的。

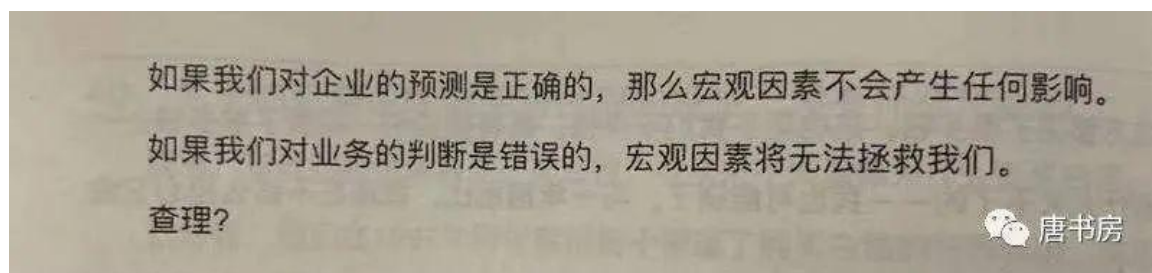
但它们都不会——1999 年不会产生影响，2000 年很可能也不会产生影响。

我们显然认为，如果把通用再保险计算在内，10 年后伯克希尔的每股价值将比我们没有达成这笔交易时更高。

但我们并不认为一年或两年的情况就是这样。但这是我们基于 10 年的判断。查理？（笑声）

芒格：我想说的是，如果我们在通用再保险的浮存金投资上，在未来能获得像过去平均水平一样的回报率，那么它将会非常出色。

唐朝：如果我们对企业的预测是正确的，宏观因素不会产生任何影响。如果我们对业务的判断是错误的，宏观因素也无法拯救我们。



唐朝：巴神最接近失败的一次，对通用再保的预测不仅全盘错了，而且错的离谱。事实是“如果不是伯克希尔的财力做后盾，通用再保 911 之后就破产了”。

芒格最后那句话也透露了他们当时收购主要是冲着通用再保的浮存金去了。

只可惜他们猜到了浮存金的收益可以大幅提高，却没有猜到浮存金的成本可以更大幅度的提高，提高到足以吃掉收益，还能吃掉股东权益的地步。

懒羊羊：请问唐老师，浮存金的成本是什么意思啊？不太懂。

唐朝：

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

保险公司获取浮存金的成本，可以用综合成本费率来观测。一般保险公司保费的综合成本费率会控制在略高于100%，甚至某些优秀的保险公司，综合成本费率会低于100%，比如巴菲特旗下的盖克保险，再比如长期费用率100.6%的通用再保险。

所谓综合成本费率100%，简单理解就是保险公司的保险销售收入，减去全部赔偿支出，减去公司经营费用后，不赔不赚。

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

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

这就是保险公司最大的奥秘.....

（备注：源自书房旧文 《对保险股的思考 01》）

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：我们正在寻找缺乏改变的行业里的公司，这些公司在这些缺乏变化的行业里已经赚了很多钱的，并且他们在未来会赚得更多。

所以我把变化看作是一种威胁。每当我们看到一个企业，如果我们看到很多变化，十有八九，我们会把它过滤掉了。

当我们看到一些我们认为很有可能在 10 年或 20 年后看起来和现在一样的东西时，我们对预测它更有信心。

可口可乐仍然在销售一种非常非常类似于 110 多年前销售的产品，它的分销的基础和与消费者的沟通，

以及其相关的很多东西，都没有改变。

你 50 年前对可口可乐的分析现在也可以很好地被应用。我们在这类生意上比较得心应手。这意味着我们错过了很多非常大的赢家，但我们无论如何也挑不出那些最终的赢家（我们不懂）。

这也意味着我们很少有大输家，而随着时间的推移，这是很有帮助的。

唐朝：我们寻找不变的东西。这意味着我们会错过很多大赢家，同时也意味着我们很少买中大输家——甘蔗没有两头甜，既要又要非常难。

原文：巴菲特：而对软件非常熟悉的人很可能会有与你相同的观点。如果他们确实有更丰富的知识，并以此采取行动，他们有权从高级知识中赚钱。这没什么不对的。

而我知道我没有那种知识，我只是一——我确实认为是一——如果你对商业有几十年的普遍了解，你会认为这些公司所在的行业比软饮料行业更难预测。

也可能是，对于这个行业我们不太确定能赚多少钱，但如果你是对的，回报会很大。但我们非常愿意为确定性出一个高价。这就是我们行事的方式。

同时，不要贬低他人做出这些决定的能力。当我第一次见到比尔·盖茨时，那是在 1991 年，我说，“如果你要在荒岛上呆上 10 年，你必须把你的股票投在两家高科技公司，你会选哪一家？”

他列举了两支非常好的股票。如果我把它都买下来，我们赚的钱会比我们现在赚的多得多，甚至比买可口可乐赚的多。

你知道，不同的人理解不同的生意。重要的是要知道哪些是你能理解的，以及什么时候你能在我所说的“能力范围”内行事。

软件业务不在我的能力范围之内，我也不认为它在查理的能力范围之内。

唐朝：牛人的判断，牛人的朋友圈。

惑&悟：经这么一说，对能力圈的理解又进一步。

2021 年 10 月 8 日

原文：芒格：一般来说，对大多数投资者来说，长期而言，试图在你真正热爱的公司里进进出出并不是一个好主意。我们很满足于和我们最好的资产一直在一起。

巴菲特：多年来，人们一直试图让伯克希尔这样做。我有一些朋友认为股票价格有些时候是有点过头了。他们想把它卖掉然后以更便宜的价格再买回来。

这很难做到。你必须做出两个正确的决定。你知道，你必须买对——你必须先卖对，然后再买对。而且通常你还得在这期间交些税。

如果你进入了一个很棒的行业，最好的办法就是坚持下去。

唐朝：记录 1999 年 5 月二老对“高估后要不要卖出”的看法。

刀刀：这个时期还是“死了都不卖”的想法占上风。

2021 年 10 月 8 日

原文：股东：巴菲特先生，学术界的许多人都说你很幸运，或者说你是一个统计学上的局外人。芒格先生，我不知道他们叫你什么。（笑声）

巴菲特：你可以随意猜测他们怎么称呼他。（笑声）

股东：我知道你不喜欢预测股票市场，但也许你会对有效市场理论的支持者和价值投资者之间的辩论，

对这场辩论将如何演绎会很感兴趣。

你认为两方之间会有和解吗?我指的是商学院教的东西。另外,你们是否指定了接班人,他们也是统计学上的局外人吗?

巴菲特:(笑声)我们希望他们会是,并且,他们可能会显得比我们更在状况外。如果你在市场上呆了很长一段时间,你就会发现,市场是非常有效的。

市场在不同资产类别之间定价是相当有效的。同时,在评估特定业务方面也是相当有效的,但是,相当有效并不足以支持有效市场理论方法来进行投资、也不足以支持学术界的所有分支。

如果你相信有效市场理论,并学习了有效市场理论--在10年、20年或30年前就采用它,我记得它在20年前达到顶峰--那将是一个可怕的、可怕的错误。

这就像要学习地球是平的一样。你的人生将会有有一个错误的开始。而现在,它在学术界非常流行。这几乎成为一个职位所必需的信念。

所有的高级课程都是这么教的。一个涉及到其他投资问题的数学理论就是围绕着它建立起来的,所以,如果你走到它的中心并摧毁了它的关键的那一部分,这就意味着那些花了很多年很多年读博士的人,会发现他们周围的整个世界都崩溃了。

我想说的是,在过去的一二十年里,它已经很大程度上名誉扫地了。现在,你不会听到人们像15或20年前那样谈论它。

但总体而言,市场在大多数方面都相当有效。比如现在你就很难找到没有有效定价的证券。但有些时候这又相对容易。但是现在,这很困难。

投资就是评估企业的价值,这就是投资该干的事。你坐在那里,试图弄清楚一家公司的价值。如果低于这个数字,你就买。

你在美国找不到一门关于如何评估企业价值的课程。但你可以找到各种各样的课程--关于如何计算beta,或者其他的类似的事,因为这是老师知道该怎么教的,但他不知道如何评估一家企业的价值。

这门重要的课程却没有被教授。这很难教。

我认为本·格雷厄姆在哥伦比亚大学教得很好,我很幸运在几十年前遇到了他。

但如果你让一个普通的金融博士来评估一家企业的价值,他就遇到麻烦了。

如果他不能对公司进行估价,我不知道他该如何投资。因此,他更容易采用有效市场理论--这对他而言要容易得多。

在有效市场理论中,试图评估企业价值是没有意义的。因为如果市场是有效的,它会完美地评估它们。

我从来不知道你在那门课的第二天说了些什么。我的意思是--(笑声)--你走进教室,你说,“一切都很有价值,下课了。”所以,这让我很困惑。但我鼓励你去寻找低效的价格。

唐朝: 1. 市场时而有效,时而无效。2. 除了极少数无效的时间段,市场在大多数时候都是有效的。3. 不走的破钟一天也要准两次。

以上三种说法,其实是一个意思。

市场无效的时候,提供机会给我们发现价值。市场有效的时候,提供机会给我们兑现价值。多美好的一口破钟,珍惜啊珍惜吧。

2021年10月8日

原文：股东：伯克希尔哈撒韦一直在投资房地产、意外险和再保险业务。我注意到，除了年金，你一直在回避人寿保险业务。你是否——你是否打算投资人寿保险业务？

另外，我还有第二个问题，那就是伯克希尔哈撒韦 A 股和伯克希尔哈撒韦 B 股的关系。目前，伯克希尔哈撒韦 B 类股的股票折价约 3%至 4%。我还注意到一些人在做空伯克希尔哈撒韦 A 类股和伯克希尔哈撒韦 B 类股。您能否评论一下？

巴菲特：在人寿保险业务上，我们对人寿保险业务没有偏见，我们在人寿保险业务上通过通用再保险公司取得了相当大的进展。正如你提到的，我们在年金方面做了一些工作。

寿险业务的问题在于利润不高——你可以看看大公司的记录——该领域的许多活动在某种程度上与股票有关。

查理和我从来没有想过要为别人管理股票。我们希望对股票的唯一兴趣就是伯克希尔哈撒韦公司本身。所以，我们不想身兼两职。

我们永远不会涉足共同基金管理业务或任何类型的投资管理业务，因为如果我们要管理 200 亿或 300 亿美元的投资管理业务，当我们有一个好主意时，我们可以投入 10 亿美元。但这时候我会很头疼，我们该投入谁的钱？

所以，我们宁愿只戴一顶帽子。我们希望这顶帽子是伯克希尔哈撒韦公司的。我们不想向其他人承诺：只要支付 0.5%或 1%的费用，他们就能得到我们最好的创意。而这些创意是属于伯克希尔。如果我们承诺不这样做，就会误导人们。

所以，任何涉及到股权投资的事情——这是目前人寿业务的一个重要组成部分——都是我们不愿意参与的事情。

如果你看网上公布的定期寿险的费用——我们已经看过了。即使不考虑佣金，我们也很难理解它怎么这样定价。

但人寿保险也是我们理解的业务。所以，如果我们认为它有合理的盈利能力，我们会非常愿意从事人寿保险业务。

唐朝：巴神解释为什么伯克希尔不碰人寿保险业务：麻烦+没钱赚。

2021 年 10 月 8 日

原文：股东：我的问题是，如果你在 30 岁出头重新开始，在今天的环境下，你会做些什么不同的或相同的事情来复制你的成功？简而言之，巴菲特先生，我怎样才能赚到 300 亿美元？（笑声）

巴菲特：尽早开始。（笑声）

查理总是说，最重要的是我们开始在一个有很长的坡道的山顶上，尽早堆这个小雪球。我们很年轻的时候就开始滚雪球了。

当然，滚雪球——复利的本质是它这个行为就像在滚雪球。关键是要有一个很长的坡，这意味着要么从很年轻的时候开始，要么就是活得足够久。

如果是在投资领域，我也会这么做。如果我今天从学校毕业，有 1 万美元可以投资，我会立刻开始。

我会直接开始浏览公司年报。我可能会把重点放在规模较小的公司上，因为那将适合用较小的金额开始，而且小公司更有可能在投资领域被忽视。

但就像查理之前说的，这不会像 1951 年那样——现在你可以翻一遍，发现所有的东西都跃入你的眼帘。

但这是唯一的方法。

我的意思是，你必须开始买公司，或者公司的一小部分——叫做股票。你必须以有吸引力的价格买它们，你必须买好的公司。

从现在开始一百年后，在投资方面，这个建议将是一样的，就是这么简单。

唐朝：有些人说，要很有钱以后才能做价值投资。巴神说，呸！哪怕只有一万块，投资的原理都是这一套“买股票不是买交易筹码，而是买下一家公司的全部或一部分”。

海东望：现在还会有被忽略的优秀小公司吗？

kwan：还是会有，只是我们暂时未发现，或许是我们能力未到。

唐朝：互联网时代，意图挖掘无人问津的东西确实是越来越难了。

Javage：投机若能赚到钱，何必做价投？投机若是不赚钱，何必等以后。

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：这些都是好问题。让我们先看第一个关于网站的，有一个参考文件列表，或者一些可以帮助你理解保险的东西。但我听起来你已经很了解了。（笑声）

我想不出我读过的关于这个主题的好书。1951 年 1 月的一个星期六早上，我和一个叫洛里默·戴维森的人一起度过了四个小时左右的时间，向我解释 GEICO 是如何运作的。

这是一个了不起的教育，它让我如此感兴趣，不仅对 GEICO 如何运作，而且对它的竞争对手如何运作，这个行业如何运作，我开始阅读很多其他的报告。

我从来没有在学校上过关于保险方面的课。我什么都不记得了。我不知道课本上写的是是什么。它对我没有任何价值。

所以我从来没有真正的保险背景。你知道，我们家没有人从事保险业。

在我和戴维森谈之前，我真的没有想过这件事。我去那里的唯一原因是因为我的偶像，本·格雷厄姆，在《名人录》中被称为政府雇员保险公司的董事长——你知道，他曾经也是旧金山市场街铁路公司的董事长。

幸运的是，我没有去市场街铁路公司，而是去了 GEICO。（笑声）而我自己的保险教育来自于阅读大量的报告。

如果我重新开始，如果我对保险行业一无所知，而我想发展一些专业知识，我可能会阅读周围每家财产保险公司的报告。

我会回过头去看看——我可能会找到最好的手册，看看它们。

我只会做大量的阅读。我以前曾去林肯州的保险部门看会议报告和检查报告。

他们会给我一些表格填写，而我会一直问他们——（笑）——而要拿到这些报告，他们必须走到国会大厦的最下面，帮我拿出来。但是他们没有太多别的事可做，所以他们总是很乐意去做。

这就是我学习保险的方法。通过这种方式来学习是一个很有成效的领域。我真的认为类似的方式是现在最好的方法。另外，你可以读一些分析师的报告。

坦率地说，我认为你可以通过阅读伯克希尔哈撒韦公司（Berkshire Hathaway）20 年来的年报和保险板块，学到一些东西。我想这会教你一些保险经济学的知识。所以，我会通过阅读来做这件事。

如果你能找到一个对这个行业很了解的人，愿意花时间和你谈谈，他们可能会缩短你的学习时间，在这方面给你一些帮助。

唐朝：巴神分享自己是如何学习保险知识的。

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：我们现在最好的猜测是，当这一切都结束后——可能是 10 年后，15 年后——2.75 亿美元将是我们的损失。而这肯定不是确切的数字。但就像我说的，如果有任何理由向上修正这个数字、我们会及时通知你。

保险的本质就是你会不时地得到令人不快的意外。

Loews 公司在上世纪 70 年代初收购了 CNA。就在最近几年，有一个新的情况发生了，而那是在 50 年代后期承保的。我记得，这造成了 15 亿美元的损失而保险费只有几千美元。

我还记得，GEICO 在承保一本上世纪 80 年代初的商业书籍上损失了 6000 万美元，当时这本书的总保费不到 20 万美元。这其中有多少是愚蠢，有多少是欺诈，谁知道确切的数字？但在保险行业，你可能会遇到一些非常不愉快的意外。

不幸的是，这不会是最后一次。它不会发生在同一个地方，不会以完全相同的方式发生。但保险的特性的其中一面就是，意外总是令人不快的。

当你在承保个人汽车保险或其他类似的东西时，不会发生这样的事情。当你承保一份 10 年、20 年、30 年后索赔突然出现的商业保险时——我想我们有一份索赔报告，那是一家小型的工人公司，它的历史可以追溯到 20 多年前、25 年左右。在过去的一年左右，它就这么突然出现了，而且要花很多钱。

所以，在这个行业里，“惊喜”可能来得很大，也可能来得很晚。即使有良好的管理，这也会发生。但如果管理得当，你就不会有那么多“惊喜”。

芒格：这个问题问得好。想象一下，如果有人问如何接受教育——谁知道如何教育人们？这就像你用鼻子去蹭狗的鼻子来教育它一样。（笑声）

总的来说，这是一个愚蠢的错误，那是一个业余爱好者的错误。

这并不意味着通用再保险突然间就变成业余爱好者了。这只是一个罕见的失误，就像伯克希尔一样，我们认为 Omni 事件也是一个罕见的失误。从那以后我们就没有再重复过了。是吗，沃伦？我想不出一个。

巴菲特：不过再强调一下，我们不知道未来我们会不会重复犯这个错误。也许这些事情稍后会出现。不过，查理的问题的答案是，我们此后没有重复类似的错误。（笑声）

芒格：是的，这是一个愚蠢的、业余的错误。这些事情确实会发生。我们不认为这反映世界上最好的通用再保险的智力水平突然下降。这只是偶尔发生的事情之一。

这些事情也有好的一面，它会让你更加小心。

唐朝：通用再保的雷场开始爆炸了，砰砰砰……

二老开始擦屁股，巴拉巴拉巴拉……这的确是个愚蠢的错误，但这并不意味着以后还会有……巴拉巴拉巴拉……

这个时候，巴神还没总结出来著名的蟑螂理论：“你如果在厨房里发现一只蟑螂，你很快就会再遇到它的亲戚们”。

2021 年 10 月 8 日

原文：股东：最后，我对如何选择折现率很感兴趣。我是你商学院的校友，我也学了一堆关于 beta 的垃圾。

我听你刚刚说，将折现率定为国债利率。我不确定我的理解这是否正确，我想请你谈谈你们的折现率。

我真的很感激你能给我们尽可能多的关于你想法的细节。

巴菲特：我们认为，就国债利率而言——就像我之前说的，这并不意味着我们认为：一旦我们在国债利率上折现了一些东西，得到了一个价格，这个价格就是正确的。我们使用国债利率只是为了获得跨时间和跨公司的可比性。

但从马蹄铁公司赚到的一美元，与从互联网公司赚到的一美元是一样的。一美元的价格不会因为它是来自于一家互联网公司或来自一家马蹄铁公司，而有任何不同。一美元就是一美元。

而我们的贴现率，反映了对未来现金流的不同预期，但它们并没有反映出任何差异——无论是来自于市场所热衷的东西还是其他东西。

护城河和管理层是价值估值过程的一部分，因为他们进入我们的思维，即我们对未来预期的现金流的数量有多大的确定性。

你知道，就商业价值评估而言，这是一门艺术。最后公式反而变得简单了。

唐朝：我们使用国债利率作为折现率，只是为了方便把这家公司的股权，另一家公司的股权以及国债，拉在一起做对比。

因为 all cash is equal，所有的现金都是一样的。

这并不意味着折现出来的价值就是值得买入的价格，我们会因为确定性的差异，给他打一个较大的折扣。

徐君：唐师的中翻中，让我一看就明白了

王凯锋：又解决了一个我久思未果的问题！原来是为了统一度量衡，然后在同一度量单位基础上作比较！高，实在是高！

阿迪唐：被这两段话冲击了…脑海中仿佛有一层膜在读完的瞬间被洞穿了，而后，居然就通透，清爽，舒畅了许多，好神奇

唐朝：你描述的这个场景很可疑，尤其是考虑到你一贯的风格，我愈发觉着可疑。疑车无据……

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：没有公式能精确地告诉你，护城河有 28 英尺宽 16 英尺深，等等。你必须了解业务。这让学者们抓狂，因为他们知道如何计算标准差，但这并不能告诉他们什么。真正有意义的是，你是否知道护城河足够宽，它未来是否会进一步扩大或缩小。

芒格：你对学术方法的批评不够。（笑声）

投资组合管理，公司财务等等的学术方法，非常有趣。这很像长期资本管理。这么聪明的人怎么会做这种傻事呢？然而，事情就是这样。

巴菲特：你知道，为什么聪明人会做傻事吗？

这是非常重要的，因为我们有很多聪明的人与我们一起工作。如果我们能避免做所有愚蠢的事情，那结果会出人意料的好。

在某种程度上，伯克希尔的业绩是很不错的，这不是因为我们做了很多杰出的事情，而是我们做的愚蠢的事情可能比大多数人要少。

但是为什么聪明的人会做违背他们自身利益的事情，这确实令人费解。查理，告诉我为什么。（巴菲

特笑)

唐朝：我们的成绩还不错，这不是因为我们做了很多杰出的事情，而是我们做的蠢事比较少。

我长这么胖，不是因为我一顿吃的多，而是因为我每一顿都没少吃。

2021 年 10 月 8 日

原文：股东：我是来自纽约的彼得·肯纳 (Peter Kenner)。下午好，沃伦，查理。(译者注：这是 90、91 年提问者尼古拉斯·肯纳 (Nicholas Kenner) 的父亲)

巴菲特：嗨，彼得。

股东：很高兴见到你。我想问一下，当你决定出售麦当劳的时候，你的思维过程是怎样的，或者和我们分享一下你的想法。

巴菲特：彼得，这一定是查理的主意。(笑声)

顺便说一句，彼得的家人四代人都和我们一起生活。他们都很棒的人，我想补充一句，他爸爸是个很棒的人。

你知道，我说卖掉它是个错误、并且这的确是个错误。我只是为了坦诚起见才这么说的。我不认为这是一个很正确的卖出交易，也不是一个很好的交易。

我不认为它属于我们想要在这个世界上拥有的为数不多的八家或十家企业。但我们的这个决定让你付出了 10 多亿美元的代价。

查理？

芒格：你想让我给你擦鼻子吗？你在做——(笑声) 你一个人干得不错。(笑声)

顺便说一下，这在伯克希尔是一个很常见的作法。我们确实是在自讨苦吃。我们甚至不需要肯纳夫妇的帮助。(笑声)

巴菲特：我们相信伯克希尔的事后诸葛亮。我的意思是，我们是真的相信——当我经营合伙企业的时候，我经常做的一件事就是把所有的卖出决定和所有的买入决定进行对比。

仅仅做出买入决定成功是不够的，他们必须做出比卖出决定更好的决定。经理人往往不愿去看他们一两年前向董事会详细提出的资本项目或收购的最终结果。

因为他们并不希望实际情况与预测的结果相矛盾。这就是人性。

但是，我认为你是一个更好的管理者或者投资者，如果你能够看看你所做的每一个重要的决定，看看哪些是正确的，哪些是错误的。你需要了解，你的击球率是多少。

如果你的平均击球率太低，你最好把决定权交给别人。

唐朝：巴神也狡猾的很。人家问他决定出售麦当劳的时候，你的思维过程是怎么样的？

他巴拉巴拉巴拉绕了半天就说，这是个错误啊，我就是比较，结果是个错误啊，是个错误，然后就没了。

原文：巴菲特：是的。你可能会考虑挑选 5 到 10 家你觉得非常熟悉他们产品的公司，也许是这样，但不一定对他们的财务状况和所有这些都非常熟悉。

挑出一些公司的相关信息，这样至少你能够了解些什么——如果你了解他们的产品，你就知道这个行业本身发生了什么。然后，你知道，得到很多年度报告。并且，你可以通过互联网或其他方式，获取所有已经在上面写了 5 年或 10 年的杂志文章。

让自己沉浸其中，就好像你要去为公司工作，或者他们把你聘为首席执行官，或者你要买下整个公司。
我的意思是，你可以用任何一种方式来看待它。

当你熬过这一关的时候，问问自己：“有什么是我不知道却需要知道的？”

唐朝：思想的撞衫无处不在，这种感觉让人很快乐



唐书房 >



大家可以在「瞅地」时，**作为备忘的检查清单，也可以作为企业分析的提纲**，解决无处下爪的困惑。

1) 我是否愿意花大量时间研究这家企业和这个行业？（困难度，兴趣）

2) 现在公司决定聘我担任CEO，三个月后到任。现在我需要赶紧知道哪些东西？



门前一棵大杨树：前几天刚好看到老唐的企业检查 30 条，还分享到群里啦。还是看你的好，巴神说话太绕啦！

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：你对竞争对手说，“如果你有一颗子弹（备注：原译者翻译为银弹，老唐改为子弹），你只能把它射穿你的一个竞争对手的脑袋，你会选哪个？为什么？”随着时间的推移，如果你问这样的问题，你会学到很多东西。

你问 XYZ 行业的某个人，你说，“如果你要离开公司 10 年，你必须把所有的钱都投到你的一个竞争对手身上——你的一个竞争对手的股票，而不是你自己——你会投哪个？为什么？”不停地问，问，问。

你必须以某种方式对你得到的答案进行折现，但是你的头脑中会有很多东西，然后你就可以用它们来重新规划你自己的思考——为什么你要这样或那样评估这个公司。

会计，你只是需要慢慢来。你甚至可以选修一些这方面的课程。但最重要的是弄清企业是如何运作的。

我会怕谁吗？如果我们经营 GEICO，我们会担心谁？我们为什么要担心他们？我们想让谁来解决这个问题呢？我不会告诉你的。（笑声）

你一直在问这些问题。然后你去找那个人，他们想要把子弹穿过去，然后找出他想把子弹穿过去的人。就像谁唤醒了欧文·柏林歌里的号手？

这就是你的方法，你——你将一直在学习。

你可以和现在的员工、以前的员工、供应商、用品供应商、分销商、零售商交谈，有客户，各种各样的人，你会学到很多。

但这是一个调查过程。这是一个新闻过程。最后，你想写故事。我是说，你在搞新闻事业。六个月后，你说 XYZ 公司值这么多钱，你就可以开始写故事。

有些公司很容易写故事，而另一些公司则很难写故事。我们试着寻找那些简单的。

唐朝：这段几乎全文划线，是反过来想的典范，也是巴神分享的如何去理解企业的思维样板。

南来的北往的、偷鸡的摸狗的，走过路过千万不要错过

航：唐师，银弹貌似是对的。silverbullet 银子弹，来自西方吸血鬼题材，唯一能对吸血鬼有效杀伤性武器就是银子弹，后来形容强有力的招数。

唐朝：翻译成中文，就没有必要用银弹了。第一，中文世界的人不懂的银子弹灭鬼；

第二，银弹这个词在中文世界里有它的专有含意，和糖衣炮弹或肉弹含意接近，反而有误导。

我认为翻译首先需要追求意思准确。

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：在很多情况下，与公司所有者不是伯克希尔相比的情况相比，我们能让优秀的管理者把更多的时间和精力花在他们最擅长的事情上，花在他们最喜欢做的事情上，花在对所有者来说最有成效的事情上。

换句话说，我们为他们提供了一个非常理性的所有者——他希望他们把所有时间都花在对企业有价值的事情上，并消除经营企业（尤其是上市公司）时经常带来的干扰。

大多数上市公司的首席执行官们浪费了至少三分之一的时间在他们所做的各种事情上，而这并没有为公司增加任何东西——在很多情况下，他们甚至在减少公司价值。因为他们试图取悦不同的股东，浪费时间与他们在一起，这会让公司倒退。

唐朝：伯克希尔对子公司的核心价值是将股东对管理层的干扰降低至最小。

——1999 年股东大会问答结束。

2021 年 10 月 8 日

原文：芒格：我同意所有明智的投资都是价值投资。相比所付出的，你需要获取更多的东西，这就是关于价值的判断。然而你可通过多种不同的方法，获取比你所支付的更多的东西。

你可采用过滤器对投资品种进行筛选，如果你投资的是价值低估的公司，但这些公司尚未优秀到你能将其存放到保险箱 40 年，但它们的价格被低估了，那么你就必须一直不停地换股票。

当这些公司的股票价格到达你认定的内在价值时，你需要卖出它们并且寻找其他的投资目标。这也是一种积极的投资。

寻找少数几家伟大的公司然后持有不动，因为你能正确地预测其未来前景——这种投资方式是我们所擅长的投资方法。

巴菲特：一般电影是 G 级（大众级，适合所有年龄段的人观看——译者注）的，但我们不是（较长地停顿后）——

对吧，查理？

芒格：是的，我们偏好 R 级

唐朝：我帮沃伦做捧哏——进入 2000 年股东大会问答。

原文：芒格：我认为我们使用“可悲的过度”（wretched excess）这个词的原因是它的确会带来悲惨的后果。

如果你把连锁信或庞氏骗局的数学原理，和一些合法的技术结合起来，比如互联网的发展，你就会把一些不幸的、非理性的、有不良后果的东西和一些有良好后果的东西混在一起了。

但是，你知道，如果你把葡萄干和屎混在一起，它们还是屎。（笑声）

巴菲特：这就是他们让我写年度报告的原因。（笑声）

唐朝：猛人查理名言。

2021 年 10 月 8 日

原文：芒格：尽管如此，这可能是最令人恼火的赔钱方式，就是被一个明显的谎言所欺骗。但它确实发生了。

我不认为这种情况会再次发生。

巴菲特：我不这么认为。（笑）

我想说的是，在任何 20 年内或类似的任何时期，我们都不太可能得到一个巨大的惊喜。通常，它会通过我们过去观察到的三到四种明显的欺诈手段中的一种或另一种形式出现。

但它们又重新出现了。我不得不说，在保险行业有很多人是“不诚实的”，因为这是一种你交付一张纸，然后有人递给你钱的产品。

这引起了人们的兴趣。你知道，你甚至不需给他们一个 Dilly 酒吧——（笑声）——或者任何东西作为交换。他们给你很多钱，你给他们一张小纸条。

当然，当你进入再保险之类的行业时，你把那张小纸片交给别人，然后让他们给你钱。一路走来，你会看到经纪人因为掩盖了项目中的一些弱点而得到大笔的钱，有时他们甚至可能参与其中。

所以这是一个吸引诈骗的领域。通常他们——同样的人——会一次又一次地回来。这对我来说很神奇。

所以，我想说的是，在任何 10 年的保险期内，我们都会有一两个惊喜。这几乎是不可能避免的。

我们应该尽量把它最小化。我们确实试图将其最小化，但我不想用我的生命打赌，我们已经看到了这些 Unicover 式的诈骗类型里的最后一种情况。

唐朝：二老评价通用再保遭遇诈骗的事儿，其中有这么一句，也是保险业容易过度竞争的核心因素：

保险业是你交付一张纸，然后就有人递给你钱的行业——潜台词：很多保险业的拥有者和经营者，容易被面前的金钱吸引，低估这张纸（保险合同的承诺）对应的代价。

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：顺便说一句，这是我们在企业中寻找的东西之一。如果你看到一个企业经历了很多逆境但仍然做得很好，这告诉你企业潜在的强大实力。

一个典型的例子是美国在线。四五年前，我记得有一段时期美国在线遭遇许多问题困扰，它遭到很多客户投诉。

但美国在线的客户数量每月仍然保持增长。这是一家很好的企业。如果一家企业遭遇客户的批评但仍保持客户数量的增长，它已经通过了我心目中理想企业的一个测评。

唐朝：巴神说自己不懂互联网，真不是谦虚。

2000 年 5 月的这段对话，罕见的夸了一个互联网企业，结果就神奇地夸中一个未来十年近于归零的典型：美国在线。

严格的说是跌了大概 97%，2015 年，美国在线以 44 亿美元总价被另一家公司收购了。下图来自《巴芒演义》。

2000 年，时代华纳与互联网新贵美国在线合并。很不幸，伴随纳斯达克网络泡沫破裂，美国在线迅速衰落，9 年内美国在线的市值从 1640 亿美元跌至 34 亿美元。2009 年公司剥离了美国在线，留下的时代华纳，目前是世界 500 强排名第 108 的传媒巨头。



2021 年 10 月 8 日

原文：股东：你看看这个国家的企业，它们中的大多数都具有不同程度的周期性。当然，某些业务比其他业务更具有周期性。

所以，当你购买一家公司或投资于一只新股票时，你是否曾经——比如，如果一家公司在经济低迷时期出现亏损，我们就不会购买的。

如果它的盈利开始下降，我们就不买了。但如果盈利增长放缓，那么我们就可以考虑看一看并进行投资了。就这个周期因素而言，你们有没有一个具体的临界点？

同时，当你购买一家企业时——如果以当前的市盈率衡量，你是否有一个临界点？假设，如果市盈率大于 15、16，我们就不会买这家公司，不管未来收益会增长多少。所以基本上，我的问题是关于成长和价值。

巴菲特：我们必须——直接回答你的问题——我们没有临界点。

我们不是用绝对的方式来思考的。再说一次，我们试着去思考灌木丛中有多少只鸟。有时候，显示的数字可能是负数。

唐朝：投资就是排序、比较、选择。over。

2021 年 10 月 8 日

原文：股东：巴菲特先生，我想先用一根湿面条给你和查理鞭十下，不是因为 1999 年，也不是因为你或我们的净资产发生了什么，而是因为你把股东宠坏了，让他们期望从 1965 年开始每年增长 25%。

然后是糟糕的 1999 年，它打击了我们所有人。我算了一下，巴菲特先生，您在 1999 年损失了 100 亿美元。所以我想我们对您不必过分推崇。

我敢肯定，股东们损失了数千美元。有些人在 1999 年损失了数百万美元。

作为股东，我们要求你们努力工作，你们可能只是做点投机——比如只是拿出 10% 投资于科技股，这是否太过分了？

我读了你的年报，你说“预测哪些企业会破产、哪些会胜出确实很困难”，对此我表示理解。但难道你们就不能选出一些科技公司吗？（笑声）今年我又在成长类科技股投资上挣了 100% 以上的利润。

巴菲特：对我们认为无法理解的企业，我们不会花一分钱。而我们对理解的定义是我们能评估该企业未来 10 年的发展前景。

但是，你知道、我们很高兴——我们这里有一位做得很好的人。如果他有名片，你可以随时跟他一起投资。（笑声）（译者注：巴菲特这里指这位提问股东）

我们会在参展商区给你一个展位。任何想要这样做的人，都可以通过你——或者其他任何人，通过他们选择的任何人——自由地去做。

现在，有很多人他们说他们能做到。也许他们能，也许他们不能，也许你能分辨出哪些能、哪些不能。不过，我们知道如何赚钱的唯一方法是尝试和评估企业。

如果我们无法评估一家碳钢企业，我们就不会买入。但这并不表明它不是个好企业，也不表明它没有安全边际。这只是说明我们不知道如何去评估它。

各种各样的人会通过多种我们所不明白的方式去挣钱，这是一个自由的世界。但是，希望通过我们投资科技股来挣钱的人会犯一个很大的错误。

现在有这么多人说他们知道如何投资科技股，你尽可选择他们，为何非要让查理和我去做这种事呢？

唐朝：可怜的沃伦，小散投科技股翻倍了，投伯克希尔巨亏（伯克希尔 1999 年股价跌了 20%），小散要用湿面条抽俩老头，还要求他们拿出 10% 的资金去投机

杨振宇：今年我们不是同样有基民要求基金经理买新能源吗？二十多年过去了，历史踏着同样的韵脚走来。

南华山色：1、只有能评估该企业，才会进行投资。

2、不能评估、那就是赌博，而如果是赌博的话，一毛钱也不会参与。

3、同时也不羡慕那些通过赌博而发家致富的人。

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：我们通常认为，在市场上可以看到任何事情。随着时间的推进，你在市场上会看到历史上发生的一切。

过去我们看到不少一文不值的公司，在市场上以几十亿美元的价格交易。有时，我们也看到不少由有才能的人管理的公司以其内在价值的 20% 或 25% 的折扣在市场上交易。

所以，我们已经在市场上看到过，今后也将继续会看到所发生的一切。随着时间的推进，市场会不断出现荒唐的事情。这就是市场的本质。

诀窍在于，有时你必须利用市场上出现的某些荒唐事件，且你不能被某些荒唐事件所吞噬。

唐朝：市场先生是疯的，赚钱的诀窍在于你利用了他的疯癫，而不是和他一起疯癫调皮。有用的是他的口袋，不是他的脑袋。

动物凶猛：“有用的是他的口袋，不是他的脑袋”——金句

Shengbeyon：学着去利用市场的疯癫，而不是跟着一起疯癫... 多默念几遍。

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：关于保险的问题，关于我们是否会沦为平凡的问题——在保险行业，平均水平是不好的。随着时间的推移、保险业的平均水平会变得更糟糕。

从很多方面来看，保险行业和普通商品差不多。如果你只是平均水平，那你的生意会很糟糕。你可能一瘸一拐地走下去，因为在这个行业里会有很多资本一致进来——保险行业本身不是一个好行业。

但我认为，在 GEICO 和通用再保险以及我们其他的保险业务中——我们没有平均水平的保险业务，而且这个行业的发展方式并没有强迫我们或者引导我们去做普通的业务。

我认为我们给各位带来的是一些很特别的保险业务，远比平均水平要好很多。

唐朝：保险行业本身不是一个好行业——巴神够坦率清楚了。

哪怕是他特意点名表扬的、完全由自己控制的、远超平均水平的优质保险公司：盖克和通用里，也有一个很快就濒临破产。

2021 年 10 月 8 日

原文：巴菲特：从历史上看，运输领域是一个糟糕的行业，无论是在航空公司还是在铁路上。

如果你去铁路运输部门看看收入，看看资本投资，你会发现，产生增量收入所需的资本是非常可怕的。

另一方面，在这种游戏中，企业也没有其他选择。因此，许多铁路公司将花费数亿美元进行扩张、而它几乎不会改变营业收入。要想营业收入发生变化，往往是通过收购或合并。

航空公司，你会看到相反的情况。你会在营业收入方面看到这个巨大的变化，但是同样的，它也需要大量的资本投资，但却只有很少的回报。所以，这不是一个伟大的行业。

唐朝：后来，巴神重注投了铁路——赚钱。七八十亿美元投了航空——迅速割肉。

慧思书房：我记得巴芒演义里写过，后期资金量太大，可选投资标的少，所以投了铁路，按照巴神一贯的标准，本来铁路行业原本是不符合的。

2021 年 10 月 8 日

原文：股东：我的问题是，您认为今年全球经济会出现通缩趋势吗？如果有，你的投资建议是什么？

巴菲特：戴安，我对宏观经济问题不在行。我已经证明了，在过去的 20 年里，我对通货膨胀过于担心。幸运的是，这并没有什么不同，事实上我在这一点上是错的。

所以我并不认为我的判断比你的好，在评估未来全球价格方面。我的观点是，世界不会陷入通缩。

但是，你知道，我并没有因为我过去的经济预测赢得任何星星。我的经济预测的好处是，即使我做了预测，我自己也不会注意它们。（笑声）

我们选择投资的方式就是不考虑宏观因素。我不记得有什么时候查理和我观察过宏观因素，一家公司，要么全盘买下它，要么通过股票市场买下它的一部分。

唐朝：宏观？会看，有时候也会做点儿预测，但不会以自己的预测作为投资依据（更不用说别人的了）——俺也一样

bp：宏观是个吹牛的料。会说话的，怎么都能对，还怎么都能有道理。

行者：自己做了宏观预测，但是还不做参考！是不是有点分裂

唐朝：不分裂。预测是观点，每个人都可以有观点，都可能表达欲。但我们自己应该知道它不是事实，也不是穷尽前提和变化的严谨逻辑推理，所以不足以作为投资依据。

2021 年 10 月 9 日

原文：巴菲特：是因为他们做了什么特别的贡献吗？经济学家走进来说，“我认为今年的 GDP 将是 4.6% 而不是 4.3%。” 那又怎样？

你应该尽力把每一笔贷款都贷出去。你仍然试图以尽可能低的成本吸收存款。你应该尽可能地削减成本。而经济预测与经营业务无关。

但是，你知道，这种宏观预测很流行。每家银行都有自己的经济学家和经济部。当一个大客户来的时候，他们会带经济学家一起去吃午饭。而我总觉得他说的都是一堆废话。所以如果哪天我们在伯克希尔有一个经济预测部门，那就卖空我们的股票吧。（笑声）查理？

芒格：（查理没答理老巴，一直在吃花生脆）

巴菲特：哦……好的。（笑声）查理的答案是，他宁愿吃花生脆。

唐朝：那又怎样？So what？——我也喜欢用这个句式

伯涵：那又怎样？我们又不要 10000% 的年化收益率。

morning: 经济预测与经营业务无关～俩可爱老头儿

2021 年 10 月 9 日

原文: 股东: 你说, “如果我知道一个人的榜样, 我可以很好地描述他是什么样的人, 他有什么样的未来。”

巴菲特先生, 我的榜样是沃伦·巴菲特。你觉得我有机会吗? (笑声)

巴菲特: 我希望你选择我的依据是你希望自己能活到高龄。我想这就是我在派对上带来的意义。

拥有正确的榜样是值得的。我很幸运, 在我很小的时候, 我就有了一些英雄—随着我的成长, 我还培养了更多的英雄—他们都很棒。他们从未让我失望。它会让你经历很多。我认为, 很自然地, 你会模仿那些你确实尊敬的人, 尤其是如果你在足够早的年龄就这么做。

所以我认为, 如果你能影响一个 5 岁、8 岁或 10 岁孩子, 给他树立正确的榜样。这将产生巨大的影响。

我认为有正确的榜样比生活中其他很多事情都重要。就像我说的, 随着年龄的增长, 我学到了更多的东西。它会影响你的行为。我对此深信不疑。

如果你想要多进步一点, 这取决于你的个性, 比你崇拜的那个人。

我在课堂上告诉学生, 我告诉他们, “选出你最崇拜的人, 然后坐下来、把你崇拜他们的原因写下来。然后试着找出为什么你不能拥有那些相同的品质。”

虽然很多你崇拜的人他们没有能力把一个橄榄球扔 60 码远、或者高速跑 100 码、或者有其他类似的能力。但这些榜样的个性、性格、气质, 都是可以模仿的。但是你得早点开始。因为(人长大)以后很难改变自己的行为。

反过来想其实也可以。根据查理的理论, 你可以找到你不喜欢的人-- (笑声) --然后说, “我不喜欢这些人的什么地方?”

然后你可以看看--你知道, 这需要一点性格的力量。但是你可以看看自己的内心, 然后说, “我身上有这样的东西吗?”

这并不复杂。本·格雷厄姆做到了。本·富兰克林做到了。

这并不复杂。你可以更简单地尝试找出你觉得值得钦佩的地方, 然后决定, 你真正想要钦佩的人是你自己。你要做到这一点, 唯一的方法就是模仿你欣赏的人的品质。

唐朝: 榜样的力量。



唐书房 >



识人, 也是一种能力。西谚有云: If your heroes are right, you are lucky—你关注的人靠谱, 你就烂不到哪儿去; 中文俗语也有类似说法: 跟着苍蝇找到粪堆, 跟着蜜蜂找到花蕾🍯。

唐书房

惠风和畅: 芒格人生哲学无处不在: 反过来想, 总是反过来想

阿杰: 拥有正确的榜样比很多事情都重要, 坐下来, 把崇拜他的原因写出来, 想想自己怎么做才能拥有相同的品质。

2021 年 10 月 9 日

原文：股东：说到这些科技股，你说你不了解它们。你能说如果你认为——我不能想象你不理解某事。

巴菲特：哦，我们了解它的产品，我们了解它对人们的影响。我们只是不知道 10 年后的它是什么状况。

我的意思是，你可以理解所有的品类——你可以理解钢铁、你可以理解房屋建筑。但如果你看着一个房屋建筑商，试着想想它在 5 年或 10 年后会变成什么样子，它的经济效益会如何，那是另一个问题。

我想说的是，这不仅仅是要理解它的产品、理解它的渠道，还要理解 10 年后它会如何这是我们所考虑的。

股东：我理解，我并不是在要求你去做。我很高兴你没有。否则在过去的几个月里，我可能会出现心脏病。

巴菲特：我们也会。

股东：所以你的预测是你不会试图去理解它。你认为它——它是不可理解的吗？是这样吗，（科技股）这是不可理解的吗？

巴菲特：我看到的每一家企业，我都会想到它的经济效益。这是我的天性。这是也查理的本性。

所以如果我与安迪·格罗夫（英特尔创始人）在一起——实际上当格罗夫和鲍勃·诺伊斯（英特尔创始人）在 1968 年、1969 年开始创立英特尔时，我就认识诺伊斯了——或者任何其他人向我谈起一家企业，我都会思考它的商业逻辑。

所以，并非我们不去尝试理解科技股，只是我们无法理解科技企业，我们看不清它们的未来，对我们来说，有许多事情超出了我们的理解范围。

股东：你认为没人可以真正理解未来 10 年科技企业的发展前景？

巴菲特：是的。巧合的是，我的朋友比尔盖茨也这么说。实际上，鲍勃·诺伊斯（Intel 创始人兼董事长）或者安迪·格罗夫也会这么认为的。我与安迪·格罗夫曾作过长时间的交谈——

他们不会愿意就你选出的 10 家科技企业未来 10 年的发展前景写下书面的预测。他们会说，“这太难了。”

唐朝：巴菲特说“没人可以真正判断未来十年科技企业的发展。微软和英特尔的创始人、董事长都持同样观点。”

山不语：怪不得比尔盖茨请的 CEO 不断减持微软的股票，分散投资到别的地方。现在有人以后视镜角度说减持行为是愚蠢的，可恰好证明了预测未来是多么困难，以盖茨的能力也做不到。

YeeWee：其实腾讯也看不出 10 年后的样子。

唐朝：我不同意这个观点，我认为腾讯十年后确定比今天好。这不是预测它的科技变化，这是看到了消费者黏性和优秀管理层的做事习惯。

三文鱼：或许把腾讯拆成两部分来看，确定性会高些。

一部分是腾讯产品，或许他慢慢像消费型企业了，人们对通讯、游戏、广告的消费。如同巴菲特把苹果看做消费型企业。

另一部分是腾讯投资，如果我们买了互联网指数。虽然企业个体会有不确定性，指数应该就不会了。

NaraEllen：科技飞速发展对社会利好，对投资者不好。因为科技具有破坏性，首先破坏的就是落后

的技术，以及投资过去领先但现在落后的技术的投资人。

2021 年 10 月 9 日

第1064篇. 2021. 12. 25 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑤文字版补发

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-25

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

原文：芒格：不，一个这样的故事就足够了。（巴菲特笑）

但有趣的是，一个错误的决定竟然如此奏效。

我们做过很多这样的错误决定，但我认为，这是生活中值得记录的重要组成部分。你无法避免错误的决定，如果你能迅速识别出它们，并采取相应措施，你就能经常化险为夷，就像这里发生的那样。

沃伦从纺织业中榨取了大量资本，并进行了明智的投资。这就是为什么我们都在这里的原因。

巴菲特：伯克希尔·哈撒韦公司是由三家公司合并而成的：多元零售公司、蓝筹印花公司和伯克希尔·哈撒韦，那是三个基石。

多元零售公司的投资始于 1966 年，我们在巴尔的摩买下了一家叫 Hochschild Kohn 的公司，那是一家百货公司。随着时间的推移，这家公司消失了。幸运的是，在 1970 年，我们把它卖给了通用超市。而蓝筹印花公司，我们已经告诉你有关的故事。所以，我们从三个灾难开始，把它们放在一起。（笑声）

结果效果很好。

但是在这样的基础上展开工作是一个错误。在这方面不要以我们为榜样。从一个好的业务开始，然后不断增加好的业务。

芒格：但是如何快速识别错误并采取行动，我们可是一个很好的例子。

巴菲特：没错。

唐朝：芒格说，我们做过很多错误决定，但我认为这是生活中值得记录的重要组成部分。

你无法避免错误的决定，但如果你能迅速的识别他们并采取相应措施，你就经常能够化险为夷。

浩然斯坦：接受不完美。

阿杰：你无法避免错误的决定，但如果你能迅速的识别他们并采取相应措施，你就经常能够化险为夷。
这里的关键词是——迅速的！

2021 年 10 月 9 日

原文：股东：简而言之，我来这里是想问你，你会告诉一位单身母亲怎样把她持有的伯克希尔哈撒韦公司的股票换成金币吗？会在什么时候，在什么情况下？

巴菲特：我无法想象把我的股票换成金币。

我宁愿相信一些优秀的企业的内在价值——这些企业是由优秀的经理人经营的，他们销售人们喜欢买的产品。要知道，人们已经喜欢买很长一段时间了，然后用他们未来的努力、他们的工资，去买 See's Candy，或者可口可乐，或者其他的东西，而不是从南非挖出一些金属，然后再放回诺克斯堡（Fort Knox）的地

面上一——你知道，这是在经历了运输、保险和其他一切之后。（笑声）

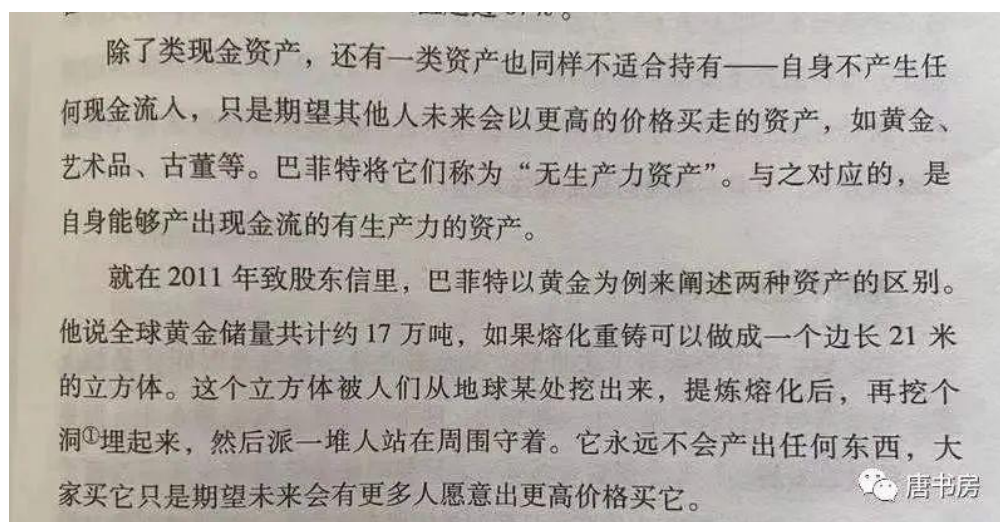
我从来没有对黄金真正感到兴奋过。我的父亲是一个非常热衷于金本位的人。我在一个崇尚黄金的家庭长大，即使不是拥有黄金。我已经给过它机会了。

但我一直不明白黄金的内在价值是什么。你知道，我们会在波仙珠宝店卖给你一些，但我永远不会用股票去交换。

用“生产性”资产去交换“非生产性”资产的想法对我来说很陌生。

唐朝：从南非掏个洞挖出来，然后运到另一个地方挖个洞藏起来，这样的“非生产性资产”我们不要。

下图来自《巴芒演义》。



2021年10月9日

原文：巴菲特：我想说的是一就预测而言——预测市场而言，它一直都有拥趸。

人们喜欢听预言。如果我说我今天要提供一些预测，我们估计会有100万人在这里。我的意思是，他们渴望在高级俱乐部或策略会或其他什么地方得到预测和演讲。人们就是喜欢这点。

这就是整个行业建立的基础，你知道，从华盛顿出来的人们谈论政治预测，而我根本没有在报纸上读到这些。因为它只是一——基本上是空虚填充剂。

你提到了埃德加·凯西。本·格雷厄姆很了解埃德加·凯西。但我从来没见过他说的东西有用。

唐朝：预测永远都有市场，因为它是人们的空虚填充剂。

星光《BEYOND》：就像饱暖思淫欲一样。

阿杰：早知道，先知道，这些是多么的迷人啊，谁能抗拒呢？只有那些坚守原则、意志坚定、谨慎行事、不轻易被诱惑的智者。

2021年10月9日

原文：巴菲特：查理是韦斯科公司的老板。所以这个问题他来。

芒格：我们几乎没有关注韦斯科公司股票的价格。对于韦斯科金融公司的股东来说，通过购买几股韦斯科金融公司的股票而获得任何有意义的收益的机会是如此之小，以至于我们都懒得去想它。

对于接班人，我想说，我们正逐渐地使我变得如此无用以至于我不会被想念。（笑声）

巴菲特：是的，顺便说一句，你提到韦斯科公司的内在价值被严重低估了。我不确定是不是这样。查

理，你在这方面比我更在行。

芒格：当然没有很大的差距。而且，我们不会花很多时间去想那些几乎不赚钱的事情。

唐朝：想那些几乎不赚钱的事情——比如关注股价——费头发。

星光《BEYOND》：不值得做的事，一分钟也不要浪费。久而久之，我们就做到了多看一二了。

阿杰：芒格说不想不太赚钱的事，我们只要关注几个伟大公司就行了；老巴说要广泛阅读，关注公司让信息持续流进来；老唐说深度研究少数公司，关注生活及其他；陆游说“汝果欲学诗，功夫在诗外”……

投资成功的诀窍，不在于关注交易、资金、内幕消息、公司业绩，甚至财务知识，而要多了解社会、商业和企业是怎么运转的。

2021 年 10 月 9 日

原文：巴菲特：你不应该期望在一个向全国几乎所有消费者出售一种必需品（如电）的企业中获得非凡的利润。

公用事业行业背后的整个理念，是不允许超额利润。但就我们的角度来看，我们认为这是个非常好的业务。

我们确实认为 Dave Sokol 已经证明了他的能力，在他运营的这段时间里，他提出了很多关于做各种有意义的事情和各种项目的想法。

唐朝：因为它的资金需求足够大，且可以有合理利润，所以可以容纳我们太多的、低成本资金，同时向美国政府及人民展示自己的善意和贡献。

山林：这意思是在公用事业股上，伯克希尔的预期收益率本来就低，且足够覆盖浮存金还富余，且提高社会美誉度。

宁静：反过来想，我们的资金量很小，我们又想要比合理稍高点的利润，那就先不选公用事业了。

无名：企业过于庞大的时候就要向政府展示善意和贡献，小鹅也将面临这种情况吧！

2021 年 10 月 9 日

原文：股东：就像你之前提到的那样，如果你想用伯克希尔的 A 股换 30 股伯克希尔的 B 股，这算是为了避税吗？

另外，我想问你一个你以前听过的问题但是是在一个稍微不同的背景下。几年前，你说你在 1993 年前后没有购买大型制药公司的股票是个错误。

你提到了它们对社会的价值，以及它们惊人的增长、高利润率和巨大的潜力。你说，虽然你不知道哪些公司会做得最好，但你可以在这个行业做些什么，因为（当时从股价看）整个行业都被摧毁了。

同样的话，包括那些不知道哪些企业将会随着时间的推移而占据主导地位的话，是否也可以用来描述另一个最近被摧毁的行业？

我说的这个行业就是科技业。你如何看待这两种投资——93 年的制药和现在的科技，两者情况有什么不同使得前者对伯克希尔来说是一个好机会，而后者却不是？

巴菲特：查理回答了所有关于错误的问题，所以我将把第二个问题交给他。（笑声）

芒格：我个人认为，制药行业的未来比高科技行业的未来更容易预测。

在制药行业，几乎每个人都做得很好，一些公司做得非常好。在高科技领域，很多公司却永远的消失了。

巴菲特：我想说的是，对我们来说，科技行业作为一个整体，到底是一个值得买入的股票，还是一个被低估的股票？这一点对我们而言，并不明显。

然而，我们应该有足够的知识认识到——制药行业作为一个整体，被低估了。

随着时间的推移，大量的制药行业在股本回报率方面的记录要远远好于科技行业，而且参与者获得这些回报的比例也很高。我不认为这两者具有可比性。

唐朝：制药行业和科技行业都有巨大的社会价值，都可能产生惊人的增长，有巨大的潜力。同时也有共同的特点：不知道谁会最终胜出。

但芒格说医药行业是大家过的都不错，只是不知道谁会过的最好。而科技行业是不知道谁生谁死。

所以医药行业的“不知”，可以通过购买整个行业来解决。科技行业的“不知”，二老无法解决——2001年股东大会问答。

日暮颂歌：这是老唐买医药 ETF 的最好解释。

群众的眼睛：老唐在投资领域的所作所为，都是有理论出处的。

2021 年 10 月 15 日

原文：芒格：伯克希尔公司历史上最严重的错误是疏忽。它们不会出现在我们的数据中。它们体现在机会成本上。

换句话说，我们对于大部分机会，都把握住了。但现在回想起来，我们都知道那些我们本该做却没做的事，是我们错得太离谱了。

对于股东而言，这都是为我们历史上错误付出代价最大的人。要知道，很少有管理层对机会成本做过多的思考或讨论。

巴菲特：是的。我想补充一点，当我们谈到因为遗漏的错误时（我们有很多、而且有些是非常严重的遗漏），我们并不是说不买一些我们的朋友经营的股票，或者我们知道它的名字，而它从 1 变成了 100。（译者注：暗指比尔盖茨的微软）那没有任何意义。

我们只考虑我们能力范围内的错误。因此，如果有人知道如何在可可豆上赚钱，或者他们知道如何在软件公司或其他地方赚钱，而我们却忽略了这一点，就我们而言，这并不是一个错误。

错误，是当它是我们理解的东西，而我们却站在那里盯着它，什么都不做。

或者更糟的是，我们本可以做一件大事，但最终却做了一件非常小的事情。查理优雅地提到了这一点，他说当我吮拇指的时候常这么做。（笑声）

我们有时会对那些我们很了解的业务感兴趣，却没有下重手。这可能是因为我们开始购买，价格上涨了一点，我们等待着，希望能以最初的价格得到更多。过去有很多类似的情况。

这些都是巨大的错误。当然，传统的会计方法根本不考虑这些因素。但是他们在我们的计分簿里。

唐朝：最严重的错误往往并不是买错了什么，而是该做的事情、能力圈以内的事情、能理解的事情却没有去抓住。

这是很多投资者容易忽略掉的成本，巨大的成本。

利民屋：好公司上涨一些就不敢买了，成本心魔作怪。我多次犯了吮大拇指的错误。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：但显然，我们每天都在寻找配置现金的方法。

我们不可能只为了拥有现金而拥有现金。我的意思是，我们永远不会认为我们的现金头寸应该是 X%。坦率地说，我认为华尔街策略家们提出的这些资产配置的东西——大约 60%的股票或 30%的股票——我们认为那完全是胡说八道。

所以，我们想让我们所有的钱——（掌声）——在企业内正常的运作。但有时我们找不到合格的企业、有时现金（出乎意料地）流入、有时我们出售一些东西，使得我们手头的现金比我们希望的要多。

如果周围的现金比我们想要的多，往往意味着我们有 10-15%的现金资产。我们想要现金被使用，但我们不会仅仅为了使用它而使用它。近年来，我们倾向于大量持有现金，但并不是因为我们想要现金本身，（而是因为找不到投资机会）

唐朝：巴神说，a. 我们持有现金都是被迫的。

b. 资产配置规则，比如要持有多少股票多少债券，并保持一定的比例（动态再平衡），都是胡说八道——嗯，我们知道，这是他的老师格雷厄姆带头的胡说八道。

播：太好了，以前老听 70%股票+30%现金动态在平衡。原来根本不是这样的。

三川二水：否定老师的某些错误观点，但并不全盘否定老师。认同并终生执行老师的核心观点，成就了其传奇一生。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：当我们在我们买入一门生意时，对此没有任何概念——我们想买什么时，并不是基于他们的成本是如何细分的。我们真正追求的是持久的竞争优势。我的意思是，这就是我们一直在想的事情。

然后，很明显，我们想要的是一流的人来管理这个地方，因为我们自己不会管理他们。这就是我们考虑的两个因素。

我们想要了解成本结构，但是查理和我可以理解很多公司的成本结构——有很多我们不能理解——但是我们可以理解很多公司。

我们并不真正关心我们是否购买了一个劳动力密集的业务，还是一个原材料密集的业务，还是一个租金密集的业务。我们想了解它，我们真正想了解它为什么比竞争对手有优势。查理？

芒格：在某种程度上，我们看的很粗略。如果你每年利用 3%成本的浮存金，并且用浮存金去购买每年盈利 13%的企业，我们已经发现这是一个很好的策略。

巴菲特：我们可是花了很长时间才认识到这一点。（笑声）

唐朝：我们下注时关注的核心要素就两点：这家企业为什么比它的竞争对手有优势？管理这家企业的人是否可信？——**老唐注：**前者权重更大、更重要。

戳锅漏 BearG：唐师这个“注”一定程度上回答了我对福寿园的一个疑问。

司空：最理想的情况是出色的生意+出色的管理者，如果非要二选一的话，选择出色的生意。——1995 年股东大会

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：我们陷入了这场斗争。但是当我们买下布法罗新闻的时候，我们有两个关于管理层的问题，其中一个我不能告诉你。

但第二点是，我们想要会见主要的工会领袖，我们想要告诉他们，“看，如果你们罢工一段时间——相当长的一段时间——我们就破产了。”你知道，你可以让我们的投资变得毫无价值。所以在我们写这张支票

之前，我们真的想看看你的眼睛，看看你是什么样的人。“最终，我们对这些人感觉很好，他们都是好入。”

唐朝：巴神将它表述的比较优雅和谐了，其实事实情况是图二。

表 30 -1 1978—1982 年布法罗晚报税前利润					单位：万美元
年度	1978	1979	1980	1981	1982
税前利润	-291.3	-461.7	-280.5	-121.7	-121.5

其间卡车工会趁火打劫，提出涨薪要求。他们认为晚报管理层不敢在和信报拼杀的关键时刻，冒着停刊的风险拒绝要求。卡车工会在 1980 年 12 月的一个星期一宣布罢工，晚报命悬一线。巴菲特急得像热锅上的蚂蚁，他说，“我真想派一群人去把这些家伙狠狠地揍一顿，但这显然不是个好方法”。最终，巴菲特决定向死而生，破釜沉舟赌一把。

巴菲特周二早晨面见工会成员并告诉他们：“报纸只剩下有限的几滴血，如果它继续失血，那将无法生存。”巴菲特明确表示，宁愿承担 4000 多万美元的损失，也绝不会妥协！他说：“如果今天报纸不能出版，我就从今天开始停发工资，并解雇全部员工。”最终工会害怕了，当天下午报纸恢复了正常运行。

小蒋：图二为《巴芒演义》237 页。

Kelly：吸血的工会搞垮了美国通用，被剥削的是资本家。

周明芄：正如巴神是优秀的企业家，所以是优秀的投资家。布法罗晚报这种投资案例让普通人来，绝对是难如登天。

2021 年 10 月 15 日

原文：股东：早上好，我是来自内布拉斯加州滑铁卢的 Mo Spence。

你经常说价值和成长是一枚硬币的两面。

你能详细说明一下吗？你更喜欢低价出售的成长型公司，还是成长前景温和甚至更好的价值型公司？

巴菲特：实际上我认为你——你可能误解了我的意思。但我真的说过，成长和价值，它们是不可区分的。它们是同一个等式的一部分。或者说，成长是价值等式的一部分。

因此，我们的立场是，不存在成长型股票或价值型股票。但华尔街通常将它们描述为两种截然不同的资产类别。

通常，成长是一个机会——成长，通常来说，对价值是积极的。但只有当它能通过现在增加资本、以一个比当前利率高得多的速度、在未来可以增加更多的现金可用性的时候，成长对价值才是积极的。

我们会考虑我们购买的任何企业，我们会想未来会发生什么，会产生多少现金，或者投入多少现金。

正如我在 FlightSafety 提到的，我们今年将购买价值 2 亿美元的模拟器。我们的折旧可能在 7000 万美元左右。我们将在折旧基础上另外投入 1.3 亿美元到这个业务中。

这可能是好事，也可能是坏事。它是成长型企业。这是毫无疑问的。年底我们会有更多的模拟器。但

这是好是坏，取决于我们在这段时间里增加的 1.3 亿美元收入。

所以如果你告诉我你的公司将会发展到天上去，这不是很好吗？我不知道。但这到底好不好，要直到我知道增长带来的经济意义是什么——今天你要投入多少，以后你会从今天的投入中收获多少。

最典型的例子就是航空业。自奥维尔·莱特（Orville Wright）起飞以来，航空业一直在增长。但这种增长是最糟糕的事情。

这对美国公众来说是件好事。但增长一直是航空业的祸根，因为越来越多的资本投入了该行业，但回报却不足。

现在，See's Candy 的增长非常好，因为销售更多的糖果只需要相对较少的增量投资。成长，我在一些年度报告中讨论过成长是等式的一部分，但是任何告诉你“你应该把钱投在成长型股票或价值型股票上”的人都是不懂投资的。除此之外，他们都是很棒的人。

但是，真正的问题是我们现在试图投入资本来获得更多的资本，我们现在试图投入现金来获得更多的现金。如果你这样做，生意显然会增长。你可以称之为价值，也可以称之为成长。但它们不是两个不同的类别。

当我听到人们说“现在是时候从成长型股票转向价值型股票了”之类的话时，我就会退缩，因为这根本说不通。

唐朝：成长是价值的组成部分。但成长并不一定都是好的。

只有再投入资本能够在未来，带来显著高于无风险回报率的自由现金流时，这样的成长才是有价值的成长。

否则成长本身，也有可能是企业衰败甚至倒闭的原因——近期市场里那些曾一直保持高速成长的地产股，就是佐证这段话的优秀案例。

周明芄：只有带来显著高于无风险回报率的自由现金流的成长，才是有价值的成长。反例是需要不断购置飞机的航空业，不断购置新设备的纺织业，不断购置新地皮的地产业。

星光《BEYOND》：有些行业必须拼命的增长，不增长就会丢掉市场份额，简直就是劳命行业。所以不能简单的看增长，要看资本再投入的效果，或者不需要投入也可以继续轻松的赚钱。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：所以互联网是一个机会，但我认为你可以把几乎所有的商业创意在互联网上转化为财富——比如，许多人通过向公众宣传而转化为财富。但随着时间的推移，越来越多人通过持续产生现金收益而积累财富。

因此，我认为，互联网可能对我们的零售业务构成威胁的程度上发生了重大变化。在我看来，这是我们其他企业的一个机会，在这一点上没有改变。

实际上，互联网为人们提供了一个将他人的希望转化为金钱的机会。有些人能够抓住数百万人的贪婪和梦想，并将其转化为即时的现金，实际上，这是通过风险投资和股票市场实现的。

在这个过程中，有很多钱从容易上当受骗的人转移到了推广者身上。但迄今为止，纯粹的互联网企业创造的利润非常少。这对公众来说是一个巨大的陷阱。查理？

芒格：我没什么要补充的了。

唐朝：巴神挖苦 2001 年的互联网行业，主要靠割韭菜发财。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：是的。有一件事，我们两个人都很感兴趣，就是人为什么这么想要得到一些时尚的东西。很多人认为，只要给某物起个名字，就能让每个人变得更聪明，或者能从中赚钱。

我想说的是，私募基金、国际投资基金、对冲基金——所有这些在华尔街得到推广的胡扯都不会有神奇的魔力。

有些产品会变得很容易被推广，通常是因为其他人最近取得了成功，而新进入者会根据过去少数人的成功来推广目前的新产品。

他们采用他们认为会吸引资金的头衔，但如果他们在房子前面挂一块写着“对冲基金”的招牌，或者他们有一块写着“资产配置公司”之类的招牌，这不会让任何人变得更聪明。因为这种形式不能创造人才。

芒格：是的，对冲基金行业的规模之大令人吃惊。他们现在在这个问题上有了共识。而早在 20 年代末，你就可以学习如何管理一个证券组合。

这些东西会掀起巨浪。我并不是说对冲基金是不正当的，但我是说，对冲基金这种流行玩意儿会引来巨浪，走向极端。沃伦，现在对冲基金里有多少钱？

巴菲特：规模非常大，不过我想，几个季度后它们的规模就会比以前小一点。（笑）我愿意投入大量资金去打赌，如果你把所有对冲基金加在一起——从今天开始，到未来 15 年——在合伙人回报率方面不会达到 10%。如果你非要逼我赌，那我会赌一个更低的数字。

唐朝：巴神 2001 年就公开鄙视这些对冲基金，说愿意拿钱出来打赌，赌他们整个行业未来 15 年里，不可能为投资者赚到 10% 的年化回报。

阿迪唐：关键最后还“赌”对了，老巴也是够狠，砸起别人饭碗一点都不含糊。

周明芄：巴菲特 2008 年与基金经理泰德·塞德斯打赌。泰德精选了 5 只基金作为自己的投资组合。

十年后，标普 500 指数基金以 8.5% 的年化收益率，轻松击败了 5 只基金平均 2.96% 的年化收益率。最后这个基金经理也不干对冲基金了。

2021 年 10 月 15 日

原文：股东：巴菲特先生，当我上周在吉列的年会上遇到你时，我想问你这个问题，但我哽咽了。现在没有压力了，那我开始吧。（笑声）

从 1956 年到 1969 年，你们在投资回报率上取得了职业生涯中最好的成绩。年增长率 29%，而道琼斯指数只有 7%。

唐朝：29% 难道是投资界的神奇数字？

巴神基金时代是 13 年，年化收益率 29.5%（扣费前）；彼得·林奇管理基金的公开记录是 13 年，年化收益率 29.2%（扣费前）；我的实盘公开快八年了，目前年化收益率也是 29% 左右。

五六年后老唐实盘满 13 年，还能不能有 29% 的数据？我自己觉着有点悬。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：不幸的是，大多数聪明的人，在华尔街工作的人认为他们可以通过这样或那样的方式更容易地赚到更多的钱——比如他们可以通过利用别人的钱、或者以某种方式提供服务。

希望和贪婪的货币化，是一种赚大钱的方式。现在，以对冲基金为例。

上个月我接到几个朋友的电话，他们对投资一无所知。他们毫无疑问失败了。有一天，其中一个朋友

打电话给我说，“我正在成立一个小型对冲基金。”而他说的可是一亿二千五百万美元规模。

这些人觉得，他们有 1.25 亿美元的规模，那就应该投资 1000 万美金到什么投资品上。

但如果你看一下这个人在过去 20 年里的日程安排，你会认为他应该修剪草坪。（笑声）但他还是会筹集到 1.25 亿美元。这让我很惊讶，人们在牛市中，仅仅是把钱扔来扔去，仅仅是因为，他们认为投资这事很容易。

当然，这也是他们几年前对互联网股票的看法。明年他们还会考虑其他事情。

近年来华尔街赚的最多的钱，并不是靠出色的业绩，而是靠出色的推广。

唐朝：巴神的嘴巴毒舌起来不比芒格差，说这个朋友的过往记录，最适合的工作是去修剪草坪。

不过，这后一句话说的很靠谱：（当时华尔街）投资管理行业里赚最多钱的，不是靠出色的业绩，而是靠出色的推广。

今天我朝私募基金业，给我的大致印象依然如此。记得有不少听说过名字的大 V，成立基金后，迅速就暴露了出色的人设推广和实际投资能力之间巨大的剪刀差。

如花九姑娘：华尔街之狼拍的就有这个味道。超级的销售搭配有毒产品，后果是很可怕的。

夏天的星星：巴神暗示这些人的工作是在割韭菜。

天天天蓝：你说了我才懂，估摸着是英语没有割韭菜这个词，就说剪草坪。

好亮：对于这些人来说，赚投资人的钱比赚投资的钱轻松的多。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：我们不可能在一段时间内保持 15%的增速，而且一顺便说一句，我们也不认为美国的任何大公司都能做到。

不过，的确会有一些公司在很长一段时间内都是这样做的，但要预测《财富》500 强中哪一家最终会成为一家、两家或三家，将是非常困难的。

如果以基数较低的大公司为例，500 家公司中也不会超过几家。

我认为我们的方法很好。我认为拥有一群优秀的企业、同投入大量的现金，使它们得已成长，并且由优秀的人管理然后在这些基础上，有时以缓慢的速度、但不时地以良好的速度，增加更多的同类企业，而不是依靠增加流通股（大肆收购）。我认为对于我们这样规模的公司来说，这是一个很好的商业模式。但它会产生什么，我们拭目以待。

查理？

芒格：我当然同意，用每年 15%的增长来推断未来，这种可能性几乎是不可能的。总的来说，美国的投资者们应该大大降低他们的期望值。

唐朝：我们其实比巴神他们幸运，我们生在一个经济高速增长的国家 and 时代。中国经济长期保持两位数的增长，即便是现在 6%~7%，也远超美帝。

当然，即便如此，长期年化是增长率超过 15%的企业依然是凤毛麟角。至于用永续增长 15%，去为企业估值就纯粹是胡来了。

2021 年 10 月 15 日

原文：股东：嗨，巴菲特先生。我叫马洛里·马歇尔。我今年 11 岁，来自内布拉斯加州的科尔尼。我有两个问题。

首先，我爸爸想知道你们有没有像我这么大的孙女。（笑声）

你有多少股股票？然后我才来告诉你。（笑声）

股东：还有，你对我们这一代的年轻人有什么投资建议？

巴菲特：嗯，我有一个和你差不多大的孙子，不过他可能会想找一个更年轻的女人，所以——（笑声）——我会向他提到你。

嗯，如果你对金融问题感兴趣，首先，你必须要有份工作。在这方面我很幸运，因为我爸爸为我支付了学费。如果他没有，我可能不会接受高等教育，特别是需要我自己支付的话。

所以我在 21 岁的时候就存了 1 万美元。你知道，这是一个巨大的领先优势。如果我做不到这点的话——我的第一个孩子在我 22 岁的时候出生了。

如果你幸运地生活在一个你的父母会照顾你的经济负担的家庭，那么在青少年时期存钱会容易得多。因为你以后的每一块钱都值得赚 10 或 20 块钱。

所以，如果你对金融感兴趣，尽早投资是非常有用的，尽早获得知识也是非常有用的。

你知道，如果你 11 岁的时候有兴趣来参加这样的会议，我会说你已经在正确的路上了。

如果这种兴趣能持续下去，我就会去读财经出版物。凡是我感兴趣的，我都会读。比如，我想知道科尔尼镇周围的企业是如何运作的。

在某种程度上，你也可以让人们和你交谈——人们通常喜欢交谈——了解谁在科尔尼有好生意，为什么他们是好生意。了解那些倒闭的企业以及它们倒闭的原因。

不断积累知识。这就是我和查理所在的行业的美妙之处，一切都是可以累积的。我 20 岁时学到的东西在今天仍然有用。不一定每天都是这样。但它总归是有用的。

你会在头脑中建立一个数据库，随着时间的推移，它会给你带来回报。但是你必须有一点钱来进行投资——所以，没有什么比提前存钱更好的了。记住远离信用卡，别提前消费。随着年龄的增长，如果你的思维沿着这条轨迹，你会得到很多乐趣。

唐朝：对一个 11 岁的女孩说，“我有个和你差不多大的孙子，不过他可能会想找一个更年轻的女人”。这种幽默，可能就是东西方文化的区别了。中国人很难接受一个老头这样跟小女孩开玩笑。

后面的建议，对小孩和成年新手，都是价值千金的。

观霖：能够不断累积知识，这就是投资这个行业的美妙之处。巴神多次提到，您也多次说过，学习了。

Alone：1、日拱一卒，不期而至；2、坚持做有价值的事，一直做，然后等待时间的回报。唐师箴言已经在我脑海里滚瓜烂熟了。

2021 年 10 月 15 日

原文：股东：我是乔治三世。我的父亲也在这里。

巴菲特：好的，很好。你问的问题完全正确。我们确实认为，在我所理解的范围内，或者在我所读过的波特所写的东西中，我们在商业方面的想法基本上是一致的。

我们称之为护城河。他把这些都写进了一本书，但这就是我们所处行业的不同之处。（笑声）我和查理对此可能有不同的看法。我不认为美国的商业中，护城河的数量或可持续性在 30 年或 40 年里发生了巨大的变化。

现在，你可以看看西尔斯、通用汽车以及类似的公司，很多人认为它们的业务周围有一些很宽的护城

河，但结果却不是这样。以西尔斯为例，沃尔玛出现了。

而我们所考虑的生意，我认为我现在看到的护城河，对我来说，就像我 30 年前看到的护城河一样可持续。

但我认为有很多行业很难评估护城河。这些都是快速变化的行业。

与以前相比，现在变化相对缓慢的行业少了吗？我不这么认为，但也许查理会。查理？

芒格：我认为那些古老的护城河正在消失。而且新的护城河比一些旧的护城河更难预测。我觉得越来越难了。

巴菲特：终于有你觉得难的事了。（笑声）

唐朝：其实波特的“竞争优势”一词，比巴神的“护城河”比喻好懂多了。我觉着“护城河”这个词，在中文投资界已经有玄学化趋势。

于鑫：确实，波特五力基本上就涵盖了护城河。

TB：三体里面的降维打击现在也是玄学了，哪里都是降维打击。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：是的，我们认为用波动率来作为衡量风险的一个标准，这简直是疯了。之所以使用它是因为授课的人想要谈论风险。事实是，他们根本不知道如何在商业中衡量它。

关于如何评估一个企业，这将是我们的课程的一部分。另一部分，是关于企业的风险有多大？我们考虑每一笔生意。而我们的风险与几种可能性有关，一个是永久性资本损失的风险；另一个风险是我们投入的资本回报不足。它与波动性完全无关。

唐朝：永久性损失资本是风险，回报不足是风险，但是波动本身不是风险。任何意图控制波动（行话叫回撤）的投资者，都不是合格的投资者——当然，这不妨碍他/她，可能是合格甚至优秀的基金管理人。

无名：这个道理很多人都明白，但是愿意把它说明白的除了巴神老唐，也没剩下几个了。

Fei：无视波动，这一步就拦住了无数人。

木紫：只要每天跟着老唐读书，什么市场波动都不存在，因为完全没有时间去看盘了。

Anchor：哈哈，神转折，酱紫老唐会被你怼跑的。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：我们在这之后遇见了“伟大的想法”。我们也必将遇到。如果我们有一个正常的寿命，我们未来仍会遇见“伟大的想法”，但关于未来，我不能以确切的方式告诉你。

我不能确切地告诉你我脑子里到底发生了什么，比如像那些闪烁着霓虹灯广告招牌一样，上面写着，“这是一个伟大的想法。”

实际上，我有一个真正的投资体系。（笑声）

一个真正伟大的想法是——我得到它，然后我打电话给查理，他只说“不”，而不是“这是我听过的最糟糕的想法”。但如果他只是说“不”，那这很可能就是一个伟大的想法。

芒格：我们生活中有个游戏——当你得到一个稀有的好主意的时候，你能够识别它。我认为这是你需要长时间准备的。

俗话说得好：“有准备的人才会有机会。”我认为你不可能在两分钟内教会人们如何做好准备。这就是游戏规则。

巴菲特：我们在 40 年前学到的东西将帮助我们认识到下一个“伟大的想法”。

芒格：关于机会成本——让我们回到这一点，目前正在使用的全国大一经济学课本，几乎就在第一页。它说，“所有聪明的人都应该首先考虑机会成本。”这显然是正确的。

唐朝：巴神说，有准备的人，才会有机会。某胖说，有知识储备，才看得见机会。

俺总在笑：比翼双飞的节奏。

凌 KxKy：知识储备的复利让大佬们在就会来临时能瞬间抓住，长此以往创造出财富的惊人复利。

沈阳郭宝荣：未来仍会遇见“伟大的想法”，这句很有感触。巴神 86 岁开始历时三年大举建仓苹果，大赚 900 亿，占了 15 大重仓盈利的一半，是最好的论据、证明、教材、说教、高高的大讲台。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：卖空，这是一个值得研究的有趣项目——因为它毁了很多。这是那种你会破产的事情。

鲍勃·威尔逊，有很多关于他和度假村国际集团（Resorts International）的著名故事。他做这件事没有破产。事实上，他后来做得很好。

但卖空时你的损失是无限的，这与做多时你可以确定你已经付出了代价的情形，是完全不同的。

卖空这是诱人的。在你的职业生涯中，你会看到更多被严重高估的股票，而不是被严重低估的股票。

证券市场的本质就是偶尔向天空推销各种各样的东西，所以证券经常会以内在价值的 5 到 10 倍进行出售，而且很少会以内在价值的 20%或者 10%进行出售。

因此，你会发现，在估值过高方面，价格和价值之间的差异要大得多。所以你可能认为做空更容易赚钱。我只能说，这不是我的游戏，我也不认为这是查理的游戏。

这是一个非常非常艰难的业务，因为你面临着无限的损失，也因为那些高估股票的人，经常处于推动者和骗子之间。这就是为什么他们会这么做。一旦到了那里——最后，做空几乎总是有效的。我想说的是，在这些年来我们一直想做空的事情中，最终的击球率是非常高的一如果你坚持做空，最终的结果会非常好。

但这是非常痛苦的，根据我的经验，做多赚钱要容易得多。

我遇到过一种情况，实际上，是一种套利的情况。当我 1954 年搬到纽约的时候，大概是 1954 年 6 月或 7 月发生了一种必然会发生的套利交易。

但其中有一个技术上的问题，我总感觉缺了点什么。在很短的一段时间里，那感觉就像去年秋天的 Finova 的交易。这是非常不愉快的感觉。

在我看来，你不可能赚很多钱，因为你不敢让自己承受巨大的损失。

查理，你呢？

唐朝：巴神谈做空，市场的特性导致了高估总是比低估常见，做空的机会总是很多，而且通常都显示有诱人的利润，大部分时候做空的结果也会正确——如果你能坚持到底的话。但是做空的过程通常都非常痛苦，而且你很难从中赚到大钱。

泊武：做空反过来讲，其实也是一种带着杠杆去赌市场先生行为的行为。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：当然，我们已经在基本规则中——在我们的所有者手册中，在年度报告中——我们明确地说过，就我们购买的业务而言，它们是非卖品。昂贵的价格是诱惑不了我们的。

我们提出的例外情况，与我们认为存在永久性现金损失的业务有关，或者与我们有劳工问题的业务有

关——我也在今天早些时候说过，我们可能会在布法罗新闻上看到这种情况。

但除此之外，我们不会仅仅因为我们需要可以把钱用在别的地方，我们就会对我们的公司不感兴趣了。

唐朝：为了更有利于未来的收购，也为了履行过去收购时的承诺，伯克希尔实际上几乎不出售收购下来的业务，除非第一出现了不可逆转的业务衰败，第二出现很难解决的劳工纠纷。

——在这一点上，投资上市公司少量股份的我们，其实比后期的巴神有优势，后期巴神是戴着镣铐起舞。

bp：我们要五十年后才可能有这个烦恼。

2021 年 10 月 15 日

原文：股东：今天，如果你发现有 10 或 20 只股票的交易价格占流动资产净值的三分之二，你会倾向于为自己的投资组合而不是为伯克希尔哈撒韦公司购买这些股票吗？

第二个问题，既然我提到了这本书，我想知道您和芒格先生最近在读哪些书，并会推荐给大家。谢谢。

巴菲特：是关于你的第一个问题，如果你找到一个这样的组合——我不认为你现在能够找到——你可能会得到很好的结果。

但这并不是因为随着时间的推移，企业自身的来个良好发展，而是因为在这样的组合中，可能会有相当数量的企业资本运作，比如管理层将其私有化，或反向收购或诸如此类的事情。

但现在几乎不可能找到这些股价低于营运资本股票。如果你进入一个市场，那里有很多这样的公司，那你还有可能会发现，很多优秀公司的股票价格也会非常便宜。而我们更倾向于买入一笔即便宜又美好的生意。

我不认为你会找到大量的低于净营运资本股票了。因为在他们真正达成这种情况之前，就会有太多的钱来促进交易。

但那是一种技巧。那是 50 年前。

沃尔特·施洛斯还在这里吗？沃尔特，你在吗？如果你在就站起来。

50 年前，当我遇到本·格雷厄姆时，我认识了沃尔特。我知道沃尔特今年来现场了，不过可能因为他已经知道了我会说些什么，所以他可能已经离开了。

但实际上，沃尔特从事的证券业务，更接近原始的——他现在已经经营了 46 年的合伙企业。他投资最多的类型的股票，正是本在那些日子里谈论的股票类型。

芒格：是的。还有另一个原因。在过去，如果企业停止运营，你可以把营运资金放进股东的口袋里。

如今，你可以从所有的重组费用中看出，当事情真的变得一团糟时，那么会是其他人拥有大量的营运资本（而不是股东）。现在整个文化都变了。

如果你在法国做点业务，但是厌倦了，就像玛莎百货（Marks&Spencer）那样，法国人会说，“你想把你的资本从法国夺回来，这到底是什么意思？这个生意里可是有法国工人。”

他们也不在乎。当企业不再适合你的时候，他们不会说：“这是你的流动资金，拿回去吧。”他们反而会说，“这是我们的周转资金（你不能拿走）。”在这一点上，整个文化都发生变化。

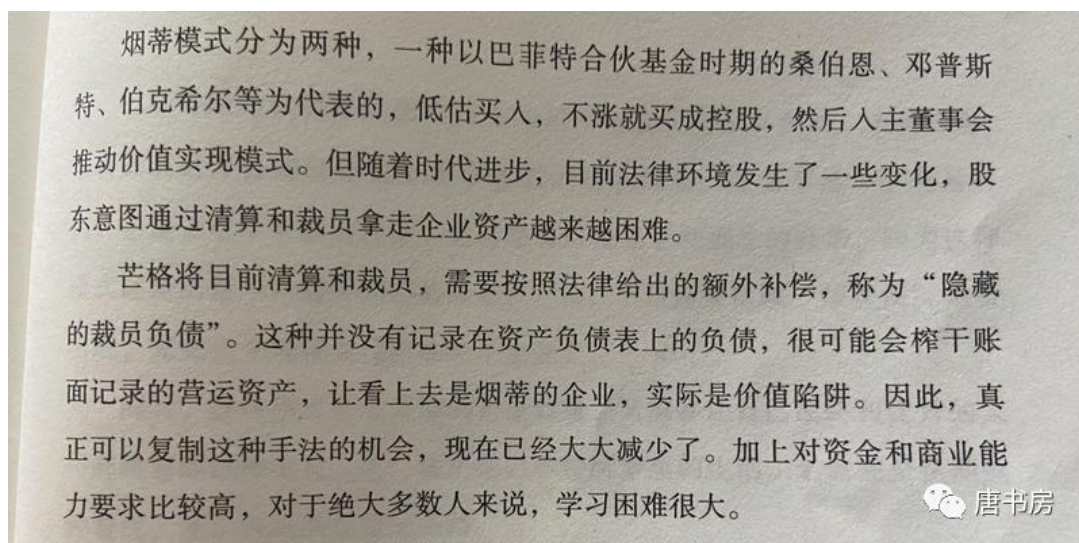
虽然不都是这样，但这类投资更多是格雷厄姆时代的作品。一个时代的投资特质并不能完美地转化为另一个时代，原因有很多。

唐朝：正好今天早晨后院还有位朋友问类似问题。

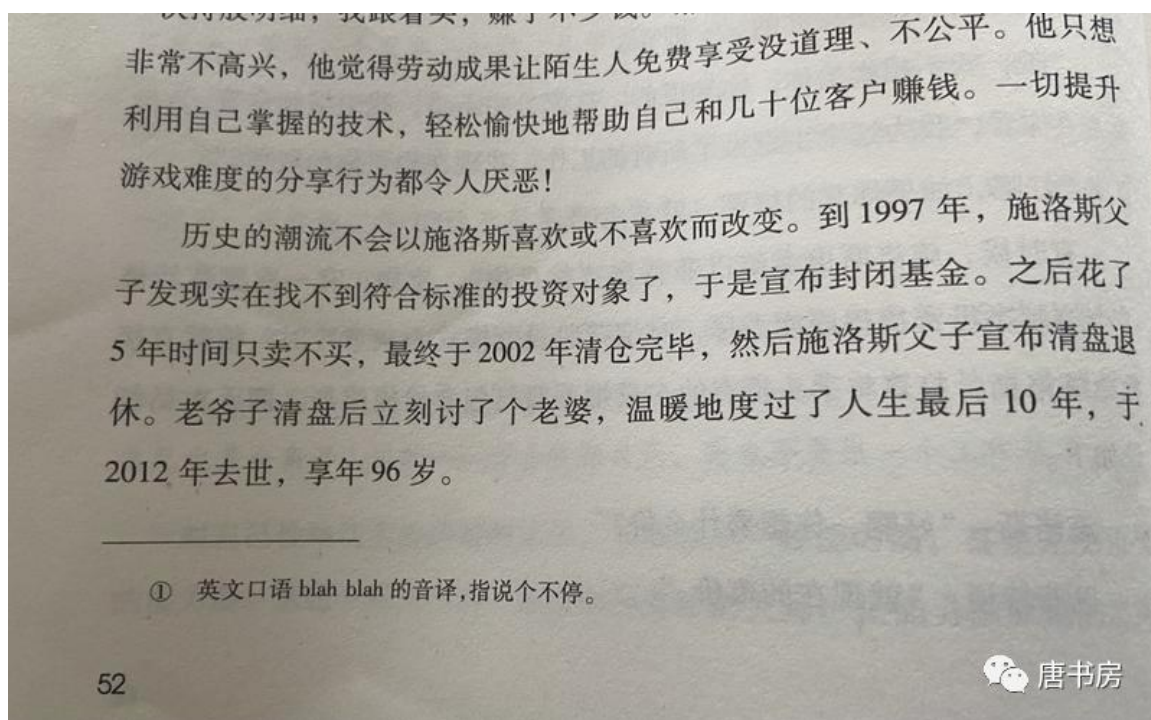
巴神的回复是：“如果你能找到足够数量、符合条件的烟蒂，你的收益会很好。但我估计今天的环境

下，很难找到了。”

芒格则提出了一个很少有人注意到的烟蒂股投资文化的变化，见巴芒演义 341 页这段（图三）



顺带说一声，这是 2001 年的大会。此时施洛斯已经在实施清盘了，因为市场里实在找不到足够数量的烟蒂。



雨落风烛：现在的绝大多数“烟蒂股”都是自以为是的所谓烟蒂。

风：比如某些人死磕的银行股。

唐朝：因为认为低估而死磕某个行业甚至某个企业，其实并不是烟蒂投资。将这种行为归为所谓“纯正格式投资”，完全是一种误解。

烟蒂模式的核心秘笈是低估+分散，是一大堆烟蒂里有部分会回归价值，从而带动整个组合获得合理回报。

烟蒂股的回归其实是个概率事件，祖师爷从来没有说过（也没有去示范过）赌一只低估的个股或一个低估的行业，“一定”会价值回归。

当然，再加上杠杆去赌低估个股的“必然”回归，就连投资都算不上了。顶多算赌博，而且是一种比

较差的赌博。

SK: 请教老唐，后来施洛斯也曾随着环境的变化而更新他的方法：如 0.5 倍市净率找不到了之后就 0.8 倍中找，0.8 倍找不到了就从 1 倍中找，总之还是在最便宜一堆中寻找他的标的。

那么现在这个信息迅速传播的环境，在最便宜的里面翻相对较好的，这个方法还可行不？

唐朝: 乔尔·格林布拉特的神奇公式，就是试图向这个方向努力。

但从实践效果看，泯然众人矣，似乎这条路也不通。至于原因，我没深入研究，说不上来——2001 年股东大会问答结束。

2021 年 10 月 15 日

第1065篇. 2021. 12. 25 - 老唐实盘周记20211225

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-25

书房的朋友们，圣诞快乐🎄

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 36%，洋河 23%，茅台 21%，分众 8%，古井贡 B6%，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	36%	72000±10%	<36000	80000	36070	460.20	-18.17%
洋河股份	23%	4200±10%	<2100	4700	2630	174.54	-25.09%
贵州茅台	21%	26400±10%	<13200	35000	27562	2194.09	10.88%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1131	7.83	-17.98%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	487	112.97	6.39%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1217	12.55	46.54%
沪深300						4921.34	-5.56%
上证指数						3618.05	4.17%
2021/12/25			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8161	

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	36%	72000±10%	<36000	80000	34355	438.00	-22.12%
洋河股份	24%	4200±10%	<2100	4700	2634	174.81	-24.98%
贵州茅台	20%	26400±10%	<13200	35000	25752	2050.00	3.60%
分众传媒	8%	①	<770	1980	1118	7.74	-18.93%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	479	111.00	4.54%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1266	13.06	52.49%
沪深300						4954.76	-4.92%
上证指数						3632.36	4.59%
2021/12/18			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8167	

收益

本周实盘净值上涨约 3%。

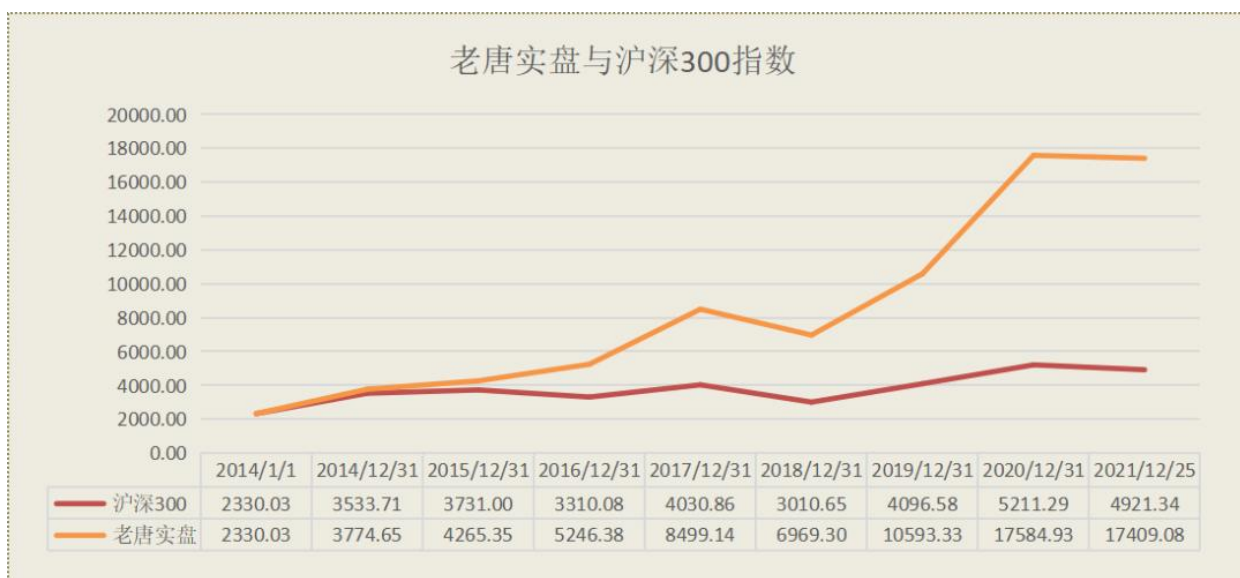
2021 年内收益从上周末的-4%，变成本周末的**-1%**（四舍五入）

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%
2021/12/25	-1%	7.47	7.98	29%	-5.56%	2.12	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：

- 央行降息：降准之后预期中的放水动作。
- 腾讯派发京东股票为中期股息：意料之外的惊喜。
- 上交所推出 B 转 H 细则：预计 B 转 H 股将成为常规、全面操作。
- 证监会推出新境外上市管理办法草案：确认 VIE 架构境外上市的合法地位。
- 推荐一款长期记录和计算投资收益率的工具：有知有行。

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. 央行降息。

继 12 月 6 日央行决定全面降准 0.5 个百分点之后，12 月 20 日，央行继续实施货币宽松政策：降息。

本次降息，是将 1 年期贷款基准利率（LPR）由之前的 3.85%，下降 5 个基点（基点，简称 Bp，指 0.01%）至 3.80%。同时 5 年期 LPR 利率保持不变。

这是之前预料过的放水动作。不过，采用降低短期贷款基准利率，同时保持长期贷款基准利率不变的手法，还是透露了一些央行的小心思。

通常来说，一年期贷款利率主要针对企业融资需求，而五年期贷款基准利率主要针对购房按揭贷款。

降低短期贷款基准利率，保持长期贷款基准利率不变的手法，证明这次降息的政策方向主要是降低实体经济融资成本，同时维护“房住不炒”的政策连贯性，继续抑制房地产投机性需求。

2. 腾讯拟派发京东股票为中期股息。

上周的周记里，我谈到腾讯计划发放中期股息，说

「不管是哪种情况，都不算什么好消息。对于腾讯股东而言，分红是负价值，只会损失股息税带不来什么收益。好在，腾讯分红的金额惯例不大，对应股息税损失也有限，不舒服 18 秒就可以跳过去了。」

但没想到小企鹅亮出了“不管哪种情况”之外的“另一种情况”，给广大股东带来了意外惊喜 😊

关于这次分红，我们需要知道以下内容：

① 腾讯目前持有约 16.9% 的京东股份，共计约 5.28 亿股港股（京东 2 股港股=1 股美股，也可以说是约 2.64 亿股美股）。

这次中期派息拿出其中约 4.57 亿股港股分派给股东，送股比例是每 21 股腾讯送 1 股京东港股。分派后剩余约 0.7 亿股港股，占京东总股本约 2.3%。

② 按照我们习惯的理解，这次是 2022 年 1 月 19 日收盘时，无论你通过境外账户持有腾讯股票，还是境内券商港股通账户持有腾讯股票，都可以享受这次送股。投资者什么都不需要做，只需要坐等到账就可以了。

2022 年 1 月 20 日开盘前除权，除权金额=1 月 19 日京东港股收盘价/21。除权只是一个计算机交易过程中，为了保持图形连续性的技术处理，实际成交价格还是供求关系决定的，是否除权关注意义不大。

③ 方案于 2021 年 12 月 23 日开盘前推出，以 12 月 22 日京东集团收盘价 279.2 港币计算，相当于每股腾讯分红 $279.2/21=13.3$ 港币。

腾讯总股本共计约 96 亿股出头，总计分红约 1277 亿港币，创下中国上市公司单次分红金额的历史记

录。

当然，股东最终实际所得，要看 3 月 25 日后股票到账时的京东港股股价，可能高于 279 港币，也可能低于 279 港币。

如果分到手的京东股票不足 100 股，会构成碎股交易，腾讯已经安排了中银国际证券专门对接碎股交易撮合。具体办法，大家可以在 2022 年 3 月 25 日至 2022 年 4 月 25 日之间关注相关信息。

届时咨询自己的券商也行，个人估计直接就通过自己的券商 APP 港股通里面的“碎股卖出”界面就可以操作，不用提前着急——有些券商叫“零股交易”。



④股票 3 月 25 日左右送出，具体几天内到账，暂时不知。估摸一般在三天之内。

不足 1 股的不给股票，折算为港币现金支付。但现金不足 100 港币的部分抹掉（注意，不是四舍五入），直接归公司所有。

港股通账户持有腾讯的，不足 1 股所折算的港币会兑换成人民币到账，不需要投资者做任何操作。

⑤通过港股账户持有的，不会被征股息税。

对于通过港股通账户持有的投资者，怎么征税我还不清楚。因为这也是我首次经历持股公司派发其他上市公司股票作为股息。

根据书房读者@ZWQ 的分享，他上次通过港股通账户持有融创，分到手融创服务公司股票，从拿到到卖出均没有被征税。

其实腾讯以前也派过阅文和腾讯音乐股票，只是这和融创分派融创服务一样，都是自己的子公司分拆上市时，派给股东的权利，和这次分派持有的其他公司股票还是略有区别的。

以我的理解，港股通账户持有腾讯，所获股息是会被收税的，问题在于按照什么金额计算征税基数。

我能想得出来的有四种方法——当然，都是账户有钱的时候券商自动扣，不需要我们考虑什么时候缴税，也不需要为其准备现金：

第一种，按照所送股票面值征税。如果这样征税，等于不征。因为京东集团的股票面值是 0.00002 美元，我算了一下假如持有 2.1 万股腾讯，收到 1000 股京东股票，税钱只有一毛三分钱。

第二种，将 1 股京东股票视为 1 元钱的分红（国内送红股的算法）。收到 1000 股京东股票，缴纳 200 元人民币股息税。这种基本也等于不收，金额可以忽略。

第三种就比较痛了，就是收到的京东股票数量 $\times$ 1月19日京东集团收盘价 $\times$ 20%，比如还是收到1000股京东股票，假设1月19日股价300港币，那么就要扣6万港币的税。

第四种更痛，就是红筹股的作法，在第三种的基础上，将税率从20%提升为28%——即香港先征10%，剩余的90%内地再征20%。和第三种同样的情况，需要缴纳8.4万港币股息税。

具体哪种，我也没有经历过，等政策解释就是了，反正多少都只能是照给，对吧？

我个人倾向于认为大概率是前两种，小概率第三种，第四种可能性可以排除。

⑥通过美国粉单市场持有腾讯ADR存托凭证的，不给股票，直接折算为现金分红。税收，更不懂，跳过。

无论是ADR折算现金，还是我们不足1股的折算现金，我个人理解都应该是按照1月19日京东集团收盘价，但也有人说是按寄出股票的当日（即3月25日）。

对于我们而言，因为只涉及到不足1股的部分，随便以哪天收盘价折算，差别都很小，对持有腾讯ADR的朋友，影响稍微大点儿。静等官方信息就行。

⑦我大致看了腾讯对京东的投资，回报是丰厚的。

最早的一笔投资是2014年3月。京东即将上市前，腾讯用2.15亿美元现金+原腾讯旗下拍拍网电商资产+易迅9.9%股权，获得了京东上市前15%股份，然后京东和腾讯签订协议，购买了微信入口位置。

当时京东估值百亿美元左右，我们可以大致理解为，除现金之外的其他电商资产和易迅9.9%股权，合计作价约13亿美元卖给京东了。

2014年5月，京东在纳斯达克上市，发行价19美元，募集资金17.8亿美元。按照2014年3月的约定，腾讯有权再认购5%股份。

这5%花了腾讯13.25亿美元，可知上市时投后估值约 $13.25/5\%=265$ 亿美元，相当于投前估值 $265-17.8\approx 247$ 亿美元。

可以反推上市前按照百亿估值突击入股的投资，两个月后获得约147%的回报，简化记忆成上市前入股价格 $=19/2.47=7.7$ 美元/股。

2014年12月，腾讯又花了1.5亿美元，增持京东0.45%股份，折算增持时京东市值 $=1.5/0.45\%=333$ 亿美元，估算增持价格约 $333/265\times 19\approx 23.9$ 美元。

2016年6至8月，京东股价自高点38美元再次跌至发行价上方时（最低19.51美元），腾讯再次投资近2亿美元，以均价24.8美元的价格，增持802万股，使持股比例达到21.25%。

2020年6月18日，京东回港股市场二次上市，发行价226港币，发行股份1.33亿股，募集资金约300亿港元——注：港股2股=美股1股，相当于发行6650万股美股。当日美股收盘价62.01美元。

期间腾讯应该有过少量未披露减持，否则港股新发行股份只占总股本约4.3%，腾讯的21.25%应该摊薄为约 $21.25/104.3=20.37\%$ 。但本次派股前，腾讯实际持有京东股份的比例是16.9%。

即使今年京东从最高108美元以上，跌至目前的约69美元（市值1066亿美元或8100多亿港元），但毕竟腾讯的投资主要是7.7美元、19美元、23.9美元和24.8美元，尤其是大部分股份是上市前相当于7.7美元价格获得的，总体来说回报应该是丰厚的。

⑧减持的原因，无外乎三种猜测：

第一是上面的要求，出于“防止资本野蛮生长”的考虑，对于规模巨大的平台企业之间的持股关系，

有一些不利的管制；

第二是京东方面出于控制权的考虑，希望摆脱腾讯的影响；

第三是腾讯出于财务收益的角度或避嫌的角度，主动选择退出。

无论是哪种原因，直接分股票相比由腾讯卖掉股票后给股东分现金，有两大好处：一者可以避免因为卖出股票而被剥一次企业所得税；

二者可以将选择权交回给股东，避免因腾讯持续大量抛售京东给市场带来的股价和信心双重压力。

⑨如果是上面的反垄断压力因素导致的退出，腾讯优先选择了电商平台京东，一者规模足够大，二者对微信生态并无伤筋动骨，毕竟微信无论是九宫图还是小程序里，和京东类似的零售商还有不少。微信生态里京东发生任何变故，基本不影响用户对微信的使用感受。

这只是一种猜测，截止目前没有任何证据能够证明是上面的要求。

不过，要验证它也简单：如果年末腾讯再提出来将美团或拼多多的持股也拿出来给股东分了，那就很可能是这种因素。

因为美团和拼多多也具备和京东一样的特性，是规模庞大的平台型企业——尤其是分美团，证据特性更强一些。

反之，腾讯并没有将美团或拼多多拿出来分掉，那么反垄断因素导致的退出，就应该可以排除。

假设真的是反垄断因素导致的分京东，对腾讯以后的对外投资有影响吗？我个人觉着，有，但不算大。

即便是反垄断要求，它也不会干扰腾讯去投资一些小企业。而真正等到投资对象成长到足以引起反垄断部门注意的时候，其实也确实该考虑退出了。

至少要退出股权关系，让彼此之间变成纯粹的商业合作，也算是瓜田李下的避嫌吧。

就好比这次腾讯将对京东的持股减少到 2.3%，会影响腾讯和京东的商业合作吗？我个人认为不会，京东照样可以通过购买的形式，获得微信的流量入口，和腾讯持股京东时一样。

⑩京东控制权问题，根本不是问题。各种媒体热炒刘强东重新拿回第一大股东权力云云，根本就是吸引眼球的瞎写。

京东本就是同股不同权的设计，刘强东虽然只持有 14.75%的股权，但本就拥有约 77%的表决权，京东至始至终就是刘强东说了算。

无论腾讯是不是第一大股东，无论刘炽平是不是京东的董事，腾讯从未获得对京东和京东董事会的掌控权，根本不存在权力之争，也不存在通过减持股份让刘强东重新掌控京东的事情。

⑪还有一种可能，就是腾讯公告里说的：当企业成长到腾讯管理层认为它已经有能力从市场融资了，腾讯投资部门就会考虑变现退出，此时通过将持股分给股东的方法回报股东。

之前，书房里不是也有朋友担忧腾讯持有的这些联合营股权，即创造不了多少经营利润和现金分红，股价涨幅也不记录在腾讯的利润表里，无法体现回报吗？这下子回报方法就出来了。

如果是这种因素导致的分红，选择这个时点实施，算是一种亮肌肉的行动，效果会优于回购。

此时腾讯处于低估状态，约 3.6 万亿人民币市值，无论按照去年的非国际准则下净利润 1227 亿，还是按照 2021 年预计非国际准则净利润约 1400 亿估算，都只有 25~30 倍市盈率。

对于未来增长可能，市场完全没有给出对应估值。至于投资资产部分，更是直接按照 0 对待的。

那么，此时将投资资产分配给股东，就是将记录在公司资产负债表上的账面价值和市值之间巨大的差

异，直接分给股东了。

推到尽想，今天腾讯如果将持有的上市公司股票共计约一万亿全部分配给股东，相当于每股能分红 100 元以上的红利，而腾讯年度归母净利数据只会有非常微小的影响，预计不会超过百亿，即每股收益下降不会超过 1 元钱。

⑫当然，通过这种方式，确实会对京东的股价构成短期打压，毕竟肯定会有部分股东选择卖出的。但同样要相信，买卖数量影响的只是短期股价，企业长期价值还是要受企业本身的盈利能力影响的。

综上所述，我个人认为这是非常值得称赞的方式，希望以后看到更多同类操作。期盼我们的“腾克希尔.哈撒鹅”能够源源不断地孵化一些十倍股、百倍股，然后分给我们来卖🤗

以上，就是老唐关于这次中期股息的理解，供朋友们参考，不保证正确哈。

3. 上交所推出 B 转 H 细则。

据中国结算官网 12 月 24 日消息，中国结算与上交所联合制定并发布沪市《B 转 H 业务实施细则》。

《细则》本着最大程度便利市场和投资者的原则，允许在境内交易的投资者通过原沪市 B 股账户卖出转换后的 H 股，并继续使用美元进行结算。

投资者在境内的 H 股卖出指令经上交所技术公司传递，由香港证券公司报送至香港联交所进行交易。

下一步，中国结算和上交所将按照中国证监会的统一部署，稳妥推进技术测试及上线、市场培训等各项准备工作，确保沪市 B 转 H 业务顺利开展。

估摸着深交所的类似细则也会很快推出。它们的出台，意味着 B 转 H 业务逐步会成为常规操作，最终 B 股这个时代造就的鸡肋市场会消失。

4. 证监会推出新境外上市管理办法草案。

12 月 24 日，中国证监会发布了新的境外上市管理办法草案征求意见稿，境外上市新规揭开面纱。

这事情，知道两点就够了：第一，监管部门支持企业境外上市的态度没有变；第二，这次的新规，监管部门明确承认了协议控制架构（VIE）模式的合法性。

这是中概股的好消息，是风投行业的好消息，也是咱们腾克希尔.哈撒鹅的好消息。完毕。

5. 推荐一款长期记录和计算投资收益率的工具。

认真做投资的朋友，都有记录自己的投资回报率的需求。

每成年末、季度末或者月末，但凡遇到写总结的时候，总会有朋友头痛投资收益率究竟应该怎么计算。

通常而言，我们所说的投资回报率至少有三种不同类型：第一种，自己当年赚了多少钱；第二种，我用了多少资本赚了这些钱；第三种，我的盈利能力和其他人相比处于什么水准？

第一种投资回报率很简单，年底市值-年初市值-追加资金+提出款项=盈利。这种回报率几乎所有的券商都能提供，市面所有记录持股情况的 APP 也都能提供。如果没有，口算也花不了几分钟时间。

但这种回报是扭曲的，它不能衡量你的资本的使用能力，也无法评价你的投资能力。因为你用期初 100 万赚到 100 万，和你中途追加 900 万赚到 100 万后再提走 900 万，数据结果一样，但资本回报率和投资能力实际上有云泥之别。

因此，我们需要有一种能够区分资本使用效率，能够衡量投资者投资能力的记账工具。

之前，我一直给大家推荐的是且慢小账本，我个人也是用且慢小账本记录的。今年，给大家推荐一款新工具：**有知有行**。

是原且慢创始人孟岩离开且慢后创立的，APP 就叫“有知有行”。它里面的“有行记账”可以同时提供两种收益率：①资金加权收益率；②时间加权收益率。

资金加权收益率，是把资金按使用的天数算出权重，再加权计算得出的收益率，这样能体现资金进出对收益率造成的影响，能衡量你的盈利实际占用的资本，得出精准的实际收益率。

而时间加权收益率，则是所有基金都在使用的基金净值法，可以简单理解为期间每日账户收益率连续相乘得出的收益率。

它相当于是将账户视为一份基金（期初 100 万，就视为 100 万份单位净值为 1 元的基金），资金的追加或者撤离，均按照当日单位净值计算追加或撤离份额。

这样的计算方式，无论有没有追加或撤离资金，都不会影响全年该基金操作者（也就是你）的年度收益率，便于和其他人在相同条件下比较盈利能力。

无论且慢还是有知有行，投资者所需要做的，只是：

①记录期初总市值；

②在有资金追加或撤离时，记录追加或撤离日期和金额。不需要及时，后补也是可以的，但要求日期和金额准确；

③想起来的时候，记录一次账户总市值，每天或每周记录都可以。

其他都不用管了。

由于是同一个团队做的，界面和使用方法几乎一样，上手很容易。

相比且慢，有知有行的优势是增加了资金加权的计算方法，同时增加了“今年”和“近三年”时间段，去掉了且慢的“近三月”和“近半年”时间段。如图



而劣势是且慢有微信小程序，有知有行需要单独下载 APP。

为了使用有行记账，必须附带接受 APP 内基金投资相关内容。不过，孟岩团队所做的基金投资类内容，大体是靠谱的，值得看看。

注意：以上不是广告，是老唐推荐，每个字都代表老唐的观点 😊

本周运动

本周好冷，没跑步🥵。

在家里蹬动感单车4次，单次1集电视剧时间。陪我家领导湖边散步1次5.2公里。



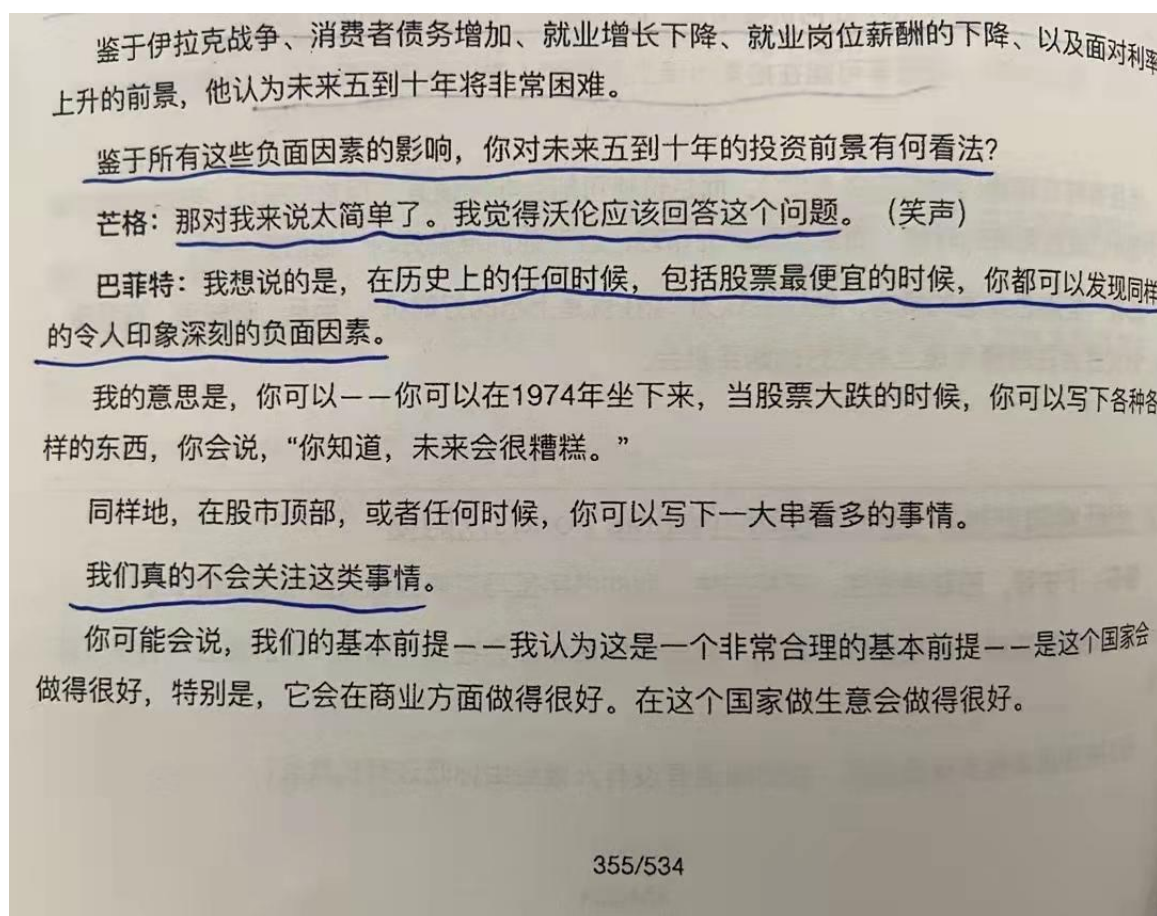
周六同口径除皮净重85.9kg，环比上升0.9kg🥳——175cm。

祝朋友们圣诞快乐🥳👉

第1066篇. 2021.12.28 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（12）图文版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-28

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)



唐朝：任何时候都有足够多的利空，也有足够多的利好。只要你愿意浪费时间，总能找出足够多的理

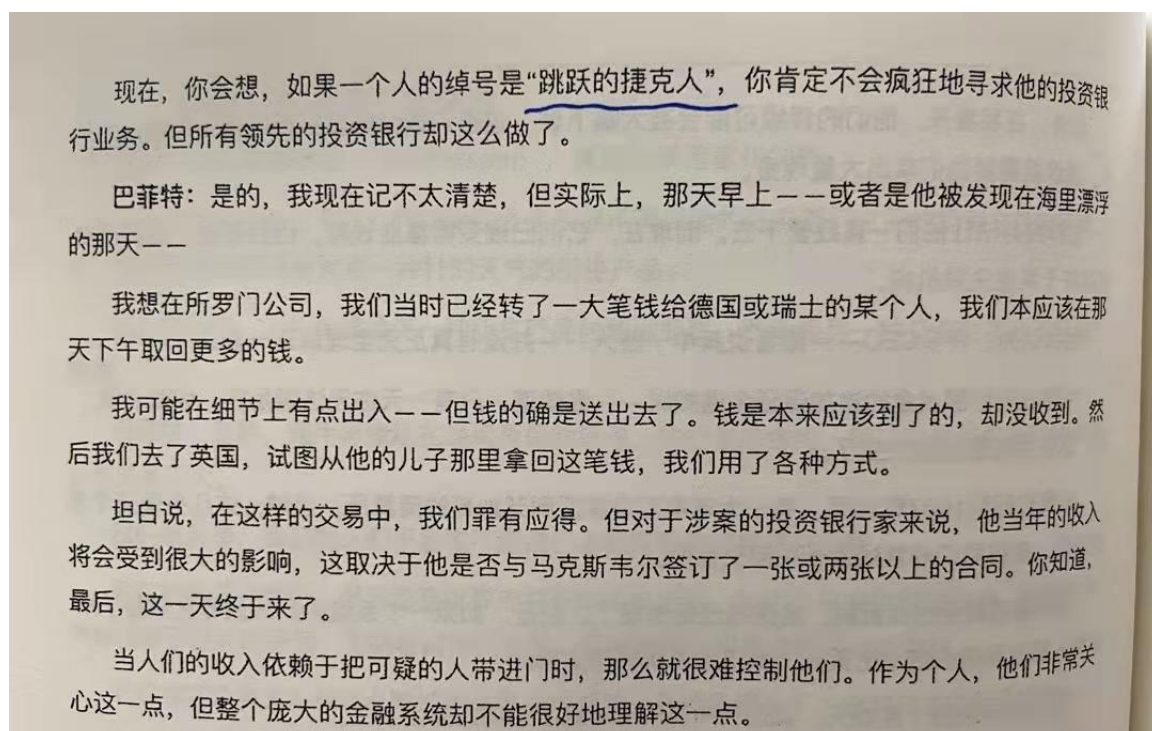
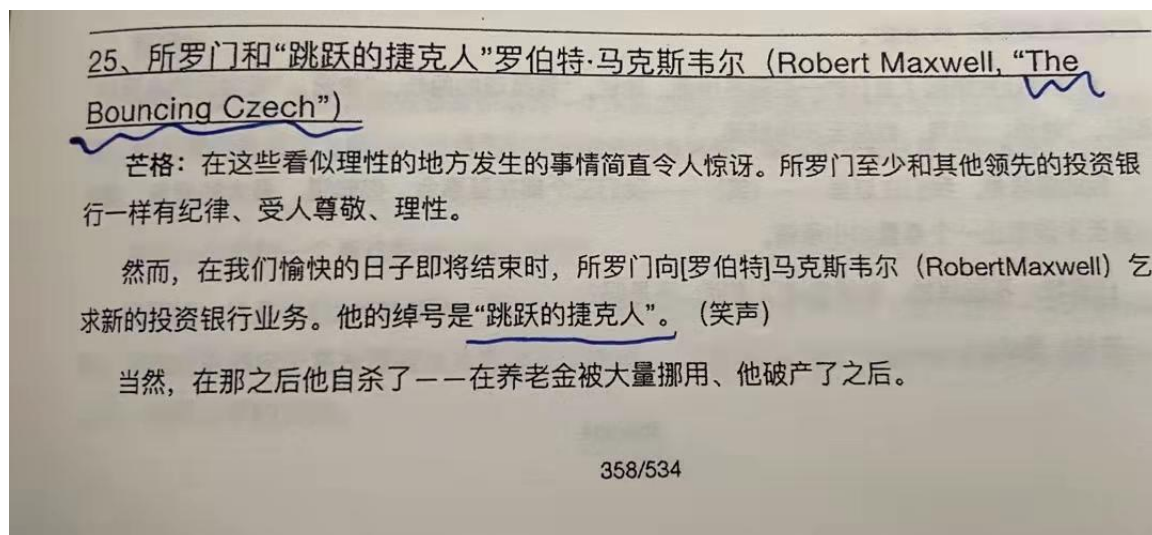
由，既能让你生活充实，又能加速头发脱落，除了对投资没帮助之外，没别的缺点。

伯涵：喜欢有一千种理由，不喜欢也有一千种理由。如果但凡有个女生跟你说性格不合适那就算了，其实不是改变性格就可以的，她还会找别的理由。

唐朝：想起某部电影里的台词：“你到底喜欢我什么？你说出来，我改。我改还不行吗？”

周明芄：想起了美军进攻巴格达，石油市场上午在涨，新闻报道“石油短期供应有影响，石油看涨”，下午石油在跌，新闻报道“美国介入为伊拉克问题解决提供了方案，石油价格看跌”同一件事情正过来说可以反过来说也可以，像精神病一样。

2021年10月19日



唐朝：精通八国英文的朋友们，这个“The Bouncing Czech”是个什么幽默，翻译成“跳跃的捷克人”感觉完全不知所云呢？

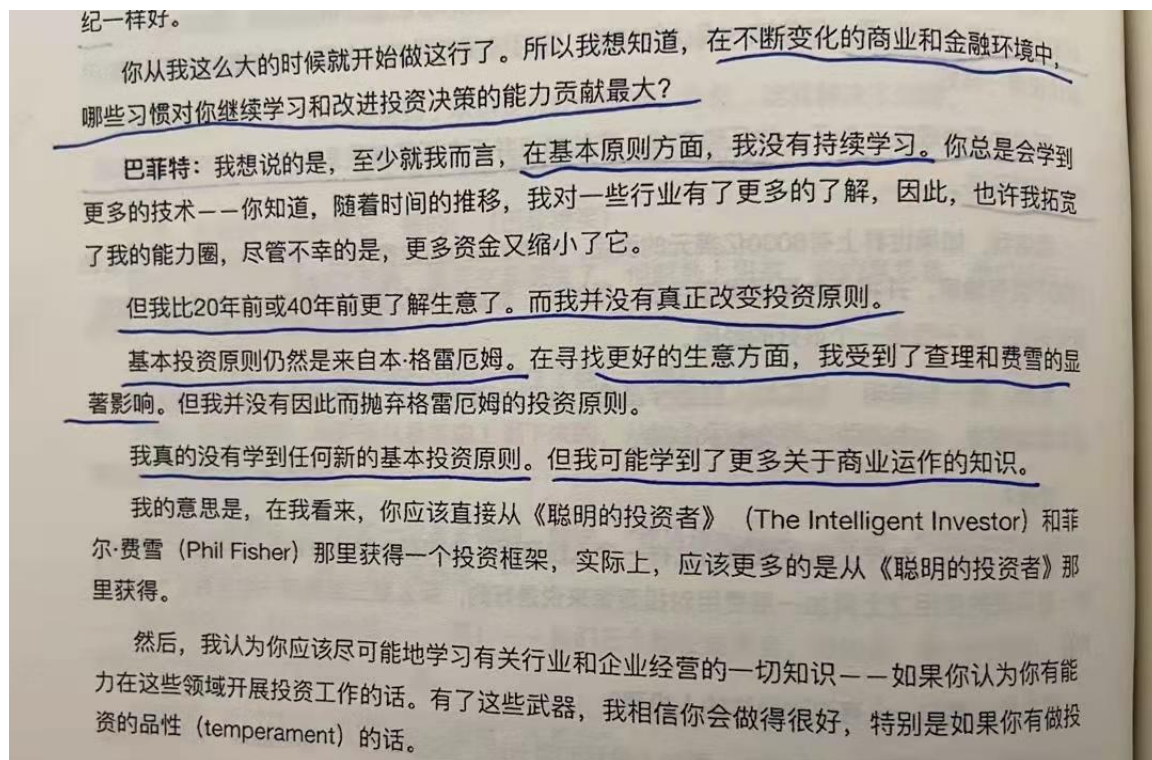
黑牛：The Bouncing Czech，跳票王——跳票是一个金融术语，指因为支票帐户内没有钱，银行无法兑现支票，遂把此空头支票寄还给支票持有人的行为，可以泛指存在各行各业中的一种欺诈现象。

唐朝：黑牛牛，牛黑牛。这样就懂了。我想起来了，以前别处翻译的是绰号“空头支票”，清晰易懂。这位译者可能不知道这个词。

唐朝：古龙曾经曰过：一个人名字可能起错，但绰号通常不会错的。

刀刀：这个是双关梗，bouncing cheque 是支票跳票的意思，此人刚好捷克人，发音也是支票的发音，正好套他身上了。

2021 年 10 月 19 日



唐朝：我就只会舞一套呆板的、不知变通的太祖长拳，已经几十年没变过了。学习，只是更多的商业知识，更多的企业理解。

伯涵：不变的是道，变化的是术。不变的是心法，变的是故事；同样的心法，可以拿不同的故事来演绎，但底层逻辑都是一样的。

你懂的：巴菲特自从看了《聪明的投资者》，就明白了投资的真谛。

欧鼎王靖：巴芒演义的价值被大大低估了。

平常心：天龙八部聚贤庄中，乔峰以一套简单的降龙十八掌迎战群雄，败尽各路高手，惊艳天下……若干年后，传承自格老、巴神的基本投资原则，被老唐演绎、归纳、中翻中为太祖长拳，第一次看到的时候，我便会心一笑，瞬间明白，小时候那么痴迷武侠小说，竟然在这个地方帮到了我。

南华山色：投资原则只需要理解 4 个词组就可以了：所有权、市场先生、安全边际、能力圈。在选择具体的企业上，分成了烟蒂派和费雪派。

2021 年 10 月 19 日

巴菲特：当你得到一家公司每天生产2.5百万桶石油，这是世界石油产量的3.5%或3%。

你知道，他们根据美国的价格出售，使用WTI作为基准价格，他们在一个国家有很大一部分的销售网络和精炼工厂，而税率为30%。

然后他们说他们会给你45%的盈利分派。也没有什么不寻常的杠杆。

如果你以远低于可比石油公司售价的一半——或者三分之一——的价格购买这样的东西，那并不需要多高的智商。

我的意思是，你必须愿意阅读报告。而我喜欢这样做。但你不会说这需要任何高层次的洞察力或任何东西，查理？

芒格：嗯，当你买入那批股票时，没有其他人在买。所以——

巴菲特：谢天谢地。

芒格：洞察力不可能那么普遍。

我认为这需要一定的奥马哈老朋友所说的“常识”（uncommon sense）。他过去常说，“所谓常识，是平常人没有的常识。我们在说某个人有常识的时候，我们其实是说，他具备平常人没有的真知灼见。”

我认为，它的部分关键原因在于能够区分愚蠢与智慧。如果你把所有的事情都分类了，那么你的大脑就不会被它们搞得一团糟，然后你就能更好地选择一些明智的事情去做。

巴菲特：是的，我们不会考虑很多愚蠢的事情。你知道，我们很快就能摆脱他们。

362/534

唐朝：中石油爆赚几十亿美元，需要的只是愿意去读财报，以及具备常识。而有常识的要点是知道哪些事情是“不可思量”的，迅速摆脱那些浪费脑力、浪费时间的无用思考。

须菩提，于意云何。东方虚空，可思量否？——否也，世尊。

须菩提，南西北方，四维上下，虚空可思量否？——否也，世尊。

须菩提，菩萨无住相布施。凡所有相，皆是虚妄，若见诸相非相，即见如来。

如来这是给小菩提说：**有些事情呀，根本就不在你的能力范围内，就不要去考虑它了，忽略掉它们，直接去寻找本质。只有这样，你才能掌握无上智慧，明白生命的真谛，才能见“如来”。**

如果放在投资领域里，相当于说，投资者首先要考虑清楚，哪些东西是个人能力完全无法思量、无法掌控的。

真正想明白无法掌控的，你才能抛开它们，直接去寻找本质，寻找投资的“如来”。

知道自己不可能有能力分析出宏观经济周期高低点，知道自己不可能有能力预知市场短期高点低点，知道自己不可能猜中几千万股民会买入多一点还是会卖出多一点，知道自己不可能确定董事长某年某月会猥亵女童……你才能放弃这些虚妄的表相，去**寻找这些变化莫测的表相背后，不变的本质究竟是什么。**

反之，如果我们没有真正明白这些虚妄表相是“不可思量的”，那么就一定会时不时地受它诱惑，被它带偏。

伯涵：努力可以努力的，得到可以得到的。

風也：这算不算是另一种的尽人事，听天命？

唐朝：尽人事听天命的说法太消极，虽然意思是对的，但我更愿意表述为：改变自己可以改变的，接受自己不能改变的。

星光《BEYOND》：我的个人图标就有用到尽人事听天命的标语，老唐这是重新给我定义这句话啊！

Mr. Bigshot：这条告诉了常常困惑我的“常识”，原来巴芒口中的常识是普通人没有的真知灼见。换言之，普通人具备的认可的常识，在巴芒看来，可能几乎都是错的。

泊武：在这个世界上大多数是聪明人，少数有智慧的人，少数有智慧的人是把常识当常识，但大多数

聪明人不把常识当常识。

K.J: 把东西分类, 这样你的头脑就不会一团糟, 今天我们太多的学习只是胡乱采购随便堆放, 真的需要生产输出的时候还是一抹黑, 半天找不到想要的, 杂物间找不到的东西=没, 没有还干净, 更便于重头再来。

慧思书房: 量、价、税、分红、杠杆。

2021年10月19日

但有一个真正的区别。我每天都会收到处于各种经济困境中的人的来信。而且往往与健康有关, 这很可怜。但很多时候, 它往往与债务有关。我的意思是, (一旦他们过度负债), 他们就在生活中落后了, 并且他们永远不会追上。

我的做法可能会让你感到惊讶, 但通常, 我会给这些人回复——他们是非常正派的人, 他们只是犯了错误——我只是告诉他们最好的办法就是申请破产。

我是说, 他们没办法改变的。他们应该从头再来, 同时, 在他们的余生里, 他们不应该再看信用卡。

但是, 如果他们早一点得到这个建议就更好了。但花得比挣得多是很诱人的。我是说, 我——你知道, 这是可以理解的。但这不是个好主意。

巴菲特: 查理是这方面的专家。(笑)

跟你强的人混在一起比较好。多年来, 我发现这很容易做到。(笑)

但如果你要挑选合伙人, 那就挑选那些行为比你好一些的人, 这样你就会朝着好的方向前进。

同样地, 如果你和一群坏家伙混在一起, 随着时间的推移, 你很可能发现自己的行为变得更糟。

但是, 正如查理所说, 几百年前本·富兰克林提出的老生常谈的建议真的有效。

我们已经说过了, 但是看看你喜欢交往的人。你知道, 他们有什么品质是你想拥有就能拥有的?

看看那些你无法忍受的人。你有什么比他们更好的品质? 你能摆脱他们吗? 你可以在年轻的时候就做到这一切, 你越往前走就越难。不是很复杂。

芒格: 我最后的建议是, 如果这让你在同龄人中暂时不受欢迎, 那就让他们见鬼去吧。(笑声和掌声)

巴菲特: 有一条建议更适用于我和查理, 我读到一位103岁的女性的故事——人们问我: “你喜欢103岁的生活吗?” 她说: “至少没有同龄人的压力。”(笑声)

唐朝: 让人生不如死的, 不是贫穷, 是债务——鱿鱼游戏。养成良好习惯, 拒绝和品质不良者交往, 要尽可能早, 越晚越难。

王庆永: 你认为对方比自己优秀, 对方认为你比他优秀, 所以, 就交往下去了……单相思多半不行。

伯涵: 多存资产少负债, 少点怨恨多点爱。

2021年10月19日

巴菲特：是的。但是，如果你以保证金的形式持有公司的股票，就其后果而言，这将是一件大事——

说真的，一个聪明的人，如果在看待投资的方式上比较合理和自律，那么他陷入麻烦的唯一方式就是通过杠杆。我的意思是，如果有人能在某种金融灾难最糟糕的时刻将你釜底抽薪，那么你就会破产。查理和我都有朋友——在他们身上发生过类似的事情。

但是，如果没有杠杆，如果事物的估值没有那么疯狂，随着时间的推移，证券市场不会对你造成伤害。

而且，我的意思是，（没有杠杆的话）你不会受到金融灾难的影响——他们不会将你卷入其中。如果此时你有更多的钱，在这样的时期，你就大胆买。

我认为，伯克希尔在任何金融灾难中都处于非常有利的地位。我想我们肯定是最后一个站着的人。

虽然我们不会到处出击，你知道，就像殡仪人员寻找瘟疫或类似的东西，但我们最终可能会做得非常非常好。

事实上，这种情况在过去发生过几次，我们有现金，我们在世界恐慌的时候有勇气，而且——我们在那段时间做得相当好。

唐朝：巧了，2004年股东大会最后一个问题，也是“远离杠杆”。

9527：珍爱生命，远离杠杆。

2021年10月19日

在你年轻的时候，是什么首先激发了你对投资的兴趣？如果年轻人想投资股市，你会给他们什么建议？谢谢。

巴菲特：嗯，我不完全是——我大概是在7岁左右的时候开始感兴趣的。在那之前我浪费了我的青春。（众笑）

有点像W.C.菲尔兹（W.C. Fields）。当他继承了一些钱时，有人问他用这些钱做了什么，他说他把一半花在了威士忌上，其余的都浪费了。（众笑）

所以我就在那里，无所事事。当时，我的父亲（霍华德·H·巴菲特（Howard H. Buffett））在做生意，所以我会下楼去他的办公室，我会看到这些有趣的书，我会读它们，然后我会下楼——他在奥马哈大厦的四楼，也就是法纳姆街17号，二楼是哈里斯杂货公司（Harris Supplement Company），他们有一个空地，我一般会去那里。

在那些日子里，市场是在周六开放的，所以我可以在周六去那，我看到了所有这些有趣的事情。

我只是读了很多书。我可能把奥马哈公共图书馆里的每一本书，他们关于投资或股票市场的每一本书，基本上都拿走了。

我对纽约证券交易所很感兴趣。我当时想，也许我长大后想成为一名投资专家。

但是——我把所有的书都拿出来了。我读了它们。最后，当我11岁的时候，我买了三股股票，我不知道——我被股票迷住了。

后来我父亲被选进了国会，所以图书馆范围变得更大了，我把几乎所有的书都借走了。我还画了图表，做了所有这类的事情。

最后，我在内布拉斯加大学时读了本杰明·格雷厄姆的书《聪明的投资者》，当时我19岁，这本书改变了我的整个框架。

但我现在想给出的建议是：阅读所有眼前你能阅读的一切。

然后，从很小的时候就开始这样做。在几乎任何领域，从年轻开始都是一个巨大的优势。

如果这是你的兴趣所在，而且你很年轻就开始了，你读了很多书，你会做得很好。

我的意思是，在这个行业里，没有什么秘密只有神职人员才知道。你知道，我们不会走进寺庙，去看那些只有那些虔诚的信徒才能得到的密卷。

这一切都是白纸黑字。这是个简单的生意。

而它需要气质的品质远远超过它需要智力的品质。我的意思是，如果你的智商超过125，你可以扔掉剩下的分数，或者把它们给你的其他家庭成员，或者做一些你不需要的投资。

但你确实需要某种能让你独立思考的气质。然后你必须开发一个投资框架——我是从阅读本·格雷厄姆的书中开发出来的，我不是自己想出来的——这是一个非常简单的框架。

然后你必须在你的一生中寻找适合这个框架的机会，但你不会每天都会发现机会。你知道，你可以每天学习，但你不能每天行动。

我说我读安海斯-布希公司的年度报告已经有25年了，但是在我们投资可口可乐和吉列以及其他公司之前，我早就读过他们的报告了。

如果你喜欢这项运动，你会发现这像打桥牌或打棒球之类的（让你上瘾）；如果你不喜欢它，你可能不会做得很好。

但我建议你早点开始。阅读眼前的一切。寻找对人们来说成功的成功框架，在我看来，没有什么能像格雷厄姆的那样伟大。在投资中，你会得到很多乐趣，你可能会赚很多钱。

唐朝：昨晚的文章下面，有位朋友提问说中国的经济发展速度，叠加互联网时代信息获取便利，有没有机会导致未来中国出现超越巴菲特的投资大师？

留言

赞赏



Dar_Yu 8



有人说巴菲特的成功一部分原因是因为赶上了美国经济的高速展。中国作为快速发展的经济体，而多年来积累的研究经验使后人对价值投资理论有了更全面透彻的理解（站在巨人肩膀上）信息技术也更发达信息获取更便捷，更容易快速获得更多有价值的信息。在这样天时地利的条件下，超越巴菲特是不是只是时间的问题呢？在中国会不会诞生更伟大的投资家呢？🤔

2021/10/18 20:32 赞3

唐书房(作者)

我估计有点悬。



2021/10/18 21:00 赞8

我悲观的回复说有点悬。为什么说有点悬呢？你看看这个经历：

这人从 7 岁开始对投资感兴趣，然后几乎读完图书馆里所有和投资有关的书籍，11 岁开始实践，19 岁前走完几乎所有的歧路，然后摸到正路上，三十七岁收购保险公司开始利用保险浮存金持续上杠杆，一直奋斗到今天 91 岁依然身体健康、思维敏捷。

这所有的时间点叠加起来，几乎是从投资时长和资本数量两个要点上，都已经做到极致，都想象不出来如何才能超越。所以，巴神现在是前无古人的，我个人偏向于认为未来可能还是后无来者的。

云帆：现有基金经理没有超越巴菲特的。

客棧：超越不了一个巴菲特，那就以超越十分之一个巴菲特为目标吧，再不行就百分之一，一样很厉害。

浩然斯坦：巴神是为投资而生的，如同开了外挂一般，投资届的龙傲天。

伯涵：该吃吃，该喝喝，跑不赢巴神的又不止我一个。

欧：不断超越自己就是胜利。

顺其自然：阅读！知识面！极其广的知识面！除了经济面、年龄、资金外，别忘了还有更关键的要素：知识面！

YongHua_Zhu：说到这点，我都有点羡慕我鹅子（我儿），我已经帮他发现了一座正确的宝库（唐哥和巴芒二人的所有传世知识），他只要尽早的向里面挖掘，而不需要从头摸索和发现。

也因此，我已经对所有花里花俏的课外辅导没什么兴趣，鹅子就专心挖好这座宝库，已经前途无限，退一万步讲，即使最后在投资上不能有所建树，在这整套人生哲学框架下，至少能避开很多大错误，人生已经不会太糟糕了

2021 年 10 月 19 日

第1067篇. 2021. 12. 28 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（12）文字版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-28

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

原文：股东：鉴于伊拉克战争、消费者债务增加、就业增长下降、就业岗位薪酬的下降以及面对利率上升的前景，他认为未来五到十年将非常困难。

鉴于所有这些负面因素的影响，你对未来五到十年的投资前景有何看法？

芒格：那对我来说太简单了。我觉得沃伦应该回答这个问题。（笑声）

巴菲特：我想说的是，在历史上的任何时候，包括股票最便宜的时候，你都可以发现同样的令人印象深刻的负面因素。

我的意思是，你可以——你可以在 1974 年坐下来，当股票大跌的时候，你可以写下各种各样的东西，你会说，“你知道，未来会很糟糕。”

同样地，在股市顶部，或者任何时候，你可以写下一大串看多的事情。

我们真的不会关注这类事情。

你可能会说，我们的基本前提——我认为这是一个非常合理的基本前提——是这个国家会做得很好，特别是，它会在商业方面做得很好。在这个国家做生意会做得很好。

唐朝：任何时候都有足够多的利空，也有足够多的利好。只要你愿意浪费时间，总能找出足够多的理由，既能让你生活充实，又能加速头发脱落，除了对投资没帮助之外，没别的缺点。

伯涵：喜欢有一千种理由，不喜欢也有一千种理由。如果但凡有个女生跟你说性格不合适那就算了，其实不是改变性格就可以的，她还会找别的理由。

唐朝：想起某部电影里的台词：“你到底喜欢我什么？你说出来，我改。我改还不行吗？”

周明芄：想起了美军进攻巴格达，石油市场上午在涨，新闻报道“石油短期供应有影响，石油看涨”，下午石油在跌，新闻报道“美国介入为伊拉克问题解决提供了方案，石油价格看跌”同一件事情正过来说可以反过来说也可以，像精神病一样。

2021 年 10 月 19 日

原文：25、所罗门和“跳跃的捷克人”罗伯特·马克斯韦尔（Robert Maxwell, “The Bouncing Czech”）

芒格：在这些看似理性的地方发生的事情简直令人惊讶。所罗门至少和其他领先的投资银行一样有纪律、受人尊敬、理性。

然而，在我们愉快的日子即将结束时，所罗门向罗伯特·马克斯韦尔（Robert Maxwell）乞求新的投资银行业务。他的绰号是“跳跃的捷克人”。（笑声）

当然，在那之后他自杀了——在养老金被大量挪用、他破产了之后。

现在，你会想，如果一个人的绰号是“跳跃的捷克人”，你肯定不会疯狂地寻求他的投资银行业务。但所有领先的投资银行却这么做了。

巴菲特：是的，我现在记不太清楚，但实际上，那天早上一或者是他被发现在海里漂浮的那天——我想在所罗门公司，我们当时已经转了一大笔钱给德国或瑞士的某个人，我们本应该在那天下午取回更多的钱。

我可能在细节上有点出入——但钱的确是送出去了。钱是本来应该到了的，却没收到。然后我们去了英国，试图从他的儿子那里拿回这笔钱，我们用了各种方式。

坦白说，在这样的交易中，我们罪有应得。但对于涉案的投资银行家来说，他当年的收入将会受到很大的影响，这取决于他是否与马克斯韦尔签订了一张或两张以上的合同。你知道，最后，这一天终于来了。

当人们的收入依赖于把可疑的人带进门时，那么就很难控制他们。作为个人，他们非常关心这一点，但整个庞大的金融系统却不能很好地理解这一点。

唐朝：精通八国英文的朋友们，这个“The Bouncing Czech”是个什么幽默，翻译成“跳跃的捷克人”感觉完全不知所云呢？

黑牛：The Bouncing Czech，跳票王。（跳票是一个金融术语，指因为支票帐户内没有钱，银行无法兑现支票，遂把此空头支票寄还给支票持有人的行为，可以泛指存在各行各业中的一种欺诈现象。）

唐朝：黑牛牛，牛黑牛。这样就懂了。我想起来了，以前别处翻译的是绰号“空头支票”，清晰易懂。这位译者可能不知道这个词。

唐朝：古龙曾经曰过：一个人名字可能起错，但绰号通常不会错的。

刀刀：这个是双关梗，bouncing cheque 是支票跳票的意思，此人刚好捷克人，发音也是支票的发音，正好套他身上了。

2021 年 10 月 19 日

原文：股东：你从我这么大的时候就开始做这行了。所以我想知道，在不断变化的商业和金融环境中，哪些习惯对你继续学习和改进投资决策的能力贡献最大？

巴菲特：我想说的是，至少就我而言，在基本原则方面，我没有持续学习。你总是会学到更多的技术——你知道，随着时间的推移，我对一些行业有了更多的了解，因此，也许我拓宽了我的能力圈，然而不幸的是，更多资金又缩小了它。

但我比 20 年前或 40 年前更了解生意了。而我并没有真正改变投资原则。基本投资原则仍然是来自本·格雷厄姆。在寻找更好的生意方面，我受到了查理和费雪的显著影响。但我并没有因此而抛弃格雷厄姆的投资原则。

我真的没有学到任何新的基本投资原则。但我可能学到了更多关于商业运作的知识。

我的意思是，在我看来，你应该直接从《聪明的投资者》（The Intelligent Investor）和菲尔·费雪（Phil Fisher）那里获得一个投资框架，实际上，应该更多的是从《聪明的投资者》那里获得。

然后，我认为你应该尽可能地学习有关行业和企业经营的一切知识——如果你认为你有能力在这些领域开展投资工作的话。有了这些武器，我相信你会做得很好，特别是如果你有做投资的品性（temperament）的话。

唐朝：我就只会舞一套呆板的、不知变通的太祖长拳，已经几十年没变过了。学习，只是更多的商业知识，更多的企业理解。

伯涵：不变的是道，变化的是术。不变的是心法，变的是故事；同样的心法，可以拿不同的故事来演

绎，但底层逻辑都是一样的。

你懂的：巴菲特自从看了《聪明的投资者》，就明白了投资的真谛。

欧鼎王靖：巴芒演义的价值被大大低估了。

平常心：天龙八部聚贤庄中，乔峰以一套简单的降龙十八掌迎战群雄，败尽各路高手，惊艳天下……若干年后，传承自格老、巴神的基本投资原则，被老唐演绎、归纳、中翻中为太祖长拳，第一次看到的时候，我便会心一笑，瞬间明白，小时候那么痴迷武侠小说，竟然在这个地方帮到了我。

南华山色：投资原则只需要理解 4 个词组就可以了：所有权、市场先生、安全边际、能力圈。在选择具体的企业上，分成了烟蒂派和费雪派。

2021 年 10 月 19 日

原文：巴菲特：当你得到一家公司每天生产 2.5 百万桶石油，这是世界石油产量的 3.5%或 3%。

你知道，他们根据美国的价格出售，使用 WTI 作为基准价格，他们在一个国家有很大一部分的销售网络和精炼工厂，而税率为 30%。

然后他们说他们会给你 45%的盈利分派。也没有什么不寻常的杠杆。

如果你以远低于可比石油公司售价的一半——或者三分之一——的价格购买这样的东西，那并不需要多高的智商。

我的意思是，你必须愿意阅读报告。而我喜欢这样做。但你不会说这需要任何高层次的洞察力或任何东西，查理？

芒格：嗯，当你买入那批股票时，没有其他人在买。所以——

巴菲特：谢天谢地。

芒格：洞察力不可能那么普遍。

我认为这需要一定的奥马哈老朋友所说的“常识”（uncommon sense）。他过去常说，“所谓常识，是平常人没有的知识。我们在说某个人有常识的时候，我们其实是说，他具备平常人没有的真知灼见。”

我认为，它的部分关键原因在于能够区分愚蠢与智慧。如果你把所有的事情都分类了，那么你的大脑就不会被它们搞得一团糟，然后你就能更好地选择一些明智的事情去做。

巴菲特：是的，我们不会考虑很多愚蠢的事情。你知道，我们很快就能摆脱他们。

唐朝：中石油爆赚几十亿美元，需要的只是愿意去读财报，以及具备常识。而有常识的要点是知道哪些事情是“不可思量”的，迅速摆脱那些浪费脑力、浪费时间的无用思考。

须菩提，于意云何。东方虚空，可思量否？
——否也，世尊。

须菩提，南西北方，四维上下，虚空可思量否？——否也，世尊。

须菩提，菩萨无住相布施。凡所有相，皆是虚妄，若见诸相非相，即见如来。

如来这是给小菩提说：**有些事情呀，根本就不在你的能力范围内，就不要去考虑它了，忽略掉它们，直接去寻找本质。只有这样，你才能掌握无上智慧，明白生命的真谛，才能见“如来”。**

如果放在投资领域里，相当于说，投资者首先要考虑清楚，哪些东西是个人能力完全无法思量、无法掌控的。

真正想明白无法掌控的，你才能抛开它们，直接去寻找本质，寻找投资的“如来”。

知道自己不可能有能力分析出宏观经济周期高低点，知道自己不可能有能力预知市场短期高点低点，知道自己不可能猜中几千万股民会买入多一点还是会卖出多一点，知道自己不可能确定董事长某年某月会猥亵女童……你才能放弃这些虚妄的表相，去**寻找这些变化莫测的表相背后，不变的本质究竟是什么。**

反之，如果我们没有真正明白这些虚妄表相是“不可思量的”，那么就一定会时不时地受它诱惑，被它带偏。

伯涵：努力可以努力的，得到可以得到的。

風也：这算不算是另一种的尽人事，听天命？

唐朝：尽人事听天命的说法太消极，虽然意思是对的，但我更愿意表述为：改变自己可以改变的，接受自己不能改变的。

星光《BEYOND》：我的个人图标就有用到尽人事听天命的标语，老唐这是重新给我定义这句话啊！

Mr. Bigshot：这条告诉了常常困惑我的“常识”，原来巴芒口中的常识是普通人没有的真知灼见。换言之，普通人具备的认可的常识，在巴芒看来，可能几乎都是错的。

泊武：在这个世界上大多数是聪明人，少数有智慧的人，少数有智慧的人是把常识当常识，但大多数聪明人不把常识当常识。

K. J.：把东西分类，这样你的头脑就不会一团糟，今天我们太多的学习只是胡乱采购随便堆放，真的

需要生产输出的时候还是一抹黑，半天找不到想要的，杂物间找不到的东西=没，没有还干净，更便于重头再来。

慧思书房：量、价、税、分红、杠杆。

2021 年 10 月 19 日

原文：巴菲特：但有一个真正的区别。我每天都会收到处于各种经济困境中的人的来信。而且往往与健康有关，这很可怜。但更多时候，它往往与债务有关。我的意思是，（一旦他们过度负债），他们就在生活中落后了，并且他们永远不会追上。

我的做法可能会让你感到惊讶，但通常，我会给这些人回复——他们是非常正派的人，他们只是犯了错误——我只是告诉他们最好的办法就是申请破产。

我是说，他们没办法改变的。他们应该从头再来，同时，在他们的余生里，他们不应该再看信用卡。

但是，如果他们早一点得到这个建议就更好了。但花得比挣得多是很诱人的。我是说，我——你知道，这是可以理解的。但这不是个好主意。

巴菲特：查理是这方面的专家。（笑）

跟你比你强的人混在一起比较好。多年来，我发现这很容易做到。（笑）

但如果你要挑选合伙人，那就挑选那些行为比你好一些的人，这样你就会朝着好的方向前进。

同样地，如果你和一群坏家伙混在一起，随着时间的推移，你很可能会发现自己的行为变得更糟。

但是，正如查理所说，几百年前本·富兰克林提出的老生常谈的建议真的有效。

我们已经说过了，但是看看你喜欢交往的人。你知道，他们有什么品质是你想拥有就能拥有的？

看看那些你无法忍受的人。你有什么比他们更好的品质？你能摆脱他们吗？你可以在年轻的时候就做到这一切。越晚越难，不是很复杂。

芒格：我最后的建议是，如果这让你在同龄人中暂时不受欢迎，那就让他们见鬼去吧。（笑声和掌声）

巴菲特：有一条建议更适用于我和查理，我读到一位 103 岁的女性的故事——人们问我：“你喜欢 103 岁的生活吗？”她说：“至少没有同龄人的压力。”（笑声）

唐朝：让人生不如死的，不是贫穷，是债务——鱿鱼游戏。养成良好习惯，拒绝和品质不良者交往，要尽可能早，越晚越难。

王庆永：你认为对方比自己优秀，对方认为你比他优秀，所以，就交往下去了……单相思多半不行。

伯涵：多存资产少负债，少点怨恨多点爱。

2021 年 10 月 19 日

原文：巴菲特：是的。但是，如果你以保证金的形式持有公司的股票，就其后果而言，这将是一件大事——

说真的，一个聪明的人，如果在看待投资的方式上比较合理和自律，那么他陷入麻烦的唯一方式就是通过杠杆。我的意思是，如果有人能在某种金融灾难最糟糕的时刻将你釜底抽薪，那么你就会破产。查理和我都有朋友——在他们身上发生过类似的事情。

但是，如果没有杠杆，如果事物的估值没有那么疯狂，随着时间的推移，证券市场不会对你造成伤害。

而且，我的意思是，（没有杠杆的话）你不会受到金融灾难的影响——他们不会将你卷入其中。如果此时你有更多的钱，在这样的时期，你就大胆买。

我认为，伯克希尔在任何金融灾难中都处于非常有利的地位。我想我们肯定是最后一个站着的人。

虽然我们不会到处出击，你知道，就像殡仪人员寻找瘟疫或类似的东西，但我们最终可能会做得非常好。

事实上，这种情况在过去发生过几次，我们有现金，我们在世界恐慌的时候有勇气，而且——我们在那段时间做得相当好。

唐朝：巧了，2004 年股东大会最后一个问题，也是“远离杠杆”。

9527：珍爱生命，远离杠杆。

2021 年 10 月 19 日

原文：股东：在你年轻的时候，是什么首先激发了你对投资的兴趣？如果年轻人想投资股市，你会给他们什么建议？谢谢。

巴菲特：嗯，我不完全是一我大概是在 7 岁左右的时候开始感兴趣的。在那之前我浪费了我的青春。
(众笑)

有点像 W.C. 菲尔兹 (W.C. Fields)。当他继承了一些钱时，有人问他用这些钱做了什么，他说他把一半花在了威士忌上，其余的都浪费了。(众笑)

所以我就在那里，无所事事。当时，我的父亲（霍华德·H·巴菲特 (Howard H·Buffett)）在做生意，所以我会下楼去他的办公室，我会看到这些有趣的书，我会读它们，然后我会下楼——他在奥马哈大厦的四楼，也就是法纳姆街 17 号，二楼是哈里斯杂货公司 (Harris Supplement Company)，他们有一个空地，我一般会去那里。

在那些日子里，市场是在周六开放的，所以我可以在周六去那，我看到了所有这些有趣的事情。

我只是读了很多书。我可能把奥马哈公共图书馆里的每一本书，他们关于投资或股票市场的每一本书，基本上都拿走了。

我对纽约证券交易所很感兴趣。我当时想，也许我长大后会成为一名投资专家。

然后——我把所有的书都拿出来了。我读了它们。最后，当我 11 岁的时候，我买了三股股票，我不知道——我被股票迷住了。

后来我父亲被选进了国会，所以图书馆范围变得更大了，我把几乎所有的书都借走了。我还画了图表，做了所有这类的事情。

最后，我在内布拉斯加大学时读了本杰明·格雷厄姆的书《聪明的投资者》，当时我 19 岁，这本书改变了我的整个投资框架。

但我现在想给出的建议是：阅读所有眼前你能阅读的一切。

然后，从很小的时候就开始这样做。在几乎任何领域，从年轻开始都是一个巨大的优势。

如果这是你的兴趣所在，而且你很年轻就开始了，你读了很多书，你会做得很好。

我的意思是，在这个行业里，没有什么秘密只有神职人员才知道。你知道，我们不会走进寺庙，去看那些只有那些虔诚的信徒才能得到的密卷。

这一切都是白纸黑字。这是个简单的生意。

而它需要气质的品质远远超过它需要智力的品质。我的意思是，如果你的智商超过 125，你可以扔掉剩下的分数，或者把它们给你的其他家庭成员，或者做一些你不需要的投资。

但你确实需要某种能让你独立思考的气质。然后你必须开发一个投资框架——我是从阅读本·格雷厄姆的书中开发出来的，我不是自己想出来的——这是一个非常简单的框架。

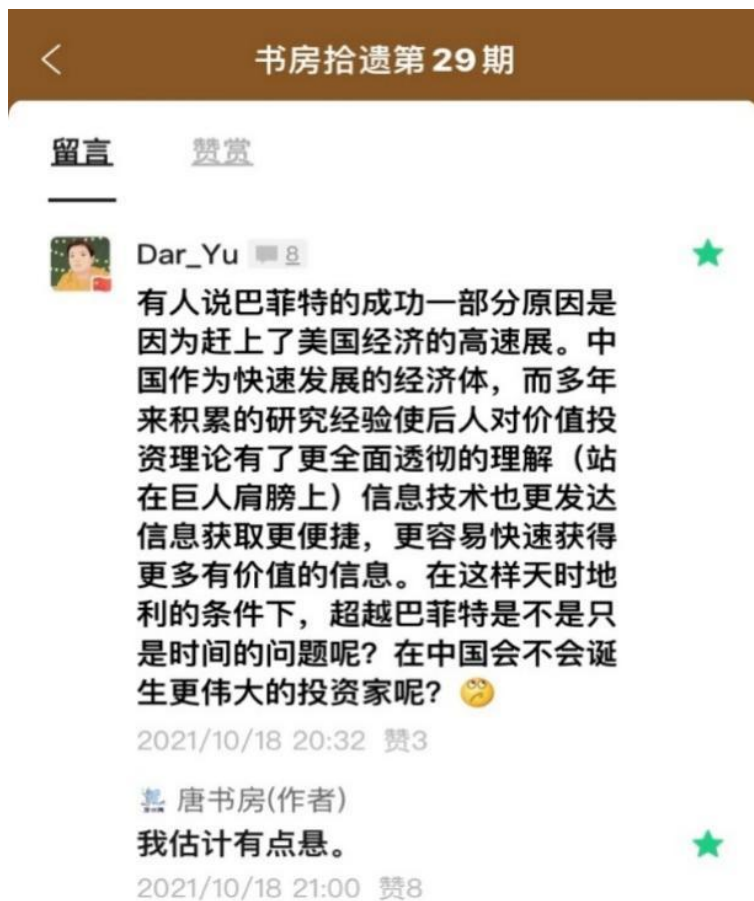
然后你必须在你的一生中寻找适合这个框架的机会，但你不会每天都会发现机会。你知道，你可以每天学习，但你不能每天行动。

我说我读安海斯-布希公司的年度报告已经有 25 年了，但是在我们的投资可口可乐和吉列以及其他公司之前，我早就读过他们的报告了。

如果你喜欢这项运动，你会发现这像打桥牌或打棒球之类的（让你上瘾）；如果你不喜欢它，你可能不会做得很好。

但我建议你早点开始。阅读眼前的一切。寻找对人们来说成功的成功框架，在我看来，没有什么能像格雷厄姆的那样伟大。在投资中，你会得到很多乐趣，你可能会赚很多钱。

唐朝：昨晚的文章下面，有位朋友提问说中国的经济发展速度，叠加互联网时代信息获取便利，有没有机会导致未来中国出现超越巴菲特的投资大师？



我悲观的回复说有点悬。为什么说有点悬呢？你看看这个经历：

这人从 7 岁开始对投资感兴趣，然后几乎读完图书馆里所有和投资有关的书籍，11 岁开始实践，19 岁前走完几乎所有的歧路，然后摸到正路上，三十七岁收购保险公司开始利用保险浮存金持续上杠杆，一直奋斗到今天 91 岁依然身体健康、思维敏捷。

这所有的时间点叠加起来，几乎是从投资时长和资本数量两个要点上，都已经做到极致，都想象不出来如何才能超越。所以，巴神现在是前无古人的，我个人偏向于认为未来可能还是后无来者的。

云帆：现有基金经理没有超越巴菲特的。

客棧：超越不了一个巴菲特，那就以超越十分之一一个巴菲特为目标吧，再不行就百分之一，一样很厉害。

浩然斯坦：巴神是为投资而生的，如同开了外挂一般，投资届的龙傲天。

伯涵：该吃吃，该喝喝，跑不赢巴神的又不止我一个。

欧：不断超越自己就是胜利。

顺其自然：阅读！知识面！极其广的知识面！除了经济面、年龄、资金外，别忘了还有更关键的要素：知识面！

YongHua_Zhu：说到这点，我都有点羡慕我鹅子（我儿），我已经帮他发现了一座正确的宝库（唐哥和巴芒二人的所有传世知识），他只要尽早的向里面挖掘，而不需要从头摸索和发现。

也因此，我已经对所有花里花俏的课外辅导没什么兴趣，鹅子就专心挖好这座宝库，已经前途无限，退一万步讲，即使最后在投资上不能有所建树，在这整套人生哲学框架下，至少能避开很多大错误，人生已经不会太糟糕了

2021 年 10 月 19 日

第1068篇. 2021. 12. 31 - 老唐的2021年免费版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2021-12-31

书房的朋友们，新年快乐🥳🌹！为方便朋友们享受晚上的各种跨年活动，今天提前推送。

文章比较长，全文超过一万字，咱们预留半小时阅读时间，半小时后留言区聊天。

不知不觉，这是唐书房第六个年终总结了，时间真快。由于本文内容多、篇幅长，我略过时光如梭的感叹，直接说正文。

正文分为：投资回顾、估值调整、书房分享、阅读记录、买房搬家五大板块回顾。

第一部分：投资回顾。

早在 1956 年，26 岁身家仅十几万美元的青年巴菲特，就已经清晰地写下这样的认识：

“虽然我认为 5 年是一个更加合适的时间段，但是退一步说，我觉得 3 年绝对是评判投资绩效的最短周期——沃伦·巴菲特 1956 年致合伙人信。”

巴菲特说的是一年半载的收益率高低说明不了什么，但这不妨碍我们每年选择年终这个时间点，对全年的投资做一个回顾。

无论是整理投资思维、记录投资数据，甚至干脆当做一种娱乐活动，也都还是很有趣、很有价值的事。

2019 和 2020 年连续两年没有卖过 1 股股票的好日子（中签新股除外），终于在 2021 年初终结。

2021 年的老唐仿佛从冬眠中苏醒过来的土拨鼠，忙忙碌碌跑出跑进，产生了一大堆交易，可算是对得起券商每年送上的拜年礼包了🧧

2020 年底持股状态是这样：

持股公司	持股比例	三年后估值	理想买点	1年内卖点	当前市值	当前股价	年内涨幅
贵州茅台	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	

2021 年年末持股状态是这样的:

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	37%	72000±10%	<36000	80000	35847	456.80	-18.78%
洋河股份	22%	4200±10%	<2100	4700	2482	164.73	-29.30%
贵州茅台	20%	26400±10%	<13200	35000	25752	2050.00	3.60%
分众传媒	9%	①	<770	1980	1183	8.19	-14.21%
古井贡B	6%	920±10%	<460	1060	479	111.00	4.54%
陕西煤业	6%	①	<1020	2500	1183	12.20	42.45%
沪深300						4940.37	-5.20%
上证指数						3639.78	4.90%
2021/12/31			注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:			0.8171	

全年剔除资金出入影响,按照基金净值法计算的年度收益率是**-3.84%**,考虑了资金出入后的收益率为**-3.59%**——今年资金进出对收益率影响微乎其微。

老唐实盘年度收益率,按惯例取两个数据中较低的一个。不过,今年取值哪个结局都一样,都写作**-4%**。

最终老唐实盘 2021 年度收益率确认为:**-4%**。

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	-4%	7.25	8	28%	-5.20%	2.13	9.91%

实盘公开整整八年,净值从 100 增长为 725,年化收益率为**28.1%**——所有数据均不含新股中签收益。

今年的收益率不理想,但自己挺满意。

不理想是在预料之中,去年年终总结里就白纸黑字写过一个“60 魔咒”:老唐实盘年度收益率超过 60% 后,第二年收益率会不好。

有朋友总结，按照老唐历史收益率规律，超过60%之后的第二年，收益率会不好：

62%，13%，23%，62%，-18%，52%，66%——2014 和 2017 年超过60%，2015 年只有13%，2018 年-18%。

这规律貌似玩笑，但其实背后也有逻辑的。

企业通常很难取得这么大的年度利润增幅，所以当收益率涨幅如此之大时，很显然是估值提升了。

正如老唐经常说的：

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

因此，老唐2021年的策略清晰明白，那就是：和以往一样，买点买入、卖点卖出、中间傻坐。完毕。

唐书房

满意的原因是所有的操作都如同去年年终写的一样：买点买入、卖点卖出、中间呆坐。没有因为市场气氛影响和改变过计划，也没有任何凭感觉的神来妙手。

年度收益率-4%，貌似波澜不惊、平淡如水，仿佛全年就只开盘一天一样。但如果将观察周期细化到周，其实波动不小的。如图



以 2014 年年初净值为基点 100，则 2020 年年末净值为 755（七年七倍半）。

2021 年初最高到过 906，最低跌至 687，最大回撤 $687/906-1=24.2\%$ ，净值回撤 $906-687=219$ 。

要知道，老唐实盘 2016 年末净值才 225。所以这半年 219 的净值回撤相当于将 2016 年末实盘总值基本跌没了。

——实际上，由于有过追加资金，所以**今年 24%的净值回撤，实际金额已经>老唐 2016 年末的全部身家——全部身家的含义指全部金融资产+全部房产市值。**

然而，毫不 zhuangbility 的说，在全年持有过程中，我完全没有意识到“损失”了这么大一笔钱。全年对波动无感，每天都是开心快乐地和书房的朋友们扯淡聊天。

支持这心态的，不是因为不在乎钱，而是因为这样的认知：

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——2018/10/26 [《我被价值投资坑了？》](#)

市场先生是疯的，但很多人希望它只疯到刚好可以被利用，而不疯到会伤人的地步，这当然注定是要失望的——2018/10/30 [《压力》](#)

聊过收益率后，接着概括一下全年的交易。

先说**有卖出的**。

去年底的六只持股，今年有茅台、分众和海康三只涉及卖出。

①茅台：实盘公开的八年时间里，茅台一直是我的第一大持仓，今年终于触及预设卖点了。

老唐于春节前分三次卖掉绝大部分仓位，仅保留 3%仓位准备涨跌不卖。三次卖出的均价分别是 2149.72 元，2366.2 元和 2582.22 元，总计卖出均价 2366 元。

年内分六次买回，最低成交价 1559.9 元，最高成交价 1954.74 元，总计买回均价 1730 元。

买回数量为年初卖出数量的 53%，叠加年初剩余约 3%，目前持有茅台股票数量约为年初数量的 57%，占总市值比例为 20%。

②分众，自 2018 年 8 月开始介入，直至今年年初持股比例达到 10%。

春节前以 11.26 元和 12.39 元卖出约 7%仓位，合计卖出均价 11.8 元。

可惜我计划清仓的第三卖点设置是 1980 亿（准备保留 1%）。结果今年最高股价是 2 月 18 日的 13.19 元，对应市值 1936 亿，差 2.3%未能成功装神😂

不过，这 7%仓位的卖出也带回来 7 位数的利润，算是历时近两年半，给老唐这笔起初判断错误的投资决策，画了一个勉强说得过去的破折号——因为还有持仓，所以不能算句号。

这笔 7 位数的利润，我愿意把它看作一笔奖学金，因为坦然面对错误+不断学习和修正原有看法，而获得市场先生颁发的奖学金。

我一贯认为失败案例比成功案例更有学习价值，所以推荐朋友们有空的时候，重读书房 2020 年 8 月 22 日的旧文 [《分众传媒投资回顾及周期股估值方法的尝试》](#)。

围观老唐犯错和改错，或许比围观从头对到尾的案例，更有价值。

7 月底在 7.25 元买回 3%分众。

另外，全年持股分红、调仓或新增资金购买其他股票后剩余的零碎，基本上也都买了分众，集腋成裘地居然也买回 1%出头。

这 1%出头最低成交价 7 元，最高成交价 10.32 元，合计成交均价 7.6 元。目前分众持股占总市值比例

为 9%。

③**海康**，年初占比 6%。今年分三次清仓（余 1000 股观察仓），最低卖价 54.21 元，最高卖价 68.5 元，总体卖出均价 61.48 元。

企业依然是好企业，只是当下估值没有便宜占，所以仅仅保持关注。

④**过渡股**。还有三只过渡持股也有卖出，它们在年头年尾表格里都不存在：恒生 ETF、博时转债和美的集团。

这三只全部亏损离场。

最高 42%仓位恒生 ETF，总计亏损 5.5%卖出，对实盘造成 $42\% \times -5.5\% = -2.3\%$ 的损失；

8%仓位博时转债，总计亏损 8.2%卖出，对实盘造成 $8\% \times -8.2\% = -0.66\%$ 的损失；

3%仓位美的集团，总计亏损 8.1%卖出，对实盘造成 $3\% \times -8.1\% = -0.24\%$ 的损失。

它们也是最近十年里，老唐单只亏损过万元的全部记录。

十年内全部亏损记录，集中在今年一年内出现，也真是挺神奇的。它们合计给老唐实盘造成约 **-3.2%** 的市值损失

——注：目前腾讯也处于亏损状态。只是因为投资过程尚未终结，所以没有纳入亏损记录里。

然后看 **只有买入没有卖出的股票**。

①**腾讯**，年初持有 21%仓位腾讯，年內于均价 553 港币大量买入，最低成交价 421.8 港币，最高成交价 633 港币。

目前腾讯占比提升至 37%，成为实盘第一大仓位。

全年腾讯股价下跌 18.78%，但港股通渠道需要叠加港币从年初的 0.843 跌至年末的 0.8171（人民币升值），实际跌幅 $\approx -21.5\%$ 。

由于我 2021 年內买入均价是 553，和去年底收盘价 564 差异不大，可以说全年小企鹅的跌幅，我几乎是全程享受到了。

它也是今年实盘收益率为负的核心因素，名副其实的后腿鹅 😊

2022 年和 2023 年，实盘能否获得良好收益率，很大程度上要看后腿鹅是否知耻而后勇了——我对它挺有信心的，你呢？

②**洋河**。年初占比 20%。年內最低买入价 151.05 元，最高买入价 193.43 元，平均买入价 159.1 元。

目前占总市值比例为 23%，为实盘第二大仓位。

洋河是去年实盘的领头羊，2020 年全年股价上涨 120%，遥遥领涨老唐实盘组合。

去年涨累了，今年下跌近 30%算是略事休息吧。希望明后两年小洋能够风云再起，重新夺回领头羊这个大有前途的工作岗位 🍷

③**古井 B**。年初以均价 113.38 港币价格，增持了约 5 万美元等额。

目前持股占实盘总值的 6%。

④**陕西煤业**。陕煤是年內新增持股。

最低买入价 10.32 元，最高买入价 13.45 元，平均买入均价 10.69 元（已经扣除过部分持股的分红 0.8 元/股），目前占实盘的比例为 6%。

⑤**观察仓卖出**。有两笔金额可以忽略的观察仓交易。

去年末 66.6 元买入的上海机场 1000 股观察仓，今年 2 月 1 日以 71.1 元清仓；福寿园因故小幅出入两次，持股总量不变，相当于 6.8 港币买入 1 万股持有至今。

福寿园我设置的买点是 5.70 元，上周触及，但因为没钱，也就没买。目前依然持有 1 万股观察仓。

虽说对全年交易整体满意，但其实还是**有一处不满意和一处小遗憾**。

不满意的是对一笔准备金的处理。

年初为在苏州购房，准备了一笔不确定会不会动用的钱（如果房贷获批，则不需要动用。反之，付全款就需要动用）。

这笔钱离开股市后，在不能确定动用与否之前，申购了转债基金。

这个思路没有错。但在选择转债基金时没有认真思考，处理的有点随意。

在对基金持有资产结构了解不够详细的情况下，于 1.977 申购了博时转债，后在含费用相当于均价 1.82 元位置认赔出场，造成了六位数损失。

更打脸的是，就在我认错卖出后，博时转债一骑绝尘，走出了相当不错的行情，目前净值约 2.33 元，相比 1.977 申购价涨幅约 18%。

这仿佛就专为嘲笑和警告老唐的错误一样 🙄

我将它理解市场先生对我的一次警告和罚款，对未经深入研究就做出投资决策的警告，对所犯错误的罚款。

这罚款交的够贵、但值，谢谢市场先生 🙏

另外有一处**小遗憾**。

在茅台跌至 1560 元时，原计划是将仓位从 16% 提升至 32%，是所有买点中，计划买入量最大的位置。

✕ 唐书房 2021/07/28

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。



然而，因为腾讯和洋河先跌到预定加仓位置，将手头资金大部用完，所以 1560 位置只买入约 2% 的茅台，仅将持有比例从 16% 提升至 18%，没能将卖出的茅台全部买回。

因为买入腾讯和洋河一样是预计中的投资，所以这事儿谈不上错误。算是一个因市场先生不听话，导致的小遗憾或不完美吧。

这是“资金没有想法多”的时间段里，投资人的多发疾病：穷病。

穷病导致的不完美，正如巴菲特在 1961 年致合伙人信里写过的：「我们对资金的分配比例事先的确是

有计划的，然而实际的资金分配，很大程度上是随机的，主要取决于投资机会出现的时间。」

因为市场先生一贯不是听话宝宝，投资机会出现的时间并不听从我们的安排，也因为穷病在可见的未来还会持续存在（巴神也是六十多岁百亿美元后才摆脱此病），可以预计这种遗憾未来还会在老唐身上发作，且暂时无药可医，笑笑承受就好😏

另外，有朋友好奇，如果老唐实盘今年继续呆坐不动，至今是个什么情况？正好我有记录，也一并分享了。

如果全年无买无卖，目前持股结构为：茅台 43%，腾讯 18%，洋河 16%，分众 10%，海康 7%，古井 B 6%，2021 年内收益率为**-10.92%**。

当然，无论跑赢跑输，都是后视镜视角。我的投资体系注定触及卖点时，我一定会卖出。我不介意错过高估值变成更高估值的股价涨幅，也不介意被开除出价投圈子😏

在我看来，虽然年内收益率差异并不大，但我将持股结构整体估值水平调低了不少，顺带还小赚一笔（七位数），是非常舒服的一次操作。

其实也可以用一个简单的口径，来展示今年调仓的效果：用所有持股的静态市盈率×持仓比例相加的结果做对比——静态市盈率=今日收盘市值/2020 年归母净利。

公司	静态PE	年初不动	不动组合PE	年末实际	实际组合PE
腾讯	22.4	18%	4.1	37%	8.4
洋河	33.2	16%	5.2	22%	7.3
茅台	55.1	43%	24.0	20%	10.9
分众	29.5	10%	2.8	9%	2.6
古B	25.8	6%	1.5	6%	1.5
陕煤	7.9	0%	0.0	6%	0.5
海康	36.5	7%	2.5	0%	0.0
合计		100%	40.1	100%	31.2

如果全年呆坐，整体持仓估值水平为 40.1 倍，今天实际持仓估值水平为 31.2 倍，组合整体估值水平降低了约 22%。

站在 2021 年末，以我对目前持有企业的理解和当下的估值水平，我认为今天可以一字不改地引用 2018 年终总结里的文字：

斗胆预计，未来几年不仅收益会比较好，而且还基本不用再去挖掘什么新企业。就这么几家，可以葛优瘫很久😏

总体来说，就自己的投资而言，今年令人满意。在有新钱进入的时候，适逢股市下跌，舒舒服服加仓的同时，还成功将仓位集中到了自认比较有确定性的少数几家企业上。

老唐斗胆预计：未来几年不仅收益会比较好，而且还基本不用再去挖掘什么新企业。就这么几家，可以葛优瘫很久。

唐书房

2019年和2020年，老唐实盘收益率分别为52%和66%（按基金净值法计算的收益率分别是59%和69%，参看当年年终总结），相当于2018年末的1元到2020年末变成2.52元以上。

接下来我们拭目以待，看看2022和2023年，市场先生能否再给老唐复制一份惊喜

必须要郑重提醒：

老唐的所有看法都**可能充满偏见和错误**。文中提及的任何个股或基金，都有**腰斩**可能。

老唐完全**可能**在任何信心满满的股票上遭遇滑铁卢。请你一定坚持独立思考，万万不可依赖老唐的判断或行为作出买卖决策。

为你的钱包负责的只有你自己，切记切记。

第二部分 估值调整。

我的持股企业，如果有足以引发估值调整的重大新信息、新数据，我会单独调整企业估值及买卖点。如果没有，则统一在每年6月底和12月底做常规调整。

篇幅和时间关系，本文只说结论，具体细节明年有大把机会聊。

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	35862	456.80	-18.78%
洋河股份	22%	4200±10%	<2100	5000	2482	164.73	-29.30%
贵州茅台	20%	30000±10%	<15000	35000	25752	2050.00	3.60%
分众传媒	9%	①	<830	1980	1183	8.19	-14.21%
古井贡B	6%	1000±10%	<500	1150	479	111.00	4.54%
陕西煤业	6%	①	<1140	2500	1183	12.20	42.45%
沪深300						4940.37	-5.20%
上证指数						3639.78	4.80%
2021/12/31			注：腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8171	

表格加红数字，是今天调整过的估值、买点和卖点。

①**腾讯**。暂不调整，观望监管风暴持续时间和力度。

②**洋河**。维持三年后合理估值不变。将一年内卖点上调为5000亿，即预计2022年净利润为100亿左右， $100 \times 50 = 5000$ 。

③**茅台**。公司制定的规划是2025年达成千亿净利润目标。我略乐观，认为可以在2024年达成， $1000 \times 30 = 3$ 万亿。

维持一年内卖点3.5万亿不变，即仍然维持2022年净利润为700亿以上的预测不变。

④分众传媒。卖点暂不调整。

合理估值和买点继续采用席勒估值法。2021 年取公司预告中值 61 亿净利润，并谨慎估算 2022 年 10% 增长，则 2013 至 2022 年十年年度平均净利润为 43 亿，当年合理估值为 $43 \times 25 \sim 30 \approx 1180 \pm 10\%$ ，70% 位置为理想买点。

如果对分众的发展比较乐观，也可以直接用 2021 年净利润 61 亿 $\times 25$ 倍 = 1525 亿作为当年合理估值，然后用 70% 位置 1070 亿作为可以启动买入的点位。

这个 1070 亿，和席勒估值法计算的合理估值下限 $43 \times 25 = 1075$ 亿，几乎一致是一种巧合。

合理估值至理想买点之间，按照个人资金及波动承受能力自行处理。无所谓对错。我的习惯是从合理估值之下开始买入，到理想买点打满预计仓位。

由于我给分众设定的持仓比例上限是 15%，所以如果我没有分众持仓，我会将 1075~830 亿之间大致划分为 5 等份 1070，1010，950，890，830 亿，然后每触发一个位置买入约 3% 仓位。

——一个人安排，仅供参考。据此投资，风险自负。

⑤古井贡 B。企业正常发展，无新信息，暂且按照时间进度上调 10%。

⑥陕西煤业。继续按照席勒估值法，以十年扣非净利润平均值 65 亿计算，买点调整为 $65 \times 25 \times 70\% = 1140$ ，卖点暂时不做调整。

对于上述买卖点，惯例是一定会有新朋友提出担心和疑问：要么担心买点太低买不到怎么办，要么担心卖点太高卖不出去怎么办。背后其实核心就一句话，问明年能涨吗，能涨多少？

熟悉的老朋友都知道，老唐的答案是固定的：

- 明年将持续向右波动。除此之外我一无所知，也不关心。
- 我只是计划「如果」到买点，我有钱会买、没钱傻看；「如果」到卖点，我会卖出。
- 如果全年就在买卖点之间波动，那就啥也不干，该吃吃、该玩玩。

这就是老唐 2022 年的策略，其实未来所有年份的策略，因为老唐只会比划这一套傻乎乎的太祖长拳😁



新年快乐

以上两部分是和投资有关的，接下来记录其他和投资没有直接关系的事情：书房分享、阅读记录、买房搬家。

第三部分：书房分享。

今年在书房总计推送原创文章 154 篇，去掉重复内容（经典陪读同时推送图文版和文字版，收费文同时推送内容相同的免费文）后，原创文章 142 篇，平均约两天半一篇原创。

这数量和节奏，自己也有点小惊讶，这大概就是日拱一卒的力量吧！

在这日拱一卒的思考和互动中，书房逐步形成了实盘周记、企业分析、投资理念、经典陪读和书房拾遗五大系列。

1) 实盘周记，每周一次。如实记录了老唐实盘的持股、净值、交易、估值、买点、卖点及当周各持股企业所发生的重要事项点评。

它是一部由时间记录和雕琢的纪录片，其核心价值在于实时、真实和详尽，没有后视镜，没有未来函

数。

无论胜败得失，都是我个人投资生涯的一份珍贵史料，也是中国股市价值投资演化过程中，一个没读过大学、资质平平的小喽啰所奉献的实证案例。

2) 企业分析。企业分析分为两大部分，一是老唐自己持股的跟踪和持续分析，二是书房朋友们的点杀。

由于老唐交易频率非常低，实盘公开八年来持股比例高于 1% 的公司，仅有不足 20 家。

几乎每家公司，老唐都持续写过大量的思考和分析，有对有错。无论对错，它们都完好无损的保留在书房里——仅有一篇 2016 年和水电有关的文章，在 2021 年的清朗运动中被系统删除，找不回来了。

真正乐意思考的朋友，回看过去的历史分析，再对照文章分析后的市场股价走势，或许可能比读最新的企业分析文章，收获更大。

除了老唐自己的持股企业分析之外，另一部分就是书房朋友们投票点杀对象。

今年先后新增了四篇企业分析文章，涉及五家企业，它们是：

[《对上海机场补充协议的理解和判断》](#) 2021/1/30；[《陕西煤业思考过程》](#) 2021/3/12；[《年度点杀之海螺水泥》](#) 2021/4/9；[《格力 vs 美的学习笔记》](#) 2021/06/18。

回头看，自己对这几篇文章的分析过程和最终结论，都还挺满意 😎：

①上海机场给出的判断是变坏，需要不计成本马上抛出。

文章发表后的第一个交易日开盘前，我直接以跌停板价格 71.1 元将 1000 股观察仓抛出，得以躲开了后面的持续跌停。

②陕西煤业是一家比较简单的企业。大约花了一周左右阅读资料写出的分析文章，就指导我在均价 10.69 元建立了目前约 6% 的仓位，期间最大获利达到了约 60%。

不过，经历发改委多次调控煤价的利空，目前股价跌至 12.2 元，仅有 14% 的获利了。

③海螺水泥是一家备受“价值投资者”喜爱的老牌优质公司。

4 月初点杀文发表时，海螺已经从市值高点 3400 亿以上跌至约 2700 亿，跌幅约 20%，许多“价值投资者”正在大力抄底。

然而，老唐阅读资料后得出的结论是高估，认为这企业至少要跌至 2100 亿市值以下才有考虑价值。

正是这个结论，让老唐感受到了“价值投资者”群体的疯魔和可怕。

当时网络上海螺持有者对老唐的猜疑和谩骂铺天盖地，用词不堪入目，直接扑入书房谩骂的投资者也有数十名。

搞到老唐承认自己用词不当，宣布放弃“点杀”这个据说带有负面含义，代表了老唐高高在上、态度傲慢的词汇。

很可惜，无论这些持有者多么仇视不利言论，多么“爱护”公司的前景，市场先生全部都不 care。它依然按照它的节奏，在不到四个月的时间里持续稳定地下跌至 1835 亿市值才站住脚。

④格力 vs 美的。紧接着，又是涉及粉丝众多的两家知名企业分析文章。很不幸，其中一家的阅读结论仍然是负面的。

老唐很小心地使用了[《格力 vs 美的学习笔记》](#)这样的题目，并尽最大可能避免表达负面观点。

文章只是谈了我的个人选择：在格力美的之间，我会考虑投美的、不投格力。

很可惜，这次遭遇的暴风雨也不比海螺小，实在是让人郁闷。

还好，或许是老天偏爱说真话的老实娃儿，自文章发表当日至今，美的股价从当日 73.8 元到今日 73.81 元，持平。而格力股价从 50.19 跌至 37.03 元，跌幅约 26%，算是帮着老唐堵住了一些口水。

具有讽刺意义的是：当时有位非常活跃的格力粉，质疑老唐背后有团队，组队黑格力有不可告人的目的。没多久，这人却因自述杠杆格力爆仓，成为网络刷屏的热点话题。这大概是不肯直面负面观点的代价吧。

不过，想想还是有点后怕。如果很不幸，格力美的股价涨跌短期内是反过来的呢，情况又会如何？

这也是我对于后续点杀，一直没有太大动力的核心原因。后面还看了隆基，但因为结论也是排除，就只在 11 月 23 日书房留言区给了个“排除”的结论，文章偷懒跳过了。

说这些不是为了吹嘘老唐多厉害——**老唐重仓持有的腾讯洋河年内大跌，已经证明了老唐一点儿也不厉害。**

短期股价本就是无序波动，加上今年股市走熊，跌多涨少。老唐的几个排除结论和实际股价下跌走势吻合，大概率只是瞎猫遇到死耗子的运气罢了 😊

我想说的是投资人的一种态度，一种持股后如何对待负面观点的态度。

可以这么说，一位合格的投资人，一定是对自己持股的负面观点格外重视，格外感恩的。这是“投资”二字的门槛。

甚至可以说，但凡因为别人发表不利于持股企业的观点，就心生愤怒，乃至踩踏谩骂对方的，无一例外都是投机分子，是市场先生操控下的木偶，是击鼓传花游戏中的可怜虫。

负面观点，如果事实捏造，逻辑混乱，要么轻易被人识破，只是泥牛入海，留下一个笑话，没什么影响；要么会引发那些市场盲从者的短期抛售，给投资者创造买入良机。

对投资者而言，前者毫无影响，后者帮助赚钱。要么一笑而过，要么默默感谢。

如果数据来源靠谱，推理逻辑清晰，提供了我们买入之前没有注意到的思考盲区，那它就是拯救我们脱离泥潭的救生绳，是帮助我们保住财富的大恩人，谢之不及，怎么能骂？

遇到负面观点，看看自己是什么反应。这或许是一块优质的试金石，可以测试我们究竟在投资还是投机的试金石。

3) 投资理念类，今年写的不多，但有限的几篇自认价值很高。

其中尤以 8 月 18 日发表的 [《投资的底层逻辑及其运用》](#) 一文，基本上将老唐整个投资体系的理念部分，集中在一篇文章内展现了出来。

为了强调这篇文章的重要性，我特意开创了一种“免费的收费文章”形式 😊

所谓免费的收费文章，就是文章设定是付费阅读，但不付费照样阅读全部内容，本意是希望提醒朋友们注意这篇文章的重要价值。

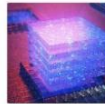
这作法起到了一点作用，不过远不及预想。

截止此刻该文的阅读量为 139618（其中付费人数 7860 人，占比略低于 6%。谢谢这 7860 位朋友 🙏），确实比平时绝大部分免费文章阅读量高。

2021/08/18 20:21

...

【重要长文】投资的底层逻辑及其运用 付费



👁 139,618 👍 4,311 🗨 1,343 👤 7,860

唐书房

但相对于书房 50 万关注者而言，也仅仅只有不到 30% 的人，注意到这篇重要的“免费的收费文”。

4) 经典陪读和书房拾遗，这是年内产生的两个新系列。

不知不觉居然已经推送五十多篇，而且颇受“小部分”朋友喜爱（阅读量非常低，证明大部分人是直接跳过的，所以只是“小部分朋友喜爱”）——顺带预告：伯克希尔股东大会问答陪读共计 26 期，目前已推送 12 期。

这两大系列纯属无心插柳，完全是书房以冠亚、FLJ、姚队等为代表的近百名热心志愿者的功劳。

正是这群可爱的朋友，将老唐平时随口的问答及读书分享片段，整理归纳成文，才诞生了这数十篇含金量颇高的文章。

我相信所有从这两个系列中有所收获的朋友，都会发自内心地真诚感谢志愿者们的无私奉献👉

第四部分：阅读记录。

今年读了 65 本纸质书籍

我的书架 ∨



2021年12月
6本



2021年11月
5本



2021年10月
7本



2021年9月
6本



2021年8月
5本



2021年7月
6本



2021年6月
4本



2021年5月
6本



2021年4月
4本



2021年3月
6本



2021年2月
4本



2021年1月
6本

唐书房

其中有 14 本，我给出了五星评价，是值得推荐给大家的书。

这些推荐都已经在每月最后一期周记里分享过，今天放一张完整名单出来。时间紧张的朋友，可以在老唐推荐的书单里选书看，避免在烂书上浪费时间。

当前显示: 五星



2021-12



沸腾十五年：中国互联网1995—2009（修订版）
★★★★★ 2021-12-14
林军 / 电子工业出版社



沸腾新十年：移动互联网从林里的勇敢穿越者（下）
★★★★★ 2021-12-05
林军 / 电子工业出版社

2021-11



沸腾新十年：移动互联网从林里的勇敢穿越者（上）
★★★★★ 2021-11-26
林军 / 电子工业出版社



伯克希尔股东大会问答
2007-2021
★★★★★ 2021-11-04



2021-10



伯克希尔股东大会问答
2001-2006
★★★★★ 2021-10-20



伯克希尔股东大会问答
1994-2000
★★★★★ 2021-10-10



巴菲特历年演讲
★★★★★ 2021-10-03

2021-09



置身事内
★★★★★ 2021-09-30
兰小欢 / 上海人民出版社 | 世纪文景



我在碧桂园的1000天
★★★★★ 2021-09-27
吴建斌 / 中信出版社

2021-08



中国1945
★★★★★ 2021-08-25
[美] 理查德·伯恩斯 / 社会科学文献出版社

2021-06



股惑
★★★★★ 2021-06-23
孙晓骥 / 东方出版社

2021-03



这就是茅台
★★★★★ 2021-03-10
张小军 / 机械工业出版社

2021-01



人心红利
★★★★★ 2021-01-28
江南春 / 中信出版集团



中央帝国的军事密码
★★★★★ 2021-01-27
郭建龙 / 鹭江出版社



说到书，顺嘴嘚瑟一句。今年获了一个小奖：当当网第七届影响力财经作家。

榜单有个笑点，是书房一位朋友的妙语：其他获奖者展示的都是头像，老唐展示的是头象🐘，嘿嘿！



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

唐书房

5250

第五部分：买房搬家。

买房搬家，算是今年的一件人生大事：从成都搬到苏州。

想法是 2020 年夏天萌发的。原因简单，因为儿子 2019 年夏天大学毕业后，打算留在上海工作。

我们夫妻反正都没工作，生活在哪儿都无所谓。于是我们就计划在上海周边一小时车程范围找个城市生活。

这个距离，大致可以让儿子无需天天和父母待在一起（你懂的😏），但周末或节假日想回家当个小蛀虫的话，抬脚就可以回来。

2020 年冬天看房选房时，简单制定了一些筛选标准。

目标城市：苏州或无锡，首选苏州——苏州是离上海最近的大城市。

房产类型：2017 年前建成的房产，新房或二手均可，二手精装优先。

之所以不考虑 2017 年后房子，是因为从 2017 年开始，政府强行压低新房售价，市场火爆到常常需要排队几公里抢房的状态。

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：地铁边，视野开阔的大平层，面积在 $300 \pm 50 \text{ m}^2$ 范围内，小区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；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、水产品的乐趣；跑步场所便利本胖日常运动及陪我家领导散步。

陆续看了一些房子，最终在苏州某湖边选中一套前后无遮挡，视野开阔，2016 年末交房，面积符合要求的精装二手湖景大平层。

原房主花了大约百万装修，2017 年底入住的，装修和家具保护的挺好，风格也很适合我们夫妻的审美。除了需要改造出一间大书房之外，其他地方基本不需要动。

因为 2020 年末成都爆发疫情，导致无法出行，房子拖到 2021 年 2 月底才签合同。是利用苏州允许本科直接落户的政策，将儿子的户口从成都迁移到苏州，然后用他的名义买房及贷款，父母担保还款。

我家领导带着她妈妈先到苏州打前站，收房、定制家具、改造书房，添置家用等一众琐事忙到八月底。领导辛苦，老岳母辛苦🌹👉

八月中下旬我将成都家中大约 1800 册图书打包发货至苏州，其他家具家电一概不要，只带上存酒和部分贵重小物件于 8 月 31 日驱车出发，耗时四天历经两千多公里抵达苏州，完成这次大搬迁。

说来有趣，哪怕两年前，我们也没有想过会搬离成都。这么重大的人生抉择，其实也就是脑海里的一闪念。

感谢时代给了我们选择居住地的自由，也感谢股市给了我选择的能力。这似乎正好是那句话最好的注脚：**人生所有的努力，就是为了有得选。**

成都山水郎，从此变身姑苏城外唐书房。

我怀念成都，那是我生活了二十多年的第二故乡。

我爱苏州，这将是我的第三故乡，我的烟雨江南，我的梦幻天堂，我温暖的新家，以及继续陪着朋友们携手前行的唐书房🤗

以上，就是老唐的 2021 年。

有兴趣的朋友，还可以点击标题阅读自书房 2016 年设立以来的所有年终总结：[《老唐的 2016 年》](#)、[《老唐的 2017 年》](#)、[《老唐的 2018 年》](#)、[《老唐的 2019 年》](#)、[《老唐的 2020 年》](#)。

开心快乐 2021 年，就这么过去了 🐧

祝朋友们元旦假期里吃好、玩好、休息好。假期过后，我们一起迎接崭新的 2022 年 🤝，祝朋友们新年快乐、天天开心 😊

第1069篇. 2022.01.03 - 书房拾遗第40期

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 第 1032 篇. 2022.01.03

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 40 期。



马梦犬：老唐，您说立足于先赢，再求大赢。想偷懒就直接在沪深 300 上干，我真的可以把沪深 300 指数作为财富摇篮吗？定投几十年。

唐朝：我个人认为可以。

2021 年 11 月 1 日

陈明：老唐，请问您 2006 年以前有没有被琐事或工作驱使而无法沉下心阅读和学习的时候？我感觉总是被各种不得不做的事情占用了阅读的时间。

唐朝：不是有没有。是非常多，是常态。

2021 年 11 月 1 日

华星昊：唐师，作为投资者，将新手财贯彻领悟以后，还有必要继续学习《企业会计准则详解与实务》吗？

唐朝：个人建议直接上手企业财报，遇到解决不了的问题再翻类似《企业会计准则详解与实务》的书籍，性价比会高一些。

2021 年 11 月 1 日

歪理邪说：为什么要在一年过去一半的时候上调 10%，没太理解。是相当于把年初估算的 3 年往后推了半年么。

唐朝：企业运营半年，价值不应该增长一点儿咩？

歪理邪说：那比方说我预计企业年增速百分之二十，那半年过去就上调 10%；预计年增速百分之三十，是不是就应该上调 15%？还是说这种 10% 的设定主要是为了画一个圈不错得离谱就行？

唐朝：后者。如果知道增长多少，我就按知道的数据调整了。就是因为不知道，所以才暂时调个 10%

先。

2021 年 11 月 1 日

守正出奇：老唐，请问一下，茅台系列酒的增涨是否会挤占五粮液、1573 和洋河次高端的份额。毕竟系列酒的增速远超行业增速，定然是从其他酒厂抢先了份额。

唐朝：应该不会，他们目前还是从那些更怂的小企业手中抢份额。

守正出奇：三季度五粮液就怂了，营收增速下降，而且合同负债增速只有个位数。

唐朝：这个锅，茅台系列酒暂时还没有资格和能力背。

2021 年 11 月 1 日

执笔：请教老唐，公司的现金流量净额可以做假吗？

唐朝：一般来说，现金作假相对难一些，但并不是不能。比如康美就是直接造假账面货币资金。

2021 年 11 月 1 日

忘远近：唐老师，有种评估方式：

用股本+资本公积（股东投入的钱）和盈余公积+未分配利润（为股东赚的钱）比较，如果为股东赚的钱小于股东投入的钱太多，则不适合去买，您怎么看待这个方法？

唐朝：这说法不合理。大额分红的公司就会出现这种情况，甚至国外有很多优质企业，借债分红，把净资产都分成负数了，依然非常优秀。

2021 年 11 月 1 日

王于兴师：洋河基酒比较多，那么能不能生产出来一种纯基酒，然后价格直逼茅台，把茅台拉下马？

唐朝：价格直逼茅台的，有。然而想把茅台拉下马的，目前拿望远镜和显微镜一起上，暂时还找不出来。

2021 年 11 月 1 日

何林丹：有两个问题比较疑惑，望解答：

1. 大额应收账款的对象是国家电网这种国企，央企，利润是否需要打个折扣？

2. 有没有办法从财报计算出在手合同？

唐朝：1. 一般来说，应该不用，这些企业的信用还是基本靠谱的。

2. 这要根据企业经营特点和你对企业的熟悉程度来决定。有些企业可以，有些企业不可以。同一家企业，有的人可以，有的人不可以。

2021 年 11 月 1 日

Harry Chan：“对于永续增长率难以确定超过无风险收益率的企业，实施排除。”唐老师，想请教这句话什么意思，我想了很久没想明白，不太懂排除的逻辑，您能解释一下吗？

唐朝：就是企业的拿着资本辛苦拼搏，一年下来发现散伙躺平，把钱存在银行里吃利息挣得还更多些。这就属于资本毁灭性企业，需要远离。

2021 年 11 月 1 日

美妙人生：老唐，请教一下，中国恒大的市净率只有 0.13，那就是就算破产清算也划算啊，是什么原因导致这么低呢？

另外，中国恒大市值 300 亿，其子公司恒大物业，恒大汽车，市值分别为 500 亿、300 亿市值，中国

恒大各持股 60%，这些就值 480 亿，还不加中国恒大很多没有上市资产，这又是什么原因呢？

唐朝：我没研究，没有发言权。但就单凭你的数字而言，原因至少有二：①如果破产，恒大资产很有可能卖不出账面值的 20%；②你只看了资产，漏看了负债。

2021 年 11 月 1 日

程佳男：老唐有时候就是谦虚过了头，明明非常懂房地产税，却说自己不懂地产。

不过，这也许是投资的正确姿态，尊重七尺的栏杆的难度，在不确定自己不知道能不能跳过去，选择不跳。在老唐身上有太多东西可以学习，就像一个在山顶的智者，每个阶段都能给予指导。

唐朝：真不是故作谦虚。看懂一家企业，和知道一些行业知识，背下来一些行业相关数据，是有区别的。

所谓懂，指的是大概能看出未来几年十年的企业竞争力的变化。基础知识靠翻书和背诵就能解决。懂，是需要对行业有相当深刻的理解，才有可能。甚至有些行业和企业，地球上最顶尖的那个专家也不懂。

对于地产行业，我的确知道一些基础知识。然而，不懂二字绝不是谦虚——我倒很希望自己只是谦虚



2021 年 11 月 1 日

唐朝：抛开高抛低吸的技术派、图表派，追逐热点的新闻党，寻求消息的内幕党，单说所谓的价值投资者。大部分所谓价值投资者，对价值投资的理解还真就如截图：

现在的价值投资把散户坑惨了：

- 1.中国平安icon，每股净资产43.32元，每股收益4.49，今年以来暴跌50%。
- 2.格力电器，每股净资产15.34，每股收益2.6元，今年以来暴跌42%。
- 3.金龙鱼，每股净资产15.9元，每股收益0.67元，今年以来暴跌59%。
- 4.京东方A，每股净资产362元，每股收益0.52，今年以来暴跌38%。

这样的股票，市场上不胜枚举，多如牛毛，这些都是行业的佼佼者，大白马，更是许多人信奉价值投资而买入的标的股。然而事实是残酷的，不光是散户，就连专业的基金，机构，甚至牛散都被套，巨亏累累。

价值投资已经成为为散户洗脑的教条，更是收割散户的一把好镰刀！ [收起全文 ^](#)

价值投资=买大盘白马股+长期持有。然后就认为这样就不应该跌，不应该套人。

如果“我已经价值投资了，你还大跌、还套我”，那就说明价值投资太特么坑人啦，再也不信价值投

资了。

面对这样的市场参与者，大家必富的信念是不是又多了一点点呢？

刀刀：所以，最终要摸到价值投资的门太不容易了，各种自媒体包括抖音上都有很多说价值投资扯淡的声音，充斥着各种谬误，刚开始没看到正确理念的人，确实很容易被带偏。

bp：是啊，有人就说价值投资是假的，其实也是投机，低买高卖尔。

若兰：我身边的人都说：中国没有价值投资。

星空：朋友说股市是中产阶级绞肉机！

FLJ：想起书房 2018 年旧文 [《我被价值投资坑了？》](#)

唐朝：捞的好，历史又一次踩着相同的韵脚来了。

戳锅漏 BearG：真像蒙眼狂奔。战术勤奋战略懒散，误以为“只要”用力就能做好事情的人们。

小小辛巴：曾经我也陷进这种价值投资圈套里面，在深度怀疑和简单相信之间不断割肉。自从入了唐书房之后，才真正领悟到了一点皮毛。

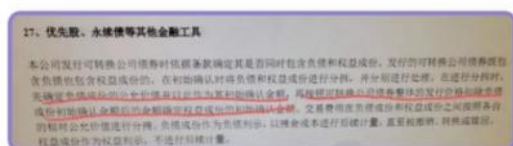
flynn：把价值投资简单理解为买所谓龙头或者白马（白马这个概念本身也是模糊不清的）就是一大错误。学艺不精的人牢骚还挺多，多多自省才是。

2021 年 11 月 2 日

逆流而上：昨晚 31 期的拾遗，老唐对可转债的这段回复，不是很理解！

×

唐书房 > ...



@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

假设公司发行 100 万的可转债（假设就一年）利率 1%，同期市场债券利率 3%，同期市场的公允价值 $100 \times 1.03 = 103$ ， $103 - 100 = 3$ 。这 3 万记入权益，是这样理解吗？

唐朝：不是。给你举个绝对简化的例子说原理：我们以一年期债券举例（一般可转债期限都比这个长，计算没这么简单，但原理是一样的）。

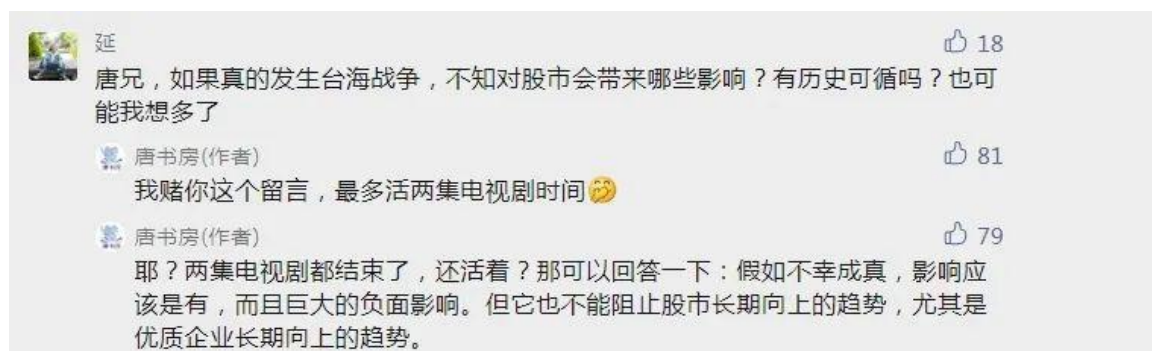
如果同期市场上除了不含转股权之外，其他所有条件都一样的企业债券，利率是 3%，即价格 100 元，一年后收回 103 元。

那么利率 1%的 100 元面值可转债，纯债券部分一年后可以收回 101 元，这份债权本身的公允价值就只有 $101/1.03=98.06$ 元。

此时，公司将发行可转债换来的 100 元里的 98.06 元计入应付债券，将另外的 $100-98.06=1.94$ 元，算是发行附带的转股权所得款项，计入权益。

2021 年 11 月 2 日

千金一诺：在这个留言基础上，再请教下唐师。



这种情况改变不了优质企业长期向上的趋势，但是巨大的负面影响肯定会有，具体多久也无法预计。您遇到这种情况会清仓回避，还是说继续持仓淡然接受？

唐朝：这个很难一刀切给你标准答案，但我个人倾向于继续持股。

即假设自己无法判断战争的爆发，也无法判断战争的进度及何时结束，更无法判断战争对股市的影响。

比如你看这张英国股市走势图和二战进程的关系。你会发现一个奇怪的事情，战争最没有希望的时候，普通人根本看不见前途的时候，股市已经神奇地开始大幅上涨了。



〈截图来自巴顿·比格斯的《二战股市风云录》〉

对照这张图，或许我们应该认识到，即使知道战争的真实进度，可能也很难获得额外收益，更何况普通人还很难得到真实信息。

2021年11月2日

水声潺潺：老唐在[《实盘周记 20211030》](#)中推测古井贡“支付的其他与投资活动有关的现金 67 亿”，大概率是理财投资。

我刚致电古井贡，公司确认是购买保本浮动收益理财。

唐朝：保本浮动收益理财。收到，感谢感谢！

2021年11月2日

慧思书房：今天重读唐书房10月23日周记，对于图片划线部分的理解有点不太确定：

1、“原持仓市值”是指实盘账户总市值，还是指准备加仓的那支个股的市值？2、多少新资金算比较大的量？

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



唐书房 > 2019/07/25

大师是说：如果新加入的资金量比较小（和原持仓市值比），而且手头原有的股票浮盈不少时，买高点儿就高点儿吧，持股优于持币；反之，如果新资金量比较大，那还是等更便宜的价位稳妥。

唐朝：1. 实盘账户总市值。2. 自己定。我个人觉着 5% 以上就属于比较大了。如果你年龄比较小，或者总资本比较小，这个比例我觉着还可以放大点儿。

陈皮梅的陈：哈哈，唐老师觉得多大年纪算小呢？

唐朝：比如那些四十岁不到的小孩们，应该就算比较小吧 😊

2021 年 11 月 2 日

吴毅：难啊，市场先生不经意就会给你来一手。谁能想到分众突然就要玩香港上市呢？可能上天堂，可能下地狱，完全无法预料。

唐朝：幸福啊，这么配合的市场先生，这样的市场，如果还赚不到钱，真是浪费这么优秀的市场先生了 😊

2021 年 11 月 5 日

栋：请问老唐，美林时钟经济周期是变相的投机吗？

唐朝：我不懂经济周期。我估计美林也不懂，否则不会把自己搞到卖身。

2021 年 11 月 5 日

玄奘之行：唐叔刚开始写作的时候，积累读者的速度快吗？

唐朝：我的个人看法，如果写作的目标是积累读者，那应该不会快。如果快了，反而会坑了自己。

2021 年 11 月 5 日

刘志桐：分众如果赴港上市，老唐会做 AH 搬砖套利吗？

唐朝：以股模式思维投资的状态下，合适的价差可以搬。

票模式投机状态下，汇管持续存在时，价差有可能一直不收敛甚至有可能继续扩大，并不是包赢。

2021 年 11 月 5 日

柯福水：港股财报 PDF 用不了“查找”功能，请问有什么办法吗？谢谢。

唐朝：点击输入法的简繁转换，调成繁体输入，就可以正常搜索了。

2021 年 11 月 5 日

魏冰：分众发行 H 股后，是不是可能出现同股不同价，港股比 a 股贵的情况？

唐朝：同股不同价是必然的。至于哪边会贵，哪边会便宜，那就只有天晓得了，谁贵都有可能。

2021 年 11 月 5 日

火热的朝阳：唐老师有什么提高阅读效率的方法吗？

唐朝：阅读是一种享受，我认为无需追求记住。

2021 年 11 月 6 日

变厚钱包：老唐，永续增长率是什么东西，应该怎么算？

唐朝：永续增长率，指从现在到企业破产的那天，企业的年化增长率。没法算，只能靠理解企业之后自己去估。

2021 年 11 月 7 日

张志刚：有一个问题想不明白，为何你不投小公司新公司？

唐朝：也没有刻意不投小公司。我只是需要有确定性盈利的历史数据，同时不投上市五年内的企业。结果就是如果一家企业优秀，上市五年后就已经很难再是小市值公司，导致似乎是我有意避开了小市值企业。

张志刚：老唐是认为从 0 到 1 太难？

唐朝：不是难，是缺乏确定性。

张志刚：那为什么不投五年内的公司呢？

唐朝：我需要时间和财务数据去排除造假嫌疑。

2021 年 11 月 7 日

Xiao Wang：请问老唐，你的实盘披露的自 2014 年来的业绩，是否包含有任何形式的杠杆？2014 年以前呢？

唐朝：2014 年至今没有任何形式的杠杆。2014 年以前有没有不重要，与组合无关。但如果你很想知道，我也不介意告诉你：

在 1995~1996 年的时候，因为太穷，确实使用过杠杆。经过我熬更守夜、发愤图强、深入学习、认真思考，我终于依赖杠杆成功地变得——更穷了……破产啦😭。

自此，我收获了价值连城的四字真言：**远离杠杆！**

2021 年 11 月 7 日

第1070篇. 2022.01.03 – 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑥文字版补发

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.03

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

原文：巴菲特：我们通常是这样决定卖出的——如果我们需要钱买别的东西，我们会卖出——但在过去 10

年或 15 年里，这并不是问题。

四十年前，我的卖出都是因为我找到了我更喜欢的东西。我讨厌卖掉我所拥有的股票，但我也不能借钱，所以我会不情愿地卖掉我认为非常便宜的东西，去买更便宜的东西。

那时候我的想法比钱多。现在我有更多的钱，而不是想法，这是一个不同的等式。

所以现在我们的卖出一需要重新评估生意的经济特征。

换句话说，如果你持有我们卖出的某只股票，那很可能是因为在——在我们收购这家公司时，我们对公司的长期竞争优势有一种看法，而现在我们可能已经改变了这种看法。

这并不意味着我们认为该公司将进入一个灾难性的时期或类似的情况。我们认为麦当劳前景光明，我们认为迪斯尼有一个美好的未来。

但我们可能认为，他们的竞争优势并不像我们最初做出决定时想象的那么强大。

这可能意味着我们当初的决定是错误的，当然这也可能是当前的我们错了——他们现在的优势和以前一样。

但是，出于某种原因，我们认为，这些优势可能已经在某种程度上被削弱了。

一个典型的例子就是报纸行业。

我的意思是，在 1970 年，我和查理在看报纸生意。我们觉得这是一个坚不可摧的专营权。

我们仍然认为这是一笔相当大的生意，但我们不认为 2002 年的特许经营权与 1970 年是一样的。

我们也不认为 2002 年电视台网络的特许经营权与 1965 年是一样的。

而这些信念是逐渐改变的。谁知道它们是否精确或正确呢？

但总的来说，这就是我们现在做出卖出股票的主要原因。

唐朝：巴神谈卖出，我主意比钱多的时候卖出，主要是因为看上了更有性价比的东西。

等钱比主意多的时代，卖出主要是因为对企业的看法发生了变化。虽然这种变化不一定就是对的，但投资者肯定是要按照自己的想法去做，然后承受结果。

星光《BEYOND》：这就是老唐说的永远要比较。

欧鼎王靖：盈亏同源，关键是自己有一套强大的投资体系，并严格按照这套体系执行。

2021 年 10 月 15 日

原文：股东：两个问题。首先，有很多不同的指数基金持有不同的股票篮子。你会使用或推荐什么标准来选择合适的指数基金？

第二，标准普尔 500 指数的市盈率明显高于历史平均水平。投资者在购买该指数时应使用什么基准？

巴菲特：是的，我想说的是，就指数基金而言，我会选择一个宽基的指数。我会选择标准普尔 500 指数，只要我不是一次把所有的钱都投进去。

如果我要在 20 年或 30 年的时间里（**老唐注：**长期），以相对相等（老唐注：定额）的金额投资于一只指数基金，我会选择一只基金——我知道 Vanguard 的成本非常低。我敢肯定有一大堆其他人也这样做。我只是还研究过这个领域。

但我会非常小心所涉及的成本，因为他们所做的一切就是为您购买该指数。我认为，购买这些指数基金的人，平均而言，会比购买那些成本更高的主动基金的人获得更好的结果，因为这只是一个数学问题。

如果机构管理的资金比例很高，很多机构收取大量费用，而其他机构收取少量费用，它们将获得非常

相似的增长结果，但投资者获得的净收益会有所不同。

我向你们所有人推荐阅读——约翰·博格尔（John·Bogle）在过去五年里写了几本书，我忘了书名，但它们都是非常好的书，任何投资基金的人都应该在投资之前阅读这些书，即使你已经投资了，你仍然应该阅读这些书。这就是你需要知道的关于基金投资的一切。

所以我会选择一个广泛的指数，但我不会在任何一个时候投一大笔钱进去。相反，我会在一段时间内做这件事，因为指数基金的本质是——我认为美国的生意在很长一段时间内都会做得很相当好，但我不知道如何选择赢家，也不知道如何选择赢的时机。

这没什么不对的。我没有足够的知识来择时。偶尔，我认为我知道如何选择一个赢家，但这种情况不是很经常。

唐朝：巴神给的关于指数基金投资建议，其实说透也就是一句话总结：长期定额定投宽基指数基金。

长期+宽基指数基金，代表的是你在支付最小管理费的前提下，购买这个国家相对优质的企业群体未来的盈利能力。

定额+定投，代表的是分散在很长时间段完成投资，是彻底承认自己没有择时能力的同时，通过固定金额的设置，自然而然的完成“高估的时候少买，低估的时候多买”这样一个逆人性的动作。

bp：我觉得，在此基础上增加的策略会带来更多风险，从而减少预期收益。

忆溪舟：宽指基金的收益率比无风险收益率高，all in 总比手持现金强。如果巴神按照定时定额来投资，岂不是有的钱一直处于现金状态？

唐朝：我们当然可以这么做，但这么做的收益率很大程度上会由初始资金进入时的位置决定，在很长时间里经济增长本身的权重会较小。

所以巴神也无法回复这种方法是好还是坏。因为没人能确认初始资金 all in 的位置，相对于未来数年究竟是高还是低。

z pan：我处于想法比钱多的阶段，之前想过每月定投 1w HS300，但是一段时间就中断了。现在设置了每月定投 10 块 HS300(这下不用中断了)，看看后面的收益率如何。

唐朝：这没有什么用真金白银去观察的必要，回看历史就行。

从沪深 300 创立以来，2004 年 12 月 31 日基准日 1000 点，今天全收益指数是 6535 点，16.8 年 6.535 倍，年化收益率 11.8%。

如果买基金，因为扣管理费和始终保留 5%左右现金的规则，实际收益率会低一点，估计在 10%~11%之间某处。

这是将近 17 年的数据了，比自己拿钱观察十年八年更可信。

2021 年 10 月 15 日

原文：芒格：我认为他的第二个担忧是，普通股的价格可能会变得非常高，而此时如果你购买指数基金，你就不能期望有很好的表现。

我不认为我会活到有可能发生这种情况的时候，但现在我认为这在未来的确可能会发生。

巴菲特：也许你说的是，指数可能会达到一个水平，而且——他们必须在很长一段时间内保持这样的水平。

芒格：他们可能会在那里，并在那里呆很长时间。

巴菲特：在这种情况下，你可能会赚到 3%或 4%。

但无论如何，在这种情况下，还有比这更好的办法吗？查理，请把花生糖递给我。（笑）

芒格：在日本，就发生了这样的事情，在过去 13 年左右的时间里，持有一个不错的指数的回报是负的。

这么可怕的事会在这里发生吗？我是说，这可能吗？我想答案是肯定的。

巴菲特：在日本，其他的投资选择是在银行存款，或者持有日本债券，而它们的利率在 0 到 1%或 1.5% 之间。

所以，如果所有东西的利率都变得很低，这意味着股票的价格会变得很高。那就意味着，你生活在一个与 20 或 30 年前不同的世界，到那个时候，我预计资本通常会得到更好的回报。

唐朝：如果指数基金已经高估，那么未来可能很长一段时间内都不会带来良好回报。这种情况下，又怎么实施指数基金投资呢？

二老对这个问题的回答是：如果你没有选择个股的能力，那么这种情况真的发生了，你不投又能怎么办呢？

比如日本就发生了，期间你的次优选择是收益为零或 1%的类现金资产，是更差的选择。这个时候你通过指数基金仍可能赚到 2%~3%的回报，已经挺可观的，这只能接受。

最后巴神又嘚瑟了一下，如果未来所有的投资品回报率都很低，那可能意味着股票已经涨到了很高的位置，也就是说，现在已经拿着股权的人（投资股票或指数基金的人）回报可能会相当令人满意。

忆溪舟：知识点：早点买股票，等到市场整体收益率变低的时候，已经都赚的盆满钵溢。

TB：如果没看老唐的翻译，老巴和芒格的话还真没有那么好理解。越来越理解了《巴芒演义》的重要。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：感谢上帝，投资最重要的不是高智商。

我的意思是，重要的是现实主义和纪律。如果你现实而自律，你不需要特别聪明就能做好投资。

唐朝：感谢上帝，投资最重要的不是高智商，重要的是理智和纪律。

如果你理智而自律，你不需要特别聪明就能做好投资——千除四郎卖掉 150 点 IQ，丝毫不会影响投资大业。

某人：千除四郎是啥意思啊？

Mr. chen：二百五呗~

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：人们总是想要一个神奇公式。他们去找聪明的投资者，他们认为，在某个地方他们会给我个小公式，然后我可以把这个公式代入，然后就可以赚很多钱。但事实并不是这样的。

你要做的是看一家企业从现在到审判日（企业终止经营）之间会产生多少现金，然后以适当的利率折现，再以比这低得多的价格买进。

而且，不管钱是来自银行，还是来自互联网公司，还是来自砖头公司，钱都是一样。

唐朝：分享过无数次的致富“秘笈”：All cash is equal.

z pan：唯一的难点在于理解企业（从现在到未来）。

2021 年 10 月 15 日

原文：巴菲特：12 月的一个星期一，我接到了克雷格·庞齐奥（Craig Ponzio）的电话。它是关于一家生产定制相框的公司。

我以前从未听说过这家公司，我以前从未听说过克雷格。

我和他通电话的时间不超过 15 分钟。他今天应该在这里，但他的妻子最近病得很严重，但克雷格和我谈了也许 20 分钟吧。这就是我们的调查方式与别人的不同之处。

他介绍了什么是定制相框—定制相框图片业务是如何运作的，这并不复杂。

你知道，在那之前，我这辈子都没想过这个问题。我把一些照片裱起来—你知道，我四处走动（笑）。

但这并不难—我的意思是，如果你思考 30 秒钟—那么你就会在某种程度上了解这个行业的经济状况。

全国有 18000 家左右的装裱者，这是个小生意。但你要和成千上万的人打交道。

现在，对你要对付的成千上万的人来说什么是重要的？他们一年做 25 万，或者 30 万，或者 40 万美元的生意，他们有客户定期来门店—比如我每三个月，或者每六个月来一次，说，“我想要在这里做一个相框”，然后他们可能会问我想要什么样的框架，或者我可能会让他们决定。

这在很大程度上是一种服务业务。克雷格从 1980 年左右开始，以 300 万美元的销售额建立了一个公司，对这 18000 名左右的装裱者做出了巨大的回应。

他们一年要拜访客户五到六次。第二天，当他们订购的时候，他们就可以得到了约 85% 的框架，这就是那种生意的价值所在。

你知道，你不是在给三巨头提供汽车零件。实际上，有各种各样的东西赋予了它独特的经济特征。

所以克雷格告诉了我，就像我说的，不超过 20 分钟。他告诉我价格，告诉我需要使用的资本，还给了我一些数字。

我知道在和他谈话时，我知道和他做交易是合理的，所以我说，“你什么时候能来？”那是在一个星期一。他说：“我星期三早上会到。”然后，他和史蒂夫·麦肯齐（Steve McKenzie）一起来了，他今天也在这里，我鼓励你们见见他。我想当时他们九点到的，十点半离开，我们握了手。

我本来希望今天或明天能见到克雷格，但因为他妻子生病，我不能见到他了。

但是我之后就没见过克雷格了。因为，你知道，他得到了这笔钱，他知道他做的这一笔交易，有他想要的理由—他想把它卖给一个肯定会成交的人，并且那个人会是一个好老板，同时，在那里工作的人不会因为他的离开而担心（失去工作）。

他带着一大笔钱离开，你知道，很多人带着一大笔钱离开，但他们留下了员工不管，他们不在乎发生什么。但克雷格在乎，我能看出来。而这对我来说是一个很大的优势。

你知道，我还没有去过他们的总部，我计划去他们的总部。史蒂夫，我道歉。

但我明白这门生意的本质。大多数好的企业，你可以在很短的时间内理解它们是什么，除非它们是一种你永远无法理解它们是什么的企业。

同时，市场上还有很多其他的生意，即使你花了很多年，你仍然不会明白到底是怎么回事。

我不知道从现在开始，哪一家美国汽车公司将迎来最好的 10 年。即使我花了一整年时间与福特、克莱斯勒和通用汽车的经销商交谈，与供应商交谈，与开车的人交谈，我仍然不知道 5 或 10 年后会是什么样子。

但我知道你不能破解我们的定制相框业务。我的意思是，当你不能提供像我们一样好的框架、你不能

像我们一样提供远程服务时，那么你就无法找到一种方法去回应那 18000 名在这行业的人，并想出一种方法来将他们的业务转移到你这里——所以这是个好生意。

克雷格是百分之百的投入——我的意思是，他告诉了我他想从这个生意中得到什么——他想要现金。你知道，那很适合我们。

唐朝：巴菲特提供的这个案例：一个以往没接触过的企业，从开始到收购的过程，对于帮助我们理解什么是“看懂一家企业”有挺大的帮助，建议细读。

王凯锋：能翻译下不？我读了 3 遍，硬是没有看懂文章想表达的意思。

顽主是丧家狗：好的生意都简单。能理解的生意最重要。

浩然斯坦：我拿出老唐的话来解释吧：

投资原则中最重要的，是在有鱼的地方钓鱼。

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。

在竞争极其激烈的环境中，你再怎么努力都没用。

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。

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。

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 x 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。

如花九姑娘：1) 大多数好企业，你可以很短时间内理解它们是什么，除非它们是一种你永远无法理解它们是什么的企业。（不能很快理解的企业，至少对我来说不是一家好企业）

2) 想不明白 10 年后哪一家会更好。美国三大汽车公司不是我的好企业。反而相框公司对 18000 位客户提供的服务——好的框架、远程服务。这样的服务很容易看得出来是不可替代的。在我这里是一家更好的公司。

3) 重要取决于“简单”，同样重要的还取决于我能不能看懂。看懂未来的现金流情况。

沈阳郭宝荣：业务简单，有独特的经济特征，是不依赖增量资本的好生意，老板需要现金但在乎员工和企业的未来。是在给自己的“孩子”找归宿，寻找最好的买家而非最好的价格。

好人好生意，好现金流，所以这是个好生意，很适合我们。拿下！

2021 年 10 月 15 日

原文：芒格：他们这样不是生活的方式。如果通过问这个问题，你是在问我怎样才能找到合适的朋友，那么你的问题是非常正确的。

如果你努力成为对的人，我想你会认识到你所值得拥有的朋友，然后当你遇到对的朋友后，你所要做的就是坚持下去。

巴菲特：真正的问题是，你喜欢别人的什么？我是说，你想从朋友那里得到什么？

如果你仔细想想，你会发现，有些人身上的某些特质让你钦佩，让你觉得很讨人喜欢，让你想和某些人相处。

然后看看这些品质，并对自己说，“这些品质中哪一个是我身体上或精神上不曾拥有的？”我的意思

是，只有当某些品质吸引了你，如果你拥有了它们，它们才会吸引其他人，这才是合理的。

其次，如果你发现别人身上有某些令人厌恶的东西，不管他们是自吹自擂还是不诚实，不管是什么。如果这让你反感，那么如果你拥有这些品质，那肯定也会让别人反感，这些都是个人的选择。

你知道，在你的 DNA 里，每个人的品质是有限的，它们是个人的选择。

它们也是习惯。我的意思是，如果你在早期有吸引人的习惯，你以后也会有。

如果你有一些让人反感的习惯，当你 60 或 70 岁的时候，它们也是不会自己消失的。

所以这不是一个复杂的方程。我记得，本富兰克林曾经做过类似的事情。他是不是列出了他所钦佩的品质，然后就着手去学习、去获得它们吗？

唐朝：如何交往到值得交往的朋友？这位朋友的提问给了二老重复使用旧版答案的机会。

浩然斯坦：说到交朋友，我想到了 bp 兄转述老唐一段话：自己强大了，社交自然找到你；自己不强大，再牛的社交也是无用社交。

bp：看了这段对话，就能跟朋友们解释我为什么能有幸认识老唐啦。

因为我在网上遇到老唐的时候，就能够知道他身上有让我钦佩，让我希望拥有的东西，那就是：渊博的学识，谦虚的品质，幽默的谈吐和好奇的童心。

btw，知道他在做股票投资还是认识他几年后的事。所以我们交往的过程，是“思考的共鸣”在先，“财富的同喜”在后。

这从另外一个角度诠释了“财富是思考的副产品”。

唐朝：谢谢 bp 兄持续的鼓励和肯定，翻过年我们就认识十五年了，真快。

2021 年 10 月 16 日

原文：巴菲特：我想说，你说的完全正确，我首先从格雷厄姆那里学到了很多，我还从费雪那里学到了一些东西，我还从查理那里学了很多。

证据就在我的档案里。从 11 岁到 19 岁，我在读加菲尔德·德鲁，爱德华兹和马吉，还有各种各样的书——我是说，我读了每一本书——杰拉尔德·M·勒布——我是说，我读了每一本关于投资的书，但我做得一点都不好。

当时我没有真正的投资哲学，我尝试过很多东西，我玩得很开心。但我没赚到钱。

1949 年，我在内布拉斯加大学读书时读了格雷厄姆的书——《聪明的投资者》，这实际上改变了我对投资的整个看法。它真的做到了，基本上，告诉我把股票看作是生意的一部分。

现在，这似乎是显而易见的。你可以说，你知道，你为什么要把它当作罗塞塔石碑（Rosetta Stone，意指基石）？（老唐注：不是基石，是指密码本），但从某种意义上说，它是一块罗塞塔石碑。

一旦这个理念进入你的内心深处，你会意识到你买卖的不是在图表上上下波动的东西，或者人们递给你的小纸条告诉你“买这个，因为它下周会涨，或者它会分拆，或者股息会增加”等等。这个理念就是，你买的是一家企业，一门生意。

你现在已经为继续理性地思考投资打下了基础，你并不需要高智商才能做到这一点。

不过我确实认为，某些气质可能是天生的，也可能是后天习得的，并可能随着你的成长经历而得到强化。但它会随着你的人生经历以各种方式得到强化，这是非常重要的。

我的意思是，你必须面对现实。你必须准确地定义你的能力圈，你必须知道你不知道什么，而不是被

它所诱惑。

同时，你必须对金钱感兴趣，否则你不会擅长投资。但我认为，如果你非常贪婪，这将是一场灾难，因为贪婪终将战胜理性。

但我认为，我读过的那些书确实塑造了我对商业和投资的看法。我认为它们现在同样有效。

在过去的 25 年里，我什么新东西都没看过，我读了一我浏览了一很多的书。但在投资的基本方法方面，我没有发现格雷厄姆和费雪投资基本方法有任何改进的空间，即把股票看作是生意，然后思考如何才能做成一笔好生意。

真的，这就是投资的全部意义，以及本所说的安全边际，等等。

这不是一个复杂的过程，但肯定需要一种纪律。

唐朝：过去 25 年，我没有发现投资方法的发展有超出格雷厄姆和费雪体系的内容。19 岁以前，我读过很多书，试过很多方法，玩的很开心，就是不赚钱——多生动形象。

砺锋：k 线均线布林线，线线相缠（残）；庄家大户敢死队，人人有责；不经历爆亏，怎能见老唐！——悔不当初！

2021 年 10 月 16 日

原文：芒格：是的，有很多不同的模式可以创造可持续的竞争优势。但也有一些模式，你可以非常快的失去竞争优势。

问问安达信会计师事务所（Arthur Andersen，成立于 1913 年，曾经是全球最大的会计师事务所，2002 年因安然事件被迫退出审计业务）吧，不久以前，它在美国有很好的名声。

不过，我认为箭牌口香糖失去好名声比安达信会计师事务所失去好名声更难。我认为，随着时间的推移，人们获得了一些非常显著的竞争优势。

而投资过程中最大的麻烦是：它们往往是如此明显，以至于股票以非常高的价格出售。

唐朝：是的，投资领域里最讨厌的问题就是：好公司很难遇到便宜的时候。

所以第一要有耐心等，第二遇到机会时还需要迅速下重手，更麻烦的是第三，等待期的钱怎么处理？

所谓投资体系，基本上就是试图解决好这三个问题。

怡然儿：想听听老唐对这三个问题怎么回答。

欧鼎王靖：老唐今年的实盘操作就是最好的答案。

2021 年 10 月 16 日

原文：芒格：如果你有强烈的兴趣想知道事情为什么会发生，你总是试图弄清楚这个世界为什么会发生或为什么不会发生（老唐注：好奇心），通过这种思维模式，然后保持很长一段时间，就可以逐渐提高了你应对现实的能力。

如果你没有这样的想法，我想你可能注定会失败，即使你有很高的智商。

巴菲特：我想说的是，我们发现投资结果与智商之间的相关性相对较小。并不是说有一大群智商 80 的人在那里击球成功，但是有各种各样的高智商的人却投资失败了。

然而，从某种意义上来说，研究高智商的人为什么不能成功，然后排除这些因素，看看你自己是否能排除这些因素，并留下对自己有用的信息。这样做可能更加有趣。

因为就像查理常说的，“我只想知道我会死在哪里，然后我永远不会去那里。”（笑声）

如果你研究那些破产的人，那些高智商的人，并问他们为什么会破产，你会看到在大多数情况下他们存在某些相似的（糟糕的）特征。

你只需要确保你不拥有这些特征。或者如果你拥有这些特征，你可以尝试摆脱它们或以某种方式控制它们。

唐朝：拥有好奇心，最大化规避那些导致高智商人士破产的行为特征，想不富挺难的。

星光《BEYOND》：看别人吃一堑，长我们自己一智，这需要我们保持日拱一卒的好奇心。

磊：先绕过别人趟过的坑，这就是学习的意义所在。

2021 年 10 月 16 日

原文：巴菲特：我可以告诉你：查理和我没有那样的欲望。我的意思是，我们想买一些简单的东西。我们不需要通过做一些非常困难的事情来证明我们的男子气概。

但我想很多管理层都觉得这是必要的。

烟草公司就是这么做的。烟草公司有这些伟大的业务，然而你知道，这让他们恼火，他们喜欢认为自己是商业天才，所以他们会出去买其他的业务，而这些其他的业务，通常做得并不好。

我不是说他们一开始就应该从事香烟生意，但他们不是商业天才。他们的成功，只是因为他们通过销售一种让人上瘾的产品赚了很多钱。

这并不能使他们成为商业天才，所以他们想用其他方式来证明这一点，在很多情况下，他们买下了其他企业，然后摔了个大跟头。

查理，你对烟草公司还有什么要补充的吗？

芒格：没有。但是我认为很多人都是在上市公司里升到高层的，他们从事过销售、工程、药物开发或者诸如此类的工作。

而一旦你坐上了最高领导的位置，你就会自然而然地认为你现在什么都知道了。至少，你会想该如何从这些优秀的员工和所有这些外部顾问那里获得智慧，而这些顾问现在都在你身边。

所以我认为，人们做出非常糟糕的收购决定，是非常正常的。我想说，大多数时候的确是这样。

唐朝：我们之所以这么优秀，是因为我们甘于认怂（错）。

我们不去证明自己有男子气概，我们专挑软柿子捏。

四月天：有道理，做领导确实很难做到向下面学习。

星光《BEYOND》：和一尺跨栏一样的道理。我不需要挑战自己能跨过 7 尺的，我开心快乐的玩一尺的就好

刀刀：这个真的很重要。男性的本性就是喜欢挑战来证明自己的重要性。

在股市中，不自觉地去弄那些看起来复杂的公司，其实被自己的基因和本能驱使了。

2021 年 10 月 16 日

原文：巴菲特：毫无疑问，人类的思维——人类最擅长的是解读所有新信息，目的是使他们先前的结论保持不变。这是一种每个人似乎都掌握了才能。

我们又该如何防范呢？实际上，我们并不能完美地实现它。

我的意思是，查理和我犯了很大的错误，因为实际上，我们也不愿意重新审视一些事情。

但你知道，这很正常。

但我认为年度报告是一个很好的反馈机制。我认为，报告自己的情况，并诚实地提交报告，无论是通过年度报告还是通过其他机制，都是非常有用的。

但是，我想说的是，一个不屈从的合伙人，并且他自己非常有逻辑，你知道，这可能是你能拥有的最好的机制。

我想说的恰恰相反，要想重新审视问题，你必须确保自己不会陷入其中。我想说的是，典型的公司组织是这样设计的：CEO 的意见、偏见以及以前的信念，会以各种可能的方式得到加强。

芒格：是的，我认为即使是在非常痛苦的时候，愿意扭转方向也是有帮助的。

当我们坐在这里的时候，我认为伯克希尔是美国唯一一家不经营衍生品业务的大公司。

我们最初的决定是允许通用再保险的衍生品承保继续，而推翻这一决定是一件非常不愉快的事情，但我们完全愿意这样做。

而没有其他人会这样做。但很明显，至少对我来说，说美国的衍生品会计处理是污水，那这是对污水的侮辱。（笑声）

巴菲特：我支持这一点。我可能不会选择那些确切的词，我们甚至可能不会用这些词来描述我们为什么摆脱了它，但是——

在今年的第一季度，我们将有 1.6 亿多美元的减值来自衍生金融业务。

这将在 8800 万美元的损失之后，从通用再保险金融产品衍生品中撤出的又一步。

你知道，那些损失就在那里。其中一些是停工损失，且有大约 3000 万是遣散费之类的。

但事实是，衍生品会计处理在这个国家是绝对可怕的，有很多公司不愿意面对如果他们真的退出会涉及到什么。

你看到的是安然公司的衍生品会计正在以一种非常重要的方式逐渐消失。相信我，这不是一笔利润，除非破产法庭允许他们撤销某些合同。

在安然这样的地方，没有什么地方比衍生数据更有可能伪造数字了。

他们根据模型进行簿记，他们做了所有这些事情。

你给了一大群交易员创造收入的能力，仅仅是通过把小数字写在一张没有人能真正检查的纸上，那么它最终可能会失控，它一定会失去控制的。

所以我们决定，咬紧牙关，然后摆脱它。顺便说一句，如果我们继续保持衍生品业务，那我们就不会报告 8800 万美元的损失。甚至可能会报出一点小利润什么的，但是，最后，亏损还是会存在的。

而且很有可能还会有更多的亏损。因为一旦你进入衍生品领域，最长的合约可能会有 40 年左右。

在衍生品上签了 40 年合同的人，你知道，就在那一周，他就可以得到报酬。而且，这当中会有一大堆假设，关于 40 年后这一切将如何实现。我想，你不可能设计出比这更糟的制度了。

最后，你知道，当我们收购通用再保险时，我们并不想进入衍生品这个行业，而我们现在正在退出的过程中。

但在这样的事情中，你很难快速地抽身离开。

我是说，这有点像地狱。进去很容易，出来很难——非常难。（笑）

唐朝：二老公开反思通用再保的事儿。

星光《BEYOND》：公开反思对名人来说，很需要勇气。

泊武：衍生品里充满了假设，估计，欺骗。感觉像是一张精美的包装纸下隐藏的一堆污秽物。

2021 年 10 月 16 日

原文：股东：我是 Martin Wiegand，来自马里兰州的 Bethesda。

感谢您主持了这次精彩的、有建设性的股东会议，也感谢你经营伯克希尔的方式，为美国和世界企业树立了榜样。你让我们以身为股东为荣。

我的问题，伯克希尔及其竞争对手的薪酬计划是否与他们发行的定价错误的保单有关？如果是这样，伯克希尔或其竞争对手是否改变了他们的薪酬计划，以正确定价这些保单呢？

巴菲特：顺便问一句，我想我去年也问过你这个问题，你是我认识的马丁的儿子还是孙子？

股东：儿子。

巴菲特：好吧。这很好。我和马丁的父亲是高中同学。事实上，你的芭芭拉阿姨和我也是高中同学。她和我约会了一次，然后我们就这样结束了。（笑声）不是因为我没有再约她出去。（笑声）

而是因为开着灵车把她接走去约会。我认为这有点像——（笑声）

唐朝：巴神在股东会上遇到高中同学的儿子，自己还和他姨约会过。

木紫：开灵车约会，是美式幽默还是比喻？

唐朝：都不是。巴神当时真买了一辆旧灵车，做灵车出租生意。

2021 年 10 月 16 日

原文：巴菲特：是的，我们有一个案例——（掌声）

我们继承了一些期权计划，因为我们并购的公司有这些计划。在某些情况下，他们以当时的现金价值作结算；而在某些情况下，他们可以继续，这视情况而定。

但在伯克希尔，有些期权的持有人意外地赚了更多的钱，你知道，这不是故意——它只是发生了。但在通用再保险公司的经营贡献导致伯克希尔内在价值下降的时期，持有通用再保险公司股票期权的人却赚了更多的钱。

在大多数情况下，我们大多数业务的经理基本上都交出了很好的经营结果，而我们在通用再保险公司的经营结果很糟糕，但通用再保险公司通过期权获得的资金，却远远超过了所有其他实体的总和。

唐朝：巴神毫不留情地公开吐槽：通用再保的管理层业绩做的翔一样，却舔着脸享受高薪。

三文鱼：巴神当然不高兴。看了通用再保几十年，居然看走眼了。

如果没有伯克希尔的收购，911 后，通用再保肯定完了。即使没倒，911 后问题都暴露了，买入价格也便宜很多了。

就差一年，运气实在不太好。

这些高管用这么低的价格，却卖了这么多高风险的单子，巴神睡不着，他们却拿着高薪。

我瞎猜，如果不是为了伯克希尔的名声，保险行业又易进难退，巴神已经有撤退的心了。

星光《BEYOND》：A 股好多这样的管理层。

2021 年 10 月 16 日

原文：巴菲特：所有的投资都是为了将来收回更多的钱。现在，有两种方法来把钱拿回来。一种是从资产本身会产生什么考虑，这是投资。

另外一种其他人以后会付你多少钱，而不考虑资产的产出，我称之为投机。

所以，如果你关注的是资产本身，你就不会关心报价，因为资产会为你产生资金。这就是整个社会所有人将从投资该资产中获得的东西。

然后还有另一种看待它的方式，那就是认为明天有人会为它付钱给你，即使它毫无价值，这只是一种赌博。当然，社会整体最终也不会从中得到任何好处，但一个群体的收益是从另一个群体的损失中获取的。

当然，在几年前的泡沫中，这种方式运行到了极致。当时人们买入的所有这些东西都不会产生任何回报，但是在短期内发生了大量的财富转移。

作为投资，你知道，它们是一场灾难。而作为财富转移的手段，它们对某些人来说极好的。对于处在财富转移另一端的其他人来说，它们就是灾难。

我们不关心某样东西是否有报价，因为我们不会带着把它卖给别人的想法去买它，我们看的是业务本身会产生什么。

唐朝：巴神谈论投资与投机的区别。

注意，关注资产的产出，不关心是否有报价，并不是说资产价格不重要，流动性不重要。而是基于对资本逐利天性的理解，确信有盈利能力的资产“一定”会被资本追逐，所以才不关心它。

“小资啊，你爱来不来，爱什么时候来什么时候来。你不来我从资产本身获得的回报，已经足够丰富，这恰恰是你一定会来、赶都赶不走的理由”。

木紫：这就是书房一直阐述的投资与投机。买股票就是买背后的企业，这是投资；互摸腰包今天买明天卖，指望有人来接手，就是投机。

指尖：每次看唐师的中翻中，都有种醍醐灌顶的感觉。脑海中可以出现很形象很具体的画面，这样理解起来真的简单深刻得多。

静水深流：确信有盈利能力的资产“一定”会被资本追逐。为什么在一定上加引号，是指有可能不一定？

唐朝：不是。是强调，等于加红加粗。

2021 年 10 月 16 日

第1071篇. 2022.01.06 - 梳理查理.芒格对阿里巴巴的投资

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.06

昨天，查理.芒格担任董事长的上市公司“每日期刊公司”，披露了最新的投资组合。

注：以前我的文章里采用的中文名是“每日新闻集团”，指的就是这家公司。今天遵从国内股票 APP 的中文译法，改称“每日期刊”，证券代码 DJCO。

每日期刊公司于 2021 年第四季度翻倍加仓阿里巴巴，目前持有 602060 股阿里美股——阿里巴巴美股 1 股=港股 8 股。

对阿里的投资占每日期刊公司投资组合的比例上升为 27.65%，成为仅次于美国银行 39.56%，富国银行 29.53%之后的第三大持仓。

每日期刊公司总市值约 5 亿美元，公司除运营出版和法律业务之外，还有投资业务，持有组合市值约 2.6 亿美元。

公司持股组合高度集中，是老芒格的习惯作法。2.6 亿美元的组合一共就五只股票，其中前三只占比超过 96%。

明细市值和比例如下表——收盘价单位为美元，持股市值单位为万美元。

公司	持股数量	2021 年收盘价	持股市值	占比
美国银行	2300000	44.49	10232.7	39.6%
富国银行	1591800	47.98	7637.4	29.5%
阿里巴巴	602060	118.79	7151.9	27.8%
美国合众银行	140000	56.17	786.4	3.04%
浦项钢铁	9745	61.25	56.8	0.2%
合计			25865.2	100%

这是查理·芒格作为公司董事长，代表每日期刊公司做出的投资决策，是单独为每日期刊公司股东负责的账户。

所以这笔投资的绝对金额以及占比，都只能去比较每日期刊的持股总值，而不是查理芒格个人资产或伯克希尔公司投资组合总值。

从这个意义上说，单就每日期刊约 2.6 亿美元的总投资而言，对阿里巴巴累计约 1 亿美元的总投资，可以非常确定地说是“重仓持有”。

这笔投资对于芒格而言，即涉及个人晚节，也展示着这位近百岁的老人，仍然在不断地尝试学习，尝试扩大自己的能力圈。佩服佩服，万仞宫墙、高山仰止🙏

我没研究过阿里巴巴，没有能力点评这笔投资。但我相信跟踪和围观这位智者的这笔投资，无论结果是胜是败，都会给我们带来很多启发。

以下是老唐对这笔投资的梳理。

2021 年第一季度，阿里巴巴最高股价 274.29 美元，最低股价 220.09 美元，收盘价 226.73 美元，芒格累计买入 165320 股。

我大概按照当季最低 1/3 位来估算他的买入均价，即： $(274.29 - 220.09) / 3 + 220.09 \approx 238$ 美元，投入资金 $16.532 \times 238 \approx 3935$ 万美元。

2021 年第二季度，阿里巴巴大致平盘，波动很小，芒格无买无卖。

2021 年第三季度，阿里巴巴股价继续大跌，当季最高价 228.85 美元，最低价 144.44 美元，收盘价 148.05 美元。

芒格买入 136740 股，按同样方法将买入价估算为 172 美元，投入资金 $13.674 \times 172 \approx 2352$ 万美元。持股总数上升为 302060 股。

2021 年第四季度，阿里巴巴股价继续大跌，当季最高价 182.09 美元，最低价 108.7 美元，收盘价 118.79 美元。

芒格翻倍加仓，买入 30 万股。按同样方法将买入价估算为 133 美元，投入资金 $30 \times 133 \approx 3990$ 万美元。

合计投入资金 $3935+2352+3990 \approx 1.03$ 亿美元，目前持有 602060 股，平均买入成本估算约为 171 美元。

按照年末收盘价 118.79 美元计算，持仓市值 ≈ 7152 万美元，浮动亏损约 30%。

其中第一季度买入的浮亏约 50%+，第三季度买入的浮亏约 30%+，第四季度买入的浮亏约 10%+。

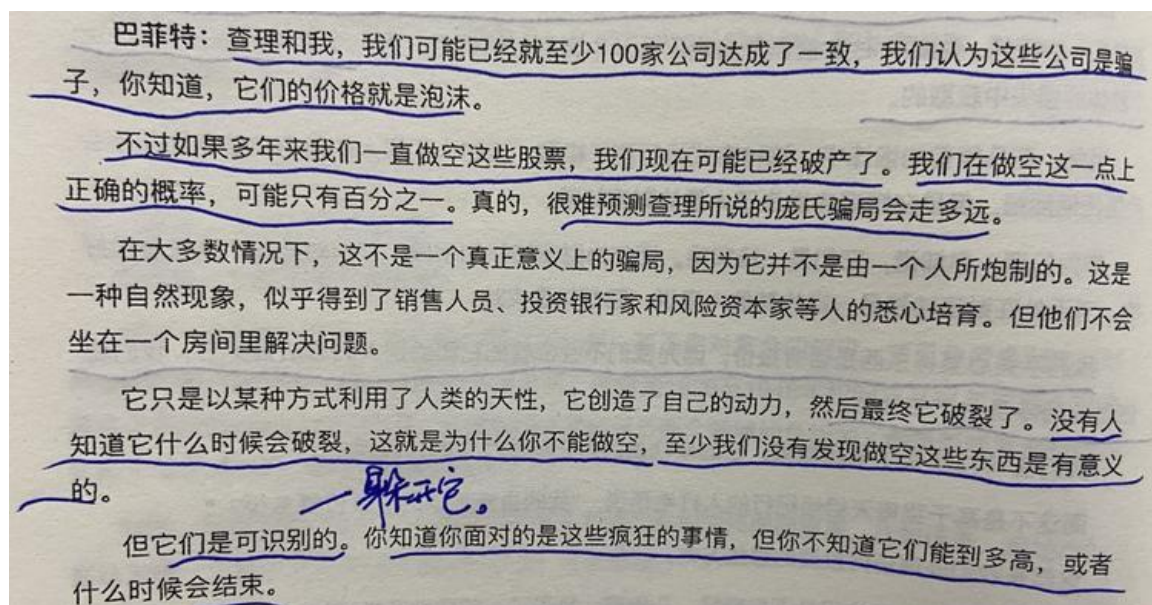
故事未完，情节待续。我们这群小喽啰，准备好瓜子和笔记本，就负责扮演吃瓜群众这个很有前途的光辉角色。

围观大师的实时案例，那可比马后炮的回顾有意思多了，对吧？😂等待时间给老人结果，等待市场给我们启示……

第1072篇. 2022.01.06 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑦图文版补发

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.06

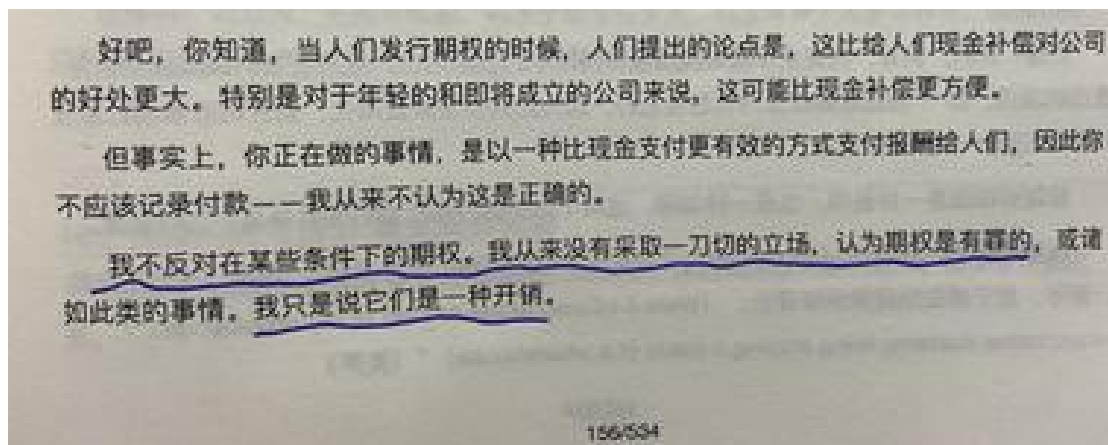
本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)



唐朝：巴神再论做空之难：识别骗局或者识别高估，不难。但预测它们还能涨多高，或什么时候会破裂，几乎不可能——我和查理的正确率可能只有 1%。

三文鱼：通过这段话，做空在我脑中出现的画面是：为了走捷径，在一条车流密集的国道上横穿马路。也许躲过了很多次，但只要有一次，我就要躺平很久。

2021 年 10 月 16 日



唐朝：巴神对期权的观点，经常被误解为是反对使用期权，其实不是。（巴神的期权观见下图）。

×

唐书房 >

...

安静的力量：唐师，针对股票期权的态
度，巴老好像始终有介怀。像海康威
视，没什么不能多给管理层薪酬让管理
层从二级市场自己买股票，而要股权激
励呢？唐师，您对股票期权怎么看待？

唐朝：说巴菲特不赞成期权，其实是个
误传。巴菲特只是不赞成不加分辨的滥
用期权。

他对期权的核心观点就三句话：①期权
应该授予对公司整体收益负责任的人，
而不是见者有份；

②期权价格必须考虑到留存利润带来的
自然增长因素，以及资本本身的机会成
本问题。只有管理层让股东的新旧资本
都跑过了资金的机会成本，才配得上得
到期权；

③很多公司掌舵人完全不同意我的看
法，他们将期权作为一种广泛的激励工
具，也做的挺好。这样的公司不多，但
确实有。我认为实践中做得好的期权，
应当鼓励和坚持。

——我的观点就是学的巴神，没有什么
需要补充了。

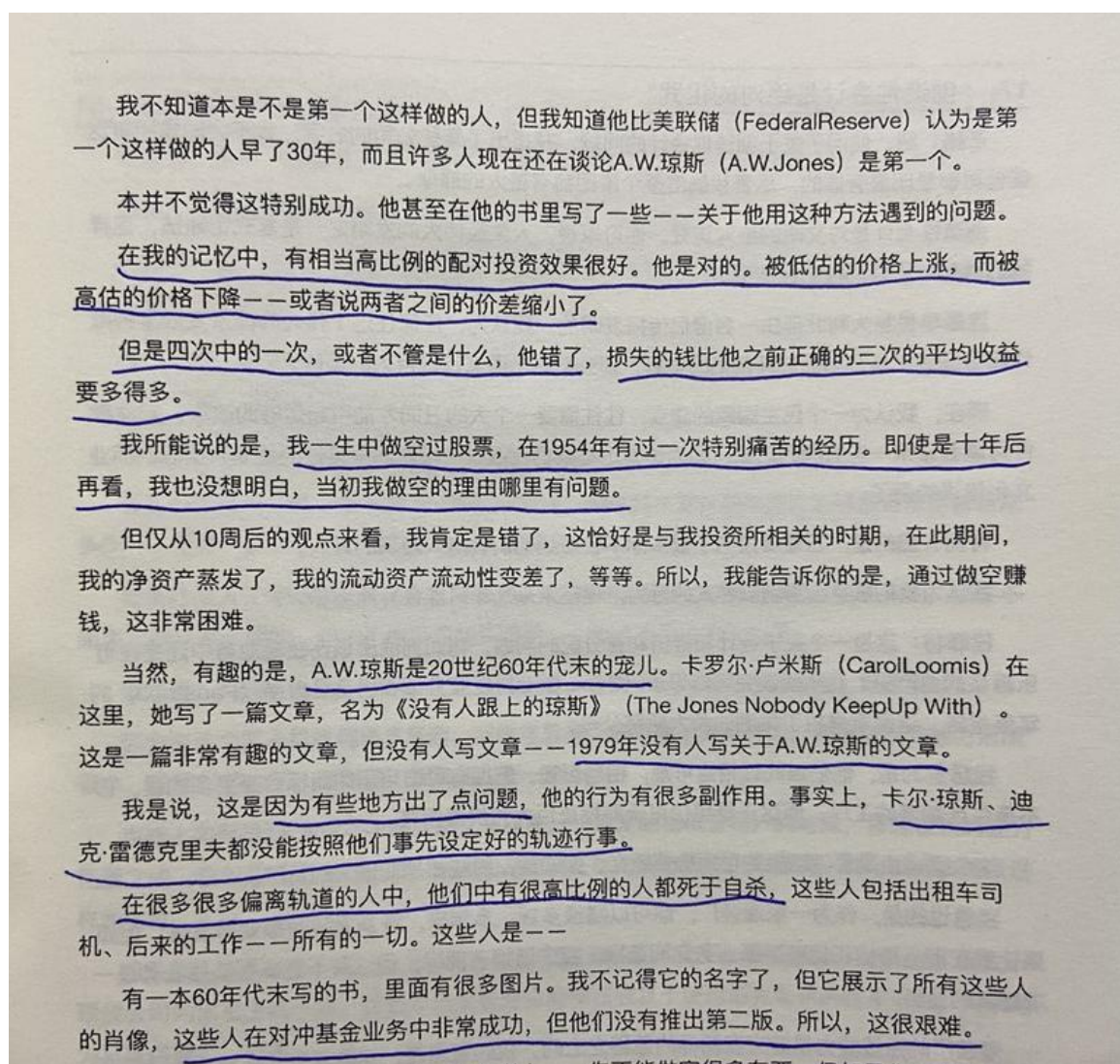
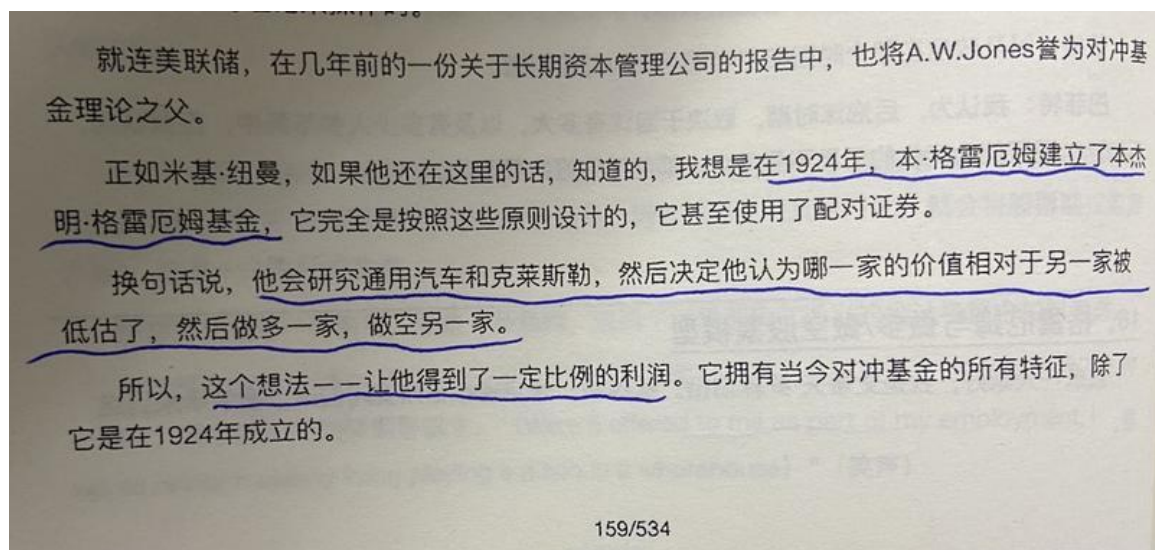
(2019/3/29)

戳锅漏 BearG：期权可以看成一种对赌协议，是合约，注意力应该在条款的合理性和性价比。在一个
监管宽容的市场，慎用期权也挺必要。好像我们的监管在这方面还比较严厉。

星光《BEYOND》：期权算是画大饼吗？

三文鱼：不算。如果条件低，等于直接发奖金。

2021年10月16日



唐朝：巴神爆料：格雷厄姆多空套利正确率很高，但往往赚三次不够赔一次。那些成功的对冲基金经理，都没有持续红下去，冥冥中总有这样那样的奇怪因素导致他们遭遇崩塌。

韩利业：对冲有时是不完全对冲，赚点小钱，担着比较大的风险，确实不如不干。

yan：说这些没有推出过第二版，意思是基本团灭了吧。

2021年10月16日

股东：这是像我这样的年轻人如何定义和发展一个能力圈。

巴菲特：哦，是的，这是个好问题。我想说的是，如果你对自己的能力范围内的事情有疑问，那就不是你的能力圈。

换句话说，我会看下企业的名单，我敢打赌你可以理解一个可口可乐装瓶厂，你可以了解可口可乐公司，你可以理解麦当劳。

你也可以在一定程度上理解通用汽车公司。但你可能无法对它进行估值。

有各种各样的生意。你当然可以理解沃尔玛。但这并不意味着你是否能够决定价格应该是多少——但你了解沃尔玛。你同样也可以理解好市多。

如果你买入了你的朋友正在买入的东西，或者你听其他人都说会赚很多钱而买入，而你不知道它到底是干嘛的，你也不确定你是否理解——那并不是你的能力圈。

你知道，我的意思是，乖乖呆在能力圈里混，总比小心翼翼的在钢丝绳上行走要好。

你会在这个圈子里找到很多东西。我的意思是，能力圈小并不可怕。我想说我的能力范围很小，但也足够大了。你知道，我总能找到一些东西。

当有人向我提到Larson-Juhl（前文有提高，一家定制相框公司）的时候，那是在我的能力范围之内。我以前甚至没有想过，但我知道它就在我的能力圈里。我是说，我可以评估类似这样的生意。

芒格：是的，我认为如果你有能力圈，你几乎会自动地感觉到能力圈的边缘在哪里。因为毕竟，如果你不知道它的边界，它就不是你的能力圈。所以，我认为你问了一个几乎能自圆其说的问題。

我的猜测是你知道你完全有能力在你熟悉的各种领域做什么。但确实有很多其他的领域，在那些圈子里，很多事情会超出你的深度认识。

我的意思是，如果你没有接受过任何训练，你就不会尝试和鲍比·菲舍尔下棋或者在高空飞人上做特技。

我猜你很清楚自己能力的界限在哪里。我想你可能也很清楚你想把边界延伸到哪里。你必须通过努力，包括练习来扩展边界。

162/534

唐朝：二老论能力圈：有疑问，就不是。你会自动感知到能力圈的边缘在哪里。

2021年10月16日

我的第一个问题是，芒格先生，你在很大程度上让沃伦放弃了本·格雷厄姆（Ben Graham）的烟蒂投资法。据说，购买喜诗糖果教会了你要购买好企业。

你是在什么时候意识到购买好企业是一个更好的长期投资策略的？在你和沃伦的讨论中，是什么让你说服他朝那个方向前进？

巴菲特先生，在芒格收购好企业的理由中，是什么说服你放弃了投资烟蒂股的方法，并朝着芒格的方向前进？

我的第二个问题是，在您和芒格先生的经历中，有没有听说过一家公司在失去竞争优势后又重新获得了竞争优势，或者取而代之？

芒格：是的，我认为我是沃伦·巴菲特的伟大启蒙者，这一想法有些神话色彩。（笑声）

沃伦不需要太多的启蒙，但我们都一直在学习，所以我们五年前的那个人，不如现在在场的那个人明智。

喜诗糖果确实给我们俩上了精彩的一课。如果我告诉你整个故事，你会得到教训的。

如果喜诗糖果再多要10万美元，沃伦和我就走了。我们当时就是这么傻。

巴菲特：实际上是一万多。（笑声）

我们就会放弃。

222/534

芒格：我们没有走的原因之一是，当我们做出这个美妙的决定时，我们打算多付一分钱，艾拉·马歇尔（Ira Marshall）对我们说，“你们这些家伙疯了。有些东西你们应该多付点钱。”，她指的是生意的质地。“你们低估了生意的质量。”

嗯，沃伦和我并没有像他们在很多地方那样行事，我们听取了批评意见。所以我们改变主意了。

这对任何人来说都是一个很好的教训。建设性地接受批评的能力是（很重要的）——好吧，想想我们从接受一个批评中赚了多少钱。

如果你把我们从收购喜诗糖果中学到的间接影响计算在内，你可以说，伯克希尔的建立，在一定程度上是通过从批评中学习。不过现在，我们今天不想再要（更多的批评）了。（笑声）

巴菲特：查理解释道，我从本·格雷厄姆（Ben Graham）那里学到了投资，并从中受益匪浅，格雷厄姆是一位专注于定量方面的投资者。

他并没有忽略定性方面，但他说你可以在数量方面赚到足够的钱，这是一种更有把握的做事方式，可以让你识别雪茄烟蒂。

他会说，定性更难教，也更难写，它可能比定量需要更多的洞察力。此外，定量的工作很好，所以为什么要（在定性方面）更努力呢？

在小范围内，你知道，这是一个非常好的观点。

但查理真的做到了——不仅仅是艾拉·马歇尔——但查理比我开始投资时更强调定性。

在某种程度上，他的背景与我不同，我对这位了不起的老师印象深刻，这是有原因的。

我的意思是，当你观察了50年的企业，你知道，了解它们的一些事情并不难，比如在哪里可以赚大钱。

现在，你问这是什么时候发生的？这是非常有趣的。因为即使你有了一个新的、重要的想法，旧的想法仍然存在。所以（脑海里）有这种闪进闪出的东西。我的意思是，我们从雪茄烟屁股到出色的公司之间并没有一条鲜明的红线。

但我们朝那个方向前进，偶尔也会后退，因为雪茄烟屁股能赚钱。

223/534

巴菲特：就竞争优势而言，重新获得——失去然后重新获得——这样的例子并不多。在财产保险公司，我有一个朋友总是想买下糟糕的公司，他的想法是把它们变成好公司。

我就问他，你知道，“在过去的一百年里，你在哪里看到它（糟糕公司变好公司）发生的？”

我的意思是，政府雇员保险公司在70年代初陷入困境，但它有一个很好的商业模式。它确实偏离了轨道，但这不是因为模式走错了路，而是因为他们开始错误地吸取保费，并疯狂地增长，以及诸如此类的一些事情。但基本商业模式仍然是它的基础。

你可能会说，有一家公司失去了竞争地位，然后它会以一种不同的方式卷土重来，实际上，那就是百事可乐。我的意思是，它们当时的广告语是“五分钱的价格，两倍的容量，百事可乐，您的可乐”（Twice as much for a nickel, too.）。

他们的销售是以数量为基础的，事实上，你可以以五分钱的价格买到更多的东西——是口号的两倍——二战后，当成本大幅上升时，他们就失去了这种优势。

所以他们基本上成功地改变了他们的营销方式，这是非常非常罕见的。但你必须承认这一点。

唐朝：这位股东问了两个很有价值的问题：一是究竟是什么说服巴菲特放弃烟蒂模式，走向购买优质企业的方向？二是可曾看到过一家公司失去竞争优势后，又重新获得竞争优势？

芒格给的答案是学习，不断学习和观察，尤其是从错误中学习，从别人的批评/反对意见中学习。

巴菲特首先声明了格雷厄姆并不是不懂定性，他只是认为单纯的定量已经足够赚到满意的回报（他那个时代），而且很简单很容易学习，普通人没有必要在更难的事情（定性）上去努力。

同时巴菲特也清晰的回答了，其实并没有一条鲜明的界限，以某时或某事件为界，划分出从烟屁股模式转变为购买优质企业的模式变化。

事情经常是在不断变化，想法也是在互相斗争，案例投资可能偶尔这种思想占优势，偶尔那种思想占优势。

在不断的实践和思考中，慢慢地因为购买优质股的模式更赚钱，更有效，也就自然而然地占了更大的比例。对于竞争优势失而复得的案例，巴神的意思是，有但很少见。

书中自有黄金屋：我觉得巴芒二老表达的是，以绝大多数普通人的水平，就不要试着去学习定性了，潜台词是，你们的天赋不配。我不配。

唐朝：对大部分普通人来说，定性太困难，定量太辛苦，所以指数基金是最终归宿——巴神其实也是这么给建议的

书中自有黄金屋：嗯，我也这么想，要是没有唐师，我也只能去投指数基金了，说实话看唐师写的定性定量的文字都很简单，自己去看是一头雾水。唐师常说很简单，其实这些功力得是经过长时间的磨练，长期深入的独立思考，这些才是最难的。反过来一想，呆在书房就是占了唐师莫大的便宜。

匆匆过客：完全同意，其实对于我们绝大多数普通投资者，买指数基金是很好的选择。不过去努力定性，虽然很难，甚至可能对于我们普通投资者最终也赚不到什么超额收益，但这个努力的过程中，收获的东西会是巨大的，也正是基于这个角度，虽然我自知资质平庸，但我依然努力去尝试精选个股。

黑牛：我举一个竞争优势失而复得的案例：广播电台。在受到电视打击后，广播电台又由于汽车的发展而兴盛。不过，现在又受到智能终端、网络电台等的摧残..

星光《BEYOND》：要格老那个年代，处处是黄金，不需要去远的地方去挖，在附近周边捡就可以了，随着经济的好转或者未来正常化后，必须走指数基金或者是商业模式好的方向了。

2021 年 10 月 17 日

第1073篇. 2022. 01. 06 – 经典陪读：伯克希尔股东大会问答⑧图文版补发

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022. 01. 06

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

股东：谢谢你去年回答了我关于友谊的问题。我今年的问题是，你如何定义成功和幸福？他们有关系吗？如何才能做到这一点呢？谢谢。

巴菲特：嗯，我告诉大学生们，当你们到了我这个年纪的时候，如果你们希望你爱的人真的爱你们，那么你们就会成功。

我的意思是，查理和我认识一些人，他们有很多钱，他们经常举办纪念晚宴，他们的名字也出现在建筑物上，但事实是，没有人喜欢他们。

你知道，即使他们的家人、他们家族的人，也不喜欢他们。你知道，这很可悲。

不幸的是，这（爱）是你买不到的东西。我的意思是，查理和我谈过很多次，如果我们能买到价值一百万美元的爱，这会比变得可以被人爱更令人欣喜（注：实际上爱是买不到的）。
(笑声)

但事情不是这样的，你知道吗？

被爱的唯一方式就是让自己变得值得被爱。这是——我不想在13岁的时候告诉你这一点，而且——但这件事的好处当然是，你知道，你得到的总是比你付出的多。

我不知道是奥斯卡·汉默斯坦（Oscar Hammerstein）还是谁说过，“铃不响就不算铃，歌不唱就不算歌。心中的爱不该藏在心里，直到你把它送出去，爱才算爱。”基本上，你得到的总是比你送出去的多。

如果你不付出，你就得不到。这很简单。

我不知道我的同龄人中有谁受到很多人的喜爱——有一天晚上我们一起吃饭，唐·基奥（Don Keough）也在那里——每个人都喜欢唐·基奥，你知道，这是有原因的。

我认识的人中，如果一个人没有得到周围人、同事、家人和邻居的爱——那么这就谈不上成功，或者说他感受到的并不是成功。

我不知道当人们知道不受人喜爱的时候，他们是怎么想的，但我不敢相信他们会对此感觉良好。

所以这事很简单。你不能脱离爱而存在。如果你付出爱，那你得到的会比你付出的更多。这是最好的事情。

唐朝：巴菲特谈成功和幸福。

青衫：被爱的唯一方式是让自己变得值得被爱

好风如水：记得老唐之前提到多养育子女的好处，就子女长大后能够更多地感受来自兄弟姐妹之间的爱，现在更理解这个观点了。这世上爱才是超越一切的东西，它远比金钱来得重要。

2021年10月17日

我在年度报告中提到了政府雇员保险公司如何在80年代初为几份保单收取了7万多美元——7万美元——的保费，当时他们认为自己只是在摘樱桃，他们对其中的很多进行了再保险。到目前为止，（这7万多美元的保单）我们已经损失了9300万美元。

现在，我们最多能赚七万多，我不知道我们最多能损失多少。但我知道9300万已经引起了我的注意。（笑声）

当你进入到这样的比赛时，你不能犯错误。我的意思是，这是一个或几个相互关联的错误，正如你所提到的——因为这些事情是相互关联的——几个错误就能耗尽你一生的储蓄。

而当你正确的时候，你会赚几分钱，而当你错误的时候，你会损失惊人的数目。

唐朝：巴神回顾八十年代盖克保险犯过的愚蠢错误。

黑牛：挣钱如捉鬼，赔钱如流水...

星光《BEYOND》：所以卖保险的赔率要算准，还要把买保险的人调查清楚，不能只看到当初开空头支票时收到的钱，否则未来自己就不知道要填多大的坑了。

2021年10月17日

在保险行业中，这很容易——这是保险行业的诅咒——这也是它的好处之一——人们给你一大笔钱只是为了你写的一张纸。

你写在那张纸上的东西非常重要。但是看起来很容易到手的钱会诱惑你去做非常非常愚蠢的事情。

15或20年前，也就是80年代中期，奥马哈的互助保险公司（Mutual of Omaha）——世界上最大的健康和意外事故协会，至少在某种程度上——决定进入再保险业务——财产伤亡再保险业务。

他们签订的合同并不多，但在非常、非常、非常短的时间内，他们的结果是几十年来积累起来的所有资产净值的一半化为乌有。

如果你愿意在保险业做蠢事，那么世界会发现你——（笑声）——你可以在大西洋中央的一艘划艇上，只需低声说出“我愿意承保这个”，然后说出一个愚蠢的价格，你就会有经纪人游向你，你知道——（笑声）——顺便说一句，他们会露出鳍。（笑声）

这是很残酷的。我的意思是，如果你愿意做傻事，就会有人站出来，这是可以理解的。但他们会主动找到你，你也会提前拿到现金。

你会看到很多现金，（当时）你不会看到任何损失，你会继续这样做，因为你在这段时间内不会看到任何损失。所以你会承担的越来越多，你知道，然后屋顶就会塌下来。

唐朝：保险业的诅咒：你只需要给出一个承诺，一张纸，就可以换来大把的现金，很多保险公司运营者忍受不了这样的诱惑。

更可怜的是，也许你忍受住了，但是你的对手忍受不住。而保险产品的特点是同质化，大家买保险的时候，相同保障的情况下就是选价格低的，没什么别的标准，几乎不看品牌。

所以你的对手如果做蠢事，可能逼的你不得不被迫跟着做蠢事（否则你就没业绩，因无能而下课），这就成了二重咒。

志勇：一个承诺，一张纸就可以换来大把现金，这么好的事都想去掺合一把，就会引来无数竞争者。

那么同样保 100 万，有人只卖 300 一年，那我就卖 280 一年，你卖 280，那我就卖 260，不断竞争。

星光《BEYOND》：容易打价格战的行业不是好的生意模式

2021 年 10 月 17 日

股东：我的名字是约翰·弗罗伊登伯格。我来自德国。

我想知道你最喜欢的会计书。谢谢。（笑声）

巴菲特：我已经很久没有读过会计书了。我记得我上大学的时候读过芬尼的书。我一直很喜欢会计。对于你们中任何一个做生意的人来说，基本上你们缺乏足够的会计知识。

但我不太了解最新的讲解会计书籍。也许查理最近一直在读这些书。

实际上，我希望，如果你长期阅读伯克希尔的报告，你可能会学到一些关于会计的东西。

但我认为，你可能会学到更多的会计知识——我的意思是，一旦你了解了它的基本知识，你就可以通过阅读好的商业文章来处理会计问题、会计丑闻之类的事情。

我的意思是，你真正需要知道的是你需要知道数字是如何组合在一起的？它的基本原理是什么？然后你必须知道可以用这些做什么。

你可以从了解一家企业的原始会计数字开始，但你必须在此基础上带来一些额外的东西。

我想不出任何关于会计主题的好书。我想我读了很多好的杂志文章，这些文章在过去的几年里丰富了我的知识。

我只是读了很多年度报告，看到人们可以用会计做什么。

正如我之前所说，如果我不理解，我想可能是因为管理层不想让我理解。

如果管理层不想让我明白，那可能是出了什么问题。我的意思是，人们通常不会在没有目的的情况下混淆数字。当你遇到这种情况时，最好的办法就是远离。

唐朝：懂得会计的基本原理以后，去大量阅读商业故事，去大量阅读企业财报，是（比继续深钻会计知识）更好的学习方式。

樱远：早两年看到这就好了，在注册会计师上耗不少时间

无语：如果管理层不想让我明白，那可能是出了什么问题。这让我想起格力案例，管理层不想让我们理解她的会计处理，我们就远离她。

2021 年 10 月 17 日

值的最佳判断标准。

如果你看过伯克希尔股票的5年期期权——在不同的时期，伯克希尔股票的贝塔系数都相当低，正如他们所计算的那样。多说一句，贝塔系数是一种衡量标准——学术界的人总是喜欢给相当简单的事物起希腊名字，这样他们就有了一种神职人员的感觉——（笑声）——你知道，这就像是牧师在用拉丁语交谈。我的意思是，这有点俗。

但它们——贝塔系数是衡量过去波动性的指标。伯克希尔的波动性较低，但这对于任何真正了解业务的人来说，并不意味着它的期权价值低于贝塔系数较高的股票。

我认为查理——查理去年说的是——特别是对于长期的期权，布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）模型可能会给出一些愚蠢的结果。

它对事物进行了错误定价，它只是一个机械化的系统。证券市场中任何机械化的系统都会不时地对事物进行错误定价，那就是——

正如我去年提到的，我们做了一个很大的交易，这基本上是因为交易对手在另一边使用布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）模型和市场价格做出的计算——我们作为他们的对手方，我们去年赚了1.2亿美元。

我们喜欢别人用机械公式来定价的想法，因为虽然他们可能在100次中有99次是正确的，但我们不需要玩这99次，当我们有不同的看法时，我们只玩1次。

查理，你想评论一下吗？

芒格：是的，布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）模型是一种——我称之为一无所知的价值体系。

如果你不知道任何与价格相比的价值——换句话说，如果价格告诉你所有可以知道的东西——那么Black-Scholes，在非常短期的基础上，是一个很好的猜测——你知道，比如90天期权对某些股票或其他股票中的价值进行猜测。

一旦你有了长期的期权，或者你面对一些潜在的、极端的未知因素，使用布莱克-斯科尔斯（Black-Scholes）模型就是非常疯狂的。很多人使用它只是因为他们想要某种机械化的系统。

唐朝：很多专业人士都喜欢给简单的事物，起一些什么阿尔法贝塔伽马之类的名称，以显得特别高大上，我以前也吐槽过。

另外，芒格说的另外一句话也非常好：很多人使用某一种系统，只是因为他们想要一种机械化的系统。

在今天的书房里，我也经常遇到这样的梦想家，他们总是想找到一个公式，然后从书上或财报里找出一个数字填进去，就可以等着赚钱了。很遗憾，这种东西真的不存在。

股市里从来没有万能的圣杯，唯一的问题就是要去理解企业，理解你买的究竟是什么东西，它究竟怎么赚钱的呢？大概能赚多久，能赚多少？

stby：在推荐书单中的《学会估值，轻松投资》里也有很多阿尔法，贝塔的，看晕了，后面觉得还是老唐的至简几板斧最好，大道至简

杨明华：我们喜欢别人用机械公式来定价的想法，因为虽然他们可能在100次中有99次是正确的，但我们不需要玩这99次，当我们有不同的看法时，我们只玩1次。

腾企：如果真能套用各种公式解决股市赚钱的问题，那我们就别想从股市赚到钱了，因为钱都会被超级计算机给赚走。

2021年10月17日

我们的目标——我们喜欢增长的想法——但我们真正想要的是0成本的浮存金。我的意思是，这是我们的目标，而增长根本不是最重要的。我的意思是，我认为我们的经理对此（0成本的浮存金）有责任，而不是提供更多的浮存金。我认为他们有责任提供有利可图的浮存金。

这一直是我们心中的关键。如果它来了，我们喜欢它。但我们会知道它是否会出现。

关于你的问题的第一部分，如果确实可以不花一分钱获得425亿美元，或者更好的是可以获得利润，那么它对我们的效用就像是股权。

不过，你不可能在清算时实现它，这是必然的。因为清算时你会发现它根本不属于你，你也没办法对此进行打折，这要看具体情况。所以我不是在告诉你如何来计算它——你是否用它来计算内在价值，关于这点，你必须自己做出决定。

但是，它对我们的效用，相当于425亿美元的资金来自于不需要发行普通股的股本。这也是我们一直热衷于此的原因之一，我们已经这么做有35或36年了。这对我们来说是一项伟大的事业。

我们时不时地离开赛道。你知道，我们在80年代初偏离了轨道，在70年代中期遇到了一两个问题，我们在通用再保险也遇到了几年的问题。

所以，这并不是自动产生的。我认为，对于大多数从事财产险业务的公司来说，财产险业务并不是一项伟大的业务。这像是一种大宗商品交易，而其规模很大。

因此，我不认为大多数上市公司会以有吸引力的成本获得浮存金。我们必须是个例外。

但我们有一些出色的公司和一些出色的经理人，我真的相信，我们将以比业界低得多的成本获得我们的浮存金。这就是我们目标。

唐朝：巴神再次强调保险公司对它的意义，就是获取零成本，甚至负成本的浮存金，然后把这些钱拿去投资，投资的收益全部归伯克希尔，这是买入保险业的价值。

他其实根本就不奢望保险业能给他赚什么钱，他的利润来源是投资端。这是国内很多投资保险行业的人所没有意识到的，大部分投资者将太多的注意力放在了保费增长上。

实际上保险公司的保费增长，完全可能是增长越多、亏损越多。

三文鱼：这就是“竞争优势”，知道了原理，我们也干不了。

华：谢谢老唐，让我明白了为什么保险业不是一门好生意。也让我明白了，大多数人只关注中国平安的保费增长，是错的多么离谱。

Seven Zhan*：业务规模的增长并不一定是好事，譬如航空业、地产业、保险业

2021年10月17日

第1074篇. 2022.01.08 - 老唐实盘周记20220108

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.08

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 37%，洋河 23%，茅台 19%，分众 9%，古井贡 B6%，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	37%	72000±10%	<36000	80000	34800	443.00	-3.02%
洋河股份	23%	4200±10%	<2100	5000	2482	164.68	-0.03%
贵州茅台	19%	30000±10%	<15000	35000	24395	1942.00	-5.27%
分众传媒	9%	①	<830	1980	1219	8.44	3.05%
古井贡B	6%	1000±10%	<500	1150	482	111.60	0.54%
陕西煤业	6%	①	<1140	2500	1177	12.14	-0.49%
沪深300						4822.37	-2.39%
上证指数						3579.54	-1.66%
2022/1/8			注：腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8176	

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，该比例也可能因每个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	35862	456.80	-18.78%
洋河股份	22%	4200±10%	<2100	5000	2482	164.73	-29.30%
贵州茅台	20%	30000±10%	<15000	35000	25752	2050.00	3.60%
分众传媒	9%	①	<830	1980	1183	8.19	-14.21%
古井贡B	6%	1000±10%	<500	1150	479	111.00	4.54%
陕西煤业	6%	①	<1140	2500	1183	12.20	42.45%
沪深300						4940.37	-5.20%
上证指数						3639.78	4.80%
2021/12/31			注：腾讯及古B股价为港币价。今日汇率：			0.8171	

收益

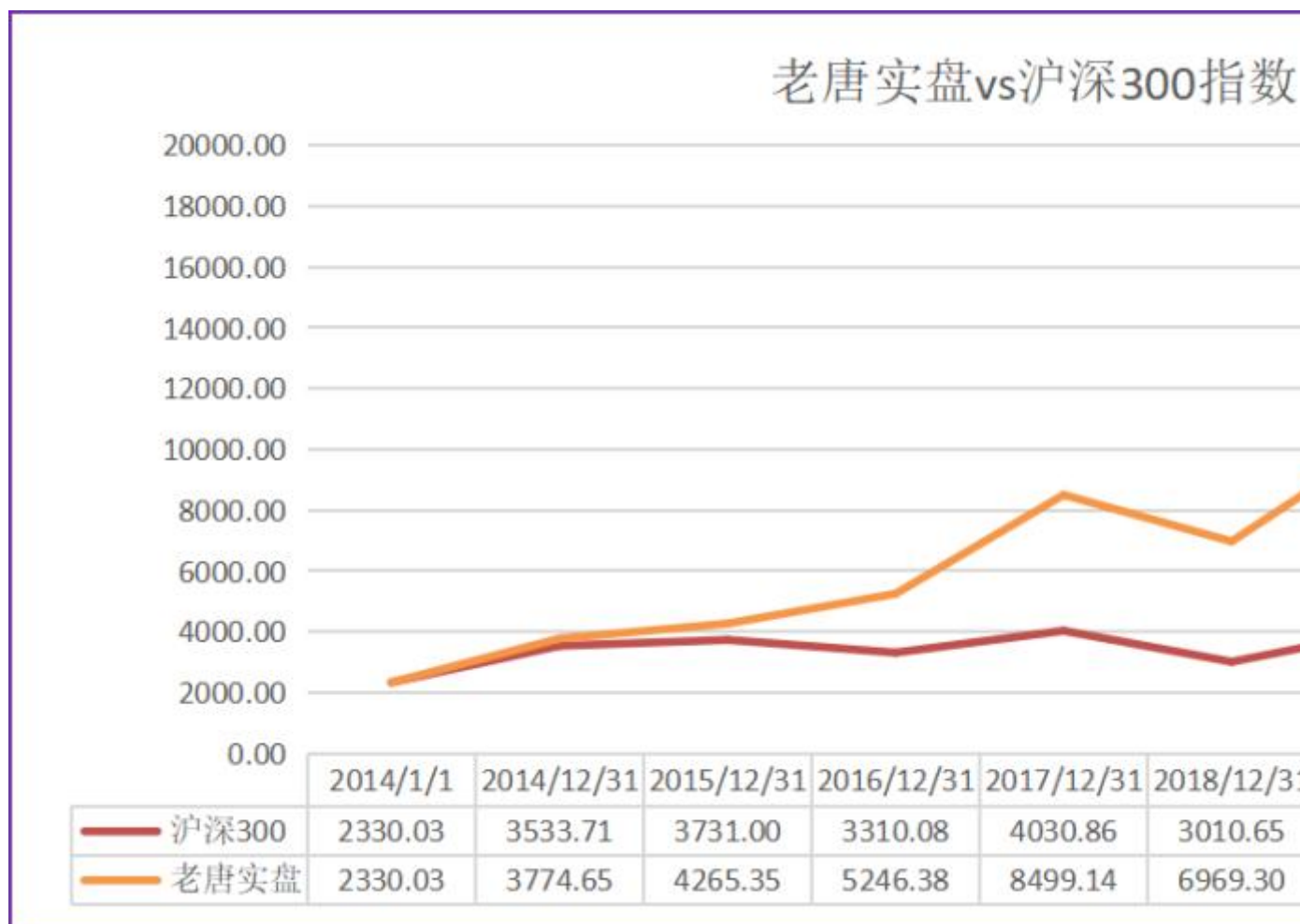
2022年第一周，老唐实盘净值下跌约2%。2022年内收益为-2%（四舍五入）。

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	-4%	7.25	8	28%	-5.20%	2.13	9.91%
2022/1/8	-2%	7.10	8.02	28%	-2.39%	2.07	9.50%

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，年化收益数据略有低估。

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或基金，都有**腰斩**的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买卖决策。切记切记。

重要事项

本周重要事项：

第一、茅台业绩预告：符合老唐之前的预计数据；

第二、腾讯启动回购及其他事件点评：低估回购，利好；减持 SEA 股票及数字钱包事宜点评。

第三、印尼限制煤炭出口：印尼是中国最大的煤炭进口来源，限制令减少了我国的煤炭供应量。

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。

第一、茅台业绩预告。

2021 年 12 月 31 日晚间，茅台公司发布公告称：

2021 年度公司生产茅台酒基酒 5.65 万吨左右，系列酒基酒 2.82 万吨左右；

预计实现营业总收入 1,090 亿元左右（其中茅台酒营业收入 932 亿元左右，系列酒营业收入 126 亿元左右），同比增长 11.2%左右；

预计实现归属于上市公司股东的净利润 520 亿元左右，同比增长 11.3%左右。

这条公告里有这么几个要点：

要点 1： 茅台基酒产量 5.65 万吨，高于公司年初计划的 5.53 万吨，这属于股东眼里的真正利好。

多出来 1200 吨基酒，那就是未来至少 22 亿的营业收入，以及至少 10 亿净利润。这是靠工人们一铁锹一铁锹给股东榨出来的 10 亿，白捡的。

这个可能达到或略超 5.6 万吨的信息，去年 11 月公司的新闻报道已经暴露过，就看我们会不会阅读和发现 😊

×

唐书房 > 2021/11/13

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。

这个 5.65 万吨基酒产量，基本就是在新的扩产项目出台前，茅台基酒的天花板。

它也意味着在 2025 年，茅台的可售商品酒数量大致在 4.5~4.8 万吨之间，相比 2020 年 3.43 万吨销量（估计 2021 年大致也就约 3.5 万吨），有大约 30%~40%的增幅。

在不提价的情况下，仅从量的角度，能给公司带来约 36~45%的归母净利增长。

要点 2： 系列酒产量 2.82 万吨，低于公司年初计划的 2.9 万吨。

系列酒的产能项目，进展一直不太顺利。估计既和疫情有关，也和习水县政府的配合度有关。

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。

目前的最新消息，是2021年10月底竣工了20栋酿酒车间。

由于系列酒3万吨扩产项目整体是84栋酿酒车间，按比例来说2021年投产的产能可以估算为 $20/84 \times 3 = 0.7$ 万吨。

其余2.3万吨在2022年重阳节前后投产，在2023年产出基酒。

据此，我们也可以推测出2022年系列酒的基酒产量，大致可能就是 $2.9 + 0.7 = 3.6$ 万吨左右。

2023年全部产能产出后，估计能达到5.8~6万吨的规模。

茅台酱香系列酒的发展势头不错，这份公告里披露的2021年营收数据是126亿元左右，同比增长26%。

2021年系列酒的增量非常少，同比增长主要来自整体出厂价的提升。

2022年1月5日，在酱香系列酒全国经销商联谊会上，公司首次详细披露了茅台酱香酒营销公司（下称酱香酒公司）的销量和利润数据：

2021年酱香酒公司完成销量30000吨，同比增长3%；实现营收118亿元，同比增长22%；预计实现利润总额51.85亿元，同比增长60%。

注意，这里有个很多研究人士和新闻媒体容易弄混的数据。

许多研究机构将茅台系列酒的2021年营收数据记录为118亿，这是错误的。

这个118亿指的是酱香酒公司实现的营收，而茅台财报里的酱香系列酒销售口径，包括酱香酒公司和赖茅酒业两家公司的营收和利润。

实际上，配合公司2021年12月31日公告的酱香系列酒营收126亿元的数据，也就相当于告知了赖茅的营收约 $126 - 118 = 8$ 亿元。

2021 年酱香酒公司实现利润总额 51.85 亿，同比增长 60%，可以得知税后净利润约 $51.85 \times 75\% = 38.9$ 亿元，净利率约 33%。

同样在经销商联谊会上，公司还披露在十四五末（也就是 2025 年），酱香系列酒要努力实现营业收入 240 亿元。

如果这个营收计划顺利实现，按照目前的净利率估算，也能够实现净利润约 80 亿元。

注意：洋河、泸州老窖、汾酒三巨头，2020 年白酒业务净利润都不到 80 亿元，后两者 2021 年的营收也不到 240 亿元，所以酱香酒公司这个目标可真是不低。

经销商大会还披露了其他几个细节数据：

2021 年茅台王子酒销售收入 54 亿元，汉酱销售收入 17 亿元，贵州大曲销售收入 14 亿元，再加上赖茅约 8 亿元，这样，系列酒的几大主力品种的营收数据我们都有了。

经销商联谊会上，丁董的讲话稿里还首次透露了这样两条新信息：

一是茅台 1935 未来归入酱香系列酒队伍，要成为千元级产品的台柱子，这是 2022 年系列酒的主要增长点；

二是首次透露了“从原料投产到成品出厂的时间，茅台酒至少需要 5 年，茅台酱香系列酒则需要 3 年左右”。

这句话回答了我一直没有确定的一个数据，王子酒之外的基酒存储多久？从丁董这次发言里，我们知道了酱香系列酒的其他产品，基酒也是存储两年左右的。

× 唐书房 > 2016/10/17

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

注：酱香酒的生产流程是“端午踩曲、重阳投料，第二年产出基酒”，所以茅台的“从原料投产到成品出厂，至少需要 5 年”就意味着基酒存放 4 年以上，而系列酒的“需要 3 年左右”，就意味着基酒生产出来后存放 2 年左右。

而这，也就意味着 2024 年系列酒才可以开始放量——2021 年 10 月底的 20 栋酿酒车间，使 2022 年系列酒基酒产生约 7000 吨增量，可以在 2024 年实现销售。

同样，酱香系列酒到 2025 年会有量的飞越——2022 年重阳投产，2023 年产出的约 5.6~6 万吨系列酒基酒，到 2025 年可以装瓶销售了。这就是 2025 年 240 亿营收目标的底气来源。

而 2022 和 2023 两年，量上面还没有什么盼头，主要还是依靠结构调整和出厂均价的提升带来增长。

要点 3：茅台 2021 年全年业绩情况。

因为老唐早在 2020 年 10 月，就预测过 2021 年全年茅台大约能实现 540 亿±10 亿的净利润（归属上市公司股东所有净利润口径，下同）。

以2020年460亿估算净利润为基
础，2021年净利润应该可以推算
为540±10亿范围内。

即使三年后估值保持1.9万亿±10%
不变，那么一年内卖点也需要调整
为2.7万亿，对应股价约2150元。

——捉只小虫：10月17日实盘周记原
文里误将540±10写成540±10%了。

这次公司披露，预计2021年实现净利润520亿左右。有朋友就问是不是低于预期？甚至有不少券商研究报告已经按照520亿调低数据了。

这其实是个误解。我估计公司2021年年报的净利润，依然是会落在540±10亿范围内。原因是层窗户纸，一捅就破。

2020年1月4日，我预计2020年公司净利润会是460亿。2020年12月31日公司预告全年营收977亿左右，净利润455亿左右，但是预告后我依然坚持认为全年会在460亿以上。

因为根据我的判断，这个455亿口径，没有包含财务公司带来的收益，只是白酒主业的净利润。

果然，年报出来后，营收980亿，其中白酒营收949亿，财务公司营收约31亿（主要是吸收股份公司及茅台集团下属其他公司存款，再转手存款带来的利息差）。

最终净利润数据是466.97亿，比455亿的预告高出近12亿。

今年也是如此惯例。公告预计1090亿左右，其中茅台酒营收932亿左右，系列酒营收126亿左右，那就意味着大约还有1090-932-126=32亿左右的财务公司营收。

将这个数据估算进去后，2021年年报净利润，预计仍然会落在540±10亿范围内——当然，这只是计算上的较真或偏执😏，这点差异对投资决策的影响几乎可以忽略。

要点4：关于调价。

对于茅台酒出厂价的上调，我在2021年4月首次给出我的判断：2022年有极大可能上调出厂价，区别不过是年初上调还是年中上调。

×

唐书房 > 2021/04/11**

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。

年初上调的话，全年可以看750亿净利润。年中上调，也能做到700亿净利润。八月，我重复了这个判断。

×

唐书房 > 2021/08/18***

2022年上调出厂价概率极大。

若2022年初调整，则全年净利润有望750亿。2022年年中调整（中秋节之前）全年净利润有望700亿。

本周，没有上调价格的新消息，年初上调的预期落空。

但最新信息说，茅台目前只收2022年1月的货款，没有像以前一样要求经销商一次支付一个季度的货款。或许这意味着2月份的出厂价还有变数，这信息应该在这个月内就能确定。

截止目前，我个人依然认为2022年有近于确定的概率会提价，区别只是年初还是年中。

×

唐书房 > 2021/04/01***

认为2022年茅台酒上调出厂价几乎是板上钉钉的事情。

而去年七月底，我本就是按照2022年年中提价的700亿净利润，设置的一年内卖点3.5万亿。

所以，虽然目前调价预期暂时没有实现，但估值及卖点等数据还不需要调整。

第二、腾讯启动回购及其他。

本周和腾讯有关的大事儿有三件：

一是在纽交所减持SEA冬海集团股票；

二是启动每天2亿的回购；

三是央行推出数字钱包 APP，确认微信支付支持数字货币。

我们一件件说。

1) 减持 SEA 冬海集团股票。

减持数量约 1450 万股，占总股本比例约 2.6%，套现约 200 亿元人民币。

减持后腾讯继续持有约 1.04 亿股，占 SEA 公司股本比例约 18.7%。同时由于禁售期规定，未来 6 个月腾讯不会继续减持 SEA 股票。

SEA 是一家新加坡公司，素有“东南亚小腾讯”的称号。实际控制人和创始人是 1978 年出生于天津的李小冬。

公司创立于 2009 年，于 2017 年登录纽交所。仅上市至今股价涨幅也超过 10 倍，目前市值超千亿美元（去年 10 月市值高点超过 2000 亿美元）。

腾讯早在 12 年前就投资了冬海集团，虽然不好计算准确投资回报，但收益相当丰厚是确定的。

目前减持 2.6%套现近 200 亿元后，依然还持有超过 1200 亿人民币市值的冬海集团股份。

腾讯在出售股权时，同时将剩余持股中原每股具有 3 票表决权的 B 股，转换成每股只有 1 票表决权的 A 股，并同意冬海集团提高 B 股表决权，从而使李小冬本人对公司的表决权占比达到 60%，实现绝对控制。

——注：原来 B 股只有腾讯和李小冬拥有，这次转换后李小冬成为 B 类股份唯一持有人。

市场上对腾讯派发京东股票后，又减持 SEA 股票并放弃表决权的动机揣测比较多，大部分猜测是因为监管要求、避免控制嫌疑、出海受挫、收缩投资规模等理由。

由于公司没有披露，我也没有可信的证据去相信或否认上述揣测，我只能谈谈自己的看法。我的看法比较简单：

①分派京东之后，接着又减持 SEA，体现的是公司投资战略的一贯性：当投资对象进入成熟期，具备独立从市场融资的能力后，腾讯会考虑变现。

②腾讯的投资定位始终是财务投资，目标是利用自身资源帮助投资对象成长，而不是寻求控制投资对象。

所以，无论是京东还是 SEA，腾讯都是认可创始人团队的绝对控制权，并无干预企业日常经营的需求。

③正因为是财务投资，赚了很多倍以后变现是常态。

腾讯的投资从 2014 年开始发力，到现在进入第八个年头，很多项目逐步进入变现期，这种减持带来的利润将陆续体现在腾讯的利润表上。

④监管要求或避嫌之说，我认为是无稽之谈。

京东之后减持 SEA，我认为恰恰是向市场表明这不是中国监管部门的要求，中国监管部门管不到纽交所上市的新加坡企业头上去。

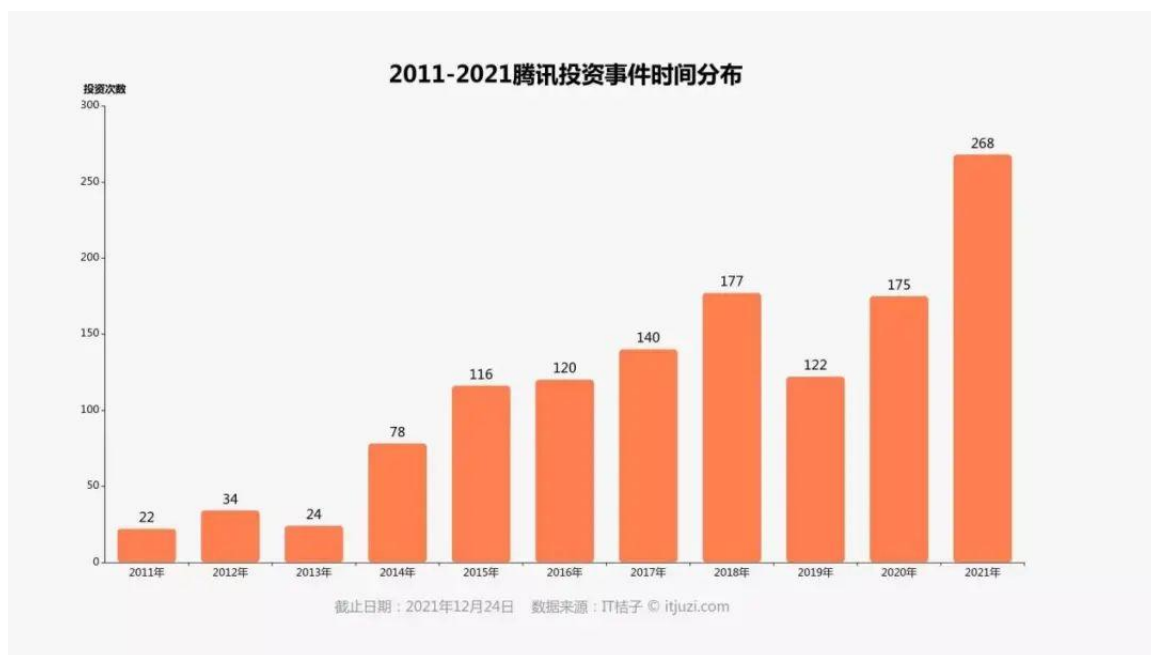
甚至京东之后选择减持 SEA 而不是美团或拼多多，或许反而佐证了京东的派发也不是监管要求，而是腾讯从投资回报角度考虑的主动行为。

至于说是鉴于中美之间的各种摩擦，为了给 SEA 去掉中国色彩云云，我认为更加不可信。

因为减持后腾讯依然是 SEA 的最大股东，且 SEA 的控股股东也是一位天津出生的华人。仅凭腾讯减持 2.6%就想达到去中国色彩的效果，犹如痴人说梦。

⑤收缩投资的说法，会直接被数据驳倒。

据知名投融资数据平台 IT 桔子的统计表明，2021 年腾讯投资项目的绝对值和同比增速都是创下历史记录。



2020 年腾讯以 43% 的增长率投出 175 个项目，而 2021 年增长率达到 53%，投资项目高达 268 个。

不仅创下自身年度投资项目记录，同时也成为整个一级市场最活跃的投资。这 268 个投资项目中，48 个是海外投资，占比已经达到约 18%。

就这一条数据，就足以粉碎那些揣测“腾讯收缩投资战线”的说辞。

就算非要说“收缩”，那也只能是收割成熟项目，变现资金去投入更多初创及高速成长期的企业。这本来就是优秀投资者应该做的事情。

作为股东，我非常乐于看到我们的“腾克希尔·哈撒鹅”，持续地收割这些成熟的、已经实现高回报的投资项目。变现的资金，要么投入新的项目，要么实施回购。

2) 本周启动回购。

本周三、周四和周五，腾讯启动了每天 2 个亿的回购。

周三买入 47 万股，均价 432.85 港币；周四买入 47 万股，均价 431.2 港币；周五买入 46 万股，均价 443 港币。合计回购 140 万股，投入资金约 6.1 亿港元。

对于这件事，我简单粗暴地表达两个观点：

①小马哥和我看到的一样：当下股价低估，450 港币以下构成理想买点。

在/且只在/低估区间实施回购，是管理层优秀的表现。我非常希望短期内腾讯股价继续低迷，等小马哥日复一日地将减持 SEA 换来的 200 亿花掉😂

如果能一直低迷到 3 月底京东股票到手，嘿嘿，那就很爽了——当然，市场先生不会理睬我的希望，他总是有他疯疯癫癫的节奏。

②腾讯的回购股份是必须注销的，这个不用有其他任何想法。这是香港联交所的规定。

所以此时回购，相当于公司每天分 2 亿港元，只不过这 2 亿是以加仓的形式进了我们的股票账户——每天分两亿港元，爽。每天按照 450 以下价格加仓，爽上加爽🤪

不要看着你账户里的股票数量没有增加，就觉着没收到钱呢！其实你的股数不变、总股本缩小，和总股本不变但你的股数增加，是同一码事。

3) 数字货币与微信支付。

除此之外，还有一件小事落地，那就是数字人民币确定支持微信支付。

本周数字人民币 APP 正式亮相，新用户可以选择开通中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行、招商银行、网商银行（支付宝）和微众银行（微信支付）的数字钱包。

这也就是我 2020 年 4 月 22 日谈过的这个看法：数字货币替代的是现金钞票，微信支付和银行 APP 是存储现金和数字货币的渠道。

数字货币和微信支付之间不是竞争关系，微信的竞争对手是银行及类似支付宝这样的其他支付机构。

就好比你不会因为有纸币存在，就取很多纸币揣在兜里或压在床垫下，你会选择将纸币存进银行或者微信、支付宝，让他们替你保管，按照你的指令收付款，同时你还能获得利息回报。

数字货币也是如此，你不会因为有数字货币，就将数字货币存在央行的数字钱包里（放在央行的数字钱包里=纸钞情景下的装兜里或压在床垫下）。

你会将你拥有的数字货币转入银行或微信、支付宝里，让他们替你保管，按照你的指令收付款，同时你还能获得利息回报。

纸币、央行数字钱包，输给银行和微信、支付宝的，是纸币和央行数字钱包都不产生利息，同时纸币和央行的官老爷没有兴趣考虑你的感受。

银行解决了利息问题，可以与微信、支付宝一战。但微信支付之所以有现在的市场份额，恰恰因为他们更在乎用户，更愿意站在用户的立场考虑问题。

未来，这一切没有因为数字人民币替代纸币，就发生本质的变化。



唐朝

20/4/22

这部分了解还不多。但我的理解，央行的数字化，和微信支付不是一码事。央行的数字化，相当是银行体系里用电子代码代替人民币记账，主要解决的是货币流向可追踪的问题（例如央行定向降准，要求银行这笔钱必须支持小微企业，或者农业，那么这笔钱如果是**数字货币**，将可以一直追踪到最终消费上去），并不涉及到终端支付的问题。



唐朝

20/4/22

它不是为了解决商业支付的便利性问题



唐朝

20/4/22

简单的说，微信支付或支付宝支付的竞争对手是银行支付，微信、支付宝、银行共同使用央行的人民币或者数字货币。人民币和数字货币的根本区别在于后者可追踪，可回溯，利于央行更好的制定货币政策，实施周期调控。——大致就是这么个意思。

——见《[书房拾遗第2期](#)》

第三、印尼限制煤炭出口。

印尼能源与矿产资源部，在2021年12月31日和2022年1月1日连发两条通知，表明鉴于国内煤炭供应的紧张形势，决定在整个1月份，限制该国所有煤炭供应商的煤炭出口，全力支持印尼国内电厂发电。

印尼方面称，若不执行煤炭出口禁令，该国预计将有近20座大型发电厂停产。

中国每年的煤炭需求大约有3亿吨左右需要进口，由于某些原因，印尼现在是中国最大的煤炭进口国，大约占中国进口煤的2/3左右。



唐书房

2021/03/12

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。

这条限制令，无疑会增加国内煤炭供应缺口，可能造成煤价向上波动。

国家发改委 12 月 31 日发布特急通知，要求做好 2022 年 1 月份的煤炭生产供应工作。

通知要求（煤炭生产企业）要确保煤炭供应平稳，煤矿临时性停产要及时报告。煤炭生产企业要合理安排元旦假期生产，努力保持正常生产销售。要抓好常态化疫情防控工作，确保不因疫情影响煤炭生产供应。

1 月 6 日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会联合向全体会员单位发出倡议书称，煤炭企业要……落实好发电供热用煤全覆盖有关工作，增加电煤市场供应，优先保障发电供热和民生用煤需求，促进煤炭产业链、供应链健康发展。

作为陕煤的投资人，我们知道一点就足够了：煤炭现在是不愁销售，愁生产，能挖出来多少，就能卖掉多少，而且价格远远高于去年同期。

其他的交给董事长、总经理去操心好了，不能让他们光领我们的薪水不干活😓

本周运动

本周跑步 2 次，单次 10 公里；室内单车 3 次，单次约一集电视剧时间；陪我家领导湖边散步 3 次合计约 16 公里。



周六同口径除皮净重 85.3kg，环比下跌 0.6kg👻——175cm。

祝朋友们 2022 年的第一个周末

开心快乐 🌹😊

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

去年它赚了120亿美元。现在，如果你看一下《财富》500强名单，我猜你不会在美国找到超过五家公司盈利120亿美元或更多。所以它是一家大公司。

当时我们买的时候，总市值是350亿。所以我们以去年3倍的价格买入。它没有不寻常的杠杆。

它——在年度报告中，他们说了一些很少有公司会说的话，但我认为这实际上是相当重要的。他们说，他们将会派发他们盈利的45%作为股息。

所以，如果你能以3倍的PE购买它，然后分派45%的股息，你知道，这相当于你在你的投资上获得了15%的收益率（33%盈利收益率的45%）——现金收益率。

这是一份非常好的年度报告。中国政府拥有该公司90%的股份。我们拥有1.3%。如果我们和中国政府一起投票，那我们双方就相当于控制了整个生意。（众笑）

他们还没有意识到这一点，但我会继续指出来。（众笑）

但是，你知道，这是一项非常重要的业务，而且非常非常有吸引力——价格非常有吸引力。

不幸的是，政府股票和我们的股票具有相同的经济利益，但它们的分类不同，政府持有的90%被称为国有股，而公众持有的10%被称为非国有股。

在香港，当我们拥有一家公司10%的流通股份时，我们必须披露，所以不幸的是，这10%只适用于非国有股的10%，所以当我们将只拥有该公司1%的经济利益时，我们就必须披露我们的持股。

所以，我们本来会买更多的，但现在价格上涨了。我们很高兴持有它们的1.3%的股权，我们认为他们在经营业务方面做得很好。

他们有大量的天然气储备，现在正在开始开发。

但它是一个非常重要的企业。它雇用了近50万人。

有趣的是，几年前，在投资界，可能很少有人想到中石油，而且这是比世界上大多数石油公司——除了BP和埃克森美孚——大得多的企业。

查理，你有什么想法吗？

芒格：是的。如果这种事情一直发生就好了，但最近几年并不是这样。

巴菲特：我应该强调——我指的是中石油的年报，就像我说的，它很容易阅读。可以理解。他们宣布了他们的股利政策。任何人都可以得到它。你也可以读一下。

我们在购买股票之前从未与管理层有过任何接触。我们从来没有参加过投资者介绍会之类的活动。

我的意思是，白纸黑字写在那里，写在任何人都能拿到的报告里。

我们只是坐在办公室里阅读这些东西，我们拿出了4亿美元，现在价值大约10亿-20亿美元。

唐朝：回看这些数据，我们现在肯定会觉得非常奇怪，为什么那么好的东西，当时就价格就那么低呢？仿佛一大堆现金堆在那儿，所有人都视而不见。

不用回看也知道，当时一定是利空不断、前景黯淡的市场气氛。这种场景，会周期性地在股市重演，过去今天未来都是这样。

你所有的学习，就是为了届时有胆子吹着口哨走过去，装满所有的麻袋，然后摸出 100 元叫一辆货拉拉帮你拖回去。

伯涵：投资是认知的变现。

千与千寻：思想一旦滑了坡，黄金奉上不敢摸。

pancho：老唐的幽默文字写小说估计也大卖。

懒羊羊：所有的学习，就是为了这个胆量。

Alone：“你所有的学习，就是为了届时有胆子吹着口哨走过去，装满所有的麻袋，然后摸出 100 元叫一辆货拉拉帮你拖回去”，这段与手持火把穿过炸药库那段一样，可以成为老唐的经典名言了。

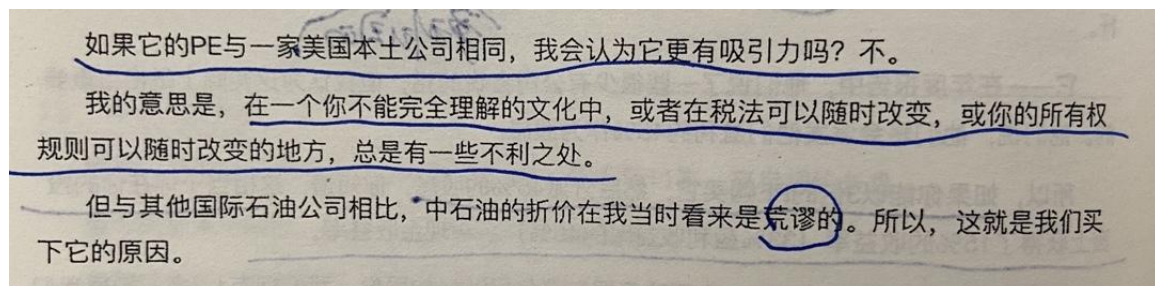
三文鱼：如果能量化，我每天看书后，有人直接给我 1000 元就好了。这样的驱动力会比较直观。

姚文学：这个，其实可以想象的，做做白日梦挺好。等一段时间回看，会发觉当时想少了，至少得想 1 万块一天。

三文鱼：如果能拿到 1 万元的话，肯定是财富与健康的双丰收。

蜗牛与黄鹌鸟：画面感一下子就出来了。

2021 年 10 月 19 日



唐朝：看图不说话，静默意会。

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。

杨文理：（两三个月前自己写下来备忘的）前途啊宏观啊，我是这么想的。如果腾讯是家美国企业，主营业务是美国以及世界的社交和游戏并拥有类似在中国统治地位，可能腾讯早过了万亿美元。

之所以有现在 5000 亿买入的机会，恰恰是不确定，包括政策等等。如果投资人期待 5000 亿买入腾讯，腾讯还可以享受美国的商业环境，那就要问一句：凭什么？

我最近自省的一点就是，不能贪得无厌，不能既要又要。中国资产本来就有折价，我不能既吃公司发展，又要吃折价修复，吃两次好处吧？

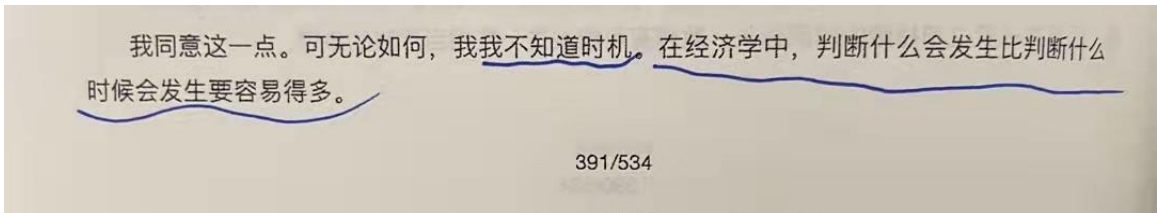
泓：总要有一个不确定性来换取合理的价格是吧？

南华山色：突然明白为啥港股是全球投资者的价值洼地了，原来是环境的不确定性导致的折价。

黑牛：在古巴受过的伤，在东方大国疗养…

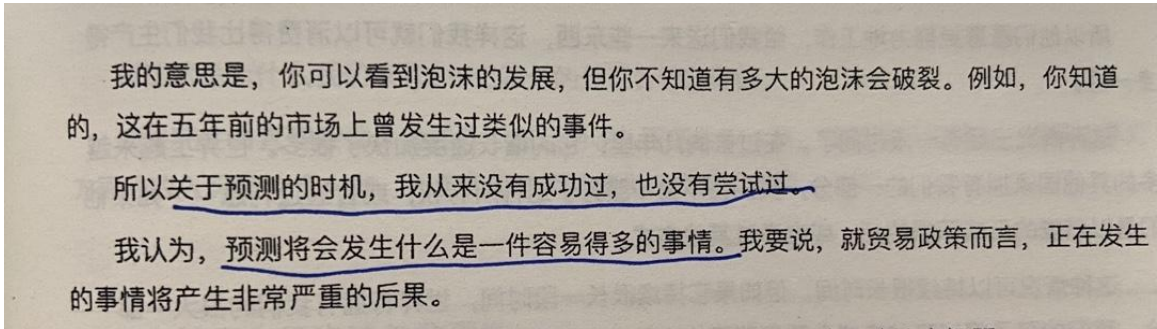
星光《BEYOND》：一朝被蛇咬，十年怕井绳，特别是和我们一样的。

2021 年 10 月 19 日



我同意这一点。可无论如何，我我不知道时机。在经济学中，判断什么会发生比判断什么时候会发生要容易得多。

391/534



我的意思是，你可以看到泡沫的发展，但你不知道有多大的泡沫会破裂。例如，你知道的，这在五年前的市场上曾发生过类似的事件。

所以关于预测的时机，我从来没有成功过，也没有尝试过。

我认为，预测将会发生什么是一件容易得多的事情。我要说，就贸易政策而言，正在发生的事情将产生非常严重的后果。

唐朝：预测会发生什么，不难。它需要的是知识，知识可以学习；预测什么时候发生，很难。它需要的是运气，运气无法掌控。

BRUCE：说的太好了。唐老师授课受益很多。

Viv：懂得这点可以免除很多不必要的妄念。

民为先：巴菲特不做空就是这个意思，他知道公司财务造假知道泡沫一定会破，但不知道时间要多久，可能等到自己爆仓了，泡沫都没破。

風也：我们都知道自己终有一天会死，但不知道什么时候。

K. J.：我运气一直很好，错误时时犯，跌跌撞撞没翻车，学习还差点，还好遇见唐老师。

2021 年 10 月 19 日

我们不会用这些资产的所有权来换取一大块黄色金属，这几乎没有什么真正的用处，除非是那些寻求逃离美元的人，而且在我们看来，他们真的没有考虑过逃离的后果——他们应该逃到哪里去。

查理？

芒格：是的。如果你有像伯克希尔哈撒韦（Berkshire Hathaway）那样的机会，那么平均下来，黄金是一种愚蠢的投资。

巴菲特：我的父亲（霍华德·G·巴菲特）是一位狂热的黄金爱好者。于是我们围坐在餐桌旁——我的两个妹妹也在这里。他们会作证的。

我们坐在一起听黄金的优点，那是在1940年，而当时的黄金价格是35美元一盎司。同时，我们会有一些存储和保险成本。

你知道，65年后的今天，在经历了世界大战、核弹、各种各样的东西后，黄金从35美元到400多美元，减去这些费用后计算复利率，收益并不会让我垂涎欲滴。

不赚也不到4%

唐朝：黄金是一种愚蠢的投资。

人文艺术白日梦：永远在比较。

顺其自然：黄金、古董、字画等，他们本身不产生任何价值！只能寄希望于接盘侠！

星光《BEYOND》：为什么会有盛世古董，乱世黄金的说法？

林世迎：因为盛世大家吃饱喝足了，有时间，有精力去追求奢侈品和精神上的享受，所以古董有故事性、有历史沉淀、有文化属性，又稀缺的东西就会有很多人追捧。乱世时政府的信用荡然无存，支撑法定货币的基石没了，黄金作为贵金属天然会代替货币的一部分功能。

2021年10月19日

芒格：好的，我将大胆地对AIG发表一条评论。（众笑）

我认为，无论发生什么，人们都会发现，AIG多年来做了很多非常正确的事情。在那个地方有很多非凡的成就。

巴菲特：哦，是的。非凡的成就。我的意思是，汉克·格林伯格是——他是保险业的头号人物。我是说，在他的一生中，他建立了一个非凡的公司。

当AIG被交给他的时候，它并没那么大。我可以说，在一定程度上，他成为了财产意外险业务中最重要的因素。

唐朝：一家保险公司巨头正副董事长死命夸的优秀保险同行企业，三年后股价几乎跌至零。如果不是美国政府出手营救，AIG在2008年就破产了。这件事本身，就足够说明保险业的复杂和难以预测了。

——更何况AIG董事长汉克·格林伯格还是巴神几十年的老朋友（巴神收购盖克保险的时候，汉克就是盖克保险的公司董事），应该说二老是在相当了解行业、企业和管理层的前提下，做出了错的离谱的表扬。

K.J：无数人觉得懂，只是觉得股票会涨，就像讨论房价到底该涨不该涨，一切反转只因自己买了还是没买。

Fei：看来保险行业确实难。

2021年10月19日

巴菲特：我们认为，总体而言，我们的企业在通胀方面会做得很好。但是通货膨胀会破坏价值，但是它破坏的非常不平等。

在通胀期间，最好的生意是保持其以实际美元计算的盈利能力，而无需进行相应的投资——实际上，就是为通胀带来的名义增长提供新的资金。

最糟糕的一种生意是，你必须不断地把越来越多的钱投入到糟糕的生意中。

实际上，在过去40年里，航空公司一直受到通货膨胀的影响，因为与30或40年前相比，现在他们不得不将大量资金投入一项糟糕的投资中，那就是一架飞机。哈哈

而他们必须留在游戏中。他们必须不断购买新飞机。现在新飞机的成本要高得多，而回报仍然不足。

所以最好的保护是一个不需要大量资本投资的非常好的业务。

唐朝：每次看到巴神巴拉巴拉说航空业是个烂行业，我都忍不住想笑。笑他为啥不断提醒别人“这里有一坨翔”，然后自己就伸脚踩上去，再给周围人展示说这真的是翔。接着只见巴神以迅雷不及掩耳之势伸出另一只脚，踩了上去，惊呼一声哇靠，还是翔。

9527：老唐的比喻太传神了，笑死个人。

刀刀：每个行业都有维持性的资本开支，老唐经常说的不需要资本投入来维持增长的意思，是再额外，不定期的资本开支？

唐朝：对，新增资本，公司利润前扣过的折旧和费用不足以覆盖的新增资本。

Eric：有点类似房地产，需要不断的买地。

荷畔居：笑得肚痛，必须亲自实践“我不入翔谁入翔”。不过认识老唐之前，亲自踩过南方航空那坨。

三文鱼：因为这坨翔就在巴神的能力圈外一点点。随着能力的扩大，价投者会在圈边不断尝试探索新区域，结果就踩到了。可恶的是，这个领域太难突破，过了几年，能力圈没变（自己以为扩大了），翔也在老地方。于是，戏剧性的踩了第二次，甚至第三次。

2021年10月19日

我们不擅长预测市场。我的意思是，总体而言，我们知道我们在70年代中期买到了大量的便宜货。我们知道市场在90年代末在某种程度上疯狂了。

但我们没有太多——我们没有花任何时间——查理和我没有花时间——思考或讨论股票市场将会怎样，因为我们不知道。

但我们确实知道，有时候，当我们购买一些股票或债券时，我们的钱会得到很好的价值。但我们不是根据任何关于股票的宏观预测来操作的。

总有一长串的原因——你给了几个——总有一长串的原因说明这个国家明天会有问题。但总有一些机会不会经常被提及。

所以，我们不会坐下来列出经济中正在发生的坏事和正在发生的好事，并以此预测股市

唐朝：老生常谈：我们不预测股市，也没有能力预测股市。我们只是在发现有明显的便宜可占时，薅一把羊毛。

風也：碰到了就正好薅一把，没碰到就等碰到了再薅。

Mr. lee：这句话是股市宝典。

9527：有道无术，术尚可求，有术无道，止于术。

YING：关键是要能发现有明显的便宜可以占。

2021年10月19日

我的意思是，如果你从事保险业务，你知道，即使你拥有公司，最大的一个很难评估的因素是损失和损失调整费用准备金。

这对任何特定时期的报告收益都有巨大的影响。时间越短，假设的微小变化所产生的影响就越大。

你知道，我们会有，我们会说450亿的损失准备金。但是，如果我必须拿我的生命去赌450亿是略高于还是略低于，我的意思是，它会是一个——我会想很长时间。

你可以很容易地得到455亿或445亿这样的数字。如果你关心的是报告给定时期的收益，这将是一个很容易玩的游戏。

你知道，对银行来说，主要是看贷款是否良好。我也是银行董事会的成员。你知道，我得到了一些惊喜。这很难说。

这是——金融公司——如果你分析像WD-40，你知道，或者See's Candy，或者我们的砖生意，或者其他，你知道，他们可能有好的或坏的前景，但你不可能在当前发生的事情上欺骗自己。但对于金融机构来说，情况要困难得多。

然后你再加上衍生品，那可能没有人知道，世界上一些最大的银行的确切状况。

然后你再加上衍生品，那可能没有人知道，世界上一些最大的银行的确切状况。

但这又让你回到了机构的尽职调查问题上。房地美和房利美的董事会都有非常高级别、非常聪明——在财务上非常聪明——的人。然而，你知道，（欺诈的数字）一个是50亿，一个显然是90亿。

那些都是大数字。我不认为那些人疏忽了。只是，很难准确地知道金融机构发生了什么。

查理和我是所罗门兄弟公司的董事。查理是审计委员会的成员。（对查理说）我忘了你发现的一些东西的金额大小。但是，你知道，仍有很多东西没有被发现——这并不意味着下面的人是骗子。

这只是意味着，处理成千上万复杂的交易非常困难，特别是涉及到多个变量的计算时，在任何给定时刻都很难知道事情的进展情况。

当然，当两边的数字都变得巨大时，你在这些巨大的数字中得到微小的变化，它们对季度或年度数字产生了令人难以置信的影响，因为这一切调整都集中在很短时间内。

所以我只是认为你必须接受这样一个事实，保险、银行、金融公司——我们已经看到了各种各样的金融公司——既有欺诈，也有随着时间的推移犯下的大错——这些年来一个接一个地发生。

这是一个更危险的分析领域。这并不意味着你不能在里面赚钱。我们已经赚了很多钱了。但这很难。

查理？

芒格：是的。沃伦显然是正确的，复杂性的本质提供了更好的机会让你犯错误而不被注意，或者去欺诈而不被发现，因此，在金融行业，你将会得到更多的欺诈和错误，特别是与那些从河里铲出沙子然后一车车卖出去的生意相比。

正如销售天然气的企业会比销售沙子的企业发生更多的爆炸一样，像这些主要金融机构这样的企业，从本质上来说，会有更多的问题。

这将永远是正确的。当金融机构归政府所有时，情况也是如此。

事实上，世界上一些最糟糕的财务报告是由政府和政府做的——比如中国的政府银行等机构。

唐朝：全球最大保险集团正副董事长，多家银行董事会成员，详细分享金融公司分析的难度。都是老唐反复说过多次的话题了，不难懂，只是收录存档之用。

星光《BEYOND》：有一部华尔街的美国电影里面的台词，有这个味道，连金融机构的老板都不知道这个账上到底有多少真实利率。

人生何必太计较：他剁、她剁、哪个剁、这个剁，我都留下……我不在买入，分红拿来买水果吃，愉快的决定，不费脑了……

風也：最后那句可能是一个关键。

峰谷悠然：巴菲特要的只是浮存金，结果不得不连带着保险业务一块收。就像老福特说的：我要雇佣的只是一双手，结果你却来了一个人。

YING：复杂的本质提供了更多的欺诈和错误。

2021 年 10 月 19 日

开。

然后它的表现就追上来了，可能是某种反弹。如果你看看现在的黄金，以及衍生品和房地产泡沫和许多其他东西，也许在当前条件下看，黄金不会是一个如此糟糕的投资。

所以，我的问题是，你是否认为作为金融界的一面旗帜，你是否有某种义务或责任，在某种程度上，关注一下作为金融体系基准或基石的古典黄金？

在你写给股东的年度信中，谈谈这个问题可能会很好，在一个充满泡沫的环境下，人们如何保护自己，免受购买力下降或我们今天的金融统治所导致的问题的影响。谢谢。

巴菲特：是的。我想说的是，黄金作为一种价值储存手段，在我的清单上会排得很靠后。我的意思是，我更愿意在内布拉斯加州拥有一百英亩的土地，或者一栋公寓，或者一只指数基金。

我们可以说，黄金在30多年前就被解放出来了。尽管它的定价是市场化的，但如果你回到1900年，你知道，当时的黄金价格是20美元。从20到400花了100年的时间。

道琼斯指数在同一时期从60点涨到1万2千或1万3千点——可能是1万2千点——在你拥有它的同时，它还给你支付红利。

我想，从本世纪初算起，道琼斯指数的回报是66倍。我忘了终点在哪里，但应该是11000-12000点。就像我说的，在这段时间里，它每个季度都会支付你一些东西。

如果你拥有黄金，你在1900年左右支付了20美元。然后我们会说一百年后你有400美元。与此同时，你对其支付了保险，也许还支付了一些存储费用。

它真的不是价值储存手段。我不是在为纸币争辩，但如果你担心纸币——

我认为，你知道，在很长一段时间内担心纸币是很有意义的——但你知道，它只是在这种情况下我最不想拥有的东西。

433/534

唐朝：再次重申黄金不是好的投资，也不是好的保值手段。

人生如逆旅，我亦是行人：好像是《手册》里有详细论述，当时这段我看的特别仔细，理由牢记在心。后来凡是身边有这种想法的人，都被我劝退。

戳锅漏 BearG：听巴神和唐师教诲，多买生产性资产。最好是没得货币的时候，也能不断产出产品和服务，可以与人以物易物。拿着贵重的黄金，可能也很难和别人换吃的。

2021年10月19日

第1076篇。 2022.01.10 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（13）文字版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.10

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)

原文：巴菲特：去年它赚了 120 亿美元。现在，如果你看一下《财富》500 强名单，我猜你不会在美国找到超过五家公司盈利 120 亿美元或更多的企业，所以它是一家大公司。

当时我们买入的时候，总市值是 350 亿。所以我们以去年净利润 3 倍的价格买入。它没有不寻常的杠杆。

它——在年度报告中，他们说了一些其他公司不会说的话，但我认为这实际上是相当重要的。他们说，他们将会派发他们盈利的 45%作为股息。

所以，如果你能以 3 倍的 PE 购买它，然后分派 45%的股息，你知道，这相当于你在你的投资上获得了 15%的收益率（33%盈利收益率的 45%）——现金收益率。

这是一份非常好的年度报告。中国政府拥有该公司 90%的股份。我们拥有 1.3%。如果我们和中国政府一起投票，那我们双方就相当于控制了整个生意。（众笑）

他们还没有意识到这一点，但我会继续指出来。（众笑）

但是，你知道，这是一项非常重要的业务，而且非常非常有吸引力——价格非常有吸引力。

不幸的是，政府股票和我们的股票具有相同的经济利益，但它们的分类不同，政府持有的 90%被称为国有股，而公众持有的 10%被称非国有股。

在香港，当我们拥有一家公司 10%的流通股份时，我们必须披露，但不幸的是，这 10%只适用于非国有股的 10%，所以当我们只拥有该公司 1%的经济利益时，我们就必须披露我们的持股。

所以，我们本来会买更多的，但现在价格上涨了。我们很高兴持有它们的 1.3%的股权，我们认为他们在经营业务方面做得很好。

他们有大量的天然气储备，现在正在开始开发。

而且它是一个非常重要的企业，它雇佣了近 50 万人。

有趣的是，几年前，在投资界，可能很少有人想到中石油，这是一个比世界上大多数石油公司——除了 BP 和埃克森美孚——大得多的企业。

查理，你有什么想法吗？

芒格：是的。如果这种事情一直发生就好了，但最近几年并不是这样。

巴菲特：我应该强调——我指的是中石油的年报，就像我说的，它很容易阅读，可以理解。他们宣布了他们的股利政策。任何人都可以得到它。你也可以读一下。

我们在购买股票之前从未与管理层有过任何接触。我们从来没有参加过投资者介绍会之类的活动。

我的意思是，白纸黑字写在那里，写在任何人都能拿到的报告里。

我们只是坐在办公室里阅读这些东西，我们拿出了 4 亿美元，现在价值大约 10 亿-20 亿美元。

唐朝：回看这些数据，我们现在肯定会觉得非常奇怪，为什么那么好的东西，当时就价格就那么低呢？仿佛一大堆现金堆在那儿，所有人都视而不见。

不用回看也知道，当时一定是利空不断、前景黯淡的市场气氛。这种场景，会周期性地在股市重演，过去今天未来都是这样。

你所有的学习，就是为了届时有胆子吹着口哨走过去，装满所有的麻袋，然后摸出 100 元叫一辆货拉

拉帮你拖回去。

伯涵：投资是认知的变现。

千与千寻：思想一旦滑了坡，黄金奉上不敢摸。

pancho：老唐的幽默文字写小说估计也大卖。

懒羊羊：所有的学习，就是为了这个胆量。

Alone：“你所有的学习，就是为了届时有胆子吹着口哨走过去，装满所有的麻袋，然后摸出 100 元叫一辆货拉拉帮你拖回去”，这段与手持火把穿过炸药库那段一样，可以成为老唐的经典名言了。

三文鱼：如果能量化，我每天看书后，有人直接给我 1000 元就好了。这样的驱动力会比较直观。

姚文学：这个，其实可以想象的，做做白日梦挺好。等一段时间回看，会发觉当时想少了，至少得想 1 万块一天。

三文鱼：如果能拿到 1 万元的话，肯定是财富与健康的双丰收。

蜗牛与黄鹌鸟：画面感一下子就出来了。

2021 年 10 月 19 日

原文：巴菲特：如果它的 PE 与一家美国本土公司相同，我会认为它更有吸引力吗？不。

我的意思是，在一个你不能完全理解的文化中，或者在税法可以随时改变，或你的所有权规则可以随时改变的地方，总是有一些不利之处。

但与其他国际石油公司相比，中石油的折价在我当时看来是荒谬的。所以，这就是我们买下它的原因。

唐朝：看图不说话，静默意会。

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。

杨文理：（两三个月前自己写下来备忘的）前途啊宏观啊，我是这么想的。如果腾讯是家美国企业，主营业务是美国以及世界的社交和游戏并拥有类似在中国统治地位，可能腾讯早过了万亿美元。

之所以有现在 5000 亿买入的机会，恰恰是不确定，包括政策等等。如果投资人期待 5000 亿买入腾讯，腾讯还可以享受美国的商业环境，那就要问一句：凭什么？

我最近自省的一点就是，不能贪得无厌，不能既要又要。中国资产有折价，我不能既吃公司发展，又要吃折价修复，吃两次好处吧？

泓：总要有一个不确定性来换取合理的价格是吧？

南华山色：突然明白为啥港股是全球投资者的价值洼地了，原来是环境的不确定性导致的折价。

黑牛：在古巴受过的伤，在东方大国疗养…

星光《BEYOND》：一朝被蛇咬，十年怕井绳，特别是和我们一样的体制的。

2021 年 10 月 19 日

原文：巴菲特：我同意这一点。可无论如何，我不知道时机。在经济学中，判断什么会发生比判断什么时候会发生要容易得多。

我的意思是，你可以看到泡沫的发展，但你不知道有多大的泡沫会破裂。例如，你知道的，这在五年前的市场上曾发生过类似的事件。

所以关于预测的时机，我从来没有成功过，也没有尝试过。

我认为，预测将会发生什么是一件容易得多的事情。我要说，就贸易政策而言，正在发生的事情将产生非常严重的后果。

唐朝：预测会发生什么，不难。它需要的是知识，知识可以学习；预测什么时候发生，很难。它需要的是运气，运气无法掌控。

BRUCE：说的太好了。唐老师授课受益很多。

ViV：懂得这点可以免除很多不必要的妄念。

民为先：巴菲特不做空就是这个意思，他知道公司财务造假知道泡沫一定会破，但不知道时间要多久，可能等到自己爆仓了，泡沫都没破。

風也：我们知道自己终有一天会死，但不知道什么时候。

K. J.：我运气一直很好，错误时时犯，跌跌撞撞没翻车，学习还差点，还好遇见唐老师。

2021 年 10 月 19 日

原文：巴菲特：我们不会用这些资产的所有权来换取一大块黄色金属，这几乎没有什么真正的用处，除非是那些寻求逃离美元的人，而且在我们看来，他们真的没有考虑过逃离的后果——他们应该逃到哪里去。

查理？

芒格：是的。如果你有像伯克希尔哈撒韦（Berkshire Hathaway）那样的投资机会，那么拉长时间看，黄金是一种愚蠢的投资方式。

巴菲特：我的父亲（霍华德·G·巴菲特）是一位狂热的黄金爱好者。于是我围坐在餐桌旁——我的姐姐和妹妹也在这里。她们会作证的。

我们坐在一起听黄金的优点，那是在 1940 年，而当时的黄金价格是 35 美元一盎司。同时，我们会有一些存储和保险成本。

你知道，65 年后的今天。在经历了世界大战、核弹、各种各样的东西后，黄金从 35 美元到 400 多美元（老唐注：不扣费，也不到 4%），减去这些费用后计算复利率，收益并不会让我垂涎欲滴。

唐朝：黄金是一种愚蠢的投资。

人文艺术白日梦：永远在比较。

顺其自然：黄金、古董、字画等，他们本身不产生任何价值！只能寄希望于接盘侠！

星光《BEYOND》：为什么会有盛世古董，乱世黄金的说法？

林世迎：因为盛世大家吃饱喝足了，有时间，有精力去追求奢侈品和精神上的享受，所以古董有故事性、有历史沉淀、有文化属性，又稀缺的东西就会有很多人追捧。乱世时政府的信用荡然无存，支撑法定货币的基石没了，黄金作为贵金属天然会代替货币的一部分功能。

2021 年 10 月 19 日

原文：芒格：好的，我将大胆地对 AIG 发表一条评论。（众笑）

我认为，无论发生什么，人们都会发现，AIG 多年来做了很多非常正确的事情。在那个地方有很多非凡的成就。

巴菲特：哦，是的。非凡的成就。我的意思是，汉克·格林伯格——他是保险业的头号人物。我是说，在他的一生中，他建立了一个非凡的公司。

当 AIG 被交给他的时候，它并没那么大。我可以说，在一定程度上，他成为了财产意外险业务中最重要的因素。

唐朝：一家保险公司巨头正副董事长死命夸的优秀保险同行企业，三年后股价几乎跌至零。如果不是美国政府出手营救，AIG 在 2008 年就破产了。这件事本身，就足够说明保险业的复杂和难以预测了。

——更何况 AIG 董事长汉克·格林伯格还是巴神几十年的老朋友（巴神收购盖克保险的时候，汉克就是盖克保险的公司董事），应该说二老是在相当了解行业、企业和管理层的前提下，做出了错的离谱的表扬。

K. J.：无数人觉得懂，只是觉得股票会涨，就像讨论房价到底该涨不该涨，一切反转只因自己买了还是没买。

Fei：看来保险行业确实难。

2021 年 10 月 19 日

股东：巴菲特：我们认为，总体而言，我们的企业在抵抗通胀方面会做得很好。通常通货膨胀会破坏价值，而且它破坏的非常不平等。

在通胀期间，最好的生意是保持其以实际美元计算的盈利能力，而无须进行相应的投资——实际上，就是不用为通胀带来的名义增长提供新的资金。

最糟糕的一种生意是，你必须不断地把越来越多的钱投入到糟糕的生意中。

实际上，在过去 40 年里，航空公司一直受到通货膨胀的影响，因为与 30 或 40 年前相比，现在他们不得不将大量资金投入一项糟糕的投资中，那就是一架飞机。

而且他们必须留在游戏中。他们必须不断购买新飞机。现在新飞机的成本要高得多，但回报仍然不足。

所以抵抗通胀（保护现金购买力）最好的办法是投资一项非常好的业务，一个不需要大量资本再投入的业务。

唐朝：每次看到巴神巴拉巴拉说航空业是个烂行业，我都忍不住想笑。笑他为啥不断提醒别人“这里有一坨翔”，然后自己就伸脚踩上去，再给周围人展示说这真的是翔。接着只见巴神以迅雷不及掩耳之势伸出另一只脚，踩了上去，惊呼一声哇靠，还是翔。

9527：老唐的比喻太传神了，笑死个人。

刀刀：每个行业都有维持性的资本开支，老唐经常说的不需要资本投入来维持增长的意思，是再额外，不定期的资本开支？

唐朝：对，新增资本，公司利润前扣过的折旧和费用不足以覆盖的新增资本。

Eric: 有点类似房地产，需要不断的买地。

荷畔居: 笑得肚痛，必须亲自实践“我不入翔谁入翔”。不过认识老唐之前，亲自踩过南方航空那坨。

三文鱼: 因为这坨翔就在巴神的能力圈外一点点。随着能力的扩大，价投者会在圈边不断尝试探索新区域，结果就踩到了。可恶的是，这个领域太难突破，过了几年，能力圈没变（自己以为扩大了），翔也在老地方。于是，戏剧性的踩了第二次，甚至第三次。

2021 年 10 月 19 日

原文: 巴菲特：我们不擅长预测市场。我的意思是，总体而言，我们知道我们在 70 年代中期买到了大量的便宜货。我们知道市场在 90 年代末在某种程度上疯狂了。

我们几乎没有花任何时间——查理和我没有花时间——思考或讨论股票市场将会怎样，因为我们不知道。

但我们确实知道，有时候，当我们购买一些股票或债券时，我们的钱会换来更高的价值。但那不是根据任何关于股票的宏观预测来操作的。

总有一长串的原因——你给了几个——总有一长串的原因说明这个国家明天会有问题。但也总有一些机会不会经常被提及。

所以，我们不会坐下来列出经济中正在发生的坏事和正在发生的好事，并以此预测股市。

唐朝: 老生常谈：我们不预测股市，也没有能力预测股市。我们只是在发现有明显的便宜可占时，薅一把羊毛。

風也: 碰到了就正好薅一把，没碰到就等碰到了再薅。

Mr. lee: 这句话是股市宝典。

9527: 有道无术，术尚可求，有术无道，止于术。

YING: 关键是要能发现有明显的便宜可以占。

2021 年 10 月 19 日

原文: 巴菲特：我的意思是，如果你从事保险业务，你知道，即使你拥有公司，最大的一个难以评估的因素是损失和损失调整费用准备金。

这对任何特定时期的报告收益都有巨大的影响。时间越短，假设的微小变化所产生的影响就越大。

你知道，我们会有，我们会说 450 亿的损失准备金。但是，如果我必须拿我的生命去赌 450 亿是略高于还是略低于，我的意思是，它会是一个——我会想很长时间。

你可以很容易地得到 455 亿或 445 亿这样的数字。如果你关心的是报告给定时期的收益，这将是一个很容易玩的游戏。

你知道，对银行来说，主要是看贷款是否良好。我也是银行董事会的成员。你知道，我得到了一些惊喜。这很难说。

这是一金融公司——如果你分析像 WD-40，你知道，或者 See 's Candy，或者我们的砖生意，或者其他，你知道，他们可能有好的或坏的前景，但你不可能在当前发生的事情上欺骗自己。但对于金融机构来说，评估经营情况要困难得多。

然后你再加上衍生品，那可能没有人知道，世界上一些最大的银行的确切状况。

然后你再加上衍生品，那可能没有人知道，世界上一些最大的银行的确切状况。

但这又让你回到了机构的尽职调查问题上。房地美和房利美的董事会都有非常高级别、非常聪明——在

财务上非常聪明——的人。然而，你知道，（欺诈的数字）一个是 50 亿，另一个是 90 亿。

那些都是大数字。我不认为是那些人疏忽了。只是，很难准确地知道金融机构发生了什么。

查理和我是所罗门兄弟公司的董事。查理是审计委员会的成员。（对查理说）我忘了你发现的一些东西的金额大小。但是，你知道，仍有很多东西没有被发现——这并不意味着下面的人是骗子。

这只是意味着，处理成千上万复杂的交易非常困难，特别是涉及到多个变量的计算时，在任何给定时刻都很难知道事情的进展情况。

当然，当两边的数字都变得巨大时，你在这些巨大的数字中得到那些微小的变化，它们对季度或年度数字产生了令人难以置信的影响，因为这一切调整都集中在很短时间内。

所以我只是认为你必须接受这样一个事实，保险、银行、金融公司——我们已经看到了各种各样的金融公司——既有欺诈，也有随着时间的推移犯下的大错——这些年来一个接一个地发生。

这是一个更危险的分析领域。这并不意味着你不能在里面赚钱。我们已经赚了很多钱了。只是这很难。查理？

芒格：是的。沃伦显然是正确的，复杂性的本质提供了更好的机会让你犯错误而不被注意，或者去欺诈而不被发现，因此，在金融行业，你将会得到更多的欺诈和错误，特别是与那些从河里铲出沙子然后一车车卖出去的生意相比。

正如销售天然气的企业会比销售沙子的企业发生更多的爆炸一样，像这些主要金融机构这样的企业，从本质上来说，会有更多的问题。

这将永远是正确的。当金融机构归政府所有时，情况也是如此。

唐朝：全球最大保险集团正副董事长，多家银行董事会成员，详细分享金融公司分析的难度。都是老唐反复说过多次的话题了，不难懂，只是收录存档之用。

星光《BEYOND》：有一部华尔街的美国电影里面的台词，有这个味道，连金融机构的老板都不知道这个账上到底有多少真实利率。

人生何必太计较：他剁、她剁、哪个剁、这个剁，我都留下……我不在买入，分红拿来买水果吃，愉快的决定，不费脑了……

風也：最后那句可能是一个关键。

峰谷悠然：巴菲特的只是浮存金，结果不得不连带着保险业务一块收。就像老福特说的：我要雇佣的只是一双手，结果你却来了一个人。

YING：复杂的本质提供了更多的欺诈和错误。

2021 年 10 月 19 日

原文：股东：然后它的表现就追上来了，可能是某种反弹。如果你看看现在的黄金，以及衍生品和房地产泡沫和许多其他东西，也许在当前条件下看，黄金不会是一个如此糟糕的投资。

所以，我的问题是，你是否认为作为金融界的一面旗帜，你是否有某种义务或责任，在某种程度上，关注一下作为金融体系基准或基石的古典黄金？

在你写给股东的年度信中，谈谈这个问题可能会很好，在一个充满泡沫的环境下，人们如何保护自己，免受购买力下降或我们今天的金融统治所导致的问题的影响。谢谢。

巴菲特：是的。我想说的是，黄金作为一种价值储存手段，在我的清单上会排得很靠后。我的意思是，

我更愿意在内布拉斯加州拥有一百英亩的土地，或者一栋公寓，或者一只指数基金。

我们可以说，黄金在 30 多年前就被解放出来了。尽管它的定价是市场化的，但如果你回到 1900 年，你知道，当时的黄金价格是 20 美元。从 20 到 400 花了 100 年的时间。

道琼斯指数在同一时期从 60 点涨到 1 万 2 千或 1 万 3 千点——可能是 1 万 2 千点——而且在你拥有它的同时，它还给你支付红利。

我想，从本世纪初算起，道琼斯指数的回报是 66 倍。我忘了终点在哪里，但应该是 11000-12000 点。就像我说的，在这段时间里，它每个季度都会支付你一些东西。

如果你拥有黄金，你在 1900 年左右支付了 20 美元。然后我们会说一百年后你有 400 美元。与此同时，你对其支付了保险，也许还支付了一些存储费用。

它真的不是价值储存手段。我不是在为纸币争辩，但如果你担心纸币——我认为在很长一段时期内担心纸币是很有意义的一但你知道，它只是在这种情况下我最不想拥有的东西。

唐朝：再次重申黄金不是好的投资，也不是好的保值手段。

人生如逆旅，我亦是行人：好像是《手册》里有详细论述，当时这段我看的特别仔细，理由牢记在心。后来凡是身边有这种想法的人，都被我劝退。

戳锅漏 BearG：听巴神和唐师教诲，多买生产性资产。最好是没得货币的时候，也能不断产出产品和服务，可以与人以物易物。拿着贵重的黄金，可能也很难和别人换吃的。

2021 年 10 月 19 日

第1077篇. 2022. 01. 12 - 书房拾遗第41期

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022. 01. 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 41 期。



刘志桐：昨天看书房刚开始的文章，唐师在好几年前有 AH 股搬砖，分众如果赴港上市涉及到可以搬砖吗？

唐朝：以股模式思维投资的状态下，合适的价差可以搬。票模式投机，汇管持续存在的情况，价差存在一直不收敛甚至反而扩大的可能，不是包赢。

2021 年 11 月 6 日

如沐春风：老唐，想咨询一个复利的问题。投资如果中间用钱，用多少才能不影响复利呢？比如老唐中间也买了大房子，会影响投资的复利效果吗？有想过坚持投资，而考虑推迟换房啥的吗？

唐朝：需要用的钱，影响不影响还不是都要用，算计这些干嘛呢？投资是为了更好的生活，而生活里不是只有投资，主次关系我觉着不能搞颠倒了。你说呢？

2021 年 11 月 6 日

热的朝阳：关于阅读效率，有什么方法能提高效率吗？比如我现在一本好书读着很爽，可是读完好多记不住啊？

唐朝：阅读是一种享受，我认为无需追求记住。

2021 年 11 月 6 日

吕向阳 1990：茅台市场给的盈率高是因为确定性（酒不愁卖），陕煤存量唐师说可以开采八十年，同样都是确定性高，而且也不愁卖，然而市场为啥不提前把市盈率推动起来呢？

唐朝：我从不尝试理解市场先生，我只利用他。

2021 年 11 月 6 日

arry Chan：我想问问，一般你在了解完一家企业后，后续怎么继续深入研究一家企业的啊？具体会做哪些工作啊？

唐朝：跟踪企业动态，多读读有关企业的资料和数据。

2021 年 11 月 6 日

西风野渡：3-4%的无风险收益率是如何得到的？在不同时期不同国家这个数值会不会有变化？

唐朝：①观察值，观察十年期国债收益率或者银行类似活期的理财产品收益率都可以。②会变化。

2021 年 11 月 6 日

Nick：我们说上证指数 10 年看还是 3000 来点，其中有一个原因是“分红视为自然下跌”，请问这里的“分红视为自然下跌”仅指现金分红，还是也包含送股和转增的除权？

唐朝：不包括送转，仅指现金分红。派送转增不影响股票市值，不会造成指数的自然下跌，只有现金分红会。

2021 年 11 月 6 日

张富强：请教一下极速成长的企业怎么估值啊？比如现阶段半导体产业链的国内头部企业。

唐朝：方法都一样，前提是你能看明白这个企业的竞争力和未来现金流。

2021 年 11 月 6 日

唐朝：隆基的招股说明书里列了一份当时的中国光伏上市公司的名单。

我好奇点开手机挨着看了前六家的股价走势，意外的发现一家破产；三家摘牌退市，跌的一塌糊涂；另外两家矮子里的将军，勉强混着，但也是好多年市值无增长了。

与之相比，当时还是渣渣的隆基，简直是逆天的成长。我觉着这数据背后有点意思，干脆大家动手，把名单里这些企业都扒一扒吧！

不需要多深多细，就列出’’代码，上市地，上市日期，上市市值，最高市值，最高市值出现时间，最低市值，最低市值出现时间，目前市值，重要备注’’就行。如果有自己的感叹和思考，写上。没有，拉倒。

重要备注部分需要稍微费点神，退市的扒一下啥搞错啥导致沦落的？要死不活的，挖挖靠啥喘着气儿的？活的龙精虎猛的，主要是做对了啥？。

②中国光伏企业上市情况

自2005年12月无锡尚德首先在纽约交易所上市，随后相继有多家中国光伏企业在中国及海外上市，初步带动并形成了一个高起点、国际化的光伏产业生态圈。

公司	融资市场	上市时间	涉足领域
无锡尚德	纽约交易所	2005.12	电池、组件、应用系统
苏州阿特斯	纳斯达克	2006.11	电池、组件、应用系统
韩华新能源	纳斯达克	2006.12	硅片、电池、组件
常州天合	纽约交易所	2006.12	硅片、电池、组件
河北晶澳	纳斯达克	2007.02	电池
浙江昱晖	纽约交易所	2008.01	多晶硅料、硅片、电池、组件
中电电气	纳斯达克	2007.05	电池
江西赛维	纽约交易所	2007.06	多晶硅料、硅棒、硅片、组件、受托加工
保定英利	纽约交易所	2007.06	多晶硅料、硅棒、硅片、电池、组件、应用系统
江阴浚鑫	伦敦交易所	2007.07	电池、组件
拓日新能	深交所中小板	2008.02	晶体硅及非晶体硅电池、组件、电池应用产品
阳光能源	香港联交所主板	2008.03	硅片、电池、组件、应用系统
东营光伏	欧交所创业板	2008.08	组件、应用系统、代工
卡姆丹克	香港联交所主板	2009.10	硅片
晶科能源	纽约交易所	2010.05	硅片、电池、组件
向日葵	深交所创业板	2010.08	电池、组件、受托加工
东方日升	深交所创业板	2010.09	电池、组件、太阳能灯具

雪球：境外上市的资料也能在巨潮查询吗？

唐朝：自己想办法吧。这就是作业的价值。

海东望：这个作业不简单啊。依我看，这些企业的衰败史，正是隆基未来的担忧。

唐朝：东望睿智，具备了优秀投资人的直觉。

自在行风：有价值，看看这些坑隆基是怎么避过去的，未来会不会踩。

2021年11月7日

二师兄：老唐，能不能把茅台镇低矮的楼房拆了，盖起高楼大厦来酿酒，这样产能问题不就解决了吗？

唐朝：你还别说，这问题以前真的想过，可惜这里面有两个漏洞。

第一，酿酒的产能，依赖的是地上挖的酒窖，不是立体悬空的空间。高楼大厦可以解决存酒的问题（现在的酒库就是修的楼房），不能解决产酒的问题，因为二楼三楼十楼八楼不能在混凝土楼板上挖酒窖。

第二是酿酒需要茅台镇密集的不明微生物的介入（具体哪些，目前还没有完全揭秘），你可以将这些微生物想象为工人，它们的数量和浓度限制了发酵的上限（类似工人的数量和最大单位搬运能力）。

虽然小心翼翼地测试微生物们的最大工作量不违犯劳动法，但一旦将它们累死了，整个事情就瓦塌了，这个责任没人担得起。

so……理想很美好，现实很骨感。

黑牛：老唐，假如茅台酒产量提高十倍，品质不变，销售情况会如何呢？

唐朝：终端价格会大跌。

朵：老唐，如果产能提高太多，高粱的产能应该也跟不上吧。

唐朝：是的，但这个其实不是核心问题，敢把高粱收购价格翻一倍，我确信本地高粱会够的。

2021 年 11 月 8 日

羊咩咩：请教各位圈友，使用席勒市盈率大法如何考虑企业规模扩大后对利润的影响呢？

唐朝：凡已经沦落到使用席勒市盈率法估值了，就默认自己没有能力考虑这个问题，假设规模扩大后对利润的影响=只有隔壁王麻子才晓得。

2021 年 11 月 8 日

唐朝：昨晚狂风暴雨，以为今天早晨会继续下，没打算起床跑步。结果犯了线性外推的毛病，等到一觉赖到七点多起来，窗外湖水如蓝，绿树如茵，阳光灿烂，宛若盛夏。

周末，刷屏的爆款新闻是 EDG 在《英雄联盟》S11 全球总决赛中获得总冠军。合生创展的朱老板同样犯了线性外推的毛病，以为从小沉迷于游戏的大儿子没出息，不争气，索性给点小钱打发出门，免得庞大的地产帝国遭受拖累。

没想到八年过后，不争气的大儿子成为亿万年轻人心目中的英雄，变身热到烫手的全球顶级俱乐部老板。而地产帝国却已负债千亿，在水深火热中沉沦挣扎。

时代的变化，非我等凡人所能预料，靠当下的眼去看未来的事，很容易就犯了线性外推的毛病而不自知。

所以啊，无论是生活、投资还是子女教育，不如交给兴趣导向去吧。

如果风口恰巧叠加兴趣，锦上添花，双倍赢。就算永远遇不到风口，不也活了个“千金难买爷乐意”吗？单边赢。

倒是放弃个性、扼杀热爱，转头去追逐趋势风口的，运气稍微不好就是双输：趋势踩错，自己还憋屈一生。朋友们说是不是？

危机猎人：在越来越内卷的今天，唯有做自己喜欢的事才能取得优势。

伯涵：说得可太好了！兴趣是最好的老师，有了兴趣，赚钱都是顺带的事儿。没有兴趣，赚了钱也不开心。

英子：说得真好。活在兴趣里，至少有“千金难买爷乐意”保底。

唐朝：有几位朋友在帖下发表了不同观点，内容类似，归纳一下大体主要是两种，分别是：1）对于最底层的劳动者，先有生存，然后兴趣。

2）这些二代不是普通人家的二代，不愁生活，尽兴发展自己的兴趣。

这两种留言，挺有代表性的。观点我都同意，唯一有分歧的是，我默认咱们这儿没有帖中说的“最底层的劳动者”。

如果真有处于求生存状态的朋友，居然在做股票投资，老唐强烈建议及时收手退出。

股市真不是底层求生存的劳动者应该待的地方，不要动用家庭温饱资金入市冒险抱拳。存款或保本理财才是正路。

而对有能力、有资本在股市拼搏的朋友，我的回复是：

【这个时代，读完高中的啥二代基本都能‘不愁生活’，但要想在此之上更上层楼，确实存在两条路：在兴趣范围内努力成为佼佼者；断绝自身兴趣，转而在社会认同的有高薪、有未来的范围内努力。

两种选择是两种人生观，倒也谈不上对错优劣。唯一可惜的是人生无法重启，无法分走两次，只能下

注然后承受。】

Wok: “遵循兴趣”，真正走上这条路的人才能明白，大多数人（包括我自己）说白了都没有这个勇气。我们其实在害怕，然后借用各种理由选择了苟且着，因为如此也不错没啥压力。但总会在某些时候纠结。

说到底这是个勇气问题，“遵循兴趣”是强者的道路。

只是我们要清楚，不管选择哪条道路，这都是自己的选择，责任自担，无可推卸。

BP: 自身能力的局限性，叠加外部社会的复杂性，让我们所谓的长期规划，很大可能变为纸上谈兵。所以，要寻求一劳永逸的方法，不但不可能，反而可能造成资源浪费。

所以命运有被动的成分：天时地利人和，个体无法掌控。

可命运也有主动的成分：那就是我们可以做一个美好品德的人，做一个积极向上的人，做一个勇敢坚定的人。

然后我坚信—虽然结果不能掌控，无法预测，但大概率不会差。

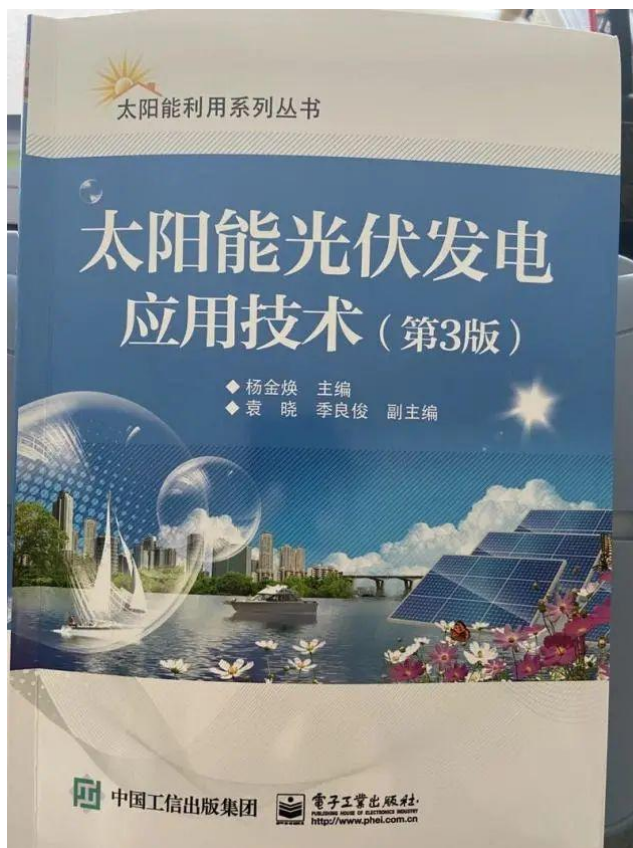
赵小闲: bp 兄的这个表述跟老唐这段话有异曲同工之妙：“我清楚的知道，运气更喜欢光顾有准备的心灵，越努力就会越幸运，所以我愿意日拱一卒；我也清楚的知道，幸运或者不幸，和人的视角有关，所以我喜欢多看一二。”

高山之心: 问题是大部分人都不清楚自己的兴趣是啥。

唐朝: 这种最好办，反正也不知道啥是兴趣，那就能做啥就做啥呗。没有失去，全是纯得。

2021 年 11 月 8 日

唐朝: 我也是膨胀了，居然敢看这种书，花了两天时间看完，结果收到三个字：脑阔疼。



风儿: 唐老师，您为啥看书这么快啊？有什么技巧吗？

唐朝：我职业看书啊！屁股一挨书房的板凳，领导不喊我不动。

爱研习教学管理宋老*：哈哈哈哈哈，老唐，不要推荐给我们哦！我估计我们脑袋不够用！

唐朝：不推荐，绝对不推荐。

儒子：学到了，这就是在做生意。跟实业投资一样，想要进入某一领域，无他，唯学习而。

慧思书房：我也看了一本类似的书，并且以惨痛教训劝告您一句：如果出版超过 1 年，看了用处不大，因为行业变化太快，好多信息都过时了。

2021 年 11 月 9 日

哈根达斯：真羡慕您这种自由自在的选择权，我起始本金 20 万，每年还能剩余 15 万投入股市，这样小的资金量有机会通过价投实现自由么？

唐朝：不知道你多大年纪，如果是五十，这个本金略低了点，需要努力长寿。如果是 30 岁，这个本金绰绰有余，甚至已经超标了，送一部分让书房的朋友们免费帮你花掉，也不会阻碍你财富自由。

哈根达斯：昨天 33 周岁生日。

唐朝：那你算有钱，起点很高了。可以向书房发送“财富”，提取旧文 [《财富三轮车》](#) 看看。

2021 年 11 月 9 日

随波逐流：老唐，请问，假如说两周左右你能够初步看懂一家公司，那么在中期最景气行业内选择研究目标，是否更有效率，能够更能享受到估值提升的可能？

唐朝：第一，很多公司我几年也看不懂。第二，我搞不清楚什么是“中期最景气行业”。

随波逐流：我的意思是都是投资成长股，那么何不选择需求增速最快的行业？近 10 年好像全球都有这个潮流。甚至很多机构为了投资而放弃部分安全边际，谢谢！

唐朝：潮流不关我事，重要的是我懂不懂。

我当然想投一家每年利润翻五倍的企业，问题在于我懂不懂，确定性够不够。你难道会以为老唐这个蠢蛋，专门选增速慢的企业投咩~

2021 年 11 月 9 日

工行朱斌：勤奋的老唐！最近亏的都没心情看盘。

唐朝：最近股市没有什么大波动啊，怎么会亏到没心情看盘？

不过没心情看盘，我们倒是一致的。最近十来年，我每天都没有心情看盘，无论赚赔。

2021 年 11 月 9 日

思秋雨：我也想大量阅读，怎耐读书速度太慢。

唐朝：不怕慢，就怕站你熟悉的东西阅读，阅读速度自然就会越快。陌生的知识阅读，阅读速度想快也快不起来。你如此，我如此，芒格巴神均如此。

2021 年 11 月 9 日

金屑：老唐，茅台新上来的老总搞了一系列的动作，前几天又和几十家的金融机构进行座谈，说要搞产融结合。

这是不是意味着茅台觉得现有的资金趴在账上不用，有些可惜，要对现有账上用不完的货币资金进行对外投资？

唐朝：不搭界的事情。那是丁董以茅台集团董事长身份做的事情。金融这部分是集团的发展方向，和

股份公司基本不搭界。

2021 年 11 月 9 日

小叔叔：唐叔，读报表是否需要税务方面的知识？如果需要没有合适的书推荐？

唐朝：还是需要一些的。但基本上可以不用读书，每家公司年报和中报的会计政策部分一般都有介绍，而且是免费的。

2021 年 11 月 9 日

一笑而过：老唐好！感恩遇见您！想问您比如想了解隆基股份的话，您主要是看年报吗？一般是打印几年？历年财务数据是您从财报里统计的还是在网上找到的？

唐朝：我通常是打印招股说明书和最近的年报，看完再决定是否需要打印更多年的。

新公司的财报数据我一般直接从年报里摘录，熟悉的老公司我一般从慧博里导出（据说现在的通达信也可以导出了）。

2021 年 11 月 9 日

云起时：老唐，请教一下：洋河的库存货值三季度再创新高。这是否说明洋河的市场销路还是有问题呀？

唐朝：不能这么理解。库存的核心是基酒，所以无法直接推导出畅销还是滞销。

2021 年 11 月 9 日

老胡：老唐好，请教一个问题，华新水泥 A 股股价 17，华新 B 股价 1.77，怎么计算 A/B 股差价呢？

唐朝： $17 / (1.77 * 6.4) = 1.5$ ，A 股股价是 B 股股价的 1.5 倍。

老胡：谢谢，没注意看，以为和古井 B 一样是按港币结算的，还以为发现了 10 倍以上的差价 bug 呢！

唐朝：9 字头的上海 B 以美元标价，2 字头的深圳 B 以港币标价。

2021 年 11 月 9 日

第1078篇. 2022.01.13 - 唐书房文集下载版——截止2021年底

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.13

昨天，许多朋友在留言区询问 2021 年文集是不是出来了，我回复暂时还没有。

不料，其实帅气热心的@鲤鱼 早在 1 月 2 日就整理和分享了合集，只是老唐疏忽了，没注意到。

谢谢@鲤鱼，老唐代表书房全体朋友向您说一声“辛苦了” 🌹

本次分享，在上次分享的基础上，顺便整合了书房朋友搜集整理的老唐雪球旧文。

关于雪球旧文，今天分享的已经是最全版本了，其他找不到的就找不到了，不要再询问老唐了，谢谢



下面是百度网盘下载链接：

<https://pan.baidu.com/s/1wTSHmEVFUUiLY42NZAPRIA?pwd=wx46>

提取码：wx46

链接网址在文末的阅读原文上也有，可以直接点击过去，然后输入提取码提取。

扫描下面的二维码也可以。



分享期限直接设置的永久，只要不被网盘方封杀，就会一直在。下载内容包括：

☒		唐书房文集类型版
☒		唐书房文集年度版
☒		老唐xueqiul日文.rar
☒		红皮手财索引.pdf
☒		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) .doc

其中“唐书房文集类型版”，是书房热心读者按照题材分类整理的内容，但暂时不包含 2021 年文章。

注意：这个文集类型版，不包含文章下的留言和回复。

☒ 已选中6个文件/文件夹

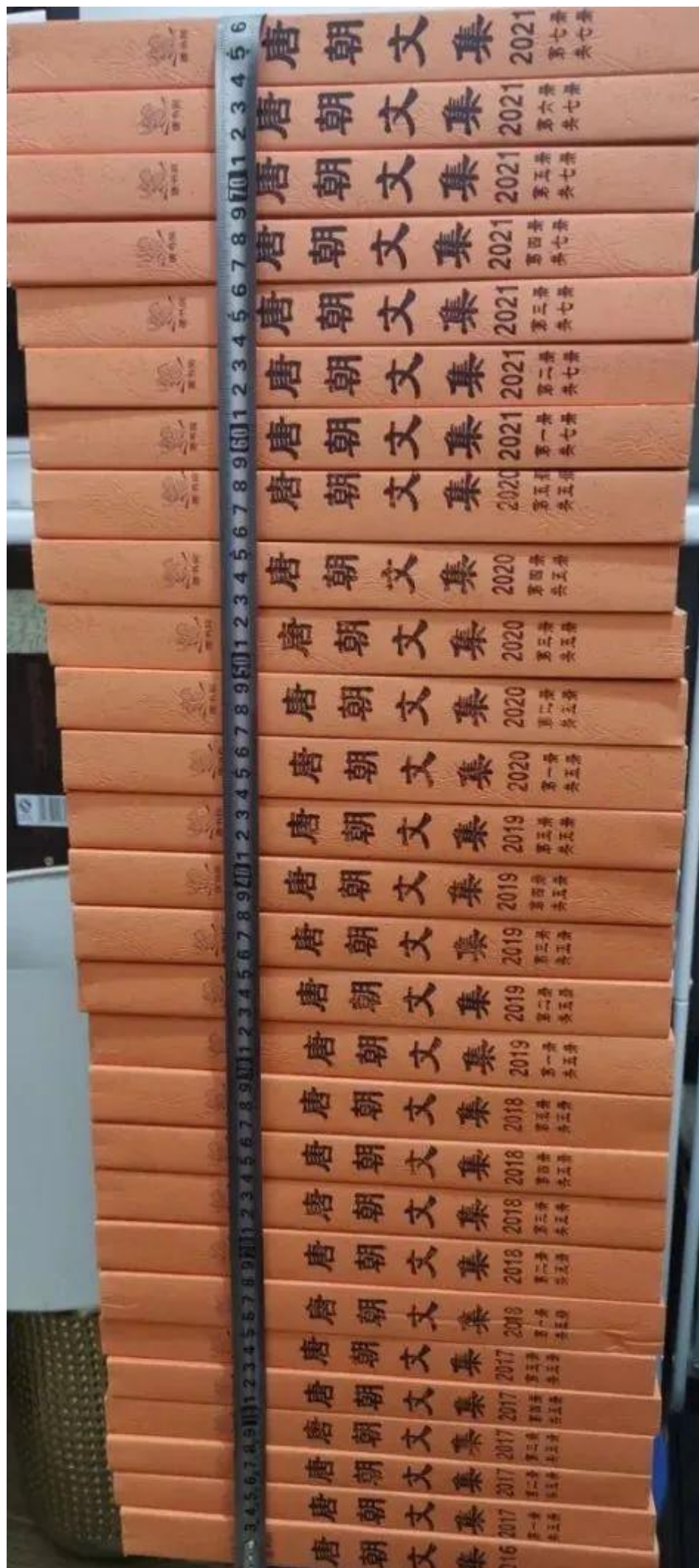
☒		6-老唐文集——实盘记录类.pdf	25.4M
☒		5-老唐文集——公司财报分析（下册）.pdf	14.1M
☒		3-老唐文集——读书、散打、问答、游记、总结及其他.pdf	27.6M
☒		4-老唐文集——公司财报分析（上册）.pdf	19.1M
☒		1-老唐文集——投资体系与理念.pdf	15.5M
☒		2-老唐文集-投资理念、估值、散打.pdf	9.2M

“唐书房文集年度版”则是按照时间顺序，收录了全部原创文章及文章下的留言和回复，时间截止到2021年12月31日。

☒ 已选中6个文件/文件夹

☒		唐书房文集2021.pdf	346.5M
☒		唐书房文集2017.pdf	194.8M
☒		唐书房文集2018.pdf	226.7M
☒		唐书房文集2020.pdf	236.5M
☒		唐书房文集2019.pdf	245.8M
☒		唐书房文集2016.pdf	58.2M

高能提醒：若有打印需要的，请谨慎选择。昨天刚刚有朋友在某宝全部打印出来，A4纸双面打印，共计28本，摞起来高度0.76米，重量33公斤🤔



Year	Volume	Spine Label
2021	第七卷	唐朝文集
2021	第六卷	唐朝文集
2021	第五卷	唐朝文集
2021	第四卷	唐朝文集
2021	第三卷	唐朝文集
2021	第二卷	唐朝文集
2021	第一卷	唐朝文集
2020	第五卷	唐朝文集
2020	第四卷	唐朝文集
2020	第三卷	唐朝文集
2020	第二卷	唐朝文集
2020	第一卷	唐朝文集
2019	第五卷	唐朝文集
2019	第四卷	唐朝文集
2019	第三卷	唐朝文集
2019	第二卷	唐朝文集
2019	第一卷	唐朝文集
2018	第五卷	唐朝文集
2018	第四卷	唐朝文集
2018	第三卷	唐朝文集
2018	第二卷	唐朝文集
2018	第一卷	唐朝文集
2017	第五卷	唐朝文集
2017	第四卷	唐朝文集
2017	第三卷	唐朝文集
2017	第二卷	唐朝文集
2017	第一卷	唐朝文集
2016	第一卷	唐朝文集

另外一位朋友，分享的 2020 和 2021 年打印结果，也有这么多



请考虑自己的实际需要和阅读速度，选择打印版本和时间跨度，不做搜集堆积的小松鼠。

提示：老唐的免费分享，免费下载。但仅供自己阅读，敬请不要用于商业用途。谢谢👉

本文推送之后，会放在书房底部菜单“书房福利—文集下载”，方便大家查找。

第1079篇. 2022.01.14 - 书房拾遗第42期

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.14

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 42 期。



唐朝：看到这张 2011 年的截图，我发现我在网络上至少花了十年时间，码了数百万文字，翻来覆去依然还是十年前的这三句话：买什么，怎么拿，何时卖。一滴点儿进步也没有😂



唐朝

2011-10-4 17:37 来自 微博 weibo.com

选一个良好前景的生意，一个历史显示值得信赖的伙伴，等待一个自己觉得划算的价格，入伙。然后静静等待“他”帮你挣钱。除非市场疯狂到出一个高的离谱的价格收购你持有的股份，否则绝不退伙——就这样，钱钱就跟着磨思走了//@磨思：没搞过股票，很想知道股市是靠聪明还是靠耐心还是靠运气赚钱的。

2021 年 11 月 10 日

赵树生：我为啥按耐不住一天三次看股价？本来就没投多少银子，经常给自己心里按摩赔了没关系，问题是手不听话，您说咋办老唐？

唐朝：看看也没啥，又不会怀孕，就算怀孕也符合现在政策鼓励方向🤔

2021 年 11 月 10 日

唐门小卒：持仓多年的万科，平安，格力，从盈利拿到被套，今天终于彻底清仓了。

进书房后，虽然知道这几家公司不符合三大前提，卖出了大部分，但心里总有成本这个心魔，总想着到成本再清仓，不甘心割肉。

这几天终于下决心，今天挥刀自宫。时间是好公司的朋友，不是便宜公司的朋友。投资尽头是唐门，从此其它是路人。

唐朝：由你的持仓引发的一点随想，不是说你哈，只是一点想法分享：

忘记了是什么时候，也忘记了是在后院还是在网络其他地方，看到过一句话，说：持有平安的人，大概率持有万科，而持有平安和万科的人，大概率也持有格力。

我当时脑袋里卡了几秒，为什么呢？

后来想通了，这类投资者，内心基本是将“龙头+白马+低市盈率+从股价高点已经大幅调整”这几个条件叠加，然后将其等同于正宗的“价值投资”，所以自然而然地汇总到同一条路上了。

而恰恰是这几个条件，鼓励了不割肉，越跌越买。因为内心认为是正道，一定会回归，自己只输时间不输钱。走的远的，就是杠杆，这也导致白马股上爆仓的不比投机爆仓的少。

投机上杠杆的，多少有些警惕性，通常是越跌自信心越不足，很少会杠杆抄底的。而自认的正宗价值投资叠加了杠杆，结果就是同时吃下两边的缺陷，越跌胆子越大、越跌杠杆越重，最终大概率就杯具了。

二师兄：银行地产保险股，是从炒股投机进入“高负债低 Pe”价值投资的一个假门。以为入了巴神门，以为自己选到了低 Pe 高成长的股票，结果好多人八年抗战也没有走出来。

关键是忽略了两个关键点，确定性和能力圈。

2021 年 11 月 11 日

呵呵：老唐好，问几个小白问题，请莫笑！

1. 我看有人统计，茅台的货币资金和拆出资金分别只有 1%多和 2%多的收益，对股东来说，是不是意味着这部分资金被严重浪费了？毕竟明显低于无风险收益率！

2. 茅台每年的新增资本开支几十个亿足够了，留存这么高的货币资金是不是对股东权益的损害？

3. 如果茅台把大部分货币资金给分红，比如现在 1500 亿货币资金，直接分 1000 亿，造成净资产下降一半以上，由于盈利不受影响，是不是 ROE 就会直接飙升一倍至 60%以上？

4. 随着茅台货币资金存量的持续大幅增长，如果不提高分红率，净利润增长率会一直低于净资产增长率，是不是就造成 ROE 的下降趋势？

唐朝：1. 是。2. 是。3. 是。4. 是。

2021 年 11 月 12 日

司空：从简单的产品里寻找好生意。那么问题来了，什么是简单的产品？或者说简单的含义是什么？

唐朝：看截图。



2021年9月6日

2021 年 11 月 12 日

厚积薄发：请教一下各位：1、陕西煤业的业绩是不是只与坑口价有关？2、坑口价的定价机制是什么呢？3、煤炭价格的定价权是不是在发展改革委手上？

奈生：是。供求关系。否。

唐朝：+1。奈生 100 分。

2021 年 11 月 12 日

把酒问月：晚上好，想请教下，在《巴菲特致股东信》天南译本 105—106 页，巴菲特举这个期权的例子中，最后这个 630 万美元是怎么得出的呢？

举一个例子用以说明，为期十年的固定行使价格期权是如何侵蚀公司的。比如说弗莱德·徒劳先生是停滞公司的 CEO，他收到了一大把期权，足以相当于 1% 的公司股权，符合他自身利益的路径非常清楚：他应该让公司所有盈利都不用于分红，并且回购股份。

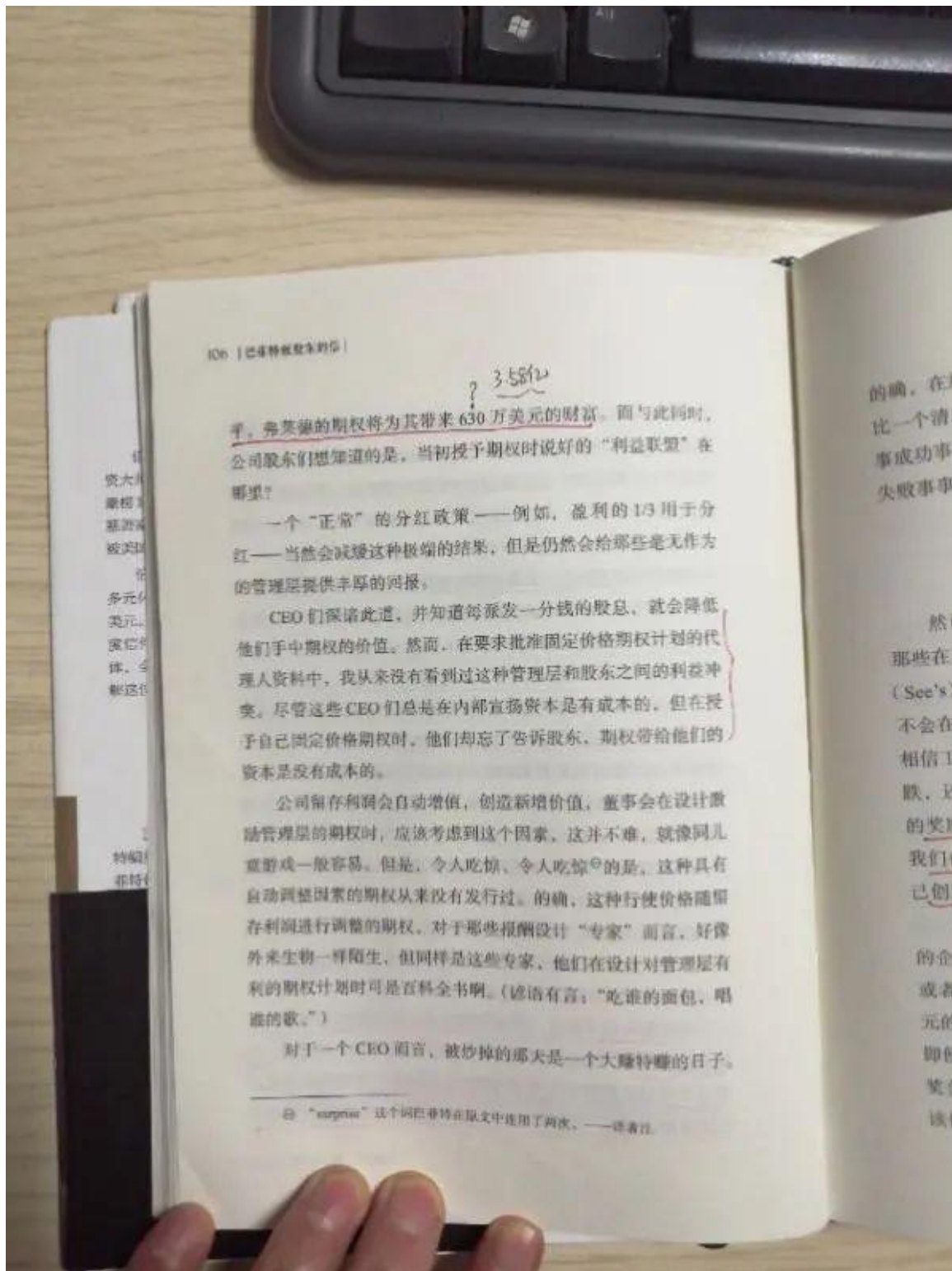
让我们假设一下，在弗莱德的领导下，停滞公司过的日子就像它的名字一样停滞不前。在期权授予之后十年的每一年，该公司都以 100 亿美元的净资产盈利 10 亿美元，期初总股本为 1 亿股，每股净利润 10 美元。

弗莱德将全部盈利全部用来回购股份，不派发一分钱的股息。假如股价始终维持在十倍市盈率的水平，在期权期限的第十年年末，股价将上升 158%。这是因为回购股份减少了股本总数，那时总股本已经降至 3870 万股，因此，每股盈利上升至 25.80 美元。

仅仅通过留存股东的利润、回购股份和减少总股本，弗莱德已经变得非常富有，他自己持股所占的比例越来越大，此时的身家达到 1.58 亿美元，尽管公司业务本身没有任何改变。更令人震惊的是，如果停滞公司在这十年期间利润下滑 20% 的话，弗莱德依然可以获利超过 1 亿美元。 $\approx 1.26\%$

弗莱德可以不派息，可以利用公司留存利润发展令人失望的项目和收购，通过这样的手段，他也可以获取惊人的利益。即便这些项目只能提供微不足道的 5% 的回报，弗莱德依然可以大把获利。尤其，当停滞公司的 PE（市盈率）维持在 10 倍的水

关键词：期权激励公司的例子



手，鲁茨的期权将为其带来6300万美元的财富。而与此同时，
公司股东们想知道的是，当初授予期权时说好的“利益联盟”在
哪里？

一个“正常”的分红政策——例如，盈利的1/3用于分
红——当然会减缓这种极端的结果，但是仍然会给那些是无作为
的管理层提供丰厚的回报。

CEO们深信此道，并知道每派发一分钱的股息，就会降低
他们手中期权价值。然而，在要求批准固定价格期权计划的代
理人资料中，我从来没有看到过这种管理层和股东之间的利益冲
突。尽管这些CEO们总是在内部宣扬资本是有成本的，但在授
予自己固定价格期权时，他们却忘了告诉股东，期权带给他们的
资本是没有成本的。

公司留存利润会自动增值，创造新增价值，董事会在设计激
励管理层的期权时，应该考虑到这个因素，这并不难，就像玩儿
纸牌游戏一般容易。但是，令人吃惊、令人吃惊^①的是，这种具有
自动调整因素的期权从来没有发行过。的确，这种行使价格随留
存利润进行调整的期权，对于那些报酬设计“专家”而言，好像
外来生物一样陌生，但同样是这些专家，他们在设计对管理层有
利的期权计划时可是百科全书啊。（谚语有言：“吃谁的面包，唱
谁的歌。”）

对于一个CEO而言，被炒掉的那天是一个大赚特赚的日子。

① “surprise”这个词巴菲特在原文中连用了两次。——译者注。

唐朝：估计是翻译时看错单位了。按照我的理解应该是6300万美元。

计算过程：期初利润10亿，每年利润全部留存，留存资金带来新增回报5%，十年后净利润16.3亿。

期初10倍市盈率，市值100亿，期末10倍市盈率，市值163亿。CEO持有1%期权，市值从1亿变成1.63亿，获利6300万美元。

请精通八国英语的@伯涵 @bp 帮忙核查英文版数据。

bp：正如老唐所说，就是6300万美元。

ed could have made more than \$100 million if Sta
r period.

result for himself by paying no dividends and deploy
variety of disappointing projects and acquisitions
ed will still make a bundle. Specifically – with Sta
tion will deliver him \$63 million. Meanwhile, his s
ent of interests” that was supposed to occur when l

of course – one-third of earnings paid out, for exam
e lush rewards for managers who achieve nothing.

nd know that every dime paid out in dividends reduce

2021 年 11 月 12 日

w 牛: 关于茅台、腾讯与大盘的关系，老唐是否可以写一篇鸿篇巨制？

唐朝: 它们之间的关系是：有时候有关系、有时候没关系；有时候你影响我、有时候我影响你。鸿篇巨制完毕。

2021 年 11 月 12 日

LCTZ: 您的茅台到了买点 1560 元，你没有用其他股去换，是不是说明其他股更具有优势？

唐朝: 也不能说“其他股更具优势”。可以表述为：无法明确得出当时的茅台，相比其他持股具有“更明显的”优势。

2021 年 11 月 12 日

Mr. 亮: 老唐，您认为未来腾讯游戏的增长会来自哪里呢？

唐朝: 来自更多人玩+更多的付费人数+更高的人均付费额。

2021 年 11 月 12 日

赵坤: 唐兄，感觉巴菲特根本就不对企业估值，他的估值只是讲给投资者听的，只是理论上这样而已，您怎么看？

唐朝: 感觉错误。巴菲特对每家企业都尽最大可能去估值。

赵坤: 但他的估值连纸和笔都不用。

唐朝: 有些企业的估值，我也不用纸笔。口算就够了😎

2021 年 11 月 12 日

无心之心: 唐师，请问股价波动如何影响公司的基本面？最近看索罗斯的书，他说价值投资人的不足之处，就在于忽略市值波动对公司基本面的影响。

唐朝: 回看 2018 年 8 月 8 日的[《低估之后的暴跌是怎么回事，应该如何面对？》](#)一文，专门谈过这

问题。

2021 年 11 月 12 日

uta: 老唐，请问企业价值为什么用现金流折现，而不是用净利润折现？

唐朝: 因为净利润不是钱，净利润是账。账不是价值，钱才是价值。

2021 年 11 月 13 日

LY: 老唐，黄奇帆和李俊慧都在自己书中建议过，用本国货币钉住一篮子物品价格指数作为锚。很好奇，这个理念最早是由张五常所创并倡导的吗？

唐朝: 其实，这个东西最早是本杰明·格雷厄姆提出的。他老人家 1937 年出版了一本书，书名叫《储备与稳定》，就写的这个理念框架。

2021 年 11 月 13 日

烟火: 唐老师好，您分析腾讯财报中的应付票据属于有息负债，但内地财报中却通常当作无息的经营负债，但我理解一般票据最终还银行都需要付额外利息的，应属于有息负债吧？

唐朝: 这是中港财报术语区别造成的冤假错案。

腾讯财报里的应付票据，其实是类似债券的东西，是腾讯公司发行的美元中期债票据、港元中期债票据这类东东，在我们这边一般叫应付债券。

内地公司财报里的应付票据，指的是开给别人的承兑汇票，到期后才付款的，可以理解为欠条。前者是有息负债，后者是无息负债。

2021 年 11 月 13 日

马梦犬老师: 老唐，有没有培养性格类行为习惯的书籍可以推荐的？

唐朝: 我没有读过培养性格习惯的书。尽量在生活中站在别人的立场多想想，很多事情都有答案的。大致也就是老祖宗的传统智慧：要想公道，打个颠倒。

2021 年 11 月 13 日

地魔: 请问在你的投资体系里，一家公司的 ROE 低于多少就不值得研究或者投资了？

唐朝: 通常低于 8%我就不大关注了。

2021 年 11 月 13 日

yt: 唐师好！我想问一下，应收账款核销，是表示收到了这笔账款，还是预测收不到这笔财款，把它从应收中除掉了？

唐朝: 预测未来收不到了，所以从应收账款余额里删掉，算成自己的一笔损失。

2021 年 11 月 13 日

舍得: 老唐，你写的“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）”，是笔误吧？应该是“以公允价值计量变动计入其他综合收益的金融资产”。

唐朝: 不是笔误，国内财报叫其他综合收益，香港财报叫其他全面收益。

2021 年 11 月 13 日

爱研习教学管理宋老*: 优先股和普通股有什么大的区别么？

手，伯克希尔买了运通 3 亿美元的优先股。巴菲特首先是通过优先股的方式进行注资的，直到他觉得搞清公司的财务情况后，才有信心转为持有公司的普通股。

优先股 → 普通股 吗？

唐朝：巴神通常买的这类优先股，类似可转债。

约定年息多少，且有权选择按照某价格转换为普通股，或附有有权要求公司按照某约定价格发新股给自己的权利。

所以，要点就是判断公司会不会还不起债。只要能确定公司到期有能力还债就可以买。

然后如果期间股票市价涨的比约定转股价（或约定新股增发价）高，还可以选择转股或要求公司发新股给自己再卖掉。

2021 年 11 月 14 日

王西嘻嘻：请教一个基础问题：资产减值损失与折旧摊销是一回事吗？有什么联系，我怎么感觉是同一个东西呢！谢谢！

唐朝：你有一口锅，街头卖面用。

预计用五年，每年折两成。

两成是折旧，算是经营本。

突然有一日，意外飞来石。

叮当一声响，铁锅出裂纹。

本来想五年，现在用三年。

减少的两年，便是减值款。

2021 年 11 月 14 日

CC：有个说法叫“地产酒”，是说很多茅台酒的消费者是地产商吗？

唐朝：通常说的地产酒，指本地生产、销售范围也限于本地或附近较小区域的白酒，和房地产行业没有关系。

2021 年 11 月 15 日

一纸流年：老唐，您好！关于陕煤 2020 年财报有个问题想请教您：为什么陕煤 2020 年年报中存货科目期初余额 14.66 亿，和 2019 年年报期末余额 13.14 亿不相等？

唐朝：年内合并了两家大股东旗下的公司，按照会计准则直接合并这两家小公司的资产负债期初数据，不调整历史数据口径。

所以 2020 年报表的期初存货比 2019 年的期末存货多了约 1.5 亿。具体有关调整表格在陕煤 2020 年年报 186 页。

2021 年 11 月 15 日

唐朝：歪解一首小令送给朋友们，逗朋友们开怀一乐。北宋名相晏殊写过这样一首著名的小词：《踏莎行·小径红稀》

小径红稀，芳郊绿遍，高台树色阴阴见。春风不解禁杨花，濛濛乱扑行人面。

翠叶藏莺，朱帘隔燕，炉香静逐游丝转。一场愁梦酒醒时，斜阳却照深深院。

2021 年秋日的清晨读这首词，突然领悟到，晏相这纯粹是给我们投资人定制的专属鸡汤。

上阙先用文字刻画出 2021 股市生态图：

’’小径红稀，芳郊绿遍，高台树色阴阴见’’。

市场上涨的股少，跌的股多，红稀绿遍。而且更讨厌的是好多股票貌似都是高位平台整理，一根接一根的阴线构筑高位平台整理态势，对投资人构成莫大的精神压力。

’’春风不解禁杨花，濛濛乱扑行人面’’。

从今年春天起（指 2021 年 3 至 5 月）市场就利空不断。讨厌的信息犹如柳絮一般，也不管大家喜欢不喜欢，只管扑面而来，让人躲之不及。

然而，高台树色里，恰恰隐藏着希望和活力，只是需要智慧才能看见。正所谓“翠叶藏莺、朱帘隔燕，炉香静逐游丝转”。

阴阴高台里、绿绿信息中，藏着播报春天信号的小黄莺。挡住我们视线的门帘也挡住了衔着春泥欢欣雀跃的小燕子。

真正闻到味儿的 market 资本，已经追逐着超额利润释放的信号，无声无息的来了“炉香静逐游丝转”。

这种情况下，投资人应该怎么办呢？

晏相已经帮你畅想过了：喝喝酒睡睡觉，只要别盯着市场看。不管你担忧也好，恐惧也罢，时间都能帮你解决这些问题。

等你回过神来，会发现“一场愁梦酒醒时，斜阳却照深深院”。

时光冉冉，愁梦酒醒时，那朝着东北方向而去的阳线，自然而然就会击碎那“芳郊绿遍，翠叶高台”。一切都会改变。

喝酒干杯碎觉觉，刷刷读书旅旅游，等待斜阳覆盖你那忧愁阴郁的世界，这就是当下投资人可以做的、应该做的。

拳道：仿佛世间再大的忧愁，没有一觉解决不了的。

唐朝：如果有，那就睡个回笼觉。

2021 年 11 月 15 日

第1080篇. 2022.01.15 - 老唐实盘周记20220115

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.15

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 39%，洋河 21%，茅台 19%，分众 9%，古井贡 B6%，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	37102	473.40	3.63%
洋河股份	21%	4200±10%	<2100	5000	2322	154.10	-6.45%
贵州茅台	19%	30000±10%	<15000	35000	23453	1867.00	-8.93%
分众传媒	9%	①	<830	1980	1138	7.88	-3.79%
古井贡B	6%	1000±10%	<500	1150	490	113.60	2.34%
陕西煤业	6%	①	<1140	2500	1183	12.20	0.00%
沪深300						4726.73	-4.32%
上证指数						3521.26	-3.26%
2022/1/15	注:腾讯及古B股价为港币价,当前市值为人民币市值。今日汇率:					0.8157	

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,该比例也可能因每个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	34800	443.00	-3.02%
洋河股份	23%	4200±10%	<2100	5000	2482	164.68	-0.03%
贵州茅台	19%	30000±10%	<15000	35000	24395	1942.00	-5.27%
分众传媒	9%	①	<830	1980	1219	8.44	3.05%
古井贡B	6%	1000±10%	<500	1150	482	111.60	0.54%
陕西煤业	6%	①	<1140	2500	1177	12.14	-0.49%
沪深300						4822.37	-2.39%
上证指数						3579.54	-1.66%
2022/1/8	注:腾讯及古B股价为港币价。今日汇率:					0.8176	

收益

本周实盘净值无涨无跌,平静如水。2022 年内收益依然是-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	-4%	7.25	8	28%	-5.20%	2.13	9.91%
2022/1/15	-2%	7.10	8.04	28%	-4.32%	2.03	9.21%

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,年化收益数据略有低估。

老唐实盘滚动三年期收益率

从本期开始，新增实盘滚动三年期收益率数据，供能够以三年视角看待投资的朋友参考👉

滚动三年期	起点净值	三年后净值	累计收益率	年化收益率	HS300累计	HS300年化
2014初-2016末	1.00	2.25	125%	31.04%	42%	12.40%
2015初-2017末	1.62	3.65	125%	31.04%	14%	4.41%
2016初-2018末	1.83	2.99	63%	17.69%	-19%	-6.66%
2017初-2019末	2.25	4.55	102%	26.41%	24%	7.42%
2018初-2020末	3.65	7.55	107%	27.45%	29%	8.99%
2019初-2021末	2.99	7.25	142%	34.26%	64%	17.89%
2020初-2022末	4.55					

我的估值目标是三年获利 100%，即实现年化收益 26% ($1.26^3=2$)。

目前看实盘六个三年周期里，有一个三年期（标红行）年化收益率 17.69%，没有实现目标。其他五个三年期均超越目标。

令人惊喜的是，刚刚过去的三年，是很多人感受的所谓很难赚钱的熊市。可是数据告诉我们，无论是沪深 300 指数还是老唐实盘，这是所有滚动三年期里收益率最高的三年。

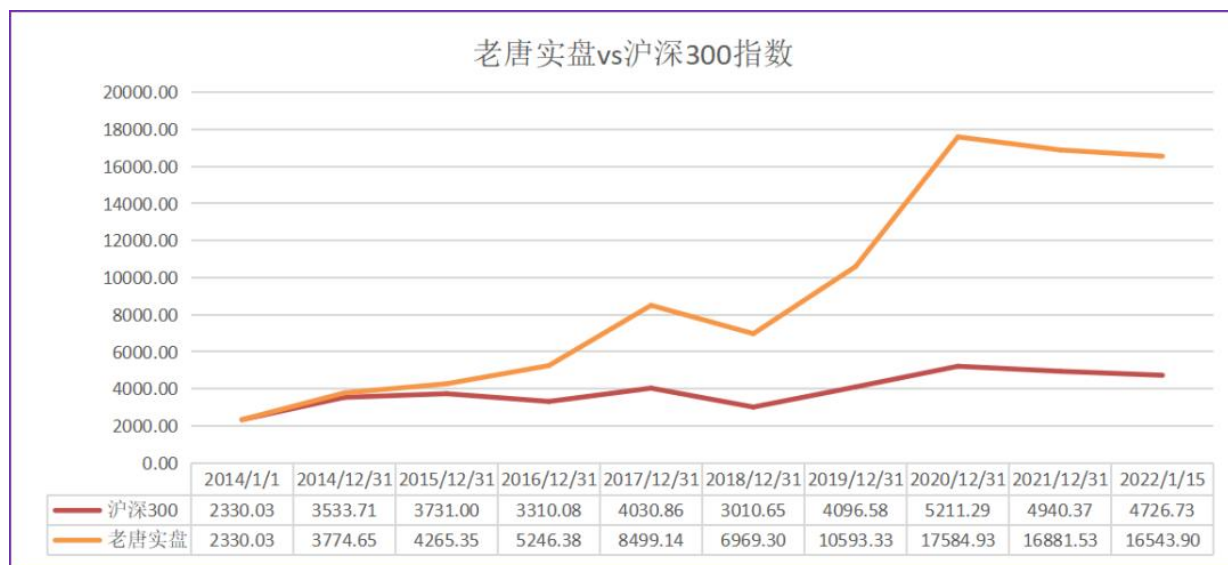
没想到自己的感觉，和真实数据落差这么大吧？😁

下一个三年期，需要 2022 年末净值达到 $4.55 \times 2 = 9.1$ ，才算实现了三年翻倍的目标。

也就是说 2022 年年实盘收益率需要 $\geq 25.5\%$ 方能实现目标： $9.1/4.55-1=25.5\%$

市场先生会让老唐如愿吗？时光如梭，一年时间很快的，咱们年底揭晓答案👉

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或基金，都有**腰斩**的风险。

请坚持独立思考，万万**不可依赖老唐的判断或行为**作出买卖决策。切记切记。

重要事项

本周重要事项：

- 腾讯回购及金控部门分拆传闻：老唐认为分拆传闻大概率属实。

- 茅台千元级新品茅台 1935 重磅上市：填补了千元级产品空挡。
- 古井贡发布理财公告，顺带谈谈洋河：谈谈亘古不变的人性和股市捡钱秘籍。
- 陕煤 2021 年产销数据：量微增，价大涨，2021 年业绩确定大涨。
- 冒充唐书房的李鬼被团灭，大快人心。

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. 腾讯回购及金控部门分拆传闻。

本周五个交易日，除星期三股价上涨太多无法实施回购，其他四个交易日腾讯均实施了回购——港交所对企业回购价格的规定是“回购价格不得超过最近五个交易日平均价格的 105%”。

本周回购累计耗资约 7.74 亿港元，回购 167.14 万股，回购均价约 463.3 港元，其中最低回购价 442.6 港元，最高回购价 477.4 港元。

这事儿没啥好再评论了，说过很多次。就希望股价一直低迷到 2 月 22 日吧，大概还有二十来个交易日，让我们的腾二亿再花出去四十几亿呗——董事会 3 月 23 日召开，之前一个月不允许回购。

本周有媒体报道，说腾讯的金融部门很可能被分拆成单独的金控公司，以利于央行实施监管——这个传言，我认为落实的可能性很大。

就像蚂蚁集团首先成为阿里的全资子公司，然后再引入外部投资者，最终独立上市一样。腾讯的金融部门，可能也是单独首先成立金控子公司（不排除分拆时就一步到位引入国有资本参股），以独立的法人主体接受央行及银保监会监管，最终甚至可能单独分拆上市。

这条路即符合监管要求，也利于腾讯金融业务的长远发展。只是分拆过程中，阵痛可能是难免的，毕竟一者腾讯的金融业务分散在很多部门，技术和资源的整合及利益的划分都是庞大的工程；

二者成为单独的金控公司，涉及到对外投资规模要受金控公司监管条款限制。这个分拆计划，或许是腾讯分派京东和减持冬海最合适的解释。

目前腾讯旗下全资及控股子公司的金融业务主要包括：财付通（微信支付、QQ 钱包）、理财通、腾讯自选股、腾讯微证券、基金销售（腾安基金）、信用卡还款、手机充值、微保、保险经纪、保险代理、微粒贷、香港虚拟银行等。

另外腾讯还持有的多家金融及金融科技公司股权，比如微众银行 30%（银行），富途证券 22.8%（证券），水滴筹 21.1%（筹款平台），联易融 13.6%（供应链金融公司），众安在线 10.21%（保险），易鑫集团 7.57%（汽车金融贷款），长亮科技 6.67%（金融机构 IT 服务），中金公司 4.48%（投行）……及部分境外金融类企业公司持股。

如果组建单独的金控集团，这些都是需要打包进入金控集团的资产。也就是说，这些原来由腾讯或腾讯某子公司持股的全资、控股子公司及联合营企业、金融资产，将归入腾讯下属金控子公司统一持有和管理。

由于央行的《金融控股公司监督管理试行办法》第九条规定“成为金融控股公司控股股东或实际控制人”应当满足“权益性投资余额不超过净资产的 40%（合并财务报表口径）”的条件。

按照 2021 年三季报口径，合并报表里净资产约 9300 亿出头，权益性投资余额大约 8150 亿。

这 8150 亿里，剔除上述金融类股权投资（这些是要投入金控集团的，不确定是否还需要计算在上述 40% 范围内），其他股权理论上说需要减少至 $9300 \times 40\% \approx 3700$ 亿以下。

腾讯股权投资的账面余额虽然只有 8150 亿，但实际有约 7000 亿隐藏价值——主要是上市的联营企业股权市值和账面值之差。

这意味着腾讯的理论上限，可能将市值万亿左右（8150-金融类股权账面值+7000-3700）的上市公司股权，通过分派（京东模式）、卖出（冬海模式）、回购（正在进行式）或现金分红的方式处理。

这样，腾讯在游戏、社交、数字业务、网络广告及企业服务等业务保持不变的情况下，仅因为金控集团单独设立子公司的行动，就可能导致腾讯将历年投资成果，团成一个巨大的金蛋，通过分派、出售、回购或现金分红方式，在很短的时间里（估计就一两年内）回馈给股东。

这是腾讯 2022 年继续下跌的完美理由？还是腾讯 2022 年轰轰烈烈上涨的源动力？究竟是哪种情况？

只见台上那个胖子反手一摸，从腰中摸出一块硕大的惊堂木，啪嗒一声拍在桌上，口中念道：咱们且听~年底分解😂

2. 茅台千元级新品茅台 1935 重磅上市。

本周，茅台正式发布市场期待已久的新品牌茅台 1935。



据市场传言说出厂价是 798 元/瓶，指导零售价则有 1199 元/瓶，1299 元/瓶、1399 元/瓶三种说法，暂时没有看到官方准确信息。

茅台 1935，是近十年来茅台最重要的新品牌，也是茅台系列酒里唯一一个以“茅台”冠名的产品，其产品源头来自酒圈内口碑非常好的遵义 1935（其基酒可能大部分是茅台酒基酒）。

以后，茅台酱香系列酒的基本框架就是：茅台 1935 主打千元以上，汉酱主打 500 到 1000 元区间，茅台王子主打 500 元以下。迎宾和仁酒逐步边缘化，三茅一曲（赖茅、王茅、华茅、贵州大曲）定位为地区性产品。

另外，本周又有消费税传言涌出，据说是某日白酒股大跌的原因。这个由头，年年都来那么一两次，

我没关注。

我的观点一直就是：白酒消费税从生产端移至消费端征收（提高税基、实现加税目的）是必然趋势，一定会来，区别只是何时来而已。

加税这个行为，最终对企业影响多大？我的判断是，对茅台几乎没有影响，对包括洋河古井在内的其他酒厂或多或少都有负面影响。具体程度要等征收细则出来以后才能判断。



唐书房 > 2019/10/11

高端白酒消费税改革不是新话题，过去几年时不时就会沉渣泛滥，被市场拉出来炒作一番。对这个问题，我多次在书房回答过，基本观点就是“加税概率很大，对具体企业影响要看方案”



郭恒在

上一篇看到一个问题白酒如果被加收消费税的话怎么办？您的回答是加税概率很高，那么您的白酒仓位这么高，真加税的话，您是认为影响不大，还是有其他应对？

2019-08-24 16:19:04

你的回复

对茅台影响不大，对洋河和古井会有一些影响，具体要看细则。

不过，以我的推测，白酒消费税改革方案在一两年内出台的概率几乎为零。这种谣言，听听就好了。我的详细观点和 2019 年时没有变化，感兴趣的朋友可以直接向书房发送“消费税”提取。

3. 古井贡发布理财公告。

古井贡发布闲余资金理财公告，本来是个不重要也不需要谈论的话题，但因为本周洋河没啥重要的事情要谈，而很多人却（因为股价下跌）非常关心洋河，希望老唐聊聊。我就借古井理财话题谈谈洋河吧。

本周三，古井贡酒发布公告称，公司近日使用闲置募集资金购买了银行理财产品，投资金额为 4 亿元，起息日为 2022 年 1 月 5 日，到期日为 2023 年 1 月 5 日，预期年化收益率为 2.1%。

注意这个 2.1%。这就是我之前说的洋河投信托的原因。

投信托，大致收益率在 8% 上下，而银行理财收益率在 2% 出头。洋河这台印钞机依赖白酒主业，源源不断地产生现金，这几年闲余资金基本都在一两百亿规模。

买信托和买银行理财，年度收益率差 6% 就可能差十几亿。为了这个十几亿的收益，冒一定的风险是我认为是值得的，因为投资本就是衡量风险性价比的活动。

事实上截止今日，出现延迟兑付的（不是归零，是目前无钱兑付，但信托公司控制了土地和房产）也就 0.76 亿。

截至目前，即便没有任何新的回收，洋河累计还有恒大未到期理财产品五六亿，以及其他地产信托产品合计大约十六亿。

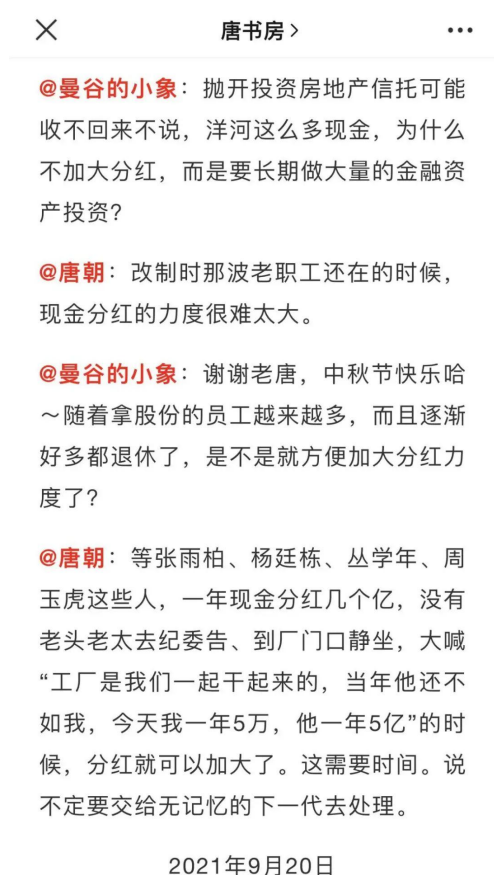
不要说这些不会全亏，就是真亏 20 亿出头，它也无法否定洋河这几年投信托的决策。

毕竟每安全投资一年，就意味着十几亿净利润。投资几年遇到一个黑天鹅，这账是算得过来的。

至于为什么不投股票，为什么不回购，为什么不现金分红……提这些问题的朋友，出发点是好的。而且，我也认同投股票、回购、现金分红都优于投信托。

但我想那些做决策的人，主要还是担心，万一股票跌了，那些一身正气的人又出来质问，“为什么要买股票，你不知道股票是高风险投资行为吗？”做事的人，就是这么难 😊

至于现金分红的局限，我之前回复过，直接截图吧。



总之，做任何事都可能被指责。指责的角度不同，表述方法不同，但一身正气的姿势都是一样的。

同样，股价跌了，也有人指责老唐，要老唐给个解释：为什么要给洋河那么高的估值，为什么要持续看好洋河？

哭笑不得 😊，我给个毛线解释，我欠你的咩？也真心是搞笑啊！

另一个常见套路，是拿老唐喜欢的洋河与不喜欢老唐的老窖对比，用以鄙视老唐水平差。

没错，老唐是 2015 年 8 月底首次介入洋河的，从那天开始至今天，洋河只涨了 186%（后复权，下同），即 1 元变 2.86 元，年化收益率 18%。

同期泸州老窖是 1 变 8.04，年化收益率 39%，老唐的选择大大落后了，水平的确很差。

问题是，①我从来没说过我水平高。我一贯提醒我持有的任何股票都可能腰斩，我的水平相当一般，我只是告诉你我是怎么想的，怎么做的，从没说过我一定是对的，对吧？

②老唐重仓持有茅台，同期 1 变 9.05 年化 41.6%，比老窖高啊！鄙视老唐的人马上说，别就会吹个茅台，不算茅台看看 🤔

好，不算茅台，茅台是老唐撞大运。但我“精挑细选”，用来下注中端崛起的洋河（结果中端没崛起）年化也有 18%，比 A 股市场绝大多数股票回报高吧？

不知道这些鄙视老唐的人，2015 年 9 月至今年化收益率超过 18% 了吗？

③如果你原封不动抄老唐的作业，我们不谈 8 年年化 28%，也不说最近三年年化 34%，就说 2021 年亏 4%，2022 年前两周亏 2% 的“成绩”，也还是跑赢指数，跑赢市场绝大多数人的吧？

如果你是因为单独选了只洋河抄而导致的气急败坏，那算是老唐蠢呢，还是你蠢呢？公平点说，可能算老唐蠢，质问者蠢 plus。承认不？🤔

④我记得以前留言区里回复提问时，说过但凡你持有的股票就会特别惨。真不是玩笑，这是因为你持有，你特别关注，你的眼睛离屏幕太近造成的必然结果。

今天，抱怨洋河跌得猛的人，可知道 2022 年的两周内，洋河妥妥地是白酒股“涨幅榜”第四？😏

那些鄙视老唐没买老窖五粮液酒鬼汾酒的人，真要是拿了老窖五粮液酒鬼汾酒的股票，每天的日常还是忙着骂人，只不过骂的是另外一个人罢了💪

股票	关注	白酒	围观	中签	基金	三
了 筛选						
			最新价	年初至今		
古井贡 B			113.60	+2.34%		
SZ 200596						
金种子酒			16.16	-4.44%		
SH 600199						
青青稞酒			19.70	-6.15%		
SZ 002646						
洋河股份			154.10	-6.45%		
SH 600291						
五 粮 液			207.20	-6.94%		
SZ 000858						
老白干酒			25.74	-7.87%		
SH 600559						
贵州茅台			1867.00	-8.93%		
SH 600519						
伊力特			24.68	-9.00%		
SH 600197						
今世缘			49.33	-9.32%		
SH 603369						
口子窖			64.08	-9.58%		
SH 603589						
金徽酒			34.77	-9.95%		
SH 603919						
顺鑫农业			34.38	-9.95%		
SZ 000860						
水井坊			107.38	-10.51%		
SH 600779						
泸州老窖			227.15	-10.53%		
SZ 000568						
迎驾贡酒			61.07	-12.07%		
SH 603198						
山西汾酒			275.90	-12.63%		
SH 600809						
舍得酒业			198.00	-12.89%		
SH 600702						
古井贡酒			208.29	-14.64%		
SZ 000596						
酒鬼酒			180.41	-15.10%		
SZ 000799						
+ 添加股票				自选新闻		

⑤ 分享一段巴菲特致合伙人信的内容给大家。

分享它，是因为这段写于 56 年前的文字，居然可以一字不改地用在今日。经典的力量啊！不服不行🙏

沃伦·巴菲特

在道琼斯指数从2月份995点高位跌至5月份865点之后，有几位投资人打电话给我，认为股票将会进一步下跌，建议我卖出持股，等未来市场走势更明朗以后再买入。

这让我想到两个问题：

（1）如果他们2月份就知道5月份道指会下跌到865点，为什么那时不告诉我，以便让我保住合伙基金的胜利果实呢？

（2）如果2月份的时候他们不知道未来三个月会发生什么，那5月份的时候他们又怎么会知道呢？

我的回答是：（1）未来对我来说，从来都是不明朗的（如果你可以看清未来几个月或未来几个钟头的走势，请一定来电告知我）；（2）从来没人在道指上涨百点以后，打电话提醒我市场未来走势会是多么地不明朗。

如果我们基于猜测和情绪，来决定是否继续持股，那我们就完了！我们不会因为某些占星家预言股价将继续走低（即使这些预言有时是正确的），就出售我们持有的股票。同样，我们也不会因为某些专家认为股价将继续走高，就买入那些据说要涨的股票。有哪个企业老板会因为别人关于股价的预测而买卖自己的企业呢？

其他人给你的股票提供报价，这是好事儿。如果出现高的离谱或低的离谱的报价，好好利用它赚一笔就是了。其他时候，不要让报价影响你的判断，不要让市场的存在成为你的负担。这是十几年前本杰明·格雷厄姆在他的《聪明的投资者》第二章里阐述过的理念。我认为，在投资理念方面，没有其他内容比这段话更重要了。

摘自#1966 / 2022.01.15

老唐注：这不是巧了吗？昨晚留言区里也碰到和56年前巴菲特面对的问题。这段写于1966年7月12日的回复，盖住日期仿佛就是写给今天的。

经典的力量，能穿越时空，恰恰是因为在亘古不变的贪婪和恐惧交替驱使下，股市其实没有什么新鲜东西，只是一遍又一遍地重复那些送钱的故事，老掉牙了。所以，答案也老掉牙了。

4. 陕煤 2021 年产销数据

本周陕煤披露了 2021 年度经营数据。

运营指标	单位	2021 年		2020 年		同比变化 (%)	
		12 月	累计	12 月	累计	12 月	累计
煤炭产量	万吨	1,130.10	13,587.60	1,180.88	12,535.63	-4.30	8.39
煤炭销量	万吨	2,114.02	26,424.07	1,657.75	24,160.50	27.52	9.37
其中：自产煤销量	万吨	1,133.51	13,428.91	1,181.57	12,387.19	-4.07	8.41

关注意义不大。

年度自产煤销量增加了 8.41%，同时我们知道年度煤价是大涨，所以 2021 年度业绩也是大涨，足够了。

5. 冒充唐书房的李鬼被团灭，大快人心。

最后给大家分享个好消息：本周在某不愿意披露身份人士的帮助下，所有冒充唐书房的李鬼公众号，被一网打尽，全部封号 🙏

冒充他人	唐书房选股 (gh_7a68ee4778ac)
冒充他人	唐书房午评 (gh_043a55b1ee7c)
冒充他人	唐书房看市 (gh_369c02e3d0e5)
冒充他人	唐书房实盘 (gh_6a294c54d442)
冒充他人	唐书房复盘 (gh_27bc6e8206a7)
冒充他人	唐书房看盘 (tangshufangkanpan)
冒充他人	唐书房说股 (gh_787cce954887)
冒充他人	唐书房投资 (gh_12c90721d099)
冒充他人	唐书房禾 (gh_72a5cab554bc)
冒充他人	唐书房技术分析 (tsf1166877)

想着这些骗子维护了一个庞大的骗子矩阵，突然一下全没了，实在过瘾，不亦快哉，不亦快哉！😂

感谢这位朋友的帮助。阻止大量新人受骗，这是胜造七级浮屠的大善事，感谢感谢 🌹👉

本周运动

本周跑步 3 次，单次 10 公里；室内单车 2 次，单次约一集电视剧时间；陪我家领导湖边散步 1 次 5.5 公里。



周六同口径除皮净重 85.6kg，环比上升 0.3kg👉——175cm。

祝朋友们周末愉快😊

第1081篇. 2022.01.17 - 书房拾遗第43期

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.17

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 43 期。



唐朝：哈哈，好可惜，昨天发技术分析的那篇的文章的时候，没翻出来 2016 年元月的这条帖。

这么有趣，没收录在 [《技术分析专辑》](#) 里，实在遗憾。亡羊补牢，捞起来逗大家一乐。

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……

yeeyoung: 还有在跟别人吹牛或装那啥的时候，显得很厉害。

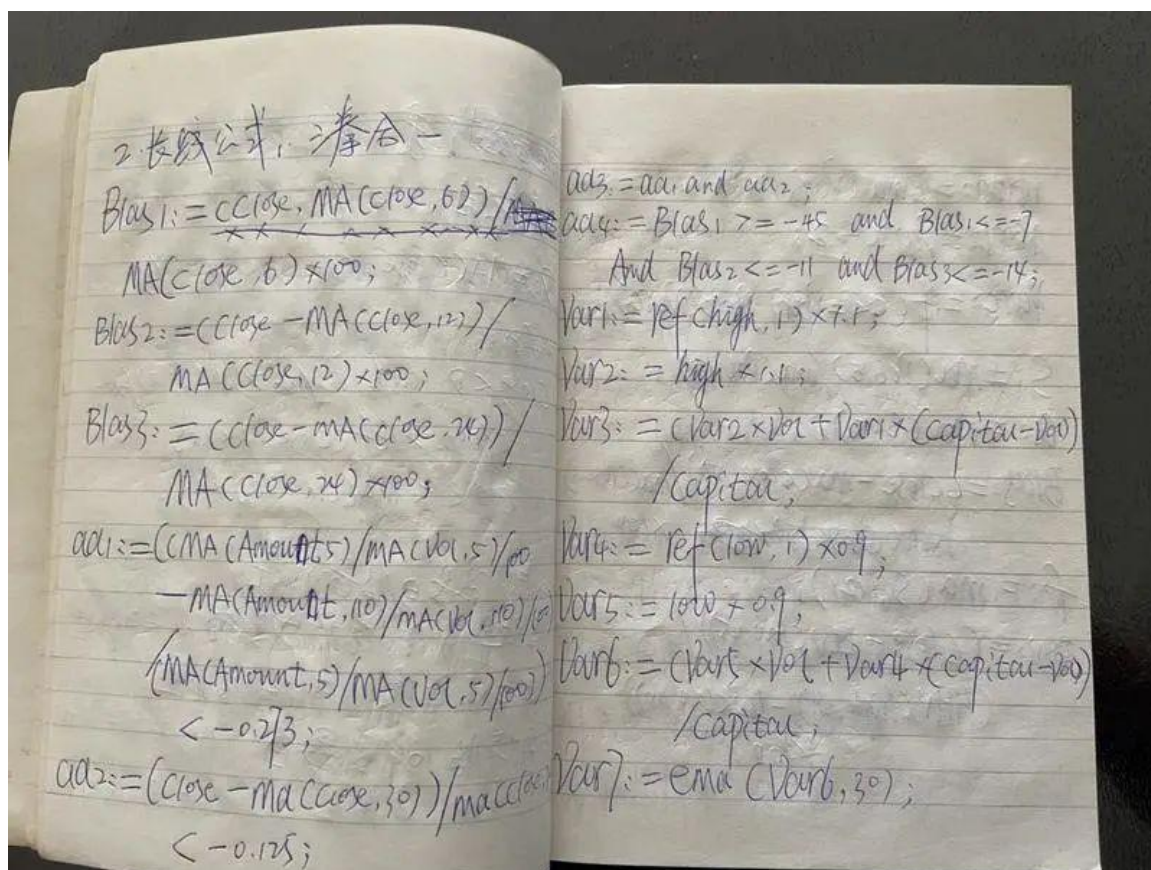
Soleil: 哈哈，技术分析有害之处在于它有时候是有效的，价值投资有益之处在于市场有时是无效的，绕口令一样。

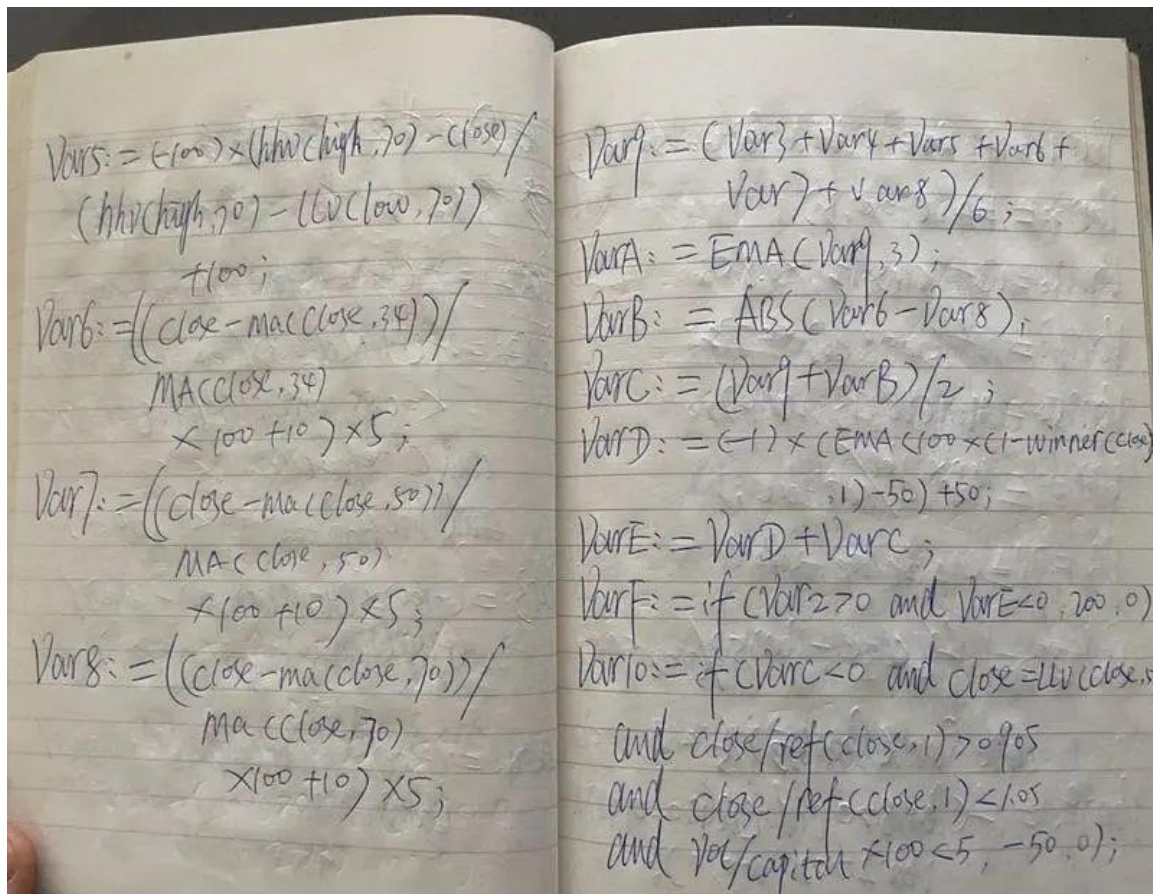
IE: 就像马克吐温说炒股一样：“十月是投资股票最危险的月份之一，其他危险的月份是七月、一月、九月、四月、十一月、五月、三月、六月、十二月、八月和二月。”

2021年11月16日

唐朝: 不开玩笑，电脑小白，对编程一窍不通的蠢唐，当年为了发现点石成金术，真的苦学苦练并沉迷过神秘的选股公式、买卖点报警公式之类的高科技……

现在忘的一点印象都没有了，翻开自己的旧笔记本，和读天书一样。随便拍两张来看看。





bp: 要是懂电脑熟编程，可能已经走上了量化致富的康庄大道吧？

Mr. chen: 老唐是被价值投资耽误的技术分析大师。

阳光: 请问唐师印象中在电脑上运行过这个神秘公式吗？

唐朝: 岂止是运行过这个，我至少运行过数百种神秘公式，并且将各种不同阶段有效的公式修正、叠加、拟合，反复在不同的时期运行并记录结果。当然，你懂的，最终=然而并没有什么 X 用……

孙湛: 走偏门都走的那么勤奋。

唐朝: 紫霞: 不愧是我看上的男人，逃命都逃的那么帅。

K. J: wow, 清晰看见一个认真执拗的青年以不信老子搞不懂的精神在研究原子弹。

巴菲唐施洛: 老唐这种认真的人，学习什么都会刨根到底。

CC: 三拳合一，这是武功秘籍啊！这和西边的“三拳分立”拳法是泾渭分明的两个路数。

2021 年 11 月 16 日

Qian: 请教，粽子里边一项产品，全部出售变现后，是必须进其他综合收益，还是进利润？

唐朝: 如果是该项资产是股权（也就是记录在报表里“其他权益工具投资”里的粽子），出售变现后，只影响净资产，不进利润表。除此之外的其他粽子（也就是债权类的粽子）出售后计入当期利润。

2021 年 11 月 16 日

强风吹拂: 求教: 1964 年致合伙人信中，巴菲特把合伙公司的投资从三大类（低估类、套利类、控制类）增加到了四大类，多出来的新一类是从原先的低估类投资中分离出来的，叫做相对低估类。

低估类和相对低估类的不同之处在于，低估类是基于资产的清算价值估值的；而相对低估类是大盘股，按照市场估值标准来估值的。因此相对低估类，会因为股市整体估值标准的变化而导致风险。

不过，巴菲特还是将这类资产独立了出来，他说因为“我们最近开始应用一个方法，有望显著削弱这种由于估值标准变化而导致的风险”。

我的问题是：这种方法是什么呢？是采用了其他投资工具对冲吗？

唐朝：这个问题，我之前理解的是指 1964 年介入的美国运通案例。

因为在 1966 年的致合伙人信里，巴菲特曾经单独用“Generals-Relatively Undervalued（相对低估类投资）”为小标题，阐述过这类投资，原文如下：

“1966 年，相对低估类投资创下了有史以来的最佳业绩。其收益主要来自于一项投资。此项投资是合伙基金 1965 年和 1966 年的最大单项投资，其业绩大幅超越了自 1964 年介入至今的市场平均收益。我认为它在未来 3-4 年内取得超额收益的可能性也非常大。这只股票的非凡吸引力和相对确定的收益使我在 1965 年 11 月为合伙基金新加入了一条“基本规则”：允许持有单只股票不超过合伙基金资产的 40%。

这段话可以 100%地确定，指的就是因为色拉油丑闻而介入的美国运通案例。

所以我认为 1964 年信里新增的“相对低估类”，意思就是指这种投资对象不是过去一直玩的、按照清算资产的角度考虑下的低估。而且由于体量比较大，自己也没有能力持续购买成为“控制”。

因此，巴菲特采用了“另外一种估值方法”，指不再按照烟蒂股清算思路去考虑，而是认为未来会有资本因为企业的盈利能力而买入股票推高股价——就像一直以来依赖的“产业资本会因为市值远低于重置资本而买入股票推高股价”一样，让自己实现高抛退出。

但后来经书房老朋友@王冠亚 提醒，发现或许是我脑补过头了，巴菲特在 2008 年股东大会上答过这个问题——谢谢冠亚👉

2008 年股东大会问答原文是这样的：

17、多空策略并不是一个赚钱的好方法

股东：嗨。我的名字是亨利·帕特纳。我来自新加坡，。

在您以前的一封信中，您——您在1964年的合伙信中——介绍了第四种投资方法，称为“相对低估类”。

在您的描述中，您说：“我们最近开始实施一种技术，它有望极大地降低估值标准整体变化带来的风险。”

“我们以市盈率12倍的价格买入股票，而以市盈率20倍卖出可比公司或质量较差的公司的股票，但随后发生重大估值重估，导致后者仅以市盈率10倍的价格卖出。”

这种技术是配对交易吗？如果是的话，你是如何考虑和计算多头和空头的比例的？

巴菲特：是的。我不记得我们早在64年就开始了，但肯定在60年代我们做了一些，当时是以一种非常普遍的方式，现在会被称为配对交易。这是一种被许多对冲基金使用的技术。也许还有其他人，他们做多一种证券，做空另一种，他们经常试图把它们限制在同一个行业或什么的。

他们说，与雪佛龙相比，英国石油相对更有吸引力，反之亦然，所以他们做多一个，做空另一个。

实际上，这种技术是由本·格雷厄姆在20世纪20年代中期首次使用的，当时他有一个对冲基金，通常——我一直读到的文章都认为A.W.琼斯在40年代末首创了对冲基金的概念，但本·格雷厄姆在20世纪20年代中期就有一个——他实际上参与了配对交易。

他发现这个方法的效果一般——非常一般——因为他五次中有四次是正确的，但他错的那一次往往会扼杀其四次正确的成果。

123/603

按这段回复，当年的这个“一个方法”没那么复杂，指的就是多空对冲，或者叫配对交易：在同一行业里做多优质的、低估的，同时做空劣质的、高估的。

不过，在这个回复里，巴菲特其实是否定了这种“方法”的有效性。他说这方法最早是格雷厄姆发明的，但实际操作的效果很一般，往往是五次里面对四次，但四次赚的钱不够错的那次亏。

上面的图没有拍全，在后一页里巴菲特还接着说了：当时我们用这方法的确赚了一点小钱，但那方法现在已经不适合我们了。现在的资管机构推荐的那些所谓多空对冲策略“基本上就是一堆没用的东西”。

2021年11月18日

wangyin: 康美的判决，独董这块感觉有点过了。独立董事的主要职责是提供战略咨询，而不是财务风控。

唐朝: 没过，很合适。这些很明显的造假，是几位教授有能力或应当有能力识别的造假，这种情况下无条件签字，就应该酱紫判。判的很合适！

2021年11月20日

roy: 唐老师，投资需要学经济学吗？

唐朝: 尽你所能，阅读一切——沃伦·巴菲特。

2021年11月20日

郭Livermore: 唐老师为什么不参与新能源行业的股票投资？

唐朝：主要是不懂。我懂的东西很少很少，不懂的东西很多很多。

2021 年 11 月 20 日

笑熬浆糊：芒格说人不到四十不会做真正的价投，我个人认为指的可能是：1、不到这个年纪，大多数人可能还不能真正地认识自己，了解并承认个人的局限，学会遵从内心。

2、可能还没有集齐足够的阅历和知识储备来分辨善恶、真假、好坏，以及好生意。

3、可能还没有学会用别人（当事人）的角度来思考问题，进而使用这个根本方法和逻辑，相对准确地理解历史、社会和人的行为。

老唐，以上有没有问题？或还有哪些补充？

唐朝：这个别太认真，大致的意思是说真正理解投资，需要时间和阅历。非要较真 40 岁这条线的话，巴菲特、芒格、施洛斯一众师兄弟，都是远远不到 40 岁就成为价投的。

2021 年 11 月 20 日

W...J：手财所有知识点，价投实战里估值方法我全部做成了电子表格，一个科目一个科目列，然后医药，新能源列了遍，发现都在高估区域，是不是我哪里弄错了。

唐朝：我不知道，判断不出来。而且我有点不相信你能估所有行业所有企业。

W...J：没有全部，只看了阳光电源，锦浪科技，药明康德，凯莱英。不过始终没法深入，只是简单根据手财的各个科目解释及关注点列，估值按三年复合增速 30% 然后 25 倍，目前的市值相较很高了。

唐朝：这样的“估值”，你自己敢信吗？

2021 年 11 月 20 日

super wind：老唐，用 DCF 模型估值的时候，这个自由现金流应该用财报里的哪个数据？

唐朝：DCF 是个思维模式，不是一个计算方法。如果用它去做计算，不管用哪个数据，得到的都是精确的错误。

2021 年 11 月 20 日

打断瑶妹狗腿：想问下腾讯如此低估，怎么就不涨呢？难道市场先生看不到，基金经理和机构难道也不懂吗？

唐朝：这是市场常态，随时随刻不在这只股票上存在，就在那只股票上存在。

2021 年 11 月 20 日

葛涛：唐师，看新闻读业绩白酒销售都在增加，可为何身边的酒水店却越来越难？

唐朝：大概是因为白酒企业和酒水店，是天差地别的两类企业吧。

2021 年 11 月 20 日

Xu. zeng：唐师您好，您的《价值投资实战手册》一书多处提到“市场无风险利率”一词，我百度了也没理解，请您解释一下行吗？

唐朝：无风险利率或无风险收益率，通常取值十年期国债利率或 AAA 级企业债券利率。简单一点的办法，就是在货币基金或银行类似理财产品收益率上加一点点就可以了，无需特别精确。

2021 年 11 月 20 日

静息风影：唐老师，请问有靠谱的投资刊物推荐吗？

唐朝：很多年不读杂志了，以前喜欢看《新财富》《董事会》《财经》《证券市场周刊》《商界》《销售

与市场》……

2021 年 11 月 20 日

贝巴索森：老师，一个公式是资产=负债+股东权益，还有一个是资产=负债+股东权益+收入—费用这是为啥呢？

唐朝：这其实是同一个公式的不同表达。后面那个公式的“股东权益”改成“期初股东权益”，就不容易引起误解了。

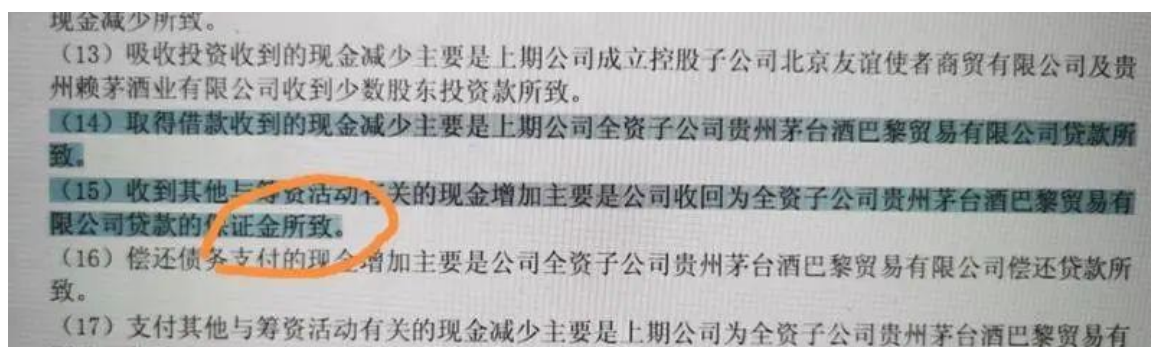
2021 年 11 月 20 日

刘志桐：唐师，如果所在公司上市，员工可以买股票，算是给员工的福利吗，或者什么情况下是，什么情况下不是？

唐朝：这个没有一刀切的答案。

2021 年 11 月 20 日

宋强：看下面这两段话，好像贷款还要交保证金。我有点不明白，我就是因为没钱才贷款，拿什么交保证金？



唐朝：银行非常常见的操作。放贷款的同时拉存款，降低了实际贷款额，提高了真实贷款利率。

WDS：没看懂，怎么提高贷款利率？

唐朝：你获得银行贷款 100 万，利率 5%。但同时要求你存款 30 万，存款利息 2%，你实际贷款多少，成本多少？

澎湃：多少多少，到底多少，哈哈。老唐说投资只需要具备小学数学水平，但是现在小学数学还真有点难。

唐朝：你一年支付 5 万利息，收到 0.6 万利息，实际使用资金 70 万，所以，你的贷款利率是 $4.4/70=6.29\%$ 。说这个是小数学，不算夸张吧？

2021 年 11 月 23 日

巍：老唐好，隆基股份的文章快出来了吗？

唐朝：先说结论：我排除。文章嘛，码不码再说。

2021 年 11 月 23 日

那木拉：老唐，今天分众的会上江南春说分众传媒的合理市值在 1400 亿~1500 亿之间，跟你说的 10 左右的发行价会比较合理基本吻合。你俩是不是碰过头了？

唐朝：高度怀疑江总潜伏在书房哇！

2021 年 11 月 23 日

亮：我感觉洋河远不如茅台，为啥你要买洋河呢？

唐朝：因为我不信你的感觉。我不会将我的财富、我的命运、我家庭的命运交给你的“感觉”。

2021 年 11 月 23 日

Gb：老唐在陕煤 10 块的时候发文分析并给予最高 15% 的仓位，有人因此在 15 元满仓杀入并然后觉得被老唐坑了。开始觉得老唐挺冤的，但想想还有人认为老唐推荐海螺，也就不觉得冤了。

唐朝：有些送财童子，只是需要找个背锅侠，避免怪罪自己。

无论你说什么，都会有人怪罪你的。甚至你什么都不说，也一样会有人怪罪你的。表达观点时如果在乎这些，人不累死也会秃死🤔

2021 年 11 月 23 日

Shikai：请教唐师，上市是为了融资，但是发现有些公司并不缺钱，上市后的现金分红远远大于融资，这如何理解？

唐朝：首先要拆穿一个常见话术：“现金分红>融资”。这是媒体常见的吸睛伎俩。

这俩数据放一起比，属于偷换概念，因为融资是从二级市场股东手中拿钱，但分红是给全体股东的。

上市发行 25% 股份，融资 100 亿，然后分红 200 亿，现金分红远远大于融资吧？

然而，上市前的股东（大股东或原始股东）得到了其中 150 亿，付出 100 亿资金的二级市场股东只拿回 50 亿。这个融资有没有意义？

当然有，至少对大股东（或原始股东）意义重大。

其次，上市除了融资之外，也确实还有其他作用，比如优化治理结构，扩大公司知名度，提升公司形象，便利公司商业活动，不花广告费获得免费的财经报道，便利实施股权激励，便利对外收购……等。

所以即便是真的“给二级市场股东的分红>融资额”，也正常。

2021 年 11 月 23 日

高山：老唐，腾讯财报，购股权归属期和行使期老是不理解，能否举个简单粗暴例子说明一下？

唐朝：归属期可以理解为这部分购股权对应的费用在哪几年的财报里分摊，是站在公司角度说的。行使期指员工什么期间段内可以以约定价格买，是站在员工角度说的。

高山：非常感谢老唐回复，这个问题困扰了我很久，百度也找不到！

2021 年 11 月 23 日

Mr. 亮：老唐，您认为腾讯游戏国内部分未来有天花板吗？如果有，天花板在哪？

唐朝：天花板肯定有，不可能是无限的。只不过我也不知道它在哪儿。

2021 年 11 月 23 日

轻轻微笑：茅台的货币资金通过财务公司拆出资金到其他银行，利息收入是不是有 49% 被集团拿走了呢？

或者说财务公司那 49% 的股权占了上市公司的便宜，能这样理解吗？

唐朝：可以这么理解。当然，实际上财务公司也吸收茅台集团及集团下属其他子公司资金，这些钱带来的息差，股份公司也有 51%。

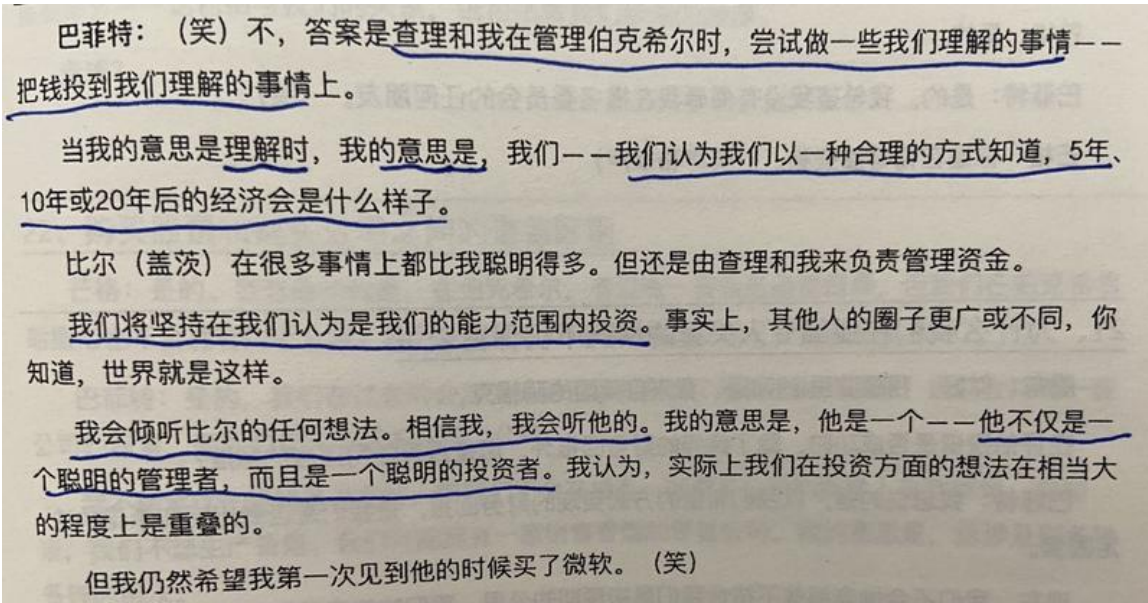
只不过，由于集团及其他子公司的钱远少于股份公司，所以你这么理解也没有错。

2021 年 11 月 23 日

第1082篇. 2022. 01. 20 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（14）图文版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022. 01. 20

本系列已推送文章，请点击[#经典陪读](#)



唐朝：无论那个发帖的胖子历史记录有多好，熬的鸡汤有多可口，我一定要经过自己的思考，坚持只投我能理解的东西。

所谓理解，就是我能想的出来这家企业十年后的样子：还在不在？还在挣钱不？挣得会比现在多还是少？

2021 年 10 月 20 日

现在，我们不会抛弃那些不符合我们最初预期的公司。我们的年度报告后面有一节是关于经济原则的。我忘了是哪一个。不过应该在比较后的地方。

但我们说，查理和我有这种怪癖——商学院会说这种怪癖是错误的，因为如果我们有一家短期表现不佳的企业，我们可以把它卖掉，然后把资金放到其他地方获得更大的回报——我们不会这么做。

我们说，如果一家企业将永久亏损，我们将摆脱它。如果它在一段时间内遇到重大的劳工问题，我们也可能会摆脱它。但我们不打算进行所谓的“金拉米式管理”（gin-rummytype management，扑克的一种玩法），即拿起一张牌，扔掉另一张牌。

因此，我们不会——如果一家企业让我们失望，如果不是因为劳工问题，但我们喜欢那里的人，我们就不会摆脱它——但我们也不会不断地投入资金。当商学院理论和管理理论说要摆脱它，然后去做别的事情时，我们却会继续留在那里。

我们不反对这样做的人。只是我们不想过那样的生活。即使我们拥有伯克希尔100%的股份，我们也不会这样做。

我们只是想让股东知道，我们的这种心态可能会因为我们的态度而产生轻微的次优回报。但这就是我们的投资方式，我们提前告诉人们这就是我们的投资方式。

我们喜欢与我们的经理人紧密相连，即使是那些面临逆风的经理人们。我的意思是，但在某种意义上，你几乎更多地认同那些面临逆风的人，因为他们在非常艰难的条件下做着一份地狱般的工作。

每一个商业决策或投资决策都不是完美的。一些企业将会遇到意想不到的意外。

但是那些和加入我们的人，即使在那样的逆境时刻，也一直和我们在一起。所以，我们的态度是我们坚持下去。

443/534

唐朝：巴神这个特点，是我们绝对不应该学的。我们不需要给上市公司管理层归宿感，也不存在和管理层相处愉快的乐趣。

小 lu：老巴的态度应该也是表明给那些准备整体出售的企业主看，伯克希尔不抛弃不放弃，是那些准备出售企业最好的归宿。

2021 年 10 月 20 日

芒格：是的。我想他问的是，在伯克希尔，有没有一些业务虽然很棒，但我们在伯克希尔哈撒韦也不会拥有的子公司？我们是不是在以道德的理由拒绝了一些商业机会呢？

巴菲特：是的，我们在过去的会议中提到了我们在这个基础上做的事情。我们会持有一些公司的股票，而我们却并不想拥有整个公司。

我不确定这一逻辑是否完美，但我们不会在拥有一家烟草公司的股票上遇到麻烦。你知道，我们不想生产香烟。我们可能拥有一家销售香烟的零售公司。我的意思是，这涉及到各种各样的层次。

但有些东西我们不想拥有，也不想对他们的业务负责，不过我们拥有他们的股票或债券却没有任何问题。几年前，查理和我去了孟菲斯？

芒格：是的。

唐朝：我之前某个帖子下面发过一次有关“佛家三净肉”的类比，来说巴神这种“有些公司我们不愿意整体拥有，但这不妨碍我持有它们部分股票”的矛盾。谁有留存，贴过来一下，谢谢。

IE：这段“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20日

如何判断制造业的前景
巴菲特：我的回答是，我不知道。但也许查理会。这是——你知道，这是一个很棒的问题。

只是——这个行业现在处于不断变化的状态。它为人做了非常重要的事情。历史上它在投入资本上获得了很好的回报——非常好的回报。

但它很有可能——对于这些公司来说，未来的世界很可能会与过去不同——不过也许情况可能不是这样。

而我——我不认为我真的有资格给你一个很好的答案，因为很多都是政治领域的问题。我对政客们会做什么的判断可能不会比你更好。

查理？

芒格：在这个问题上，我赞同沃伦的不可知论。我们只是把一些决定扔进“太难”的那一堆，然后去做其他的。（众笑）

巴菲特：顺便说一句，这句话里有很多智慧。我的意思是，生活中有些事情你不需要做决定，而（这对很多人来说）太难了。

很多年前，在一份报告中，我说过关于投资的一个有趣的事情是，投资并没有难度系数。

我的意思是，如果你要去奥运会跳水比赛，并试图赢得金牌，那么你需要做一些难度系数更高的动作以得到更高的分数。你得到的分数会根据难度这一因素进行适当调整。

但在投资方面，没有难度系数一说。在投资中，有些事情就摆在你眼前，并且是世界上最简单的决定，但回报可能是巨大的。我们得到回报，不是因为跳过7英尺高的栏杆，而是因为踏过1英尺高的栏杆。

我们要做的最大的事情是决定哪些是1英尺的栏杆，哪些是7英尺的栏杆，这样当我们走路时，我们就不会撞到栏杆。这是我认为我们相当擅长的事情。

现在，也许我们抛弃了太多太难的东西，从而缩小了我们的能力圈范围。但我宁愿能力圈范围更窄一点，而不是能力圈范围被夸大。

唐朝：巴神再次回复自己不知道如何判断医药行业的前景，所以只把它丢入太难文件夹——下图来自《价值投资实战手册》100页。

所谓能力圈原则，就是指将自己对企业估值和投资决策限定于自己能够理解的企业。通过这个原则，所有企业可以简单地划分为八类，如图2-2所示。

	明显低估	明显高估	基本合理	模糊不清	估值
看得懂	①	②	③	④	
看不懂	⑤	⑥	⑦	⑧	

2021年10月20日

我们会——我们的个性是这样的，查理和我可能比其他人更不容易犯这些错误。但正如我们的投资记录清楚表明的那样，我们仍然容易受到它们的影响。我们犯错了，并且我们还会继续犯错。

但与30或40年前相比，我们可能不太会再犯其中的一些错误。你知道，这样的好处是，如果你犯的错误比别人少，而人们会继续犯错，那么最终你会变得非常富有。

查理？

芒格：是的。你不一定要有完美的智慧才能变得非常富有。你所要做的就是在很长一段时间里，平均起来比其他人多一点点。（掌声）

巴菲特：你知道，这是一个老生常谈的故事。我是说，我不用跑得过熊，我只要比那家伙跑得快就行了。——（笑声）

唐朝：投资过程中犯错是非常正常的事，重要的是不要重复犯同一个错，不要多次掉进同一个坑里。

这样，你虽然还是跑不赢反复踩翔的某先知，但你至少会变得非常富有。

2021年10月20日

我不明白它。但这没关系。金融市场上有很多东西我都不懂。这并不意味着我必须做出决定。

对于10年期债券，我既不需要做多，也不需要做空。尽管我们持有尽可能多的资金就相当于做空，但实际上我们至少做出了不想做多的决定——我是说做多债券。

这并不意味着我们认为做空它们一定是明智的。但我们不想要长期债券。

如果你在两年前告诉我，美联储在过去两年中的每一步行动，告诉我将发生的所有其他变量，并问我此时的10年期利率将是多少，那我估计我会大错特错。

所以，你知道，这不是我目前擅长的游戏。我对此感到困惑。明年我们见面的时候再看吧。

查理？

芒格：是的，我认为有一件事你可以自信地预测，那就是在通胀和利率之间不会存在某种自动的、理性的关联。它们之间会有一些奇怪的影响。

巴菲特：你想详细说明这些怪异的事情将如何表现出来吗？

芒格：不，不。我所知道的就是它的确发生了。

巴菲特：是的。

芒格：经常会非常令人惊讶。

巴菲特：到目前为止，这让我们很惊讶，不是吗？

芒格：当然。

巴菲特：是的。

把不懂二字
说得这么高大上！

唐朝：很多东西我都不懂。没关系，不懂不丢人，我靠我懂的东西赚钱。

2021年10月20日

这很有趣。就在查理说话的时候，我已经想不出我曾遇到多少困难——但我能想到我做过的很多错误的决定。但我肯定想不出我在很长一段时间里都在痛苦地做些什么。

就像我说的，那是一个等待球和击球的过程。我的意思是，你总会有片刻的犹豫——如果你不那么做，你就会错失某种机会。

所以，我做了很多错误的决定。我会做更多的（错误的决定）。这只是生活的一部分。

唐朝：问：你一生中最艰难/痛苦的决定是什么？巴神：我会犹豫，我会做错，过去和未来都是如此。但没什么艰难痛苦，它们不过就是等待和击球，是生活的一部分，无论对错都算不上艰难和痛苦。

2021年10月20日

但如果你进入金属、石油领域，就会有有很大的变化。我想说，最极端的可能是铜。

石油，如果你回到几年前10美元一桶的时候——它比铜更极端——但你无疑是一——就像大多数趋势一样。一开始，它是由基本面驱动的，而在某些时候，投机占据了上风。

事实是一——基本面导致了人们多年来看起来并不兴奋的事情。基本面在某种程度上改变了局面。

铜确实有点短缺，你知道，或者人们对货币有点担心——也许，黄金会涨，或者不管它可能是什么。

但是，你知道，这是一个老生常谈的故事，讲的是聪明人在开始时做了什么，傻瓜在最后做了什么。

对于任何资产类别来说，如果有大的波动，这种波动最初是基于基本面的，然后在某些时候会吸引投机性的参与，随着时间的推移，投机性的参与可能会成为主导。

而且，你知道，著名的案例总是郁金香泡沫。我的意思是，郁金香可能比蒲公英什么的更吸引人，所以人们多花了点钱。

但一旦价格历史的发展，导致人们开始关注他们以前从未关注过的资产，并羡慕他们的邻居在没有任何明显努力的情况下赚了很多钱，仅仅因为他很早就看到了这一点，等等，这就麻烦了。

芒格：我认为，我们在白银领域非常娴熟的操作已经证明了我们大宗商品价格的了解是那么的少。

巴菲特：我认为你可以把“我们的”改成——实际上是我的。

我很早就买了。然后我很早就卖了。除此之外，我做的一切都很完美。（众笑）

我们成功地把事情降到最低效率，或者说是我成功地做到了。查理和那件事无关。我在那里当了一段时间的“白银王”。

我们确实赚了一些钱。但我们不擅长这种游戏——当它进入投机领域时，搞清楚投机繁荣会走多远。

如果基本面很有吸引力，我们认为我们的钱花得很值，我们会购买股票或其他什么东西，那么最终我们就会赚到一些钱。

但我们可能赚不到那么多钱——远远没有那么多钱——就像某些人一样，你知道，在最后的30天或30周里上演一场真正的疯狂狂欢。

我的意思是，这些事情，他们往往是最疯狂的结束。

唐朝：情绪主导的投机部分，看上去很诱人，但很难赚。哪怕是巴神投的白银，很早就买了，但很早就卖了。后面泡沫最丰富的那一段也没赚到，为啥呢？怕怕，市场先生的癫狂不好猜，不敢猜。

2021年10月20日

这将是项伟大的事业，而且一直是一项伟大的事业。

回想起来，股价在那时候也达到了一个荒谬的水平，但你不能让现在的管理层内维尔·艾斯戴尔对此负责。

而他——你知道，如果公司今年的销量比去年多4%或5%，而世界人口增加2%，这只是意味着更多的人比前一年更多地把这种特定的液体灌入他们的喉咙，自1886年以来，这种情况一直在发生。

所以我们觉得这是一个非常好的行业，但几年前的价格非常愚蠢。

而且你绝对可以责怪我没有卖掉股票。我一直认为这是一项美妙的业务，但显然，50倍的市盈率，对这只股票来说是一个愚蠢的价格。

所以我们喜欢它。在我看来，十年后我们仍将拥有它。查理？

芒格：没有。

唐朝：回顾可口可乐：（1998年）股价达到了一种荒谬的水平。你可以责怪我没有那时卖掉它，虽然它是一项美妙的业务，但50倍市盈率依然是个愚蠢的价格（可惜我没有抓住机会利用市场的愚蠢）。

2021年10月20日

达里尔：您的问题是什么？
的参考。您能否澄清一下您或伯克希尔目前在白银方面有哪些风险敞口？

此外，您能否帮助我们了解您如何确定一种无息贵金属的价值？

巴菲特：查理，你身上有银吗？我们以前有很多银子，现在没有了。

最初的决定——是我的决定——是白银的生产和回收——我现在不记得确切的数字了——但它们可能在运行在大约1亿盎司，而这远低于消费量。

而且，现在，摄影相关的大量白银消费已经下降，但这也是回收的地方，所以这些更倾向于相互平衡。

我还没有看过去年的数据，但白银失去了平衡。

现在，另一方面，地上有大量的白银，还有大量的白银可以从其他用途中被转移，也许在珠宝或其他各种东西中，你可以想象白银会增加供给，就像他们在20世纪80年代早期亨特兄弟事件发生时那样。

但总体而言，白银的生产和回收速度低于其消耗速度。

此外，还有一个事实是，纯银矿的数量相对较少。银主要是作为铜、铅和锌的副产品生产的，因此它不容易增加产量。

所以，所有这些加起来，我认为白银的供应会在某个时候会变得紧张。^张

而且，正如我所说，我很早就得出了结论，我很早就开始卖出了。

所以我们现在没有白银，也没有在这上面赚多少钱。

你是对的，它没有任何价值，所以你只能呆坐在那里。这不像坐在一只股票旁边，在大多数情况下，你的收益都在不断累积。

你必须希望一种商品的价格变动，因为它坐在那里看着你时，它没有生产任何东西。这是商品的缺点之一。

唐朝：巴神回复有关白银投机。买入原因，看到了供应量<需求量，且短期内看不到供应大量增加的可能。早早买了，早早卖了。赚了，但没赚多少。结论：买一种商品，期待其价格变化带来利润，体验并不美妙。

慧思书房：影响价格的因素有很多，而且它并不是一个可以产生自由现金流的生意，所以这种坐等的感觉并不美妙。

2021年10月20日

巴菲特：我们实际上也曾经拥有过石油，不是吗？但我们没赚多少钱。我们赚了一点钱。
芒格：不，你用石油赚了不少钱。
巴菲特：是的。
芒格：但是，你知道，对你的失败大肆宣扬而对你的成功保持沉默是一个好习惯。（众笑）
巴菲特：是的。我们有更多需要宣扬的东西，而不是保持沉默。（众笑）

唐朝：大肆宣扬自己的失败，而对自己的成功保持沉默是一个好习惯。

2021年10月20日

巴菲特：嗯，这对我们来说有点宏观。我们的认识真的只是在零这个水平——你知道，我们考虑更多的，是人们是否会继续吃糖果，我们是否可以在明年提价等等
我们不做宏观趋势上的研究。你知道，我们不考虑人口趋势或任何类似的东西。我们认为自己的年龄在变老。
但是其他的大趋势并没有那么重要。我们每年赚的钱太多了，无法去思考那些需要几十年才能显现出来的东西。
所以我想不起来我们曾经做过什么关于购买企业或股票或垃圾债券或货币或其他任何基于宏观的决定。
芒格：不仅如此，我们最近未能从历史上最大的一次大宗商品繁荣中获得太多利润。
巴菲特：是的。
芒格：我们可能会继续以同样的方式失败。（众笑）
巴菲特：但我们会寻找新的失败方式。我的意思是，我们并没有试图限制自己。（众笑）
491/534

唐朝：我们对于人口趋势或人均资源之类的宏观内容，认识能力接近于0。我们不做这方面的研究。除了知道自己在慢慢变老之外，其他（和人口有关）的东西我们不太关心，我们从来没有基于这类宏观考虑做过投资决策。

2021年10月20日

我们认为，当我们购买时——如果我们要购买伯克希尔的股票——如果你们还记得，四五年前我宣布过，如果价格保持不变，我们会购买——这个例子应该是真正有说服力的，如果有说服力，我们就应该这么做。这在当时是引人注目的。

但仅仅是告诉大家我们要回购——你知道，有点像海森堡原理——告诉它将要做什么，实际上，反而消除了做这件事的机会——这很好。

因为我们不会——我们不会指望通过以低价从股东手中买入股票来赚钱。

另一方面，如果价格被充分压低，我们将再次宣布我们打算这么做，然后再看我们是否真的有机会这么做。查理？

芒格：是的。现在这个国家的整个氛围都不同了。

494/534

人们买伯克希尔哈撒韦是为了拥有它，并持有它，这反映在我们的成交额上。这确实意味着，如果出于某种原因，股票变得便宜——真正的便宜——我们将无法买入大量股票。

但我们不打算以折扣价买断我们的合作伙伴。如果出现了低于内在价值的机会，我们会告诉他们我们要买——如果价格到了，我们就会买。但这不是我们赚钱的方式。

唐朝：我们宣布回购这件事，本身就降低了回购发生的可能性。我们不想利用股东（自己的合伙人）的错误判断，从他们手中买入股票来赚钱。

木紫：那小企鹅一次又一次的回购要咋说？

唐朝：和这个一样，是一种提示。

2021年10月20日

至于年轻的投资人应该做些什么，才能最终成为像沃伦·巴菲特那样的人，我想说，你能做的最好的事情就是降低你的期望值。（笑声和掌声）

巴菲特：我想我以前听说过。

→ 在投资领域里
好吧，你知道，就像我写的那样——我——试图稍微调整一下这个系统——但这是一个有趣的事情，因为专业人士的活动是自我中和的。

如果你的妻子要生孩子——你最好叫一位产科医生，可能比你自己做要好。你知道，如果你的水管堵塞或什么的，你可能更好地要求水管工。

大多数职业的附加值都高于门外汉自己所能实现的价值。但总的来说，投资行业不会这样。

唐朝：年轻人应该怎么努力才能成为巴菲特那样的人，我想说，最好的办法就是降低预期——查尔斯·凡·芒格。

喜欢投资行业是幸运的，它可能是绝无仅有的一个业余人士很容易战胜专业人士的领域。这让你可以摆脱教育背景和职业背景为人生重新做出选择——比半路出家成为妇产科医生容易的多。

2021年10月20日

同。

人们认为，一年收取5万美元学费的商学院将比一年收取1万美元学费的商学院更好。

最近有很多这样的东西进入了投资领域，现在有很大一部分的投资管理收取的费用，总的来说，对投资者来说是行不通的。

现在，你知道，显然有些人是这样做的。但你不能给那些人2%的管理费或20%的超额业绩报酬，他们在好年景里赚得多，如果年景不好，他们就会放弃合作，然后重新开始。

你不能指望，在一个经济以每年7%左右的速度增长的环境中，整体而言，投资人为投资者创造的财富会远高于7%，这显然是行不通的。

然后你会有一个问题，“我如何挑选出少数例外？”要知道，每个人都会告诉你，他们是一个例外。

而且，我愿意为此赌一大笔钱——你们可以选出10个规模在5亿或更多的合伙企业，然后把他们在扣除费用后的整体表现，与标普指数进行10年的对比。

你知道，它摆脱了生存偏差和所有这类东西。这（这10个合伙企业的整体表现跑赢指数）是不会发生的。

但有几个人会做得很好。他们一定会做得很好。

而且，事实上，我想我知道如何挑选几个会做得好的。我是说，我过去也这么做过。

当我在1969年结束自己的合作关系时，我告诉人们去找比尔·鲁安或桑迪·戈特曼，无论他们去哪里，这都是一个非常好的决定。

所以，如果你足够了解这个人，足够了解他们过去是怎么做的，足够了解他们的个性，他们是否诚实和一系列的事情，我认为偶尔你可以在选择投资经理时做出非常明智的选择。

但我认为如果你在其余的

唐朝：巴神继续嚣张挑战基金经理群体。

2021年10月20日

你知道，我们——我在年度报告中描述了商业通讯（Business Wire）的情况，我在读了《华尔街日报》的一篇文章后收到了Cathy的一封信。而且，你知道，这些——它们都是突然冒出来的。

我向通用电气的杰夫·伊梅尔特建议过，如果我知道他们有兴趣用他们的保险资产来做一些事情——我认为这是伯克希尔公司会感兴趣的保险资产的一部分。我和他见过一次面，我们就那件事达成了协议。

太平洋公司（PacifiCorp）——由戴夫·索科尔（Dave Sokol）和苏格兰电力公司的员工发起。我甚至不确定那是什么顺序。

但我们没有做的一件事是，我们没有参加任何拍卖。

我偶尔会读一些关于不同行业的书，这些书里的预测简直是愚蠢至极。我的意思是，这是一个——也许这就是为什么写书的人他们不在书上签名的原因，因为他们会对他们提出的预测感到尴尬。

做交易的人，他想做交易，然后就解除交易——不会希望拖得太久，然后就能够赚大钱，等等——这根本不是我们的心态。

我们喜欢买到的东西永远不会离我们而去，我们喜欢持久而富有成效的关系，不仅是对我们，也是对在那里工作的人、客户和其他所有人。

我认为，从长远来看，我们的体系将会更好地发挥作用，而不是反复进行大量交易。如果我们在游戏中有这么多的新交易，我认为最终他们会互相妨碍。

换句话说，我不认为有足够的钱让所有这些新的阶级能够赚到他们希望永久赚到的钱，于是，他们只能不断地交易交易再交易。

巴菲特：他们会在费用、费用、费用、费用上赚到钱。（笑）

芒格：沃伦提醒了我，有一次我问一个刚刚离开一家大型投资银行的人，我说，“你的公司是如何赚钱的？”他说，“和甲方聊聊，再和乙方聊聊，然后让甲乙双方坐下来聊聊。”（笑声）

巴菲特：我也知道他说的是哪家公司。（众笑）

芒格：这不是我们的文化。你们中的很多人已经在这里很久了，你可以看到这不是我们的文化。但最终，奥马哈可能会比华尔街做得更好。

唐朝：二老调侃投行的赚钱模式，并解释为什么不喜欢投行参与自己的收购或投资。

2021年10月20日

1991年，当我们在所罗门时——那是在8月，8月中旬——在一个星期天，我们可能在半个小时内就能找到一位联邦法官，把所罗门的钥匙交给他，然后申请破产。

幸运的是，财政部扭转了局面，我们摆脱了这一困境。但律师事务所正在起草破产文件。

那是在一个星期天。周一会发生什么呢——我们有一本非常大的——在那些日子里，我们有一本相当大的衍生账簿。而它现在可能是微不足道的，但它当时看起来很大。第二天我们有很多保证金问题要解决。

就在戈尔巴乔夫被带走的同一天，道琼斯指数在第二天开盘时下跌了几百点，当时道琼斯指数的跌幅要大得多。

现在，如果你把前一天晚上7点左右所罗门在日本破产的事实叠加起来——如果你第二天向他们交付付款证券，你不会得到付款。

巴菲特：我之前介绍你认识的Kim Chace，他的父亲其实在很多年前就把我介绍给了Nick Brady，那是60年代中期，当时Nick在Dillon Read工作，Malcom Chace说“我想让你见见”，我猜是他的侄子或侄孙。

不管怎样，我去了Dillon Read——那时我已经30多岁了——Nick比我大几岁——我们聊得很开心。

然后在1991年，他成为了财政部长。而财政部在周日上午10点对我们下达了死刑判决，幸运的是，Nick在下午2:30左右推翻了这一判决。

如果他没有这么做，我不知道会发生什么。但这将是一场温和的衍生品链条式恐慌的试点案例。但与现在的情况相比，那根本不值一提。

唐朝：当时如果没有布雷迪的帮助，巴神在所罗门的投资可能真就打水漂了，七亿美元。巴神回顾布

雷迪（Nick）的帮助。这是运气还是能力呢？

其实很难区分。运气喜欢光顾有准备的心灵；运气喜欢降临在努力奋斗的人身上（越努力越幸运）；以及芒格教育孩子们的话“尽可能体面的做事，你在某个地方的所作所为，日后会以不可思议的方式帮到你（坑了你）”，都是说的表面看上去的“运气”，背后可能是有很多因为所以的。

合并后公司的 CEO 由原哈撒韦 CEO 西伯里·斯坦顿担任。这是位企业经营狂热分子，致力于扩大对同行的竞争优势，但在投资回报率问题方面思考不足。他不断地往纺织厂投入资金，升级更先进的设备。

董事长由原伯克希尔董事长马尔蒂姆·蔡斯担任，他对西伯里这种做法持反对意见。他认为在同质化明显的纺织品竞争环境，投钱升级新设备即便能提升生产效率，最终也必将通过降价补贴给消费者，股东得不到什么好处。

蔡斯董事长的侄子尼古拉斯·布雷迪为此甚至写了一篇论文，论述在纺织业扩大投资没有好处。布雷迪后来成为美国财政部长，在 1991 年巴菲特拯救所罗门兄弟公司的过程中帮了大忙。

备注：图片源自《巴芒演义》第 110 页

峰谷悠然：我正在重读《巴芒演义》，桑伯恩地图和邓普斯特两个案例就非常充分地说明了这一点，所以我越来越觉得《巴芒演义》的价值极大！

2021 年 10 月 20 日

在一个衰退的行业中，很难买到足够便宜的东西来弥补衰退带来的损失。

在这个行业里，人们总是倾向于认为他们看到的是第一只知更鸟，你知道，或者别的什么，而且情况会好转。我想说的是，在报纸行业，如果说有什么不同的话，那就是下降速度有所加快。我——

你知道，他们伴随着一批报纸读者走过了一生，而现在当人们从学校毕业时，他们并没有订阅报纸的习惯。

这种情况可能不会在一夜之间改变，但它的方向就是这样的。读者越少，读者群就越小，对广告商来说就越没有说服力。

每个人都看报纸是因为有很多广告都在报纸上，很多广告都在报纸上是因为每个人都在报纸上，这样的良性循环现在朝相反的方向发展。我不认为现在的报纸价格可以弥补这一点。

巴菲特：我们不会涉及具体细节。新闻——它是——我认为没有人比查理和我更仔细地观察报纸业务，真的，50年了。

我们曾经——我们总是谈论这个国家的每一份报纸，以及购买它的可能性等等诸如此类的事情。

这很容易理解。我的意思是，这是你能想象到的最简单的经济学问题。我们慢慢地意识到了它的变化。

我在1991年的年度报告中写道，报纸容纳了很多新闻内容，它包含了一大堆可以包含在其他东西里的新闻内容。

现在，你的报纸的新闻内容不能在其他东西里复制。现在的问题是，有没有更简单的方法来携带和传播这些新闻内容？

而这张纸没有任何神奇之处，它只是被送进了房子，并把相关内容带进了房子。随着报纸失去了渗透力，它变成了一种让新闻内容进入房子的效率较低的方式，而其他方式在让新闻内容进入房子方面变得更有效率。

所以这些事情并不难理解。对我来说，看到企业的所有者——股东——和投资者都有点不愿意看到眼前的东西，这很有趣。

它只是——它在一条路上走得太远了，以至于你不会认为去买一份垄断报纸是错误的。你知道，直到1975年或80年代，没有人认为买一份垄断的报纸是错的。

芒格：是的。如果技术没有改变，他们仍然拥有固若金汤的专利权。但技术确实发生了变化。幸运的是，硬质合金刀具似乎没有好的替代品。（众笑）

巴菲特：随着时间的推移，如果你有正确的管理，生意会好很多。现在，它需要非常好的管理。30或40年前的报业有一件好事，当时它根本不需要管理。

唐朝：有些护城河就是被技术发展填平的。而且这类碾压到来时，你可能根本没有还手的机会。

2021年10月20日

巴菲特：投资并不是那么复杂。我的意思是，它的基本框架很简单。那么，现在，你必须做一些工作，找到低估的最好的生意。

但你不一定要有——你不一定要有高智商。在2002年购买垃圾债券，甚至在长期资本管理公司陷入困境时可以做的事情，你都不需要有很多的投资智慧。

某种程度上，你真的必须有信念的勇气。当其他人都被吓呆了的时候，你必须有意愿去做一些事情。

而且——但这在1974年是真实的，你知道，当时我们以非常非常低的市盈率购买股票。不是没有人不知道它们很便宜。

当时其他的投资人只是因为这样或那样的原因而什么都不做。而且，你知道，这就是遵循逻辑而不是情感的教训，你知道，很多东西是显而易见的。有些公司有很大的麻烦，而另一些公司的麻烦较少。

唐朝：投资，对智商要求不高，但对勇气要求挺高的。在一片恐慌中，你还能坚持经过严格的逻辑拷问和数据计算后的结果，这不容易。

我印象最深刻的，一是2014年1800亿市值的茅台，怎么算都像送的；二是2017年不到120亿市值的古井B，怎么算都像送的；三是去年三月1300亿的洋河，怎么算都像送的。

——但这三次中的每一次，都是大量聪明人被吓破胆了，他们无法听进去任何看多的观点，他们只想

推倒拦住他们的人，以最快速度逃离这还要下跌的股市，逃离这会毁灭财富的地狱。

多看一二：害怕，归根到底还是认知不够，不能确定自己是否真的看对了（大家都在卖出，当大部分人的观点与自己不一致时，特别容易自我怀疑）。

2021年10月20日

但如果我们要找一家公司——从一个几年前买下它的人那里买下它，而这个人却一直在想，“我怎么才能把这公司卖掉？”“我要怎么做才能让它赚到钱——让这些数字在几年内看起来像某种样子，这样我就能在几年内拿到最大金额？”——你知道，我们不会在那里买什么有吸引力的东西。我们不会相信这些数字。

你知道，我们喜欢的是这样一种生意——以前的那个人抱着经营它一百年的想法，以各种可能的方式照顾生意，而不是考虑出售，但出于这样或那样的原因，最终需要将公司货币化。

我们不会——我们不会从中间商那里得到任何合理的购买价格。

最近正在发生的一些事情让我很惊讶。其中的一些事情，从字面上看，你知道，就是基金A卖给基金B，然后基金B再卖给基金C。

我的意思是，我见过一些已经易手三到四次的项目。他们只是把它们标高，每个人都因此能够得到20%的利润，所以他们把它的价格标高。

基金C或基金D可能由拥有基金A的相同养老基金拥有，只是每个人每次将其从一个地方转移到另一个地方时，都会从中获得20%的收益。

我们没有从这些金融机构中购买过任何我们现在所拥有的东西。

唐朝：哪个国家的资金管理行业都少不了这些把戏。

2021年10月20日

所以我的问题是，你是如何看待保险业和博彩业的区别的？保险业在财务上会有什么风险吗？

巴菲特：赌博，我认为——我认为通常人们对赌博的区别在于，赌博会带来不必要的风险。

我的意思是，如果你想出去赌一赌一个小球会落在一个旋转的轮子上，这是一种创造的风险。

然而，如果你在沿海地区有一个家或企业，你知道，风险就是在那里存在的。

但它不是故意创造的——我的意思是，你说你在那个地方建造一所房子，但是——然后问题是谁来承担它。因此，在巨灾保险承保范围的情况下，存在大量的现有风险的转移的现象，而不是产生新的不必要的风险。

我的意思是，你可以不用下注就能看足球比赛。但你不能住在佛罗里达海岸的房子里，却冒着你的全部投资消失的风险。

这就是两者基本上的区别。不过我希望你是对的，“庄家”在这两件事（保险业和博彩业）上最终都能够胜利。（众笑）

唐朝：赌博创造新风险，保险处理（本就存在的）风险。

2021年10月20日

空头越多越好，因为他们以后还得买股票。而我们的一些股东可能会借出一些股票——我们——查理和我不能这么做，但如果这是合法的，我最喜欢的就是把我的股票借给卖空者，让他们为我这么做付出一些代价。

在某些情况下，我可能想提前支付。——（笑声）

在我看来，卖空本身并不是什么坏事。

但我想说，这是一种非常非常艰难的谋生方式。

这不仅在财务上是痛苦的，在情感上也是非常痛苦的，因为你卖空的股票，你在20美元买入的股票最多可能会下跌20美元，而你在20美元卖空的股票可能会上涨至无限大。

如果你做空了，然后它涨了10或15个点，那么你就会睡得不太好。所以这是一种非常艰难的谋生方式。

空方有一些人做了一些事情，试图让股票下跌，有些是适当的，有些是不适当的。股票的多方也有很多人也做了同样的事情。

因此，我没有看到任何迹象——我对卖空者一点也不怀恨。

卖空者——市场上经常存在大量卖空股票的情况——公司往往后来被揭露为欺诈或半欺诈。可现在，我朋友所经营的那家公司根本不是这种情况。

但是——赔率——我的意思是，我——这么多年来，我可能有一百种想法，认为应该做空，而且我要说，几乎每一种都被证明是正确的。

但我敢打赌，如果我尝试这样做并从中赚钱，我可能最终会赔钱，而且我不会有乐趣，而这当中的机会成本，正如查理所说，将是巨大的。

因为如果有人在经营半欺诈性的东西，他们可能会很擅长与此，他们可是在在全职工作，并且他们已经成功了一段时间，而且他们可能会继续成功。

如果他们成功了，你在X价格进入，然后股价上升了5倍于X价格，你知道，你希望过一段时间后它再次回到X价格或者类似的情况。

这是一场非常艰难的心理游戏。很少有人适合做这件事。

我永远不会把任何资金投入做空基金，但这不是因为我认为这在道德上是错误的。我只是觉得他们不太可能赚钱。

查理，你对卖空或裸卖空有什么想法吗？

芒格：嗯，我认为你完全正确——从某种意义上说——那将是最令人恼火的经历之一，当你发现某件事是弯曲的、愚蠢的等等，然后在X处做空它，然后看着它达到3倍X处。

然后你看着这些快乐的骗子在你的钱周围挥金如土，而你却在不断地收到保证金通知。
(众笑)

为什么你会想要在这样的一个体验呢？

巴菲特：好的，我们已经到了3点钟。我们将休会到3:15。然后我们将举行伯克希尔的常规会议。欢迎你们留下来，欢迎你们来购物，欢迎你们来享受奥马哈，感谢你们的到来。(掌声)

唐朝：对卖空没有道德歧视，只是因为卖空赚钱太难，所以不做——2006年股东大会问答完毕。也是这套资料的第二册结束，明天休息一天，然后再读第三册。

2021年10月20日

但有一个问题——例如，在德国，如果我们的持有量超过3%，我们必须报告我们在德国的持有量。

好吧，如果你谈论的是一家市值100亿美元的公司，那就意味着3亿美元的市值意味着我们必须告诉世界我们在买什么，而告诉世界我们在买什么并不是查理和我自己最喜欢的活动。

因此，它往往会搞砸未来的购买。因此，3%的门槛，在英国存在，在德国存在，对我们来说是一个真正的负面因素，特别是在积累股份份额方面。

唐朝：幸运还是忧桑？这个头痛的问题，估计书房99%以上的朋友这辈子都不会遇到了——2007年股东大会问答从一个很“凡”的问题开始。

黑牛：努力成为那1%。

三文鱼：这个烦恼，对现在的我们来说，还是挺幸福的。A股是5%吧？我们有没有机会能操心这个？

2021年10月22日

正如查理在过去指出的，真正驱动这种棘轮效应的是嫉妒。

我在华尔街看到的。你可以谈论一下贪婪——如果你付给某人200万美元，他们可能会很高兴，直到他们发现他们旁边的人赚了200万美元，然后他们就很痛苦。

查理还指出，在七宗罪中，嫉妒可能是最愚蠢的，因为如果你嫉妒某个人，你会感觉很糟糕，而另一个人根本不会被打扰。

所以嫉妒只能让你痛苦地在你的胃里磨牙，诸如此类。

你知道，与我们将要犯下的其他一些罪相比，比如暴食。(众笑)

你知道，贪吃也有好处。我被告知欲望也有好的一面，但我会把它留给查理来解释。(众笑)

但是嫉妒，哪里才有好处，你知道吗？但它确实薪酬方面产生了这种棘轮效应。

唐朝：所谓棘轮效应，中翻中就是“由俭入奢易，由奢入俭难”，或“玩过一百起步的麻将后，十元局很难让你提起兴趣”。

嫉妒别人赚钱比你快是最愚蠢的，得不到任何好处，只能搞得自己难受。为什么要这样折磨自己呢？这世上总有人赚钱比你快的一查理芒格。

刀刀：老唐如何克服嫉妒的？

唐朝：好像无需克服，我内心一直觉得有人比我厉害（比我赚的多，比我长得帅……）是天经地义的，从不嫉妒。

刀刀：老唐基因变异了，我一直觉得嫉妒是人性标配，或多或少谁都有。

唐朝：扩胸，扩胸，你胸大以后，知道别人比你强是世间常态，也就没那闲心去妒忌了。

777：瞬间放心了。一直害怕老唐嫉妒我的颜值。这下可以放心了。

唐朝：我连@伯涵 @观霖 的颜值都没妒忌，你先打败他们俩先。

Eric：眼界开阔了之后发现世界上到处都是比你优秀的，也就没什么可嫉妒的了，因为嫉妒不过来。

伯涵：阈值提高了，就很难降下去，赚钱有一个负面效应就是，对小额的资金不太敏感了，感受到的实际快乐少了。

不懂地：如果能力不如你的同事工资比你高呢？有时心里不平衡如何克服？

唐朝：深刻理解工资并不完全由能力决定。然后看看你忽视了别人哪种特质，那种特质是否可以学习。

黑牛：棘轮（ratchet），是一种齿轮，运动的特点是棘轮只能向一个方向旋转，而不能倒转。

棘轮效应（Ratcheting effect），由最由美国经济学家杜森贝利提出的，消费者易随收入的提高而增加消费，而不易随收入的减少而减少消费。

棘轮效应，一词最初来自对苏联式计划经济制度的研究。在计划体制下，企业的年度生产指标根据上年的实际生产不断调整，好的表现反而由此受到惩罚（因此，聪明的经理用隐瞒生产能力来对付计划当局）。

廖廖：普通中国人为什么这么爱钱？

唐朝：金钱是一种选择权，是一种自由，也是一种代表你对他人所提供价值的评分。我认为不仅普通中国人喜欢，不普通的中国人和外国人都都喜欢。

stardust：福利特别好的发达国家，普通人爱钱没那么厉害，还是受生活中有没有安全感影响吧？

唐朝：对。福利好的，社会阶层固化的，是会导致部分人群失去进取心，对财富的追求渴望下降。

进无止境：忘了谁说的：嫉妒是推动人类进步的最重要的推动力！

周明芄：生活已经很难了，为什么还要把自己塞进妒忌的果壳中去呢？

千金一诺：如何克服老想着通过显摆，让其他人嫉妒的心理，例如买豪宅、买豪车。

尹烨华：显摆不算傲慢，不属“七宗罪”（傲慢、嫉妒、暴怒、懒惰、贪婪、暴食、色欲），但容易激发他人的嫉妒心，是七宗罪的诱因。

2021 年 10 月 22 日

第1083篇. 2022.01.20 - 经典陪读：伯克希尔股东大会问答（14）文字版

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.20

前言：经过书房热心读者自发整理，经典陪读系列如愿改成文字版。

文中的下划线部分代表老唐当时所勾画的重点，其他部分为老唐当时的点评及部分朋友的精彩留言。

本系列已推送文章，请点击[经典陪读](#)

原文：巴菲特：（笑）不，答案是查理和我在管理伯克希尔时，尝试做一些我们理解的事情--把钱投

到我们理解的事情上。

当我的意思是理解时，我的意思是，我们——我们认为我们以一种合理的方式知道，5 年、10 年或 20 年后的经济会是什么样子。

比尔（盖茨）在很多事情上都比我聪明得多。但还是由查理和我来负责管理资金。

我们将坚持在我们认为是我们的能力范围内投资。事实上，其他人的圈子更广或不同，你知道，世界就是这样。

我会倾听比尔的任何想法。相信我，我会听他的。我的意思是，他是一个——他不仅是一个聪明的管理者，而且是一个聪明的投资者。我认为，实际上我们在投资方面的想法在相当大的程度上是重叠的。

但我仍然希望我第一次见到他的时候就买了微软。（笑）

唐朝：无论那个发帖的胖子历史记录有多好，熬的鸡汤有多可口，我一定要经过自己的思考，坚持只投我能理解的东西。所谓理解，就是我能想的出来这家企业十年后的样子：还在不在？还在挣钱不？挣得会比现在多还是少？

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：现在，我们不会抛弃那些不符合我们最初预期的公司。我们的年度报告后面有一节是关于经济原则的。我忘了是哪一个。不过应该在比较后的地方。

但我们说，查理和我有这种怪癖——商学院会说这种怪癖是错误的，因为如果我们有一家短期表现不佳的企业，我们可以把它卖掉，然后把资金放到其他地方获得更大的回报——我们不会这么做。

我们说，如果一家企业将永久亏损，我们将摆脱它。如果它在一段时间内遇到重大的劳工问题，我们也有可能摆脱它。但我们不打算进行所谓的“金拉米式管理”（gin-rummytype management，扑克的一种玩法），即拿起一张牌，扔掉另一张牌。

因此，我们不会——如果一家企业让我们失望，如果不是因为劳工问题，但我们喜欢那里的人，我们就不会摆脱它——但我们也不会不断地投入资金。当商学院理论和管理理论说要摆脱它，然后去做别的事情时，我们却会继续留在那里。

我们不反对这样做的人。只是我们不想过那样的生活。即使我们拥有伯克希尔 100% 的股份，我们也不会这样做。

我们只是想让股东知道，我们的这种心态可能会因为我们的态度而产生轻微的次优回报。但这就是我们的投资方式，我们提前告诉人们这就是我们的投资方式。

我们喜欢与我们的经理人紧密相连，即使是那些面临逆风的经理人们。我的意思是，但在某种意义上，你几乎更多地认同那些面临逆风的人，因为他们在非常艰难的条件下做着一份地狱般的工作。

每一个商业决策或投资决策都不是完美的。一些企业将会遇到意想不到的意外。

但是那些加入我们的人，即使在那样的逆境时刻，也一直和我们在一起。所以，我们的态度是我们会坚持下去。

唐朝：巴神这个特点，是我们绝对不应该学的。我们不需要给上市公司管理层归宿感，也不存在和管理层相处愉快的乐趣。

小 lu：老巴的态度应该也是表明给那些准备整体出售的企业主看，伯克希尔不抛弃不放弃，是那些准备出售企业最好的归宿。

2021 年 10 月 20 日

原文：芒格：是的。我想他问的是，在伯克希尔，有没有一些业务虽然很棒，但我们在伯克希尔哈撒韦也不会拥有的子公司？我们是不是在以道德的理由拒绝了一些商业机会呢？

巴菲特：是的，我们在过去的会议中提到了我们在这个基础上做的事情。我们会持有一些公司的股票，而我们却并不想拥有整个公司。

我不确定这一逻辑是否完美，但我们不会在拥有一家烟草公司的股票上遇到麻烦。你知道，我们不想生产香烟。我们可能拥有一家销售香烟的零售公司。我的意思是，这涉及到各种各样的层次。

但有些东西我们不想拥有，也不想对他们的业务负责，不过我们拥有他们的股票或债券却没有任何问题。几年前，查理和我去了孟菲斯？

芒格：是的

唐朝：我之前某个帖子下面发过一次有关“佛家三净肉”的类比，来说巴神这种“有些公司我们不愿意整体拥有，但这不妨碍我持有它们部分股票”的矛盾。谁有留存，贴过来一下，谢谢。

IE：这段“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 20 日

原文：巴菲特：我的回答是，我不知道如何判断制药行业的前景。但也许查理会。这是一——你知道，这是一个很棒的问题。

只是一——这个行业现在处于不断变化的状态。它为人做了非常重要的事情。历史上它在投入资本上获得了很好的回报——非常好的回报。

但它很有可能——对于这些公司来说，未来的世界很可能会与过去不同——不过也许情况可能不是这样。

而我——我不认为我真的有资格给你一个很好的答案，因为很多都是政治领域的问题。我对政客们会做什么的判断可能不会比你更好。

查理？

芒格：在这个问题上，我赞同沃伦的不可知论。我们只是把一些决定扔进“太难”的那一堆，然后去做其他的。（众笑）

巴菲特：顺便说一句，这句话里有很多智慧。我的意思是，生活中有些事情你不需要做决定，而（这对很多人来说）太难了。

很多年前，在一份报告中，我说过关于投资的一个有趣的事情是，投资并没有难度系数。

我的意思是，如果你要去奥运会跳水比赛，并试图赢得金牌，那么你需要做一些难度系数更高的动作以得到更高的分数。你得到的分数会根据难度这一因素进行适当调整。

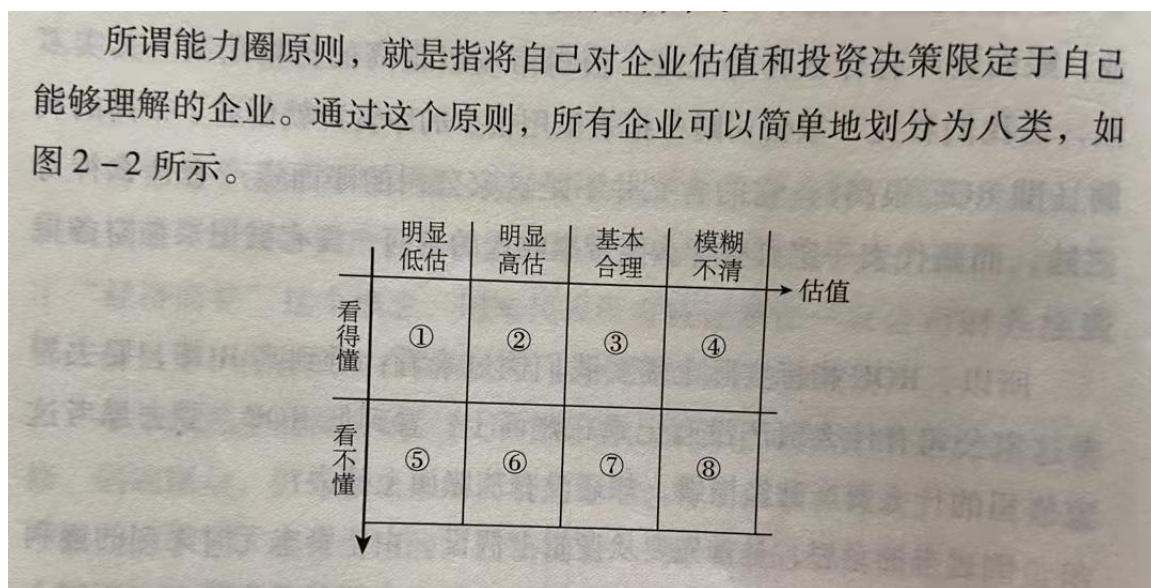
但在投资方面，没有难度系数加分。在投资中，有些事情就摆在你眼前，并且是世界上最简单的决定，但回报可能是巨大的。我们得到回报，不是因为跳过 7 英尺高的栏杆，而是因为踏过 1 英尺高的栏杆。

我们要做的最大的事情是决定哪些是 1 英尺的栏杆，哪些是 7 英尺的栏杆，这样当我们走路时，我们就不会撞到栏杆。这是我认为我们相当擅长的事情。

现在，也许我们抛弃了太多太难的东西，从而缩小了我们的能力圈范围。但我宁愿能力圈范围更窄一

点，而不是能力圈范围被夸大。

唐朝：巴神再次回复自己不知道如何判断医药行业的前景，所以只把它丢入太难文件夹——下图来自《价值投资实战手册》100 页。



2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：我们会——我们的个性是这样的，查理和我可能比其他人更不容易犯这些错误。但正如我们的投资记录清楚表明的那样，我们仍然容易受到它们的影响。我们犯错了，并且我们还会继续犯错。

但与 30 或 40 年前相比，我们可能不太会再犯其中的一些错误。你知道，这样的好处是，如果你犯的错误比别人少，而人们会继续犯错，那么最终你会变得非常富有。

查理？

芒格：是的。你不一定要有完美的智慧才能变得非常富有。你所要做的就是在很长一段时间里，平均起来比其他人多一点点小智慧。（掌声）

巴菲特：你知道，这是一个老生常谈的故事。我是说，我不用跑得过熊，我只要比另外那个家伙跑得快就行了。——（笑声）

唐朝：投资过程中犯错是非常正常的事，重要的是不要重复犯同一个错，不要多次掉进同一个坑里。这样，你虽然还是跑不赢反复踩翔的某先知，但你至少会变得非常富有。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：我不明白它。但这没关系。金融市场上有很多东西我都不懂。这并不意味着我必须做出决定。

对于 10 年期债券，我既不需要做多，也不需要做空。尽管我们持有尽可能多的资金就相当于做空，但实际上我们至少做出了不想做多的决定——我是说做多债券。

这并不意味着我们认为做空它们一定是明智的。但我们不想要长期债券。

如果你在两年前告诉我，美联储在未来两年中的每一步行动，告诉我将发生的所有其他变量，并问我现在的 10 年期利率将是多少，那我估计我会大错特错。

所以，你知道，这不是我目前擅长的游戏。我对此感到困惑。明年我们见面的时候再看吧。

查理？

芒格：是的，我认为有一件事你可以自信地预测，那就是在通胀和利率之间不会存在某种自动的、理性的关联。它们之间会有一些奇怪的影响。

巴菲特：你想详细说明这些怪异的事情将如何表现出来吗？

芒格：不，不。我所知道的仅仅是它的确发生了。

巴菲特：是的。

芒格：经常会非常令人惊讶。

巴菲特：到目前为止，这让我们很惊讶，不是吗？

芒格：当然。

巴菲特：是的。（老唐注：二老把“不懂”二字说得这么高大上）

唐朝：很多东西我都不懂。没关系，不懂不丢人，我靠我懂的东西赚钱。

2021年10月20日

原文：巴菲特：这很有趣。就在查理说话的时候，我已经想不出我曾遇到多少困难——但我能想到我做过很多错误的决定。但我肯定想不出我在很长一段时期里都在痛苦的做些什么。

就像我说的，那是一个等待球和击球的过程。我的意思是，你总会有片刻的犹豫——如果你不那么做，你就会错失某种机会。

所以，我做了很多错误的决定。我还会做更多（错误的决定）。这是生活的一部分。

唐朝：问：你一生中最艰难/痛苦的决定是什么？巴神：我会犹豫，我会做错，过去和未来都是如此。但没什么艰难痛苦，它们不过就是等待和击球，是生活的一部分，无论对错都算不上艰难和痛苦。

2021年10月20日

原文：巴菲特：但如果你进入金属、石油领域，就会有很大的变化。我想说，最极端的可能是铜。

石油，如果你回到几年前10美元一桶的时候——它比铜更极端——但你无疑是一就像大多数趋势一样。一开始，它是由基本面驱动的，而在某些时候，投机占据了上风。

事实是一基本面导致了人们多年来看起来并不兴奋的事情。基本面在某种程度上改变了局面。

铜确实有点短缺，你知道，或者人们对货币有点担心——也许，黄金会涨，或者不管它可能是什么。

但是，你知道，这是一个老生常谈的故事，讲的是聪明人在开始时做了什么，傻瓜在最后做了什么。

对于任何资产类别来说，如果有大的波动，这种波动最初是基于基本面的，然后在某些时候会吸引投机性的参与，随着时间的推移，投机性的参与可能会成为主导。

而且，你知道，著名的案例总是郁金香泡沫。我的意思是，郁金香可能比蒲公英什么的更吸引人，所以人们多花了点钱。

但一旦价格历史的发展，导致人们开始关注他们以前从未关注过的资产，并羡慕他们的邻居在没有任何明显努力的情况下赚了很多钱，仅仅因为他很早就看到了这一点，等等，这就麻烦了。

芒格：我认为，我们在白银领域非常娴熟的操作已经证明了我们大宗商品价格的了解是多么的少。

巴菲特：我认为你可以把“我们的”改成——实际上是我的。

我很早就买了。然后我很早就卖了。除此之外，我做的一切都很完美。（众笑）

我们成功地把事情降到最低效率，或者说是我成功地做到了。查理和那件事无关。我在那里当了一段时间的“白银王”。

我们确实赚了一些钱。但我们不擅长这种游戏——当它进入投机领域时，搞清楚投机繁荣会走多远。

如果基本面很有吸引力，我们认为我们的钱花得很值，我们会购买股票或其他什么东西，那么最终我们就会赚到一些钱。

但我们可能赚不到那么多钱——远远没有那么多钱——就像某些人一样，你知道，在最后的 30 天或 30 周里上演一场真正的疯狂狂欢。

我的意思是，这些事情，他们往往是最疯狂的结束。

唐朝：情绪主导的投机部分，看上去很诱人，但很难赚。哪怕是巴神投的白银，很早就买了，但很早就卖了。后面泡沫最丰富的那一段也没赚到，为啥呢？怕怕，市场先生的癫狂不好猜，不敢猜。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：这将是一项伟大的事业，而且一直是一项伟大的事业。

回想起来，股价在那时候也达到了一个荒谬的水平，但你不能让现在的管理层内维尔·艾斯戴尔对此负责。

而他——你知道，如果公司今年的销量比去年多 4% 或 5%，而世界人口增加 2%，这只是意味着更多的人比前一年更多地把这种特定的液体灌入他们的喉咙，自 1886 年以来，这种情况一直在发生。

所以我们觉得这是一个非常好的行业，但几年前的价格非常愚蠢。

而且你绝对可以责怪我没有卖掉股票。我一直认为这是一项美妙的业务，然而很显然，50 倍的市盈率，对这只股票来说是一个愚蠢的价格。

所以我们喜欢它。在我看来，十年后我们仍将拥有它。查理？

芒格：我没有什么要补充的。

唐朝：回顾可口可乐：（1998 年）股价达到了一种荒谬的水平。你可以责怪我没有那时卖掉它，虽然它是一项美妙的业务，但 50 倍市盈率依然是个愚蠢的价格（可惜我没有抓住机会利用市场的愚蠢）。

2021 年 10 月 20 日

原文：股东：您是否能澄清一下您或伯克希尔目前在白银方面有哪些风险敞口？

此外，您能否帮助我们了解如何确定一种无息贵金属的价值？

巴菲特：查理，你持有白银吗？我们以前有很多银子，现在没有了。

最初的决定——是我的决定——是白银的生产和回收——我现在不记得确切的数字了——但它们可能在运行在大约 1 亿盎司，而这远低于消费量。

而且，现在，摄影相关的大量白银消费已经下降，但这也是回收的地方，所以这些更倾向于相互平衡。我还没有看过去年的数据，但白银失去了平衡。

现在，另一方面，地上有大量的白银，还有大量的白银可以从其他用途中被转移，也许在珠宝或其他各种东西中，你可以想象白银会增加供给，就像他们在 20 世纪 80 年代早期亨特兄弟事件发生时那样。

但总体而言，白银的生产和回收速度低于其消耗速度。

此外，还有一个事实是，纯银矿的数量相对较少。银主要是作为铜、铅和锌的副产品生产的，因此它不容易增加产量。

所以，所有这些加起来，我认为白银的供应会在某个时候会变得紧张。

而且，正如我所说，我很早就得出了结论，我很早就开始卖出了。

所以我们现在不持有白银，也没有在这上面赚多少钱。

你是对的，它没有任何价值，所以你能只能呆坐在那里。这不像坐在一只股票旁边，在大多数情况下，你的收益都在不断累积。

你必须希望一种商品的价格变动，因为它坐在那里看着你时，它没有生产任何东西。这是商品的缺点之一。

唐朝：巴神回复有关白银投机。买入原因，看到了供应量<需求量，且短期内看不到供应大量增加的可能。早早买了，早早卖了。赚了，但没赚多少。结论：买一种商品，期待其价格变化带来利润，体验并不美妙。

慧思书房：影响价格的因素有很多，而且它并不是一个可以产生自由现金流的生意，所以这种坐等的感觉并不美妙。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：我们实际上也曾经拥有过石油，不是吗？但我们没赚多少钱。我们赚了一点钱。

芒格：不，你用石油赚了不少钱。

巴菲特：是的。

芒格：但是，你知道，对你的失败大肆宣扬而对你的成功保持沉默是一个好习惯。（众笑）

巴菲特：是的。我们有更多需要宣扬的东西，而不是保持沉默。（众笑）

唐朝：大肆宣扬自己的失败，而对自己的成功保持沉默是一个好习惯。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：嗯，这对我们来说有点宏观。我们的认识真的只是在零这个水平——你知道，我们考虑更多的，是人们是否会继续吃糖果，我们是否可以在明年提价等等。

我们不做宏观趋势上的研究。你知道，我们不考虑人口趋势或任何类似的东西。我们认为自己的年龄在变老。

但是其他的大趋势并没有那么重要。我们每年赚的钱太多了，无法去思考那些需要几十年才能显现出来的东西。

所以我想不起来我们曾经做过什么关于购买企业、股票、垃圾债券、货币或其他任何东西基于宏观的决定。

芒格：不仅如此，我们最近未能从历史上最大的一次大宗商品繁荣中获得太多利润。

巴菲特：是的。

芒格：我们可能会继续以同样的方式失败。（众笑）

巴菲特：但我们会寻找新的失败方式。我的意思是，我们并没有试图限制自己。（众笑）

唐朝：我们对于人口趋势或人均资源之类的宏观内容，认识能力接近于 0。我们不做这方面的研究。除了知道自己在慢慢变老之外，其他（和人口有关）的东西我们不太关心，我们从来没有基于这类宏观考虑做过投资决策。

2021 年 10 月 20 日

原文：我们认为，当我们购买时——如果我们要购买伯克希尔的股票——如果你们还记得，四五年前我宣布过，如果价格保持不变，我们会购买——这个例子应该是真正有说服力的，如果有说服力，我们就应该

这么做。这在当时是引人注目的。

但仅仅是告诉大家我们要回购——你知道，有点像海森堡原理——告诉它将要做什么，实际上，反而消除了做这件事的机会——这很好。

因为我们不会——我们不会指望通过以低价从股东手中买入股票来赚钱。

另一方面，如果价格被充分压低，我们将再次宣布我们打算这么做，然后再看我们是否真的有机会这么做。查理？

芒格：是的。现在这个国家的整个氛围都不同了。

巴菲特：人们买伯克希尔哈撒韦是为了拥有它，并持有它，这反映在我们的成交额上。这确实意味着，如果出于某种原因，股票变得便宜——真正的便宜——我们将无法买入大量股票。

但我们不打算以折扣价买断我们的合作伙伴。如果出现了低于内在价值的机会，我们会告诉他们我们要买——如果价格到了，我们就会买。但这不是我们赚钱的方式。

唐朝：我们宣布回购这件事，本身就降低了回购发生的可能性。我们不想利用股东（自己的合伙人）的错误判断，从他们手中买入股票来赚钱。

木紫：那小企鹅一次又一次的回购要咋说？

唐朝：和这个一样，是一种提示。

2021 年 10 月 20 日

原文：芒格：至于年轻的投资人应该做些什么，才能最终成为像沃伦·巴菲特那样的人，我想说，你能做的最好的事情就是降低你的期望值。（笑声和掌声）

巴菲特：我想我以前听说过。

好吧，你知道，就像我写的那样——我一试图稍微调整一下这个系统——但这是一个有趣的事情，因为在投资领域内专业人士的活动是自我中和的。

如果你的妻子要生孩子——你最好叫一位产科医生，可能比你自己做要好。你知道，如果你的水管堵塞或什么的，你最好叫个水管工。

大多数职业的附加值都高于门外汉自己所能实现的价值。但总的来说，投资行业不会这样。

唐朝：年轻人应该怎么努力才能成为巴菲特那样的人，我想说，最好的办法就是降低预期——查尔斯·凡·芒格。

喜欢投资行业是幸运的，它可能是绝无仅有的一个业余人士很容易战胜专业人士的领域。这让你可以摆脱教育背景和职业背景为人生重新做出选择——比半路出家成为妇产科医生容易的多。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：人们认为，一年收取 5 万美元学费的商学院将比一年收取 1 万美元学费的商学院更好。

最近有很多这样的东西进入了投资领域，现在有很大一部分的投资管理收取的费用，总的来说，对投资者来说是行不通的。

现在，你知道，显然有些人是这样做的。但你不能给那些人 2%的管理费或 20%的超额业绩报酬，他们在好年景里赚得多，如果年景不好，他们就会放弃合作，然后重新开始。

你不能指望，在一个经济以每年 7%左右的速度增长的环境中，整体而言，投资人为投资者创造的财富会远高于 7%，这显然是行不通的。

然后你会有一个问题，“我如何挑选出少数例外？”要知道，每个人都会告诉你，他们是一个例外。

而且，我愿意为此赌一大笔钱——你们可以选出 10 个规模在 5 亿或更多的共同基金，然后把他们在扣除费用后的整体表现，与标普指数进行 10 年的对比。

你知道，它摆脱了生存偏差和所有这类东西。这（这 10 个共同基金的整体表现跑赢指数）是不会发生的。

但有几个人会做得很好。他们一定会做得很好。

而且，事实上，我想我知道如何挑选几个会做得好的。我是说，我过去也这么做过。

当我在 1969 年结束自己的合作关系时，我告诉人们去找比尔·鲁安或桑迪·戈特斯曼，无论他们选择哪个，这都是一个非常好的决定。

所以，如果你足够了解这个人，足够了解他们过去是怎么做的，足够了解他们的个性，他们是否诚实等一系列的事情，我认为偶尔你可以在选择投资经理时做出非常明智的选择。

唐朝：巴神继续嚣张挑战基金经理群体。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：你知道，我们——我在年度报告中描述了商业通讯（Business Wire）的情况，我在读了《华尔街日报》的一篇文章后收到了 Cathy 的一封信。而且，你知道，这些——它们都是突然冒出来的。

我向通用电气的杰夫·伊梅尔特建议过，如果我知道他们有兴趣用他们的保险资产来做一些事情——我认为这是伯克希尔公司会感兴趣的保险资产的一部分。我和他见过一次面，我们就那件事达成了协议。

太平洋公司（PacifiCorp）——由戴夫·索科尔（Dave Sokol）和苏格兰电力公司的员工发起。我甚至不确定那是什么顺序。

但我们没有做的一件事是，我们没有参加任何拍卖。

我偶尔会读一些关于不同行业的书，这些书里的预测简直是愚蠢至极。我的意思是，这是一个——也许这就是为什么写书的人他们不在书上签名的原因，因为他们会对他们提出的预测感到尴尬。

做交易的人，他想做交易，然后就解除交易——不会希望拖得太久，然后就能够赚大钱，等等——这根本不是我们的心态。

我们喜欢买到的东西永远不会离我们而去，我们喜欢持久而富有成效的关系，不仅是对我们，也是在那里工作的人、客户和其他所有人。

我认为，从长远来看，我们的体系将会更好地发挥作用，而不是反复进行大量交易。如果我们在游戏中有这么多的新交易，我认为最终他们会互相妨碍。

换句话说，我不认为有足够的钱让所有这些新的阶级能够赚到他们希望永久赚到的钱，于是，他们只能不断地交易交易再交易。

他们会在费用、费用、费用、费用上赚到钱。（笑）

芒格：沃伦提醒了我，有一次我问一个刚刚离开一家大型投资银行的人，我说，“你的公司是如何赚钱的？”他说，“和甲方聊聊，再和乙方聊聊，然后让甲乙双方坐下来聊聊。”（笑声）

巴菲特：我也知道他说的是哪家公司。（众笑）

芒格：这不是我们的文化。你们中的很多人已经在这里很久了，你可以看到这不是我们的文化。但最终，奥马哈可能会比华尔街做得更好。

唐朝：二老调侃投行的赚钱模式，并解释为什么不喜欢投行参与自己的收购或投资。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：1991 年，当我们在所罗门时——那是在 8 月，8 月中旬——在一个星期天，我们可能在半个小时内就能找到一位联邦法官，把所罗门的钥匙交给他，然后申请破产。

幸运的是，财政部扭转了局面，我们摆脱了这一困境。但律师事务所正在起草破产文件。

那是在一个星期天。周一会发生什么呢——我们有一本非常大——在那些日子里，我们有一本相当大的衍生账簿。而它现在可能是微不足道的，但它当时看起来很大。第二天我们有很多保证金问题要解决。

就在戈尔巴乔夫被带走的同一天，道琼斯指数在第二天开盘时下跌了几百点，当时道琼斯指数的跌幅要大得多。

现在，如果你把前一天晚上 7 点左右所罗门在日本破产的事实叠加起来——如果你第二天向他们交付付款证券，你不会得到付款。

我之前介绍你认识的 Kim Chace，他的父亲其实在很多年前就把我介绍给了 Nick Brady，那是 60 年代中期，当时 Nick 在 Dillon Read 工作，Malcom Chace 说“我想让你见见”，我猜是他的侄子或侄孙。

不管怎样，我去了 Dillon Read——那时我已经 30 多岁了——Nick 比我大几岁——我们聊得很开心。

然后在 1991 年，他成为了财政部长。而财政部在周日上午 10 点对我们下达了死刑判决，幸运的是，Nick 在下午 2:30 左右推翻了这一判决。

如果他没有这么做，我不知道会发生什么。但这将是一场温和的衍生品链条式恐慌的试点案例。但与现在的情况相比，那根本不值一提。

唐朝：当时如果没有布雷迪的帮助，巴神在所罗门的投资可能真就打水漂了，七亿美元。巴神回顾布雷迪（Nick）的帮助。这是运气还是能力呢？

其实很难区分。运气喜欢光顾有准备的心灵；运气喜欢降临在努力奋斗的人身上（越努力越幸运）；以及芒格教育孩子们的话“尽可能体面的做事，你在某个地方的所作所为，日后会以不可思议的方式帮到你（坑了你）”，都是说的表面看上去的“运气”，背后可能是有很多因为所以的。

合并后公司的 CEO 由原哈撒韦 CEO 西伯里·斯坦顿担任。这是位企业经营狂热分子，致力于扩大对同行的竞争优势，但在投资回报率问题方面思考不足。他不断地往纺织厂投入资金，升级更先进的设备。

董事长由原伯克希尔董事长马尔蒂姆·蔡斯担任，他对西伯里这种做法持反对意见。他认为在同质化明显的纺织品竞争环境，投钱升级新设备即便能提升生产效率，最终也必将通过降价补贴给消费者，股东得不到什么好处。

蔡斯董事长的侄子尼古拉斯·布雷迪为此甚至写了一篇论文，论述在纺织业扩大投资没有好处。布雷迪后来成为美国财政部长，在 1991 年巴菲特拯救所罗门兄弟公司的过程中帮了大忙。

备注：图片源自《巴芒演义》第 110 页

峰谷悠然：我正在重读《巴芒演义》，桑伯恩地图和邓普斯特两个案例就非常充分地说明了这一点，所以我越来越觉得《巴芒演义》的价值极大！

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：在一个衰退的行业中，很难买到足够便宜的东西来弥补衰退带来的损失。

在这个行业里，人们总是倾向于认为他们看到的是第一只知更鸟，你知道，或者别的什么，而且情况会好转。我想说的是，在报纸行业，如果说有什么不同的话，那就是下降速度有所加快。

你知道，这个行业伴随着一批报纸读者走过了一生，而现在当人们从学校毕业时，他们并没有订阅报纸的习惯。

这种情况可能不会在一夜之间改变，但它的方向就是这样的。读者越少，读者群就越小，对广告商来说就越没有说服力。

每个人都看报纸是因为有很多新闻广告都在报纸上，很多广告投放报纸上是因为每个人都在看报纸，这样的良性循环现在正朝相反的方向发展。而且我不认为现在的报纸价格可以弥补这一点。

我们不会涉及具体细节。新闻——它是一——我认为没有人比查理和我更仔细地观察报纸业务，真的，50 年了。

我们曾经——我们总是谈论这个国家的每一份报纸，以及购买它的可能性等等诸如此类的事情。

这很容易理解。我的意思是，这是你能想象到的最简单的经济学问题。我们慢慢地意识到了它的变化。

我在 1991 年的年度报告中写道，报纸容纳了很多新闻内容，它包含了一大堆可以包含在其他东西里的新闻内容。

现在，报纸的新闻内容仍然不能在其他东西里复制。但问题是，有没有更简单的方法来携带和传播这些新闻内容？

而这张纸没有任何神奇之处，它只是被送进了房子，并把相关内容带给房子的主人。随着报纸失去了渗透力，这种让新闻内容进入房子的方式效率较低，而其他方式在让新闻内容进入房子方面变得更有效率。

所以这些事情并不难理解。对我来说，看到企业的所有者——股东——和投资者都有点不愿意看到眼前的东西，这很有趣。

它只是一——它在一条路上走得太远了，以至于你不会认为去买一份垄断报纸是错误的。你知道，直到 1975 年或 80 年代，没有人认为买一份垄断的报纸是错的。

芒格：是的。如果技术没有改变，他们仍然拥有固若金汤的专营权。但技术确实发生了变化。幸运的是，硬质合金刀具似乎没有好的替代品。（众笑）

巴菲特：随着时间的推移，如果你有正确的管理，生意会好很多。现在，它需要非常好的管理。30 或 40 年前的报业有一件好事，当时它根本不需要管理。

唐朝：有些护城河就是被技术发展填平的。而且这类碾压到来时，你可能根本没有还手的机会。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：投资并不是那么复杂。我的意思是，它的基本框架很简单。那么，现在，你必须做一些工作，找到低估的最好的生意。

但你不一定要有——你不一定要有高智商。在 2002 年购买垃圾债券，甚至在长期资本管理公司陷入困境时可以做的事情，你都不需要有很多的投资智慧。

某种程度上，你真的必须有信念的勇气。当其他人都被吓呆了的时候，你必须有意愿去做一些事情。

而且——这在 1974 年是真实的，你知道，当时我们以非常非常低的市盈率购买股票。不是没有人不知

道它们很便宜。

当时其他的投资人只是因为这样或那样的原因而什么都不做。而且，你知道，这就是遵循逻辑而不是情感的教训，你知道，很多东西是显而易见的。有些公司有很大的麻烦，而另一些公司的麻烦较少。

唐朝：投资，对智商要求不高，但对勇气要求挺高的。在一片恐慌中，你还能坚持经过严格的逻辑拷问和数据计算后的结果，这不容易。

我印象最深刻的，一是 2014 年 1800 亿市值的茅台，怎么算都像送的；二是 2017 年不到 120 亿市值的古井 B，怎么算都像送的；三是去年三月 1300 亿的洋河，怎么算都像送的。

——但这三次中的每一次，都是大量聪明人被吓破胆了，他们无法听进去任何看多的观点，他们只想推倒拦住他们的人，以最快速度逃离这还要下跌的股市，逃离这会毁灭财富的地狱。

多看一二：害怕，归根到底还是认知不够，不能确定自己是否真的看对了（大家都在卖出，当大部分人的观点与自己不一致时，特别容易自我怀疑）。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：如果我们要找一家公司——从一个几年前买下它的人那里买下它，而这个人却一直在想，“我怎么才能把这公司卖掉？”“我要怎么做才能让它赚到钱——让这些数字在几年内看起来像某种样子，这样我就能在几年内拿到最大金额？”——你知道，我们不会在那里买什么有吸引力的东西。我们不会相信这些数字。

你知道，我们喜欢的是这样一种生意——以前的那个人抱着经营它一百年的想法，以各种可能的方式照顾生意，而不是考虑出售，但出于这样或那样的原因，最终需要将公司货币化。

我们不会——我们不会从中间商那里得到任何合理的购买价格。

最近正在发生的一些事情让我很惊讶。其中的一些事情，从字面上看，你知道，就是基金 A 卖给基金 B，然后基金 B 再卖给基金 C。

我的意思是，我见过一些已经易手三到四次的项目。他们只是把它们标高，每个人都因此能够得到 20% 的利润，所以他们把它的价格标高。

基金 C 或基金 D 可能由拥有基金 A 的相同养老基金拥有，只是每个人每次将其从一个地方转移到另一个地方时，都会从中获得 20% 的收益。

我们没有从这些金融机构中购买过任何我们现在所拥有的东西。

唐朝：哪个国家的资金管理行业都少不了这些把戏。

2021 年 10 月 20 日

原文：股东：所以我的问题是，你是如何看待保险业和博彩业的区别的？保险业在财务上会有什么风险吗？

巴菲特：赌博，我认为——我认为通常人们对赌博的区别在于，赌博会带来不必要的风险。

我的意思是，如果你想出去赌——赌一个小球会不会落在一个旋转的轮子上，这是一种创造的风险。

然而，如果你在沿海地区有一幢房子或企业，你知道，风险就是在那里存在的。但它不是故意创造的——我的意思是，你说你在那个地方建造一所房子，但是一然后问题是谁来承担它的风险。因此，在巨灾保险承保范围的情况下，存在大量的现有风险的转移的现象，而不是产生新的不必要的风险。

我的意思是，你可以不用下注就能看足球比赛。但你不能住在佛罗里达海岸的房子里，却冒着你的全

部资产消失的风险。

这就是两者基本上的区别。不过我希望你是对的，“庄家”在这两件事（保险业和博彩业）上最终都能够胜利。（众笑）

唐朝：赌博创造新风险，保险处理（本就存在的）风险。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：空头越多越好，因为他们以后还得买股票。而我们的一些股东可能会借出一些股票——而查理和我不能这么做，但如果这是合法的，我最喜欢的就是把我的股票借给卖空者，让他们为这么做（借我的股票来卖空）付出一些代价。

在某些情况下，我可能想提前支付。——（笑声）

在我看来，卖空本身并不是什么坏事。

但我想说，这是一种非常非常艰难的谋生方式。

这不仅在财务上是痛苦的，在情感上也是非常痛苦的，因为你卖空的股票，你在 20 美元买入的股票最多可能会下跌 20 美元，而你在 20 美元卖空的股票可能会上涨至无限大。

如果你做空了，然后它涨了 10 或 15 个点，那么你就会睡得不太好。所以这是一种非常艰难的谋生方式。

空方有一些人做了一些事情，试图让股票下跌，有些是适当的，有些是不适当的。股票的多方也有很多人也做了同样的事情。

因此，我没有看到任何迹象——我对卖空者一点也不怀恨。

卖空者——市场上经常存在大量卖空股票的情况——公司往往后来被揭露为欺诈或半欺诈。可现在，我朋友所经营的那家公司根本不是这种情况。

但是一赔率——我的意思是，我——这么多年来，我可能有一百种想法，认为应该做空，而且我要说，几乎每一种都被证明是正确的。

但我敢打赌，如果我尝试这样做并从中赚钱，我可能最终会赔钱，而且我不会有乐趣，而这当中的机会成本，正如查理所说，将是巨大的。

因为如果有人在经营半欺诈性的东西，这意味着他们可能会很擅长这样，他们可是在全职工作并且已经成功了一段时间，所以他们可能会继续成功。

如果他们成功了，你在 X 价格进入，然后股价上升了 5 倍于 X 价格，你知道，你希望过一段时间后它再次回到 X 价格或者类似的情况。

这是一场非常艰难的心理游戏。很少有人适合做这件事。

我永远不会把任何资金投入做空基金，但这不是因为我认为这在道德上是错误的。我只是觉得他们不太可能赚钱。

查理，你对卖空或裸卖空有什么想法吗？

芒格：嗯，我认为你完全正确——从某种意义上说——那将是世界上最令人恼火的经历之一，当你发现某件事是弯曲的、愚蠢的等等，然后在 X 处做空它，看着它达到 3 倍 X 处。

然后你看着这些快乐的骗子在你的钱周围挥金如土，而你却在不断地收到保证金通知。（众笑）

为什么你会想要这样一个体验呢？

巴菲特：好的，我们已经到了 3 点钟。我们将休会到 3:15。然后我们将举行伯克希尔的常规会议。欢迎你们留下来，欢迎你们来购物，欢迎你们来享受奥马哈，感谢你们的到来。（掌声）

唐朝：对卖空没有道德歧视，只是因为卖空赚钱太难，所以不做——2006 年股东大会问答完毕。也是这套资料的第二册结束，明天休息一天，然后再读第三册。

2021 年 10 月 20 日

原文：巴菲特：但有一个问题——例如，在德国，如果我们的持有量超过 3%，我们必须报告我们在德国的持有量。

好吧，如果你谈论的是一家市值 100 亿美元的公司，那就意味着 3 亿美元的市值意味着我们必须告诉世界我们在买什么，而告诉世界我们在买什么并不是查理和我自己最喜欢的活动。

因此，它往往会搞砸未来的购买。因此，3%的门槛，在英国存在，在德国存在，对我们来说是一个真正的负面因素，特别是在积累股份份额方面。

唐朝：幸运还是忧桑？这个头痛的问题，估计书房 99% 以上的朋友这辈子都不会遇到了——2007 年股东大会问答从一个很“凡”的问题开始。

黑牛：努力成为那 1%。

三文鱼：这个烦恼，对现在的我们来说，还是挺幸福的。A 股是 5% 吧？我们有没有机会能操心这个？

2021 年 10 月 22 日

原文：巴菲特：正如查理在过去指出的，真正驱动这种棘轮效应的是嫉妒。

我在华尔街看到的。你可以谈论一下贪婪——如果你付给某人 200 万美元，他们可能会很高兴，直到他们发现他们旁边的人赚了 200 万美元，然后他们就很痛苦。

查理还指出，在七宗罪中，嫉妒可能是最愚蠢的，因为如果你嫉妒某个人，你会感觉很糟糕，而另一个人根本不会被打扰。

所以嫉妒只能让你痛苦地在他的胃里磨牙，诸如此类。

你知道，与我们将要犯下的其他一些罪相比，比如暴食。（众笑）

你知道，贪吃也有好处。我被告知欲望也有好的一面，但我会把它留给查理来解释。（众笑）

但是嫉妒，哪里才有好处，你知道吗？但它确实在薪酬方面产生了这种棘轮效应。

唐朝：所谓棘轮效应，中翻中就是“由俭入奢易，由奢入俭难”，或“玩过一百起步的麻将后，十元局很难让你提起兴趣”。

嫉妒别人赚钱比你快是最愚蠢的，得不到任何好处，只能搞得自己难受。为什么要这样折磨自己呢？这世上总有人赚钱比你快——查理芒格。

刀刀：老唐如何克服嫉妒的？

唐朝：好像无需克服，我内心一直觉得有人比我厉害（比我赚的多，比我长得帅……）是天经地义的，从不嫉妒。

刀刀：老唐基因变异了，我一直觉得嫉妒是人性标配，或多或少谁都有。

唐朝：扩胸，扩胸，你胸大以后，知道别人比你强是世间常态，也就没那闲心去妒忌了。

777：瞬间放心了。一直害怕老唐嫉妒我的颜值。这下可以放心了。

唐朝：我连 @伯涵 @观霖 的颜值都没妒忌，你先打败他们俩先。

Eric: 眼界开阔了之后发现世界上到处都是比你优秀的，也就没什么可嫉妒的了，因为嫉妒不过来。

伯涵: 阈值提高了，就很难降下去，赚钱有一个负面效应就是，对小额的资金不太敏感了，感受到的实际快乐少了。

不懂地: 如果能力不如你的同事工资比你高呢？有时心里不平衡如何克服？

唐朝: 深刻理解工资并不完全由能力决定。然后看看你忽视了别人哪种特质，那种特质是否可以学习。

黑牛: 棘轮（ratchet），是一种齿轮，运动的特点是棘轮只能向一个方向旋转，而不能倒转。

棘轮效应（Ratcheting effect），由最由美国经济学家杜森贝利提出的，消费者易随收入的提高而增加消费，而不易随收入的减少而减少消费。

棘轮效应，一词最初来自对苏联式计划经济制度的研究。在计划体制下，企业的年度生产指标根据上年的实际生产不断调整，好的表现反而由此受到惩罚（因此，聪明的经理用隐瞒生产能力来对付计划当局）。

廖廖: 普通中国人为什么这么爱钱？

唐朝: 金钱是一种选择权，是一种自由，也是一种代表你对他人所提供价值的评分。我认为不仅普通中国人喜欢，不普通的中国人和外国人都都喜欢。

stardust: 福利特别好的发达国家，普通人爱钱没那么厉害，还是受生活中有没有安全感影响吧？

唐朝: 对。福利好的，社会阶层固化的，是会导致部分人群失去进取心，对财富的追求渴望下降。

进无止境: 忘了谁说的：嫉妒是推动人类进步的最重要的推动力！

周明芄: 生活已经很难了，为什么还要把自己塞进妒忌的果壳中去呢？

千金一诺: 如何克服老想着通过显摆，让其他人嫉妒的心理，例如买豪宅、买豪车。

尹烨华: 显摆不算傲慢，不属“七宗罪”（傲慢、嫉妒、暴怒、懒惰、贪婪、暴食、色欲），但容易激发他人的嫉妒心，是七宗罪的诱因。

2021 年 10 月 22 日

第1084篇. 2022.01.06 - 老唐实盘周记20220122

原创 永远好奇的唐朝 唐书房 2022.01.06

本周交易

无

目前持仓

目前持仓：腾讯 38%，洋河 22%，茅台 19%，分众 8%，古井贡 B6%，陕西煤业 6%，京东 1%，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	37120	474.80	7.08%
洋河股份	22%	4200±10%	<2100	5000	2495	165.57	0.51%
贵州茅台	19%	30000±10%	<15000	35000	24935	1984.99	-3.17%
分众传媒	8%	①	<830	1980	1155	8.00	-2.32%
古井贡B	6%	1000±10%	<500	1150	490	114.00	2.70%
陕西煤业	6%	①	<1140	2500	1282	13.22	8.36%
京东集团	1%	/	/	/	7741	306.20	11.75%
沪深300						4779.31	-3.26%
上证指数						3522.57	-3.22%
2022/1/22	注:腾讯、古B和京东股价为港币,当前市值为人民币。今日汇率:					0.8137	

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	37102	473.40	3.63%
洋河股份	21%	4200±10%	<2100	5000	2322	154.10	-6.45%
贵州茅台	19%	30000±10%	<15000	35000	23453	1867.00	-8.93%
分众传媒	9%	①	<830	1980	1138	7.88	-3.79%
古井贡B	6%	1000±10%	<500	1150	490	113.60	2.34%
陕西煤业	6%	①	<1140	2500	1183	12.20	0.00%
沪深300						4726.73	-4.32%
上证指数						3521.26	-3.26%
2022/1/15	注:腾讯及古B股价为港币价,当前市值为人民币市值。今日汇率:					0.8157	

收益

本周实盘净值上涨约 5%。

2022 年内收益从上周的-2%, 变成本周的 **3%** (四舍五入)。

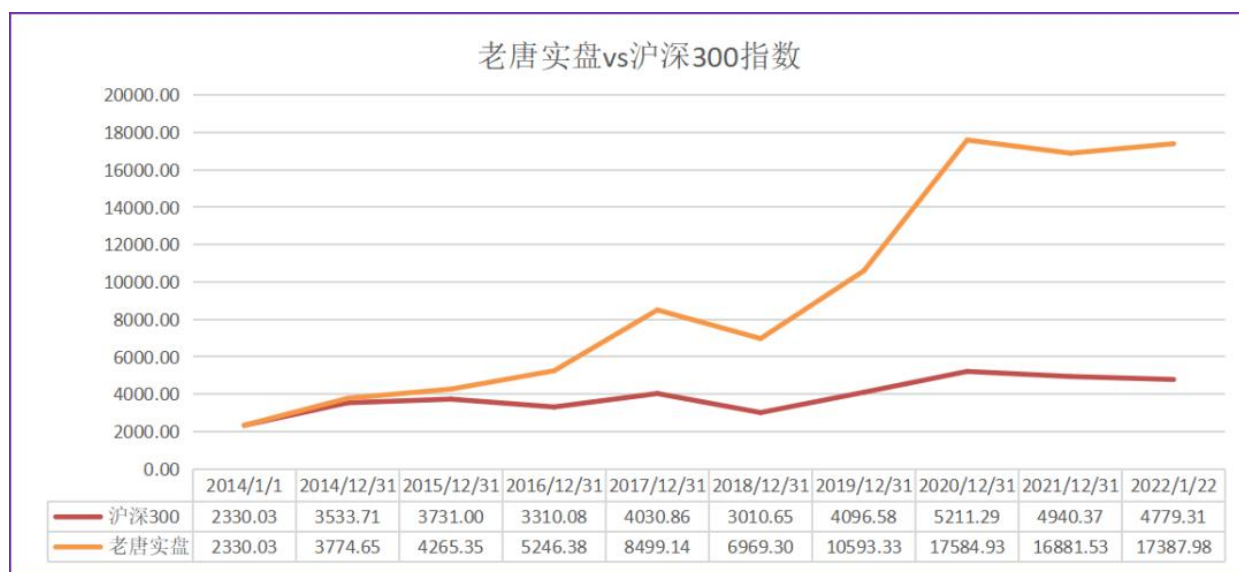
老唐实盘	年度收益	期末净值	期限/年	年化收益	HS300涨幅	HS300净值	HS300年化
2014	62%	1.62	1	62%	51.66%	1.52	51.66%
2015	13%	1.83	2	35%	5.58%	1.60	26.54%
2016	23%	2.25	3	31%	-11.28%	1.42	12.40%
2017	62%	3.65	4	38%	21.78%	1.73	14.70%
2018	-18%	2.99	5	25%	-25.31%	1.30	5.22%
2019	52%	4.55	6	29%	36.07%	1.76	9.88%
2020	66%	7.55	7	34%	27.21%	2.24	12.21%
2021	-4%	7.25	8	28%	-5.20%	2.13	9.91%
2022/1/22	3%	7.46	8.06	28%	-3.26%	2.06	9.38%

老唐实盘vs沪深300滚动三年期收益率						
滚动三年期	起点净值	三年后净值	累计收益率	年化收益率	HS300累计	HS300年化
2014初-2016末	1.00	2.25	125%	31.04%	42%	12.40%
2015初-2017末	1.62	3.65	125%	31.04%	14%	4.41%
2016初-2018末	1.83	2.99	63%	17.69%	-19%	-6.66%
2017初-2019末	2.25	4.55	102%	26.41%	24%	7.42%
2018初-2020末	3.65	7.55	107%	27.45%	29%	8.99%
2019初-2021末	2.99	7.25	142%	34.26%	64%	17.89%
2020初-2022末	4.55	?	?	?	?	?

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，年化收益数据略有低估。

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或基金，都有腰斩的风险。请坚持独立思考，万万不可依赖老唐的判断或行为作出买卖决策。切记切记。

重要事项

本周重要事项：

- 央行降息：全国经济形势压力较大。
- 茅台的两件相关事宜：茅台 1935 披露零售指导价，茅台财务公司股权变更。
- 腾讯的几件重要事项：派发京东股权，回购和股权激励，发改委关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见，以及一条谣言引发的一种思维模式分享。

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. 央行降息。

继上个月全面降准之后，本月 20 日央行发布最新的 LPR（贷款基准利率），宣布全面降息：1 年期 LPR 下调 10 个基点至 3.7%；5 年期以上 LPR 下调 5 个基点至 4.6%。

这个幅度其实是略超市场预期的，但更超市场预期的是央行副行长在新闻发布会上对记者们说的一些

“金句”。

这些表达方式背后透露着监管部门的情绪和心态。由于大家都懂的原因，不太方便点评。我直接摘录原话，朋友们自己感受。

央行副行长刘国强：

“在经济下行压力根本缓解之前，进要服务于稳，**不利于稳的政策不出台，有利于稳的政策多出台**，做到以进促稳。简单说，当前重点的目标是稳，**政策的要求是发力**。

一是充足发力，**把货币政策工具箱开得再大一些**，保持总量稳定，**避免信贷塌方**；

二是精准发力，要致广大而尽精微，**金融部门不但要迎客上门，还要主动出击**，按照新发展理念的要求，主动找好项目，做有效的加法，优化经济结构；

三是靠前发力，前瞻操作，走在市场曲线的前面，及时回应市场的普遍关切，**不能拖**，拖久了，**市场关切落空了**，落空了就不关切了，不关切就**“哀莫大于心死”**，后面的事就难办了。”

都是少有的、罕见的大白话，不用深度解释，单看字面也知道经济形势不那么，呃，啊，不那么“理想”吧。

这种不那么“理想”，对我们而言，结果就是有两点：

第一，可以预计还会有更多的宏观宽松政策陆续出台，市场资金供应量持续增加的形势还会持续；

第二，去年第四季度部分企业的经营情况，面临的困难可能会高于过去的预计，年报数据可能会差点儿。

老唐实盘里直接受这个影响的，主要有两家公司：腾讯和洋河。正好是我的第一和第二大持仓。

上周内，有好几家券商研报发布对腾讯年度业绩的最新预计。他们对 2021 年年度净利润（非国际准则口径，下同）的预计在 1227~1269 亿之间，相当悲观。

〈老唐注：2020 年全年腾讯非国际准则口径净利润是 1227 亿。我在弹出新闻里随便翻了几份上周的券商研报估算，对于 2021 年全年，中信证券估 1227，国信证券估 1243，国海证券估 1244，广发证券估 1269……〉

2021 年前三季度非国际准则口径净利润是 989 亿，上述数据意味着对第四季度的估计只有 238~280 亿之间。

这代表这些券商研究员对四季度净利润同比的预计，不是增长，不是持平，甚至不是小幅下跌，而是同比大幅下跌——2020 年第四季度 332 亿，238~280 亿意味着同比下跌 16%~28%。

上述几家券商的估算，有一个共性：都谈到了第四季度腾讯的广告业务大幅萎缩，主要受行业宏观环境影响，包括教育、游戏、互联网保险等广告主因政策原因减少投放，以及政府对 APP 弹窗广告的专项整治。

上述券商在同一周里推出 1248±21 亿范围内的预测，估摸着可能是调研到一些悲观的数据吧。

在《[2021 年腾讯三季报简析](#)》一文里，老唐给腾讯全年的业绩预判是 1430±5% 的范围，是预测四季度至少能取得 11% 以上的增长。

如果券商调研数据可靠，那么老唐的预测大概率被年报数据打脸 🙄

不过，老唐的预测被打脸不是啥稀奇事。持仓股里除了茅台比较容易预测之外，其他企业老唐经常脱靶 🙄

截个乌鸦记录给朋友们看看：

✕ 唐书房 > 2019/10/05

关注企业整体出售的价格，做好长期的资金准备，忽略明显高估和明显低估之间的波动，坚持只在明显低估位置买进。

此时，就算你做的估值有偏差，那又如何？不会影响你赚钱的。举个大家最近担心比较多的公司：洋河股份。

我给的估算是2022年155亿±10%（即140~170亿之间）的净利润，很多朋友说我太乐观了。是否乐观我们现在先不谈，我们现在假设从2018年到2022年洋河年化增长只有5%左右，导致2022年净利润只有100亿。

那又如何？如果2022年估值波动于20~30倍市盈率，市值也就2000亿~3000之间，相对于今天不到1600亿的市值，不也是有25%~88%的利润吗？远远高于类现金资产收益。

三年前预测 2022 年 140~170 亿之间，但实际结果今年可能就是 100 亿附近。但“那又如何？”

这就是买入的安全边际和组合持股的意义所在。我们有时会估算过于乐观，有时会估算的过于悲观。但买入的安全边际和适度分散的组合持股，保证了我们估错时少赔甚至小赚，估对的时候大赚。整体下来就是令人满意的结果。

当然，不是辩解哈！估错了就是估错了，确实是老唐能力不够。上述“那又如何”，不妨碍部分网络高手对老唐实施鄙视和踩踏行动 🤔

说到洋河，我去年 2 月给出的预测是：假设中银证券股价波动为 0 的前提下，2021 年预计净利润在 90 亿以上。

✕ 唐书房 > 2021/02/27

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。

这句话相当于预测剔除中银证券亏损，其他主业加理财的税前利润=90/0.75=120 亿（企业所得税率 25%）。

目前 2021 年全年结束，中银证券的股价波动已经出来了。

全年股价从 27.68 元跌至 13.45 元，每股下跌 14.23 元，洋河持有 7894.74 万股，合计年内股价波动产生的收益约为-11.24 亿。

但由于去年底洋河对中银证券的账面记录扣除了流动性折价 20%，是按照 17.48 亿（约等于 22.14 元的股价）记录的，所以 $13.45 \times 0.789474 - 17.48 = -6.86$ 亿，会是 2021 年年报里因为中银证券股价下跌带来的亏损。

这样也就意味着老唐去年 2 月那句话可以修改为：预测 2021 年洋河的净利润约为 85 亿： $(120 - 6.86) \times 75\% = 84.86$ 亿。

目前看，这预测还是高了。

主要因为两个去年 2 月没能意料到的负面因素：

一是地产信托爆雷。

已经到期无法兑付的有恒大地产的 0.76 亿，公司还持有未到期恒大地产相关信托 6.26 亿。管理层会为还没有到期、但很显然已经出现信用问题的恒大全部信托计提多少减值，有一定的主观性。

同时，其他地产公司相关未到期信托，也还有 16 亿左右，是否会为它们计提减值，管理层也有一定的主观决策权。

二是去年八月在河南爆发的新冠疫情，持续到年底仍未结束。

据媒体报道，早在 2018 年洋河就在河南实现了超过 40 亿的销售（不太清楚口径是什么），是洋河除江苏以外的第一大市场。

河南省内去年第四季度（乃至 2022 年一季度）白酒市场整体的断崖式下降，必然会对洋河 2021 年经营数据产生影响。

按照 10 亿大致估算，估计会影响 3 亿左右的净利润——另外，陕西的疫情对当地白酒销售也有负面影响，但洋河在陕西销售额原本就不大。

因此，基于河南疫情原因，估算需要降低 3 亿左右。但信托减值计提金额很难预计。汇总拍脑袋毛估估一个 80 亿吧！

同比 2020 年的 74.8 亿增长 7%，相对于目前约 2500 亿市值，约 31 倍市盈率，合理估值。

顺带预回复：我对 2022 年洋河净利润的估算是 100 亿净利润，不扣非，就是指报表归母净利 100 亿。

2. 茅台两件相关事宜：茅台 1935 披露零售指导价，茅台财务公司股权变更。

1 月 18 日晚，茅台 1935 正式亮相，零售指导价定位 1188，低于之前市场传言的 1199, 1299 和 1399 三个版本。

不过，指导价发布后发现其实日期安排已经透露价格了。安排在 1 月 18 日晚上发布，应该猜指导价是 1188 或者 1189 的，哈哈🤔

会上也明确说，茅台 1935 是部分酱香系列酒基酒+部分茅台基酒勾兑而成。

这个产品，可能承载/也可以承载/未来茅台的大单品梦想。

首先基酒主体不需要在茅台镇生产，所以具备供给端放量的能力和理由。

其次作为唯一一款冠名茅台的系列酒，对于消费者来说，容易将其和茅台 15，茅台 50，茅台 80 这些产品关联起来。而不像冠名“茅台王子”的，消费者认知天然就是次一等的产品；

其三售价在千元之上。保住飞天茅台独占 2000 元以上市场的同时，有了和五粮液、1573 和梦之蓝 M9 等产品争夺 1000~2000 元之间市场的资格；

最后它实际承担了变相提价的重任。

按照 2020 年茅台年报数据，系列酒是 2.97 万吨实现 99.9 亿销售，折合含税销售均价不到 180 元/瓶。

我们即便假设茅台 1935 有一半的茅台基酒（实际应该没有，因为总工说“主体是酱香系列酒基酒”），也就意味着是将 $180/2+969/2=575$ 元的产品，卖到了 798 元（茅台 1935 的含税出厂价），更好地满足市场需求的同时，达到了至少涨价近 40% 的效果。

目前市场情况据说供不应求，实际成交价格已经到 1600 元以上。超过了飞天茅台的零售指导价，或

许会进一步加剧飞天茅台的提价迫切性吧。

本周，茅台还有一件小事。

习酒公司将持有茅台财务公司的 5% 股权划转给了茅台集团。茅台财务公司股权变成股份公司 51%，茅台集团 40%，茅台技开公司 9% 的格局。

习酒目前是茅台集团的全资子公司，没啥事儿做划转是不正常的。结合习酒独立的市场传言，这个划转行为，很可能是习酒从茅台集团整体剥离的程序。

习酒 1998 年资不抵债、濒临破产——1997 年末资产总额 5.94 亿，负债总额 8.23 亿，在省市县几级政府的拉郎配之下，于 1998 年 8 月 31 日正式由茅台集团接手。

短短 23 年时间，2021 年的习酒已经是营业收入超过 130 亿，净利润估计不低于 30 亿的大型印钞机。

这其中当然有时代的风起云涌，但绝对不能抹杀茅台集团管理层的能力和奉献。现在直接从茅台集团里剥离，挺可惜的。

早在 2020 年 3 月 5 日的 [《聊聊李保芳的功过和对新帅的期望》](#) 一文里，老唐对刚上任的高董提出过四个期望，其中第三个就是希望股份公司收购或控股习酒。

×

唐书房 > 2020/03/05

其三是盼望高董考虑启动茅台股份公司全资收购或控股习酒

以习酒 2019 年约 80 亿销售额，15 亿左右净利润，以及目前已经拥有和正在建设的产能考虑，我个人觉着作价 400 亿以内市场应该不会反对，500 亿估值或许也可一试 🤔

收购习酒，可以通过茅台集团转让习酒股权实现，也可以通过股份公司认购习酒增发股份实现，或者干脆二者并行。

收购习酒，可以让茅台集团得到更多发展多元化的资金，满足集团进军金融业的渴望；

可以让股份公司专注主业并增加新的增长点；

可以为习酒提供强劲的品牌背书和雄厚的资金支持；

顺便还解决了同业竞争的资本市场话柄。

在习酒上市进程受挫的情况下，这应该是多赢的方案，非常希望高董入主后能朝这个方向考虑 🤔

可惜的是，高董任内四个期望一个也没有实现。丁董任内收购习酒这个期望看样子也是要失望。从本周的茅台财务公司股权移交看，可能剥离迫在眉睫了。

本周四（1 月 20 日）贵州省召开第十三届人大代表第五次会议，省长李炳军做的政府工作报告里提到了“2022 年，贵州省力争有 5 家企业上市”。估计习酒的独立上市就是这 5 家之一。

当然，剥离对于股份公司来说，也没啥损失，原本也不是股份公司的。只能说本来有机会变得更好，却没能抓住。

3. 和腾讯有关的几件重要事项。

①派发京东股权。

这是流程事件，都是披露过的，老唐在[《老唐实盘周记 20211225》](#)里已经详细分析过了，还有不清楚的朋友，翻回去阅读即可。

从1月20日起，所有持有腾讯的朋友，都可以自己记录账户内拥有“腾讯股数/21”（保留到个位）的京东集团股票数量。

从1月20日起，京东股价涨跌就和你的账户总值有关系了。只是还有两个月冻结时间，要3月25日才解禁。解禁后可随时卖出。

实际上，拥有港美股券商账户的朋友，已经在账户里看到京东集团股票了，只是还无法实施卖出。境内券商无显示，你可以将其当做一种显示技术问题。

对于使用且慢小账本或有知有行记账的朋友，本周记录总资产时，可以增加上“应得京东股数×京东收盘价 306.2×港币汇率 0.8137”对应的市值。

使用腾讯自选股盈亏笔记录总市值的朋友，可以添加一笔1月20日 281.4 港币买入京东的交易。

数量为应得数量，买入税费按照 0.2% 设置就差不多了——港股 0.13% 的印花税，佣金及其他费用通常是万二或万三，按照万分之七模拟，足够了。

股价的除权填权，虽然没有任何关注意义，但始终有人问，还是顺便回复一下吧。除权就是去年12月25日老唐分享的这个公式

✕ 唐书房 > 2021/12/25

2022年1月20日开盘前除权，除权金额=1月19日京东港股收盘价/21。除权只是一个计算机交易过程中，为了保持图形连续性的技术处理，实际成交价格还是供求关系决定的，是否除权关注意义不大。

1月20日开盘前，将1月19日的腾讯收盘价调整为：1月19日腾讯实际收盘价-1月19日京东收盘价/21=455.8-281.4/21=442.4 港币。

1月20日腾讯当日收盘 471.6，涨幅 6.6%，就是指相对于 442.4 的涨幅。故腾讯的除权已完成。

如果你使用的任何股票 APP 处理方法不是这个，别奇怪，那只是他们技术人员业务不熟，需要时间讨论和处理，等几天就会一样的。

关于这次派送京东股票，据券商目前的回复说港股通渠道的也不征税。如果属实就太棒了，只是我还没看见有官方解释。

不过无论是否属实，投资者都只能接受，不能改变，所以不妨等待到账后卖出再确认这个问题。现在你问我，我也没有准确答案 😊

②继续回购和股权激励。

本周五天，除周五因为价格超过过去五日均价的 105% 不允许回购之外，其他四天我们的“腾克希尔·两亿·哈撒鹅”累计回购 176 万股，日均 44 万股。

最低回购价 451 港币，最高回购价 473.8 港币，累计金额约 8.1 亿港币，当周回购均价 460.2 港币。

这没什么可谈的。还是那句话，期望低迷至 2 月 22 日，让我们腾两亿多嚼吧几天 🐧

另外，本周五腾讯公司宣布向不低于 2.28 万名员工，发放约 800 万股（8004807 股）腾讯股票作为奖金，折合人均约 350 股，按照 470 港币的股价，约折合人均约 16.5 万港币或 13.5 万人民币。

这事情和回购是两码事，不要混为一谈。回购相当于给股东分红，而新发股票是给员工发年终奖。

无论回购是否存在，这笔 800 万股的奖金都会发的，每年都有（数量不一定），遇到喜庆事情还会额外再发。

搞不懂这个问题的，可以回看书房去年 9 月旧文 [《回购注销和股权激励那些事儿》](#)。

③发改委等九部门关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见。

本周发改委、央行、网信办、工信部等九个部门联合发布关于推动平台经济规范健康持续发展的若干意见——文件实际上是去年 12 月 24 日签发的，只是本周才发布。

这可能就是上周周记，老唐谈到的有关腾讯成立金控公司的规则依据。

文件内容比较多，总体偏利好。正如题目所说，强调的是平台的“规范、监控、持续发展”。

老唐借着这个文件，简单说说我对互联网平台监管的两个核心理解。

第一，监管是为了平台的发展，不是要搞死平台或者某家具体企业。

我之前写过政府是企业的“干股合伙人”的观点。我们作为投资者，永远不要一惊一乍地觉着监管是要整死谁。

这种阴谋论在传播过程中很解气、很过瘾，但用于投资只会在肚里积一堆怨气的同时，坑杀你自己的钱包。

第二，本轮针对平台经济的监管风暴，重心就三大块：利用垄断地位扼杀竞争、信息安全和金融安全。与这三个重心无关的领域，就是政府鼓励发展的。

腾讯的对外投资，与上述三项没有抵触的领域，不会受到多大的影响。顶多也就是在投资链上稍有前移，更多地侧重投创业企业，等投资对象成熟长大（比如上市后）就分派或卖出。

我们的投资旅途中，经常会遇到各种各样的传言。投资者如果不能对信息进行冷静分析，很容易就被信息裹挟的患得患失起来。

正巧，本周三中午有一个有鼻子有眼的谣言，传播的影响挺大，连书房都有很多朋友惊慌失措。

谣言的内容大致是说：凡平台用户超过 1 亿或上年度营收超过 100 亿的企业，所有对外投资都需要网信办前置审批，且基本不会予以批准。为此，头条直接裁撤了投资部门，涉及员工近百名。

不知道是不是谣言引发的，腾讯股价也在盘中开始跳水。一位朋友发帖问我怎么看，我看后分享了一下自己的看法。

但看法的核心，其实不是对这个信息的看法，而是谈我们应该怎么去分析信息。我觉着这段分享或许对大家有参考价值，截图给大家。

之所以截图而不是拷贝，主要想说明这个回复是在谣言出来的第一时间写就的，不是当晚网信办辟谣以后才写的 😁



唐朝

2022/01/19 14:15 · 3210 已读

我们借机来练习一下想问题的模式：

- 一、如果此事为假，不担心，跳过。
- 二、如果此事为真，则能确定的是增加了一层审批，审批结果可能有：
 - ①涉嫌垄断或政府禁止的投资或收购不给过，其他放行。

结果：企业调整投资策略，不做政府明确不允许做的投资。无害，有帮助，事前审批好过事后找事儿。

- ②看门路看心情放行，有的给过，有的不给过。说不清楚。

结果：资源、人脉强大的大厂胜，小厂死。投资市场买家减少，利于大厂投资。

- ③就是为了禁止，搞死互联网平台的对外投资，一律不给过。

结果：以后大家都不做投资业务了，互联网领域创新死水一潭。腾讯不做投资了，现有的投资结果全部分掉，以后每年主业利润或分红或回购，让股东自己去投资。利空腾讯，利空中国互联网，利空这个国家。不过，专注主业，分红会让股东满意，也还好。

- ④专门卡大厂投资部，小企业的投资一律放行，类似腾讯头条这种巨头的投资一律卡死。

结果：大厂投资部门死掉，小投资机构活的风生水起。互联网领域仍然的投资、创业虽然大幅减少，但依然还留存一口气。腾讯不做投资了，现有投资结果全部分掉，以后每年主业利润或分红或回购。同上。

还有吗？以上，我认为③的概率=0，④有很微小的概率，①是政策目标，②是实践中的变型。

所以，我的结论是就算此事为真，也不值得大惊小怪。大概率就是投资方向不能放在建立垄断门槛的角度，要鼓励投、多投那些创新项目，能够为移动互联网带来生气的项目。

有规则，投资部门按规则走，比没有规则事后遭锤强。这就是当下估值水平，我的看法。这就是遇到新闻后的完整思考过程。完毕。欢迎补充我没有想到的东西🤔

烦请朋友们不要追问这是哪个平台。是少量老朋友聊天的地方，成果都会汇总并分享在书房的，不需要申请加入。

因为人一多，屏幕就刷的无法正常聊天了，所以已经不开放加入，也不回复此类询问。见谅🙏

④微软出价 697 亿美元收购暴雪引发的估值对比。

1月18日，微软宣布将以每股95美元的价格收购动视暴雪，全现金交易，总价值687亿美元。预计将在2023财年完成交易。

这个信息出来后，书房老朋友@李强 利用这个收购做了个估值对比，思路挺清晰的。我修正了几个数字分享给大家，谢谢李强 🌹

李强：其实倒是可以借助微软收购暴雪来给腾讯游戏业务做个估值。

2020年，腾讯总收入4820亿，非国际准则口径净利润1227亿。非国际准则口径净利率 $=1227/4820=25.45\%$ 。

2020年，腾讯游戏收入1921亿。由于已知游戏的毛利率和净利率，远高于广告业务和金融科技及企业服务。

所以我们可以推测，游戏业务的净利润最保守的估计也应该不低于 $1921 \times 25.45\% = 489$ 亿。

按照2020年美元平均汇率6.89折算，相当于 $489/6.89=71$ 亿美金。

暴雪2020年净利润是22亿美金，微软出全现金687亿美元收购。

按照这个比率，腾讯游戏业务的价值至少不低于 $71/22 \times 687$ 亿 ≈ 2200 亿美元，约1.4万亿人民币（按照目前6.35汇率折算）。

按照目前腾讯约455港币的价格（指1月19日上午），总市值不超过3.6万亿人民币。

3.6万亿里，减去腾讯持有的约1.5万亿股权投资（季报数据：市值1.08万亿的联合营股权，约4500亿笋子和粽子），再减去游戏业务市值1.4万亿。

这意味着除了游戏和投资之外，腾讯的广告、视频、音乐、文学、金融科技、企业服务等其他板块，合并起来的总估值 $3.6-1.5-1.4=0.7$ 万亿。

而这些业务2020年的净利润是 $1227-489=738$ 亿，不足10倍市盈率，属于明显低估。

即使将有息负债约3500亿算上（借款、应付票据、其他金融负债），对应也就约14倍市盈率，依然属于明显低估。

这大概就是不管怎么算，都能看见的“低估”吧！

本周运动

本周跑步2次，单次10公里；室内单车1次约一集电视剧时间；陪我家领导湖边散步3次合计约11.8公里。



周六同口径除皮净重 85.3kg，环比下降 0.3kg——175cm。

祝朋友们周末愉快！😄