该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

股票的本质

唐朝 唐书房 2016-09-03



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

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

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

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

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

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

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

预测其他人的想法，毫无疑问是一件难度高上天事儿。前天晚上，有位朋友（也在雪球）发微信给我，转了一篇分析股灾里政府高层想法的文章，问老唐怎么看。老唐回答大致说，同床共枕二十多年的老婆，老唐也不见得能随时猜出她的想法，更别说以诡诈著称的、从来没有一起吃过饭喝过酒的政治家群体了。朋友笑了。是的，牛顿的那句“我可以计算出天体

运行的轨迹，却无法预测人性的疯狂”，表达的就是，别人的心思很难猜，你猜来猜去也猜不明白，不知道她为什么掉眼泪，也不知她为什么笑开怀（笑开怀）。

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

但，必须必须记住的，不能被自己使用的某种工具蒙蔽了。无论工具多么高大上，它都是要去猜别人的想法、别人的投票方向。哪怕你用观音大士，保不齐仙界也有阻碍他猜中普贤菩萨内心想法的仙术。别忘了，你也是别人眼中的别人，你猜他们，他们猜你，你根据他们的行动而行动，他们也根据你的行动而行动……一个无限循环（再笑）。

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

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

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

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

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

聊聊估值（上）

唐朝 唐书房 2016-09-04



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

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

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

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

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

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

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

因此，相对估值法起效的条件有三：

1）市场给张三这个价格，真的有它的道理，而不是一时癫痫发作；

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

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

需要这个估值故事……等等。

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

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

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

详细情况嘛，等老唐想起来了，又扯 ……

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

聊聊估值（下）

唐朝 唐书房 2016-09-05



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

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

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

怎么算呢？第一年末，你会得到5元；第二年末，你又会得到5元钱；第三年末，你会得到105元；这个债券总共回收的现金是5+5+105=115元，要价115元，你会买吗？

当然不会，除非脑壳进水。你拿今天的115换未来三年陆续拿回来的115，这属于有病。

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

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

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

综上所述，如果我想获得10%的回报，这张债券我最高出价只能是4.55+4.13+78.89=87.57元。
上面这个计算过程，就叫做现金流折现，而这个10%就叫折现率。

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

然而

很遗憾，股市里可没有这么纯正的投资品

股市的难题

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

钱可没人给你打保票。

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

怎么解决呢？

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

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

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

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

讨厌的“但是”来了——

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

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

成“估值”的不同。

赔钱的投资决定，一定是以下一种或几种因素：
①过高的估计了接盘侠出价，被自己的乐观骗；
②将假利润当做了真利润，被公司会计骗；
③高估了每年产生的自由现金流，被自己的乐观骗；
④折扣要求太少，被不确定性骗。

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

要赚钱的投资决策，一定是
①保守估计接盘侠的出价；
②仔细甄别真假报表利润；
③确认自己能够“大体”估算该企业的自由现金流；
④至少留出30%以上折扣。
当然，虽然不容易，但也很简单，比如老唐就多次在雪球说过，我的估值法很简单，两句话：①三年后15倍市盈率卖出能获利100%，我就会买；②高杠杆企业打7折。

这里代表着：
①三年内有机会在15倍市盈率水平交给接盘侠；
②能确认利润为真；
③能大体预测出三年后的利润水平；
④留有一定的折扣，实际上三年能赚百分之五六十就已经满意了。

以天朝股市的特性，①概率实在是太大了，常常有惊喜。难点在②，但最难是③。

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

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

这就是笨笨夹头（价投）投资生活的全部。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

聊聊估值（续）

唐朝 唐书房 2016-09-06



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

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

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

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

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



今天，我们来理解这个已经不难。

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

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

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

然而，讯息终究是有成本、有价值、有门槛的，这个世界永远也做不到信息对所有人透明。否则，各尽所能，按需分配的共产主义，昨晚八点二十就实现了。由于信息的不透

明。否则，各尽所能、按需分配的共产主义，昨晚八点二十就实现了。由于信息的不透明，这个“回报率拉至（经风险加权调整后的）同等位置”的过程，得以慢慢实现，体现在市场里，就是或快或慢地上涨。当然，若是低收益资产，这个过程是反过来的，或快或慢的下跌过程。

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

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

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

估值好书推荐

唐朝 唐书房 2016-09-07



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

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

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

如果你有到基金或券商工作的企图，又有点高等数学的底子，不怕看数学公式，希望

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

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

老唐以前推荐过的书，以及将来会推荐的书，通通会汇集到"老唐荐书"栏目，你可以长按下面的二维码识别收藏，这样即便错过某篇荐书帖，也不用再来讨链接了。

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

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

报，收获可能更多些。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

估值的误区

唐朝 唐书房 2016-09-08

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





公式的大意，

①将企业的

年；二是N+1年之后

②对N年内

法，《聊聊估值》里谈

③对永续增

数学公式，得出N+1年的企业价值，再将N+1年的企业价值折现到今天，得出价值B；

④企业价值=A+B，打个4—7折，就是投资者买入价。

很清晰明白吧？然而，错的。

这个公式里藏着很多陷阱：

①该企业N年内的高增长，你是如何确定的，证据和逻辑是什么？

②你对N年高增长的估算，错误的概率有多大？

③N+1年后的永续增长假设，依据的是什么？

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

⑤4—7折购买，究竟是4折还是7折，是梭哈还是分批，为什么？

⑥即便你计算企业价值正确，你7折买进，然后再跌40%，你怎么办，为什么？

……

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



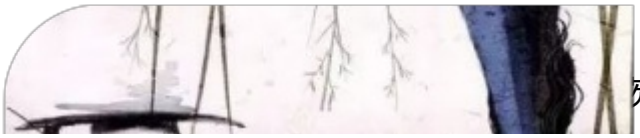


用，怎么不用？

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



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



茨是挚友，可以将数百亿美元的财富托付给盖



比菲特知道微软今天赚钱，但不知道微软能赚多
技替代微软，从而导致微软瞬间和柯达一样，坍



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

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

单位：元　币种：人民币

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

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

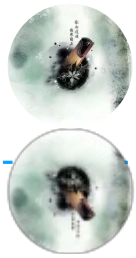
只要能估计未来会比现在更好（好多少，不管），ok，不用去算永续增长部分的估值了，将成长看作价值的安全边际。按照不增长出价，以无风险回报率对应的pe倍数，给企业当前的自由现金毛估估一个价格上限，在此范围内尽力获取折扣即可。

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

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

思路。

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


该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

估值的误区2

唐朝 唐书房 2016-09-09

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





去看雪球组合#老唐实盘#就知道，我目前持有的国投，最早一笔是2016年1月11日用川投换进来的。忘记了买入（调出）时点K线，2016年1月11日，国投介于6.72—7.24之间，川投介于9.14—9.7元之间，大体就是这个区间换的。

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

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

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



那么卖出问题如何解决呢？

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

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

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

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

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

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





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

部分留言点评

唐朝 唐书房 2016-09-12

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

@崔华涛：谈一下我对《估值的误区2》中"投资不存在卖出的问题，只是买入股票（房产、黄金、商品……）和买入货币的决策区别；"的理解： 买入货币的优点是不亏损，那卖出股票的决策依据就是未来大概率股价会下跌。

股价 = pe * eps ，那股价下跌有多种情况，但是有几种情况我们是有可能预期的：
1、收益变化不大，pe已明显高估，未来大概率下降。如果货币的无风险理财收益为2%，则pe在50倍以上就要卖出了。
2、收益将下滑，意味着基本面发生了不利变化，卖出。
3、戴维斯双杀，更要卖出。而其他情况，尤其是短期预测估值和收益变化，超出大部分人的能力范围，还是don't fix it



这条模糊处较多，老唐要补充几点

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

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

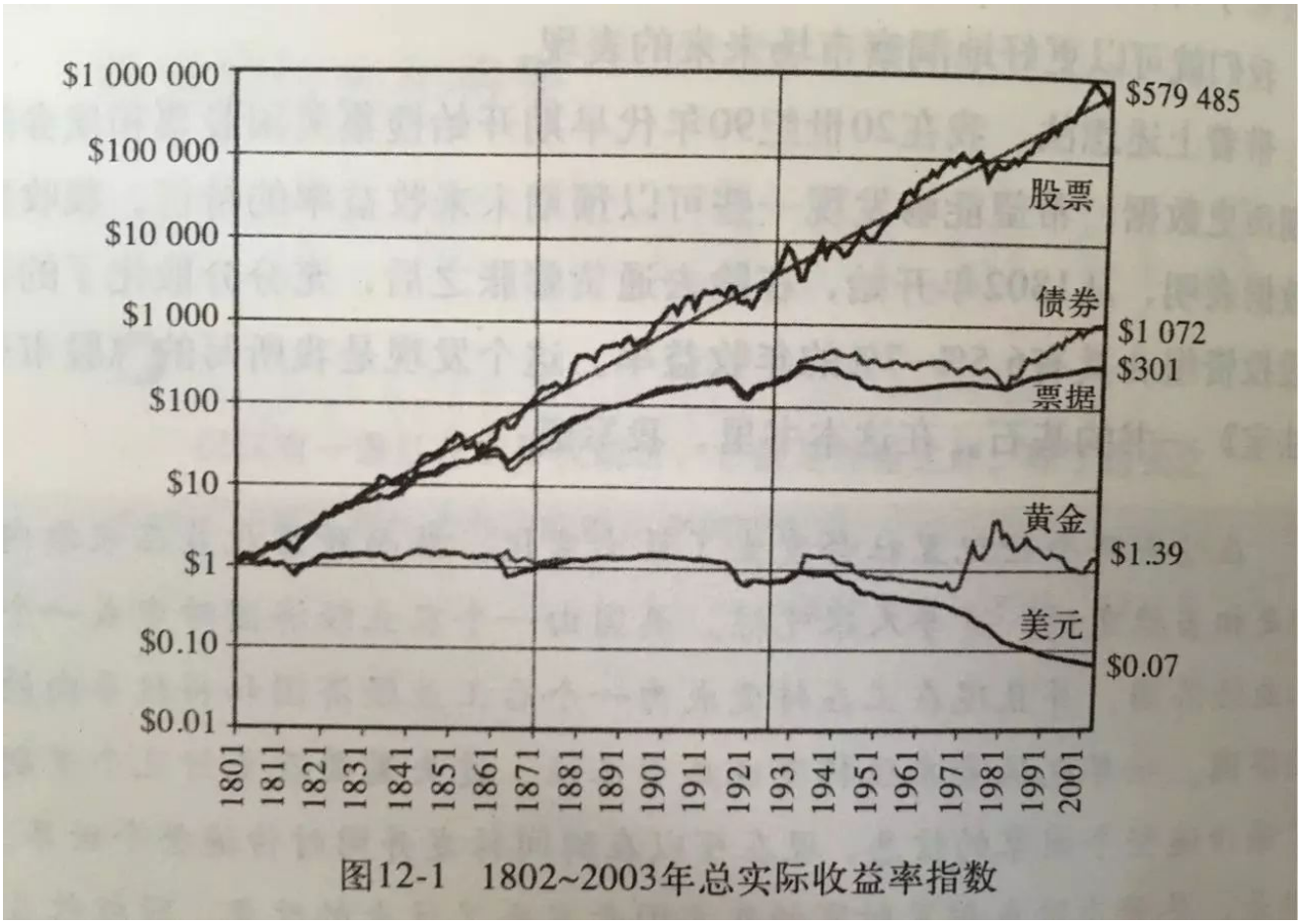


图12-1　1802~2003年总实际收益率指数

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

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

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

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

但要说“大概率”呢，也对。高估的东西的确是大概率会回归无风险收益率，是大概率会跌——但一定需要提醒自己，即便我们已知硬币有70%概率出人头，并不意味着它接下来就一定出人头，甚至并不能保证它接下里的10次里，就一定会有5次以上的人头。

@安逸：实际是比较后哪个更高估。不管是股票之间还是股票与货币之间。

@sven：股票和货币都可以现金流折现，所以不管是买入和卖出其实都是比较未来现金流折现，保留未来现金流折现较高的品种。



两位是线下朋友吗？感觉是“一个意思、各自表述”。都对。

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

没错，你们三位说的都对，老唐也没啥需要补充的了

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

是的，差异不大的话，纯从心理角度，也是做熟不做生，感觉更踏实些。

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



该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

价值投资VS趋势投资

唐书房 2016-09-13



释老毛

时间紧急，不多说了。 老毛观点：中国的明斯基时刻未来不可避免； 大隐观点：中国的明斯基时刻已经到来； 价投观点：中国的明斯基时刻永远不会到来，或者即便到来也可通过选股逃出生天； 问题是，你信谁？

> 大隐无言:
>
> **风水轮转 千股跌停**
>
> 时间紧急，不多说了。上午大盘放量下跌，神创领跌，妖股和强庄股的大幅回撤，确认本轮反弹结束。 人类终究是理性的动物，全球货币大放水引发的虚假繁荣终究难逃对理性的坚守，几十万年进化发展出来对危机本能的感知时刻存在，十月初进场的高手已开始提前收割跑路，跑得快游戏开始了。一帮定力不足的新手和韭菜高位站岗，满怀期待，当然一帮媒体大神和著名黑嘴会继续鼓噪牛市，掩护庄家撤退。
>
> 大宗商品的疲软不堪已预示了一切，恒指表明了国际资金的态度。今晚欧美股指料将大跌，明日A股将继续暴跌。
>
> 双降不是免费的午餐，人民币汇率压力山大，随时可能跳水，引发全球金融市场新一轮大跳水……
>
> 查处妖股、 IPO、注册制、禁售令到期、债市崩盘导致银行坏账暴增、电价下调、煤价大跌、货运量下降，无数个利空排队等候。
>
> 也许是今日下午，也许是明天、后天……虽然不能确定具体的时间，但可以肯定的是本周千股跌停将再次上演！
>
> 准备看跳水表演吧！
>
> $上证指数(SH000001)$ $恒生指数(HKHSI)$ $乐视网(SZ300104)$ $浦发银行(SH600000)$ $招商银行(SH600036)$ $中信证券(SH600030)$ $华能国际(SH600011)$ $中国神华(SH601088)$ $国投电力(SH600886)$ $上海莱士(SZ002252)$
>
> 2015-10-27 11:40 相关讨论(351)



黄建平

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

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



释老毛

什么是接地气的价值投资？

时间紧急，不多说了，回应一下老黄的批评：

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

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

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

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

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

6）至于投资完全不预测，是老巴自谦和矫情，我们则是东施效颦。这不科学，不符合心理学规律，人类任何行为都是建立在预测和假设之上的。价投也预测，预测基本面不是预测？预测公司下一年业绩不是预测？只要预测，都有不确定性，预测市场变化和预测公司业绩，都是靠蒙，马尔基尔在《漫步华尔街》其实都批评过，不是不预测，而是对预测的态度，预测的关键是概率。

@唐朝 你说是不？



唐朝

时间紧急，不多说了。既然艾特我，就回复一下：

1）没错，老毛确实没说过他纯夹头，且纯夹头坐电梯的确是家常便饭；

2）99%数字是乱说，宏观是个外延不确定的定义，乱说乱有理；

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

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

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



释老毛

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

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

B账户，多策略系统：14年初的冷门股建发股份5元多，这是格雷厄姆式的捡烟头，到15年4月15元失去安全边际清掉，换成三全食品，三全当

时也不便宜，只是在消费股里相对低估，而且前期严重滞涨，但因为正好赶上博士提出互联网+口号，风口之猪，两个月后翻一倍，5.29日复牌后清仓换别墅，这条线是一年增值6倍。即便是三全食品6.25日跌破50日线趋势已经明确发出卖出信号，此时清仓依然能保存5倍多的利润。也就是即便投100万，一年后变成了500多万，所以我说别墅是股市白送的，此言不虚！

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

实践最有说服力！

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

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

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

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

格老那一套，缺乏纯粹性，并且成功的拉出巴菲特简单修正主义旗帜分裂了价投阵营。照你的观点，巴菲特、芒格自己没成大师之前就没资格反思和修正大师的理论？我叶良辰偏偏不服！

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

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



唐朝

做个纯夹头，还是在夹头的基础上兼顾趋势？

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

我俩的核心分歧就两点：

1）究竟纯粹依据估值而动，还是在估值的基础上适当考虑技术趋势？

2）究竟是纯粹研究企业个体，还是在企业个体的基础上考虑宏观经济？

这两点分歧背后隐藏着两个判断：

1）市场参与者的情绪波动（即趋势），是否可以被掌握？

2）宏观经济，是否可以作为投资依据？

对这两点，我的认识是：

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

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

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



释老毛



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

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

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

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

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

5）每个人都有自己的世界观和投资系统，不能要求整齐划一，不能不允许质疑权威，不能不允许探索和优化，巴菲特的价投和格雷厄姆的价投也不同，和而不同，求同存异吧。
有一点我坚持，世界上有没有在纷繁复杂的事务中能抓住而且善于抓住主要矛盾的神人？有，毛主席就是一个！诸葛亮未出茅庐已定三分天下就是这种眼光。此处我说的宏观不是指经济学中的宏观经济，而是一种历史大趋势，不仅当年的毛能看准，当代的李嘉诚也能看准，眼光之老

辣，不得不佩服！//@郭小猎老道:回复@唐朝:虽然老唐不需要，也声援一下老唐。

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

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

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



唐朝

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

1）你的第一条，谈到了“宏观微观，预测都是概率”，这一点，我是同意的，当然，同意了这条，就无法同时同意你该条所说的“未来不可预测，我比纯夹头坚持得还要彻底”了。预测是概率，这个没错。正如我主贴说的，宏观是微观的集合，其预测难度相对于微观，一定是几何倍数的。你也同意，宏观变量太多，其预测正确的概率相当低（10个变量，每个正确率90%，最终正确率不足35%）。

2）面对预测概率的客观难题，有两种态度，大抵老毛是采用人定胜天，坚持用自己的知识和智慧去尝试理解。而老唐则采取巴菲特所言的“我们不学习屠龙术，我们只躲开恶龙。我们不挑战7尺跨栏，我们寻找可以跳过去的1尺栏”。前者挥斥方遒、粪土当年万户侯，无论成败皆是划过星空的璀璨。后者冷静克制、平淡无奇，只求龟速前进到达终点。两种态度，谈不上对错，是不同的自我认知、不同的人生态度吧。但总体上而

言，人定胜天论，比较适合类似老毛这种骨骼清奇、天赋异禀的非常人，而绝大多数人都会在挑战恶龙的时候，变成恶龙的盘中餐。这个老毛不否认吧？从这个意义上说，我宁愿老毛谈论宏观的时候，文采别那么令人仰慕（矛盾，若老毛失去了文采，雪球将会怎样？），因为你有很多崇拜者，他们很可能会自不量力地跟着走上那激情四射的不归路。

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

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

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

貌，是因为整个系统，无论怎么变，依然建立在这三块基石上。

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

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

6）以上是对老毛答辩的回复。下面再扯几条与本主题无关的闲言。

A.作为一个持功过零十开观点的毛黑，每次看见你崇拜某人，都需要靠教养和理性克制体内的兽性，这很难过的，55555555……，恳请老毛跟我聊天的时候，尽量不要表达对某人的仰慕和吹捧，可好？就当在回民面前不说猪一样吧！谢谢。

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

C.要说投机，唐史主任司马迁追逐基本面热点手法，我觉着还不错。虽然我没这个能力、也没这个精力学习，但我反复想过他的操作，是集合大量的蛛丝马迹（类似于情报分析），先人一步推测基本面上将会发生些什么重要的触发事件，并寻找这些触发事件可能引发市场对什么股（或什么板块）的炒作，下注狗改不了吃屎、题材不会被市场浪费，提

前潜伏进去，静待题材如期出现。在其他条件不变的情况下，题材没有出现或者出现后居然狗不吃，退出即可。

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

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



释老毛

【干货】老唐大显神威，舌战群儒的架势理性的辩论，理越辨越明，我再回应一下：

1）无论宏观微观，未来不可预测，这是共识。

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

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

句话是趋势投资的精髓，我悟了很多年，并非无稽之谈。

老唐说市场趋势不可预测，不可追随，前半句对，后半句商榷，谁说趋势不能观察不能追随？趋势当然可以追随，只要设定止损风控机制即可。我做过实验，老唐你也可选一只股票甚至指数，例如茅台、平安，以30日或50日均线为标准，只做右侧，线上则持股，跌破则清仓，十年复盘一下，右侧交易穿越牛熊的回报与左侧交易buy＆hold策略的回报是差不多的。欧奈尔的Canslim系统就是严格的右侧交易系统，其有效性也被验证。左侧，右侧，都能赚钱，只有瞎炒必定亏钱。价投做左侧，不能否定右侧，世界很大，价投们应该多出去看看。

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

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



唐朝

非常好，观点都表达明白了，就拿你这篇作为本次辩论的收尾吧！



该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

投票调查

唐朝 唐书房 2016-09-18



佳节中秋



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

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



事情是酱紫滴

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

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



拿衣物！

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



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

啥内容呢？

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

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

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

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

请投票





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

谈谈选股

唐朝 唐书房 2016-09-19

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



自上而下

自上而下，选择的路径是先选行业再选企业。思考路线是首先前瞻性地找出未来发展空间较大的行业，即先找到一张可能越来越大的饼；然后再寻找这个行业内某家或某几家优势企业，即找到未来在这张大饼中可能获取较大份额的企业。如果有条件的话，还可以在选择行业之前，加上选择国家，即首先选择那些经济增速可能较快的国家，然后才在这些国家内去选择发展空间大的行业。

这种方法，对投资者个人商业前瞻能力要求较高，投资者需要具备识别产业机会的能力，能大概率判断出未来某产业的腾飞。大部分成功的风险投资家，以及大部分成功的企业家，都是因为选择了正确的行业，站在了风口。你是一只天鹅，大风会助你翱翔天空；你是一头笨象，大风也会推你化身飞天神象。



自下而上

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国01

唐朝 唐书房 2016-09-20



01.

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

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

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

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

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

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

“好的，掌柜的。”天义看上去对掌柜的非常尊敬。

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

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

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

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

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

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

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

一会儿，马车拉着受伤的文和，嘚儿架嘚儿架地出了会馆。没多久，文和就确定自己不是在拍戏，可能真是进了另一个时空。一路走过好几条巷子，寒风呼啸中，没见一栋高楼、没见电线、电线杆、墙体广告什么的，路边的人户，家家都挂的灯笼，没有一丝电灯的灯光。再说了，也没有摄像剧务化妆师之类的人跟着。

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

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

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

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

“谢谢你，天义哥，对了，我还没请教天义哥贵姓呢？还有你家掌柜的怎么称呼？”

“我姓范。我家掌柜的叫雷履泰。”

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

“文和，你笑什么呢？”天义很直率地问道。

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

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

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

— 未完待续 —




唐书房

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国02

唐朝 唐书房 2016-09-21



02.

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

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

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

雷掌柜疑虑的眼光扫了一眼文和，看文和认真的样子，遂让进屋里："请讲！"

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

"哦？说来听听。"

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

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

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

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

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

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

"不仅如此，雷掌柜。一旦信誉做起来以后，只要客人认为我们的票据随时都可以兑换现银，他们甚至没有必要在家里存银子，也没有必要兑现。只要保留我们的票据，需要用银子的时候，直接将我们开出的票据支付给对方即可。那时候，我们写的票据，就是银子，就可以买来棉布买来丝，买来牛羊买来马……"

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

— 未完待续 —





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国03

唐朝 唐书房 2016-09-22



03.

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

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

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

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

（脚注：中国古代地图坐北朝南，与现在的地图相反，标示方位上南下北，左东右西。山西在地图上位于太行山右侧，故称山右）

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

到了大清康熙皇帝中后期，北方疆土大为开阔，战乱匪祸也基本肃清，清俄间自发的边境贸易愈发繁荣。雍正六年，中俄双方签订了《恰克图条约》划定清俄边界，建立了正常稳固的贸易关系。在此背景下，山西商人逐渐开发出南起闽浙粤，经汉口、开封、太原、京都，北至恰克图（现俄罗斯与蒙古国边界）的南北商路，以及东起奉天、西至伊犁的东西商路。主要贸易是以武夷山茶叶和江浙的绸缎、布匹、瓷器交换俄罗斯及蒙古的牛羊马匹、各类皮毛，并在境内经营潞盐（产于今山西运城）和长芦盐（产于渤海沿岸）贸易。大同、平遥、太谷一带，因地理位置处于两条商路的交叉区域，多年经营之下，已隐然有北方经济贸易中心的气象。

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

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

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

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

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

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

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

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

未完待续 一





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国04

唐朝 唐书房 2016-09-23



04.

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

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

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

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

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

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

“东家好，少东家好。”

“好，好。里面说话吧，外面冷。”东家一边应着雷掌柜的招呼，一边往屋里走去。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

— 未完待续 —





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国05

唐朝 唐书房 2016-09-24



05.

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

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

现在最紧要的是制度设计和人才培养。从制度设计来说，汇兑及放贷业务的流程需得缜密设计，不能有漏洞；票据防伪密押制度必不可少；加上各地银子成色不一，砝码重量不一致等问题，都需要系统解决。这方面，文和已经提出过一套可行方案，只是还需要时间细化成文。从人才的角度说，每个城市至少需要总号派去能够独当一面且人品可靠的账房、信房、柜头、跑街等几个核心人员并可靠伙计数名，方可开业。

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

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

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

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

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

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

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

— 未完待续 —





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国06

唐朝 唐书房 2016-09-25



06.

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

“东家请。什么吉兆？”

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

“哈哈……”

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

“恭喜东家，贺喜东家，绝对大喜！”

“有太阳冉冉升起，我们新字号取名日日升如何？”东家压抑不住的兴奋。

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

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

“东家过奖，东家过奖。”文和心知自己是贪古人之功，不禁有点汗颜。

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

“雷兄，里屋说话，我还有事要与你商量。”

“文和，你去催一下天义，赶快给东家上茶。”

“好的。”文和知趣地带上了门。

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

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

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

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

（注：字号设置空股，将分红用于财东的家族事务或字号员工的福利）

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

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

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

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

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

“好的，东家。”

（注：东掌协议指财东和掌柜及顶身股的伙计之间的合伙协议。）

— 未完待续 —





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国07

唐朝 唐书房 2016-09-26



07.

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

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

为此，文和借鉴现代防伪技术，提出票据防伪建议：“一是密码，票据上应该有一套密码，只有本号内部人员可以识别，并定期更换；二是纸张，票据的纸张应该用特殊印刷技术，外人无法或者至少很难短期内仿冒；三是印章，专用的复杂印章盖在票据特殊位置，增加短时间伪造难度；四是暗号，每张票据可以随机做出暗号，并通知兑付地分号；五是经手人笔迹，总号分号均由专人负责填写票据，笔迹统一发送各处供识别。若更换填写票据的人，笔迹必须提前通知各号；六是票据管理，所有空白票据必须登记，兑付过后的单据及填废的单据必须统一交回总号销毁并由经手人签字记录。”

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

一 未完待续 一





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国08

唐朝 唐书房 2016-09-27



08.

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

“好的。我记下了”

“对了，你的字写的如何？你摔伤右手，一直没见你写过字。”

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

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

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

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

“是呢，就跟银行兑进外币和兑出外币有差价赚一样。”文和心中同意。

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

“好，这个我今天就着手。”

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

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

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

（注：清代实施银两和制钱并行的货币制度。制钱是计数货币，银两是称量货币。白银形状以“锭”为主，以“两”为基本单位。“两”之下分为：钱、分、厘、毫、丝、息、微、尘八级单位。各地官批银号都会铸造银锭，并在银锭上留下铸造银号的标志文字。常见的银锭有天津化宝银、京师松江银、上海豆规银、南京饷化银、广州番银等十多种。交易中可能又面临将银锭剪成碎银或碎银回炉重新熔炼成银锭等问题。由于各地银锭含银量不同，所以需要建立一个辨别和兑换体系。

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

— 未完待续 —





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国09

唐朝 唐书房 2016-09-28



09.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

"没，没，我今天简直都傻了"

"是，是，从没经历过被人求着收银子的事儿"

"没，没，掌柜的这生意眼简直神了……"

……

一 未完待续 一





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国10

唐朝 唐书房 2016-09-29



10.

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

“接下来，我们请雷掌柜讲两句。”

哗~，在文和的带领下，伙计们鼓起了掌。

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

哗……又一阵热闹的掌声。

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

听见但是二字，大家安静了下来，立刻领会到这才是加菜后面的重头戏。

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

“抽汇水，吃主顾银子的放空期”有人回应，这是培训过的内容，自然难不住。

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

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

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

“……”

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

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

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

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

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

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

“掌柜的，掌柜的，县太爷来咱们这儿了……”门房匆匆忙忙地进来报。

“县太爷？文和，你接着跟大伙儿安排一下，我去见陈大人。”

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

原来这位陈大人，老家湖北，已经走了刑部尚书那彦成那大人的门路，要调到江苏任职。前些日子，安排心腹带银子到京城，准备再活动活动，看能不能指定到太仓或者嘉定这两个富裕大县主事。哪知流年不利，半路遇上了天理教匪类，丢了银两。幸好钱财交的快，没伤人。今日听闻票号汇兑人山人海，也动了心思，想再通过票号走笔银两去京都。

一 未完待续 一





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

超级金融强国11

唐朝 唐书房 2016-09-30



11.

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

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

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

“此话怎讲？”

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

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

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

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

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

“道理是这么个道理，你说说怎么做？”

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

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

“掌柜的，这第一个问题，我的想法是，我们不仅放贷款，我们还派客户经理，不，是派账房，帮大人打理财务。这账房由柜上培养，柜上发薪水，免费给大人管账，鞍前马后陪着大人上任。上任以后，该地若是钱粮贸易数额较大，我们就安排人跟着过去设分号。借着帮了大人的交情和身边有人的便利，拿下官府存银业务和汇兑解饷业务，保证分号生存无忧。

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

“此话怎讲？”

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

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

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

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

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

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

— 未完待续 —





该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

消闲推荐

唐朝 唐书房 2016-10-09

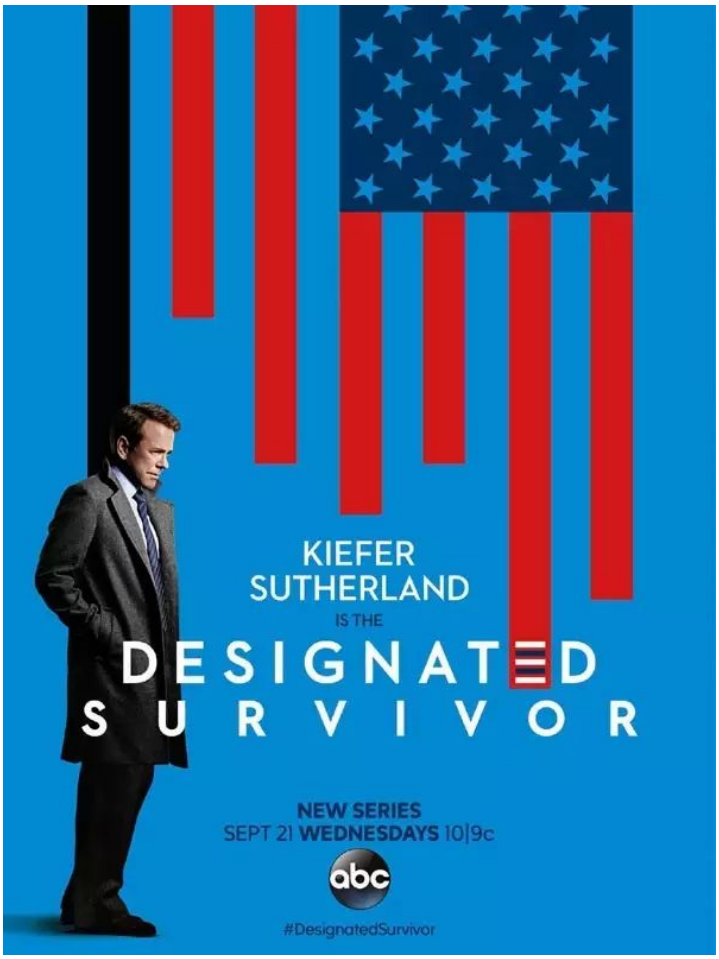
Hello，各位假期玩的愉快否？这大假刚过，先来点儿轻松的，推荐一部美剧和两套小说给各位。

美剧《指定幸存者》

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

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

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



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





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



小说①《湘西往事：黑帮的童话》

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

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

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

小说②《巨人的陨落》

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

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

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

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

其他

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

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

老唐自己最想写的是公司分析和财报阅读类文章，写的人和读的人都能有收获。但最近还在修订《手银》，暂时没那么

多时间，毕竟公司分析需要阅读大量财报，收集和分析大量数据，比不得理念类文章随手拈来。所以，近期投资话题还是偏理念，这方面想看什么或者有什么疑问，欢迎留言。有价值的问题，我成文和大家一起讨论。

阅读原文



以禅悦为食臊 2016-10-09 12:11:54

美剧 建议 西部世界，豆瓣高分，值得拥有。 赞 15

> 作者
>
> 我看第一集，有点晕，可能科幻题材对我而言，太难了/呲牙 赞 2



苦笑念着你fly 2016-10-09 13:01:17

老唐把以前看过的觉得好的美剧也一起安利了吧 赞 13

> 作者
>
> 波士顿法律，纸牌屋，亿万，越狱，24小时，绝命毒师，绝命律师，别对我说谎，斯巴达克斯，权力的游戏，国土安全，冰血暴，诉讼双雄，老友记，绝望的主妇，政务边缘，新闻编辑室，基本演绎法/偷笑……. 赞 9



我後悔叻确 2016-10-09 12:28:27

老唐你真是精力充沛啊。才华于理性兼具。 赞 11

> 作者
>
> 不敢不敢，过奖了?? 赞 1



shine屿蓝Jiu 2016-10-09 13:09:35

唐大叔，没事整两段语音听听呗，你的声音真好听/呲牙 赞 9



诗小奕阔 2016-10-09 12:34:50

我是无意中买到您的教你手把手读财报的这本书才关注您的，也因此来到雪球。这本书对我的影响很大，至少慢慢的学会看财报，这种收获会一辈子受益的，万分感谢 赞 8

> 作者
>
> 别客气，读者喜欢是作者的骄傲 赞 3



新鬼来地球哀 2016-10-09 12:33:40

老唐，理念类的可不可以讲讲遇到牛市全市场都不便宜的情况，该怎么处理？ 赞 6

> 作者

可以，作为理念文章备选之一??



A创世纪金融52 2016-10-09 12:22:35

西部世界导演是诺兰，这两兄弟就是擅长讲故事，往往是铺垫多，隐喻多，悬疑多，细恐思极多，但都是回头再看才会有这种感觉的。所以你觉得昏就攒一季再看吧，那样会好些。 赞 5

作者

????好提议，谢谢。 赞 1



筱悦乔 2016-10-09 13:15:59

推荐英剧 黑镜子 非常精彩！ 赞 4



爱不易魁 2016-10-09 12:39:52

巨人的陨落就是看见你在雪球说，看了下简介就买回来的，国庆三天看完(同时还带娃)，书确实很精彩，绝对是老外小说值得一看的。 赞 4



小琪空 2016-10-09 13:50:46

这坑差不多了，这些书和电视剧够看很久了，我看书很慢，老唐指点下咋看那么快的？我一分钟最多看60字/微笑 赞 1

作者

我是读中学的时候，看武侠小说练出来的/呲牙。个人经验上，读的快的要点是：不要一个字一个字的看，要练习整句整句乃至一个自然段一个自然段的看，你可以拿鹿鼎记之类的轻松书籍试试，适应了整段看以后，你会发现你不会漏过任何内容的。估摸着市面上应该有类似速读一类的书籍，不过我没看过。 赞 3



灰烬地火窍 2016-10-09 12:43:06

希望老唐能写点小市值成长股的财报分析。小弟心中一直有疑惑，以老唐的投资素养和智慧，应该可以翻出几只低估的小市值成长股 赞 3



阴缘结伍 2016-10-09 18:17:33

还缺一个原创标识/呲牙 老唐加油！ 赞 2

作者

已经有了，这篇是我没加原创标记。 赞 1



puzenghong的家 2016-10-09 16:19:11

神盾局没看吗 消遣不错 赞 2



爽朗的QQ小东0 2016-10-09 12:26:11

老唐编辑微信文章是用得哪款编辑器？安利一下呗！/呲牙 赞 2

作者

秀米，我儿子推荐的，我也刚刚摸索，用的还不熟



迷魂少男博 2016-10-09 12:15:44

大爱鲍小强 赞 2



韩汐汐愛 2016-10-12 21:13:00

老唐介绍的都不赖，最近在看静州往事，也是老唐介绍的，太瞎辦 赞 1



旧岛找 2016-10-11 08:57:43

老唐推荐的书里有一本是学会估值，轻松投资，另外一本是，估值。作者应该是同一个人。请问有什么区别呢？/微笑

作者

就像《证券分析》和《聪明投资者》的关系一样，一个是专业版，一个是科普版。 赞 1



冬虫夏夏草蛇 2016-10-10 00:39:17

老唐，能谈谈对《聪明的投资者》这本书的阅读感悟嘛？谢谢 赞 1



凌九岁月 2016-10-09 22:31:12

美剧推荐老唐看看财富战争，个人感觉还不错。富豪跟证监会的斗智斗勇。

作者

一出来就追过，而且在雪球推荐过好多次了??一般翻译为亿万。 赞 1



love啁小逸 2016-10-09 22:03:50

已经买了手把手读财报，手银出了会买。 赞 1



栈楠day 2016-10-09 15:57:05

给老唐推荐一个穿越小说，江山美色。我觉得很耐看。 赞 1



月月悦 2016-10-09 15:18:50

啥时手银能面世啊，等得心急/呲牙 赞 1



你那么爱他招 2016-10-09 13:36:50

通过手财认识老唐，书写得三观正，干货满满诚意满满，期待手银，更期待

更多老唐视角下的公司财报分析。 赞 1

作者
谢谢肯定。

裸色控公 2016-10-09 13:11:16
西部烧脑，等待第三集 赞 1



小沫晾 2016-10-09 12:50:43
看看手把手读财报是不是有助于我通过中级会计师考试/偷笑 赞 1



宅宅宅大同女 2016-10-09 12:46:03
“昨晚看了一集《西部世界》，感觉此剧必火。10大看点：1. 这其实是个虚拟现实题材，迎合了当下最新的技术热潮。2. 这又是一个机器人题材，迎合了又一个刚刚跨入生活领域的技术热潮。3. 虚拟现实和机器人都是老掉牙的题材，但两个结合在一起就擦出崭新的火花。4. 虚拟现实太虚，屏幕很难视觉化，以往除了《黑客帝国》，少有成功例子，但以实体化的生化人作为载体，就有了血肉，观众容易投入认同，这是本片最聪明的地方。5. 最前卫的技术与最传统的西部元素相结合，在视觉和情节上都产生极大的反差和张力。6. 画面。7. 音乐。8. 诺兰。9. 安东尼·霍普金斯。10. 女主角（抱歉我不知道名字，但真个儿我见犹怜）。”{ 评论里有人补充11:NPC游戏元素 } ——微博@严峰的这个解读有助理解本片，减少脑细胞损伤！ 赞 1



水瓶亥卓然ok 2016-10-09 12:35:02
老唐老唐，恭喜恭喜，终于成为正儿八经的大号了。趁着留言能用，推一部美剧，地狱之轮，讲述美国建造铁路的故事，豆瓣8.8左右，已完结。 赞 1

作者
看过???? 赞 1



此乃良民婚 2016-10-09 12:29:54
冒泡，马克。/呲牙 赞 1



我祥最美吮 2016-10-09 12:28:22
留言里没人提到九小时看三本，果然是我看的太慢/撇嘴 赞 1

作者
看小说，一小时一百多页，应该算正常速度吧，不算快??? 赞 1



唯是心伤环 2016-10-09 12:24:58
老唐的后花园，休闲投资一锅烩/呲牙 赞 1

作者

本就不是经营性的，也就不考虑啥行业属性了，咱们有啥聊啥 ??



猜不透割 2016-10-09 12:20:59

谢谢老唐推荐！ 赞 1



Z148深圳东 2016-10-09 12:18:54

支持一周两、三篇的频率/鼓掌/鼓掌/鼓掌 赞 1



简简单单辈色 2016-10-09 12:16:56

书，乌克兰作家吧，还是诺奖得主的新作，讲的是俄罗斯休克疗法期间普通

老百姓的生活遭遇和变迁 赞 1

作者

收到/握手



摩羯夜半星未央 2016-10-09 12:16:11

又有书和电影推荐了，走起。 赞 1



楚辖湘天蝎 2016-10-09 12:14:48

还是多说些投资类的内容，插科打诨弄点小说电视推荐下比较适合你的风格

啊，不过投资的事儿几句话也容易交代了，还是分析下财报的具体情况吧 赞 1

作者

我也准备主要偏向成篇的公司财报分析类。不过，最近还不行，至少要手银彻底脱手以后/得意



蒙着眼睛看人77 2016-10-09 12:14:27

老唐看没看最近比较火的《二手时间》？

作者

没。书还是美剧？讲什么的？ 赞 1

他妻妾索 2016-10-09 12:14:16

简单拉 · 美剧还是等养肥了一起杀~先看小说去/呲牙/呲牙 赞 1



啊纯小姐吱 2016-10-09 12:12:42

留个/呲牙言 赞 1



凌薇明 2020-02-08 14:40:13

唐老师，偶然间发现此处，刚刚拜读了你写的22篇文章，收货颇丰，你的

三本书我也买了，等到了我再认真拜读学习。

作者
[胜利][握手]


木希季 2016-10-15 08:16:57
看老唐写书是种享受，能否写点经典投资书籍陪读或笔记，如聪明的投资者


图吧林水瓶 2016-10-11 17:48:24
不错，开头一个大爆炸就够吸引人了，但是看完前三集觉得叙事有点拖沓。

大约是24小时看习惯了。好久没见你贴跑步了，还在跑吗？

作者
谢谢关心，昨天还在雪球发了半马的/可爱


凌薇明 2016-10-11 15:07:04
怎么感觉你的时间比正常人多多了 正常的吃喝拉撒睡除外 跑步 写书 雪球

还有公众号 OMG 太拼了 /强


涵晓漠胡 2016-10-11 08:43:52
休闲模式结束，赌场开门，老唐我们要干点正事了/呲牙/呲牙/呲牙


棉花糖的叨 2016-10-10 23:48:09
我想问，如何在9小时里看11本小说？！

作者
找人帮看/呲牙


迷魂少男博 2016-10-10 19:06:19
看看还能占个座不


王功升 2016-10-10 18:01:03
這劇好看！女主maggie超正的啊！但更新慢了點，沒法像紙牌屋有一氣呵成的感覺


咏琪爱心凌消 2016-10-10 11:44:35
期待老唐的财报分析，拜读了老唐的手财，期待手银。


酥胶词噬泼阎 2016-10-09 23:52:48
可以留言了，求上墙/偷笑



夜晚的宁静o 2016-10-09 21:44:12

期待《手银》



黄金龙脉 2016-10-09 21:33:08

恭喜拿下自己的地盘



双子雪琊sunny 2016-10-09 21:06:30

推荐老唐看新出的西部世界。



双子俵藤美羽22 2016-10-09 20:12:52

以前追24小时的时候曾经18小时看完24小时。现在刚刚啃完两集小强，这里已经推第三集了/强



大鹅2812413991 2016-10-09 19:48:28

谢谢唐老师推荐，同时也恭喜唐老师荣升!



昔年巅 2016-10-09 19:44:14

国庆读了老唐推荐的大败局，联系到现在的情况，孙宏斌这个人这么多年好像没变过，拿地王遇到宏观调控已经吃过一次亏了，现在仍然在不停的拿地王扩张，会再次遇到调控而吃亏么



我是陌生人029 2016-10-09 18:52:17

斯巴达克斯。。。。。。



蒙着眼睛看人77 2016-10-09 18:35:28

又有剧可看了/呲牙，谢谢谢谢



末苛作 2016-10-09 18:30:00

/呲牙 不错，越来越好玩了。



321艾米521 2016-10-09 18:26:11

老唐，您对那一水的鱼写的银行书、杨天南的20年、任俊杰的奥马哈之雾、巴蜀松翻译的证券分析这几本书怎么看？？？

> 作者
>
> 都不错，但证券分析比较难读。



陌以晨懂 2016-10-09 18:08:32

看了《权力的游戏》后，找不到更好的美剧啦



念劫圆融歹 2016-10-09 18:02:53

支持老唐！谢谢老唐！祝福老唐！



耐艺咔 2016-10-09 16:48:53

什么网游，手游，VR，AR，什么浸入性，代入感通通out,westlife才是真正游戏之王，当然头几级玩家是上帝，后面npc开始杀玩家，那就有点危险了，不过会更加刺激。



小琪空 2016-10-09 14:41:34

老唐爱死你了，每当需要的时候你总是雪中送炭/呲牙



嗯不温柔附 2016-10-09 14:40:33

喜欢二十四小时，记得第一次看还是假期去电子市场买的盗版盘，看着看着，宽带就开始普及，可以说，它伴随着我的成长，杰克·鲍尔老了，我也老了。



文不值戏 2016-10-09 14:40:02

感觉Bull也不错，老唐可以试看下是不是你的菜/呲牙



景岛七音蹈 2016-10-09 14:30:29

我是个年轻人，混于上海。有幸关注老唐，感谢你的分享！/强



我怀片冰心断 2016-10-09 14:06:17

建议老唐也发些跑步的文章



书海前龙 2016-10-09 13:31:45

西部世界，导演就是玩悬疑的，所以前几集都是挖坑，后面用来填/得意/得意/得意



汐小逝代 2016-10-09 13:24:27

老唐加油，期待大作/微笑



sky念芳林金牛 2016-10-09 13:03:45

能分析一下上海家化吗？已经跌了3年了

作者

不熟



131202邹露 2016-10-09 13:02:49

终于等到更新了/得意



浅唱乏 2016-10-09 12:56:35

老唐有没有看「西部世界」？



范儿萝 2016-10-09 12:52:54

谢谢推荐！好悠闲！



朵艳艳竞 2016-10-09 12:48:13

百度NPC:英文一般指Non-Player Character，“非玩家控制角色”的缩写，

这个概念最早起源于单机版游戏，逐渐延伸到整个游戏领域。有时也作non-person character，或者non-playable character，泛指一切游戏中不受玩家控制的角色。在电子游戏中，NPC一般由计算机的人工智能控制，而在卡牌或者桌面游戏中，NPC则由城主（DM）或裁判控制。[1]



烟熏妆意 2016-10-09 12:48:04

唐老师最想写的，也是我最期待的！甚盼！



heaventys乌鸦 2016-10-09 12:14:42

能留言？试试看？

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

你靠什么在股市生存？

原创 唐朝 唐书房 2016-10-11

收录于话题
#投资理念核心专辑
58个

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

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

为了忽略公司股本送配等因素的干扰，可以将上面的公式前后都乘以总股本，变成总量概念，即：公司市值=市盈率×净利润。

由这个公式，我们得知，股价（公司市值）变化有两个源头，一个是市盈率的变化，一个是净利润的变化。如果将这两个因素的组合，可得矩阵如下：

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

唐书房

这张简单的表格，可以促使我们思考：钱从哪里来，我准备去赚哪一部分？

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

你准备去赚哪部分钱呢？换个说法，在这个九宫格里，你准备脚踏何处安身立命？

以老唐观察，市场参与者主要有三种选择类型：

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

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

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

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

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

③赚取企业净利润变化的钱。可分为CD两种类型。

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

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

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

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

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

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

老唐走的C。

阅读原文



漫长的等待佑 2016-10-11 15:58:58

C的持有时间跨度久，不容易发生老巴说的为了买而买导致的错误，A的胜率高，花费精力多，初期可以A+C作为套利仓位,同时继续寻找C类机会，市场整体估值上升和保

持较高仓位的体系都容易导致A类收益率下降 赞 66

作者

赞/强 赞 23



厌食套 2016-10-11 16:38:12

老唐，弱弱地问下唐迁属于哪一类/衰/衰 赞 35

作者

典型的、优秀的新闻联播党/偷笑 赞 43



温情与兽员 2016-10-11 16:42:46

老唐总是这么一针见血。 确实很多人包括我自己可能理智上倾向a或c，但不知不觉都是选择了b，是应该好好的重新思考一下了。 赞 29



睡在颗泪里咻 2016-10-11 15:57:16

大道至简，是我看过的把怎么赚钱写得最浅显易懂的文章，豁然开朗！/强/强/强 另外，手财看了两遍，基本懵圈，还要再看几遍才能消化/折磨 赞 26



易筱艺感 2016-10-11 21:53:06

看排序，A优于C啊，老唐为何原则hard模式呢？性格或者是兴趣使然么？

赞 9

作者

A还是C，追根到底是个价值观问题："如果和一个你讨厌的人合作，明显有利可图，你是合作还是拒绝？"，这答案没有对错之分，都有道理。我个人的答案是"拒绝"，不因金钱而勉强自己。选C，也许就是个人性格映射到了投资上吧！当然，可能跟懒也有关系，没什么兴趣关心很多公司、天天看一堆公告。 赞 24



亡城际徐 2016-10-11 18:47:21

老唐的文章需要反复看，用心看，经常看/强 赞 23



丿跟我走吧灬 2016-10-12 21:14:56

我觉得投资股市赚钱的途径有两种，1是股息，2是买卖价差。股息取决于企业的净利润和分红率，想赚买卖价差的认为会有更多资金出更高的股价接盘，预期净利润或市盈率升高。我选股主要看两个指标：股息率和ROE，两者相乘，哪个高买哪个，老唐觉得这种方法靠谱吗？ 赞 6

作者

股息率×ROE，逻辑上怎么解释，好像说不通呢？不过，如果是选择股息率高且ROE高的企业

（至于用×还是+，好像均可，就是为了排序嘛），总体原则我觉着是靠谱的，不过可能要足够分散才行。 赞 16



你若直在这色 2016-10-11 21:25:30

老唐兄能举两个雪球上A，D的代表人物吗？老唐兄属C，唐迁属B/可爱赞 3

作者

A类典型：管财主，奥特曼，ETF拯救世界……，D类在雪球我还真没发现，王亚伟算一个吧！

赞 16



苏小颜葛 2016-10-11 16:30:42

我怎么觉得回复的尽是男性，你女粉丝好少啊，觉得自己好另类！/撇嘴

赞 8

作者

女性粉丝少，才愈发显得您的宝贵啊/偷笑/玫瑰/玫瑰/玫瑰 赞 13



情杀犯扑 2016-10-11 15:58:37

感谢老唐！认真学习！ 赞 13



缺份依靠粉 2016-10-11 19:53:18

市场中的人常将A类与c类割裂起来看，其实如果严格按格老的标准，只有港股有部分标的满足条件，A股基本上被排除在外了，A类投资人也并非不考虑企业的未来，最重要的是要结合A股的实际情况，将A类与C类有机结合起来，综合权衡低估与成长的关系，从确定性、性价比、概率和赔率多方面综合考虑，注重安全边际，不给予成长过多溢价，最终选取能够双击的股票。 赞 11



love啁小逸 2016-10-12 10:53:50

虽然从过去的统计看，靠低PE,PB,分散投资可以跑赢市场，但干这个活，人肯定干不过计算机，所谓低估，分散，不深研，是靠不住的，湿螺丝也不是靠几个统计指标选股的，不少人希望找一个傻瓜组合，一劳永逸的战胜市场，和寻找《葵花宝典》差不多。 赞 10



灰色控移 2016-10-16 11:38:03

复杂问题简单化，还化的这么极致。 之前就有朦胧的想法，觉得应该走C这条路，能结合A那是最好不过的了。这下找到理论依据了。从此爱上老唐。 赞 9

护善漠芬 2016-10-11 16:26:24

AC一起搞。C抓业绩确定性大的标的，A抓折扣多的标的。两者仓位C占2/3，A占1/3。谁涨的多卖谁。可惜，近两年都是A涨的多。 赞 9



巴黎午后脂 2016-10-11 18:49:29

明摆着老唐是对的，但是忍不住看见估值修复的时候去轮动一下，怎么破啊？？（觉得估值修复的机会很难得，催化剂很难得） 赞 8



扇大脸的男人6 2016-10-20 14:44:55

老唐走的C路，茅台，水电，银行股，应该都是很看好未来的盈利增长，至于市盈率那是副产品，茅台的持续增长是毋庸质疑的，银行若继续增长走出坏账阴影那是肯定是要双击的，国投属于超稳定型的，增长应该没那么明确吧，但估值也不高，性价比较高，拿着就拿着呗。我的持股结构和老唐差不多，就是这末想的。问一下老唐，若你现在有x新资金，你会增银行还是水电 赞 4

作者

水电 赞 7



喜浪久sunny 2016-10-14 08:05:07

学习难度上A远小于C，本人很懒，倾向选择A，但A要定期平衡比较麻烦，选择C要深研本人总觉得智商不够。因此过去一直是选股模式用A但长期持有，结果回头看发现长期持有应该选择看起来不低估但稳步成长的，例如医药股 赞 7



撕扯临 2016-10-12 14:52:55

格老聂夫施洛斯是A，巴菲特是C，林奇是C和D的综合。 赞 7



娘是陈婷婷顷 2016-10-11 15:51:00

感谢老唐，一直希望自己能成为一个C 赞 7



银河牌嫉妒咬 2016-10-11 16:18:19

1跟c冲突吗？ 赞 2

作者

冲突。 赞 6



板砖飞刀乁 2016-10-13 15:31:49

唐兄，期待茅台卖酒10万吨的日子，预计要到什么时候？谢谢！ 赞 4

作者

茅台酒十万吨，暂时看不到这么乐观的希望。茅台+系列合计十万吨，一定会到，但时间预测就纯属拍脑袋了，变量太多，准确性太差。我拍个十年吧?? 赞 5



刺眼的情侣弒 2016-10-11 17:57:53

选择A，在学习C来作为一些尝试和补充。老唐，这靠谱不 赞 5

作者

靠谱，只要精力顾得过来。 赞 5



同学有纸没源 2016-10-11 17:38:38

自从买了银行股，越玩越觉得还是指数基金好的属于哪一类/撇嘴 赞 5



劈诗为柴鼓 2016-10-11 17:24:34

08年开始走上夹头之路，并开始持续稳定地盈利，对波动已经没什么感觉，原想一直走在c路上，但后来发现走c路的要求对我而言太高了，(年龄，炒股经历跟老唐差不多，还好少了个pc），去年开始慢慢向a转变，又要被老唐嘲笑和拉开几条街了。 赞 5



那月仲夏增 2016-10-11 16:25:25

学习近三年，实际操作有一年半，最近一直再考虑，在市场中我们究竟应该赚怎样的钱，才更具可持续性，毕竟是为了财产的持续增长，来保障生活品质的不下降。也同样考虑到了该公式，赚市盈率的钱（低估回归，此为价投；洞察人性，善加急用，寻找上涨的确定性），再则赚企业利润增长的钱，其关键还是成长的确定性。经过一年多的实践，发现优秀且低估企业上，下跌不至于输了底裤，上涨可以收获一个不错的收益。最后谢谢老唐的~手财~，让我学会了辨识优秀的企业 赞 5



和蔼的七血七 2017-08-09 11:14:05

15pe那篇文章在哪里能看到，麻烦给个链接[玫瑰][抱拳] 赞 3

作者

投资之道--估值方法--《聊聊估值（续）》。 赞 4



宅伸鸭 2017-01-14 09:22:20

D类型路过，依赖分散投资，期待行业反转。不过只在美股做D类型，因为一旦反转，空间很大，个别破产牺牲掉也无所谓ヽ(ˇ_ˋ)ノ 赞 4



岛是海的心溪 2016-10-12 12:17:25

你这么调皮主任知道么 赞 4



颖子狠坚强馒 2016-10-12 08:15:45

老唐，写的真好，这文章我很眼熟，你以前在哪里发过吧 赞 4

作者

文章是昨天新写的，但主要思想都在雪球聊过，尤其是九宫格怎么选，可能谈过好几次了?? 赞 2



阮氏棠兮瑶 2016-10-11 21:30:14

主要买银行和国企ETF，还有一点原油基金，不知道属于那一类，总归喜欢买便宜货 赞 4



情深必死i521 2016-10-11 16:06:03

技术流算在B里？不太懂，感觉技术流是类似通过以往中奖彩票记录来预测未来中奖号码，实在不靠谱。新闻联播党和宏观经济党属于需要高瞻远瞩的大智慧，不是我等小散能学会的。 赞 4



李小呆眩 2017-04-30 12:32:04

听君一席话，胜读十年书 赞 3



热情的蔡的欢 2017-03-17 07:42:49

老唐您好，这篇文章，看了N次。关于九宫格里3的位置，不正是说的银行股么，净资产在增加，市盈率在下降，最终从3的位置，走到1的位置，我们等待的估值修复，迎来戴维斯双击，是我个人的理解，还请指点。谢谢 赞 3



娘是陈婷婷顷 2016-10-11 22:21:27

目前是A，正在努力学习手财，渴望手银/呲牙，希望能够学会C 赞 3



晴子拳 2016-10-11 21:28:50

我也是女粉 赞 3

作者

欢迎美女???? 赞 3



白颜夕仿 2016-10-11 18:33:14

认可AC，同时我认为对于业余投资者而言，A的成功概率大于C，主要是对于业余投资者而言，对企业的深度分析太难，而且人的心理往往带有倾向性，所以分析的结果不够理性客观。 赞 3



笑眸观 2016-10-11 18:26:05

老唐出品，必属精品/强 赞 3



微眸 2016-10-11 16:31:37

股市没有新鲜事，就是那几条道。选择适合自己的那条道，并不断总结，道

错了及时纠正，尝试着在股市生存。 赞 3



发呆的台风略 2016-10-11 15:39:20

可以写留言啦！支持老唐/微笑 赞 3



易筱艺感 2020-06-09 09:49:29

唐老师看了您这篇文章我毫不犹豫的选择了C，这跟我进入股市的初衷相通，不是来赌博娱乐的，是想来解决问题的，亏掉的每一块钱都是我曾经努力的汗水，所以要努力学习，不断完善自己的投资体系。非常感谢您的分享！从您这里可以学到太多的东西。通过读了您的几篇文章感觉您不但有才还特别幽默，这真是我们的福音，让我们这些小白享受着您的文章中不断学习。感恩！ 赞 2



不正经沉 2016-10-12 18:04:18

看了一不好言，发觉老唐女粉丝不少/调皮 赞 2



独为迩存在卷 2016-10-12 13:10:13

我以为是1，但老是碰到3，咋破？ 赞 2



命惑乔福 2016-10-12 12:52:25

简单粗暴一直是我老唐哥的特征，不像有的2B叽叽歪歪说了半天不知道丫说的啥。 赞 2



机器猫流年暴 2016-10-12 08:02:57

A确实容易点，努力的尽量在A上做C，想做个AC兼顾的，因为好像更简单、更靠谱。一是因为精力有限、能力有限，一是因为C实在太难，我估计我自己起码还要二十年才勉强算能做C吧……. 赞 2

四公分憧憬枚 2016-10-11 17:44:15

这五美里,从没想过D,最适合A,目标是c,偶尔会去搞下B /冷汗 赞 2



殇灬旧 2016-10-11 16:46:41

这篇通俗易懂，不过目前不知道自己适合哪一种，还是先学着吧！手财读起来好吃力呀，太多不懂了，我知道老唐已经是尽最大努力让我们去理解了，关键还是自己太笨了，老唐辛苦了！ 赞 2



大人已退隐喧 2016-10-11 16:18:08

好文章，简单易懂！ 赞 2



左街右巷墅 2016-10-11 15:42:08

喜欢老唐，最近在读老唐的书，赞 赞 2



惩治独财者电 2017-03-29 10:10:15

起初看这篇文章，并没觉得有多惊艳，准备马上去看投资理念的下一篇，然后偶然瞥见评论，一番搜索百度，才明白背后深意。 赞 1



傻孩子韓凌杆 2017-03-16 19:50:27

怎么感觉A和C差不多，边际比较模糊。价值投资不就是来自格老嘛。 赞 1



虐心眼 2016-12-26 10:37:35

象限一分浅显易懂，怎么木有打赏链接 赞 1



简单愤怒途 2016-10-16 21:57:48

量化投资属于A吗？ 赞 1



个疯杂母阴 2016-10-14 15:54:02

本人确定是C 但是没有老唐研究的深入 细致。 赞 1



year倪筱涛 2016-10-13 14:37:38

一会A，一会C算不算逻辑分裂/撇嘴/撇嘴 赞 1



zhyonly双子 2016-10-12 07:06:57

我靠跟随老唐生存/呲牙/呲牙 赞 1



日光倾z 2016-10-11 19:31:03

定投指数基金的算哪类？ 赞 1



白羊啊黑3 2016-10-11 18:08:01

C类辛苦，但最稳定，最有钱途 赞 1



桃花别再开了1 2016-10-11 17:12:54

认知这个道理已不容易，老唐透彻，能做到就更难了，因为这不是一个纯技术活，它包含了“感情”这立马学问就大了去了。 赞 1



真闺蜜哨 2016-10-11 16:44:28

要想找加零的标的恐怕还是D的机会更大 赞 1



心亡则忘飞 2016-10-11 15:43:16

老唐太坏了，原来1也算在学习难度排序里，学习1的是要学习怎么赔钱

吗？ 赞 1

作者

/可爱 赞 1



费洛格丝zu 2016-10-11 22:52:36

c的难度很大吧，应该就是老巴所谓的能力圈，真正建立自己的能力圈要有个过程，我从商业的本质和读财报开始



我的太阳nice 2016-10-11 22:06:21

我也是女粉丝/微笑，看了唐老师的书，书写得很好，能读出作者的用心良苦，但我是基本蒙圈，感觉自己水平很洼啊，真是惭愧。虽然以前学过点工程经济，但好像基本没帮助。



咏琪爱心凌消 2016-10-11 21:09:39

老唐，貌似你对施洛斯不是很了解，他不看净利润，也不看市盈率，他看重账面价值，他买的股票有的市盈率会很高。

作者

是的，格派更注重重置价值，偏重给pb更高权重，但低pe投资，也是格派法宝之一。



果嘟嘟挽 2016-10-11 15:52:47

佩服老唐

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

深秋里的一抹亮色

原创 唐朝 唐书房 2016-10-14

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

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

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

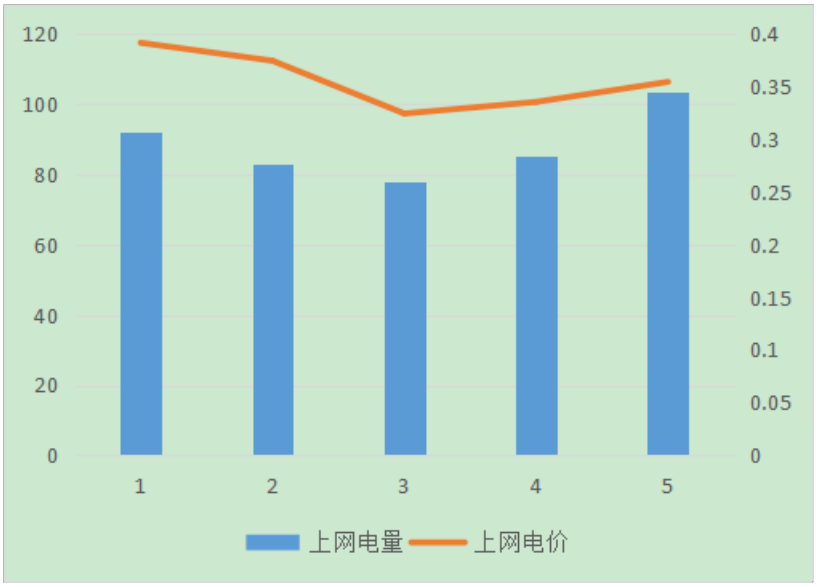
前三季度，面对政策性电价下调的不利因素，水电部分通过量的增长，基本弥补了电价下调带来的负面影响，水电营收同比降低仅约4%，且这个成绩是对输送江苏电价按降价3分估算计提的。最终究竟会降价多少，尚在谈判中，最终降幅可能等于或小于估算值，但不会大于此值。即：以后可能有或没有惊喜，但不会更坏了。

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

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

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

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



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

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

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

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

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

以上面图表所展示的火电厂三季度经营数据看，火电最糟糕的时期很可能已经静悄悄地过去了，估值修复行情，或许渐行渐近了。甚至可以更乐观一点看，整体经济也许已经悄悄翘头了。让我们拭目以待，看看未来半年左右的经济和股价走势，能否支持这样的判断。

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

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

公众号ID：clouds70

长按二维码 关注唐书房

芹姑娘安生浴 2016-10-14 09:02:35

看老唐写东西，舒服，清爽，关键还不犯困……… 赞 25

作者

哈哈，不犯困的确很重要/呲牙/握手

小馒头为 2016-10-14 07:47:34

老唐拆股就是白居易写诗，妇孺皆易懂 赞 23

疯癫少年受陪 2016-10-14 12:22:56

我在南网超高压公司，南网的最近一个季度数据显示：电力需求已过低

谷，正在缓慢回升。 赞 20

作者
谢谢你的分享?? 赞 1


害纯夫舒 2016-10-14 08:59:54
很实诚的一个人，在投资路上有你指引。赚钱只是时间问题 赞 15


夜晚的宁静o 2016-10-14 07:43:37
老唐的论点，还是一贯的直接简约不简单/强/亲亲/强/强/强 赞 15


烟奴小 2016-10-14 08:02:32
真正的高手从来不用故弄玄虚，从来都是高屋建瓴，看起来很容易，但是修炼起来却不是一朝一夕的事情。对信息的解读，对行业的理解没有多年的积累基本没有可能达标 赞 12


萌比浸 2016-10-14 08:27:18
如果说老唐跟山神是两投专家大家应该没有意见吧？/害羞 赞 10

作者
山神是真专家，老唐也就凑凑数字??


小柒存 2016-10-25 10:07:10
想知道老唐有这么多时间分析及写东西，是职业投资者吗？

作者
宅在家里十年了，但谈不上职业投资，顶多算宅男顺便做投资?? 赞 8


芥烟介酒 2016-10-14 08:35:33
难道经济就这样悄悄地见底了/呲牙 赞 7


佐Z鼬Y1X双鱼 2016-10-14 08:09:19
唐大哥，您还在就行了。两投在不在都没事 赞 7

作者
呸呸呸??老唐至少打算继续"在"五十年呢.....?? 赞 5


小琦惟 2016-10-14 07:44:11
棒棒哒/微笑 赞 6



山泉有点显 2016-10-14 08:22:43

满满的干货，给我等打气 赞 5



罩几十妈 2016-10-14 08:22:27

306克燃煤成本变了没？ 赞 5

作者

量没变，价格应该有波动，电厂用煤具体数据，我也不知，只能大概齐估。



可爱小老虎o 2016-10-21 09:34:41

佩服老唐化繁就简，直抓要害的能力。□ 两投主要看两方因素，一，经营业绩变化情，这可参考老唐山神的分析，长期应该是放心。二，无风险利率变化，分红率已高于此，国内乃至全球经济应该还不是乐观前景，大幅加息，抬升利率可能性小。 只是短期被美联储加息以及金融市去杠杆的影响，长期看，为了稳住经济增长目标，国内无风险利率还是会再下降。 以上看法能认同吗 赞 4



苏凉扣 2016-10-16 14:12:23

有一点请教老唐 茅台已经价值回归了 而国投属于低估 为什么不考虑卖出茅台买更低估的国投

作者

因为在我看来茅台“还没有”价值回归/调皮 赞 4



啊啊ABC控制day 2016-10-21 00:55:04

老唐是特级教师，三言两语将一个复杂的东东讲清楚了/呲牙/呲牙 赞 3



新嘎件sky 2016-10-14 17:43:03

就着报表，对着唐大哥的简单粗暴的经典解说，感觉我的分析能力一下子拔高好多，/偷笑/偷笑 赞 3



脸的美人痣欲 2016-10-14 16:21:20

期待老唐说说目前将近4000亿市值的茅台继续持有的想法。我个人是赞成持有的，但是不如前两年信心坚定。尤其是目前市场上低估值的银行，水电，HGB,都在勾引着本人，有减仓加买的冲动，但还是被茅台强大的品牌吸引着，所以有些小矛盾，在这里想看到老唐兄的说法。（本人自2013年买入目前持有中,仓位占比55%,剩余的45%有兴业银行，格力电器，HGB）。 赞 3



浇灌株悲伤托 2016-10-14 11:50:59

多写这类文章啊唐叔，言简意赅

赞 3



锅害诗 2016-10-14 11:46:51

老唐文笔不错啊～

赞 3



JJ哦哦聊几句06 2016-10-14 09:48:17

看老唐的财报分析，像喝一杯午后的香茶。

赞 3



qyh秦艳鸿home 2016-10-14 09:01:25

学习，学习，再学习！一级棒~谢谢分享！/玫瑰/玫瑰/玫瑰。

赞 3



逆情悖理精 2016-10-14 08:36:30

清晰，赞!

赞 3



庸人不自扰索 2016-10-14 08:24:46

最爱老唐哥简单粗暴的风格。

赞 3



仔仔金多武 2016-10-14 08:07:04

简单粗暴

赞 3



皮卡丘翻身 2016-10-18 22:10:44

喜欢实实在在的老唐！谢谢老唐的分享！

赞 2



嗨你累不累 2016-10-18 08:23:08

爱你。哈哈哈哈。。。

赞 1

作者

报上性别先/色

赞 2



赦免犯 2016-10-14 17:39:45

行文流畅，分析简直，真高手也！

赞 2



嗯不温柔附 2016-10-14 11:08:03

干货，点赞！ 有个问题顺便请教/呲牙，增值税超过8%部分即征即退的意思是指，销项减进项后所缴纳的增值税中的9%退还企业吗？/抱拳

赞 2

作者

是。交17%的增值税，然后政府退回9%给企业，进入利润表的营业外收入。不过进度并非精确地如文件所说“即X即”，要视政府手头宽裕程度安排进度。

赞 2



o陈英俊o 2016-10-14 10:45:38

不知道季节性因素大约有多少呢？比如说夏天的空调用量。 赞 2

作者

同比电量增长，去年同期同样是夏天。 赞 2



情难自持卿 2016-10-14 10:06:03

谢谢分享！那如果直接买低估的火电股票如何，如华能，大唐？ 赞 2

作者

国投火电白送，我觉着价格合适就收下了。至于其它火电，抱歉，没研究。也是白送的吗？

赞 1



芷為你笑抛 2016-10-14 08:51:37

煤炭最近涨了不少，这对刚刚向好的火电厂是不是一个打击？目前市场上的利率已经很低了，还会更低吗？是不是要触底反弹了？ 赞 2

作者

①是。但煤电一般都有长期协议价格，短期涨跌反应没那么明显；②不知，个人看法大概率；③不知，也不关心。



罪奴枣 2016-10-14 08:15:00

坚约而不简单/强 赞 2



简单愤怒途 2016-10-14 08:08:30

期待价值回归 赞 2



钰昏 2016-10-14 08:05:54

一个月小心翼翼积累的盈利，三天回吐大半。原因就是买了不熟悉的公司，以后只买熟悉的公司。没机会就休息。 赞 2



sky念芳林金牛 2016-10-14 08:03:47

假设现有估值买下雅砻江，后续的中上游开发你会全部投资吗？ 赞 2

作者

上游目前看不到什么价值，建设的可能性较小。中游两河口价值巨大，必建。其他的，只能说豆芽也是菜。 赞 1



ok一只傻梦想呀 2016-10-14 07:59:55

看公司的内在价值，要看公司整个的生命周期。往远处想，往未来想，

市场先生短视的时候，正是投资者播种的春天。 赞 2



北极光橡 2016-10-14 07:44:40

有留言了，么么哒。 赞 2

_七爷威武双鱼 2017-04-23 12:51:00

老唐兄，最近迷上了你的水电能源分析，每天一遍，真是太舒服了。请教您一个问题，文中提到等待无风险利率下降带来估值的上升，但现在的状况看，2017年下半年乃至后续的时间段里，缓慢收紧货币，甚至缓慢加息是个大概率事件，这不但会抬高无风险利率，也会抬高水电企业的利息费用，会不会对水电企业带来双杀的后果？ 赞 1

作者

有可能。只是当前两投市盈率本身太低，所以无风险利率抬升带来的估值杀，我个人认为可能性很小。至于利息费用，可以看国投风险系列分析部分。



那段抹不去坡 2016-10-24 08:17:06

最近煤炭价格开始大幅度反弹，2017年大概率又不会提高电价，估计这个成本的上浮只能电厂自己消化了，国投的火电还是没探到底。2017年国投火电堪忧啊，老唐，你怎么看？ 赞 1



小自私亡 2016-10-16 08:24:43

请教老唐或其他知道的朋友：水电收入和火电收入各占国投总收入的比例是多少？ 赞 1

作者

这还用问？翻开财报分分钟的事儿，自己动动手吧！ 赞 1



动漫控boy 2016-10-16 06:02:52

按照老唐的两投分析，毛毛估两者市值差别小于63亿就意味着国投的火电估值为零或负。此价位的国投相当于水电债券+火电看涨期权 赞 1



最爱日高九歌86 2016-10-15 11:58:19

能否泼点冷水？看国投半年报，负债上涨100亿，归属股东权益少了17亿，且母公司股东权益比少数股东权益减少快，看来公司对普通股东不咋样。/鄙视

作者

分红?? 赞 1



晚风吹惆怅顾 2016-10-15 05:04:42

唐老师：您好！谢谢您对国投电力三季度主要经营数据的分析！但我还是担心三季度煤价上涨对国投电力火电部分利润的影响。您能否综合分析一下三季度火电上网电价和煤价上涨等因素对国投电力三季度利润的影响，预测一下国投电力三季度净利润及其同比下降幅度。先谢谢了！ 赞 1

作者

煤价成本目前不知，在300多至500多之间大幅波动，预测可靠性太差，且意义不大，知道其火电资产尚有利润，资产还有价值，对投资判断足矣，其他的还是等年报时再看吧 赞 1



景岛七音蹈 2016-10-14 23:32:56

刚看到老唐说要还“在”50年。呵呵，说句自私点的话，我更希望唐书房也能“在”50年。 赞 1



无奈00037bs4H7 2016-10-14 22:16:18

定海神针 赞 1



大众偶像艺 2016-10-14 19:11:59

就像写书一样的精彩，谢谢分享！老唐老师你不说，还真好久没关注电力能源了/强/强/强 赞 1



楠子楠子彩 2016-10-14 19:05:06

可以这留言了，感谢唐大哥的分享，国投的坚定持有者，不要忘了还有打新收益！妥妥的/强 赞 1



塑身电话 2016-10-14 18:48:39

谢谢老唐的分享，准备继续持有国投 赞 1



zhyonly双子 2016-10-14 18:41:03

/害羞/害羞感觉有个同学是在问利率很低、是不是要触底反弹，老唐的回答像是以为他在问大盘/害羞/害羞个人感觉，不对勿怪。谢谢老唐分享啦/强/强/强 赞 1



鱼蛋晚 2016-10-14 12:54:12

老唐属于无师自通型的大师级高手。 赞 1

作者

汗颜，不敢称大师，也不是高手。马马虎虎过点小日子罢了/呲牙



琴浅售 2016-10-14 11:52:09

谢谢分享，受教了。商量个事情，赶快出新书，等着呢。

作者

书已经在节前交稿，现在处于出版社工作阶段，预计圣诞或元旦左右面世。再等等，谢谢/可爱

赞 1



丹东新区就冷 2016-10-14 10:31:03

老唐啥时候有时间写个公司整体分析，即企业分析思路及选股理由就好了。/微笑

赞 1



烟奴小 2016-10-14 09:25:10

通俗易懂，有理有据！尤如“手把手”！

赞 1



爱担柴的人fly 2016-10-14 09:10:06

分析直击核心，佩服老唐

赞 1



白杨8888888888 2016-10-14 09:06:02

谢谢老唐，我虽皈依夹头，但水平提升缓慢，没有你这样令我看得懂信服的文章，茅台也是买不下手的，依然是黑暗中摸索

赞 1



黄洁娜步 2016-10-14 09:04:32

没读过老唐其他两投文章，单单读了这一篇，也能产生直观认识，好文，必须收藏。/强

赞 1



小山羊洋时代 2016-10-14 09:03:47

唐大威武/强

赞 1



岳小颜各 2016-10-14 09:02:13

简单明了，赏心悦目，持有半年，择机加仓

赞 1



要乖不闹淳 2016-10-14 08:55:53

本来还在想这股怎么最近喋喋不休，看来老唐已经阐述清楚原因了

赞 1



黯然沉默冲 2016-10-14 08:43:04

老唐一贯简单暴力的文风，连小学毕业都能看得懂/强

赞 1



么么不怕迁 2016-10-14 08:26:03

请问唐老师，对川投能源怎么看？

赞 1

作者

便宜，但没有国投便宜??



不闻不问幻 2016-10-14 08:23:49

老唐强烈提醒，强烈感谢老唐!

赞 1



小姐遍 2016-10-14 08:13:39

老唐方便的时候可以套套对招行的看法吗，印象里您也是有持仓的？还有，您的讲银行的书，什么时候可以买到啊

作者

节前已经交稿，预计不是圣诞就是元旦面世。

赞 1



苏亚梦务 2016-10-14 08:11:31

用电量是一个比较靠谱的指标，当然是比较模糊的靠谱，继续观察吧，我觉得可能还要一年或者更久，来个大点的双击～～/偷笑

赞 1



差不多先还好go 2016-10-14 07:49:08

火电白送

赞 1



亲吻奇迹停 2016-10-22 10:24:27

从博客追到雪球，又从雪球追到微信，老唐动作太快，老夫有点跟不上啊。好在总算追到了。为何喜欢看老唐的文字，很简单，就是老唐不装，以本色示人。这一点，俺喜欢。



断苦苦别 2016-10-16 07:05:01

还是老唐的分析点评全面客观。谢谢分享！



很難遇見 2016-10-16 00:09:25

部分量的增加是产能增加的结果！我对三季经营数据持中性态度，好的方面是ppi转正，但需继续观察，微观上火电价格环比稳定。新能源补贴退坡也是影响，不过影响不大，体量小。



喜浪久sunny 2016-10-15 23:43:09

谢谢老唐回复！更要谢谢老唐《手把手教你读财报》的经验传授！/抱拳/抱拳



喂微薇呀无悔 2016-10-15 19:52:35

/强谢谢分享



寂寞有刺粥 2016-10-15 19:35:16

谢谢老唐的回复！/抱拳/抱拳您回复中说到“其他的待年报出来再看”中的“年报”是不是三季报的笔误？/微笑

作者

不是笔误，是要看年报。季度报告通常非常简单，信息很少。



嗨你累不累 2016-10-15 18:48:43

关注老唐之前追涨杀跌，现在能控制交易的冲动，心情跟着股价涨跌上上下下的毛病也好很多了，谢谢老唐/微笑/微笑



情调呐兰 2016-10-15 12:35:47

但是煤价开始上涨了，会抵销火电部分利润。



大师胸仰 2016-10-14 22:45:38

股票涨不涨，不急，最希望能增加分红。



际抗饭团 2016-10-14 17:38:52

我说怎么不见你在雪球了。



大孙小童鞋 2016-10-14 14:29:53

关注老唐和两投已很久，但一直也没下手买两投，最近这个国庆天天看老唐的手把手和在雪球上的贴子就介入了国投，只要现在能拿住并一直在低位进仓一定会赚钱，谢谢老唐/抱拳/抱拳/抱拳/抱拳



随风小醉丶Mn0 2016-10-14 11:32:25

就喜欢老唐这种写作风格，逐条逐条的例出来！

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

读书笔记之《做空》

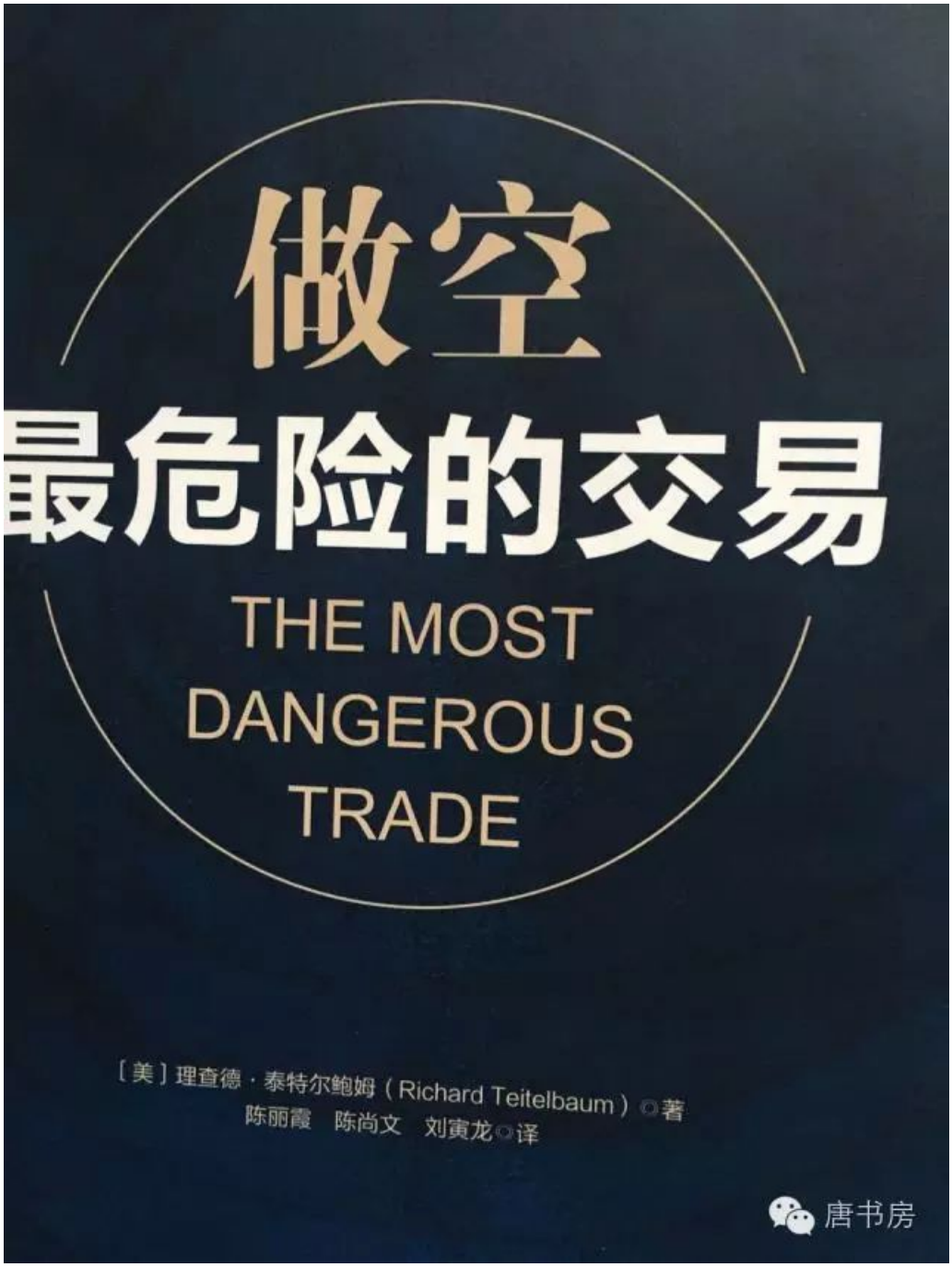
原创 唐朝 唐书房 2016-10-15

收录于话题
#读书笔记合集
34个

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

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

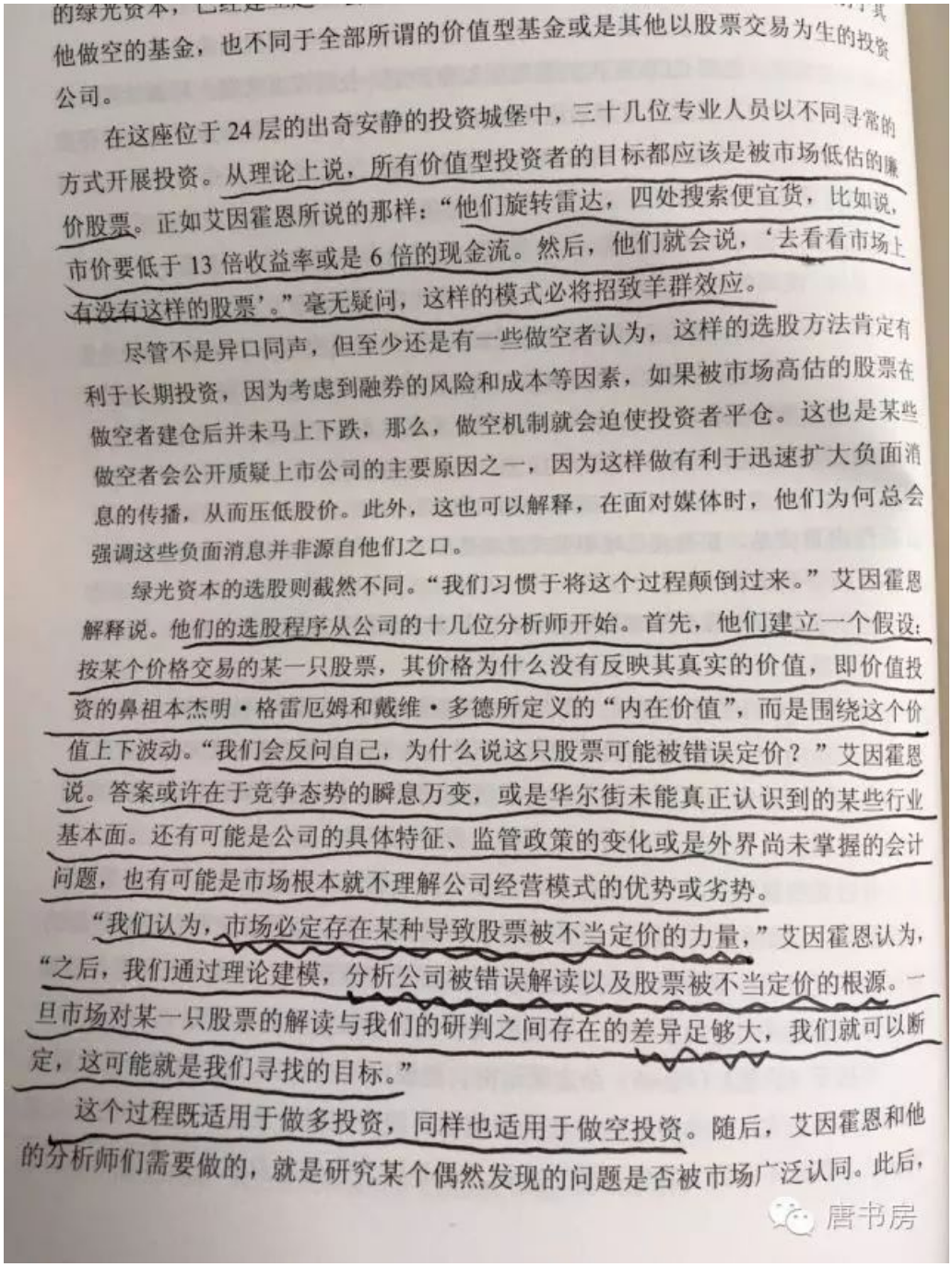
今天要说的是另一本书《做空：最危险的交易》。



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

作者原是媒体记者，华尔街日报风格明显，喜欢不厌其烦地写一些人物或场景细节，但对财经事件的前因后果及逻辑关系交代的不太清楚，更侧重刻画人，而不是写清楚事情。十章里面，前三章糟糕，四五七九不错，六八十普通，可能跟翻译者的水平也有关系。书中没说三位翻译者各自翻译的哪几章，但老唐深度怀疑，就是那样分的——瞎猜瞎猜。

第四章关于绿光资本、第五章做空中概股、第七章做空巴菲特的卡斯、第九章次贷中的掠食者，比较有价值。或有思考路径分享，或有财报上发现蛛丝马迹的技巧，或有独立思考的人格魅力。



的绿光资本，已经是……其他做空的基金，也不同于全部所谓的价值型基金或是其他以股票交易为生的投资公司。

在这座位于24层的出奇安静的投资城堡中，三十几位专业人员以不同寻常的方式开展投资。从理论上说，所有价值型投资者的目标都应该是被市场低估的廉价股票。正如艾因霍恩所说的那样："他们旋转雷达，四处搜索便宜货，比如说，市价要低于13倍收益率或是6倍的现金流。然后，他们就会说，'去看看市场上有没有这样的股票'。"毫无疑问，这样的模式必将招致羊群效应。

尽管不是异口同声，但至少还是有一些做空者认为，这样的选股方法肯定有利于长期投资，因为考虑到融券的风险和成本等因素，如果被市场高估的股票在做空者建仓后并未马上下跌，那么，做空机制就会迫使投资者平仓。这也是某些做空者会公开质疑上市公司的主要原因之一，因为这样做有利于迅速扩大负面消息的传播，从而压低股价。此外，这也可以解释，在面对媒体时，他们为何总会强调这些负面消息并非源自他们之口。

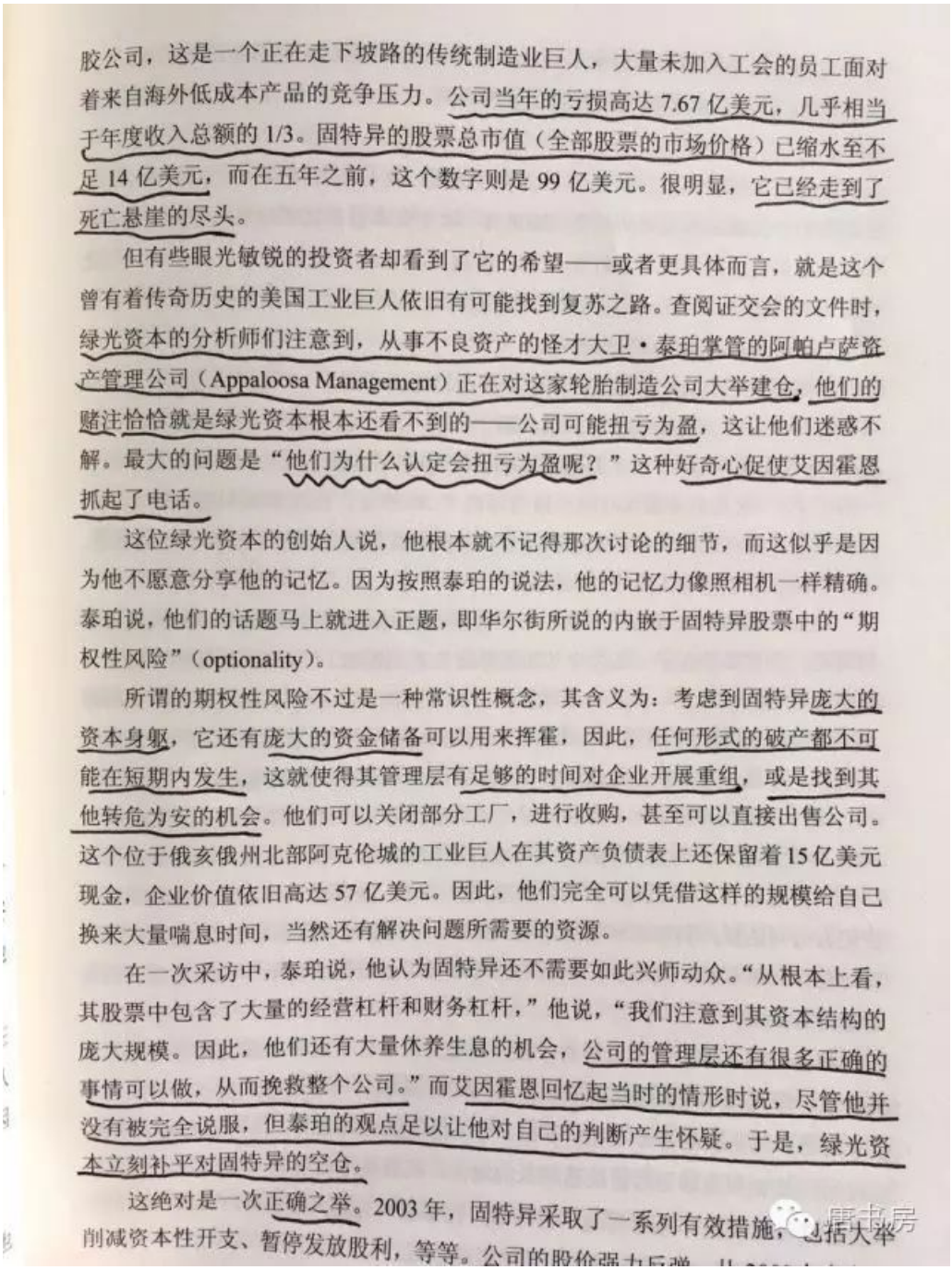
绿光资本的选股则截然不同。"我们习惯于将这个过程颠倒过来。"艾因霍恩解释说。他们的选股程序从公司的十几位分析师开始。首先，他们建立一个假设：按某个价格交易的某一只股票，其价格为什么没有反映其真实的价值，即价值投资的鼻祖本杰明·格雷厄姆和戴维·多德所定义的"内在价值"，而是围绕这个价值上下波动。"我们会反问自己，为什么说这只股票可能被错误定价？"艾因霍恩说。答案或许在于竞争态势的瞬息万变，或是华尔街未能真正认识到的某些行业基本面。还有可能是公司的具体特征、监管政策的变化或是外界尚未掌握的会计问题，也有可能是市场根本就不理解公司经营模式的优势或劣势。

"我们认为，市场必定存在某种导致股票被不当定价的力量，"艾因霍恩认为，"之后，我们通过理论建模，分析公司被错误解读以及股票被不当定价的根源。一旦市场对某一只股票的解读与我们的研判之间存在的差异足够大，我们就可以断定，这可能就是我们寻找的目标。"

这个过程既适用于做多投资，同样也适用于做空投资。随后，艾因霍恩和他的分析师们需要做的，就是研究某个偶然发现的问题是否被市场广泛认同。此后，

唐书房

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



胶公司，这是一个正在走下坡路的传统制造业巨人，大量未加入工会的员工面对着来自海外低成本产品的竞争压力。公司当年的亏损高达 7.67 亿美元，几乎相当于年度收入总额的 1/3。固特异的股票总市值（全部股票的市场价格）已缩水至不足 14 亿美元，而在五年之前，这个数字则是 99 亿美元。很明显，它已经走到了死亡悬崖的尽头。

但有些眼光敏锐的投资者却看到了它的希望——或者更具体而言，就是这个曾有着传奇历史的美国工业巨人依旧有可能找到复苏之路。查阅证交会的文件时，绿光资本的分析师们注意到，从事不良资产的怪才大卫·泰珀掌管的阿帕卢萨资产管理公司（Appaloosa Management）正在对这家轮胎制造公司大举建仓，他们的赌注恰恰就是绿光资本根本还看不到的——公司可能扭亏为盈，这让他们迷惑不解。最大的问题是“他们为什么认定会扭亏为盈呢？”这种好奇心促使艾因霍恩抓起了电话。

这位绿光资本的创始人说，他根本就不记得那次讨论的细节，而这似乎是因为他不愿意分享他的记忆。因为按照泰珀的说法，他的记忆力像照相机一样精确。泰珀说，他们的话题马上就进入正题，即华尔街所说的内嵌于固特异股票中的“期权性风险”（optionality）。

所谓的期权性风险不过是一种常识性概念，其含义为：考虑到固特异庞大的资本身躯，它还有庞大的资金储备可以用来挥霍，因此，任何形式的破产都不可能在短期内发生，这就使得其管理层有足够的时间对企业开展重组，或是找到其他转危为安的机会。他们可以关闭部分工厂，进行收购，甚至可以直接出售公司。这个位于俄亥俄州北部阿克伦城的工业巨人在其资产负债表上还保留着 15 亿美元现金，企业价值依旧高达 57 亿美元。因此，他们完全可以凭借这样的规模给自己换来大量喘息时间，当然还有解决问题所需要的资源。

在一次采访中，泰珀说，他认为固特异还不需要如此兴师动众。“从根本上看，其股票中包含了大量的经营杠杆和财务杠杆，”他说，“我们注意到其资本结构的庞大规模。因此，他们还有大量休养生息的机会，公司的管理层还有很多正确的事情可以做，从而挽救整个公司。”而艾因霍恩回忆起当时的情形时说，尽管他并没有被完全说服，但泰珀的观点足以让他对自己的判断产生怀疑。于是，绿光资本立刻补平对固特异的空仓。

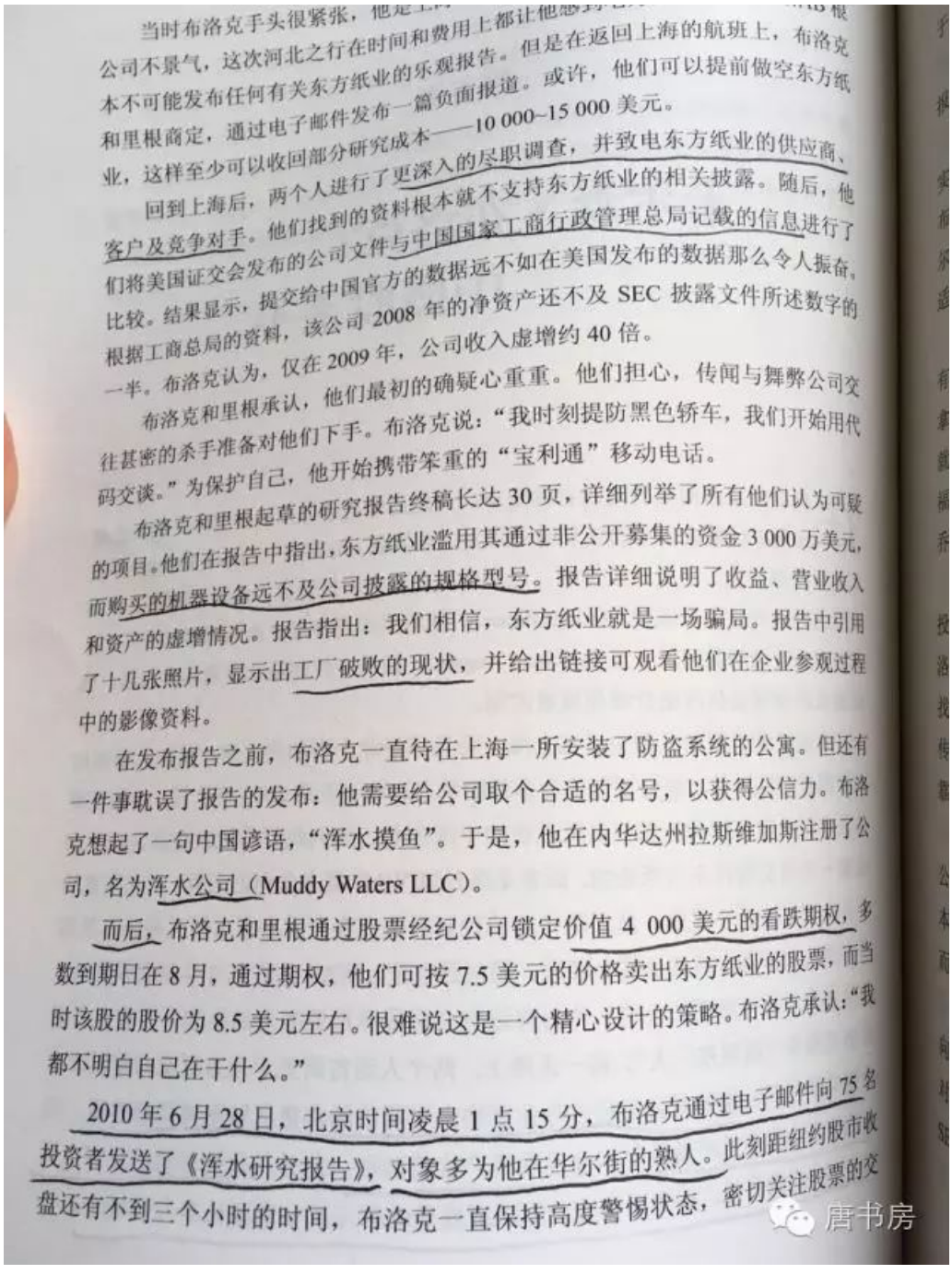
这绝对是一次正确之举。2003 年，固特异采取了一系列有效措施，包括大举削减资本性开支、暂停发放股利，等等。公司的股价强力反弹

唐书房

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

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

而是来自于发行股票的公司，作为向这些公司推荐投资客户的报酬。布洛克称作“股票推广人”。前一天晚上，两个人通宵阅览了东方纸业向美国证交会提交的材料。他们对公司超过行业平均水平两倍的存货周转率持怀疑态度；而可能被人为抬高的产量数字则会导致资产价值高估；此外，值得怀疑的还有主要客户和供应商目录，因为至少有一家供应商是由东方纸业董事长本人控制的。



当时布洛克手头很紧张，他是主动[illegible]根公司不景气，这次河北之行在时间和费用上都让他感到[illegible]根本不可能发布任何有关东方纸业的乐观报告。但是在返回上海的航班上，布洛克和里根商定，通过电子邮件发布一篇负面报道。或许，他们可以提前做空东方纸业，这样至少可以收回部分研究成本——10 000–15 000 美元。

回到上海后，两个人进行了更深入的尽职调查，并致电东方纸业的供应商、客户及竞争对手。他们找到的资料根本就不支持东方纸业的相关披露。随后，他们将美国证交会发布的公司文件与中国国家工商行政管理总局记载的信息进行了比较。结果显示，提交给中国官方的数据远不如在美国发布的数据那么令人振奋。根据工商总局的资料，该公司 2008 年的净资产还不及 SEC 披露文件所述数字的一半。布洛克认为，仅在 2009 年，公司收入虚增约 40 倍。

布洛克和里根承认，他们最初的确疑心重重。他们担心，传闻与舞弊公司交往甚密的杀手准备对他们下手。布洛克说：“我时刻提防黑色轿车，我们开始用代码交谈。”为保护自己，他开始携带笨重的“宝利通”移动电话。

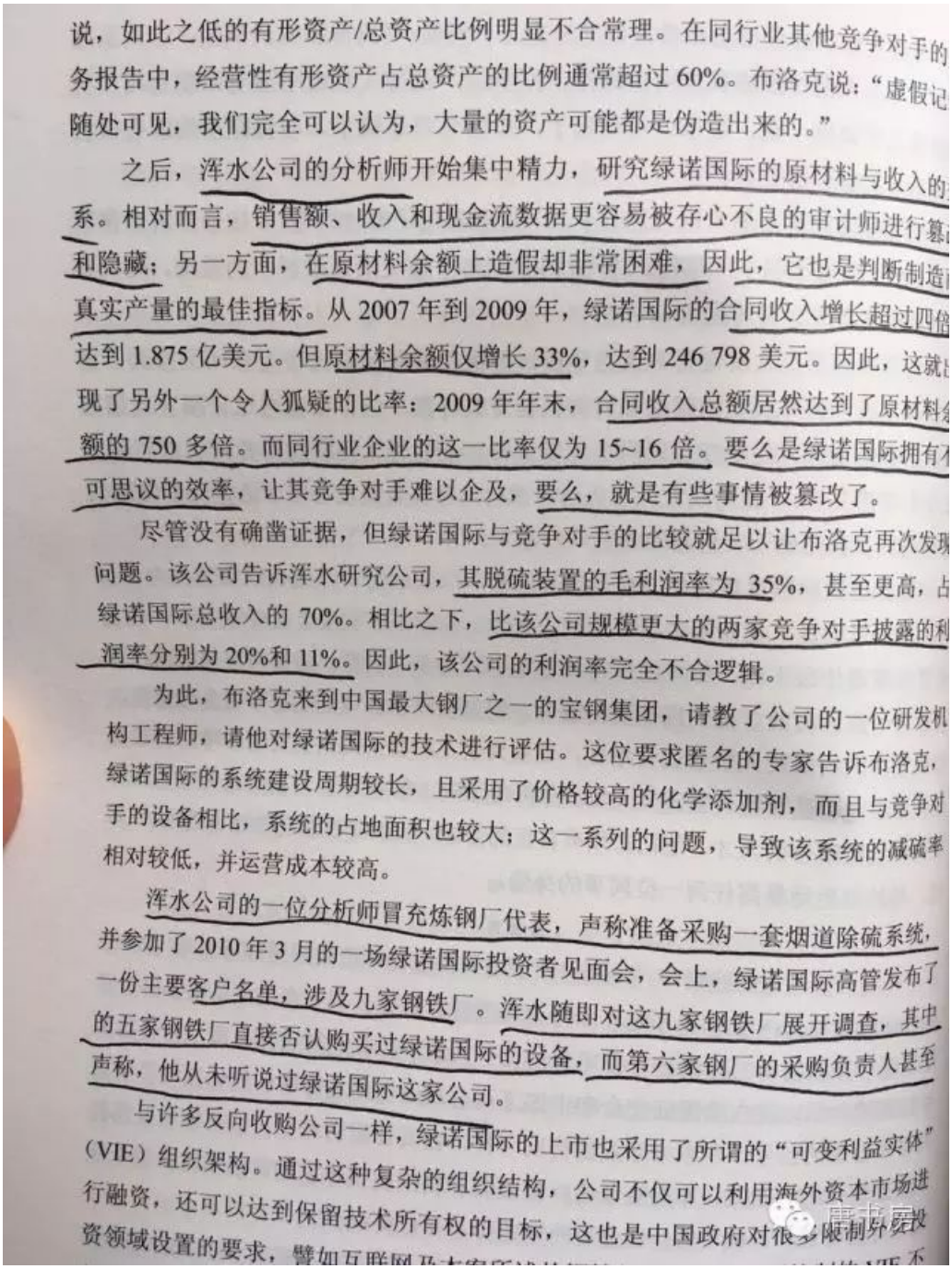
布洛克和里根起草的研究报告终稿长达 30 页，详细列举了所有他们认为可疑的项目。他们在报告中指出，东方纸业滥用其通过非公开募集的资金 3 000 万美元，而购买的机器设备远不及公司披露的规格型号。报告详细说明了收益、营业收入和资产的虚增情况。报告指出：我们相信，东方纸业就是一场骗局。报告中引用了十几张照片，显示出工厂破败的现状，并给出链接可观看他们在企业参观过程中的影像资料。

在发布报告之前，布洛克一直待在上海一所安装了防盗系统的公寓。但还有一件事耽误了报告的发布：他需要给公司取个合适的名号，以获得公信力。布洛克想起了一句中国谚语，“浑水摸鱼”。于是，他在内华达州拉斯维加斯注册了公司，名为浑水公司（Muddy Waters LLC）。

而后，布洛克和里根通过股票经纪公司锁定价值 4 000 美元的看跌期权，多数到期日在 8 月，通过期权，他们可按 7.5 美元的价格卖出东方纸业的股票，而当时该股的股价为 8.5 美元左右。很难说这是一个精心设计的策略。布洛克承认：“我都不明白自己在干什么。”

2010 年 6 月 28 日，北京时间凌晨 1 点 15 分，布洛克通过电子邮件向 75 名投资者发送了《浑水研究报告》，对象多为他在华尔街的熟人。此刻距纽约股市收盘还有不到三个小时的时间，布洛克一直保持高度警惕状态，密切关注股票的交

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



说，如此之低的有形资产/总资产比例明显不合常理。在同行业其他竞争对手的
务报告中，经营性有形资产占总资产的比例通常超过 60%。布洛克说："虚假记
随处可见，我们完全可以认为，大量的资产可能都是伪造出来的。"

之后，浑水公司的分析师开始集中精力，研究绿诺国际的原材料与收入的
系。相对而言，销售额、收入和现金流数据更容易被存心不良的审计师进行篡
和隐藏；另一方面，在原材料余额上造假却非常困难，因此，它也是判断制造
真实产量的最佳指标。从 2007 年到 2009 年，绿诺国际的合同收入增长超过四倍
达到 1.875 亿美元。但原材料余额仅增长 33%，达到 246 798 美元。因此，这就
现了另外一个令人狐疑的比率：2009 年年末，合同收入总额居然达到了原材料
额的 750 多倍。而同行业企业的这一比率仅为 15~16 倍。要么是绿诺国际拥有
可思议的效率，让其竞争对手难以企及，要么，就是有些事情被篡改了。

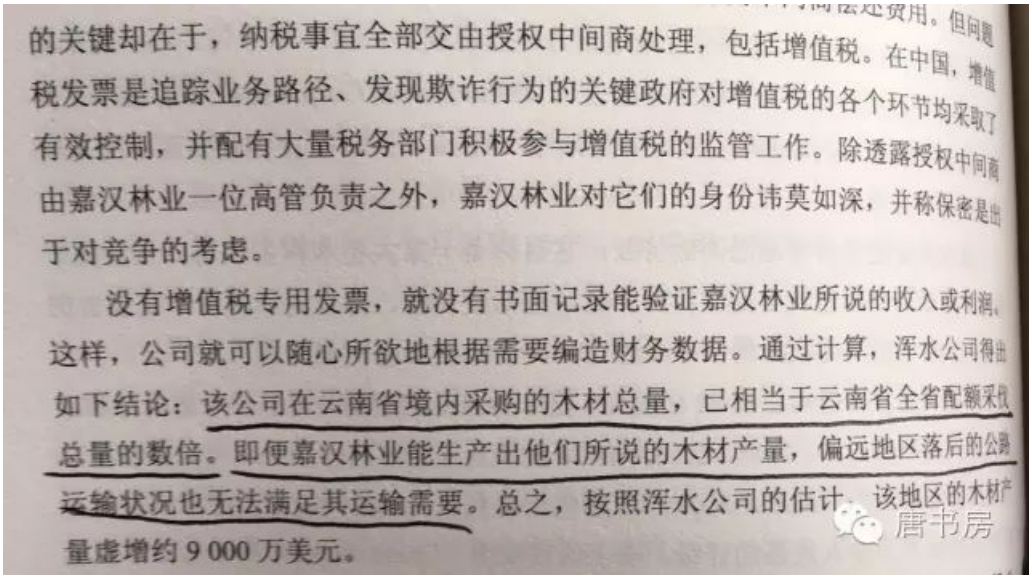
尽管没有确凿证据，但绿诺国际与竞争对手的比较就足以让布洛克再次发
问题。该公司告诉浑水研究公司，其脱硫装置的毛利润率为 35%，甚至更高，占
绿诺国际总收入的 70%。相比之下，比该公司规模更大的两家竞争对手披露的
润率分别为 20%和 11%。因此，该公司的利润率完全不合逻辑。

为此，布洛克来到中国最大钢厂之一的宝钢集团，请教了公司的一位研发机
构工程师，请他对绿诺国际的技术进行评估。这位要求匿名的专家告诉布洛克，
绿诺国际的系统建设周期较长，且采用了价格较高的化学添加剂，而且与竞争对
手的设备相比，系统的占地面积也较大；这一系列的问题，导致该系统的减硫率
相对较低，并运营成本较高。

浑水公司的一位分析师冒充炼钢厂代表，声称准备采购一套烟道除硫系统，
并参加了 2010 年 3 月的一场绿诺国际投资者见面会，会上，绿诺国际高管发布了
一份主要客户名单，涉及九家钢铁厂。浑水随即对这九家钢铁厂展开调查，其中
的五家钢铁厂直接否认购买过绿诺国际的设备，而第六家钢厂的采购负责人甚至
声称，他从未听说过绿诺国际这家公司。

与许多反向收购公司一样，绿诺国际的上市也采用了所谓的"可变利益实体"
（VIE）组织架构。通过这种复杂的组织结构，公司不仅可以利用海外资本市场进
行融资，还可以达到保留技术所有权的目标，这也是中国政府对很多限制外资投
资领域设置的要求，譬如互联网及

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


的关键却在于，纳税事宜全部交由授权中间商处理，包括增值税。在中国，增值税发票是追踪业务路径、发现欺诈行为的关键政府对增值税的各个环节均采取了有效控制，并配有大量税务部门积极参与增值税的监管工作。除透露授权中间商由嘉汉林业一位高管负责之外，嘉汉林业对它们的身份讳莫如深，并称保密是出于对竞争的考虑。

没有增值税专用发票，就没有书面记录能验证嘉汉林业所说的收入或利润。这样，公司就可以随心所欲地根据需要编造财务数据。通过计算，浑水公司得出如下结论：该公司在云南省境内采购的木材总量，已相当于云南省全省配额采伐总量的数倍。即便嘉汉林业能生产出他们所说的木材产量，偏远地区落后的公路运输状况也无法满足其运输需要。总之，按照浑水公司的估计，该地区的木材产量虚增约 9 000 万美元。

唐书房

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

交谈中时不时地夹杂着笑话与诙谐的轶事。“我可不像做空投资者那么整天愁眉苦脸，”卡斯说，“我从不对现实世界感到失望，当然也不相信世界末日之说，我只关心哪些公司会走到末日。”

卡斯的投资理念完全依赖于他自己的独立思考，有时，他的观点甚至与大多数做空者尖锐对立。“做空者的真正价值就在于他们能提出不同的观点，”卡斯声称，“你必须找到那些经营模式正在恶化的企业，在此基础上，做出其盈利会远低于通常观点的预测。”

他的方法植根于常识。卡斯认为，强烈的业务突变往往与技术进步相关联，尤其是与互联网的快速发展相关联。最经典的案例就是报纸行业的衰亡。早在2000年，卡斯便预见了报业的厄运。在此后的10年时间里，被海风基金做空的公司包括：从事连锁影院的帝王娱乐集团（Regal Entertainment Group）被网络视频打垮；出售生日卡及其他问候卡的美国节庆礼品公司（American Greetings Corp.）让位于

唐书房

免费的网络问候卡；难逃厄运的还有发行彩票的维拉西斯通信公司（Vanguard Communications）。卡斯赌这些公司会输，结果他赢了。

卡斯与其他某些投资者的不同之处在于，他不是基于价格账面值比率或是收益资料等常用的估值指标而看空一只股票。“这些指标并不是做空的诱因，因为即便是被高估的股票，也有可能进一步上涨，”卡斯说，“如果说有人能确定股票价格是否完全符合估值，那绝对是自欺欺人。”

在20世纪90年代末的科技股泡沫时期，这一观念给海风基金带来的收益是显而易见的。思科系统、甲骨文和EMC等公司的股票价格已经达到了令人不可思议的高位，但它们还在继续上涨，到2000年年初的时候，有些股票的市盈率甚至已经超过150倍，此时，几乎所有看空它们的投资者都已经输得精光。

相比之下，卡斯则避开了这些公司，当然，他更不愿触及Pets.com和theglobe.com之类昙花一现的网络股。事实证明，这些所谓的新鲜事物根本就没有利润可言。“你根本就没有办法评估这些公司的内在价值，”卡斯说，“它们的价格完全取决于市场情绪，因此，最好的策略就是敬而远之。”

不同于比尔·弗莱肯施泰因和大卫·泰斯等做空投资家，卡斯赞同以黄金对冲疲软美元的工具。他认为，这背后的部分原因在于，黄金在低利率环境下倾向于升值，但是在利率上调时，黄金就毫无吸引力了。“它本身没有内在价值，”卡斯说，“因此，黄金完全是需求与供给交互的函数，也就是说，假如金价从1 800降到900，我根本就不知道这到底是怎么回事。”

卡斯承认这是一种偏执，他始终生活在逼空[⊖]的恐惧中，毕竟，这是一场战争：和他们对立的做多交易者会买进被做空公司的股票，试图将股价推到更高的价位。在这个过程中，做空者被迫平仓，买入股票填平仓位缺口，这自然会进一步抬高股价。这显然是做空者最糟糕的梦魇。

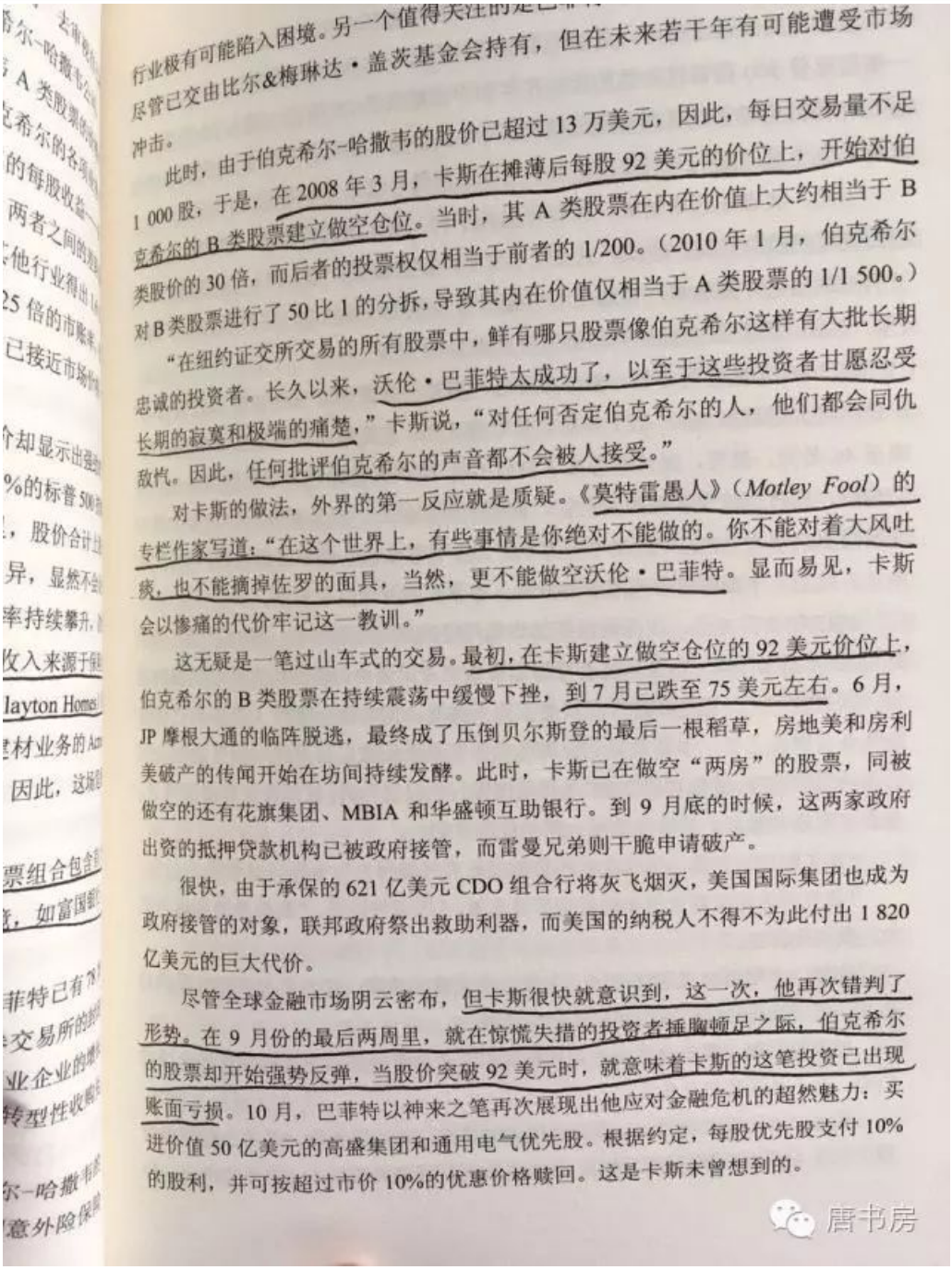
卡斯只盯着两个最简单的比率。首先，当股票的空头净额比（short interes）[⊖]超过7天时——即被看空的股票总数除以其日均交易量的比率超过7，卡斯就不会做空这只股票。同样，如果被看空的股票总数与公司流通股总数之比超过8%，凯斯也不会光顾这样的股票。两个指标都是一种危险警报：被做空的股票数量太多，留给做空者的盈利空间已不复存在。“我可不想被做空压力压得喘不过气。”卡斯说。

⊖ 也称“空头轧平”，股票价格上升时，会迫使做空者购回被做空股票以补足空仓，这种压力会将做空者逼到绝境，因为理论上，股票价格上涨的空间是无限大的。——译者注

⊖ 在特定时点，对股票进行融券做空的数量占一段时间内该股票平均成交量的比值，即做空融券投资者回补股票所需的天数。该指标也称为放空比率或回补天数，即按日均交易量计算的回补空头所需要的天数。——译者注

唐书房

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



行业极有可能陷入困境。另一个值得关注的是[illegible]
尽管已交由比尔&梅琳达·盖茨基金会持有，但在未来若干年有可能遭受市场冲击。

此时，由于伯克希尔-哈撒韦的股价已超过13万美元，因此，每日交易量不足1 000股，于是，在2008年3月，卡斯在摊薄后每股92美元的价位上，开始对伯克希尔的B类股票建立做空仓位。当时，其A类股票在内在价值上大约相当于B类股价的30倍，而后者的投票权仅相当于前者的1/200。（2010年1月，伯克希尔对B类股票进行了50比1的分拆，导致其内在价值仅相当于A类股票的1/1 500。）

“在纽约证交所交易的所有股票中，鲜有哪只股票像伯克希尔这样有大批长期忠诚的投资者。长久以来，沃伦·巴菲特太成功了，以至于这些投资者甘愿忍受长期的寂寞和极端的痛楚，”卡斯说，“对任何否定伯克希尔的人，他们都会同仇敌忾。因此，任何批评伯克希尔的声音都不会被人接受。”

对卡斯的做法，外界的第一反应就是质疑。《莫特雷愚人》（*Motley Fool*）的专栏作家写道：“在这个世界上，有些事情是你绝对不能做的。你不能对着大风吐痰，也不能摘掉佐罗的面具，当然，更不能做空沃伦·巴菲特。显而易见，卡斯会以惨痛的代价牢记这一教训。”

这无疑是一笔过山车式的交易。最初，在卡斯建立做空仓位的92美元价位上，伯克希尔的B类股票在持续震荡中缓慢下挫，到7月已跌至75美元左右。6月，JP摩根大通的临阵脱逃，最终成了压倒贝尔斯登的最后一根稻草，房地美和房利美破产的传闻开始在坊间持续发酵。此时，卡斯已在做空“两房”的股票，同被做空的还有花旗集团、MBIA和华盛顿互助银行。到9月底的时候，这两家政府出资的抵押贷款机构已被政府接管，而雷曼兄弟则干脆申请破产。

很快，由于承保的621亿美元CDO组合行将灰飞烟灭，美国国际集团也成为政府接管的对象，联邦政府祭出救助利器，而美国的纳税人不得不为此付出1 820亿美元的巨大代价。

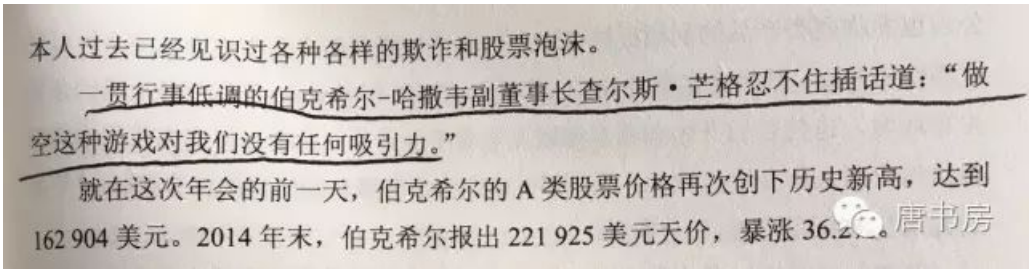
尽管全球金融市场阴云密布，但卡斯很快就意识到，这一次，他再次错判了形势。在9月份的最后两周里，就在惊慌失措的投资者捶胸顿足之际，伯克希尔的股票却开始强势反弹，当股价突破92美元时，就意味着卡斯的这笔投资已出现账面亏损。10月，巴菲特以神来之笔再次展现出他应对金融危机的超然魅力：买进价值50亿美元的高盛集团和通用电气优先股。根据约定，每股优先股支付10%的股利，并可按超过市价10%的优惠价格赎回。这是卡斯未曾想到的。

唐书房

这一战很有趣。首先，卡斯基于伯克希尔持有大量金融股，在2008年次贷危机中，必将产生大量损失，且巴菲特已经78岁了为前提，建立空头头寸，逻辑上不算错，敢于面对投资界的神，勇气可嘉。中间的提心吊胆，展示了和巴神对抗，需要付出的艰辛。还好，最终这笔沽空在2009年3月以获利30%的结果了结，吃到了不断上涨过程中的一段回调利润。

是高手的对决。两个月后的伯克希尔年度股东大会，卡斯和巴神在三万多名巴迷面前做了交流，那一刻，两颗绝顶智慧的大脑一定以看不见的光子形态，擦擦擦擦，火光四射吧，哈哈。

西海岸哲学家，冷冷旁白：

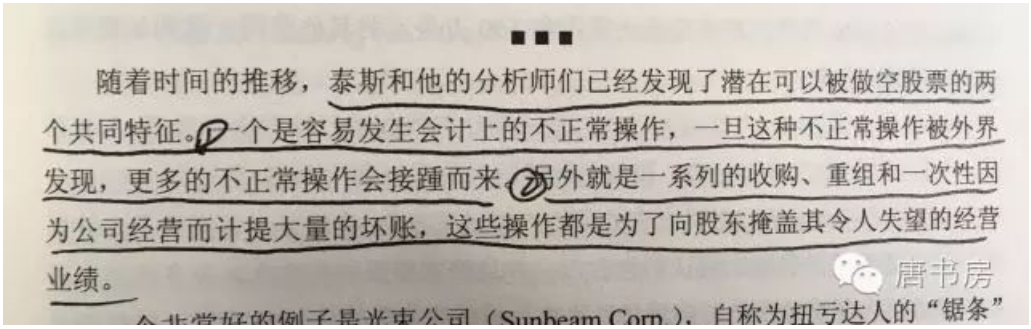

本人过去已经见识过各种各样的欺诈和股票泡沫。

一贯行事低调的伯克希尔-哈撒韦副董事长查尔斯·芒格忍不住插话道："做空这种游戏对我们没有任何吸引力。"

就在这次年会的前一天，伯克希尔的A类股票价格再次创下历史新高，达到162 904美元。2014年末，伯克希尔报出221 925美元天价，暴涨36.2%。

唐书房

酷。灰常酷！


■■■

随着时间的推移，泰斯和他的分析师们已经发现了潜在可以被做空股票的两个共同特征。一个是容易发生会计上的不正常操作，一旦这种不正常操作被外界发现，更多的不正常操作会接踵而来。另外就是一系列的收购、重组和一次性因为公司经营而计提大量的坏账，这些操作都是为了向股东掩盖其令人失望的经营业绩。

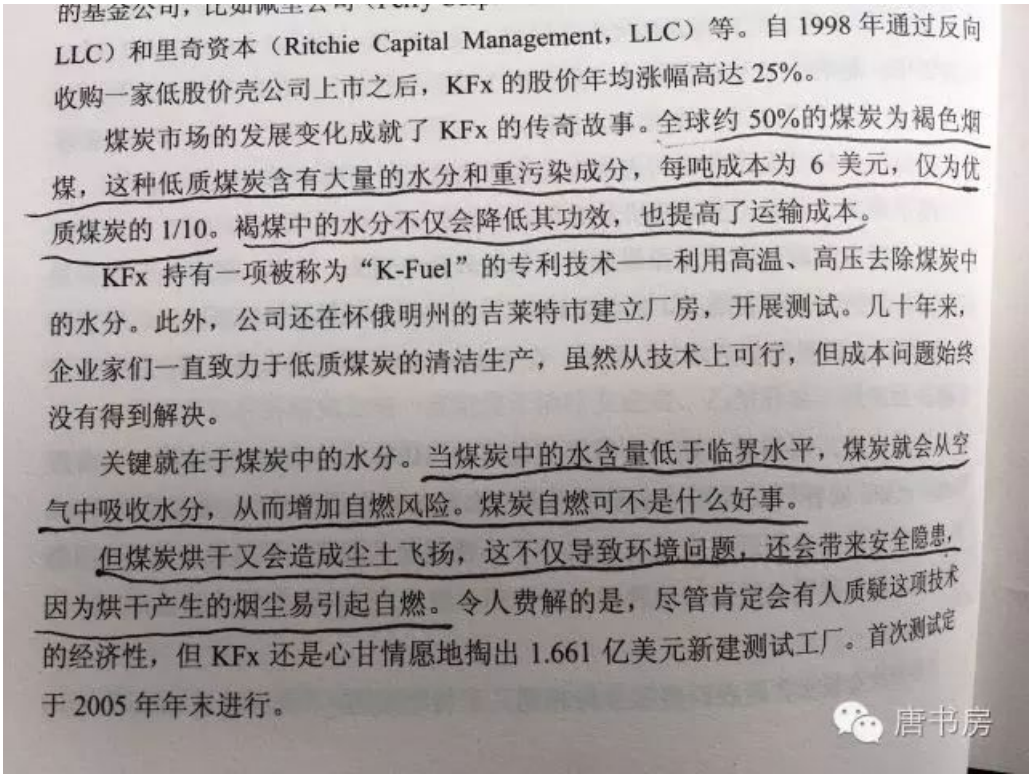
一个非常好的例子是光束公司（Sunbeam Corp.），自称为扭亏达人的"锯条"

唐书房

烂公司识别符。

第九章写次贷危机里获利最多的超级明星，宏观内容较多，截图就算了。对这段历史感兴趣的，推荐看2015年的电影《大空头》。虽不是以本章主人公为原型的电影，但气氛营造的很刺激，尤其是股市或期货参与者看，会感同身受，代入感很强。试试，看你观影过程中会不会指甲掐进掌心？

书中有段关于煤的小知识，一并记录。



LLC）和里奇资本（Ritchie Capital Management，LLC）等。自 1998 年通过反向收购一家低股价壳公司上市之后，KFx 的股价年均涨幅高达 25%。

煤炭市场的发展变化成就了 KFx 的传奇故事。全球约 50%的煤炭为褐色烟煤，这种低质煤炭含有大量的水分和重污染成分，每吨成本为 6 美元，仅为优质煤炭的 1/10。褐煤中的水分不仅会降低其功效，也提高了运输成本。

KFx 持有一项被称为“K-Fuel”的专利技术——利用高温、高压去除煤炭中的水分。此外，公司还在怀俄明州的吉莱特市建立厂房，开展测试。几十年来，企业家们一直致力于低质煤炭的清洁生产，虽然从技术上可行，但成本问题始终没有得到解决。

关键就在于煤炭中的水分。当煤炭中的水含量低于临界水平，煤炭就会从空气中吸收水分，从而增加自燃风险。煤炭自燃可不是什么好事。

但煤炭烘干又会造成尘土飞扬，这不仅导致环境问题，还会带来安全隐患，因为烘干产生的烟尘易引起自燃。令人费解的是，尽管肯定会有人质疑这项技术的经济性，但 KFx 还是心甘情愿地掏出 1.661 亿美元新建测试工厂。首次测试定于 2005 年年末进行。

唐书房

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



阅读原文



凉忆剩 2016-10-15 18:43:51

夹叙夹议，学习之道/微笑 赞 8



夜晚的宁静o 2016-10-15 21:30:18

老唐啥时候聊一篇宏观吧。

> 作者
>
> 建立宏观观点或是听其他人大谈宏观或市场预期，都纯属浪费时间——巴菲特；我不太关心宏观经济。我觉着所谓宏观，就是热了就压压，冷了就烧烧，看不看意义不大——林园；宏观观点，

除了吹牛聊天显示大格局以外，没什么用处——老唐。 赞 7



不该滚粗苒 2016-10-15 17:54:06

刚把国庆的挤压贴读完 又来新的了 老唐速度啊/强 赞 7

作者

更新太快了哇？我适度控制、适度控制/呲牙



娃娃不坏添 2016-10-15 19:09:58

老唐以后能不能写一本专门讲估值的书，各种类型的公司都写写。/微笑/微笑/微笑 赞 5

作者

暂时木有这个打算??写书是件很辛苦的事儿，写了两本，不打算给自己挖新坑了?? 赞 3



茉楹兮钉 2016-10-15 18:17:06

做空这种游戏对我们没有任何吸引力！ 似乎能感受到芒格先生厚厚眼镜里面冷漠的眼神。/偷笑 从思维角度来说，确实是一体两面，有意义。但做空最多只有理论上的接近100%空间(不算杠杆)，所以还是喜欢做多，特别是长期持有的做多，还是做板凳吃瓜，等着双击更加适合我这类懒人 看着拿了很久已经快200%的大烂臭，算着这来个爆发...../呲牙/呲牙 赞 5



热情的蔡的欢 2016-10-15 21:11:01

老唐看书的速度怎么这么快，有什么好方法吗 赞 1

作者

课堂偷看武侠小说逼的/调皮。练习着整句整句乃至整段整段的读，慢慢地速度就起来了。 赞 4



海蓝的天勤 2016-10-15 20:21:00

老唐，买书是当当好，还是京东好？等11.11在买和现在买能差多少啊？ 赞 1

作者

抱歉，这个真没仔细对比过，我一般习惯在京东买。双十一肯定会便宜些，但我看见好书心痒，早点读的价值大于节约的金钱，所以一般等不了?? 赞 2



寂寞有刺粥 2016-10-15 19:00:19

感谢老唐分享/偷笑 赞 2



北黎不夏砖 2016-10-15 18:32:09

判断坏公司，第二条，乐视入座了。不会被喷吧？ 赞 2



home任杏子天枰 2016-10-15 18:10:04
先收了 烂公司的特征 赞 2



我爱索红伟希 2016-10-15 18:04:17
老唐真是勤快！ 赞 2



她叫苏诺汐挤 2016-10-15 20:10:46
才看老唐一个月，慢慢来，很多还看得不是太懂，现在终于可以留言了真好。之前发的小说有空记得更新啊 赞 1



year我是荒信 2016-10-15 18:59:21
勤奋。/强 赞 1



溜子召 2016-10-15 18:57:22
深入浅出 赞 1



木医人予 2016-10-15 18:08:58
别老唐的分享多多益善/呲牙 赞 1



巨蟹帅帅的军爷 2016-10-15 18:07:03
老唐你读书真的好快 赞 1



虎瞧试 2020-09-07 08:55:27
留下 ，话说微信要能把自己的留言汇总也不错



红尘味誉 2019-04-12 13:26:19
你的直觉很对 第二个译者 他可不是一般人[得意]



华尔街号益 2016-11-30 23:07:01
看了阿克曼那一段，被个搞传销的保健品公司 康宝来给逼空了（也不由得感慨骗子和傻子无处不在，哪怕是在法制健全的美帝），从2012底到2014年7月本书出版前，阿克曼都是亏损的。那么现在到底如何了查了下，2016年10月此事仍无结果！坏人没有得到清算~~这就是现实世界。 做空，真的是要内心强大啊！



控暮色过 2016-10-20 09:29:56
看老唐的读书笔记是种享受啊/偷笑谢谢，让我可以偷懒了~



盛开的花儿玄 2016-10-17 00:01:35

感谢老唐的分享，感觉也读了一遍书/强



自己演自己咩 2016-10-16 10:52:57

有老唐评书，省去了看书的时间/强。



徐婷苞 2016-10-15 23:19:56

谢谢唐先生的精致解读，也谢谢无私分享。为格局点赞/玫瑰……受益非浅/

微笑



洛晓熙竞 2016-10-15 20:46:51

唐哥，秦明法医系列看过吗？

作者

没。



你那么爱他招 2016-10-15 18:03:19

大空头的书很好，看这本的描述，应该是被大空头完爆

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

如何“早知道”？（上）

原创 唐朝 唐书房 2016-10-17

收录于话题
#白酒分析专辑
52个

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

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

（7月11日中午，茅台股价322元时，老唐就在雪球发帖，说已进入不合适继续谈茅台的时候了，主要就是怕某些朋友被文章蛊惑，无脑买入受折磨。但轻度强迫症，见不得唐书房底部菜单#企业分析#下，只有#水电能源#一个子菜单，故特意选了信息分析这个角度，避开茅台的估值和股价问题，只谈企业信息跟踪和分析）

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

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

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

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

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

知道了每个型号战斗机的需求量，格林斯潘又找来各种飞机制造厂的技术报告和工程手册，一头扎了进去。这对他来说虽然有一定的难度，但通过一段时间的研读，他还是弄清了每个型号的战斗机需要多少铝、铜和钢材等原材料，然后再根据每个战斗机的需求量，轻易地算出了美国政府对原材料的总需求量。

仔细地算出来后，格林斯潘写了名为《空军经济学》的长篇报告，发表在当时有很大影响力的《经济记录》上。由于他计算出的数字非常接近当时美国政府保密文件里的数字，因此给许多投资者带来了丰厚的回报。格林斯潘正是凭着这次成功，引起了许多人的关注，也为他以后人生的辉煌打下了坚实的基础。

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

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

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





o陈英俊o 2016-10-17 22:43:31

上中下 点个赞再看 谢谢老唐 赞 43

作者

传说中的点赞党/呲牙/握手 赞 16



杨紫紫曦老 2016-10-17 23:27:25

好想要奖品，但是写出精品来压力太大能力有限，不过怎么也要试一试，希望老唐能达到老唐的安慰奖也足矣/抱拳 赞 8

作者

双手放在键盘上开始写，你就已经赢了80%的人了/握手 赞 21



情深必死i521 2016-10-18 19:33:17

你的文章都值得付钱/强 赞 17

作者

谢谢。 赞 6



qyh秦艳鸿home 2016-10-17 23:20:24

唐老师，没有高等数学基础的去读关于现金流折现估值方面的书籍会不会很吃力比如您推荐的《学估值轻松投资》和《估值艺术》，顺便说一句，很赞赏您的易懂和粗暴/玫瑰 赞 7

作者

我的数学，初中水平，绝不是谦虚，是客观事实/微笑。 赞 10



旧城梦境土 2016-10-18 00:26:39

必须给老唐打赏一下，雪球没钱，微信补上，我的夹头启蒙老师也！/微笑 赞 8

作者

谢赏/握手 赞 5



咸蛋加皮蛋双子 2016-10-17 23:23:58

谢谢分享！方法笨一点，但是这也是最有效的方法！可以排除外界干扰！ 赞 4

作者

谢谢您的打赏/微笑/抱拳微信官方今天刚刚给老唐 开通的功能，您是第三位打赏的，谢谢您让老唐体会被赏的赶脚/握手 赞 5



谢娜姐姐南 2016-10-18 07:25:37

看了文章后，初步接触茅台，慢慢学习，很多不懂，希望唐继续发文，学习学习。 赞 4



海蓝的天勤 2016-10-18 06:07:40

早，唐老师!学习最光荣! 赞 4



蓝天LZ 2016-10-17 23:19:14

信息量很大，要分类录入，关联推算，逐步分析，看看几条线下来是什么结果，希望能获得一个模型工具～授人以鱼不若授人以渔，谢谢唐教练/微笑/抱拳 赞 4



颖子狠坚强馒 2016-10-17 23:18:22

细读了一篇上、中，浏览了一下‘下篇’，明天继续细读，先将下篇按时间线排下序

赞 3

作者

/强

赞 1



内些离念伴 2016-10-24 15:36:47

唐老师，收到系统提示的留言入选通知，但是看不到我的留言和您的回复。

赞 2

作者

这些功能，具体我也不太熟，还在摸索中，解答不了这问题。抱歉哈/抱拳

赞 2



全歼月光共 2016-10-19 20:49:26

谢谢老唐，你的理念脾气我最喜欢

赞 2

作者

/握手

赞 1



吴雨虫念 2016-10-18 08:06:13

老唐你真棒！

赞 2

作者

一般一般/呲牙谢谢大清早的/握手



酥胶词噬泼阎 2016-10-17 23:14:26

怎么有不少15年的信息啊？/微笑老唐，你这些信息都是在哪来的？都是正规网站吗？

赞 2

作者

你交了作文，我告诉你信息来源。绝对保证全部正规信息/呲牙

赞 2



薇薇宝贝耶传奇 2016-10-17 23:04:19

看了再留言

赞 2

作者

我肿么觉着像是留言了再看的样子/得意



红裙又如何灾 2018-04-20 07:48:02

深有同感自从读了手财12后，模仿老唐分析方法，自己统计数据，发现对一些数据更敏感了，也更记得住了，而且有思考框架了

赞 1



挡何及比 2016-10-18 13:23:55

对唐大哥的真爱就是:手把手式～点赞打赏评论转发扩散。

作者

/可爱谢谢

赞 1



逢床作戏日 2016-10-18 12:36:23

留言竟然一个一个回复，老唐真棒/:strong

赞 1

作者

也不是全部啦??

赞 1



佳尔的老巢 2016-10-18 09:45:09

通读了上、中、下所有资料，进一步整理中……“希望你试着分析这些信息，看能得出些什么结论”——这个提问是开放性的，有没有侧重的导向？还是根据资料和自己的理解随意发挥，得出哪方面结论均可？

赞 1

作者

随意吧，什么结论都是优秀结论，只要推理过程有逻辑即可。

赞 1



我自要爱情宗 2016-10-17 23:23:08

哈哈…，唐老师真幽默，…爱bia才惠牙～！

赞 1



7个汉字沙love 2016-10-17 23:02:33

先读了上，中和下mark

作者

会不会mark之后，就没有然后了呢？/坏笑

赞 1



燃泪取暖源 2016-11-03 16:48:10

把老唐的《手财》当工具书翻



俊明王子哦乐园 2016-11-02 16:30:22

唐哥是好人啊，谢谢！/呲牙



乱乱唱霏 2016-10-29 18:15:57

唐老师这个方法是根本性的方法，赞一个



六六儿狰 2016-10-18 19:02:30

凑个热闹，中的概率应该大于体彩，呵呵……



依旧沫儿叛 2016-10-18 09:37:45

感谢老唐，推荐的书让人受益良多，上面两则例子，给人指明了追踪整理信息的方式。非常感谢，良师



小火星z 2016-10-18 08:40:27

让我明白了自己动手丰衣足食，谢谢老唐，其实我是来看段子的，类似于瓶子迁，/坏笑

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

如何“早知道”？（下）

原创 唐朝 唐书房 2016-10-17

收录于话题
#白酒分析专辑
52个

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

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

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

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

“我们班主要负责茅台酒的包装，元旦后，每天的包装量已经从 31000 瓶加量到 35000 瓶，接下来还要采取周末加班的作业方式，保证完成车间交予的任务。”包装五班班长祁小岭说，“我每天都是早上 7点到班组，员工们中午吃饭时也只有半小时的休息时间，下午最早也要三点才能下班，上中班的员工有时要到晚上十点才能下班。”

2015年，集团公司战胜各种困难和挑战，全面完成了董事会方针目标，以“逆势向好、稳中有进”的成绩，为“十二五”画上了圆满句号。2015 年 ， 完 成 白 酒 销 量 同 比 增 长3.59%，实现销售收入（含税）同比增长 2.96%，利润总额同比增长 1.78%，净利润同比增长 1.21%；资产总额首次突破千亿大关，同比增长 27.59%。

从贵州省十二届人大四次会上，贵州省委副书记、代省长孙志刚所作的《政府工作报告》，贵州茅台销售收入 419亿元，同比增长 3%；利润总额 226亿元，同比增长 1.2%。全年完成增加值 376 亿元，同比增长 3%，占全省工业增加值的 11%；营业收入、工业增加值、利润和资产总额分别相应 占 省 国 资 委 监 管 企 业（含 参 股 企 业）的 14.4%、47%、87%、22%。上交国有资本收益7.7 亿元，同比增长 3%。上交利税 160 亿元，约占全省公共财政预算收入的11%，助力贵州GDP进入“万亿俱乐部”

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

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

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

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

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

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

“十二五”期间，茅台集团白酒销量 288139吨，较“十一五”期间增长 78%，年均增长 11.09 %；实现销售收入（含税）1825.61 亿元，较“十一五”期间增长 233%，年均增长 21.85%；实现利税 1416.35亿元，较“十一五”期间增长 253%，年均增长 22.24 %；实现利润 994.41亿元，是“十一五”期间的 258%，年均增长 23.49%；上缴税金 659.81亿元，较“十一五”期间增长 222%，年均增长 22.85%；企业总资产增长 3.19倍。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2015 年，遵义市白酒制造企业 86 户，全市销售产值亿元以上的企业达 43 户。白酒行业实现工业总产值 605.9 亿元，同比增长 14.5%；实现 增 加 值 555.6 亿 元 ， 同 比 增 长11.5%；实现白酒产量 37.98 万千升，同比增长 9.8%；实现主营业务收入456.1亿元，同比增长 4.7%；实现利润234.5亿元，同比增长 0.9%。

中国酒业协会理事长王延才说：“贵州白酒以酱香型为主，用全国3%的产量完成了全国白酒行业32.5%的利润，

全国系列酒 280多位经销商齐聚贵阳，就如何做好 2016年度酱香系列酒营销工作进行研讨。酱香系列酒营销规划显示，2016 年酱香系列酒销量将达到 1.2 万吨以上，实现销售收入 20 亿元，力争达到 23—25亿元；酱香酒销售量在2016年占茅台酒销售量的 50%，未来三年超过一倍，未来五年超过两倍；酱香系列酒主要品牌在当地重要市场消费要进入当地消费量的前三名；2016年，酱香系列酒要实现井喷式增长，销售量超过2015 年的 60%以上，成为系列酒经销商最赚钱的商品。

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

2015年茅台酒及茅台系列酒，共计出口 1300 多吨，实现出口创汇 2.37 亿美元，海外经销商总数已达 84 家，销售网络已覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲、大洋州 63个国家（地区）的有税市场及重要口岸的免税市场，直接发货的国家（地区）达到 53 个，

2015年全国酿酒行业规模以上企业完成酿酒总产量7429.33 万千升（含酒精及白、啤、葡、黄、其他酒等六个子行业），同比下降1.73%；产品销售收入9229.17亿元，同比增长5.34%；实现利润总额1018.07亿元，同比增长3.93%；上缴税金853.15亿元，同比增长2.06%。——1033

贵州茅台一季度报告，实现营业收入99.89亿元，同比增长 16.91%；归属于上市公司股东的 净 利 润 48.89 亿 元 ，同 比 增 长12.01%；基本每股收益 3.89 元，同比增长12.01%。

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

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

据总部位于巴黎的“国际葡萄与葡萄酒组织”公布的最新统计数据：2015 年中国葡萄酒进口大幅增加，进口葡萄酒约 5.5

亿升，比 2014年增长 44%；进口额约为 18亿欧元，增长 60.7%；葡萄酒消费量达 16亿升，比上年增长 3.2%，成为全球葡萄酒贸易发展的最大引擎。据海关数据显示，2016年 1月瓶装葡萄酒进口同比增幅高达 34.7%；2月份我国酒类进口金额 2.2亿美元，同比增长 40.5%，进口酒类中排名第一的是瓶装葡萄酒，进口金额 1.1亿美元，同比增长 41.7%。

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

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

未来五年，贵州茅台海外市场力争实现年均增长超过 15%，到 2020年，茅台酒在海外市场的销量将占总销量的10%以上。目前，茅台酒产能有限，在国内供不应求，国内高端白酒市场茅台酒占有率已超过 50%，处于领先地位。但是茅台集团要做大到千亿销售目标，光靠国内市场发力还不够。根据茅台集团“十三五”发展战略规划，2020年，将实现白酒产量 12万千升，其中茅台酒产量5万千升，茅台酒销量将达到4万千升，国内需求 2万至 3万千升，剩下的销量只能由国际市场来消化。而茅台酒的海外销售才超过2亿美元，仅占茅台酒总销量的 6.5%。所以，攻占国际市场，这是茅台必须过的一道坎，也是中国白酒必须过的一道坎。

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

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

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

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

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

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

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

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

从1951年建厂至 2011年，公司累计生产茅台酒 25万吨，其中，1998年以来茅台酒产量达 10.5万吨，茅台酒年产量由

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

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

截至6月30日，集团公司实现白酒产量同比增长 20 %；白酒销量同比增长 14%；实现含税收入同比增长15%，占全年计划的54%；利润总额同比增长 8%，占全年计划的 54%；完成增加值同比增长13%，占全年计划的53%；上交税金同比增长 26%，出口白酒创汇同比增长 10.46%，呈现出"稳中快进、稳中有新、稳中有转"的良好态势。茅台股价突破300 元大关，市值首次突破4000亿大关，收盘价和总市值双创历史新高，占全国白酒上市企业总市值的45%，在中国A股市场总市值排行第 11 位，利润占全国白酒行业利润总额的47%，行业龙头地位更加巩固。下半年务必咬紧牙关，确保完成增加值 398亿元、销售收入 436亿元、利润总额 231 亿元，白酒产量 7.8 万吨的全年任务

上半年茅台酒销量已经完成全年计划的 64%，同比增长39%，下半年可供市场销售的茅台酒仅有约8000吨

截止 7月 30日，酱香酒公司销量较去年同比增长了 58%，销售收入较去年同比增长了46%。

截至 6月 30日，集团公司实现白酒销量同比增长 14%；出口白酒创汇同比增长10.46%，利润占全国白酒行业利润总额的 47%，

目前，集团公司分别在北京、上海、贵阳、珠海、沈阳等地设有 11个中转库。珠海库位于珠海广澳高速与谷都大道交汇处，整体面积有 7113平方米，是一个立体仓库。库房当前共存放30个品种、一百多吨货物，其中茅台酒和酱香系列酒数量各占一半

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

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

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

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

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

自今年春节以来，茅台酒基本上是生产多少就发走多少，特别是近两个月来许多经销商都在催货，在业务部门严格控制开票的情况下，还存在 200 多吨已开票未提货的缺口，尤其是个性化产品由于受包装产能的影响，存在着很大的缺口，无法满足经销商的提货要求和市场需求。为此，公司在 9月 1日召开的专题会上作了硬性要求：确保 10 月底以前包装生产 400 吨猴年生肖酒，完成 350吨国宴专用酒及已开票未提货的茅台酒个性化包装生产任务，以及完成正常的茅台酒及系列酒包装任务。9月 5日，从机关职能部门抽出的管理人员已到包装车间报道，从制曲车间抽调的员工已于9月 7日前往包装车间参加岗前培训。为了保质保量完成包装生产任务，当前包装车间各条生产线每天至少保证 16小时

正常运转，各班组延长工时至 8小时，整个车间一个工作日较往常增量 10吨左右。特别是在 9月 5日，有两个班组因设备原因导致成品不符合要求，已经下班到家的员工又被重新召回继续工作，一直到深夜 12 点，才完成了当天的生产任务

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

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

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

据 6 月 30 日数据，茅台王子酒 、 茅 台 迎 宾 酒 销 量 占 比 分 别 为 38.6% 和55.2%，比去年同期分别增长 56%和59%，汉酱酒和贵州大曲销量分别比去年同期增长 302%和208%，品牌策略初见成效

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

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

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



板砖飞刀飞 2016-10-17 23:35:05

看来跟踪一家公司不是那么简单，我看到这些数据就头晕了，可能对于税收和产销量之间的关联，这些了解的还不够，直接看懵了。/流泪 赞 22

作者

通过写文章的过程，你就会找到哪里是缺环，然后慢慢弥补，功力就是这样一点点修炼的，捷径都是骗人的/可爱 赞 35

小邦一惠的春天 2016-10-18 11:43:35

完全懵了，没有人能随随便便成功！老唐牛！另外，初次分析老唐能否缩小分析范围，比如命几个题目，让我们从以上数据分析。/呲牙 赞 9

作者

可以啊！你可以专注分析一下今年系列酒各阶段的销售情况，并对今年全年系列酒的营业收入做出合理预测。这个小目标肿么样？?? 赞 20

烟熏妆意 2016-10-17 23:37:55

没有随随便便的成功，老唐牛，抽丝剥茧，可惜俺看不懂啊 赞 13

悲惨系 2016-10-18 05:49:13

原料基地认证面积有误吧？有机高粱面积675184.3 万亩，也就是67亿亩，都超过全国耕地面积了。。。 赞 10

作者

对，多打了一个万字，多谢/握手 赞 7



纯情的疯ZI白羊 2016-10-17 23:08:39

只看了上，中下基本扫了一眼实在没精力看下去了/冷汗 赞 9

作者

没关系，估计大部分朋友都会如此的。这是个信息满天飞的时代，实在太多了！/调皮 赞 7



景岛七音蹈 2016-10-19 18:54:25

建议把截稿日期延长。一般人看熟，找到角度，时间就过去了。更别提

成文了。估计老唐收不上作业，自己心里也疙瘩一下 赞 2

作者

哈哈，确实有这个可能。不过，我还是期望大家能跟上我的节奏……要求100，差点儿80。要求60，稍微松懈就不及格了??看情况吧，反正也是个测试，交不了也不打屁股?? 赞 8



朝上看园 2017-12-02 15:53:47

毛头 罗桂华调酒师那一段：平均每年产酒78吨、平均年产酱香酒11.6

吨、有五百多调酒师 问题来了：应该是年产酱香78吨吧？这样才能和调酒师数字对上、至于11.6吨这个实在理解不了？ 2016年10月23日 Reply by author 文中说了，所谓酱香酒就是茅台系列酒。 2016年10月23日 这里的酱香是茅台酒中酱香、醇甜、窖底三种典型体中的一种，是最精华的部分，茅台股份对班组考核算绩效就是拿这个产量来算。这类典型体勾兑在茅台酒中比例越大口感越好，市面上曾经有几款茅台酒就是酱香比例很高。茅台酒每年产量只出厂五年前产量的75%，除了要留存老酒的原因外，就是因为酱香总产量不够，不足以勾兑出质量达标的茅台酒，所以后来出产飞天迎宾、遵义1935，拿的就是酱香不够，成分以醇甜、窖底比例居多的茅台酒勾兑。悠蜜酒拿的是更次一点的茅台酒降度生产，提高产品附加值而产生。一般每个班产酒75吨那个指标一般都能完成，即使完不成也影响不了多少奖金，不作为考核绩效的有效指标，主要指标还是酱香产量。 赞 4

作者

本文提到的酱香不是指酱香系列酒，而是指酱香、醇甜、窖底三种典型体中的一种，这个推测很有道理，我可能疏忽了，多谢您的指教，谢谢[抱拳][强] 赞 7



刺眼的情侣弒 2016-12-24 20:00:07

我也看了，满屏就是产量增长，收入增长，利润增长。产能不足，预售

账款一大堆。加班加点，反正就是形势一片大好。其他的看不出来 赞 7



超级宛若翩然 2017-05-24 10:31:38

假设有两个老唐，操作方法和水平完全一样。一个草民一个，就是靠这些网上披露的数据做买入卖出的决策；一个是茅台高管，可以拿到最完整准确的数据，然后依此分析做投资。这两个老唐哪个投资收益会更好？[愉快]

作者

不知道。投资收益并不取决于数据精确到小数点。 赞 6



ness真好的故事 2016-10-23 17:51:29

投资真的不是一件容易事！！！ 赞 6



秘制小汉堡222 2016-10-17 23:21:46

这个三连发，满满的货啊/色 赞 6



zhyonly双子 2016-10-17 23:12:17

这个分析作完后茅台也就了然于胸了。如果完成，就喝一瓶惩罚一下。

mark。 赞 6



滥情囚 2016-10-19 19:30:14

我觉得战略上来说，只要国家经济不出大问题，整体国力不断提升(这种提升的趋势太明显了)，那么各种软实力必然会极大增长，而茅台，这个不但国内市场依然非常广大深厚、国外市场更是无可取代的东西，必然会有所突破、吸引更多人的目光。 虽然各种低酒精饮品市场不断扩大新品辈出，挑战早就开始，但茅台无可取代。 好东西从来不怕贵，不可取代的东西更不怕贵/呲牙 赞 4



耐割非炉 2016-10-30 23:20:46

期待点评文章，非常好的方式，希望老唐能够一直以如此的方式授人以渔，谢过 赞 3



诚诚科技网络8 2016-10-19 22:18:14

我脑残，看着头晕，茅台领导都神经分裂吧/呲牙/呲牙/呲牙

作者

如此清晰明白的生产销售数据，对于持续关注者而言，连神经都不需要用，更谈不上分裂/得意/呲牙 赞 3



图吧林水瓶 2016-10-19 17:35:53

但斌肯定非常深信自己的投资理念，要不然写不出时间的玫瑰，也深信茅台是其中为数不多的玫瑰，但他还是没有等到玫瑰花盛开的那一刻。投资不仅要有知识，还要有胆识，在所有人都说你错了，市场也给你狠狠的打击，此刻你是否依然不为之所动，依然对共产主义不离不弃，抛头颅，洒热血。归根结底，炒股最终还是炒屁股，炒的是谁坐得比较淡定，比较久。

赞 3



老是烦人讽 2016-10-18 08:25:24

这是一种思考的路径，无论能不能得出正确答案，至少可以接触到一种

基于客观数据的分析方式。所以老唐此文最有价值的是分享了自己的方法论。

赞 3



要乖不闹淳 2016-10-18 00:01:20

老唐求解： 我的困惑，关于数据，即使你如董事长般的对真实数据了

如指掌，也不能预测股价啊！ 再者某些数据只是想让你看到的数据，天朝的数据急剧弹性。根据需要可隐匿可注水。 如此，分析数据意义何在啊！

作者

我不预测股价，只关注经营情况。股价自己会关心自己的（参看我关于15pe的那篇估值文章）。分析数据的意义，首在规避陷阱，所谓隐匿或者注水，没有大家想的那么容易和神秘，跟踪和熟悉后，很多蛛丝马迹会告诉你的。

赞 3



命惑乔福 2016-10-24 10:32:11

谢谢老唐指点/微笑

赞 2



home任杏子天枰 2016-10-23 14:03:17

罗桂华调酒师那一段：平均每年产酒78吨、平均年产酱香酒11.6吨、

有五百多调酒师 问题来了：应该是年产酱香78吨吧？这样才能和调酒师数字对上、至于11.6吨这个实在理解不了？/疑问

赞 2

作者

文中说了，所谓酱香酒就是茅台系列酒。



深色流氓辰 2016-10-18 19:48:53

授人以渔，必须赞老唐。/强/强/强

赞 2



绘绘绘纸人宫 2016-10-18 14:01:43

来个三连赞/强/强/强，为这源源不断的干货

作者

/可爱/握手 赞 2



笑逐秋风远希 2019-10-11 11:02:33

我得到的部分信息：1. 2015年12月销售62亿，约占全年的14.8% 2. 根据日包装110吨和每个班组日完成17.5吨 计算茅台的包装组大概有6-7个 3. 茅台用占贵州国资委22%的资金完成了国资委87%的利润，其他的国资部门利润率很低，干脆改成贵州酒资委算了 4. 可以利用税务部门的纳税记录反推企业的经营……我明白为什么茅台在老唐眼中是一手名牌了 赞 1



夏日疯宝宝兵 2017-05-24 10:20:10

老唐，会不会有这样的可能。比如我是茅台内部人士，能拿到最真实的产销数据，跟市场拿到的数据有较大差距。但是市场都是以市场数据为准做判断的，而真实的数据因为知道的人少，依此做判断的人更少，无法形成共振，反而没多大价值？就像画家一样，一幅画的价值乃至真伪不是画家本人说了算的，而是市场说了算。 赞 1

作者

没看懂你要表达的意思??

无二 你敢爱我吗阁 2016-10-20 12:54:42

信息量很大，老唐最后给大家披露一下最后怎么算得，采纳了哪些数据，我们也好依葫芦画瓢。最后，谢谢老唐的付出和无私分享和手把手的教授，以后喊你教授吧 免得老毛整天得瑟 赞 1

作者

在点评邮件的时候，会分享的。教授不敢当，还是喊老唐吧，听起来心中踏实/呲牙 赞 1



cookie琪8 2016-10-18 20:13:38

做为早就关注老唐和茅台的人是知道的，那时也觉得有点小贵 赞 1



夏末初瑾酥 2016-10-18 19:28:59

2020年茅台产量断崖下跌，提醒大家有机会上车？

作者

你想多了，提醒断崖式，是很早的事儿了。老唐2016年4月1日还成文《茅台的供给侧之忧》，附上触目惊心的图表，发表在《证券市场周刊》上了，那时茅台的股价还不到240/呲牙 赞 1



辽阔的明天妞 2016-10-18 04:59:29

先打印，再分类，最后看看自己的提炼总结水平 赞 1



小凡切安好脆 2016-10-18 00:38:40

老唐是不是学习了基本演绎法了？从细微中得出结论。 赞 1



搏舞飞扬 2017-05-08 16:17:09

唐老师，俺水平有限，看是仔细在看，但是消化不了啊，好着急啊，么办啊？



狗样年华默 2016-10-21 10:24:34

建议延迟一下时间，正在整理中，不错的联系，谢谢分享思路



我是陌生人029 2016-10-20 18:40:46

服了,继续干本行+抄老唐作业,不去跨界取辱了,哈哈



夏沫翩 2016-10-18 19:33:28

“酱香酒销售量在 2016年占茅台酒销售量的 50%，”应该是酱香系列酒吧？/疑问

作者

系列酒在茅台公司归为“贵州茅台酱香酒营销有限公司”运作，所以，内部把系列酒也称为酱香酒，就指一曲三茅四酱。



噬心爱人牛 2016-10-18 13:09:07

佩服老唐的踏实！为了得到老唐的亲手签名，我决定试一下/阴险



张狂美屏 2016-10-18 04:47:32

2015年基酒减少，四五年后怎么样呢？



性饥渴了 2016-10-18 00:34:41

这个算不算手把手教“如何提取有效数据”/得意，努力学习一下。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

如何“早知道”？（中）

原创 唐朝 唐书房 2016-10-17

收录于话题
#白酒分析专辑
52个

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

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

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

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

4）系列酒基酒有三个来源：
①是位于习水县黄金坪的201厂。该厂是贵州茅台2002年6月收购原习酒公司（当时要破产了）酱香生产线而来的，2013年和2014年的生产量是6256 吨和8304吨，主要为茅台王子酒提供基酒，汉酱和仁酒也有部分基酒来自此地；
②是位二合镇的301厂。该厂源于茅台公司收购的老怀酒厂，原位于中枢镇，2012年10月搬迁至二合镇名酒工业园区，2013年和2014年的生产量为4600吨和7500吨。汉酱和仁酒的主要基酒产于此地；
③是茅台酒的弃糟和备注酒，来自茅台镇茅台酒各生产车间。弃糟，指经过茅台7次取酒以后留下的酒糟，其中加入部分新高粱，再蒸一次，得到迎宾酒的基酒；备注酒，指茅台酒生产过程中，达不到茅台基酒要求的少量不合格品。这部分酒，虽达不到茅台酒要求，但可能品质可能高于其他系列酒基酒，添加入系列酒里，可以提升系列酒品质；
另外，一曲三茅的基酒究竟取自何处，目前老唐暂时不知，公司内部人员说是机密，不告诉我。慢慢收集。

5）茅台的生产过程是酱紫的：第一年端午踩曲（用小麦制作酒曲），重阳下沙（沙就是本地特产糯高粱），然后从12月或次年1月开始蒸馏取酒，每月一次，共计七次，次年七八月取酒完毕。酒糟拿去生产迎宾酒后，送去做肥料，称为丢糟。茅台酒糟管理很严格，丢糟跟押钞车一样，要严防被小作坊和内部人里应外合偷走酒糟再去做酒；
这七次取出来的酒，就叫茅台基酒。每年披露的茅台基酒产量，就指这个。基酒要按照酱味、醇甜和窖底三大类归类装坛，成为茅台财报上存货里面的自制半成品，这部分是茅台的财富，越多越好。有很多一知半解的投资者和媒体，以存货数据增长，来说茅台积压，主要就是因为不懂这个。
装坛以后，要储存满三年，然后勾兑。勾兑是将三种基酒按照某比例混合，再加上一些老酒和调味酒。勾兑后重新装坛，继续存储半年到一年，就是可以销售的酒了。在市场需要的时候，灌进瓶子里，封箱打包，卖出去。灌进瓶子里的酒，在没有卖掉的时候，就是财报上的库存商品（包括销售公司存货、全国11个中转库存货、33个自营店存货、以及其实已经提走了，但还没有发票入账的预收账款对应的部分）；

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

7）茅台的基酒产能一直在扩，从1951年建厂到2001年上市前，50年间茅台酒全部产量加总不到6.6万吨，而上市至今的16年间，茅台基酒产量已经超过36万吨了。目前年产量约4万吨；
8）系列酒里，迎宾酒是不储存的（公司酒库宝贵，不值当为低端酒占地儿），直接生产出基酒，然后勾兑装瓶；王子酒生产工序和茅台一样，但基酒存储只有两年。其他系列酒情况不明，估计也是两年的存储期。

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





天枰骄纵轻吟 2016-10-18 21:14:41

1951年建厂到2001年上市前，50年间茅台酒全部产量加总不到6.6万吨。6.6万吨这个数据是否为笔误？ 赞 4

作者

不是笔误，准确数据是50年累计生产了65858吨。 赞 22



依旧沫儿叛 2016-10-17 22:57:53

正在看你的财报，正好学点新知识，一直都在默默的关注你^_^ 赞 18

作者

别默默啊，美女必须出来嘚瑟才行/得意/呲牙

赞 18



空虚摆 2016-10-30 22:57:56

跟着老唐把企业研究清楚，一辈子能够看透10来只公司，估计也够养家糊口了/呲牙

赞 16



超级阿多帜 2016-10-23 13:54:14

勾兑是将三种基酒按某种比例混合、再加上一些老酒和调味酒. 问题来了调味酒是茅台基酒的一种还是什么别的东东？

赞 5

作者

调味酒是茅台基酒的一种，品质要求非常高的一种。

赞 14



单单安安门口j 2017-06-25 10:49:43

老酒是啥东东

赞 1

作者

往年生产的酒。一般至少五年以上才能担的起老字。

赞 8



幾回兜轉钙 2016-10-29 14:03:26

预收应该是钱先收到，货还没发出去吧

赞 1

作者

包括收钱没发货的和发货后还没入账的。

赞 8



RE昨日house 2017-06-25 10:52:33

基酒分类的依据是啥？

赞 1

作者

舌头。

赞 7



默默思念沈 2016-12-19 21:29:29

我感觉这篇文章对于茅台的投资者来说，金子一般值钱啊！必须赞助！

赞 6



蓝小言系 2016-10-21 08:31:47

一直苦于没人教方法，现在还有具体的练习。能上互联网版的哥伦比亚证券分析课，签到！

赞 6



生凉薄嗓 2016-10-17 23:23:01

原来老唐对于美女有优待的/憨笑 赞 6



我爱索红伟希 2019-09-05 18:27:07

我靠这么好的文章我居然在唐书房这些年居然没看过，今天才看见！妈呀 赞 5



島中疯卧 2017-12-14 08:24:52

又来开始翻老唐的旧文章学习 赞 4



萝莉身萝莉心66 2020-07-12 23:57:33

又来翻老唐的文章了，四年过去了，看到这篇字字如金的文章只有两万多的阅读量，暗自庆幸[坏笑] 赞 3



哩意例阿 2018-04-06 13:11:47

唐老师，功底深后，努力学习，力争实现财务自由 赞 3



恋小柒倍 2016-10-17 23:58:44

老唐确定在这中篇里只是简单介绍一些关于茅台生产销售的基础知识和概念？要是全套下来还不得写本书，难怪巴菲特会比企业经营者更了解企业 赞 3



啊纯小姐吱 2020-02-25 13:47:56

唐老师，因为买了您的《手把手教你读财报》电子书，您在阅读提示要下载贵州茅台2013年年报，网上下载费要30元，比您的电子书还贵[流泪]

> 作者
>
> 汗，头回听说下载年报要钱[偷笑]不知道你摸到哪里去了，手财第13页有网址和下载地址，都是免费的。 赞 2



唇先生贱 2019-09-04 09:10:13

就算看过多遍的文章，再看有收获的，继续打赏[呲牙]钱袋子原因，金额很小，聊表心意 赞 2

乱乱唱霏 2016-10-18 19:05:29

昨天看口子窖的招股说明书，结合老唐讲的什么基酒、存货决定后劲……还真有那么点感觉，挺好，继续学习 赞 2



大众偶像艺 2016-10-18 13:58:41

一个字，超赞 赞 2



不正经沉 2016-10-18 06:18:07

早!唐老师!勤奋最光荣! 赞 2



我是陌生人029 2018-04-20 08:04:15

思路很重要，这样其他公司，也可以用类似方法来找资料。



搏舞飞扬 2016-10-18 00:55:29

老唐这里可以学到很多思路和方法，真不错

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

《商界局外人》书摘A

唐朝 唐书房 2016-10-20

《商界局外人》书摘A
作者：[美]威廉·桑代克

它们通常只关注＂（财富》世界１００强”那样规模庞大、声名显赫的公司。这就是那些公司的CEO如此频繁出现在顶尖商业杂志封面上的原因。媒体通常关注的指标只是利润与收入的增长。这听起来就像（体育画报）的封面上总是出现长得最高的棒球投手和最为狂野的曲棍球守门员一样。显然，判断CEO是否伟大的终极指标应该是每股价值的增长，而不是销量、收入或员工数量的增长。

辛格尔顿执掌特利丹公司将近３０年，给其投资人带来的年复合收益率达到了惊人的20.4%。如果你在１９６３年投资１美元给辛格尔顿，那么到１９９０年当他在一波严重熊市的当口卸任董事长时，这１美元将增值到１８０美元；如果你采取跟随标准普尔５００指数的策略，则仅收获不到１５美元。辛格尔顿的业绩令人瞩目，几乎是指数的１３倍。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

在消费性包装货品公司的CEO中，斯蒂利兹是利用债务作为资金来源的先驱者。在一个以保守金融管理著称的行业中，这样做被认为是异类。然而，斯蒂利兹却发现，谨慎地利用杠杆能够极大地提高股东的收益。他认为，具有可预见的现金流的行业，就应该利用债务去提高股东的收益。为此，他非常积极地使用金融杠杆为回购股票和收购融资

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

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

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

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



阅读原文



噬心爱人牛　2017-07-17 20:25:37

我以相当慢的速度读了商界局外人书摘A。这就是我想看的那类书，必须多读几遍狠狠地享受一下。文中最后一段揭示的是投资原则的要义，其实也是经营的要义，短命的业务不值得去做，也就不值得买入其股票。　赞 5



Dream丶龙sunny　2016-10-21 09:37:04

这个书摘是照着纸质书敲进电脑的还是有电子书版本拷贝的？

作者

都不是。对着纸质书拍照，然后ocr识别，最后汇总整理??　赞 5



year我是荒信　2016-10-20 08:49:31

最近书籍购买密度和阅读速度和理解能力成反比，甚至形成了阅读压力和轻微的强迫症/撇嘴。您推荐的书籍已纳入购物车中。 我的读书逻辑是螺旋式的收紧，也就是选股时自上而下的方式差不多。 希望老师能给我看书尤其是选书逻辑上的建议/可爱 老唐书屋，我建议您用循序渐进的书籍内容进行分类，由浅入深，由宏到微，由粗到细，我们读者可以有系统性

的阅读。不然摒弃基础而信手拈来有可能向我一样，会在阅读上产生一定的心理变化。 晚辈不才，如有冒失，请老师见谅指正。/玫瑰

赞 2

作者

抱歉，这个做不到。我无意也无能力指导人读书，只是自己乱看一通时，偶尔遇到好书，兴之所至，随手做个分享而已，其他的东西，还需各人自己努力。见谅??

赞 3



无缘罪铅 2016-10-20 08:31:36

好文！谢谢！！

赞 1



勤奋的小崽的家 2019-02-22 17:32:21

吃我一记洛阳铲[呲牙]，我又来深读唐书房了



不加糖精t 2018-04-13 06:26:17

好公司管理人的特点是诚实守信直率，珍视股权份额不轻易发行股份收购，

偶尔杠杆收购低于10倍市盈率的高确定性目标。按此标准去筛选A股公司管理层，大致不差。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

《商界局外人》书摘B

唐朝 唐书房 2016-10-20

《商界局外人》书摘B
作者：[美]威廉·桑代克

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

今天的观点认为：混合联合企业是一种低效的企业组织形式，缺乏"单一经营"企业所具有的灵敏与专注。情况并非总是如此。在２０世纪６０年代的大部分时间里，混合联合企业都是市场热点，有着极高的市盈率，这使它们的服票成为硬通货，这非常有利于它们投身持续的收购狂潮当中。当时，围绕并购展开的竞争远远少于今天（私募股权公司甚至都不存在），购买一家正常经营企业的控制权所需支付的价格（以其市盈率计算））往往比收购者在股市中吸纳对方股票要低廉很多，这就为扩大收购提供了逻辑基础。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

辛格尔顿可以被视作巴菲特的某种原型，在这两个大师级的CEO身上存在着神秘的相似性
●他们都对组织加以设计，使得自己可以专注于资本配置，而不是经营。他们都首先把自己视为投资者，而不是管理者
●去中心化经营，集权的投资决策。企业只有非常少的雇员，尽可能地减少经营公司与高层管理之间的中间层级。他们自己制定公司所有资本配置的重大决策

●投资哲学。他们把他们的投资集中于自己非常熟悉的行业，并对证券的集中配置感到满意
●建立与投资者关系的方法。他们都不为分析师提供季报，或参加大会。他们提供包含详尽业务部门信息的年报。
●分红。最初的２６年当中，特利丹公司没有派发过一次红利，伯克希尔则从未派发过红利。
●分拆。２０世纪七八十年代的大部分时间里，特利丹公司都是纽交所价格最高的股票。巴菲特从未分拆过伯克希尔A股。
●CEO持股。辛格尔顿拥有１３％公司股权，巴菲特则超过３０％。他们像所有者那样考虑问题，因为他们就是所有者。
●保险子公司。辛格尔顿和巴菲特都认识到了保险公司"浮存金"在增加股东利益方面的潜力。对他们各自的公司来说，保险都是最大和最重要的业务。

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

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

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

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

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

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

尽管巴菲特堪称授权管理的大师，他却从不把资本配置的决策权授予他人。在伯克希尔哈撒韦公司里面压根就没有业务发展团队或者投资委员会，巴菲特也从不向投资银行家、会计或律师（只有芒格是例外）咨询建议。他自己完成分析工作亲自处理所有谈判。他从不翻开分析师们提供的前景报告，而更倾向翻阅历史数据并据此做出自已的预测。他之所以能够做到行动迅速，就是因为他只购买自己非常熟悉的行业内公司，这使他能够迅速将注意力集中到关键性的运营指标上。查理芒格曾经这样谈及伯克希尔哈撒韦公司的收购方法："我们并不试图进行收购，我们只是坐等那些无须动脑就知道答案的机会。"

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

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

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

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



阅读原文



么么不怕迁 2016-10-20 10:14:06

想想真是这样:没有唐老师有才，没有唐老师有财，居然还没有唐老师勤奋。...，唐书房的每一篇读书笔记，都在提醒我，不管现状差距有多大，至少要勤奋吧。——读后感。 赞 5

作者

过奖，也谈不上勤奋，主要是读本好书，是与智者的对话，是一种日日新的享受。 赞 4



微眸 2016-12-28 13:45:11

请教：“只有资本需求不高又能够提高价格的企业，才最适合抵御通货膨胀的侵蚀性后果。”这句话怎么理解？

作者

这句话应该很直白了啊！没太理解你想问的问题是什么/疑问 赞 3



Shane麒麟 2018-12-08 17:41:41

最近重新看书房的精品文章，发现此书实在精彩，马上下单纸书了，谢谢老唐分享。 赞 1



扇大脸的男人6 2016-10-20 11:02:59

在公司高估值时用溢价置换成长性估值低的B公司。一个A公司的大股东在其公司估值低时期回购公司股票，能赢得小股东的赞扬。这一反一正，都是赚啊~！ 赞 1



小柒存 2021-01-09 23:43:06

巴菲特说过：查理和我更愿意赚取波浪起伏的１５％，而不去赚平稳的１２％。 [让我看看]



安小丢盐 2021-01-09 23:40:47

现在看当时的留言挺蠢的，巴菲特是保险公司必须大量浮存金兜底[呲牙] 老巴最新仓位是50%苹果（涨上去的）和其他



我有俩朵花冉 2021-01-09 23:39:14

辛格尔顿相信，比起分红，回购股票以一种具有高避税效率的方法把资本返还给了股东； 确实如此[呲牙]



铅笔描绘你讽 2019-02-22 17:45:57

现在看留言发现，巴菲特持有那么多现金是，发现了整体股市高估的迹象



稳定就行啦 2019-02-22 17:45:19

他用逆向思维认识到，只有资本需求不高又能够提高价格的企业，才最适合抵御通货膨胀的侵蚀性后果[呲牙]



假惺惺女人闻 2016-10-20 09:49:01

巴菲特不是还持有ibm吗，怎么说卖了？巴菲特持有这么多现金意欲何为？

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

读书笔记之《商界局外人》

原创 唐朝 唐书房 2016-10-20

收录于话题
#读书笔记合集
34个

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

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

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

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

1.效率决定生死 汤姆.墨菲和首府广播公司
2.聚焦资本配置 亨利.辛格尔顿和特丽丹公司
3.绑定股东利益 比尔.安德斯和通用动力公司
4.高效运用杠杆 约翰.马龙和TCI有线电视公司
5.勇于逆向而行 凯瑟琳.格雷厄姆和华盛顿邮报公司
6.数据思维致胜 比尔.斯蒂利兹和罗森-普瑞纳公司
7.永远关注现金流 迪克.史密斯和大众影院公司
8.首席执行官就是首席投资官 沃伦.巴菲特和伯克希尔公司

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

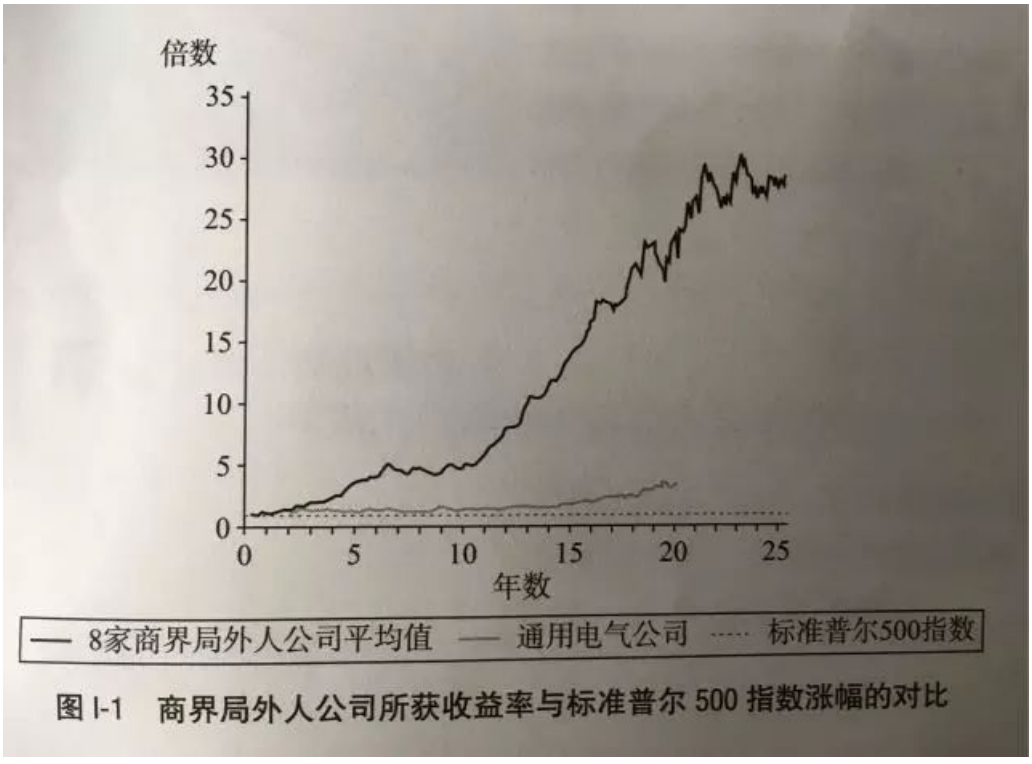


图 I-1 商界局外人公司所获收益率与标准普尔 500 指数涨幅的对比

无论是指数还是杰克.韦尔奇，在数据面前一律被虐成渣。

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

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

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

书中总结了我们应该向伟大的CEO学习的八大要点：

1.总是做小学数学

商界局外人总是以这样的问题开始：收益是什么。每个投资项目都要产生收益，这里用到的数学真的就是五年级算术。不过，这些CEO始终在做这些算术，采纳最保守的估计，只推进那些能够带来诱人收益的项目。他们关注核心假定，不信过于追求细节的电子表格。

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

2．分母很重要

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

3．一种顽强而自信的独立

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

4．领导人的超凡魅力被高估了

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

5．隐含鳄鱼般耐性的性情

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

6．偶尔为之的大胆之举

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

7．在制定大大小小的决策中始终使用理性、分析的方法。

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

8．一种长远的视角

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

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

作者还基于商界局外人的经验，列出了10条经营和投资行动清单。老唐剔掉经营部分，保留对投资有参考意义的部分，摘抄如下：

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

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

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

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

4．计算回购股票的收益。收购的收益必须大幅度超过这个标准。

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

6．确定可接受的、保守的现金和债务水平，管理公司时不得超过这些界限。

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

10．如果价格非常高，挺合适考虑卖掉股票或者业务。

一本不到两百页的书，老唐做了超过一万字的摘抄，算是读的比较爽的一本小书了。

我放置部分精选书摘，分为AB两篇，但建议各位略过书摘，直接点击左下角#阅读原文#，购买正版书籍支持作者和译者。

当然，确实时间紧急的，就拿书摘当速食面将就吃两口吧！



阅读原文

隋彦吉8　2016-10-20 08:16:09

老唐，我早就想说了，唐书房的排版真的好赞。/强　赞 9

耐割非炉　2016-10-20 09:32:01

老唐推荐，基本上都是精品，第一时间购买一本。　赞 3

生凉薄嗓　2016-10-20 08:29:54

感谢您滴推荐，第一时间购买了一本，邮寄中。/抱拳　赞 3

罗罗罗蒂的老巢　2016-10-20 10:08:01

老唐真用心，我觉得都可以不用看原著了/强 赞 1

作者
那，岂不是老唐坑了作者？/呲牙不好，不好/偷笑 赞 2


庸医毒 2016-10-20 09:44:43
除了这些共同的优点外，不知书里是否有总结“不做什么”的共同点？ 赞 1

作者
不做局内人/呲牙 赞 2


ALLOPS的老巢 2016-10-20 08:15:06
老唐辛苦了！跟着老唐一起读好书 赞 2


塑身电话 2019-10-04 12:06:55
老唐，他们说的“手财”是您写的书吗？我在公众号里没发现怎么买到这本书的途径 赞 1

作者
在当当或京东搜索“手把手”即可?? 赞 1


命运的伯爵宫 2016-11-30 22:52:34
说到底，局外人都是些持富兰克林哲学的人，而且天性如此，坦诚可靠，淡泊名利。最佩服的还是他们能够迅速有效的收购，可能还是因为长期浸淫于本行，对行业还是有无比深刻理解的。相比之下，中子杰克就逊色多了，无论业绩还是人格魅力，不过，记得老巴也是杰克粉啊/白眼 赞 1


那段抹不去坡 2016-10-21 00:45:34
买。老唐推荐，得买，哈哈。 还有几本没读呢，哈哈。谢谢老唐 赞 1


丈乞 2019-03-07 11:28:22
读原文总感觉词语生僻读的费劲，思考一下可能有三个原因一是自己理解能力太差，二是翻译的过于拘泥外文，三是外国人写作叙事思路与土生土长的国人还是有些差异。当然肯定是自己理解力太差最为主要。不过呢，读老唐中翻中大法的读书笔记却全然没有想睡觉的感觉。这就是差距，一个是读不懂想睡觉一个是总结了这么多通俗易懂的经验。


溜子召 2018-05-22 01:08:31
读完“守财”在来买这本书。



筱渔份 2016-10-20 16:40:48

感谢老唐



微眸 2016-10-20 16:01:16

老唐加油，多推荐好书



看透你也恨假 2016-10-20 16:00:38

老唐我现在就是看你的文章，等我水平提升了肯定多给你提意/呲牙



小馒头为 2016-10-20 14:10:35

在哪能买到。谢谢唐大的手财。

> 作者
>
> 不会吧，文章末尾不是写着的吗？/呲牙没看完，没看完，没看完，肯定没看完~~/调皮



hcl0810小童鞋 2016-10-20 11:13:40

老唐辛苦了，已订购等待中！期待更多好书推荐/呲牙

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

东老调仓引发的思考

原创 唐朝 唐书房 2016-10-21

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

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

原文如下，发表于2015年11月15日

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



人，一定要靠自己~by医生《鼠胆龙威》

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

以上，是老唐的观点。对这件事儿，你怎么看，聊聊？

日拱一卒　不期而至



长按+识别 关注唐书房



码志喷　2016-10-22 18:01:49

我觉得应该这样评价你，一位有着一定影响力的价值投资带路者，这不是恭维。更难得的是你提供了一种投资的思考方法，不装神弄鬼/强　赞 29

作者

谢谢。我觉着这个评价很合适，吻合自我认识：平常人，经历过一些起伏，喜欢分享，不装神。没了??　赞 54



青禾里enjoy　2016-10-21 00:10:54

老唐，粉丝信你比信巴菲特多，跟投茅台和国投的估计一大堆，/呲牙 赞 53



此乃良民婚 2016-10-21 10:19:02

作为东老从前的粉丝，牛市顶峰入的新华保险，亏了百分之二十，兴业银行，差不多回本了。东老清仓，俺还在，一股未减，只是不再关注他的“毛估估”，只是觉得这两只票值得长期持有。 走着走着，就散了，回忆都淡了； 看着看着，就累了，星光也暗了； 听着听着，就醒了，开始埋怨了； 回头发现，你不见了，突然我乱了 赞 40



伪娘袜 2016-10-21 21:30:07

高中时一次英语考试，后桌同学说我英文好，非要抄我的。实在拗不过，只好在考试中故意露了一大半卷子，供同学“参考”。 可谁知，同学抄的这一部分绝大多数是错的，没抄的那部分基本正确。我真的不是故意的！ 以后，虽然他再也没提抄卷子这茬。不过，关键的是，错的那部分我是后来知道哪错了，而他只知道抄错了。 赞 32



全歼月光共 2016-10-21 11:43:41

无脑跟理由： 1.无脑跟巴神或老唐或某人，一般也是在认真分析了并认可了这个人大概率是对的，人品也是极好的（不会鼓吹自己没了解的事情）。跟着聪明的人走，即使错也不会错得太离谱吧。 2.为自己的懒惰找借口（老唐都学了那么久了，看了那么多书了，认识那么多高手了。我再学来得急吗？多久才能赚钱？学得过老唐吗？既然学还累，还不知道学不学得会，也学不到老唐那么深入。还是直接跟比较划得来） 3.但是能学还是要慢慢学的，万一雪球没了呢，万一老唐不再说仓位了呢。就是老唐的最后一句话比较深刻。 4.请教老唐几个问题（1）企业分析对于我们常人来说真的可以看得清楚吗？（2）看得7788的时候能赚钱吗？（3）看了微光的文章，他是分散低估不深研。他在基金公司的时候分析双汇雨润，无比之难。 自认为自己跟人家差的不是一星半点。所以现在只定投指数基金，再慢慢像老唐靠拢。主观还是觉得老唐既然说能行（老唐脑残粉/冷汗），身体力行的跟着老唐学习，未来的一天或许自己真正的看懂吧。 日拱一卒 不期而至/奋斗 赞 14

作者

1.可以，2.能，3.也是挺好的方法。 赞 24



单飞琉璃钥泰 2016-10-21 00:24:45

一些想法。1 投资重要的是有捕鱼的能力，才能长久有鱼吃。2 你只有了解了捕鱼的原理，才能判断谁是好渔夫。 赞 18



白羊啊黑3 2016-10-21 18:22:22

我记得，有人演讲的时候生成做过量化回测。在1984到2004年期间，

如果每次巴菲特公布13f股权变动,你在第二天以最高价买入他的多头仓位，以最低价卖出他的空头仓位，即使你比巴菲特总慢3个月，你仍然可以达到大约17%的惊人年化回报。你以为找到了圣杯？1）问题是你已经无法回到1984 2）无脑克隆20年，简单却不容易。3) 在你通过20内心胶着思考后，从2005开始照猫画虎克隆股神到，坚定的跟下去，你会惊讶的发现10年下来跑输标普500了。人生还有几个30年，你确信还要跟嘛？我给你三个不跟的理由。1)过去三十年，伯克夏所持有的公开交易股票比例逐年下降，经过N年的整体并购，大部分资产是无法交易的全资子公司。你模仿的仅仅可能是一小部分无足轻重的资产价值变动。2)伯克夏目前大部分仓位变动是Ted Weschler和Todd Combs做出的，你克隆的大部分根本不是巴菲特。芒格说过，就算巴菲特不喜欢这两位组合中的一些东西，他也绝对不会干预。 3)伯克夏高达700亿的现金储备和每月15亿的流入速度，让他们除了标普500体量的目标以外，小型公司完全没有吸引力。你如果没有这么多钱，为什么要自我束缚进这么小的一个范围，自愿去玩一个更加困难的游戏。我给你画个辅助线吧，如果今天我们克隆了一个20岁的巴菲特，让他生活在公元2016年，他会去克隆当今的自己嘛？ 赞 17



月落琴箫 2016-10-21 00:01:54

哎呀，第一个沙发，好不容易啊，老唐，晚上好。/微笑 赞 5

作者

晚上好???? 赞 11



爱西诺天枰 2016-10-21 11:33:33

就是人家调仓是人家的事，你买什么是你自己的事，自己对自己负责

赞 6



冷情绪妹 2016-10-21 00:06:48

老唐，你偷换概念了。是叫你评价下老股民换股这个事本身符合夹头吗？不是别人应该跟不跟的问题。 赞 4

作者

哈哈，不评价别人的操作。 赞 6



宅宅宅大同女 2016-10-21 11:42:23

据说老唐搬起砖来，长城都害怕？东老这回也是要搬砖吗？ 赞 4



纺赴状的 2016-10-21 07:24:09

东老应该是有自己的买入逻辑，但他没有表述出来。不知道别人的买入逻辑确实不应该妄加评判。 赞 4



zhyonly双子 2016-10-21 01:21:26

感谢老唐一直以来的分享！如师如友/抱拳/抱拳/抱拳赞赏一下，小小心意表示感谢！/呲牙/呲牙

赞 4



摩羯朴泠落 2016-10-21 00:40:55

凡事靠自己，方能处变不惊

赞 4



完美翅 2016-10-21 00:30:39

老唐，东老属于心动、风动还是树动刚看到这个消息我感觉都动了，静下心一想好像只有我动了。

赞 4



温暖如我凭 2016-10-21 00:21:43

看了文章，决定还是暂不跟随买入了，找不到买入这个公司的理由 赞 4

原则变圆则壕 2016-10-21 00:09:34

上午调仓晚上就发文啦，老唐动作好快哈哈。

赞 4



蝶恋册 2016-10-21 00:08:59

独立思考。金刚经云：法尚应舍，何况非法

赞 4



莜冷雅葱 2016-10-21 15:04:48

老股民没有说自己是价值投资者，他是价值投机。他不会长期持有一只标的，当有他认为更有价值的，就会更换，他描述过自己的投资方法：找多个短跑健将接力跑长跑。如鞍钢、民生，他看好今后的几年，但他不会持有到那一天。很多投资者只是情愿的把他想象成长期价值投资者，而忽略了这一事实，才引发了不安和不解。

赞 3



life起名丿忒烦 2016-10-21 11:41:39

为啥不在雪球一起聊，弄个小屋呢？

赞 3

作者

参看公众号菜单-投资体系-说说唐书房??

赞 1



等我卡尼警 2016-10-21 09:20:45

我觉的这事有点反应过度了。只是换股而已，我们可以吃惊、可以疑惑，或者私下里问问原因。用不着像有些人一样把它提高到人品、投资理念的程度，要是老股民能解释一下更好，什么也不说也很正常。我不是价投，对价投的了解也仅仅是看过几本书而已。我感觉雪球上有很多价投其实说破了还是一种崇拜，叫跟风也行。价投是一条很苦的路，也需要有点天分的。越往后走越困惑，然后再回过头重新寻找出路，所以我不大认为

这是一条适合大众选择的道路。这事从正面看，就是一次单纯的换股。从阴暗面想，伪装、儿子的基金、消费粉丝。完全取决于你自己的出发点，你若坦荡，一笑了之。你若疑虑，就此取关。真的没啥大不了的，中国那么大，股市高手如云，这事真的算不上什么。 赞 3



术灬心摔 2016-10-21 00:50:27

或许他找到了130倍市盈率公司的高成长确定性。或许有资产注入内幕。 赞 3



我们不装纯静 2016-10-21 13:34:14

周老看见了你没看见的价值，这是他应得的价值，非你的横财。大家愤愤不平，是想买又不敢，不买又怕错失……何必呢？！ 赞 2



浇灌株悲伤托 2016-10-21 11:22:32

老唐说的在理，自己没有了解清楚企业价值，跟随买入，很难应对极端情况，指不定就扛不住卖了。没有深入的了解，就没有长投。/微笑 赞 2



轩阁殇fly 2016-10-21 09:48:51

一、东老从来不是简单的哪一类型投资者，在他看来，重点是赚钱，至于传统意义的价值投资，只是一种方式而已，了解市场、人心、趋势，做出一些其他类型的投资，这不是第一次也很能不会是最后一次了。 二、这可以说是东老不死板、不限制、投资思维开阔的表现，也可以说是内心深处可能没有一个深入骨髓深信不疑的投资原则的表现。一体两面。 三、老巴投资比亚迪的例子被提到无数次，但如果更宏观的看一下，那只不过是九牛一毛的投资而已。所以我觉得更加可能的，这不过是东老他主力投资之外迎合市场的一点尝试而已。 好比手握一百万的投资类型，很可能和手握一千万会有很大差别，手握一亿，又会有更大不同吧。 东老投资，可以理解，若我资金足够多，也会做些尝试，只不过就目前来说不可能是东老这种尝试了。 赞 2



萌猴纸汽 2016-10-21 09:27:12

完全支持老唐，任何事情都是纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行！我一朋友跟我买同一只股，我赚他赔，入市之初反复给他强调不要用杠杆，去年行情初赚了点钱后自信了，最后跟买球里一V的股，爆仓收场，这才体会到我话的含义/发呆 赞 2



zhyonly双子 2016-10-21 08:34:05

这么说 东老调仓是真的了 赞 2



如曼Mildred 2016-10-21 07:47:09

我更多的关注了自己证明是自己的这个过程，好难啊！ 赞 2



说说而已驰 2016-10-21 07:27:36

每天一文路上看。投资的初始阶段就是抄作业。巴菲特的作业不容易抄，成分，配比，数量，时机四个因素互相影响。不过选股的思路还是可以给自己提个醒，为什么选择这个公司，为什么这个点买入。 赞 2



云游三郎 2016-10-21 01:55:18

东老应该是看到了什么机会，期待逻辑的透露，这又会是一次学习的好机会，毕竟实打实的本领才是立世之道。 世间就像一台大戏，每个人的社会定位不同，东西不能简单拿来主义。发现牛人，用他们的思想武装自己，然后演好我们自己的角色。 赞 2



孙队长1 2016-10-21 00:18:39

老唐真准时。我就是为了看文章，而等到12点。 赞 2



莫熙阳偿 2016-12-30 11:37:09

人一定要靠自己！张学友的演技绝对是一流水准！谢谢老唐授之以渔！学习当然要靠我自己啦！ 赞 1



纺赴状的 2016-10-21 10:33:50

是不是一定要挣300309的钱！？我就算了！ 赞 1



阳光的中雅素9 2016-10-21 10:11:02

在抄作业之前 先理解清楚 能够做到股神的买卖自己淡定 自己的买卖独立于股神 赞 1



爱流言漠过知己 2016-10-21 10:07:15

卖出股票的原则：一是公司基本面恶化，二是股票价格严重高估，三是发现更值得投资的标的。东老调仓换股再正常不过，有益我们从不同角度思考投资，开拓 赞 1



他妻妾索 2016-10-21 09:15:05

对老股民的这个操作十分怀疑。假如说是为了挣钱，为啥不在自己的主账号里面操作，而非要在试验账号操作呢？按道理，他的主账号要比实验账号的钱多得多。。一旦这样做了实验账号就没有了存在的意义。。实在是搞不懂。。不过这是他个人的自由，仅仅怀疑不做评论。 赞 1



诸神的昨天琦 2016-10-21 08:23:24

哈哈，老唐耍滑头避重就轻。老股民一直声称自己是价值投机，他此次换仓跟前两次偷鸡新华保险和北京银行如出一辙，估计是了解到了什么内幕消息。咱们等着看戏好了，反正我的兴业是不换的/奋斗 赞 1



大汉一品布衣 2016-10-21 08:06:52

看到雪球一片哗然，估计太多无脑跟的人都慌了，我们看的应该是数据与逻辑，而不是相信某人。 老唐早上好！ 赞 1



苏亚梦务 2016-10-21 07:36:44

作为一家投资公司的董事长，一切操之在我，巴菲特也好，唐菲特也好，他们都是顾问、高参，最终我决定，依据我的特性、目标和判断，这就是我抄老唐作业时的心态。当然结果现在看来都是满意的，所以谢谢老唐。 赞 1



海南姑娘哩 2016-10-21 06:27:13

我倒是觉得，老股民算是做了一件善事，给那些无脑跟大v的人一个警示。凡事都要独立思考，投资之路不易没有那么容易赚的钱。做自己能做的，不要朝三暮四，否则一事无成。可能雪球上懒人太对才导致大v的从众太多吧。考人不如靠己。回到这个话题，相信巴菲特就把钱给他管理，而不是自己管理。抄袭别人，不如多想想别人为什么这么做/呲牙 赞 1



淡忘灬纷飞漠 2016-10-21 02:39:40

此事必有蹊跷，元芳呢？ 赞 1



摩羯丶94灬浅殇 2016-10-21 00:02:58

第一名 赞 1



情调呐兰 2020-06-09 10:55:32

所以要想投资赚钱就得自己不断学习总结拥有自己的投资体系才是真理，你抄别人的，也得会抄啊！



云飘过夏天記 2018-12-18 18:55:46

我之前由下而上选股，买入分众传媒、海康威视、福耀玻璃、腾讯控股，完全基于自我的理解和判断。后来发现有人说老唐也买入了分众传媒，就关注了老唐的公众号。发现老唐的投资理念跟我如出一辙，每个投资观点都是我内心的真实表达，如同遇到知己。而且确实很巧，老唐持仓组合与我很类似，我仅仅认为这是加强了投资回报的确定性，不会盲目抄作业



阳光的Ua35fv0 2018-01-30 13:09:06

由相信一种思想到相信一个人。搞不好就掉进了盲目崇拜和两个凡是的陷阱。



阴缘结伍 2017-09-03 09:46:13

道理可能不复杂[呲牙]。投资并实现收入链接两端，企业价值的思考和对人性的思考。价值决定你买入本金的安全度，而人性则决定你实现盈利的厚度或买的更低或卖的更高。对于国外财报，本身可能就超过很多人能力圈，你看不懂也不一定理解。国内很多企业的财报科目以及注水程度，外国人也不一定能全部理解。另外中华五千年，养成的人性优缺点与其他国家也不一定相同。在这种情况下，可以吸收但不要直接抄袭，一定要做自己理解的事情。否则能否睡的安稳都是两说



温文尔雅撕 2017-08-13 15:39:35

投资小白趁着放假来补课，从投资理念系列的文章刷起，谢谢唐老师！

学习总结：1.投资组合的重要性，包括适度分散以及仓位匹配概率，而不是听到巴菲特买了哪只就盲目重仓跟随；2.没有经过自己研究的股票买进易，持有难，对巴菲特的信心很容易被股价的波动击败。最后，窃以为唐老师用这种方式提醒大家不要盲目买进JAKJ，用心良苦！再次谢谢老唐（唐老师[微笑]）的无私分享！



流血的骷髅材 2016-10-24 09:13:51

信你比信巴菲特要好，不用担心生命周期的事，但还是担心你退隐江湖。



你选择逃避匀 2016-10-24 00:49:38

长知识了！



我们在起慨 2016-10-22 15:39:39

看了老唐的蛮多文章了，有价值或有安全边际的，别人不买我也会买，超出价值的东西，别人不卖也许我会卖。重要的是在充分了解的情况下相信自已，悄悄独行。



可伶可俐橡 2016-10-21 22:52:21

周老无论如何做都有他自己的想法，我们大家都比较关注这个傻瓜组合，把它当成了一个标准，认为这个组合就应该这么坚持下去。但是周老看到的情况也许我们的人生中也会遇到，该做一个什么样的选择都应该只取决于我们自己！谁也不能完全模仿

另外一个人，这世界上没有完全一模一样的两个人，我们从出生到此时，尽管生活环境相同，但也存在不同的认知！所以唯一不变的就是道理！我们都应该坚持基于自己理解的这个道理来行事！所以我们都应该做自己！仓位，选股，做自己懂的就好！老唐，怎么看？/呲牙



小绚烂炮 2016-10-21 19:56:06

坦白讲，以东老的资历，此次调仓并非如此简单，他肯定见到了一些我们没见到的，或了解到一些我们并不了解的事情。如果他觉得值的，又有什么不可以呢？不过，我看不明白，所以我是不会跟的。/呲牙



洺咫伏 2016-10-21 13:13:33

鞭辟入里



楠子楠子彩 2016-10-21 10:37:09

跟买会因为别人的买卖导致你的心神不定，其实每个股票都会有人说好有人说不好，任何一个经营的信息都会引起两个角度的解读，决定权还是在自己。



姐爸人茎痒 2016-10-21 08:56:56

感觉很像东老那时买北京银行的情况。不过修行在个人，谁也没有权力指责别人如何投资，看好自己的钱袋子，对自己负责即可。



谢娜姐姐南 2016-10-21 08:32:51

老股民有赌一把的冲动，他说了，2年后再回到兴业能增加50%的筹码，老股民运气好，他一路这么换来换去都赢了，祝福老股民！



冬天分两半兴 2016-10-21 08:31:55

真心话，我看到东老买创业板真的和其他人一点关系都没有，他又不是基金管理者，也没大张旗鼓的说这个股能涨多少多少，怎么好怎么好，投资是很私人的事，反正买卖的按键都在你手里，总替别人操心有什么用？



最晚的晚安叠 2016-10-21 08:31:27

大多数人可能是惊讶这个调仓的思路，180度大回环，没法从以前的路径来理解。不过投资这种事，都是很个人的东西。没有人必须要走哪条路来证明什么东东，那个实验账户做二十年或者二年都是东老个人的事。感觉是这个实验账户要关了。也许有一天会发现有大家不知道的理由，也许哪一天发现这个理由是错的，谁知道呢？



韩茹宣眉 2016-10-21 08:22:49

参考别人，决定自己。



happy惘秧 2016-10-21 07:29:09

相信真理，不(迷)信持有真理的人。



艺心艺意孟 2016-10-21 07:21:47

学习都是从模仿开始，咿呀学语，持笔描红，所以分析或者跟买巴老的标的再正常不过了。大师都是从有自己的想法开始，所以才有青出于蓝，而胜于蓝。巴老自己，也是从格老的风格开始嘛，然后……还是很好奇什么让老股民突然转变风格



幽娆泪冽 2016-10-21 07:13:20

据施洛斯说，巴菲特也曾抄过格雷厄姆的作业，也就是说巴菲特也是从抄作业开始的，后来经过自己的独立思考，过渡到抄袭心法，并最终形成自己的投资体系。东老的这次作业，你看得懂且认同就可以抄，看不懂想学一学也可以适量抄一抄，注意是适量，是为了学习东老的心法。



虎瞧试 2016-10-21 07:05:06

谢谢老唐的文章，学习之后很有启发/爱心



墨颜橘 2016-10-21 06:33:52

我赞同老唐的观点，信仰巴菲特价值投资理念和盲目迷信巴老的任何操作是两回事，正如在学术上无论对那位权威非常嵩敬，但是他的观点如果和自己的认知有抵触而且无法找到足够证明自己错误的证据，一定会变证的去看待一样。一个理性一个盲从，境界自不同。如果巴老明天买入一只中国股票，而这只股票和我的投资体系相悖，我绝不会因为他的买入而投入一分钱，我会认为这笔买卖与投资无关而有其它目的，比如：政治



dpxjjjv金牛 2016-10-21 06:31:33

东老年纪大了，偶尔也会出昏招吧！ 也认同老唐的看法，重要的是学“渔”而非“鱼”。



费洛格丝zu 2016-10-21 06:28:57

买股票就是买资产，再好的公司，以6倍的市净率买入，性价比太低了，不划算！



死去的天气抱 2016-10-21 06:24:16

一切投资都是私人的事情，自己对自己的人民币负责。可以学习和分析他人的操作，但不应该盲从。



绝望在哭泣窜 2016-10-21 05:52:36

央，未央，看不懂就等待。先睡觉，早起散散步。/呲牙



贝蛋贝蛋丫妄 2016-10-21 01:05:57

唐老弟抽空象讲自由现金流一样讲下peg和折现可好？谢谢了



情杀犯扑 2016-10-21 00:16:58

没什么好说的呀，我又没有关系，可能价值观变了呢！



梁查器 2016-10-21 00:10:34

反正看不懂的不买

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

关于茅台基本面的补充信息

原创 唐朝 唐书房 2016-10-22

收录于话题
#白酒分析专辑
52个

周一发了《如何早知道？》一文，留了一个信息分析作业，希望朋友们练习在从我提供的原始信息里，挖掘关于企业生产经营的发展变化，做到比市场"早知道"一步。截止现在（10月22日中午12点），已经收到5位朋友的文章，期待今明天有更多朋友，拿出纸笔计算器或者excel和word，踏踏实实地通过自己的推理，实践一次，享受享受分析企业的乐趣。

在已经发来的五篇文章中，老唐发现一个问题，关于茅台白酒产量和茅台酒产量之差，与系列酒产量之间的关系，几乎每位朋友都或多或少的有误解，看来是个普遍的问题，临时再发本文补充。（见谅，老唐就不一一回复邮件了，后面会选部分邮件文章发在唐书房点评）

说过了，茅台除了年报和正式公告以外的信息披露，一般是集团口径。因而信息披露中类似「"十二五"期间，集团公司共实现白酒产量395,257 吨，其中，茅台酒基酒产量 173,002 吨」这样的信息，并不能直接推导出「系列酒基酒产量=395257-173002=222255吨」的结论。实际上系列酒的产能很低的，目前年产能不到两万吨，年销量仅吨。那么问题出在哪儿呢？
——答案就一层纸，一戳就破：因为茅台集团除了上市公司茅台股份以外，还有其他产白酒的子公司，它们是茅台集团习酒公司、茅台集团技术开发公司（上市公司的二股东）、茅台集团保健酒公司，它们三家生产的白酒，属于茅台集团披露产量口径，但不属于茅台酒，也不属于茅台系列酒。

其中习酒公司生产酱香型和浓香型白酒，产品为酱香的习酒和习酱，浓香的习水大曲；技术开发公司是茅台职工的小金库，生产浓香型白酒，主要产品是天朝上品和茅台醇；保健酒公司，生产茅台不老酒、笨人煮酒、神来醉以及一个类山寨品牌茅乡酒（乡字行书看上去和台字差不多）。除上市公司茅台股份公司之外的其他白酒企业，比较显著的特点就是不能挂飞天商标，也不能用上红白蓝三色构成的茅台标志

只能用一个大写的G里面包着MT两个字母的标志。

能用红白蓝三色标的只有上市公司茅台股份公司以及茅台股份旗下子公司。上市公司茅台股份公司下属七家和白酒有关的子公司（还有个与白酒无关的财务公司），分别是1.贵州茅台酒销售有限公司；2.贵州茅台酱香酒营销有限公司；3.贵州茅台酒进出口有限责任公司；4.贵州赖茅酒业有限公司；5.贵州茅台名将酒业有限公司；6.贵州茅台酒个性化定制营销公

司；7.北京友谊使者商贸有限公司。

其中茅台股份公司母体，只管茅台酒和茅台系列酒的生产，然后将灌装后的商品酒卖给子公司；茅台酒销售公司，主营茅台酒的销售；酱香酒营销公司主营茅台系列酒（内部也称酱香酒，就是一曲三茅四酱）的销售；进出口公司负责整个茅台集团所有白酒的出口业务，但实际上主要就是茅台酒出口，其他酒目前的出口量近于零；赖茅是和中石化旗下的中石化易捷销售有限公司合资建设的，负责独家经营赖茅酒；名将是家存在感很小的、贵州本地的历史遗留公司，估摸着是个过去的关系户，主营茅台名将酒；友谊使者是茅台和永辉两家上市公司合资成立的，利用茅台的品牌优势和永辉的渠道优势，追求强强联手。

知道了上面这些，就能够避免用茅台集团白酒产量和茅台酒产量，推算出错误的茅台系列酒产量，从而高估了茅台系列酒的未来（或者高估了系列酒的存货压力）。

以下是茅台集团过去十年白酒总产量、茅台基酒产量、茅台商品酒销量，均为官方数据，各位可以直接引用。单位：吨（系列酒产量，用年报里的产量减去茅台基酒产量即可得出，集团白酒产量与年报中茅台及系列酒产量的差额，就是习酒、技开、保健公司的生产量）

品种 / 时间	集团白酒产量	茅台基酒产量
2006	28837	13839
2007	35894	16865
2008	41839	20431
2009	46839	23004
2010	52432	26284
2011	63217	30026
2012	74274	33600
2013	87042	38452
2014	91273	38745
2015	79451	32179

另外，要谢谢前面几篇文章下面36位朋友合计358.9元的现金打赏，非常感谢你们表达的认可和鼓励。

日拱一卒 不期而至



长按+识别 关注唐书房



董年丽 2016-10-22 13:05:08

汗，茅台都被老唐研究得成了透明的了。 赞 18

作者

借你留言，修改两处小错误：1.第三段"年销量仅吨"应为"年销量仅数千吨"，不明原因，上传后没了数千俩字；2）表格上面的" 白酒总产量、茅台基酒产量、茅台商品酒销量"多了"茅台商品酒销量"7个字，原本我做了商品酒数据，后来考虑是推测数据还是不发了。删了表格忘删字。请顶起此回复，谢谢 赞 131



baby程晓明King 2017-05-01 23:01:44

下面的短文是我刚才在网上看到的，关于茅台2017年的业绩预测，比券商的预测要乐观一些，但我认为靠谱。不知老唐有何看法。 ★茅台2017年业绩测算 与其空论茅台是高估还是低估，不如直接将茅台2017年的年报预告了。 1、营业总收入约507亿。其中：茅台酒收入438亿（按量2.68万吨、吨酒价格比去涨2%计算）；系列酒收入45亿（按一季度销4790吨、二季度确保销6000吨推算全年）；利息收入24亿（按一季度收入简单乘4推算)。 2、营业成本约47.4亿（茅台酒按毛利率93.5%、系列酒按毛利率58%推算）。 3、利息支出约1.5亿。 4、营业税金及附加约71.6亿（按一季报的报表税率推算）。 6、销售费用约20.2亿（按16年销售费用的120%计）。 7、管理费用约48.2亿（按16年管理费用的115%计）。 8、财务管理约-1.2亿（一季度为_0.3亿）。 9、合计：营业利润319.3亿。 10、营业外支出约3.5亿（参考去年）。 11、合计：315.8亿。 12、所得税亿79亿。 13、少数股东权益约16亿。 14、归属母公司所有者的净利润约220.8亿，折合每股收益17.59元，比2016年增长约32%。 15、2017年超过30%的利润增速，不到24倍PE的估值，并且会有近200亿元的预收款挂在帐上；更重要的是还有无价的两个字：茅台。 高估吗？至少我不这么认为。 赞 10

作者

差不多，我的估计只比这个数据略低一点点。看得出来，做这个估算的人，对茅台挺熟的??

赞 12



晏小线吟 2016-10-22 14:48:22

请教老唐一下，茅台王子酒味道如何天猫的价格为啥比茅台网上商城便宜这么多茅台官网189，天猫100左右

赞 2

作者

王子酒一般，入门可以，倒是王子酒的酱门经典不错，性价比比较高。至于价格嘛，官网一般算是标杆，就和衣服上的建议零售价一样，你懂的.....??

赞 9



左璨妮喜 2017-06-12 09:32:31

贵州茅台就是上市公司贵州茅台，为什么还要搞个茅台集团公司放到里面掺和，本来关系就已经很复杂了，与之有关的子公司就好几家，还搞一些无关的公司混在里面真是搞得人昏头转向

赞 1

作者

一点也不复杂，一者原本的茅台酒厂有些与茅台酒无关的资产，没有放进上市公司里，需要有个机构持有；二者茅台的国有股份也要有个持股机构的，集团代表国资委持有茅台股份的股权。在上市公司里，茅台的股权结构恐怕是最简单的了，这个还昏头转向，其他企业不是完全无法看了？[呲牙]

赞 8



黎妍莫仗 2016-10-22 16:00:13

学习了，我执有的利亚德我尚弄不清到底是低估还是偏高估呢，与其相比茅台可真是复杂呀。我刚刚为升级操作系统向夹头靠拢，也在学习Peg，折现等等。人老了（55岁）学起来很吃力哈。唐老弟给看看利亚德可好？辛苦了，谢谢。

作者

不代看财报，见谅！另外，这个公司及其经营领域，我也完全不懂。

赞 8



专业平台搭建M 2016-10-22 13:25:26

哈哈，都是你逼我学习查找资料的，今天的补充正是时候，我就一直在纠结集团产酒量中习酒等其他公司影响问题呢，哈哈！另外，招股说明书中已经说了，习酒公司的酱香生产线被收购后，只产浓香酒了，难道现在又产酱香酒了？

赞 4

作者

是的，后来白酒市场好转了，习酒又很不要脸的开始生产酱香酒了，而且现在好像是全国第三大还是第四大酱香产能了。

赞 6



独孤拔尖直 2016-10-22 13:30:02

老唐能不能什么时候有时间的话谈谈水坝对环境气候和地震的影响/疑问

赞 4

作者

这个问题，专家们争论比较多，要说谁更有理，坦率说，我真没有这个评价水平。就我个人看法而言，人类及人类制造品，相对于地球，就好比摩天大楼里的一个小跳蚤，要说有多大的影响，我不太相信。

赞 5



她叫苏诺汐挤 2017-04-23 18:07:29

今日（2017.4.23）考察茅台集团中华村项目，有一下感受: 1/整个项目完成有30%左右 2/项目的主体酒库已经完成，并可以使用 3/酿造车间有14栋(48个窖池的标准厂房)左右已建设完成，且有部分开始酿造 4/工地在热火朝天开工中，目测进展顺畅 5/预计全部完成时间在2020年左右 6/整个项目完成后，预估整个产量在现有基础上增加2/3以上 如上，酒友查阅

赞 3

作者

感谢信息反馈????

赞 4



陌以晨懂 2016-10-22 13:18:51

老唐，貌似文中表格没有茅台商品酒销量一栏吧？另外，2015年名将公司已注销清算，多了个贵州茅台酒巴黎贸易有限公司。

赞 3

作者

哦，对，我把注销给忘了，资料该更新了。谢谢你????

赞 4



护善漠芬 2016-10-22 13:10:17

一个字“牛”，两个字“太牛了”

赞 4



说法有龙听抽 2016-10-24 11:36:19

为什么在年报中没有你发的数据呢~感觉就是道理都懂，就是没有找到方法，能指点吗？

作者

是的，很多数据不是来自年报，而是日常对公司的关注。

赞 3



滚来滚去在 2016-11-17 11:26:07

从茅台的基酒产量来看，现在的产量还没有恢复到2012的水平，是不

是要去消化2013、2014的产量？

作者

不是。

赞 2



贰中牛比啊跃 2016-10-22 13:29:25

也好，帮茅台培育酱香消费群体了，只能这么说心里好受点，哈哈

□□！

赞 2



夏奈公主宇 2016-10-22 13:16:36

感谢老唐，茅台的作业全靠你啦！

赞 2



姐我不需要休 2017-02-01 15:20:24

老唐喝过名将酒吗？

赞 1

作者

没。

赞 1



松别isVAE 2016-10-23 16:25:22

两天没看，老唐布置作业了，赶紧写作业去/惊讶/惊讶

赞 1



和蔼的七血七 2016-10-22 18:05:49

理解不代看财报。这只股的基本面我觉得比老弟的弄的茅台要简单得多。主要就是小间距电视和亮化照明，及文化板块的拓展。普遍认为，这家公司引导了小间距展示屏的世界潮流。从全球上看也是由它首推的小间距电视。两个月前后成批量式的由董事长李军用股份收购了四家公司。建议老弟还是以C型价投者的角度用一个小时看一看吧，谢谢了。

赞 1

作者

谢谢理解。谢谢推荐??

赞 1



依依梓萱茄 2020-07-05 15:20:20

老唐，求其他同学关于此篇茅台分析的邮件，不是说要选取部分邮件点评的吗

作者

书房里发了，就在这篇文章的前后几天里，只能你自己翻了[握手]

杨紫紫曦老 2017-08-10 14:47:07

研究完茅台可以过来酒厂上班了，这的喝多少茅台才能体会到的观察与

感悟[捂脸]



鱼的游戏fly 2016-10-25 13:58:12

错了错了，没看到这补充信息时，我认为茅台集团除茅台股份公司外其

它公司不生产经营白酒。嗨，审题不认真给不及格吧。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

格老门与巴神堂之争

原创 唐朝 唐书房 2016-10-23

收录于话题
#投资理念核心专辑
58个

下午跑完步，收拾完毕，陪我家领导出去吃了饭，回到家中已经快九点了。点开雪球，看到财主发帖鄙视巴神堂。翻了一下评论，人气很高，评论七八百了，基本一边倒超过九成赞成财主。老唐不服气，出来发了个杂音。发完贴后，觉得这个杂音还有点价值，收在唐书房里。
起因，财主发帖说，他的投资体系就是“低估逆向平均赢，排雷排千平常心”，而努力研究企业的人，可能都是自视过高了（这不是原话，是老唐理解的意思），老唐回复如下：

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

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

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

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

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

有区别的，是财主讲的是“逆向平均赢”，我说的是“优势赢平均”。

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

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

也不难理解，在同样低估的情况下，举例子说，假如老管和老黄在2013年某一时刻，同时决定用部分资金投入低估的白酒行业，此时，老管可能选择茅台+五粮液+泸州老窖+洋河股份+山西汾酒，老黄可能选择茅台+茅台+茅台+茅台+茅台。因为老管讲究不深研，选择用分散来弥补自己所知不深，分散买五星到一星，追求获取（5+4+3+2+1）/5=3的回报。而老黄追求深入研究，选择其中自己更理解的，经过研究认为更有竞争优势的企业，追求（5+5+5+5+5）/5=5的回报，结局就是如果老黄本来研究出茅台是5星，事实上茅台是5星、4星或3星，那么老黄赢老管；反之如果老黄认为茅台为5星，结果是2星、1星甚至零星，那么老黄输老管。

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

我觉着两边仅此而已，没什么高下之分可争的。各人选自己性格上可以接受，投资上能够坚持的体系就好。
再次申明：格老门的投资体系很好。我知道它能赚钱，但就是学不了、做不到。

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

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

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

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

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

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

这次真的说完了。



天蝎要站死 2016-10-23 22:24:56

怎么不常去雪球啊 赞 5

作者

码字是乐趣，但码字之后再复制粘贴就是负担了。老唐又不搞什么营销，不需要扩大影响，所以有一个可以码字和嘚瑟的地方足矣。以前混雪球，没有其他阵地，自9月1日，雪球全面开了问答以后，老唐躲进书房，就专心混书房了，现在很少去雪球。 赞 42

用户12368earth 2016-10-23 22:42:46

其实挺佩服你的，把解惑当乐趣，很少人能做到了现在 赞 34

汐小逝代 2016-10-23 23:12:20

懂的人自然懂，不懂的人怎么样都不会懂。 我倒觉得投资很看运气，

不是投资过程中的运气，而是刚入门时走了哪条路。走对了，会不断加深走这条路的决心；走错了，也依然会义无反顾、坚定不移...所以我觉得，大部分人是无法通过教导改变的，哪怕他错的很明显。 而那些所谓认识到错误改道的也是大部分无法成功，因为底子不好，很难真正知道自己的根本错误在哪。 赞 15

作者

这个，倒不一定。大部分朋友都知道老唐入门是走技术派的，k线波浪趋势线这些东西，我很深的迷过??

赞 28

okCC会睡觉的鱼 2016-10-24 07:29:07

老唐推崇巴神的思路，可是巴神对大多数人的建议是买指数基金。这是

一个很有意思的循环。老唐评论说格老的低估是从资产的角度看的，巴神的低估是从收益的角度看的，这是我读本文最大的收获。 赞 15



鱼蛋晚 2016-10-23 23:15:53

老唐的水平，给个两广总督都屈才了 赞 6

作者

坏淫，这个词有特殊恶意的?? 赞 15



扇大脸的男人6 2016-10-24 06:20:26

原来也曾经迷惑过这些，其实除了这里面说的外，还可以再补充一些，

但本质上格老和巴老的方法没有区别，都是从企业的角度进行投资。为什么会有细微的不同，可能和个人历史经历和性格有关。格老1929年的大萧条经历使他更注重硬资产，而费雪和芒格或许没有亲身经历那样的崩盘，并且，美国战后地位的上升，且持续的繁荣提供了足够宽松的环境，使企业能够放足生长。投资的方法只有一种，那就是从企业的角度去投资，但是因为国家不同，市场规则与组成不同，人的性格差异等，投资方法会有些许修正，世界也正是因多彩而精彩。 赞 11



娜米米码 2016-10-23 23:18:57

在雪球，老唐讲起道理来总是很明白/强 赞 11



春潜咏喻 2016-10-23 22:47:57

老唐，一直在等你的<<手银>>，啥时候出啊？ 赞 7

作者

9月22日交了稿，目前处于编辑过程中，应该是元旦前面世。 赞 10



观阴嬉 2016-10-24 07:50:29

低估轮动与拌优秀企业成长，其实就是广度与深度度的区别，核心都要

判断价值。广必然不能深，人的精力都是有限的。虽然就两年多的股龄，深深感觉低谷轮动需要几乎每天，不停寻找机会，经常买入自己都觉得是没有竞争力的公司（估值真的低），偶尔踩雷也是正常的，这类心态应该是看到别人股票涨了自己的不涨就不爽，不能过的，习惯东方不亮西方亮的快感。我的性格是不能买入自己都认为是辣鸡的公司，过不了这个坎，另外经过前边两年，低谷轮动东方不亮西方亮的收益和持有某些优秀公司的收益在拉长时间看是差不多的。 深度可以让自己远离市场，不买辣鸡，买入前好好研究，买入后其实只要定期跟踪就行，对于我这种上班族很合适，也适合自己的性格。 总结一下，深度广度都需要付出精力，天下没有免费的午餐，都能挣钱，选择符合自己性格的就是最好的。 多陪家人，好

好生活才是真！ 赞 7



晓璇是火药l 2016-10-23 23:37:46

谢谢老唐！ 最喜欢看老唐和老毛，公公，财主对于自己体系的辩论。

老唐把几套体系的特点和异同点分析得很清楚。至于具体个人采用那套体系还是要根据自己性格特点来考虑。 赞 7



海岛晴凉 2016-10-23 23:32:18

老唐阅读之广理解力深圳刻远超过学历高的人很多很多。也许，上天没有让老唐当年上个名校就是为了他不被所谓的专业知识污染吧。这是我等门外汉的福份。 赞 7



逍遥の傑哥 2016-10-23 22:40:44

我个人的想法是，作为经验较少，吃不透单一公司现状和未来发展的投资者，应该把大部分资金放在指数投资（或蛋卷？），用小部分资金亦步亦趋的学习个股投资（跟着老唐学看财报），这个过程也许会很漫长，也许就不了了之（毕竟大多数人并没有足够的悟性和学习耐心），这个想法可行吗？ 赞 6

作者

可行。 赞 7



白羊啊黑3 2016-10-24 09:15:36

格老门的意思，我们能力有限，不可能全面搞懂一个行业、企业，所以要分散；巴神堂的意思，我们能力有限，不可能搞懂那么多行业、企业，所以要集中。我的意思是，我们能力有限，只能根据自己的性格和能力选择一种方式，不能首鼠两端。 赞 6



第三个人✉ 2016-11-01 09:17:08

如果巴老在中国选掌门人的话必是老唐。 赞 3

作者

老唐能排在10086名就不赖了?? 赞 5



缺席咬 2016-10-27 00:14:08

老唐老师，我一直感觉您是投资界的白居易/强啥道理都能讲的通俗易懂 赞 5



细菌打嗝脱 2016-10-24 16:53:13

时间是优秀企业的朋友，是平庸企业的敌人/微笑 优秀与平庸的企业，

只要肯花功夫，想要区分开真的没有那么难。 难在于等到合适的低估价位，真的是很煎熬。

赞 5



冰月肛 2016-10-23 23:21:07

你现在的水平很多开始就走这条路的人都达不到，说明你理解力很强，

这就屏蔽掉了很多人了 赞 5

作者

不敢当。大家共同学习共同进步??

赞 1



凌九岁月 2016-10-23 23:07:27

看老唐和管财主的思念都很有收获，十分感谢二位高人的分享与奉献。

尤其老唐的文字读来更是一种享受，比之食物，就是即营养丰富，又色香味俱佳。/微笑赞 5



苏浅霖欺 2016-10-25 12:49:55

个人观点，国内很多学习巴老的价投们，忽略了或者说低估了巴菲特对

企业核心管理人的了解，更多地侧重了财务分析。很多人，了解巴菲特的人，都提到巴菲特

对人的理解和信任是超乎常人的。这也提升了巴菲特对企业的确定性。 赞 2

作者

刚好前两天还推荐了一本书，商界局外人，就是侧重谈管理人特性的，副标题就叫：巴菲特

看重的八种企业家特质。

赞 4



笑逐秋风远希 2016-10-23 22:36:34

/强/强刚带着五岁娃从北京玩耍回来，困得眼睛都睁不开时看到老唐有

更新=》说理我就服老唐/鼓掌/鼓掌

赞 4

作者

辛苦了！/玫瑰

赞 2



凌九岁月 2017-09-17 19:07:43

低估确实好，但要守得住。所以分红率也很重要，提供了生活的现金流

支撑下去。有太多人在黎明前的黑暗中因为生活所迫而不得不放弃了。[白眼][白眼][白眼]

赞 3



冉叫嘿籽逞秃7 2017-04-20 16:49:04

在拜读你书房的全部文章中~格雷 赞 3

作者

欢迎??

赞 1



他他他他勿 2016-10-24 12:44:36

最喜欢老唐不正经似的说正经事，真心佩服您，包括人品/强/强/强

作者

不正经似的说正经事？/疑问我肿么觉着我明明是很正经地说尼？/调皮

赞 3



兔子呀48 2016-10-24 10:40:53

呵呵，老唐把曾国藩的用兵之道都用在夸老黄上面了。

赞 3



黄金龙脉 2016-10-23 23:10:44

老唐威武

赞 3



做梦先生刻 2018-01-20 17:53:01

老唐，证券分析这本书您是不是通读过？ 这本书不是很好懂，有没有什么好的阅读建议？

赞 2

作者

读过啊。关于你的问题，刚好我前年还是大前年在雪球上写过一个帖子，帖子题目应该叫《可以替代证券分析的三本书》，你可以找来看看……



earth老帝love 2017-08-27 13:21:07

从上半年的白酒、家电到近一两月的银行、保险行情让我对老唐讲到的“扎硬寨打呆仗，一个行业一个行业的拱，一个企业一个企业去熟悉”，深有体会——即便是对于趋势投资，基于对的行业中对的股也是投资体系的核心。如何找到对的行业对的股，恐怕只能这样“硬啃”了。最近雪球上有不少大师分析保险股的文章，这时候正是特别好的学习时机，有种时不我待的感觉。 第二点感悟是关于学习对象的，雪球上、摩尔上有不少大V，最应该关注的学习对象就是像财主、老唐这样愿意明明白白地分享投资体系的。每一次分享都应该好好思考下背后的逻辑是什么，体系是什么？和研究企业一样，一个大V一个大V理解透彻了。这不，我从雪球追到唐书房来研究老唐的体系了^^

赞 2



害纯夫舒 2016-10-24 10:37:34

赞赏老唐的观点。

赞 2



虫子析 2016-10-24 10:03:11

其实没什么可争论的，这个事永远也扯不清，就像巴菲特回答那些质疑他是会丢飞镖的猩猩的人一样，成功的投资者有一些性格或者特质是相同的，其他的方法思

路仅仅是自己在投资原理上的加减乘除，弄成适合自己而已，我觉得就算对我们这些小散也一样，能让自己最省心最舒服的投资方法就是最好的，当然不是强调懒啊/呲牙 赞 2



爱二同志八 2016-10-24 08:53:12

谢谢老唐！一星到五星，还有一个因素（价格），通常五星贵，判定一家公司是不是五星（或高于平均）不算很难，但判定价值价格差是否五星就真难了。 赞 2



沫夏婶 2016-10-24 00:55:26

实际上财主绝对不算浅研，比99%的人都要努力，算得上低估深研，收益也绝对是赢平均的了 赞 2



绝情女子愈 2016-10-23 23:40:37

扎硬寨打呆仗，说的太好了。曾国藩就是靠着这条以少胜多，坚持到底，打败了太平军。这种战法的背后是知己知彼信念的坚守，没有对信念的坚持守，无论在哪个行业都走不远，不管之前跑的有多快。 赞 2



咯经济滩 2016-10-23 22:49:01

我觉得他们的体系不冲突，每个人不一样而已。其实我们只要确定一个企业是优秀的，然后盯紧就可以了。 赞 2



大代表悍 2016-10-23 22:29:40

不错 赞 2



糖糖lovesweet 2019-09-21 21:04:05

刚工作有了点工资收入，想进去股市前读读书，很庆幸一开始就看到是价投，一路读到老唐的两本书，然后下了雪球上找了一圈，发现没有唐朝，还以为您厌倦了退隐江湖了呢，没想到原来在这，这么多文章，够我看好久了。看到一篇文章，老唐会因为别人扒他的老贴而嘚瑟，所以冒个泡，希望能看到，哈哈

作者

如你所愿，看到了[呲牙][握手] 赞 1



曲平淡的歌话 2016-10-24 20:41:55

好文□ □ □ 赞 1



芹姑娘安生浴 2016-10-24 20:38:27

确实如此，这文章看着舒服□ /微笑 赞 1



早安忧郁怕 2016-10-24 18:46:42

谢谢/强/抱拳 赞 1



格格不入岸 2016-10-24 10:08:01

一个行业的繁荣，一个事业的发展，一个国家的发展进步，百家思想，百花齐放，各取所长，真好，为老唐，老管等点赞 赞 1



童年开始了镜 2016-10-24 08:22:31

完了把老黄，山神，郭大侠的评论都复制保存下来，看君一篇文章，胜读十年书 赞 1



练模仅 2016-10-24 07:50:32

低估，什么是低估？必定是深入分析！分散，适当分散而不是过度分散，过度分散不就是指数基金了！平常心，一旦大幅下跌，不了解自己投资的标的还会平常心吗？既要赚市场的钱又要赚企业成长的钱就会与但总一样丢了茅台，能看懂企业的学巴老，看不懂的学云蒙死磕银行股 赞 1



四叶草浅殇而 2016-10-23 23:50:15

精彩，读了三遍！#排雷排千平常心#～真心赞赞赞/鼓掌/鼓掌/鼓掌 赞 1



三分热度诱 2016-10-23 23:30:20

老唐好文啊，想投资成功需下苦功夫，还得加点悟性，抱有幻想是不现实的。接触投资越多，越发现它的坚深，没有长期的投入和坚持，是不可能看透企业和行业的。希望老唐在有心情，有闲暇的时候，更多的授我们以渔/可爱 赞 1



惊梦念伊人旬 2016-10-23 23:01:49

这场辩论有意思 赞 1



ALLOPS的老巢 2016-10-23 22:58:34

投资不容易，但是有了好的老师知道方向和方法少走很多弯路，最近因为唐哥关注罗辑思维学到不少东东，再次感谢！ 赞 1



兮蒽宴 2016-10-23 22:56:33

/强，这个不是拍马屁。就冲您的性格□ 赞 1



梦骚小师妹 2016-10-23 22:56:24

无论那个门派，低估最重要，PBPEPEG 赞 1



闺蜜围 2016-10-23 22:51:50

没有什么要补充的， 赞 1



懂冷暖自知蔓 2016-10-23 22:45:03

老唐就是老唐，逻辑杠杠的！/强 赞 1



不正经沉 2016-10-23 22:44:43

佩服老唐的努力和认真研究企业的态度，正走在学习老唐的路上/呲牙/

呲牙/呲牙 赞 1



计典丽摩羯巨蟹 2016-10-23 22:42:20

写得真棒，多谢！ 赞 1



喜浪久sunny 2016-10-23 22:33:50

我看懂啦。。。/呲牙 赞 1



猎艳师邮 2020-12-28 20:24:05

认真看老唐的文章最好方法，一点一点复制粘帖，调整成自己想要的格

式，这个过程就是不断打磨熟悉的过程，我今日开始这个工程洁打算花两月时间搞定所有核

心文章56，加上核心五篇，日拱一卒，不期而至。走马观花的看是没啥用的。



木偶心空空夹 2020-12-01 08:42:24

发现宝藏了！



曼陀罗绫又 2020-03-13 15:38:52

一个普通的加法和除法就把分散持股和集中持股的区别讲清楚了。牛

逼！虽然现在是2020年了，忍不住发出了，点个赞！



杨肉肉艳 2018-11-09 13:44:03

格老更偏向于存量，巴神更偏向于增量 当然，都没有任何问题，因为

理解一个事物，哪能从个角度就能看得清、说得透，能从其中一个角度尽可能地了解足矣 道

可道也，非恒道也，名可名也，非恒名也



还在就好意 2016-11-07 19:48:17

越看你的文章越服你



在晚上睡觉休 2016-10-26 10:32:57

呵呵，不受待见，逆向投资者都是这种待遇/流汗



金牛是樱酱呀 2016-10-25 16:31:08

第一次打赏别人，钱不多，表真心。谢谢老唐，再次感谢。一直支持你



苏谨取 2016-10-24 19:20:32

共同点都是基于概率的下注法，由于个体原因，对赔率(也就是确定性)有不同的理解，导致仓位的不同。知行合一，就是最适合自己的方法。



shine屿蓝Jiu 2016-10-24 17:46:09

雪球太热闹，在唐书房里静静读老唐的文章。真好



柴震再烂 2016-10-24 12:28:19

芒格曾经说过，现代投资组合理论是狗屎。(俺绝不是借这句话骂人)。有正确的三观，投资才会成功。面对投资中的不确定性，有坚信人定胜天全知全能的技术流，也有对理性失去信心的指数定投分散组合，还有老唐这样日供一卒的行知学者。



缺份依靠粉 2016-10-24 08:27:40

老唐公允之论！/强



虐心眼 2016-10-24 08:14:28

老唐是真的看透了！



荊致虛偽锐 2016-10-24 07:00:42

南北少林之争。功夫不在门派在于下功夫，只要不是旁门左道就可以。/微笑



慈光判 2016-10-24 00:18:09

少林，武当谁更厉害，还得看人，谁练的更好□



假洒脱秽 2016-10-23 23:33:34

我不提证据，凭经验说简单说几句。管财好象说老黄不超过平均值与投指数基金无异。其一，老黄是私募，与巴菲特不同，无法集中持股。其二，业绩应该是说老黄大部投港股后的业绩。其三格老与巴神看似又有所不同，但共同点就是熊市抄底(熊市才有低估，老黄奔港股去年)，管财与老黄同期，行为差不多，两人为什么业绩不是很高(不知有没有跑赢指数，我在雪球万科讨论被老黄拉黑)，估计就是抄底太早了。 多赚钱，必定要长期集中持股(加上选对)，这也是格门巴堂两者不同点，双方都去抄港股低估底，而不是拿腾讯，在此背景下，俺觉得不能因为老唐拿茅台深有体会，就想当然认为管财的八字真言帖子中涉及格门巴堂之争。

作者

不认同。我确定财主要表达的意思就是学巴神太难，远不如学习格老容易。谢谢你的分享



文不值戏 2016-10-23 23:01:54

投资简单不容易，不容易就是难，要下功夫的难。能不能不要那么难

啊，学老管了，下功夫，学老唐了。其实学老财更难。



朵以锋 2016-10-23 22:36:43

格老门要经过进化才能进入巴神堂。管理资金量多了体会才会深/呲牙/

呲牙/呲牙

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

伪股神的破灭1—股神的国难财

原创 唐朝 唐书房 2016-10-24

收录于话题
#读书笔记合集
34个

《股市之神是川银藏》读书笔记1

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

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

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

一、选股票不要靠人推荐，要自己下功夫研究后选择；
二、自己要能预测一两年后的经济变化；
三、每支股票都有其适当价位，股价超越其应有水平是，切忌追高；
四、股价最后还是得由其业绩决定，做手硬做的股票千万碰不得；
五、任何时候都可能发生难以预料的时间，因此必须记住，投资股票永远有风险。"——这些经验当然没有什么错，但也没什么高深的，基本上是股市里张大妈王大爷都耳熟能详的口号了，也许，大道至简？

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

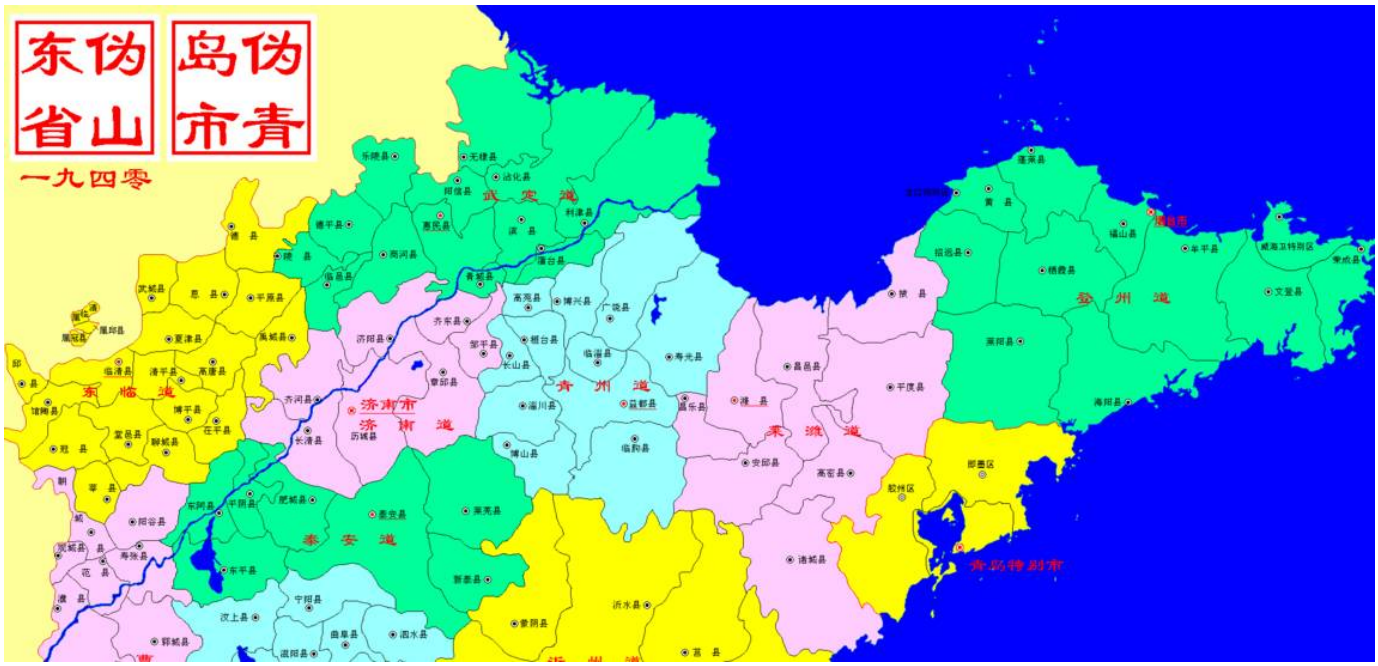
1914年（书中说16岁，中国人的传统计算法应该是17岁，按书中表述）计划去伦敦读书，但由于第一次世界大战爆发，无法取得去伦敦的护照，于是，是川银藏跟着日本军队到青岛，成为青岛守备军司令部的御用商人。按书中说法，是自己的能力和热忱打动了管事儿的长官。但要说完全没有人情因素，我不太信。毕竟按照后面的介绍，是川银藏和东条英机之后的日本首相关系密切（同一个小学老师），以及和当时日军青岛司令部一位将军有密切关系等内容推测，恐怕是川家实力及关系网也不容小视。

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

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

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

接着，日本青岛守备军帮助孙 zhong shan装备和训练针对中国政府的造反人士，是川资助了三万银元，由孙的秘书来交割。按照是川原话"当时的三万元，相当于现在（1991年）的五到六亿日元"（约折合1991年的450万美元，或1991年的2400万人民币）。是川为什么投入这样的巨资呢？因为孙中山承诺，占领了青州以后，青州所有的铜钱生意，全部归是川银藏一个人独占。



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

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

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

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

1931年12月，犬养毅内阁上台，股市走牛。是川决定到股市一搏。



华尔街号益 2016-10-24 18:19:54

我有一个梦想，就是每天在上班路上一刷微信唐书房就更新了/色 赞 18



心亡则忘飞 2016-10-24 19:24:06

等于高效率看了一本书，多谢老唐，我也等着书呢！ 赞 8



偷心瑟 2016-10-24 18:19:56

是川的确是个人物，一般人跌倒一次就爬不起来了 赞 6



梦魇布 2016-10-24 19:13:30

新书这次主要讲什么了？ 赞 1

作者

汗，讲银行股财报，传说中的手银啊！?? 赞 5



梦魇布 2016-11-01 18:37:20

有钱的人多，但是像他这样有钱又有闲，失败之后还有人料理后事的就不多了。 赞 4



让心跳停了极 2016-10-24 21:29:34

做手硬做的股票千万碰不得；做手硬是啥意思

作者

做手/硬做的/股票，就是没啥实质题材的庄家或炒家的炒作。 赞 3



谢娜姐姐南 2016-10-25 09:07:07

对于股神来说。。。那绝不是国难财，人家是侵略国。。。 赞 1

作者

嗯，是别国的难，是川的财。 赞 2



海灵户外水瓶 2016-10-24 18:13:28

老唐，新书什么时候发？要签名的/呲牙

作者

上个月交了稿，估摸元旦前应该出版了/握手 赞 2



尼玛各种狗那 2016-10-24 18:04:49

如果后来人都能真正懂得这五句话，就不会有后来一茬又一茬绿油油的

韭菜了/憨笑/憨笑/憨笑一株绿油油的韭菜敬上/憨笑/憨笑/憨笑 赞 1



第三个人✉ 2016-12-28 12:05:45

是川很有冒险精神，但不保守，不合适做投资。



女汉子走起ing9 2016-10-24 18:53:11

人才难得，企业家的特质，跌倒了能爬起来



花下立清香季 2016-10-24 18:07:56

精彩！史实可鉴。



shine叶湘伦i 2016-10-24 18:05:24

天下武功，唯快不破。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

伪股神的破灭2—神话和套路

原创 唐朝 唐书房 2016-10-24

收录于话题
#读书笔记合集
34个

《股市之神 是川银藏》读书笔记2

1931年12月，犬养毅内阁上台，股市走牛。是川决定到股市一搏。

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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



薄情凉心赢 2016-10-25 08:37:41

太精彩了，大家伙都急着去看3了，一个留言都没，不厚道啊！ 赞 5



心上人用 2016-10-25 10:37:58

老唐的推测靠谱，肯定是个带头大哥，要是那时有网络还不发大了！

赞 3



ok肉猪暗魔凶兆 2016-10-25 21:51:30

老唐，你说我看的时候为什么没想到这么多，当时只记得，是川讲，在中国时贫病交加差点被野狗吃掉。还有就是在米商朋友处隐居的时候，研究资本主义和社会主义的区别。看资本主义有没有未来。还有就是他说去图书馆读书，没有钱，中午总是饿肚子，

赞 2



cookie琪8 2016-10-25 17:10:50

也许是会员费，也许是管理费哦

赞 1



堇年丽 2017-05-15 12:11:16

老唐分析的很理性...骤然想起了徐晓冬干雷公太极



你爸爸是我哦了 2016-12-30 17:27:16

一年获利一百倍，推荐的股票百发百中。还有种可能，时来天地皆同力。但我却对“时”越来越淡化了，谢谢老唐。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

伪股神的破灭3—血泪财富

原创 唐朝 唐书房 2016-10-24

收录于话题
#读书笔记合集
34个

伪股神的破灭——血泪财富

《股市之神 是川银藏》读书笔记3

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



死去的天气抱 2016-10-29 10:09:11

这老狐狸的生平可以拍个大河剧了！！ 赞 8



天将雄师百 2016-11-01 18:07:08

"老人家乐观了" 神评论/偷笑 赞 7



你大婶裙 2016-12-28 12:15:01

读传记也要像读财报一样辨别真伪。 赞 5



米虫四四桦 2016-10-25 10:44:56

作为一个出生在二十世纪初的人，这个大湿最成功的投资估计就是他的寿命 赞 5



缺份依靠粉 2018-05-22 00:46:05

[偷笑]得翻烂老唐整个公众号才行，写的好有趣，都快一点了，简直停不下来。日拱一（十）卒（篇文章） 赞 2

作者

熬夜对身体不好?? 赞 2



治割舰 2016-10-29 09:48:28

我智商严重欠费了，充值ing 赞 1

作者

???? 赞 1



滥情爱5 2017-04-26 22:03:47

都忙着去看下一篇了，都没什么留言[偷笑]



福雅苗苗 2016-10-25 10:26:25

老唐把逻辑思维的活给干掉了

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

伪股神的破灭4—大赚30亿

原创 唐朝 唐书房 2016-10-24

收录于话题
#读书笔记合集
34个

《股市之神 是川银藏》读书笔记4

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

是川东挪西凑，凑了300万本钱，开始股市投资。并总结了一个乌龟三原则，他写到「投资人的心境必须和乌龟一样，慢慢观察，审慎买卖。所谓乌龟三原则，就是：

⑴、选择未来大有前途，却尚未被世人察觉的潜力股，长期持有。

⑵、每日盯牢经济与股市行情的变动，而且自己下功夫研究。

⑶、不可太过乐观，不要以为股市会永远涨个不停，而且要以自有资金操作。」

书中对此段股市生涯，做的什么股票，赚钱没赚钱，赚了多少，通通没有谈。估摸着有赚也不多，基本就是个随大市晃悠，甚至还不如大市。

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

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

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

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

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

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

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

接着，是川拿着30亿资金，将目光瞄上了铜矿。



几分情薄传奇 2016-10-25 10:51:46

必须承认，这个资本和眼光是一般人没有的 赞 7



我祥最美吮 2016-12-28 12:19:31

是川投资不看财报，看宏观。 赞 2

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

伪股神的破灭5—决战矿业股

原创 唐朝 唐书房 2016-10-24

收录于话题
#读书笔记合集
34个

《股市之神 是川银藏》读书笔记5

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

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

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

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

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

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

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

最后一战。

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

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

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

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

至此，是川银藏封神，拥有超过200亿资产。

封神之后的是川银藏，这样告诫投资人，对于股市投资人，我有两个忠告：

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

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

然后就是开头的「投资五原则」。

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

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

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

元芳，你怎么看？这个老人传奇的一生，对你有些什么启发？



幕兮兮累 2016-10-24 19:40:48

这个人也是很牛的，至少是投机界的高手！几次破产，还能够东山再起，意志力也是非比一般人。另外，在水泥和金矿股上，潜伏，再出货，既需要眼光，也需要耐心和大心脏。有值得学习的地方，但就像股票投机鼻祖李佛摩尔一样，这样跌宕起伏的人生，非一般人能够承受，也不是那么令人羡慕，负面教训更多啊！ 赞 21



逢人如逢已妥 2016-10-24 22:13:34

果断将有关是川的书从书单中移除/憨笑 赞 6

作者

没错。我本来在首页内容摘要里，特意写了“本书不推荐，看过本读书笔记，不用再惦记这本书人了”。但好像同时推送几篇文章，内容摘录就显示不出来了/呲牙

赞 8



始终放不下爱你 2016-10-24 21:47:43

是川其实没有做到知行合一，他说的原则应该是正确的，但是他自己都没执行，而且是亲身一一破坏，然后再体会后果，他的一生就是矛盾的一生，想一些投资者一样，他们也知道价值投资是正确的方向，但是每天在做着波段，希望更多。历史在重演，每个人的剧情不一样，结果却类似，究其原因是没有抗拒人性，而价值投资真的是反人性啊！

赞 8



帅帅先森玩 2016-10-24 18:39:11

这个故事我之前看长安大诗人总结过，又看了一遍，确实传奇，老唐的质疑很对，最终收益率有大部分得益于高杠杆和内部消息，作为散户恐怕我们没有这个机会，想长久的活下去，最好还是学好自己的本领，投指数基金也行，专门研究企业也行，有很多路可走，但是记得一步一个脚印，否则容易扯到蛋，哇哈哈哈

赞 5



单单安安门口j 2019-09-03 08:56:26

有人大吹“股票作手回忆录”，吹捧利佛莫尔，可我流览了一遍该书，感觉没什么营养，唐老师的看法如何？

赞 1

作者

同意，确实没什么营养，若有，也只能算是反面教材。

赞 3



_七爷威武双鱼 2016-10-30 12:28:30

记得罗胖就是干自媒体荐书起家的，老唐要是先干，就没罗胖啥事了

作者

还是罗胖赢。我是随性而为，罗胖是当事业做，比不过的。

赞 3



郭冉夕四 2016-10-29 10:17:36

老狐狸太喜欢赌了，甚至大于喜欢赢。

赞 3



司划牵 2016-10-26 23:35:20

以前看介绍，真的以为是股神，原来是这种货色。我一般不看传记，吹牛逼的多。

赞 3



度他余年贵 2016-12-28 12:27:01

优秀的投资生涯一般不会跌宕起伏。 赞 2



铜表野冒 2016-10-24 18:29:53

不融资，不炒股 赞 2



媚俗的忧伤辈 2018-09-04 16:46:56

一口气看到结局不带换气的，引人入胜[呲牙] 赞 1



乱乱唱霏 2018-04-11 13:41:57

一直寻找机会，追求暴富。也许因为有内幕，得手几次后就执迷不悟。

最终还是认为赚钱靠差价而不是生产创造价值。所谓的自己花时间研究也是研究赚差价的可能。 赞 1



AA寂离 2016-10-26 08:24:43

连读下来，真过瘾；赞老唐！ 赞 1



情杀犯扑 2016-10-26 08:23:43

看完了，怎么看都觉得这家伙是消息党，内幕党，老鼠仓 赞 1



蓝莺至 2016-10-25 09:35:30

没看过这本书，从老唐的笔记来看，他的境界要比礼佛摩尔低，运气和家庭帮助占了不小成分。礼佛摩尔白手起家成为投机者代表，要是把是川和他调换一下的话，恐怕当不上日本股神，而且是川有些做法也被人瞧不起，所以股神这个称呼用在他身上不恰当，投机贩子倒挺适合，和科斯托拉尼有几分相似 赞 1



我怀片冰心断 2016-10-24 19:24:47

一口气看完，此人一生惊心动魄的！跌宕起伏/撇嘴 赞 1



艺心艺意孟 2016-10-24 18:39:37

主要看靠关系做投机倒把的生意，股市上是伪股神。不过忠告还是有道理的。 赞 1



逛吧伪 2016-10-24 18:04:57

先赞后看！/强 赞 1



眠叛垂梦 2020-09-17 15:27:36

[呲牙]一口气看完了5篇，收获还是挺大的。 第一是要有辩证思维，如

果这本书的内容都是真实的话，其中会存在很多矛盾的地方，这个要怎么看待呢？反正就是不能生搬硬套。 第二是根据当下的理解去反推当时发生的情形的真实原因和过程，避免被作者牵着鼻子走。 第三就是学以致用，虽然看到的不是一名合格的投资者，更多的是投机、利用关系进行内幕交易（揣测）的炒股者，如果说有啥帮助的话那就是提供一些反面教材和案例而已。 第四，不管是谁的书和文章，去阅读是第一位的，但是更重要的是去思考、反思其中的因果逻辑和真实、准确性，抱有存疑思想去思考去阅读去接受，如此方可算是真正读懂一本书。 第五，因为人的时间和精力都是有限的，所以要尽量选择好书进行阅读，带来更多的阅历和案例思考，所以要感谢老唐提前替大家排除不值得看的书和总结归纳本书大意，节约了所有人都最珍贵的东西---时间。



忧小曲吻 2019-04-20 11:55:06

似乎在每次周期性行业的反转前夕总被作者抓到，匪夷所思！书本的真实性目前实在难以去作证其是否属实，讲的炒股原则是世人皆知的道理，但其内容为了夸大其浮盈度则加了每次买卖都加了杠杆成分在里面，而最后劝说众人不要杠杆炒股，也是很矛盾的所在，这日本股神的内容已经神到像传奇般的存在



虐心眼 2018-05-22 00:58:16

有钱有资源有后盾有脑子还有“权”真的可以很疯狂和为所欲为啊[捂脸]。大起大落这么多次了还依然可以高杆杠高负债，大心脏和在有机会的情况下敢“打脸”这点很值得学习。



真闺蜜哨 2018-04-07 22:21:57

其实就是太贪婪了，巴菲特不是说过杠杆会让人破产么，他每次破产都是杠杆引起的，而且看他投资的对象都是题材，政治投机。总之不是在投资



島中疯卧 2018-04-07 22:16:45

看完后的观点就是：这个人是个赌徒，只不过经常赌赢而已



小刀1780 2016-11-08 09:45:21

昨天看到松柏兄提到这个人，看来他说“股市不可能赚钱”我就知道这个老人绝非价投一派。至于吹吹牛也是人之常情。无可厚非。在中国和朝鲜帮助日军侵略，罪无可恕/发怒/发怒/发怒



苏浅霖欺 2016-10-29 09:57:22

一口气看完了，感觉这人生像小说一样跌宕起伏。感谢老唐分享/玫瑰/玫瑰/玫瑰



盆赶指 2016-10-25 19:07:58

还记得我不？这就是我说的运气不好。 开始走错了路，即使认识得到

依然改不了，因为认识不到根本，总是想从错误的半路改起，聪明如此也依然对抗不了。当

然极少数除外，就像你

作者

/呲牙



浅小半货 2016-10-25 08:36:16

不止是川，其实还有无数的是川像鬼魂飘在大众意识里。



朵以锋 2016-10-24 22:33:52

历史是惊人的相似，但是历史不会简单的重复，日本发展历程和天朝好

多相似之处



将臣的心天蝎 2016-10-24 20:52:24

只能作为一个传奇来看



妖精旋律昵 2016-10-24 19:28:20

一将功成万骨枯，历史是给胜利者续写的篇章。，做一个合格的赌徒，

好难，心力交瘁，想要战胜人性的弱点，几不可能！



只想做你鹦 2016-10-24 19:09:29

全部看完了/强，完美



夏影灼瞳勾 2016-10-24 18:52:02

看后后背发凉，告诫自己吧？

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

MPA又是什么鬼？

原创 唐朝 唐书房 2016-10-27

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

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

涉及到有些术语，书中本段之前讲过，这里没有前文，略显突兀。只有将就一下了。

央行MPA体系

除了上述银监会的各项监管指标之外（指本段之前的部分），银行还要面对来自中国人民银行2015年12月29日发布的、自2016年开始实施的MPA体系监管。

MPA，全称Macro Prudential Assessment ，中文名：宏观审慎评估体系。它可以简单理解为每季度末对商业银行的全部资产进行考核，也称为对广义信贷资产的考核。广义信贷包括信贷、债券投资、股权及其他投资、委托贷款以及对非银金融机构的拆借。考核广义信贷，实现了对借道加杠杆行为的监管，从以前只针对信贷规模的管控，过渡到全资产口径管控。

MPA体系重点监控资本和杠杆、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险、信贷政策执行等七大方面，其中资本充足率是评估体系的核心。央行在上述七大方面，设置了14个指标，要求比银监会要求略高。

所有监控指标均规定了具体分值，将所有金融机构分为全国性重要机构、区域性重要机构和普通机构三大类，每季度末打分，分别评出ABC三档。七大类指标均为90分以上为A档，算优等生，回头给糖吃；60分到90分为B档，算合格生，不奖不罚，无存在感；资本和杠杆情况、定价行为中任意一大类60分以下，或资产负债情况、流动性、资产质量、跨境融资风险、信贷政策执行中任意两大类得60分以下为C档，算差生，等着吃央妈的鞭子。

央妈的糖或者鞭子，主要是给银行法定准备金存款支付的利率上下浮动、货币数量工具资格（SLF、MLF、SLO、PSL等）、发行同业存单许可以及银行间拆借准入资格等。

七大方面涉及指标及分值如下（数据以全国性重要机构举例，区域性重要机构和普通机构指标略有差异）：

监控目标	相关指标总分值	标准	得分
资本和杠杆	资本充足率 80 分 备注：6 家系统重要银行指标标准+1%。	≥10.5%	100
		≥8.9%	60
		<8.9%	0
	杠杆率 20 分	≥4%	20
		<4%	0
定价行为	利率定价 100 分	有高息揽储类的利率定价违规行为直接 0 分，否则 100 分	

以上两大类为一票否决项，只要有任何一类总分为60分以下，直接滚去差生组，C类。

余下的五大类中，任意两大类得分60分以下为差生。

监控目标	相关指标总分值	标准	得分
资产负债情况	广义信贷 60 分（以当年央行 M2 目标为标准）	广义信贷增速≤标准+20%	60
		广义信贷增速＞标准+20%	0
	委托贷款 15 分	同广义信贷增速标准	0 或 15
	同业负债 25 分	同业负债≤负债总额×25%	25
		同业负债＞负债总额×25%	15-25
		同业负债＞负债总额×33%	0
流动性	流动性覆盖率 40 分	符合标准（见脚注 1）	40
		不符合标准	0
	净稳定资金 40 分 定义见脚注 2	净稳定资金比例≥100%	40
		净稳定资金比例＜100%	0
	遵守准备金制度情况 20 分	都必须遵守，送分项	20
资产质量	不良贷款率 50 分（以银监会发布的同地区、同类型机构不良贷款率为标准）	不良贷款率≤标准	50
		不良贷款率≤标准+2%且≤5%	30-50
		不良贷款率＞标准+2%或＞5%	0
	拨备覆盖率 50 分	≥150%	50
		≥100%	30-50
		＜100%	0
跨境融资风险	跨境融资风险加权余额 60 分 定义见脚注 3	不超跨境融资风险加权余额上限	60
		超出上限 1 个百分点扣 2 分，扣完为止。	
	跨境融资的币种结构 20 分	本币外债占比≥50% 定义见脚注 4.	20
		本币外债占比＜50%，每低 1%扣 0.4 分	
	跨境融资的期限结构 20 分。	1 年期以上外债占比≥50%	20
		1 年期以上外债占比＜50%，每低 1%扣 0.4 分	
信贷政策执行	信贷执行情况 70 分	信贷政策导向效果评估	0-70
	央行资金运用情况 30 分	期间未使用央行资金	20
		期间使用央行资金	脚注 5

脚注：

1.流动性覆盖率=优质流动性资产储备/未来30日的资金净流出量。标准为2018年底前达到100%。2016前三季度标准为70%，四季度80%；2017年的前三季度80%，第四季度90%；2018年的前三季度是90%，第四季度为100%。

2.净稳定资金比例=可用的稳定资金/业务所需的稳定资金。

3.跨境融资风险加权余额上限=核心资本×跨境融资杠杆率×宏观审慎调节参数。其中，跨境融资杠杆率暂定为0.8，宏观审慎调节参数暂定为1。

4.本币外债，指人民币外债。这是鼓励金融机构吸收境外人民币作为外债来源，以降低汇率风险；

5.该项评估带有信贷政策导向性质的央行资金使用达标情况，包括支农支小再贷款、再贴现等。根据资金偿还情况、利率、投向等方面综合评估。

按时足额偿还央行资金本息：满分20分；达标20分，不达标0分。

运用央行资金开展业务的利率符合央行要求：满分5分；达标5分，不达标0分。

符合央行资金投向要求的业务累放量不低于央行要求：满分5分；达标5分，不达标0分。



叩必费心质 2016-10-27 08:50:17

老唐，在看你文章之前我已经看过广义信贷，MPA相关文章，但是因为文章的阅读对象不同，看完之后不是很清晰，不像你的文章简要，直接，好看，/呲牙易懂。赞！ 赞 3

白羊啊黑3 2016-10-27 09:26:30

MPA的评估结果会在央行的网站上公示么？ 赞 1

作者

今年刚实施，暂时不知道会不会披露。 赞 2



大师胸仰 2016-10-27 08:27:43

老唐，写的通俗易懂，赞一个。另外，想请教下，银行保本理财产品与高息吸储感觉很像，他们的差别仅仅是收益的高低么？ 赞 1

作者

可以这么说/调皮 赞 2



灰色控移 2016-10-27 00:32:39

炒股真是个门槛高的行业。这些政策看了就头大。 赞 2



偏爱有多爱胃 2016-10-27 00:19:07

老唐还没睡，说实话看了一篇只了解了一个大概。 赞 2



屈服于快乐俏 2020-09-17 15:45:43

[捂脸][捂脸]小白一看，两眼蒙圈，啥也不懂，还没有看过手2，因此只能慢慢吸收，先收藏以后再看看。 银行，我们有缘再见。。。。 赞 1



謂灬狠低调乐园 2016-10-27 22:37:34

老唐请问央行MPA的话会不会和银监会有冲突？MPA的实施是不是意味着一行三会要统一在央行管理之下呢？

作者

不会。银行本就要同时接受银监会和央行的双头监管。MPA和一行三会合并没有直接关联，它是以前央行合意贷款管理的升级版本。 赞 1



莹小爷威武六 2016-10-27 08:19:15

央妈真是无微不至呐！

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

表外理财是什么鬼？

原创 唐朝 唐书房 2016-10-27

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

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

涉及到有些术语，书中本段之前讲过，这里没有前文，略显突兀。只有将就一下了。

理财产品

银行还有一种类似存款的重要负债来源：理财产品。部分理财产品会体现在资产负债表里，部分不体现在资产负债表里。是否体现为银行负债，取决于银行是否承担风险。简单的说，就看银行是否对该笔理财保本。

如果实施保本，无论是保本固定收益型还是保本浮动收益型，银行均承担了理财产品的风险，需要归入资产负债表内。具体表内哪个科目，各银行有不同。例如工商银行和农业银行将保本理财资金计入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债”里；建设银行、交通银行、兴业银行、中信银行、平安银行、北京银行、南京银行，直接将其计入“吸收客户存款”里；宁波银行、浦发银行、华夏银行则将其归入“其他负债”；其他银行该项信息披露稍差，没有明确列出归类情况。

截止2015年底，上市银行共发行的保本型理财产品约4万亿，非保本类理财产品约14.5万亿。位列规模前三是工商银行、招商银行、建设银行，其中招商银行不仅规模全国第二，同时以近于全部是非保本产品的特色，独树一帜。

非保本理财产品，理论上说银行不需要承担理财本息风险，只是收取代理费或手续费的中间收入，无需计入银行资产负债表，一般称之为“表外理财”。但银行依然会在财报附注中以“理财产品”名目披露，计入“在未纳入合并财务报表范围的结构化主体中享有的权益”。例如2015年工商银行财报的280~282页（附件101~103页）附注四、46项。

银行理财产品起初是以投资同业拆借和债券为主。其诞生背景是因为银行间市场较早实现了利率市场化（1997年），利率比银行存款利率高。但个人存款无法直接参与银行间市场交易。货币基金和债券基金发现了这个无风险利率差，就通过向个人销售基金，然后将所得资金投入银行间市场获取无风险利率差，提取管理费后，将剩余收益分给基金持有人。当基金此行为对银行存款形成威胁后，银行干脆自己也发行理财产品，对抗基金对存款的分流。

然而，理财产品和基金在争夺存款的活动中，走了完全不同的两条路。基金是约定管理费（或者收益分账），投资收益中去掉管理费或分账，剩余部分归资金所有人享有，符合代客理财的定义。而银行，则走上了一条约定收益率，剩余部分全部归银行所有的道路。沿着这条道路，本应由资金所有者承担风险、享受收益的理财产品，被扭曲成为了刚兑的债务，更像是吸引存款的高息揽储手段，这也给很多银行埋下了纠纷的种子。

正因为银行或明或暗的刚兑承诺和约定收益率，资金所有者也没有动力去关心资金的投向。银行承担了固定风险（本金和约定收益的刚兑），获取约定收益率之外的剩余部分，因而银行也有了追求更高收益的冲动。在信托、券商资管、期货公司资管、基金各类通道的帮助下，银行变相地将理财产品大量投向了愿意给出更高利息的非标资产，实现了对企业的变相放贷，规避了监管政策中对某些行业或某些企业的贷款约束。这就是媒体经常谈到的"影子银行"。

「脚注：非标资产，非标准化债权资产的简称，与标准化债权资产（例如国债、央行票据、企业债券等）对应。指那些没有在银行间市场及证券交易所公开交易的债权型资产，包括但不限于贷款、信托计划、委托债权、商业承兑汇票、信用证、应收账款、各类受益权、带回购条款的股权性融资等，其本质依然是贷款的各种化妆后形式，发展壮大于2009年四万亿刺激计划之后的贷款额度总量控制和行业投向限制背景下。相比标准化债权资产而言，非标资产具有收益较高、信息透明度低、形式灵活多样、流动性较差等特点。」

影子银行的主要特征是：同样从事类似银行的金融中介活动，但不受《巴塞尔协议III》的约束。它游离于资本充足率、不良率等各种监管之外，其规模过大很可能对国民经济和金融系统稳定形成巨大威胁。

受制于银监会监管能力有限的现实，银监会干脆在2013年下文，直接规定了理财产品投向非标资产，不得超过该银行理财总额的35%，且不得超过该银行上年度报表总资产的4%。利用这两个刚性数字，控制着理财产品变身影子银行的规模（当然，依然有银行利用各种手段将非标转化成标准化债权，即所谓"非标转标"，以规避该规定）。

同时，为了规避银行理财产品投向集中、风险集中的问题，银监会还规定了理财产品募集资金用于投资单一借款人及其关联企业的银行贷款,或者用于向单一借款人及其关联企业发放信托贷款的，其总额不得超过该银行资本净额的10%。

通过这些措施，非标资产规模在理财产品中占比逐渐被压缩，从2012年末的占比约42%，降低至2015年末的不足16%。未来，银监会很可能会进一步加强对理财产品的监管，逼迫理财产品回归代客理财、收取管理费或分账的本来面目。



生凉薄嗓 2016-10-27 10:39:24

感谢老唐分享，最近怎么在雪球露面越来越少了？

作者

码字是乐趣，但拷贝粘贴就是负担了，所以我一般只有一个阵地。以前几年只有雪球，没有其他阵地。自9月1日开了唐书房后，转而专心混书房了！反正我也没啥营销需求，不需要考虑受众多寡，影响力大小，有个可以码字和嘚瑟的地方足矣。顺带发现，不混雪球后，码长文的机会提高了不少——意外收获/偷笑 赞 21



第个梦窗 2016-10-27 07:31:35

老唐，感谢科普! 另外，监管层将表外理财纳入MPA监管，是为更加直观透明地监管金融风险，真实了解各银行的放贷情况及不良率，这样理解没错吧？/微笑 赞 2

作者

对，防止银行将资产向表外转移，规避监管。这条消息一出，直接后果就是预期部分银行将压缩表外理财规模，对债券、分级a等流动性较好的债类资产价格形成打压。 赞 8



乱乱唱霏 2016-10-27 00:20:02

说的真好，通俗易懂，期待早日读到你的新作品。另外，刚读完《读懂银行股》，里面没有提各银行持有的大量物业所隐藏的价值，而各银行财报里也所提不多，有点遗憾，希望你的大作能补充一下。 赞 4

作者

有，我的书稿里有这部分内容。 赞 8



蕾蕾咬 2016-10-27 08:36:48

谢谢老唐无私分享 赞 6



可爱小老虎o 2016-10-27 07:43:37

说的很专业 赞 4



超级天霸小胖 2016-10-27 07:27:22

顶老唐，通俗易懂！ 赞 4



豆小姬查 2016-11-02 09:38:43

我是从雪球上迁移过来的粉丝，原来干货都发到微信上了，我要好好复习一下。另外，其他老唐的新书，啥时候能买到啊？ 赞 2



安幕风尘国 2016-10-30 14:06:41

表内应收款项类投资主要也是非标债券，意味着这部分包含的理财产品肯定是保本型理财产品吧？另外，银监会加强表外理财管理，对于银行中间业务收入冲击应该还是不小吧？尤其是招行这种中间业务收入占比比较高的银行。 赞 2

作者

是，对。 赞 1



未知的学弟汇 2016-10-27 08:00:21

那在衡量银行拨备覆盖率时，就需要考虑是否覆盖理财产品因保本（收益率）隐性“刚兑”风险，甚至银行操作风险～

作者

请静待《手银》面世/呲牙 赞 2



爱上条雨巷讯 2016-11-01 08:46:02

《手把手教你读财报2》是什么鬼？不是手银吗？改名了？

作者

手银就是《手把手教你读财报2：##银行##》的简称。最终名字还没确定??

赞 1



O0蓝调调0O岁月

2016-10-28 08:00:11

通俗易懂，行文流畅

赞 1



亡心忘桃

2016-10-27 20:07:01

贷款也是非标？

作者

当然/微笑

赞 1



五米踢vke是我

2016-10-27 16:40:03

内容丰富，关注新书，关注唐书房。

赞 1



的没道理凸

2016-10-27 12:43:04

感谢老唐！

赞 1



小凡切安好脆

2016-10-27 12:03:35

怎么不在雪球上啦？欢迎严格监管！

赞 1



沉默在我们茶

2016-10-27 11:13:39

手2在哪里买啊，我上次好像都没找到

作者

哈哈，还没出版呢！能找到就有鬼了/偷笑才交稿一个月，还在出版社编辑过程中，预计可能元旦前能出来。放心，出来了，老唐肯定要在雪球和书房里扯着破嗓子使劲吆喝的/憨笑

赞 1



大代表悍

2016-10-27 10:38:38

谢谢老唐无私奉献，老唐大作必读

赞 1



偏爱有多爱胃

2016-10-27 08:34:40

深入浅出，直白易懂。赞！

赞 1



蔟點摆

2016-10-27 08:05:34

深入浅出，非常感谢。

赞 1



配菜而已六

2016-10-27 08:01:34

通俗易懂，感谢。/玫瑰

赞 1



萌比浸 2016-10-27 07:42:55

给老唐点赞□！

赞 1



丶奢求情深水瓶 2016-10-27 07:27:23

按老唐这么说来，部分理财中，银行扮演的劣后资金角色，确实变味了，像信托～

赞 1

作者

是的。

赞 1



北极光橡 2016-10-27 00:21:40

感谢科普

赞 1



彬寶灬灶 2019-01-05 02:09:23

老唐离开雪球，是大家的损失



苏谨取 2016-11-24 10:21:00

现在银行一般很少有保本理财产品，他们解释说银监会不给银行发行保本理财。现在看来那其实就是忽悠？真实情况是保本理财需要反映到银行的资产负债表上，所以银行不愿意发？是这样吗？

作者

有这个原因??



资深禽兽战 2016-10-28 08:51:30

老唐解读的清晰

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

分级套利速成修正版

原创 唐朝 唐书房 2016-10-27

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

分级套利速成

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

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

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

溢价套利

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

具体操作步骤如下：

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



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

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

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

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

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

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

找到后，在基金分拆里，填上要分拆的基金代码和数量。代码就是你昨天申购的那个。数量稍微复杂一点，再去集思录，找到你昨天申购的那个母基代码，隔着母基名称，有一个「母基净值」。用以下公式算出可拆母基份额「你申购的资金×（1-申购费）/母基净值」。然后去掉个位数，填在基金分拆的数量里。有些券商可以提示数量，但稳妥起见，还是自己按计算器比较靠谱。准确公式本应是"你申购的资金/{母基净值×（1+申购费）}"，老唐为稳妥起见，做了一点点实战改进。

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

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

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

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

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

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

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

折价套利

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

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

具体操作步骤是：

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



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

第2步，排除A涨幅或者B涨幅为涨停板的不看；

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

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

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

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

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

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

阅读原文



芙蓉小桐朽 2016-10-27 10:52:37

花了半个小时总算搞懂分级折价套利了，总结一点就是买入的a+b价格合并起来除以2以后比母基金便宜2%就可以买便宜的Ab一个合并然后第二天到更贵的母基卖掉/呲牙是这样吗老唐

赞 4

作者

半小时就懂了，不是老唐写的太好，就是你太聪明/呲牙提个小瑕疵：如果将“卖掉”修改为“卖给基金公司”，基本就算完美了/大兵

赞 2



花下立清香季 2016-10-28 08:50:29

好不容易搞懂怎么操作，可是现今能折价套利的机会好像很少出现，人太多的缘故？

赞 3

被推入过去含 2016-10-27 18:14:16

老唐是天生教授，言简意赅，清晰全面，学了就能用，谢谢老唐！

赞 1

作者

哈哈，不敢当??

赞 2



冷言颜先生顽 2016-10-29 19:17:33

分级无唐朝，入门如长夜。/玫瑰

赞 1

作者

好有文采??过奖过奖，我也只是个二传手??



邪sJLuffy_abc 2016-10-28 17:27:44

这种使用手机版集思录的怎么玩？

作者

手机版只是不能根据成交量做筛选，其它都一样的。左上角有个向下的箭头选分级套利就可以了。

赞 1



爱7855123baby 2016-10-28 08:12:00

唐老师一步步的教程真是有耐心啊！可惜我没有五万元，但是您的文章仍然每篇必看/强。

赞 1



铁血1384大本营 2016-10-27 23:01:22

儿子今天成功做了一次套利:与一位排队的小朋友合伙买了两个麦当劳甜筒(第二个半价)/微笑

赞 1

作者

赞/强

赞 1



幽娆泪冽 2016-10-27 13:16:47

虽说是"速成版"，一点不比"手把手"干货少，该说的都说到了/强

赞 1



扑朔迷谁喊 2016-10-27 08:29:18

分级套利的收益比持股收益高吗？为什么大家都蜂拥去套利？套利的人太多了，是否会影响套利的收益？从操作的程序来看，应该会的。那么会不会有时明明看去有利可套，套完却无收益？不是都说人多的地方不去。还有，看你的操作并不难，我就没理解为什么分级a，b的涨跌原理。他们不像股价，投资看公司的价值，赚的钱。为什么，分级a都这么高的价格了，还有人买，不合理呀？不是说分级a都是机构买的多？/微笑

作者

你可以思考，我不给答案/微笑

赞 1



穆洛落教 2016-10-27 07:15:41

读过的分级资料里，只有老唐写的化繁为简阅读不累，深深的服气

赞 1



海灵户外水瓶 2016-10-27 04:10:30

我是看着图片点的，实在太像武功秘籍了/呲牙

赞 1



可靠的ew3zt1 2016-10-27 02:03:15

学习了半年，终于学会了/呲牙

赞 1



浮生渲染情剂 2016-11-05 15:48:27

申购，分拆，赎回，的搬运工啊



任玓小孩慎 2016-10-28 00:41:36

谢谢唐叔叔，又一个手把手。/偷笑/偷笑



zhyonly双子 2016-10-27 11:47:02

哈哈，是唐巨你写的好！从雪球到书房。满满的正能量和干货！谢谢！手财

以后等待手银中！（能有签名版的吗）/呲牙最近加入跑步行列也受你影响，偶像的力量是无穷的/呲牙

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

茅台三季报杂谈

原创 唐朝 唐书房 2016-10-28

收录于话题
#白酒分析专辑
52个

对今晚的三季报毫无期盼，饭后散步回来许久，才想起来下载财报看。没有期盼的原因，是因为情况基本已知，肯定是一份靓丽的报表。现在，已经远没有2013年和2014年熬夜刷财报，希望从中发现蛛丝马迹小变化的那种兴奋了。

早在2014年3月28日老唐发在《证券市场周刊》上的《2014，茅台的倒春寒》一文里，老唐就白纸黑字的写下了这样一段话「2014年-2018年，公司很大概率将重演2008-2012年四年的高成长故事。所不同的是，前一个成长，主要是靠价格驱动。而接下来的成长，将主要靠量的驱动。」

今天，已经是2016年10月，茅台的确走出了高成长，也确实没有调整价格，成长主要靠量的驱动。股价也磨磨唧唧地从2014-3-28日的118元收盘价（复权价）到了今天的317元收盘价——写下这段话，不是为了吹嘘老唐多么有预见性，或者装出一副牛X的股神模样，而是为了说：有些企业，它的商业模式和竞争优势决定了具备一定的可预见性。虚心是好事儿，但不能为了虚心，陷入了完全的不可知论中去。

套用巴神一段话说：每个投资人都会犯错，但只要将自己限制在少数几个容易了解的投资对象上，一个有智慧、有知识和勤勉的投资人，一定能够将风险控制在一个可控的范围内。你不必成为所有公司的专家，甚至不必成为许多公司的专家，你只要能对个人能力范围内的公司做出正确评估即可。你正确投资一家有着单一成功要素、简单易懂并且可持久保持下去的公司，与你投资一家有着多项竞争变量且复杂难懂的公司相比，即使后者已经经过你缜密而深入的分析，它们的回报最终也差不了多少。

比如茅台。绝大部分人读过我11天前发的《如何早知道》三篇文章及后面的一篇补充，稍微花点儿时间，基本上都能大体对茅台未来几年的经营情况，做出一个基本靠谱的推测。它是真正的一尺跨栏，赚到的钱，和追逐各种题材、猜测别人的心思、研究各种神秘莫测的线条指标赚来的钱，模样没有区别，购买力也没有区别。顺带说一声，大家交来的作业，我还在看。老唐没忘，只是邮件有点多，我争取在下周挑几篇较好的发出来点评。

扯几句三季报吧！但凡看过一眼财报的，都会惊讶那史无前例的、高达174亿的预收款。大家对174亿这个数字，很多朋友可能没有直观印象，我举两个数据供直观感受：
①目前的白酒业老三洋河，前三季度营收146亿，折合含税口径170亿，加上13亿预收，合计183亿。茅台现在手头的预收，大体顶上白酒业老三忙活9个月的全部努力；

②大家都知道，茅台的净利率约50%，意味着174亿预收款里面大约含有174/1.17×50%=74亿净利润。74亿净利润是个什么数量级呢？刚好等于2016年上半年除茅台和五粮液以外的全部A股白酒业上市公司的净利润总和。

是的，洋河、老窖、汾酒、古井贡酒、口子窖、今世缘、顺鑫（连顺鑫的养猪业在内）、迎驾贡酒、老白干、沱牌舍得、青青稞酒、水井坊、金种子、金徽酒、酒鬼、伊力特、皇台17家上市公司，调动那么多资源折腾半年，挣的净利润，茅台云淡风轻地放在池子里存着呢！

在股权激励以前，茅台会在会计规则范围内，尽可能地将报表利润做低，这个涉及到大批为茅台奋斗半辈子的管理层，是他们人生最大一笔也是最重要一笔财富，无可厚非。老唐在2015年4月24日发表在《证券市场周刊》的《茅台的春天》和今年4月1日发表的《茅台的供给侧之忧》中，都说过了，由于明年股权激励的原因，今年报表利润会尽可能做低。

无论做低做高，这些金钱都已经体现在报表上，只是暂时放在不同科目而已。

如果让老唐穿透报表迷雾，展示茅台的真实状况，那它可以简化成酱紫：
茅台2016年三季度合并资产负债表

资　产		负债及权益	
现金	654 亿	集团其他公司存款净额	123 亿
存酒	188 亿	预收款	21 亿
土地	35 亿	股东权益	901 亿
酒窖酒库	168 亿	归母公司股东净资产	868 亿
资产合计	1045 亿	负债及股东权益	1045 亿

茅台股份公司总资产是首次破千亿，创下历史新高。眼看着净资产也直奔千亿去了。当然，任何对茅台稍有了解的人，都会知道这个报表资产是严重偏低的：

其一是土地、酒库、酒窖都是按照成本扣除折旧以后入账。但谁都知道，今天你不可能用原价在茅台镇上买到一平米的土地，不可能去挖一口酒窖，更不用说还要扣除折旧；

其二是存酒全部按照制造成本入账，而哪怕将所有老酒按照普通茅台出厂卖掉，1块钱成本的茅台存酒，要变成超过12元的营业收入，其中会给股东带来超过6元钱的净利润。

预留21亿预收款，大约是茅台两到三个星期的营业收入，属于正常的收款、发货及入账周期。　于是，得出三季度合并利润表如下：

营业收入	405 亿
营业总成本	139 亿
其中：营业成本	33 亿
营业税金	54 亿
三费	52 亿
营业利润	266 亿
净利润	197 亿
其中归母公司股东所有的净利润	190 亿
每股收益	15 元

嚯嚯，这就是穿透过去看，实际运营着的茅台大致模样。当然，这是企业投资者才关心的问题，对短期炒股票的人而言，报表上体现的数字，才是重要的。对了，四季度是白酒的传统旺季，去年四季度95亿营收。今年怎么压，也只要做到105亿营收上下吧，喜欢看短期报表数字算增长率的，直接加上去即可。

借着这杂谈，感谢一下阿茅：老唐十月里股票无交易。过去九个月除了各个股票的分红买入国投以外，交易的市值不足账户市值的2%。依然是满仓，持股还是老掉牙的那几只：茅台、国投、民生H、招商H、洋河、信立泰、双汇。比例及交易明细都在雪球组合#老唐实盘#里。截止今天，依赖着我家阿茅扛起半边天，在不计算打新所得的情况下，今年账户收益大概22%的样子。作为一个呆坐不动的投资者，相对于上证指数-12%的跌幅，老唐知足了。



qq944023的春天　2016-10-28 23:08:54

这就是吃着猪蹄喝着小酒，跑着步把钱赚了，服气　赞 33



姐爸人茎痒　2016-10-30 08:22:31

五娘三季报的预收也逆天了，浓香老大，估值还低。比茅台何如？ 赞 3

作者

五粮液也是一台强大的印钞机，遗憾的是五粮液的管理层，他们的存在仿佛为了证明五娘的生命力：看，我们怎么乱搞，五娘都不会死，而且照样挣钱。 赞 15



薇薇宝贝耶传奇 2016-10-28 23:05:23

茅台是只好股票，然而一手都买不起/流泪 赞 15



黯然情泪意 2016-10-28 23:13:31

茅台在老唐面前已经没有任何隐私了，炒股炒到这份上也是没谁了，厉害！怎么没听老唐讨论过信立泰呢/疑问 赞 6

作者

因为研究还不够深入/可爱对于自己研究的不够透的东西，我一般多听多看少说/害羞 赞 7



弹的正义夫 2016-10-29 21:02:04

谢谢老唐提示，现金这个我弄懂了，可预收款这个没想透彻，难道是简易利润表的净利润197减去 简易资产负债表的21，等于176，也不是174呀 赞 4

作者

预收差额除去增值税后进入了营收。 赞 6



梁查器 2016-10-29 19:49:29

唐老师说说洋河呗 赞 2

作者

参看我雪球上的《可怕的执行力》一文，没有啥变化。三季度营收利润已经超过五粮液，前三季度的利润也超过五粮液了。 赞 6



蓝鸢尾赎 2016-10-29 15:18:21

我觉得老唐应该推荐穷爸爸富爸爸，这么多连一手阿茅都买不起的应该好好看看富爸爸 赞 6



为彼此难过归 2016-10-28 23:46:13

满仓不觉得遇到系统性风险没钱补仓亏了吗？ 我好几次遇到大盘跳水不知道该跑哪只，算来算去最终还是回吐。 赞 1

作者

此刻有钱，是买成现金好，还是买成股权好——我永远只会这样想。至于股价起伏的“回吐”，老唐早已经吐啊吐的吐习惯了/呲牙 赞 5



幸运的西诺天枰 2016-10-28 23:21:47

认真读完老唐《手把手教你读财报》的人，都知道茅台是一家好公司，

遗憾的是，手头的现金买一手都不够钱，个人觉得茅台现在的股价没高估，但是也不是显而易见的便宜，谢谢老唐的分享！ 赞 5



喜欢的拉拉誓 2016-10-28 23:14:20

14年2月145入的茅台到15年6月262出，6月底换了29的五粮到现在，

真不知道是对是错。/撇嘴 赞 5



叁日月宵宵 2016-10-28 23:09:30

关注唐兄好几年了，也学习唐老师好几年了，受益匪浅！非常地感谢

您！谢谢！！！ 赞 5

作者

客气，共同成长。 赞 5



go浅唱ai半夏 2016-10-29 06:00:17

请问老唐是怎样做到不理会回撤的了？我发现您对于回撤基本不管 赞 2

作者

这就是巴神说的投资一共只需学习两节课的第二课：一是学会估值，二是正确面对市场波动。 赞 4



铁石心肠级 2016-10-29 05:18:11

读着老唐的手财买了茅台，市值不断新高了。每次迷惑的时候看看老唐

的估值理论，心里马上透亮了，谢谢老唐/玫瑰/玫瑰/玫瑰 赞 2

作者

嚯嚯，你这本手财买的绝对超值?? 赞 4



的年代华 2016-10-28 23:15:46

老唐太牛了！ 赞 4



丁叮逗军 2016-12-25 11:40:05

不得不说老唐厉害。但是我还是泼个冷水：茅台是牛逼企业，但是在茅

台上股票赚钱的是少数。亏钱的一大把。

作者

在任何企业上亏钱的都是一大把，选择比较牛的企业，亏钱比例总体略小/呲牙 赞 3



尼玛太现实采 2016-12-24 11:27:45

请问老唐，最近在精读手财，请问个问题2013茅台年报固定资产折旧是（财报73页 累计折旧23.3亿）。但在管理费用中只有1.63亿（财报82页）。其他的到哪去了？谢谢解答 赞 1

作者

累计，是历年的折旧总和，分在过去各年财报里。 赞 3



遇不见悲伤某 2016-10-29 20:35:19

老唐，您微信里自己做的简易《资产负债表》我看不太明白，能不能细说一下呀？比如现金654亿（可官方财报是619.997亿），还有，预收款21亿（可官方财报是173.93亿）呀？ 赞 3

作者

你再看看其它的类现金资产，同时对照我编的利润表想想预收?? 赞 2



缺份依靠粉 2016-10-29 11:46:09

错失茅台是今年最大遗憾，身边80后朋友在重要场合都是茅台了，对这些变化反应太迟钝/流泪 赞 3



爱上条雨巷讯 2016-10-29 11:27:46

老唐能不能提前吹一下国投三年后多少钱啊□ ？ 赞 1

作者

个人看法，千亿出头还是靠谱的。仅供参考，据此下注，风险自负哈?? 赞 3



爱二同志八 2016-10-28 23:39:57

老巴的理论也是我最近感受强烈的。 同时持有5只股票总会出乱子，只持有一只就很淡定。 费心费力研究各种超出能力范围的题材不如刨根问底研究一家能力范围内的公司，只做一只股。 应该早早读老巴啊。 赞 1

作者

我还不敢只持有一只股票，纯本能的怕会有什么绞尽脑汁也想不到的意外。我习惯分散在三五个行业上，比较舒适的是3~10只股票之间的样子。 赞 3



九呎狮子 2016-10-28 23:05:29

睡前给老唐点个赞□！ 赞 3



单飞琉璃钥泰 2016-10-28 22:55:18

可惜没买过/微笑

作者

这个问题，我也无解/呲牙不着急，市场机会永远在，关键是练习做正确的事情。 赞 3



暖昧扰人心吉 2016-11-26 09:06:56

老唐，又回过去读了下您大作。有个问题一下模糊了。也看了雪球的陪读部分，没有答案。P129页，合并利润表是151亿，母公司利润表是118亿。差额151-118=33亿是怎么来的了？怎么一下我就忘了呢？

作者

控股95%的销售公司，如果赚取净利润10元，当年决定分红6元，则合并报表计入利润10元，其中归属股份公司股东所有的净利润9.5元，母公司计入利润6元。差额就是这么产生的。 赞 2



jxe695泼 2016-10-29 21:32:46

谢谢唐老师/微笑 赞 2

作者

不客气



洛眉纺 2016-10-29 15:04:23

拜读拜读，从雪球追到微信。我看完再推荐到雪球。好东东，共分享。

赞 1

作者

喜欢就好，分享到雪球就木有必要啦??

赞 2



幸运的西诺天枰 2016-10-29 10:47:39

套用这几天的热词，茅台就是白酒行业不可动摇的'核心'。□□ 赞 1

作者

是的，老大在前面靠自身魅力打开价格空间，使其它酒显得更具有"性价比"，小弟们的日子才好过??

赞 2



摯愛偉沫 2016-10-28 23:15:32

唐老师，您每篇都是精品啊！ 赞 2

作者

谢谢。

赞 1



饿叫赚大钱睁 2016-10-28 23:14:07

茅台系列酒在福建的混改如何看？ 赞 1

作者

坦率说，不太看好。不过，系列酒的成败，在几年十年以内，对茅台的影响都太小了。所以，无论怎么折腾都是好事，成，是锦上添花，败，是低成本经验。 赞 2



王功升 2016-10-28 23:13:05

预计收益率还会上升/玫瑰/玫瑰 赞 2

作者

谢您吉言/偷笑



金牛是樱酱呀 2016-10-28 23:08:21

三百块买的 赞 2



o陈英俊o 2016-10-28 23:00:51

做正确的事情 赞 2



旧时序猎 2016-10-30 08:34:23

很多人在118-300+的路上，倒腾掉手中的茅台，去“垃圾堆里翻垃圾”去了，买到、上车，却没有守住、抵达目的地，根本原因就是对茅台价值没有深入的学习和理解，对茅台未来发展趋势没有一个合理的预判，睁眼瞎一样。跟老唐一起“品茅台”，学到很多知识，不光在这家企业上能用到，在其他企业也能用上。请问老唐对于阿茅的估值是怎么理解的，低估的区间、合理的区间、高估的区间，老唐的范围大概是？ 赞 1



安幕风尘国 2016-10-29 21:43:35

今年只有一次交易，现在还亏5%，今年掉民生和平安的坑里面了/流泪，你是拉仇恨么 赞 1

作者

绝无此意，若有误伤，纯属意外/呲牙 赞 1



霖靓妍 2016-10-29 18:57:18

看茅台这样，我小五加油啊！ 赞 1



你选择逃避匀 2016-10-29 13:39:52

按常理，阿茅业绩不错，唐老师应该得瑟才对，此篇文章明显文风不对，求解/发呆

作者

可能是已经透支了嗝瑟吧??

赞 1



智瑾婷环 2016-10-29 11:21:37

关注好久了，非常感谢无私的分享。

赞 1



抹残败的笑帅 2016-10-29 10:23:41

我拿了将近四年海利得，感觉心态已经快接近老唐了，就是可能还年轻，留着二十万折腾交易其他股/撇嘴

赞 1



小空白课 2016-10-29 10:21:04

挺厉害！

赞 1



男姑娘实 2016-10-29 10:19:28

读了老唐的手财买的茅台，就是买的少了点。谢谢分享。

赞 1



灼伤弊 2016-10-29 09:14:30

老唐啥时候入双汇，也不吱一声

赞 1

作者

吱过好几声??



内些离念伴 2016-10-29 08:12:44

静候老唐佳音/坏笑/坏笑/坏笑

作者

你去中国证券报网站上翻翻，应该叫《上市公司速查手册》，每年都有一本，只是有点小贵??

赞 1



得我或失我笺 2016-10-29 07:29:46

老唐投资就像养乌龟，以静制动；任它股市血雨腥风，我确巍然不动！/强

赞 1



庸人不自扰索 2016-10-29 07:09:17

盼望着，盼望着，2017快要到了。股权激励落地后，茅台蓄水池里的利润就会释放出来，估值就会变低，股价要往上蹭一下。茅台是马拉松冠军，牛市冲刺中，茅台跑得不是最快的，但全程下来，茅台一定是第一个到达终点的。

赞 1



懂冷暖自知蔓 2016-10-29 06:14:23

老唐 有什么书籍或者杂志能够翻阅去年几百家公司年报 像巴菲特经常看的穆迪手册那样

赞 1

作者

有一本哪个杂志社编的合集，售价好像八百多，我没买过。名字忘了，回头我上网给你找找。

赞 1



差不多先还好go 2016-10-29 00:12:57

一季报后228买的，然后还想再买点，然后涨了三五元不愿多花，直到等到好像278齐着20pe又买了，终于坐上了反腐败的末班车！感谢老唐！还有董总！现在茅台是我的压仓基石！谢谢大师的教诲

赞 1



兔子呀48 2016-10-28 23:52:14

茅台公司确实好，但现在这价格也不便宜

赞 1



老妞的肥猫会 2016-10-28 23:27:07

深入了解企业才能人弃我取把钱赚/强 向老唐学习

赞 1



灬桃子小姐恋 2016-10-28 23:02:58

简明到位，功力深厚！/强

赞 1



与梦魇温存 2016-10-28 23:02:16

除了学习，还有什么好说的，马拉松

赞 1



enjoy雄鑫 2020-09-18 09:30:03

我在这里做一个自己的思考记录： 第一是关于简易表的货币资金654亿，评论是说货币资金+类现金资产，我认为那应该就是货币资金620亿+应收票据11亿+预付账款13亿+应收利息1亿+递延所得税资产9亿=654亿，把发放贷款及垫款的1.7亿和负债里的吸收存款及同业存放124.8亿相互抵消合并成负债123亿。 第二是关于预收款，我实在是没有想清楚为啥是21亿这个数据，而关于应交税费19亿、应付薪酬4亿、其他应付款14亿不算入三季报的资产负债表里，毕竟前面资产端的应收、递延所得税等都计算入现金类资产了，这个实在是想不通。 预收账款是174亿，期间包含了174-174/1.17=25亿的所得税同时也不计算入当时的负债，这个我也想不通。 评论中有：预收差额除去增值税后进入了营收、你再看看其它的类现金资产，同时对照我编的利润表想想预收。 哈哈 ，记录一下思考，以后万一想通了再来看看。[捂脸]



穆洛落教 2020-01-18 12:02:32

投资是跨三尺栏，而不是去跨七尺栏。这句话无价



海南姑娘哩 2016-11-26 10:48:29

走一步看一步？

作者

其实我在实盘买入的时候，写过原因的??



的年代华 2016-11-26 10:33:03

既然没看透信立泰，为什么还要买？

作者

你觉着会是什么原因？/微笑



错误的相遇镇 2016-10-30 10:08:29

看了这个才知道高手能把功课做到如此的程度，不服不行！



我爱热巴宝宝 2016-10-30 06:45:02

老唐这是手把手教如何透析茅台/呲牙



用户12368earth 2016-10-29 21:29:33

174亿预收=74亿利润好像多了，我算了下利润50亿都不到。另外请教

老唐，预收款没有体现到利润上总感觉不是人为的。应该是产量引起的？因为茅台酒的价格并没有预收款那么让人惊喜。

作者

没看懂你的算法，也没看懂你后面想问的是什么/晕



芥烟介酒 2016-10-29 16:59:28

茅台三季报来了，怎么不见老唐吱一声？原来不在雪球吱，在这里安安静静地杂谈。/强/强/强



宅宅宅大同女 2016-10-29 13:19:38

呵呵□ 你的持股和我的持股三只重合。



白羊xuanquanlv 2016-10-29 10:49:25

我昨晚统计了我上半年的收益率，上证指数-17%，我的收益率-15%，全面预期依然是负数/呲牙。不过看到您的全面近25%的收益率，我看到了希望，因为我以小博大的资本积累是有目的的-那就是让我村里能有产生现金流的东西()目前这个东西

雏形已经意淫出来了/呲牙



小栎暮徘 2016-10-29 08:49:17

熟悉的风格，一样的透彻，谢谢老唐，相对于市场更深刻的理解和认识

是第一生产力，收藏了。/微笑



得我或失我笺 2016-10-29 06:44:33

同学们跟着老唐座稳了，千万别下车



海灵户外水瓶 2016-10-29 00:13:31

老唐留的茅台的作业还在做，下午抽出了时间才做了点 还要继续做 不

能发给老唐也要在评论里露露脸



虚情寡义未 2016-10-28 23:58:55

分析太棒了 感谢分享 学习了 多谢



布布布布丁亻 2016-10-28 23:31:33

已看过了报表，就等老唐点评了，知道你忍不住不说，哈哈！

作者

被你看穿了/糗大了



欢和辞诠颂桌ok 2016-10-28 23:31:06

老唐太逍遥了 我们都是急吼吼的等季报看/撇嘴心态差距大呀



ALLOPS的老巢 2016-10-28 23:01:45

股灾后有次160多的机会买，介绍同事买了，自己反而买买。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

预期和预期差决定股价

原创 唐朝 唐书房 2016-10-31

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

业绩会影响股价，预期会影响股价，但对股价的短期影响，业绩的好或坏，远不如预期差的影响力大。所谓预期差，指市场预期你增长100%，而实际只增长30%，一般市场以阴线反应——不是你不好，是你不如想象的好；反之，如果市场预期你亏50%，而实际你只亏10%，市场反而可能以长阳回应——不是你迷人，而是你没有原来想象的那么烂。

就好比老唐经常说自己丑，等见面的时候，你发现也没那么丑嘛，就是普通邻家大叔一枚。好感度暴增！若是我天天吹嘘自己貌似潘安，才若相如，等见面发现就算是加上沙和尚，也只比至尊宝高那么一点点，你就会心头暗骂：切！浪费老子眼水！

国投，应该要步入"原来没有想象的那么烂"阶段了。
三季报信息不多，且雅砻江水电公司的三季报还没有公开披露，而国投经营数据，老唐已经在10月14号已经发布过《深秋里的一抹亮色》一文，点评过了（后面简称《亮色》）。那篇文章中，老唐写下了「火电最糟糕的时期很可能已经静悄悄地过去了，估值修复行情，或许渐行渐近了。甚至可以更乐观一点看，整体经济也许已经悄悄翘头了。」目前，这个判断不变。

面对短期用电需求低增长的现状，老唐对未来持极度乐观态度，我们的人均耗电量相比发达国家还有很大的增长空间。中国人对能源的需求增长，我不认为我这辈子会看见天花板。从1949年全国总装机一共185万千瓦（相当于雅砻江锦屏一级水电站360万装机的一半左右，相当于国投公司总装机的不到7%），发展到今天，全国装机超过15亿千瓦。60来年，增长超过800倍的期间，多少"天花板"和"过剩"的聒噪和担忧，最终都是以拉闸限电的啪啪打脸声收场。这次，也没啥不一样——个人观点，仅供参考。

观点类的东西，不多说了。今天老唐想把三季报数据拆开，我们一起来看数据，看是哪些因素影响着今年利润的变化，这些因素未来是否会继续存在？注意，老唐这是自制简表，只列重要数据，且是四舍五入过的非精确数据，主要用以看概况。

科目	今年1-9月	去年1-9月	同比金额	同比增速	变动原因	可持续性
营业收入	221.4	243.9	-22.5	-9.23%	降电价	no
营业成本	104.4	111.8	-7.4	-6.62%	煤价下跌	no
财务费用	37.9	45.2	-7.3	-16.15%	降息	yes
投资收益	7	4.5	2.5	55.56%	新增投资	yes
营业利润	75.8	81.1	-5.3	-6.54%		
营业外收入	7.9	11.3	-3.4	-30.09%	退税	no
营业外支出	6	0.08	5.92	7400.00%	计提曲靖	no
利润总额	77.6	92.4	-14.8	-16.02%		
所得税	9.9	7.9	2	25.32%	优惠到期	no
净利润	67.7	84.5	-16.8	-19.88%		
归母净利	34.1	45.4	-11.3	-24.89%		
每股收益	0.5	0.67	-0.17	-25.37%		
				不利因素加红		

下面来解释这张表

①营业收入同比减少22.5亿，降幅9.23%，是由于今年降低电价造成的。降低电价的主要理由，是煤电联动，去年煤价大跌，所以降低电价让电厂让出超额利润支持实体经济。然而，发改委在煤炭的供给侧改革上操作过猛，煤价连涨11个月，从底部到现在翻了一倍有余，已经创下近三年多的高价了。因此，明年降电价的因素，是肯定没有了。若是今年最后两个月煤价继续维持高位，按照煤电联动的政策，反而需要上调电价了。也就是说，电价这个问题上，可能利好，可能啥也没有，但确定不会更糟；

②营业成本同比减少7.4亿，同比降幅6.62%，降幅小于营业收入。大体上说，去年45.8元成本卖100元回来，今年要47.1元成本才卖100元回来。公司承担了近3%的成本变化。这个核心因素，是三季度电价没变，煤价迅速上涨，抬高了成本。上半年，国投旗下所有火电厂，平均发1度电，耗标准煤306克，电厂用煤折合标煤单价390/吨（不含税），意味着每度电的直接煤耗成本约390*1.17/1000*306/1000=0.14元，加上电厂运行自耗部分电力，直接成本可以按照0.15元/度估计（《亮色》里谈到过）。

基本上动力煤市场价格每上升30元，电价的直接成本就会提高约1分钱。所以，煤电联动政策也是煤价涨30元/吨，则电价提升1分钱。此时，距离年底还有两个月，估计煤企和发电厂，都盼望着煤价再涨高一点。虽然电厂用煤都有长协价，但伴随市价的上升，下半年用煤成本提升是在所难免的。由于煤电联动的电价是每年1月调整，所以，三四季度煤价上升部分，就只能由火电厂自己扛了。只有待来年，要么煤价被发改委干下去，要么电价跟着涨上去，总之，要么成本降下来，要么通过电价上调把成本增幅转嫁出去。所以，三季度煤价的不利因素，四季度也很不乐观，但明年将会消失（除非发改委不要脸不要命，又取消刚发布的煤电联动政策）；

③财务费用减少7.3亿，同比降幅16%，这是利好因素，《亮色》里谈过。目前是利率下行期，今年前九个月财务费用减少了7.3亿，一方面是跟银行协调降低长期贷款利率，另一方面是借较低利率的新债，归还较高利率的旧债，一出一进就是利润。这方面的利好因素，今年明年还能陆陆续续地看见，比如前天（10月28日），国投刚刚成功发行了一笔5年期的新债，利率3.1%；

④投资收益增加2.5亿，同比增加55%，主要增幅来自对赣能股份（sz.000899）的投资和卖掉南阳火电的收益。赣能股权已经获得，这部分收益，明年或增加或持平或小幅降低（取决于赣能的净利润），但确定不会大幅减少，因此这个利好因素继续存在；卖掉南阳火电，赚了近1亿，这笔收益，明年同期是没有的；

⑤营业外收入减少3.4亿，降幅30%。原因在《亮色》里谈过，“雅砻江水电和大朝山2015年增值税超过8%的部分，即征即退（退税算利润表的营业外收入），2016 年和2017年变成超过 12%的部分即征即退”，（同时还有今年经济不景气，地方政府手头紧的因素在）。这部分，2016同比2015减少，但2017年同比2016年，政策无变化，利空因素消失；

⑥营业外支出增加5.92亿，增幅7400%。这是一次性计提东源曲靖5亿多担保事件造成的，属于保守做账法，是假设东源曲靖1分钱也还不出来，全部损失由国投负担了。最终实际上的结果，东源可能真是要钱没有，要命一条，也可能还能榨出几两骨油。但无论怎么样，明年，这个因素没有了。如果东源没钱，那就此翻篇，无利空；如果东源那儿还能榨出个三瓜俩枣，会增加利润，是利好因素；

⑦所得税增加2亿，增幅25%。这个利空因素，在《亮色》里也谈过“雅砻江水电的锦屏一级和锦屏二级两个水电站，2015年是免所得税的，2016年起（至 2018年）变成减半征收”。这个因素和前面增值税退税同理，2016年同比2015时有负增长，但2017和2018年同比2016年，政策无变化，无负面影响；

最终以上各种因素叠加，2016年前9个月，国投电力净利润67.7亿，归母净利34.1亿。假如我们考虑明年同比，上述利空因素，煤价上涨利空还在，出售南阳火电近亿的收益会消失。而利好方面，火电的煤电联动足以对冲煤价上涨利空（或煤价不涨、电价也不涨），加上财务费用的降低及约6亿营业外支出不会再现，估算可增加合并报表净利润七八亿，增加归母净利润三四亿，确定的同比增幅约10%左右；

上面的10%+是确定性增加，另外还有个不确定的东东：假如最后两个月煤价没有大跌，明年元月电价如期上调，火电部分也许只是抵消成本上升，但水电部分增加的则是无成本的税前利润，收益提升会很惊人。目前市场依然沉浸在对发电企业的悲观预期中，未来"没那么糟"的预期差出现，以及可能变好的新预期，将是国投估值修复行情的主导因素。

提请注意：目前国投价格6.65元，市值450亿，介于老唐2016年1月11日和1月28日两次进入的价格区间内（11日最高7.24元，28日最低5.75元，老唐分别在这两天买的，具体买价忘记了），目前国投已经是老唐的第二大持股。以上看法中，或许有大量"情人眼里出西施"的因素在，请各位参考数据，参考逻辑，切勿直接引用结论。切切！切切！

PS：等老唐有闲心的时候，把国投所有资产大卸八块，一件一件摆出来估值，顺带把川投和长电，一起拉过来做参照物，给它们也来个全裸亮相。这可能是个大坑，先挖了，有没有心情填，再议！哈哈。



小疯纸灬儒 2016-10-31 00:36:52

看老唐的财务分析酣畅淋漓，简单明了！且不说明年预期增加多少，但是目前的股息率让人偷着乐……相比老唐，食品饮料配的太少，消费类医药配的多些，可惜老唐不喜欢中药，要是能分析几个医药股就更让人意外之喜 赞 14



我祥最美吮 2016-10-31 06:47:57

觉得老唐读财报跟其他所谓大神最大的不同在于，老唐不仅仅关注数据表象，更重要的是能够找到数据变动的原因，分析是偶然性因素还是可持续的。非常受用，赞一个。 赞 13



张萌萌最爱酥 2016-10-31 00:33:36

太棒了，就等老唐解读国投，现在越来越了解老唐，越发觉得股票没那么容易！愿我以后也能如老唐一般吧！/偷笑/偷笑/偷笑国投是我的第一大仓位股！继续持有！我也等待奇迹！ 赞 7



将臣的心天蝎 2016-10-31 10:03:15

老唐有空的时候能不能也给茅台估个值呢？茅台有价值无用质疑，到他值3000亿还是5000亿还是2000亿，小韭菜搞不懂

作者

这种事情，我2013年到2014年做过很多，现在不做。非不能，是不宜。请体谅?? 赞 5



为他命住 2016-10-31 10:48:17

老唐的分析一如即往的简单明了，引得粉丝好声一片，怕你骄傲，批评

一句，手银啥时候写完？专注一点，大家都等着看呢！另外，有时间写字没时间跑步吗？

赞 4

作者

手银，上月底已经完工交稿。跑步，本月十次，合计121公里。下午索性我写个本月小结给大家汇报一下/呲牙

赞 4



当凹遇上凸而 2016-10-31 07:04:07

老唐老是在原地挖坑，不，挖矿

赞 4



myhome久久房产 2016-10-31 06:37:35

漂亮得令人发指！静待唐朝扒光长电川投。

赞 4



暖微凉巫 2016-10-31 01:11:52

拜读！能把枯燥的报表如此生动的解读，由浅入深，有理有据，好像之前读《手财》一样，由衷的佩服之感！下周我也要学着做表分析，表虽简单，但分析见太功夫！/强

赞 4



_七爷威武双鱼 2016-10-31 00:16:08

感谢老唐，到底是用数字说话令人愉悦。期待电煤价格稳中有升电网上调电价。

赞 4



真闺蜜哨 2016-10-31 08:08:21

老唐辛苦了，连个季报都分析得那么透彻，不过嘛，国投3、5年内，两河口建成前，也大概就那么回事了，还请老唐以你一贯长期投资者眼光给我们分析五年后雅砻江这条“钱江”值多少钱，国家分多少，银行分多少，留给我们这些国粉又有多少，至于国投的其他火电等资产，只要不是负资产，就当安全边际吧。

赞 3



爱爱爱爱痛播 2016-10-31 02:06:01

等老唐的大卸八块/呲牙

赞 3



澎湃先森仿 2016-10-31 00:18:18

等待看大坑，等待大卸八块，等待仨电厂全裸表演/色

赞 3



梦中的人生职 2016-10-31 00:12:56

从雪球追到微信，看了老唐的文字，才好放心碎觉。

赞 3



国庆那天兴 2016-10-31 00:10:13

希望老唐把挖的大坑填起来/偷笑

赞 3



陌芯涵攻 2016-10-31 00:04:06

老唐，好准时，看完碎觉/强 赞 3

Oh.

辰你还有我吾 2016-11-01 12:45:31

请问雅砻江公司自己的财务报表在哪里可以下载 赞 1

作者

这里没法放链接/擦汗你搜一下中国货币网，然后在里面再搜雅砻江水电。如果还不行，等明天我发雅砻江水电三季报的相关文章，我这会儿正在写，届时我把下载地址做成二维码放在文章里。 赞 2



游戏公司招托 2016-11-01 08:50:25

刚才没写完就误碰发出去了。火电的电价明年不会调高调低，而煤价如果发改委控制的好，前两季度继续冲高后回落，三四季度可能略低今年三四季度就不错了，而15、16年火电的量价齐跌，其效果会延续到17年，因此，火电部分在17年必亏，只是亏多少的问题。 赞 2

作者

感谢赐教?? 赞 1



眼乏狼 2016-10-31 18:36:25

不赞不足于平民愤/呲牙 赞 2



缺席咬 2016-10-31 09:45:09

很期待老唐的国投掰开分析，昨天又买了不少书，人丑没钱，不读书怎么淫。/呲牙 赞 2



向右宅 2016-10-31 09:04:19

如果商业模式都像水电那样简单，如果券商都像老唐那样写研报，炒股该是件多惬意的事。国投没撒好操心的，不知道能不能等到信立泰的分析 赞 2



沫木兮贵 2016-10-31 08:28:29

简单粗暴，我初中毕业也能看懂。好。 赞 2



阳光的中雅素9 2016-10-31 07:21:17

最担心的是价格管控，如果水电价格不联动怎么办？ 赞 2

作者

凉拌，要是发改委非要坑电力企业，护煤炭企业，你也不能把它肿么样。但，它为什么那么

干呢？真当电厂不是亲儿子嗦??实际上，电力企业的政治势力，恐怕比煤炭企业还要强大些??

赞 2



夜郎志大19791 2016-10-31 03:29:00

自己挖的坑，记得含着泪也要填完啊/呲牙

赞 2



剩友谊女 2016-10-31 00:13:53

茅台国投二选一选了国投的飘过/流泪，承老唐吉言，明年有希望翻身

赞 2



万产肚 2016-10-31 00:10:35

学完会计，对这些科目果然都看明白了

赞 2



鹿戸有理奈之歌 2016-12-19 21:57:11

赞一个！读了很多遍，还是看不够，小小的打赏一下。

赞 1



旧岛找 2016-11-30 21:21:25

在老唐这做个记好号，好好学习

赞 1



叫硪兆琪君n 2016-11-11 11:48:46

关于财务费用进一步降低的预期，我查了一下降息主要在2015年降了1.25个百分点，2016年未降息。公司在对贷款利率下降与银行的协调调整在2016年度应该运作的差不多了吧，明年再进一步降低的空间还有那么大吗如从7.3亿推算全年降低利息约9.7亿，已经占950亿负债的一个百分点了。除非明年能进一步降息

作者

明年继续降息的可能性很小，但还是会继续发新债归还到期或者没到期的较高利率的旧债，从而减少部分利息支出。同时，利息降低所需要去对冲的增值税、所得税和营业外支出的负面因素，在明后年基本没有了。

赞 1



林包子姓 2016-11-01 08:25:22

感谢老唐叔叔，手银怎样才能够买到您签名版的呀？/微笑

赞 1

作者

回头我和出版社沟通，尽量这次能部分满足这个需求。谢谢??



ALLOPS的老巢 2016-11-01 08:05:17

电力是公用事业股。国家可能不会让国投赚钱太多。会不会在两河口建成发电后，国家又来限制雅砻江电价？老唐有没有这方面考虑。

赞 1

作者

用户，电厂，电网，三家之中，电网国有成分最重，其次是电厂，最后是用户。就目前来看，目前的电力领域的改革方向是越来越利于低成本可再生清洁能源。



幕兮兮累 2016-10-31 09:35:37

看一下电煤价格，江苏2015年平均398，2016到目前为止平均386，

要触发联动均价要到428，算下来要后三个月平均电价不少于554才能触发电价上调，而9月江苏电煤价格479.6，还差不少。2014年至今也只有1个月超过550，所以年底触发电价上涨概率很低。 其他安徽，天津都是类似。 但毛利下降可以一定程度由上网电量增长弥补，看三季度福建，天津上网电量都同比增长不少，2014年平均煤价远高于今年，但火电厂也是赚得锅满盆溢的。

赞 1

作者

??



控实润粮 2016-10-31 09:27:13

期待对国投大卸八块

赞 1



浮生渲染情剂 2016-10-31 09:27:00

等着看估值，算算可以涨多少/微笑

赞 1



小沫晾 2016-10-31 07:43:22

就目前的估值看，个人觉得国投比茅台更有优势啊，老唐国投第二仓

位，显然还是认为茅台性价比更高。老唐可否对比下这两家公司的投资逻辑呢/呲牙/呲牙

作者

细说要几万字，简单说就四个字：经济商誉??

赞 1



冷言颜先生顽 2016-10-31 07:30:34

赞赞赞！脑残粉留！/害羞

赞 1



浅们的许诺领 2016-10-31 06:48:28

望穿秋水，酣畅淋漓，大赞老唐。

赞 1



锞寵瀹双子 2016-10-31 06:31:27

再来一发估值，那就差商业管理和调研了！投资不是儿戏/呲牙/玫瑰

赞 1



我怀片冰心断 2016-10-31 05:33:57

老唐,我表示愤慨，我表示抗议!这么好的文章，半夜里发,纯粹是不想让人睡觉。/呲牙 幸亏我今天早上5点钟才看到,否则的话越看越精神，怎么睡呀！/色为粉丝的健康计,好文章切忌晚上发。/呲牙/呲牙/呲牙/呲牙

赞 1



玉如陌上人教 2016-10-31 02:29:18

坐等老唐全裸，不对，是让长电、川投全裸

赞 1

穆洛落教 2016-10-31 00:22:34

好文，不赞不足以平民愤！

赞 1



荊致虚偽锐 2016-10-31 00:21:03

你费心力我持股，不说谢谢不足以平民愤/抱拳

赞 1



北黎不夏砖 2016-10-31 00:18:09

看老唐写的东东很久了，受益匪浅。赞手财期待手银

赞 1



独为迩存在卷 2016-10-31 00:14:19

天亮开市买两手国投压压惊/发呆

赞 1



孤寂旅程红颜 2016-11-29 16:39:08

看了老唐的三季报拆解，深感钦服。我立刻把我的自选中的三季报看看



温存疯丫头败 2016-11-02 10:02:01

读手财，参考老唐对国投财报分析，受益良多



超级风萧萧003 2016-10-31 23:03:02

好文！感谢分享。受到启发之处是分析利好利空因素是否还会存续。我之前只会分析哪些因素导致关键经济数据变化，这是过去思维，老唐的分析提示我要关注这些因素的存续性，这才是买卖股票的未来思维。



happy惘秧 2016-10-31 11:01:14

非常感谢分享！每次读完都有一种赫然开朗的感觉。



happy小么么熊 2016-10-31 09:02:17

不得不说两句，我感觉自己的投资方式是由辛巴领入门，但最终在老唐这里获益最多，感谢辛巴的启蒙和老唐的高阶指导。



不变的爱仙 2016-10-31 08:52:21

每次读到老唐的文章，总是感觉意犹未尽，如沐春风，由衷地佩服老唐

强大的逻辑思维能力，希望自己能在阅读过程中得到提升，为老唐点赞！天道酬勤！/呲牙



悄逃切碗 2016-10-31 08:49:01

哈哈，看老唐的文章就是好货多。



刺眼的情侣弒 2016-10-31 08:29:59

事情大部分时候是没有想象中那么糟，也没有想象中那么好



帅帅先森玩 2016-10-31 08:29:07

期待最后的填坑/鼓掌



咏琪爱心凌消 2016-10-31 08:24:51

简单粗暴

陌唯若傻 2016-10-31 08:22:34

疱丁解牛，信手拈来，高！



刺眼的情侣弒 2016-10-31 07:45:40

谢谢老唐，不赞赏不好意义提出分析川投的请求^ω^



咯经济滩 2016-10-31 07:32:56

主要是学习老唐的分析方法。



白颜夕仿 2016-10-31 05:56:18

我决定早起看，一天精神好



单单安安门口j 2016-10-31 00:54:31

一直在刷雪球，想看老唐和山行评价国投三季度报告，没想到跑自留地

来了。赞一个

白羊xuanquanlv 2016-10-31 00:52:59

老唐 从下至上选股，一直不更新。还挖坑。。。



惠小傻银 2016-10-31 00:44:57

听您这么一说，就放心了



虐心眼 2016-10-31 00:27:18

坐等填坑



黄金龙脉 2016-10-31 00:21:22

加油，自己挖的坑一定要填啊



子千畅要 2016-10-31 00:16:42

业绩快报出来后差不多能预料到这个结果，发电量与去年同期相比基本持平，电价掉了一大块，再加上曲靖的计提。其实现在最关心的是消纳，也不知雅中啥时候开建



变成气球弧 2016-10-31 00:13:16

沙发

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

10月小结

原创 唐朝 唐书房 2016-11-01

收录于话题
#老唐实盘合集
108个

10月的记忆

①投资。

本月无交易。过去9个月，除了收到的分红都买进了国投之外，其他调仓交易占股票市值比例不到2%。仍然一如既往的满仓，持股依然是老掉牙的几只：茅台、国投、民生H、招商H、洋河、信立泰、双汇。依赖着我家阿茅今年给力，老唐前10个月侥幸获得22%+的收益（不计打新所得）。

一月份有两成左右的调仓，但至今没占到啥便宜，也没吃亏。也就是说，一月份动与不动，收益差不多都是目前这个样。详细交易及持股比例，在雪球组合#老唐实盘#里有。收益和仓位上稍有区别，是由于雪球组合不支持港股和A股混编，所以实际持仓的H股银行，组合里用A股替代。

这个收益虽然不咋地，但作为一名任何一次暴跌都满仓在场的呆坐型投资者，相对于上证指数12%+的跌幅，老唐知足；





问：老唐，你截图里能显示今年以来涨幅的，是什么股票APP？
答：万得股票。

问：收费吗？我怎么找不到今年涨幅？
答：免费的。点股票后面涨幅的具体百分比，就会出来了。不是点“涨幅”两个字。

②阅读。

10月，读过的投资类书籍有《做空：最危险的交易》、《股市之神是川银藏》、《商界局外人：巴菲特尤为看重的八种企业家特质》、《穿过迷雾：巴菲特投资与经营思想之我见》，前三本都在唐书房发过读书笔记和书摘，最后一本，还没来得及写笔记。

四本之中，前两本不推荐，后两本推荐。财报研报就不提了，娱乐类，同时追着三本网络YY小说：《我要做首辅》、《我要做皇帝》和《佣兵的战争》，哈哈，bigger不高，各位莫笑！首辅和战争都不错，皇帝略逊一点，但也还可读。



问：老唐，你这能显示读书阅历的是什么软件？

答：多看阅读。安卓苹果均有，手机ipad均可，下载即可。我用的是kindle刷成的多看系统，好处是看书时划线笔记，可以直接同步到自己的印象笔记里。怎么刷，问度娘。

问.老唐，你读书读财报用的是什么软件？

答：读闲书用kindle，读财报用福昕阅读软件，读研报用慧博。

③码字。

刷雪球少了，码长文的时间多了。10月内，虽然头一周外出，但后面二十余天，居然在唐书房里码出投资感悟、财报分析、读书笔记等类别的原创文章二十余篇，近于每天一篇的节奏，实在是自己都有点佩服自己的话痨了！

另外，很多朋友关心《手银》的进度。这里统一回复：上个月已经交稿，目前编辑中，估计元旦前能面世。新书可能比《手财》略厚一点点，两本书重复的内容应该有5%的样子。谢谢大家的关心。

④跑步

十月跑步10次，合计121公里。2016年前10个月合计跑步1267公里。长跑30个月以来，合计跑步4010公里，累积跑量首次突破4000公里大关。





问：老唐，你这是什么跑步app？需要带着手机跑吗？
答：我用佳明手表及其配套官方app，不用带着手机跑。如果可以接受背着手机跑，不用买手表。直接装一个跑步app即可，我曾经试用过的app中，比较好用的有：郁金香、咕咚、悦跑圈、Nike+，推荐郁金香（上面这个统计就是郁金香里的，自动和佳明官方app同步数据）。

⑤影视
就跟了一部美剧《指定幸存者》，目前是第1季第5集。《西部世界》听说口碑很好，可惜我没看进去，可能还是需要去营业厅给智商充充值才行，养肥以后再试试能不能看进去。
国产电影里，就模仿《疯狂的石头》的《追凶者也》还凑合，虽然比石头差好多，但还可以看，其他没发现啥能看完的。

没了。时光如梭，还有好些事情还没来得及干，一个月就结束了。这个月，你过得还好吗？写个总结给自己吧，记录平淡也是珍贵的记忆！独一无二的。



苏亚梦务 2016-11-01 10:10:47
求老唐成本价 赞 4

作者
所有股票的历史最高价加上5%，大致就可视为老唐的成本价??.....不是调侃，请深思此答复，重要。 赞 49

客居博浪沙 2016-11-01 12:14:57
63的阅历，53的心态，43的年龄，33的嗓音，23的身体，唐朝了不起。/强 赞 29

作者
哈哈，总结的好，谢谢谢谢/抱拳/握手 赞 14



打豆豆也吃肉肉 2016-11-01 10:06:44
22%啊，真不一般。 赞 16

作者
能对22知足的，都是老江湖/呲牙正所谓：江湖越老，胆子越小/抱拳 赞 29



笑眸观 2016-11-01 07:57:40
回顾了自己的前十个月，惭愧，35万的资金做了1000万流水（券商肯定喜欢我不喜欢老唐），结果收益只有5%/饥饿/困/冷汗 赞 10

作者

35万做了1000万流水，还能盈利，已经是高手了??

赞 25



糖糖lovesweet 2016-11-01 07:56:21

看似“呆坐”，实则“大智慧”，完整的参透了投资的本质。读书健身，是对自己最大最好的投资，而且还是最便宜的投资。与老唐同行，紧追老唐的步伐！

赞 24



苏婆妄 2016-11-07 23:40:52

为何是加5%而不是10%？？小弟愚笨，求老唐指教/冷汗

赞 1

作者

（字数超限，续上条）不仅投资，人生所有选择都如此，机会成本才是成本，历史成本不是成本。我说历史最高价+5%，是想表达我曾有那样的机会将它换成钱去做理财，但我没有。那就是我当时的机会成本，继续持有，说明我对它的看法比那个机会成本高。所以，除非我的看法发生改变，否则，我不会卖出。

赞 23



冷霏羽女 2016-11-07 23:21:57

还是老唐根本就没想过卖掉它们？没有成本价这个概念？

赞 1

作者

股价的未来，跟你的成本价100或1，毫无关系。关注成本价并以市价与成本价之差（浮盈或者浮亏）来做出买卖决定，是绝大部分参与者在市场亏损的核心原因之一。忘掉那个成本价，真正应该影响我们的是机会成本，也就是说，我现在这个市值做别的，收益是否确定能更高？若是，卖，换。若否，持股不动。

赞 16



神放倒众生馒 2016-11-01 10:44:41

总结的不错，只要没偷懒，我们就很满意，为了大家消费闲暇时光你还是忙一点好，不过，看来财务自由了还要天天烧脑练武功，理想与现实差距大呀/呲牙

赞 4

作者

只要做自己喜欢的事儿，上班不上班不是啥本质区别。我在家闲了十年了，确实真觉得天天时间都不够用/呲牙

赞 16



乃丫头陈 2016-11-01 11:54:37

为什么我打新从来没有中过？唐老师可否分享一下经验

赞 3

作者

时机未到。时机一到，新股自然来。就是个概率累积，量变引发质变的游戏，平常心视之，

机械参与即可。 赞 15



无标题锁 2016-11-01 08:19:10

老唐的人生无法复制/呲牙 赞 5

作者

日拱一卒，过好自己。我们每个人都是独一无二的，无需复制别人???? 赞 15



苏苏苏饼希窃 2016-11-01 09:05:20

老唐真有毅力，敢问贵庚？方便认识下不/呲牙 赞 5

作者

43，我们早已相识于网络了啊??就沟通的深入程度而言，你对老唐的了解恐怕已经超过很多线下朋友了吧?? 赞 14



你爸爸是我哦了 2016-11-01 12:03:17

是不是因为唐老师持仓大，所以相对来说更容易中？您中签概率大概是多少/微笑 赞 3

作者

准确的说，小资金更容易中，资金大了，单个账户里超量资金其实是浪费。被执着了，慢慢打着，累积下去就行了。以现在一签基本过万乃至数万的收益率水平看，十万资金的账户一年里能中一签，就是属于中签率超过平均水平了。 赞 10



小格格半 2016-11-01 08:13:15

看老唐这阅历，令人汗颜，简直一部阿甘正传哪 赞 9



用壹生守护你99 2016-11-01 07:59:21

老唐的生活质量实在是高啊！ 赞 8



朵艳艳竞 2016-11-01 08:56:39

老唐的阅读速度真是令人佩服，我想很多人都对您的阅读方法有兴趣，比如如何加深重要内容印象？会不会拿一本笔记本一边写笔记？怎么提高看书速度又能高效阅读，老唐可以分享一下您的经验吗？ 赞 4

作者

纸质书，我直接书上划线写字。电子书，划线批注可直接导入印象笔记。 赞 6



暗网未来 2016-11-01 11:18:54

将老唐持股的历史最高价加上5%视为老唐的成本价，在此之前任凭地动山摇，我自持股不动。这个，臣妾做不到啊！ 赞 2

作者
这个思考错了。“在此之前”四个字，整个投资体系都有问题啊/抓狂面壁面壁/呲牙 赞 5



遇不见悲伤某 2016-11-01 09:18:36
老唐你把自己安排的满满的， 还有时间陪家人吗？佩服佩服/强/咖啡 赞 1

作者
哈哈，我和家人24小时在一起?? 赞 5



硪叫赚大钱睁 2016-11-01 13:12:38
夹头 看到值50元的好文，也只舍得拿1块来打赏。/流汗/流汗/流汗 赞 3

作者
没关系，有一块钱的鼓励和认可，老唐也很开心/呲牙 赞 4



爱情来砸门 2016-11-01 11:21:14
老唐，今天本想用你的分级套利方法尝试下，资金刚到位，不曾想到你的那篇文章没了。/流泪 赞 2

作者
在啊！原文有个小疏忽，第二天发了个更细的修订版。 赞 4



情调呐兰 2016-11-01 08:15:41
扎硬寨，打呆仗。老唐/强 赞 4



秋心正暮雨辽 2016-11-01 07:53:03
跑步能不能改成游泳或瑜珈？跑步对身体的负荷是比较大的 赞 4

作者
看个人喜欢吧，反正只要动起来，都比沙发土豆强?? 赞 3



专业平台搭建M 2016-11-01 07:49:00
写总结，是个好习惯。赞一个/呲牙 赞 4



波风雪无 2016-11-27 21:06:50
偶然的机会发现了你。/尴尬/呲牙这个说法有点肉麻，^_^笑笑就好。
你的这种生活状态就是我想要的，目前正在努力搭建中，希望能够成功。前提是努力学习，

并实践得到相应的回报/调皮。正好多看看你的好文，学习感悟与经验。 赞 3



夏影灼瞳勾 2016-11-01 14:59:53

老唐，您现在跑步穿什么衣服啊？出汗了怎么办？现在北方天气太冷，又想锻炼，又不想出汗。/可爱/可爱/可爱 赞 1

作者

现在我还是短袖短裤，等冬天就长袖长裤，偶然也多一件外衣。锻炼不想出汗，恐怕不得行哦/呲牙 赞 3



剖腹取娃长 2016-11-01 10:36:15

老唐，跑步需要很多准备活动和肌肉练习，需要注意！ 赞 3

作者

谢谢/抱拳 赞 1



俊明王子哦乐园 2016-11-01 09:41:55

向老唐学习，向老唐靠近，因为我也是那个时代的中专生/呲牙/呲牙 赞 2

作者

/抱拳 赞 3



半夏微衰 2016-11-01 09:08:27

大家学老唐，券商很抓狂！ 在3.0时，老唐的损失也不小吧。有些资金是开期指空单对冲的，想知道老唐在这方面是怎么考虑的。 赞 2

作者

3.0是什么时候，记不得了。不是装x，是真没印象。对于波动，我没啥考虑，考虑了也没用?? 赞 3



依依梓萱茄 2016-11-01 08:05:54

呆坐型满仓投资者 赞 3



澎湃先森仿 2016-11-01 18:26:49

老唐的持仓俺都还能理解，就是信立泰不太清楚，有空的话能不能写一篇信立泰 赞 2

作者

会写的，只是要写的东东太多，信立泰只能很靠后很靠后了/偷笑 赞 2



温情与兽员 2016-11-01 13:36:58

被国投套了，还是希望能再跌点，要是能跌到5快就更好了，每月定投！信老唐，有钱，/呲牙/呲牙我也愿意把整个国投给收了！ 赞 2



不变的爱仙 2016-11-01 11:58:16

跑步，投资，阅读，影视。都是我喜欢且坚持的事！！为老唐也为自己加油！ 赞 2



可伶可俐橡 2016-11-01 09:12:13

厉害了我的唐。看这种文有一个莫名的感觉，很喜欢。对了，你推荐的书昨天狂欢节半价都买了，准备读起。 赞 2



小山羊洋时代 2016-11-01 09:03:06

老唐的H股持仓是哪几个？比例各多少？能否分享一下/微笑 赞 2

作者

汗，不是写的清清楚楚咩？?? 赞 2



栈楠day 2016-11-01 08:36:50

坐等老唐的手银和附带的陪读帖/转圈/转圈/转圈 赞 2



从逝擦孟 2016-11-01 07:48:48

简单充实的人生，看似简单，却一般人也是望唐莫及，坚持！ 赞 2



姑娘妳真招暮 2016-11-20 16:06:50

认真学习老唐的记录，推荐的书要读！申请一本《手银》签字版，我先认购10本书送朋友 赞 1

作者

/OK/握手



没心没肺足 2016-11-19 11:25:23

慧博收费了，每天只能免费阅读三篇，老唐用收费版还是有啥好办法？/流泪

作者

免费版是下载有限制，阅读无限制啊！ 赞 1



TING尕 2016-11-08 09:19:20

谢谢老唐的无私指教，明白了，一直从你的文字里面学习投资，我买了

你的手把手教你看财报，对我提高很明显，刚刚你说的理念，如果我真的理解了，更是无价，谢谢/憨笑 赞 1



搏舞飞扬 2016-11-06 16:13:04

学习了！今年28 希望5年后能建立自己的投资系统，谢谢老唐从阅读、生活等多方面的指引 赞 1



诸神的昨天琦 2016-11-06 10:41:41

老唐给力！希望投资水平赶上你，跑步水平也赶上你/可爱/可爱/可爱

作者

/握手一起前进 赞 1

儒雅的Cute826 2016-11-02 12:02:15

这样的小结很喜欢。我也很崇尚健身和读书，现在也在不断实践，还没有达到老唐您的高度，平时真是有太多的工作琐事要烦。PS：跑步我也用佳明手表620，每周2-4次健身房举铁。 赞 1



蜜桃妹纸澄 2016-11-01 23:20:56

收益争取别让老唐拉开，写书赚的钱除外/偷笑 赞 1



宅伸鸭 2016-11-01 18:55:55

10月参加了常熟尚湖半马，人多，跑不开，159，比一个人跑慢10分钟/呲牙 赞 1

作者

大牛，厉害/强



個好剪銀医 2016-11-01 17:59:31

老唐牛！22%！□我才9%□，年收益15%目标今年基本没戏了！□ 赞 1

作者

9%也远胜大盘了/握手



只是可以嘛术 2016-11-01 17:57:41

大智慧 赞 1



稚气的忧伤颠 2016-11-01 15:42:47

我今年23，在雪球默默跟着各位前辈学习，第一次接触股票以来，已

有3年。向着老唐的成绩努力。感谢/抱拳 赞 1



美瞳惰 2016-11-01 10:32:07

真诚以待，活的踏实就必然精彩。老唐锻炼身体，保持精力，每文必读。 赞 1



卧澜听风雨home 2016-11-01 10:12:03

我是没入股市的小白，其实是个中年会计，看了财报粉上的。我还试了试基金赔了3万，缩回来了。/难过 赞 1



疯癫少年受陪 2016-11-01 09:08:05

汗水。。。不好意思，我读书不认真是民生H，招商H 赞 1



幾回兜轉钙 2016-11-01 09:04:01

充实、健康，赞一个/呲牙 赞 1



误来红尘彡 2016-11-01 08:59:39

这就是生活! 赞 1



寡情燃 2016-11-01 08:56:39

可爱的老唐 加油 坚持 /强 赞 1



卟如去艰 2016-11-01 08:37:12

看到老唐的文章真开心！喜欢老唐，支持老唐！ 赞 1



简简单单辈色 2016-11-01 08:03:57

运气好而已，不是实力。待会儿再去统计下，如果持股不动至今收益多少 赞 1



庸医毒 2016-11-01 07:57:02

可爱的老唐好赞/可爱 赞 1



说说而已驰 2016-11-01 07:55:11

老唐厉害 赞 1



讨厌鬼凰 2016-11-01 07:51:50

西部世界看不下去，机器人那么弱。机器人应该是上帝般的存在，他不该被局限在躯体里面，天生就有光速运动的能力。且机器人做到西部世界那样的程度，世界上的工厂里应该全部是机器人了，还只是用来做游戏大材小用了。推荐疑犯追踪，里面才是

机器人该有的样子。推荐弗诺文奇的小说循环，里面才是该怎样正确利用机器人。 赞 1



银河牌嫉妒咬 2016-11-01 07:45:19

坐等老唐手银 赞 1



度他余年贵 2016-11-01 07:44:54

坐个唐叔的沙发。 赞 1



旧岛找 2020-06-09 20:59:26

唐老师请教您打新是随便什么股出来都可以打吗？之前我有打过，也没中过，后来干脆就不打了。

> 作者

嗯，这几年基本是逢新必打，不挑食[呲牙]



风急雁行斜柯 2017-01-20 14:56:46

今天再次复习老唐的文章，找到了为什么买股票的原因，今天在老唐回答股价最高价上浮5%似为成本的问题上，得到了卖出三原则（价值高估、质地变坏、有更好的新欢）的最直接诠释！（翻译成成都话就是 我把它们出了划不划的捉呢）何止是醍醐灌顶！简直是开水淋头！我好像开窍了！/得意/得意



堇色安年扑 2016-11-07 22:09:51

所有股票历史最高价加5％可视为老唐成本价？是不是说老唐认为这些股市本来就价值就值那个价？只是到时有人肯出这个价买时，老唐就顺手卖给他们？？考虑半天，，不知这样理解对不

> 作者

不对??



讨厌鬼凰 2016-11-07 12:28:04

万得股票那个问答大赞/色



go独为伊人醉厚 2016-11-03 21:46:48

老唐的手财陆陆续续一年看了2遍，最近在做思维导图，有些硬知识还是要硬啃的，思维导图有助记忆，谢谢老唐



射手QQ好友袁洁 2016-11-02 08:42:46

/强 满满的正能量！



最晚的晚安叠 2016-11-02 07:58:15

向老唐学习



大哥哥你在等我 2016-11-02 00:10:50

老唐乐于分享自己宝贵经验，真大善也，大幸也！看官懂得如获至宝，

但难在坚持，了解了老唐良好可行的学习及生活方式，但最后几人能学得来？各人自悟吧



不变的爱仙 2016-11-01 23:57:57

总结写得好，向老唐学习



偏爱有多爱胃 2016-11-01 23:04:33

令人羡慕的生活



謂灬狠低调乐园 2016-11-01 22:13:31

今晚我也做一个十月总结，我把唐老师近期发的文章都拷到电脑上，开

始重做再学习，手机看有时候走马观花，现在仔细研习！非常感谢！



ok肉猪暗魔凶兆 2016-11-01 19:16:58

满仓这收益很厉害。研报一般在哪里好，看哪家的？

作者

哪家不挑，只看我感兴趣的公司。



渐行渐远说 2016-11-01 16:07:35

我看股票看书和老唐用的装备一样。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江水电三季报说起1

原创 唐朝 唐书房 2016-11-02

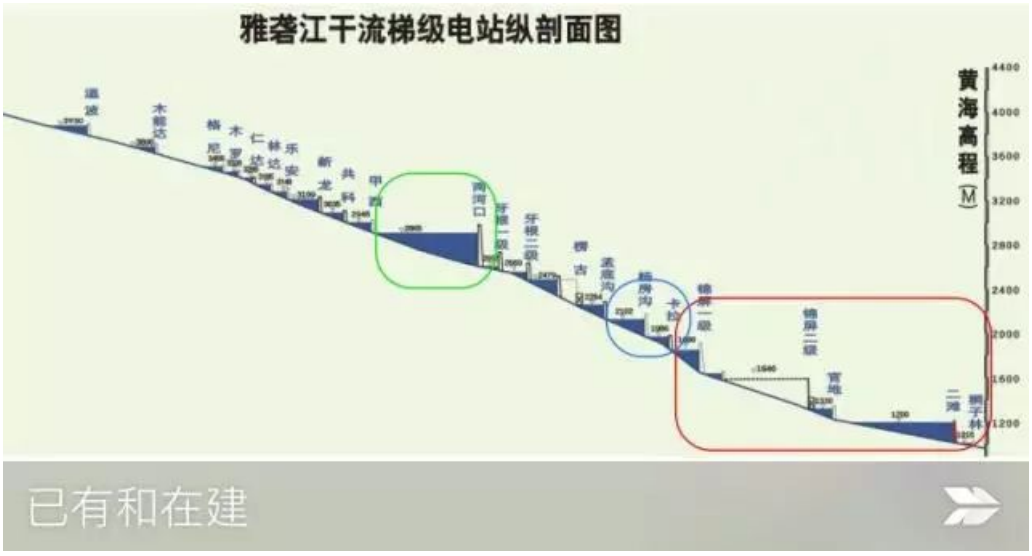
收录于话题
#其他企业分析合集
81个

老唐昨天挖坑，说要抽空拆解一下国投的全部资产。借着今天雅砻江水电公司的三季报发布，先起个头吧！声明一下：因为是想到哪儿写到哪儿，具体究竟会有几篇，我现在也不知。

雅砻江水电公司，是国投电力和川投能源两家上市公司的核心资产，国投持有雅砻江水电的52%，川投持有雅砻江水电的48%。因为国投电力是控股方，所以雅砻江水电的全部资产、负债、收入、利润都算在国投电力的合并资产负债表里，被川投拿着的48%股份对应的净资产，体现在国投合并资产负债表的「少数股东权益」里。雅砻江水电经营利润的48%，体现在国投电力合并利润表的「少数股东损益」里。

至于川投，雅砻江一年赚100单位的利润，川投合并利润表里体现48单位的投资收益，因而川投报表的常态是合并报表净利润远远高过主营业务收入。

雅砻江全流域的水电开发，都归雅砻江水电公司独家拥有。全流域都有些啥呢？光说电站名字，很多朋友可能没啥感觉，我插一张图吧，比较直观！可以点击放大看。



我画了红圈的，就是现在已经建好运营，每天给股东挣钱的下游电站，共计1470万千瓦装机（还记得吗？前面说过，1949年全中国各种电厂总装机一共185万千瓦）。蓝色和绿色圈里，就是当前每天花钱出去的在建工程，包括两河口、杨房沟两个水电站和卡杨公路。其他没在圈里的，就是暂时啥也没有的未来规划图，这些没在圈里的规划未来究竟会不会继续投资建设，恐怕最终要取决于国内电力供需情况，以及四川对外输电线路的建设情况了。

目前在建的重点是两河口。两河口对整个雅砻江有重大意义，其意义不仅是它自己的300万千瓦装机能发多少电，更重要的是水库库容足够大，扮演了一块超级无敌巨型电池的角色，可以跨年将丰水期的水存至枯水期，来供中下游所有电站发电，减少弃水增加发电量的同时，也可将电量更多地调整在价格较高时卖出。

我国15.5亿千瓦的总装机里，有10.3亿千瓦的装机是火电装机，同时，我国却在大量弃水弃风弃光。原因就是水风光的发电波动性大，必须要靠火电来弥补水风光发电的低谷，保证电网正常和安全运行。为此，哪怕给火电更高单价或者由水电给火电支付一定的补偿，也需要保住火电的存在（2015年全国火电上网单价0.3842元，全国水电上网单价0.2869元）。

两河口这种大电池，就是另一种保证电力稳定输出的优质工具（抽水蓄能也是。电力过剩时，买低价电来抽水到高处，电力不足时，放水下来发电出售高价电，循环往复）。顺带插一句：正因为此，把国投的火电部分看成零价值资产是荒谬的。

将雅砻江水电的三季报资产数据简化可得：

资产类别	2016 年 9 月 30 日	年初
类现金	57 亿	31 亿
固定资产	1162-243=919 亿	1160-220=940 亿
在建工程	354 亿	292 亿
无形资产	17 亿	17 亿
其他	……	……
资产合计	1353 亿	1282 亿
短债	69 亿	119 亿
长债	761 亿	704 亿
负债合计	975 亿	941 亿
净资产	378 亿	341 亿
资产负债率	72%	73%

这其中，固定资产，主要就是下游5座电站，合计1470万装机，在建工程是两河口、杨房沟电站及卡杨公路，无形资产是土地和公路使用权。

水电企业的利润表很有趣的。不了解的人，很容易被表面数字迷惑。比如，老唐将2015年雅砻江水电的利润表简化一下：

科目	数额	占比	备注
营业收入	167 亿		政府补贴是增值税退税，合计是公司真实收入。
政府补助	14 亿		
收入合计	181 亿		
折旧摊销	32 亿	18%	实际无现金支出
其他成本	24 亿	13%	真实经营成本
利息支出	44 亿	24%	真实现金流出
成本合计	100 亿		
利润	81 亿		
所得税	3 亿		
净利润	78 亿		

有趣在哪里呢？核心是三点：

第一，折旧摊销32亿，占固定资产原值1160亿的约2.8%，也就是说，大体是按照35年后资产归零计算的。然而，水电公司的主要资产是些什么呢？大坝、公路、水轮机等。这些东西，基本上确定能用一百年以上。举两个例子：①中国最早的水电站：昆明石龙坝水电站，目前依然正常运行。最早是多早呢？大清光绪三十四年（1908年）建，1912年运行，持续工作至今，目前看，嘛事儿没有，继续运行毫无问题；②国投旗下的大朝山水电站、雅砻江二滩水电站以及长电旗下的葛洲坝水电站，资产都已折旧完毕，归零了。但电站再运行个100年也是没有问题的。

假设我们按照100年资产清零来考虑，雅砻江水电2015年"真实"折旧就是1160/100=11.6亿。甚至，还可以夸张的说，其实连11.6亿也没有。因为即便真有一天，大坝需要重建，也花不了这么多钱，固定资产原值中，大部分是移民、道路征地及建设费用。垮了重建，这部分费用也无需再支出。所以，这里面藏有大量资产。这些藏着的资产，就是支撑公司新投资的底气，比如雅砻江水电，仅仅依靠折旧，就可以每年投入32亿作为资本金（可支撑160亿工程进度）用以建设中游电站。

第二，利息支出44亿。杀人偿命，欠债还钱，这没啥说的。这个44亿，就是公司负债941亿的代价，平均来说利率约4.7%。水电公司的资产负债率都很高，比如雅砻江水电目前的72%。在上表的营收、成本及所得税率均不变的基础上，我们设想两个极端，一个是全部用自己的钱，税前利润81+44，净利润120亿；一个99%的负债率，净利润59亿（即负债按照1353×99%，依然按照4.7%利率计算利息支出）。两种情况哪个划算呢？任何生意人都晓得，后者划算。

全部用自有资金的投资回报率是120/1353=8.9%，仅仅是马马虎虎的回报率而已。而用99%负债，回报高达59/14=421%，这个就高的吓人了。因此，若不是受限于"自有资本必须占项目的20%以上"的规则限定，水电站这门生意，就是要把负债率搞的越高越好。恰好因为其收益稳定，现金流可预测性强，需求资金大，是债权人心目中理想的贷款对象，各大银行那是排着队上门求着你贷款。因此，大型水电站的开发权批文，基本就＝钱。

第三，没欠账，没销售费用。大型水电站，基本没有应收款（有也只是截止报表日还没有结算），销售费用也近于零。白花花的江水流过，亮闪闪的银子留下，按月自动收钱。真实的经营成本仅占营业收入的13%（营业税金、水资源费、库区基金、人员工资、办公费用等等），售电多就多赚，售电少就少赚，自由现金流远不止报表上体现的那个数字，老唐曾在雪球上编过顺口溜说，雅砻江的特色就是：「无论经济有多烂，我也顶多是少赚；如果经济有好转，我要赚的盆盆满」。属于价投最爱之高确定性企业。

同样方法，把雅砻江水电三季报利润表简化可得，营收+补助131亿，折旧21亿，其他成本19亿，利息28亿，利润63亿，税后净利润57亿。

前三季度新增在建工程62亿（两河口和卡杨公路），进度不错。利息少了6亿多（全年预计减少利息接近9亿，《亮色》一文谈过）基本与优惠政策到期使增值税退税减少2.77亿、所得税增加2.8亿两个因素相抵消。前三季度上网电量527亿度，同比多卖了23亿度电，含税单价0.2747元，同比降低了0.0283元/度。

按照2015年四季度上网电量149亿度考虑，加上桐子林4台15万千瓦机组分别于2015年10月20日~2016年3月22日投产的因素，2016年全年售电量可按照690~700亿度毛估估，估摸着净利润75亿左右，对国投和川投的贡献分别为39亿和36亿。

这篇只是起个头，不知不觉超过2000字了，考虑到各位手机阅读的便利性，就到此分割吧！下一篇介绍雅砻江水电下辖的几家公司和水电站的资产及运营情况。不过，明天我要陪我家领导去米亚罗看红叶（你们看到此文时，我已经准备动身了），要出去个三五天，可能要下周才有时间动笔。反正也不急，慢慢来，对不？

（茅台的邮件作业，只有推下周了。这两周完全被三季报相关文章占了，这个有时效性，优先。还请交了作业的朋友体谅！）

书房里有朋友找老唐要雅砻江水电公司财报，公众号里无法写网址，请点击左下角#阅读原文#，即可直达下载地址。平时雅砻江水电的公告、债券说明书、财务报表等信息都在这个地址披露，请收藏。

声明：老唐只是分析企业运营，且本人持有国投。请阅读本系列文章时，注意区分事实和观点，不要轻易以此文观点为依据做出买卖决策。

阅读原文



我们不装纯静 2016-11-02 06:49:40

不服不行，就是通透，旅途愉快 赞 33



亡城际徐 2016-11-05 21:54:10

赞88元，我知道你老唐不差钱，我就是要让你知道我稀罕你/微笑 赞 7

作者

收到，非常感谢/抱拳。每一笔赞赏都会实打实的鼓励老唐分享原创，因为经济学常识告诉我，人的喜好要看出价。就对文章的认可程度而言，赞赏 > 转发，转发 > 点赞，点赞 > 默默读完，默默读完 > 根本不看/偷笑/握手 赞 25



帅帅先森玩 2016-11-02 06:53:08

先点赞，老唐太牛了/鼓掌 赞 17



蒴致虚伪锐 2016-11-02 07:08:44

好好学学老唐的手把手教你看水电。顺祝老唐及老唐领导玩的开心！ 赞 11



闺蜜围 2016-11-02 08:59:51

简直怀疑如果没有每日一更的限制，老唐能每天n更，比下蛋的母鸡还高效/折磨/折磨 赞 10



爱是胡美英的家 2016-11-02 06:48:40

清晨起来，就看到这么清爽的分析，爽！谢谢老唐 赞 8



不正经沉 2016-11-02 11:08:45

感谢老唐，送上小小红包，略表敬意。祝旅途愉快！！ 赞 6

作者

谢谢



劈诗为柴鼓 2016-11-03 08:39:32

为何什么事到老唐这里三言两语就清楚明白呢？应该是老唐研究的真透彻，是真懂。自己没完全看懂看透，自然达不到这样举重若轻，收放自如。 再看有些人说起看好某个投资标的，但解释起来云里雾里，估计连自己都没看懂呢。 要多向老唐学习，能把任何一项投资说几句话说清楚，该不该买，有没有信心持有，不是很自然的事情吗。 赞 5



用户12368earth 2016-11-02 14:29:27

说得通透，很期待后续文章，感谢老唐无私分享，玩得开心。/微笑 赞 4



文不值戏 2016-11-02 11:11:29

老唐多分析下火电部分持续盈利的可行性，不是很了解火电的盈亏线 赞 4



豆寇小小柒追 2016-11-03 20:41:24

文章写得通俗易懂，恩爱秀的云淡风轻。/玫瑰 赞 3



温暖如我凭 2016-11-02 11:32:19

雅砻江水电站的三季报资产数据简化的那张表格里：固定资产栏 1162-243

和1160-220 里面的减数243和220是什么呢？ 赞 2

作者

累计折旧 赞 3



锅害诗 2016-11-02 10:40:12

老唐这里全是干活，钦佩。另外想问问，米亚罗人多吗？回来介绍一下吧。

/强 赞 3



金牛智安宜水瓶 2016-11-02 09:06:42

关于水电行业的负债率问题，感觉也是要个平衡点吧，不能越高越好。极端

情况99%的负债率，由于利息高企利润的体量必定下降，而新建产能受国家和供给的限制也不能

无限扩张。结果只能是回报率高但收益总量不高，就如新股认购一样。老唐请指教迷津？ 赞 3



忘了次伤卜 2016-11-02 08:58:45

老唐手把手教你看水电 赞 3



钢住红福 2016-11-02 08:08:04

第一次...打赏，给了平心静气的老唐。 赞 3



绝情女子愈 2016-11-02 06:36:48

59亿怎么算出来 我算出来/尴尬麻烦老唐好人做到底 把公式写下 赞 3



花泽熙简单恋 2016-11-11 09:34:09

唐兄，2018年后增值税和所得税都会增加，特别是2020年后所得税有大增

的可能，影响不小，不能不考虑吧 赞 2



不加糖精t 2016-11-06 13:18:08

用微信以来第一次点赞，聊表心意，像唐哥这种自己聪明绝顶又愿意分享的投资者实在太难得了，智者仁者风范，感谢！ 赞 2

作者
谢谢/握手



娘是陈婷婷呗 2016-11-04 12:12:42
老唐我爱你！平生第一次喜欢上一个男人～我是不是得去看看心理医生？

作者
/玫瑰/糗大了 赞 2



小凡切安好脆 2016-11-02 23:26:56
言简意赅、深入浅出，为老唐点赞/强 赞 2



阮氏棠兮瑶 2016-11-02 14:58:32
看着6.5的国投电力，觉得钱放兜里都烧包，换成了几千股国投后就舒坦了！老唐，我是不是病的不轻啊？/尴尬/流泪/呲牙/呲牙 赞 2



月落琴箫 2016-11-02 09:50:43
好文，良心大v 赞 2



爱是胡美英的家 2016-11-02 09:46:43
感谢老唐的分析 赞 2



小闹心皿 2016-11-02 08:44:19
老唐如此多的专业知识从哪些渠道可以获得？ 赞 2



缺份依靠粉 2016-11-02 08:37:12
真心感谢老唐，学到很多东西/微笑 赞 2



烟熏妆意 2016-11-02 07:55:03
一个字，服/强 赞 2



曲终人瘦柒 2016-11-02 07:36:15
水电的稳定现金流和低估值高分红是我所期待的。 赞 2



忘了次伤卜 2016-11-24 21:39:24
搜索了一下石龙坝水电站，真是长了见识，最初的一台机组仍在使用，另外一台50年代被拆往外地使用，水电站完美诠释了傻大黑粗/呲牙 赞 1

描责骗 2016-11-21 22:04:39
还真是，看了两三遍了。 赞 1

茉楹兮钉 2016-11-20 16:25:59
感谢老唐的分享，这水平真是太帅了！ 关于折旧年限，主要考虑设计年限和会计准则来定的。大坝设计年限一般按70-100年，水轮机50年，发动机定子线圈好像30-40年,电器设备一般10-30年。折旧可以部分当自由现金流是没问题的，新电厂可取高比例。 赞 1

神崎莉莎 2016-11-06 10:10:29
感谢老唐无私奉献这么多干货！ 赞 1

完美翅 2016-11-03 15:43:50
老唐旅途愉快，我敢打赌有时间还是会抽空看看及回答大家的留言的，因为你是一得瑟的话痨。。看了你的分析拆解，联想到今年初投票反对增发的时你发的一系列价值分析的帖子。2015年9月份公司拟以不低于11.44元/股的价格向控股股东增发，12月份调整到7.95元的增发价格，后来就没搞成。很简单的道理，控股股东都不傻，他们的出价应该不会吃亏吧，他们心目中公司的价值至少值11.44，目前的市场价仅6.5左右，打了6折多，算是安全边际吧。这么考虑没错吧 赞 1

腹黑中的浪漫0 2016-11-03 12:34:09
需要多读几遍/强 赞 1

冬虫夏夏草蛇 2016-11-03 00:10:31
不愧是出过书的，简洁，明白！ 赞 1

我在柒月3 2016-11-02 18:41:54
老唐的知识太渊博，还知道大清的水电机/强 赞 1

墨小兮卷 2016-11-02 18:25:37
不得不佩服老唐哦！ 赞 1

睡懒觉的猫Zz6 2016-11-02 16:52:52
折旧是水电的蓄水池，主要关注企业折旧费的用途，未来如果停止项目建设，就会变成真实的利润。/呲牙 赞 1

漠爱墓头 2016-11-02 15:12:03
老唐真大V，写的确实好，企业确实要选简单明了的。茅台和水电确实是好

标的。 赞 1



q钳糟Hw 2016-11-02 15:01:15

只说两投好，我更想知道有没有黑天鹅，或者坏消息，谢谢！ 赞 1



邪sJLuffy_abc 2016-11-02 14:13:20

老唐分析一下川投呗，目前看川投比国投更贵一些？ 赞 1



看透你也恨假 2016-11-02 12:12:56

不知道利息支出44亿含不含有在建工程资本化的利息支出。如果没含，利率应该算错了。

作者

多谢您提醒，的确是我疏忽了，下篇文章里我纠正，谢谢您?? 赞 1



夏小沫访 2016-11-02 11:55:36

感谢老唐，学习您的投资理念，学习您的人生经验。/微笑 赞 1



温存疯丫头败 2016-11-02 09:14:12

老唐分析油而不腻，形象到位。学习 赞 1



阿拉丁哟唯 2016-11-02 08:39:02

老唐分析得这么清晰透彻，我还看什么报表懒得就懒了。谢老唐 赞 1



贝蛋贝蛋丫妄 2016-11-02 08:38:20

旅途愉快/强 赞 1



乃丫头陈 2016-11-02 08:22:02

稳定可靠地使用杠杆，这是水电魅力，尤其现在这么低估的情况下，呵呵。 赞 1



漠景言皮 2016-11-02 08:13:24

请教一个问题，公共事业没有定价权，是国家决定，您选国投时有没有考虑其中 赞 1



塑身电话 2016-11-02 07:59:37

慢慢看，感谢老唐/微笑 赞 1



从新习惯彻 2016-11-02 07:24:42

谢谢老唐无私的分享 赞 1



图吧林水瓶 2016-11-02 06:25:22

折旧就是水电企业的私房钱啊 看得见摸得着但是对每股收益是藏起来的

赞 1



丹东新区就冷 2017-09-18 09:56:49

这样就好理解了[呲牙]非常感谢 [微笑]跟着买一点小仓位，等我把财报再好好研究一遍看 [呲牙]



阿狸爱小桃单 2017-09-18 09:39:26

[握手]谢谢。这个逻辑我有看到了，折旧里面藏着资产。就好比买房子，付了首付，付20年按揭（有点类似20年折旧），20年后房子完全是自己的，但是理论上可以住50年+。 问题是，每年的折旧3%能不能100%当做自由现金流？类比到其他企业，假设贷款合同要求20年还清，每年计提3%折旧不够还款，还要拿一部分利润来还款。那自由现金流就小于净利润了？

作者

你的思考是对的，只不过水电企业稍有特殊，你换个思路就容易理解了，你可以假设债务是永续债，永远不还本金只还利息的永续债。



A创世纪金融52 2017-09-18 08:54:04

有一点不明白，贷款建设水电站，除了利息支出，折旧难道不是拿来还本金吗？[疑问]

作者

100修个东西，可以用100年，年真实折旧为1。水电折旧一般按照30-50年做账，年折旧2-3，于是隐藏了1-2的利润，并推后了税收。这次看懂了咩？



邪sJLuffy_abc 2017-04-16 11:35:59

唐总，已经购买您两本书。国投的年报出了，我又重新翻看您写的东西，我有个疑问，雅砻江的年报你是靠推算的，还是有这样的数据可以直接查看？

作者

看雅砻江第一篇，文末有雅砻江年报下载地址，



Asuras许小童鞋 2016-12-07 07:42:15

原价来不知道能打赏。/色好文章



旧忆继 2016-12-01 15:59:02

看完重看，做笔记



半夏微衰 2016-11-11 17:09:59

老唐，05年雅砻江财报中营业成本是20亿，在简化总结的利润表格中其他成本是24亿，还统计了哪些成本呢？请教/抱拳/抱拳

作者

具体数字要去翻才知道。反正是用合并利润表里的营业总成本，减去利息支出，再减去现金流量补充表里的当年折旧数，剩下的全部都算进营业成本里就是了。你自己查一下数据呢/微笑



鹿戸有理奈之歌 2016-11-10 10:28:34

表中短债69亿怎么来的

作者

财报里的流动负债和一年内到期的非流动负债。



板砖飞刀飞 2016-11-08 11:01:40

弱弱地请问:表中关于雅龙江水电的相关数据怎么出来的，财报里没有呢



ALLOPS的老巢 2016-11-06 20:56:25

容易让人看懂的都是好文，老唐棒棒的/强



睡懒觉的猫Zz6 2016-11-06 12:34:36

AAA。发债企业最高评级了，发债成本不会超过3%/呲牙



用壹生守护你99 2016-11-06 11:46:17

第一次赞赏/可爱 读老唐的文章开眼界，长知识



木头瞎 2016-11-05 18:21:28

老唐经验丰富还勤奋。。。太佩服了



先森好雄 2016-11-03 09:31:32

第一次打赏谢谢老唐



失心男Mok 2016-11-03 08:06:22

看老唐读财报如同透过X光机器看一个人的五脏六腑。清晰又流畅的感觉，舒服/强



i199930115天蝎 2016-11-03 07:04:07

刚刚写完分析，国投就“大跌” 1.22A%，开心！求继续大跌，我还没吃够。

/呲牙



凌薇明 2016-11-02 16:31:20

谢谢老唐，祝旅途愉快！



空色南猫晋 2016-11-02 16:18:47

分析简单明了，旅途愉快



啊纯小姐吱 2016-11-02 15:59:20

国投近两千亿负债在目前低利率时代干脆就不还，只付利息，现金流拿去投

资中上游水电站。等将来利率高了时再还？或者不分红，全部用于回购股票？这两种办法应该都

是对于股东利益最大化吧？



逛吧伪 2016-11-02 15:56:20

深入浅出是真本事！□



八区木流prince 2016-11-02 13:52:08

非常感谢老唐的分析 佩服/咖啡/强



动漫控boy 2016-11-02 13:13:32

玩的开心！



萌比浸 2016-11-02 12:50:51

去粗取精，逻辑清晰，谢谢分享/微笑



要乖不闹淳 2016-11-02 12:50:21

最佩服老唐能把复杂的事情，简单通透的说明，让读者有豁然开朗的感觉/

强/强



回回回忆殇沐 2016-11-02 12:49:38

看的我又准备买一手国投了。



白羊啊黑3 2016-11-02 10:08:34

还能不能愉快的交流/傲慢，老唐这样弄股价下不去了！



凝视宇宙绎 2016-11-02 09:23:43

谢唐老师，辛苦了。



拾壹从不谈情 2016-11-02 08:43:27

艾玛，太给力了



自欺欺人给 2016-11-02 08:25:03

谢谢老唐，先祝玩的开心！

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起2

原创 唐朝 唐书房 2016-11-06

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

上一篇，老唐谈了大型水电站的经营特点。本篇盘点雅砻江水电公司的家当，为接着讨论估值做准备。

1 雅砻江水电概要

雅砻江，长江上游重要支流，四川境内叫雅砻江，出川后汇入金沙江。全长1571公里，流域面积约13.6万平方公里，天然落差3830米，是全国第三大水电基地。全流域共规划21级水电站，总规划装机约3000万千瓦，预计年发电约1500亿千瓦时，由雅砻江水电公司独家开发。

雅砻江水电公司，全称雅砻江流域水电开发有限公司，原名为二滩水电开发有限公司，上世纪末为建设二滩电站而成立（二滩电站，始建于1991年，1998年首台机组运行发电）。2012年11月更名为雅砻江流域水电开发有限公司，上市公司国投电力持股52%，上市公司川投能源持股48%。

公司现有已经投入运行的水电站五座，分别由三个公司持有：①雅砻江水电公司直接持有二滩水电站；②全资子公司雅砻江水电凉山公司持有锦屏一级、锦屏二级、官地三个水电站；③全资子公司雅砻江水电攀枝花桐子林公司，持有桐子林水电站。由于都是全资子公司，不涉及利益分配问题，相当于全部由雅砻江水电公司所有。由不同公司持有，仅仅是因为管理和税务上的便利。另有两河口建设管理局和杨房沟建设管理局负责中游两河口和杨房沟水电站的开发。

公司还有两个投资者可以忽略的、服务性质的子公司：一个是雅砻江水电公司持股50%的四川二滩建设咨询公司，剩余股权由中电建路桥集团工程设计研究院有限公司和川大工程设计研究院有限公司各持有25%；另一个是雅砻江水电持股90%，二滩建设咨询公司持股10%的四川二滩实业发展公司。这两家公司规模都很小，2015年净利润均在300万出头，与雅砻江水电公司2015年近78亿的净利润相比，可以直接忽略。

2 重要会计政策

①折旧政策：公司拥有的资产，房屋及大坝等建筑物按照10~50年使用寿命折旧，机器设备按照14~30年使用寿命折旧。

②所得税政策：五家水电站适用的所得税率为15%，其中官地电站，2015 年至2017 年减半（即按照7.5%缴纳所得税，下同），锦屏一级电站、锦屏二级电站，2016 年至 2018 年减半；桐子林，2015 至 2017 年免征，2018至 2020 年减半。15%所得税率政策确定至2020年底，2020年以后是否会延续，暂时不明。

③增值税政策：2016年和2017年，五家水电站均享受增值税12%以上即征即退的优惠，这个优惠可以直接理解为实际营业收入=报表营业收入×105%，或含税上网电价的105/117≈89.74%是公司的收入。2017年以后如何，政策暂时不明。

3 已投产电站

锦屏一级水电站

锦屏一级水电站是世界第一高拱坝，双曲拱坝高305米，水库具备年调节能力。装机6台60万千瓦机组，总容量360万千瓦，2013年8月首台机组投产发电，2014年7月机组全部投产。电站年可发电166.2/184亿度（单独发电/与上游联合，下同），2016年前三季度发电127.51亿度，售电127.13亿度，平均上网电价0.284元（含税，下同）。资产总额约400亿；

锦屏二级水电站

锦屏二级水电站，利用雅砻江锦屏大河湾的天然落差，截弯取直开挖隧洞引水发电，四条引水隧洞平均长约16.6公里，洞径13米，为世界最大规模水工隧洞群。电站装机8台60万千瓦机组，总容量480万千瓦，2013年1月1日首台机组投产，2014年11月26日最后一台机组投产。年发电237.6/242.3亿度。2016年前三季度发电181.46亿度，售电180.26亿度，平均上网电价0.284元。资产总额约380亿；

官地水电站

官地水电站拥有4台60万千瓦机组，总容量240万千瓦，2012年3月首台机组投产发电，2013年3月机组全部投产。年发电110.3/117.7亿度，2016年前三季度发电93.4亿度，售电92.97亿度，平均上网电价0.284元。电力部分送川渝，部分送江苏。资产总额约160亿。锦屏一级、锦屏二级、官地三个水电站，合计1080万千瓦，同属雅砻江水电站凉山分公司，年发电量的40%送川渝，60%送江苏。

二滩水电站

二滩水电站有6台55万千瓦机组，合计330万装机，年平均发电170亿度，水库具备季调节能力，是中国20世纪建成投产的最大水电站。电力供应四川和重庆，是川渝电网主力调峰调频电站。1998年7月首台机组投产发电，1999年12月机组全部投产。2016年前三季度发电116亿度，售电115.44亿度，平均上网电价0.24元。

桐子林水电站

桐子林水电站，距二滩水电站18公里，距下游雅砻江与金沙江交汇口15公里，是雅砻江下游最后一个电站。电站总装机容量60万千瓦（4x15万千瓦），2015年10月20日首台机组投产，2016年3月22日全部投产发电，年可发电30亿度左右，送四川电网。2016年前三季度12.16亿度，售电12.09亿度，平均上网电价0.306元。资产总额约60亿；

以上五家电站，有电量数据，有电价数据，各处的营业收入都是已知的。加总来说，雅砻江水电公司2015年经营情况汇总为：2015年，雅砻江水电公司收入181亿（报表售电营收167+退增值税14亿），净利润 78亿，经营现金流净额157亿（基本由净利润78亿，折旧约32亿，利息支出44亿组成）。2015年完成投资90亿，借款255亿，还款221亿。下一篇谈雅砻江水电公司的估值时，将会以这些数据为基础。

4 在建工程

两河口水电站位于四川省甘孜州雅江县境内，处于雅砻江与庆大河、鲜水河分别交汇的地方，故名“两河口”，是雅砻江中下游的龙头水库。水库调节库容65.6亿立方米，具有多年调节能力，对雅砻江中下游乃至金沙江、长江的梯级电站都具有十分显著的补偿作用。

电站装机6台50万千瓦，合计容量300万千瓦，年发电115亿度。于2014年9月开建，计划投资665亿（按照6%利率规划的，由于利率下行及建筑材料价格下行，毛估估最终总投资会在500亿~600亿之间）。公司计划投入资本金约136亿，已获建行工行牵头、七家大型银行组成的优惠利率银团贷款承诺530亿。按照2016年半年报披露数据，当前贷款利率4.66%。

截止2016年年末，预计完成资本投入60多亿，2017~2019年，年均投资资本金约20亿，剩余部分2019年之后完成，由于雅砻江水电年折旧有30多亿，足够支撑年度20亿出头的投资（也就是说，雅砻江水电每年的净利润全部分掉，也不影响中游工程的投入）。目前工程进展约30%出头，计划于2021年~2023年间投产。

杨房沟水电站，装机4台37.5万千瓦机组，总容量150万千瓦，年发电59.6/68.5亿度，2015年7月开建，预计2021年~2022年投产。规划总投入200亿，截止2016年上半年，投入25亿，进度约12.5%。依照2016年半年报披露数据，资金利率4.09%；卡杨公路，计划投资38亿，实际投资51亿，完工。超预算，估计是沿线拆迁移民吃大户造成的超支。

由于下游五座电站都已经正常运行，主要资产都已经转成固定资产。所以，雅砻江水电三季度报表的在建工程总额355亿，基本可以视为两河口、杨房沟和卡杨公路三处的总和了。记住这个数字，下一篇谈估值的时候，也要用到。

5 补充

最后，纠正老唐在《从雅砻江三季报说起1》里的一个疏忽。在谈到利润表里44亿利息支出时，老唐一时马虎，忘记了2015年还有资本化的利息5.4亿元，感谢读者@随风 的提醒，谢谢！

因此，上一篇文章中“第二，利息支出44亿”那段，有三个数字要修改，不过，对原文表达的意思没有影响。一是平均利率从4.7%修改为5.24%；二是假设99%负债率下的净利润从59亿修改为53亿，对应回报率从421%修改为53/14=378%。

备注：所谓利息资本化，就是在建工程里用到的部分借款，利息直接算成固定资产的成本，不列为利润表当期利息支出。2015年全年资本化的利息为5.4亿。由于利率下降和部分在建工程转固定资产的原因，2016年上半年利息资本化为1.9亿。



和船谢 2016-11-06 11:56:59

在这里讲下题外话。老唐推荐的任总大作:穿越密雾，前期一个月内由京东独家发售，52.50元每本，很多人都抢先买了。但是，我觉得这是学习老唐的思想精神不够或没有至用，因为该新书尤似现在新股，价格不便宜啊，缓了几天，现在在某宝上买每本能少了10元，我把它当作安全边际了/呲牙。钱是不多，但是，我想我应该把这种等待合理或低价格的思维在生活工作的每一个地方，同样，也许在投资上等待便宜货的思想意识就自然而成了，对不，老唐？

赞 8

作者

这是个常见误区，常导致对历史新低股票感兴趣。但所谓便宜，是看付出的价格与得到的价值之差，而不是付出的价格和历史高价之差。举个例：老唐曾在去年7月中旬，以百元价格售卖过一篇手把手玩转分级A文章，并在发布时就说过了，九月底免费公开。百元和0元哪个便宜呢？答案并不像价格差那么明显/偷笑

赞 26



小恋曲肉肉贤 2016-11-06 11:01:28

一天看不见老唐的文章就浑身难受，老唐你说怎么办？□/强 赞 4

作者

好事儿，喜欢看公司分析而不是宏观形势，喜欢看微观小数据而不是国家大格局，我觉着是投资理念飞跃的标志/呲牙/抱拳 赞 17



孤为红颜醉__ 2016-11-06 10:51:06

既授鱼，也授渔；渔，我所欲也，鱼，我亦所欲也。感谢老唐/呲牙 抄写一遍。 赞 10



0珍爱永远0 2016-11-06 10:06:42

期待下篇。老唐在下篇估值基础上，能否再比较下川投和国投，让我等小散可以在两投中选择搬砖。/微笑 赞 6

作者

会有的，但不是在下一篇/调皮下一篇是雅砻江水电的估值，后面还要等分析完两投除雅砻江水电之外的其他资产，才能谈到国投和川投的估值问题。 赞 8



不该怎么样膜 2016-11-07 18:08:24

记得增值税返还政策是针对装机百万千瓦以上的水电站，桐梓林应该不符合吧。瑕不掩瑜。 赞 7

作者

汗，你说的是对的，增值税退税是针对装机百万以上电站的。码字的时候忘记了/折磨晕 赞 4



木子小娜誉 2016-11-06 11:20:55

唐叔把政策研究得很透啊。西部大开发15%所得税政策不知道什么时候结束。到时候如果结束了，三免三减半也结束了，每年对净利润影响还是很大的。 赞 6



孤为红颜醉__ 2016-11-06 10:51:14

雅砻江水电估值目前来看估计不能单看水电本身了啊，是不是还得有一个消纳预期的问题。不过中国的事情也奇怪，一方面清洁能源浪费，一方面高污染煤电加大投资，都是利益割据互不妥协啊。 赞 3

作者

是的，目前雅砻江还在弃水中，目前消纳问题正在推进中，估计明年能多几十亿的电量，后年情况会好一些。这些当做安全边际就好了，可以在估值的时候略过。 赞 6



超级亥卓然ok 2016-12-02 17:00:46

非常感谢老唐的分享，请教个问题：2016年和2017年，五家水电站均享受增值税12%以上即征即退的优惠，这个优惠可以直接理解为实际营业收入=报表营业收入×105%，或含税上网电价的105/117≈89.74%是公司的收入。请问其中的105%是怎么算出来的？

作者

100元营业收入，要缴纳17元增值税。本来一般企业有抵扣，但水电企业抵扣几乎可以忽略，大致上117元含税电价，有17元增值税要被税务局收走。有了12%以上退税的政策，就意味着交17元，会退回来5元，那么营收（不含增值税收入）为100，实际收入就是100+（17-12）=105。 赞 4



痛不太仁慈绚 2016-11-06 22:23:12

看老唐的这股劲道，两投是害人不浅啊！/得意按理说两投如此有价值，如此确定性，那为何没有得到保险公司等大金主的追捧？ 赞 1

作者

回答不了这问题??也许就跟老唐2013和2014年大量写文章讨论茅台的价值一样吧！??运气好的话，也许，15块的时候可以和大金主们联个欢？?? 赞 4



身是业成梁 2016-11-06 10:28:38

感谢老唐，为小散读懂国投指明了方向！ 赞 4



我在柒月3 2016-11-06 10:05:31

老唐旅游回来了？看完红叶就分析公司，赞一个！ 赞 2

作者

是的，昨晚才回到家。 赞 4



慈光判 2016-11-07 17:28:09

也说说不好的方面吧。比如消纳、未来经济影响、有可能出现的自然灾害 赞 3



暗网未来 2016-11-07 11:04:47

雅砻江的贷款利率还是挺高的，我看长江电力最近发行的十年期才3.2%左右。 赞 3

作者

国投刚发的也是3.1%，拉高平均利率的都是以往的长债。

我爱热巴宝宝 2016-11-06 22:18:01

水电的一个不利因素就是价格受管控，从定价模式来看，就相当于水电的利润被管控。 另外，水电的利润不一定能真金白银的回到投资者手中，除了规划中的三、四阶段建设，又规划了3077亿的光伏风电项目。 赞 1

作者

没担忧，没好价，市场就是这么运作的?? 赞 3



唯美小婷涂 2016-11-06 21:20:18

老唐，我是从事过二滩电站、锦屏电站的工程设计人员。看到老唐对雅砻江开发公司财务报告的分析，条理清晰，丝丝入扣，真是让人感到由衷的佩服。想请教老唐的是：为什么老唐独独对雅砻江的国投公司和川投公司感兴趣，反而对水电股龙头长江电力不是很感兴趣呢雅砻江仅仅是金沙江的支流，现在金沙江上四座大型水电站将要注入长江电力，长江电力按理说潜力应该更大呀？请教老唐一下，没有选择长江电力的最主要理由是什么呢！ 赞 3

作者

业内人士啊！多指教??不选长电的原因其实不神秘，就一个字：贵。比两投贵。 赞 3



迷茫阿俊go 2016-11-06 15:08:57

每个电站发电量都只有装机的一半左右，是不是发电机组的利用率太低了？火电是不是也是同样的情况？' 赞 1

作者

一年8760小时，不是时刻都能有水满发，雅砻江机组利用小时接近5000小时，算是很高的了。 赞 3



徐婷苞 2016-11-06 11:40:21

赞！准备每个月买一点国投，当作养老金储蓄 赞 3



那么后来呢咪 2017-01-22 10:46:09

老唐，请教两个基础问题：利息支出为什么算在经营现金流里，他不是支出吗？应收账款我看财报是7.46亿，为什么说是没有？ 赞 2

作者

前一个问题没看懂你问的是什么，利息支出不会算进报表的经营现金流。应收账款是有的，我记得我前面写过，那只是截至报表日和电网之间没有来得及结算的电费，只是结算时间的

差异，基本不可能产生坏账的应收。



资深禽兽战 2016-11-08 18:55:14

看得入神，公交车过站了/呲牙/呲牙，不过必须点赞 赞 2



巨蟹摸下他4g 2016-11-08 18:02:42

老唐，在建工程里面说卡杨公路实际投入51亿，已完工，下面为什么说在建工程350亿是两河口，杨房沟和卡杨公路呢？卡杨公路不是完工了吗？ 赞 2

作者

完工了，但还没有在会计上结算并转成固定资产。 赞 1



Super丶苏戏go 2016-11-07 16:01:27

老唐，手把手看完之后怎么还一知半解，是不是还得再看2遍三遍！

作者

对，最好是找一份你持股公司的财报，通过读财报的过程，把书里内容过一次，理解起来效果最好。 赞 2



超级阿多帜 2016-11-06 23:53:31

说实话，这些数据，在国投财报和雅砻江财报里面清清楚楚，都不用抽丝剥茧就列在那，作为关心两投或者投资两投的粉丝，连这基本功课都不做的话，无脑跟随可不行啊！（当然老唐是靠谱的）。 现状每个投资者都起码要做到对现状很清楚，我们需要探讨的是未来她的前景会怎样？每次看到有粉丝问为什么川投的利润比营收还高；国投负债率这么高是不是风险很大；我就想像老唐抓狂的样子。 赞 2



青禾里enjoy 2016-11-06 21:32:06

请问在中酒网买茅台酒可靠吗？中酒网的价格比京东要便宜一点，但就怕他货不真。谢谢

作者

抱歉，这个我也不能确定，非茅台公司合作电商。 赞 2



荊致虚偽锐 2016-11-06 21:30:07

唐师，为了便于理解上市公司茅台，想从网上找一份茅台的平面图，但找了很长时间也找不到。/呲牙/呲牙/呲牙

作者

我也没有??

赞 2



fly阿富汗之王 2016-11-06 12:03:12

学习了，长知识。看老唐怎样罗列数据，加以分析。不猜心电图了安心跟老唐学分析财报。谢谢！ 赞 2



天津胖子0214 2016-11-06 11:10:27

期待老唐在后期的文章中加入对未来上网电价走势的探讨，这块会严重影响对两投长期价值的判断。期待下篇，追剧中…… 赞 2



简单愤怒途 2016-11-06 10:56:34

唐大哥/强/强/强/强。提一个：讲讲已建年发电量的大致范围，两河口建好后影响库存和影响发电量的范围值。 赞 2



卿氏沐夜纵 2016-11-06 10:55:27

老唐这几篇文章思路清晰，数据翔实。基本上对两投及雅砻江公司资产状况扒的很清楚了。对于今后的投资来说，只需要及时跟踪公司情况，耐心等待，时间的玫瑰会再次施展它的芬芳魔力！最后对老唐的努力及无私奉献送上精神及金钱的双重奖励！ 此外，老唐如果有时间，可否对雅砻江外送通道（包含已经投产和即将投产及规划中，）这块写一个专题/微笑，一直在等山行的那篇巨著，但似乎山神最近繁忙，没了下文。 赞 2



控心者简 2016-11-06 10:34:00

老唐的梳理思路值得好好学习！ 赞 2



白羊xuanquanlv 2016-12-13 19:12:51

老唐，二滩水电站等的发电量数据哪里查/害羞

作者

每个季度，国投都会公告发电量数据。 赞 1



曲终人瘦柒 2016-11-20 16:39:50

这篇文章对我有用啊，以后工作中直接引用部分数据了，感谢老唐的整理与分享！ 赞 1



我是芒果大黑黑 2016-11-20 10:21:49

写的好 赞 1



奈小乖判 2016-11-08 12:28:32

唐老师的风格轻松愉悦又严谨守律，逻辑分析和文字功底杠杠的！作为一名小韭菜芽，也能有乍看能懂，再看似懂非懂，想想有所悟的感脚！挺好！弱问一下

下：“由于雅砻江水电年折旧有30多亿，足够支撑年度20亿出头的投资...”，基础设施的折旧不是固定资产减值吗，如何变现为后续建设资金？

作者

折旧是一种“会计”意义上的支出，实际当期并没有现金流出，这部分现金就可以安排新投资了。

赞 1



扇大脸的男人6 2016-11-06 23:50:01

老唐有没有考虑过经济低迷时，水电站的电会卖不出去哟。当年的二滩电站就碰到过这种情况。

赞 1



情深似海剪 2016-11-06 23:11:26

所得税，增值税，搞得我心里哇凉哇凉的，这几年不是都要负增长了

赞 1



惩治独财者电 2016-11-06 20:08:58

两河口和杨房沟的发电小时数只有3000/4000，比较低，这是什么原因？

作者

设计如此，具体是因为什么技术原因，我也不太懂。估摸着跟地下机组发电方式和每年需要补库存水有关吧！

赞 1



暧昧扰人心吉 2016-11-06 19:49:36

老唐，我可否请教一个小白问题：一般的生产型企业生产出商品万一卖不出去的话可以存在库房（存货），但电能不能存储，所以想问，电力行业在这块是如何处理和运作的？

作者

不发

赞 1



罩几十妈 2016-11-06 16:44:33

曾经看过老唐对国投做的资产图，很好奇那么多资料是怎样挖出来的？都是在年报上吗？

赞 1

作者

对，都在公司财报和公告里。



我313999627 2016-11-06 15:31:46

追唐大如追剧 养肥了再追但生怕错过精彩内容。相对负债率较高的公

共事业公司在管制体系放松下负债会成为耗尽现金流的危险隐患 而不是稳定收入的聚宝盆，

这个也算是潜伏存在的问题吧？！另：消纳问题您怎么看待？

作者

没看懂前面的问题 赞 1



_七爷威武双鱼 2016-11-06 11:14:52

所得税三免三减半政策应该不会延续了。政策不针对公司，只针对几个

行业的投资方， 赞 1

作者

我文中说的"不知到期会否继续"，指的是西部大开发的15%所得税率。X免X减半，是确定到

期没有的。 赞 1



楚辖湘天蝎 2016-11-06 11:08:14

老唐，在介绍各电站建造进展的同时，也请提一下输电网络的规划/建

设状况，不然发了电输不出来也是枉然 赞 1



神话灬逍遥莫 2016-11-06 10:25:42

看的出来老唐做了非常深入的研究，顺便说一句，入手了你的手财，正

学习中！ 赞 1



晓璇是火药l 2017-09-06 11:21:49

请问下老唐，资本化的利息有多少在财报里是有明确指出的吗？

作者

有。



叫我赵大爷喜 2017-07-30 14:51:59

小白看了手把手两遍，现在继续看老唐过往文章，遇到很多问题，多数

问题可以靠自己查资料解决，但遇到资料不知从何查起时就只能来问老唐了，比如雅砻江的

财报在哪能查到，望告知

作者

好像下一篇里就有链接。



不撞西墙蚕 2017-06-16 15:16:00

默默地学习中，正从趋势派转型夹头，对老唐的感激难以言表，只希望老唐能一直陪韭菜们成长下去。看了很多夹头书以为完全理解了基本理念，但看了老唐文章发现其实并没有，可以更深刻。[嘴唇]



浮沐陵辛 2016-12-08 18:09:11

老唐 没有明白为什么，12%增值税以上即收即退，收入要×105% 并不理解这个地方/发呆

作者

评论里答过，翻一下。



梁查器 2016-11-10 22:53:36

老唐，关于两投，还有续集么

作者

必须有啊，这才起了个头，慢慢来/呲牙



go浅唱ai半夏 2016-11-09 13:10:20

不错，难得！



灰烬地火窍 2016-11-07 16:05:04

老唐快快写，都等不及了。比看连载小说还心急/抓狂



晗气惜人i 2016-11-07 08:04:14

价值投资的精神关键在于搞清楚价值本身，安全边际来自于对价值本身稳固性的认识。上面一位对便宜十块买到书就沾沾自喜的网友没有想清楚这一点



小格格半 2016-11-07 07:01:56

感谢老唐分享，对于四川省来说水电不发就是储能，对于江苏，山东等省不一样，我所知在山东泰安和江苏宜兴各有一座抽水蓄能电站，业内数据大约是4：3。充分利用用电峰谷。



绘绘绘纸人宫 2016-11-07 04:08:51

要说黑天鹅，地震可能算一个



sky念芳林金牛 2016-11-06 22:39:56

早在2013年雪球就有人建议保险公司大量买入两投作为长久端的资产配置。可惜没有看见行动。在股价3块4块的时候有价值，股价在6块7块的时候没价值？长久的稳定的现金流对资产管理型公司来说是多好的资产啊。再说些其他的话。不选长电是不

是因为他的杠杆不如两投高？/呲牙



青禾里enjoy 2016-11-06 21:13:08

在老唐这里学习是件快乐的事/微笑



颖子狠坚强馒 2016-11-06 20:50:23

篇篇经典，没法用言语来表达对老唐的崇拜了，说真的，以前对粉丝追星无法理解，自从成为老唐的粉丝后，有点懂了！/强

> 作者
>
> /抱拳谢谢鼓励



娟娟娟娟儿耀 2016-11-06 17:37:44

老唐陪完领导，一回来就开始写文章，必须点赞，/呲牙，这个系列非常期待。



空心守着人盖 2016-11-06 17:06:55

看老唐的文章就如追剧。期待下篇/微笑



苏婴贪 2016-11-06 13:52:19

感谢老唐无私分享



花絮无情粟 2016-11-06 11:49:15

读老唐文章，那是真心的爽！涨姿势



钟二妞丛 2016-11-06 11:25:22

老唐的分析，总是深入浅出，让人看的明白，也更坚定了我的持股信心



蓝小言系 2016-11-06 11:23:42

谢谢老唐孜孜不倦的给我们这些唐粉科普有关国投的资料和数据。/强/强/强/拥抱/抱拳



桃花别再开了1 2016-11-06 11:04:36

感谢老唐的辛苦付出。雅砻江在攀枝花汇入金沙江。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

优势赢平均

原创 唐朝 唐书房 2016-11-09

连续多篇企业分析文章，一大堆经营数据，不少读者说吃不消了。那就停停，今天写一篇特别轻松简单的理念类文章，算是给大脑做个课间操吧！以后我也尽量控制一周双更，只是尽量，不保证！我老觉着有好多东西想码出来，哈哈！——暂时把视线从刷爆屏的总统之争上移开吧！看看热闹吹吹牛可以，但个人的投资体系，越少和政治热点挂钩，生存和获利的能力会越强。反之亦成立。巴神曾这样谈过他对宏观和政治因素的看法："54年来，我们从来没有因为宏观和政治环境的因素或基于其他人的看法而放弃买入某只具有吸引力的股票。事实上，这些不是我们做投资决策时会考虑的因素"——巴菲特2013年致股东信。

书归正传。记得上次老唐写《格老门与巴神堂之争》的时候，提到过我的投资理念也可以简化成口诀：低估优势赢平均，排雷排千平常心。今天咱们就来说说这个"优势赢平均"：什么样子的股票，才是具有优势，能够赢过平均水平的呢？

长期挣钱，日子过得滋润的企业，通常有些什么特征？你头脑里一下子涌出来的答案可能很多，也很混乱。实际上前辈投资大师们早已给我们总结过了，他们的共同特征是：提供的产品或服务具有三个特性①被需要②很难被替代③价格不受管制。

逻辑上也很容易推理，如果一家企业的产品或服务不被需要，那肯定没钱赚，结局早已草书于额头：死（不信，你现在生产竹制厕筹试试。啥是厕筹，别问老唐问度娘！）；如果一家企业的产品或服务没有什么差异性，很容易被替代，那最终结局就是价格战。杀敌一万、自损八千，生生便宜购买方，企业不死也只能苟活着；如果一家企业的产品或服务价格被管制，它必然很难获取高额利润。

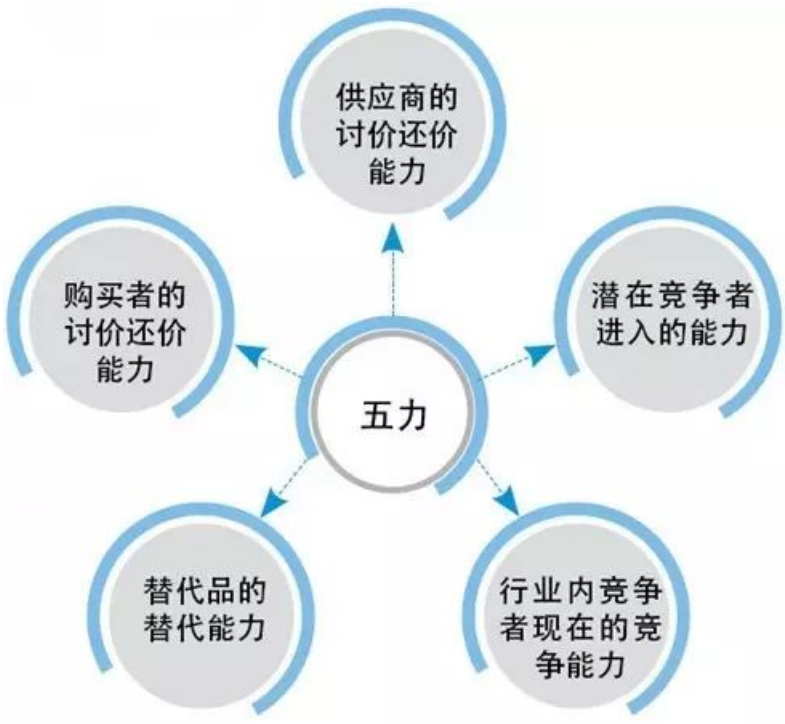
比如就拿老唐前三大持仓茅台、国投、民生来说。首先，他们的产品或服务无疑都是被需要的，白酒、电力、资金及财富管理。

其次，就被替代的难易程度而言，茅台作为高端酱香酒，被替代的难度最高，竞争对手提供的产品与其有明显的口味差异性；国投的水电部分也比较难以替代，因为替代品的生产成本均远高于水电。火电部分则很容易被替代，近于无差异化产品；银行的资金及服务，被替代的难度介于水电之后，火电之前。一般来说，民生银行能提供的金钱或服务，绝大部分也能在其他银行获得。

最后，就价格管制而言，茅台酒价格无管制（2013年被发改委罚款，并非出厂价被管制，而是因为茅台公司限定经销商向消费者销售茅台酒的最低价格，违背垄断法）；银行服务价格以前大部分被管制，目前存贷款利率基本市场化，但仍接受央行的窗口指导，加上部分服务价格依然有管制，总体算轻度管制吧；国投的电力产品价格，则属于完全被管制，无论水电还是火电。

在被需要、难以替代、无价格管制的基础上，上世纪八十年代，哈佛商学院教授迈克尔.波特在其经典名著《竞争战略》一书中，细化并提出了著名的"波特五力模型"。

他认为，每个行业中都存在着决定竞争规模和竞争惨烈度的五种力量，分别是进入壁垒、替代品威胁、买方议价能力、卖方议价能力以及现存竞争者之间的竞争。如下图：



这个波特五力模型，是现代MBA、EMBA必修课。它对于投资者而言，同样重要。我们怎么去选"优势赢平均"的企业？简单的说，就是去找在这五个角度上尽可能多地占据优势的企业。

依然拿茅台举例。

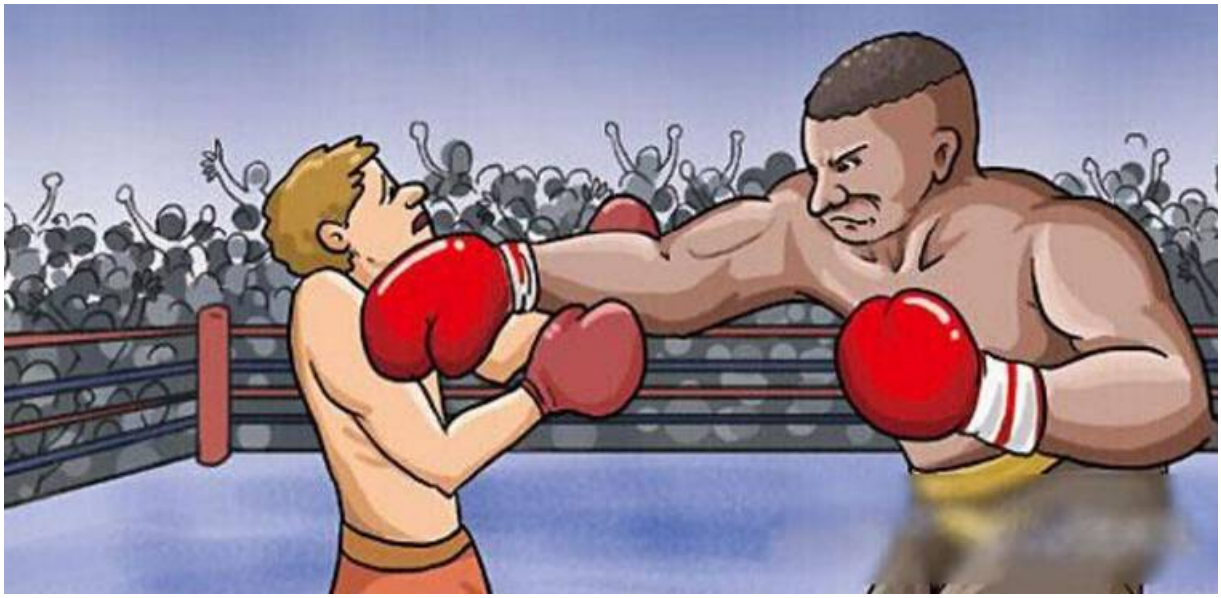
进入壁垒：至少存在三大进入壁垒，一，白酒生产许可证，目前已经不批，潜在竞争者，只能通过收购现有白酒企业的许可证进入；二，酱香白酒生产周期长，需要资金大、对熟练酒师的数量和质量要求都很高；三，高档酱香白酒需要数十年老酒参与勾兑，竞争者无法形成有威胁的竞争规模（要么小量同质，要么大量低质）；

供应商议价能力：供应高料和小麦的农民，议价能力非常小，粮食种下去的时候，就已经间接和茅台签定了长期供应合同了；

购买者的议价能力：购买产品的经销商议价能力近于零。当市场零售价格上升后，茅台公司仅需一纸通知，即可变更出厂价，获取超额利润；

替代品的威胁：同档次内，没有可以完全替代茅台的酱香型白酒。近似替代品，有五粮液，1573，梦之蓝等，然而无论是自饮还是请客，替代品和茅台无论在口味习惯上，或是档次定位上，均有明显差距，只能作为备选；　行业内竞争程度：高端白酒市场处于差异化竞争状态，各自诉求不同的口味和情感定位，各自锁定自己的基本盘，全体处于高毛利状态，竞争程度较浅。

综上所述，经过波特五力模型分析，茅台公司在以上五个方面均占有竞争优势，可供公司选择的经营模式很多。



如果我们再拿这个模型，套一下国投、民生，你会发现他们在某一方面甚至某几方面，是处于竞争弱势的，因而，可供公司选择的经营模式有限。出于篇幅考虑，就不一一展开了，各位有兴趣可以自己试试。你也可以用这个模型套一套你持有的或者感兴趣的公司。

学习了“波特五力模型”后，当我们面对一个新接触企业时，就有了一套章法去应对，不至于老虎吃天--无处下爪。而且，通过这样一个个的拿模型去“生搬硬套”，我们不仅能够更加深刻的理解企业竞争力所在，也会慢慢发现，原来这世界真的存在一些“结果必然如此”的企业。当然，数量是稀少的，而且常常不便宜。所以巴菲特自己也在致股东信里写到：就我们自己的投资组合而言，除了少数几个“结果必然如此”的企业之外，我们也只能再添几个“大概率胜出”的公司了。什么样子的公司又是大概率胜出的公司呢？抽空再聊。

说到这些结果必然如此的企业，想起前几天雪球头条推送的编程浪子兄的一篇文章，题目叫《股市亏钱的21种姿势》，文中表达的意思和我10月11日发表的《你靠什么在股市生存？》一文类似。

浪子兄在文章中说到：决定我们每一笔投资的结果的关键因素有4个：买入时公司的质地和估值；卖出时公司的质地和估值。然后浪子按照优质、平庸、垃圾三种质地，和高估、合理、低估三种估值，作出了81种排列组合，并对其结果制表罗列（真耐心，赞），找出了导致亏损的21种情况，如下表：

姿势编号	买入质地	卖出质地	买入估值	卖出估值	结果	实际
11	优秀	平庸	高估	合理	亏损	
12	优秀	平庸	高估	低估	大亏	
15	优秀	平庸	合理	低估	亏损	
19	优秀	垃圾	高估	高估	大亏	
20	优秀	垃圾	高估	合理	巨亏	
21	优秀	垃圾	高估	低估	亏得妈都不认识	
22	优秀	垃圾	合理	高估	亏损	
23	优秀	垃圾	合理	合理	大亏	
24	优秀	垃圾	合理	低估	巨亏	
26	优秀	垃圾	低估	合理	亏损	
27	优秀	垃圾	低估	低估	大亏	
39	平庸	平庸	高估	低估	亏损	
46	平庸	垃圾	高估	高估	亏损	
47	平庸	垃圾	高估	合理	大亏	
48	平庸	垃圾	高估	低估	巨亏	
50	平庸	垃圾	合理	合理	亏损	
51	平庸	垃圾	合理	低估	大亏	
54	平庸	垃圾	低估	低估	亏损	
74	垃圾	垃圾	高估	合理	亏损	
75	垃圾	垃圾	高估	低估	大亏	
78	垃圾	垃圾	合理	低估	亏损	

blog.sina.com.cn/u/picure2010

各位仔细看，亏损的情况有21种，其中10种是购买现有的平庸或垃圾公司造成的。这意味着，如果我们永远只将目光投向买入时就是优质的企业（未来可能优、可能平庸、也可能变垃圾），那么，亏损姿势缩减为11种。

在这11种亏损姿势中，又有5种情况是高估买入造成的。这5种情况又可以很轻松地用一条规则避免：凡是市盈率高于市场无风险利率倒数的一律不碰。即假如市场无风险利率为4%，所有当前市盈率高于25倍的股票，一律不碰。还剩几种亏损状态呢？6种，全部是由企业变质引起的。它们分别是：

买入时	卖出时
优质+合理	平庸+低估
	垃圾+高估
	垃圾+合理
	垃圾+低估
优质+低估	垃圾+合理
	垃圾+低估

你仅仅使用两条最简单的规则——①只买过去和现在具有竞争优势的公司；②市盈率高于市场无风险利率倒数的一律不买——就站在了大概率赢的一面。躲过了21种赔钱姿势的15种，还需要担忧是能不能挣到钱吗？

因而，老唐的个人建议，要在股市里生存和获利，可以先以“求不败”的姿态入手：①只与波特五力模型显示具备某些竞争优势的企业为伍。拒绝垃圾股、题材股击鼓传花游戏暴利的诱惑；②拒绝在高市盈率水平买入；③认真跟踪持仓企业信息，对企业竞争优势受损、可能导致变质危险的动态保持敏感。

难吗？不难吧！但真要做到其实也不容易，否则市场里为什么会有那么多人亏钱呢？如同跑步，不过是向前交替迈开双腿而已，然而……

终场休息 插播广告

请立刻下载这个叫投资眼的APP，支持唐书房向广告商嘚瑟嘚瑟影响力，老唐谢谢各位的支持！放心，我已肉测，不会怀孕。试用一两天后，若不喜欢，删掉即可。

股市资讯神器：投资眼，替你盯着股市！专业提供一手股市资讯，快、精、准，而且免费。盘中实时监控重大行业、政策信息，及时推送。每晚10点推送夜报一份，归纳和复盘当日股市资讯和动态，帮你发现市场机会。

股市资讯类APP，已经杀的红海一片，此时还敢烧钱杀入，腰间必须挂着两把刷子才行。来，下载一份试试，看看他们的刷子好不好使！

长按并识别二维码即可下载
或直接点击左下角阅读原文也行

阅读原文



小师妹我来了哟 2017-06-09 22:12:17

你的民生银行呢？为什么不吹了！来，接着吹！ 赞 2

作者

在啊！继续持有中，怎么啦？看不惯？ 赞 28



林包子姓 2016-11-09 13:36:34

“亏损的情况有21种，其中10种是购买现有的平庸或垃圾公司造成的。这意味着，如果我们永远只将目光投向买入时就是优质的企业（未来可能优、可能平庸、也可能变垃圾），那么，亏损姿势缩减为11种。”这个逻辑有点没看懂啊，如果目光投入垃圾企业，亏损姿势岂不是可以缩减为3种？我不是抬杠啊，只是对产生结果的推导过程有质疑。/呲牙 赞 11

作者

不算抬杠。你说的一点儿也没错，把目光投入垃圾企业，亏损姿势的确只有三种了，所以才有我

国那么多押注重组买壳的成功“投资人士”存在。差异在于，在天朝买入垃圾时只能是高估，卖出时要么更高估，要么变成非垃圾才能赚钱，而这俩途径都无法通过学习和研究产生确定性/偷笑

赞 18



苒暖馨摇 2016-11-09 12:05:09

这篇文章理解多少还需时间。就最后那句让广告商看看老唐的影响力，家里四个人的手机 pad就得都下载上/胜利

赞 11

作者

呀，这个必须要感谢了/握手多谢支持

赞 2



控暮色过 2016-11-09 11:43:19

/抱拳唐朝文字，上等书房/玫瑰/强

赞 11



白颜夕仿 2016-11-09 11:39:06

唐老，低估和优质的产品真的不好找啊，要么优质很会高估啊，不知道有什么好方法啊/鼓掌

赞 4

作者

秘诀：等/呲牙。耐心的等，确定企业大致价值区间，然后当机会来临时，能够毫不犹豫地挽起袖子上/调皮

赞 11



ok一只傻梦想呀 2016-11-09 12:40:23

安装啦，扫码和阅读原文都要通过“应用宝”，又不太想装应用宝，机智的去豌豆荚搜索了“投资眼”/呲牙/呲牙老唐写东东的护城河堪比茅台/偷笑

赞 1

作者

哈哈，你机智地躲过了老唐的宣传，在广告商那里给另外某个广告增加了一个下载数/偷笑/握手

赞 8



sky念芳林金牛 2016-11-09 11:42:11

您推荐的慧博投资挺好！/呲牙/玫瑰

赞 7

作者

老唐推荐的东东，是通通不错的吧/偷笑

赞 5



四叶草浅殇而 2016-11-09 12:34:17

唐大大码字不同意，《手财》已经读完，作为一名经管研究生，您是我的校外老师，比学校学的财报分析强太多了

赞 6

作者

客气/微笑/握手

赞 3



少司命溺 2016-11-09 19:12:51

相当优秀的帖子。看完后没必要看巴菲特的书了。当然，如果没看过五本巴菲特或者其他价头的书，也无法深刻理解你这篇文章

赞 3

作者

过奖过奖，不敢当????

赞 5



醉生梦死丶Jngo 2016-11-09 13:48:12

唐大也关注编程浪子的东东啊。以前觉得浪子够牛了，有了唐书房以后，觉得唐大的东西更好，更适合自己。/强/强/强

作者

什么叫“也”？两三年前，老唐就在雪球上推荐过编程浪子的/偷笑

赞 4



放松骨灰 2016-11-09 12:08:09

不说了，老唐的东西，先顶先赞，晚上再看，白天把工作做好

赞 4



得我或失我笺 2017-08-29 18:50:27

好文，让我大彻大悟

赞 3



颜逍_辰风 2017-01-19 20:40:38

想问下老唐，最近研究个股票，想知道一种特定的销售渠道优势算不算一种护城河？

赞 3

作者

能产生经济利益的特定渠道，别人“不能”拿下，或者“很难能”拿下，就可以看作护城河。

赞 3



go浅唱ai半夏 2016-11-09 23:21:22

很好奇，老唐是怎么了解一个行业或者一家公司的运营模式，看书吗？还是上网查找的？

赞 3

作者

读财报，读研报，读书，思考??

赞 3



害纯夫舒 2016-11-09 21:06:49

弄投资眼！免得看不起老唐

赞 3

作者

??

赞 2



天蝎要站死 2016-11-09 21:02:09

不愿下应用宝的，点安全下载 下面 普通下载 就可以了。

赞 3



JJ哦哦聊几句06 2016-11-09 20:36:43

醍醐灌顶，受教了。

赞 3



小邦一惠的春天 2016-11-09 14:43:53

手机无法下载，用PAD从新下载，内容不错

赞 3



你爸爸是我哦了 2016-11-09 12:45:55

终于等到并领略老唐如何去定性分析企业了，五力模型很赞！

赞 3



超贪引丹 2017-08-17 17:51:33

今天在老唐的书房爬了2个多小时了，发现了不少刷新自己知识储备的地方，得之我幸呀，一万个赞

赞 2



浪的梦境乖 2016-11-10 13:01:57

踏踏实实研究，不整那些没用的嘴炮！跟着老唐开始走正道，为逃离恶心的体制奔向自由而奋斗！

赞 2



歌德的哲学day 2016-11-10 07:59:31

老唐公众号是唯一一个从头认真看到尾加点赞加点广告加下载的~请给我一朵小红花/憨笑

赞 2

作者

??????

赞 1



璩婷初是我 2016-11-09 22:50:28

你愿意分享，我就必须背，精华都不吸收，对不起自己的人民币

赞 2



宅宅宅大同女 2016-11-09 19:34:58

真心请教老唐，陷阱在那儿呢？

赞 2

作者

说来话长，有机会码文聊聊。

赞 1



铅笔描绘你讽 2016-11-09 19:28:40

如果把这种思路用来投资指数基金就更简单了，不用费心挑选股票了，只要

等到低估时买进高估时卖出就行了，还不用排雷排千，只要平常心就oK了/微笑/可爱 赞 1

作者

不太同意，这种貌似简单的思路，背后是有陷阱的?? 赞 2



只是忘不掉娶 2016-11-09 17:57:03

听老唐的话抓住了国投牌电梯不放手，上上下下的赶脚直...../呲牙

作者

享受哇？经过这样一轮享受，等你结算了此役（也许一两年，也许两三年），基本上"如何对待市场 波动"这门课就结业了。还记得吗？巴神说，投资只有两门课：一是学习如何估算企业价值，二是懂得如何面对市场波动/呲牙 赞 2



金牛智安宜水瓶 2016-11-09 15:42:26

装个金融类APP还要提交一堆个人数据 还是奉上个小小的打赏 感谢老唐给

我们带来的干货吧/呲牙 赞 2

作者

谢谢。不过这个投资眼并不需要提交个人信息??



朽白丫 2016-11-09 14:47:32

既然是老唐推荐，说什么都要看一眼再说/坏笑

作者

那是，必须滴/可爱 赞 2



耐艺咔 2016-11-09 11:48:18

人和企业发财三要素：1被需要，2很难被替代，3价格不受管制/鼓掌 赞 2



云它象摔 2017-08-29 19:08:11

唐老师您好 请问市场无风险利率百分之4和市盈率25是怎么联系对应起来

的[呲牙]，现在的无风险利率是多少呢？对应的市盈率是多少呢？谢谢

作者

25倍市盈率=4%回报率。市盈率=市价/收益，回报率=收益/市价，他俩互为倒数。 赞 1



嘶幽池 2016-11-11 11:38:02

老唐，这篇文章真棒，我想转发至我的博客怎么复制过去呢？有没有好的方

法？ 赞 1

作者

抱歉，这个我不太懂。 赞 1



绮小络起 2016-11-10 21:52:04

按浪子兄的表格，只买入低估的股票，亏损情形由21种减少至3种/惊讶

赞 1



嗯不温柔附 2016-11-10 08:04:26

看完发现还是的努力看手财因为估值企业是硬门槛/微笑。老唐是广告界的战斗机/呲牙 赞 1

作者

????



高傲你晨姐撇 2016-11-09 23:26:22

立马给手机装上app 赞 1



衬托的凄凉齿 2016-11-09 21:56:16

已下载。 赞 1



蓝小言系 2016-11-09 20:45:59

低成本产生竞争优势，一语中的！这就是国投的护城河啊！I appreciate

赞 1



旧忆继 2016-11-09 20:34:23

老唐你好！国投算是弱势特许或强势的一般事业？ 赞 1

作者

强势一般事业，主要靠低成本产生竞争优势。 赞 1



最爱Funny智商 2016-11-09 20:28:34

/冷汗卸了，然后乖乖通过二维码安装了/微笑

作者

/可爱/玫瑰/玫瑰/玫瑰/玫瑰 赞 1



抹残败的笑帅 2016-11-09 20:10:53

大道至简。好像在黑暗中前行时，终于看到了一丝光亮/可怜。多谢多谢/玫

瑰 赞 1



nice定州明哥 2016-11-09 19:53:31

就喜欢读你的文字，超级赞， 下载了投资眼了， 支持老唐， 也相信老唐/强/玫瑰 赞 1



棋爷系 2016-11-09 19:32:00

要注册吗/疑问 赞 1

作者

不用注册。



金牛是樱酱呀 2016-11-09 17:30:15

老唐现在国投电梯停在地上几层，有下到地下室的可能吗？

作者

对于股价，你得做好准备：一切皆有可能?? 赞 1



自己演自己咩 2016-11-09 17:25:26

从老唐推荐必须扫二维码！ 另外，只能在中国的苹果商店下载。 等会儿切换过去下载。 赞 1



旧梦失约从 2016-11-09 16:44:18

学习了，您想写要写的东西太多的话，可以再出几本杂文综合，我们一定捧场。 赞 1



冷调布 2016-11-09 16:05:19

国投一直在跌/流泪 赞 1



小师妹我来了哟 2016-11-09 16:03:42

国投也在向下/流泪 赞 1



欢和辞诠颂桌ok 2016-11-09 16:00:43

已安装。 赞 1



漠爱墓头 2016-11-09 15:35:32

长江电力最近一直跌啊 赞 1

作者

它要跌，我也木有办法啊?? 赞 1



烟熏妆意 2016-11-09 15:20:50

手上有wind和同花顺基本不用其它工具了，但还是要支持下老唐，已下载。 赞 1



heaventys乌鸦 2016-11-09 13:24:12

老唐，雅龚江3啥时放，有点急不可特了。自从看了老唐的文章后，胃口明显大了。/坏笑 赞 1

作者

慢慢来，有些朋友已经消化不良，抗议老唐发文太快啦/呲牙



苏谨取 2016-11-09 13:08:59

已下载支持老唐，顺便问下投资民生要get的点到底是啥/疑问，我自己研究一下，老是模模糊糊抓不住要点/委屈/快哭了/晕

作者

等看手银?? 赞 1



爱不易魁 2016-11-09 12:54:34

点链接是应用宝，然后因为是ios系统转到store了，不知算不算你的公号点击？ 赞 1

作者

应该算的吧?? 赞 1



静岁year 2016-11-09 12:39:51

老唐投茅台出了《手财》，投民生出了《手银》，投国投开撕水电，出书其是您的副业。请问您下一步要嗑药吗□

作者

也说不定呢/偷笑老唐的性格就是有点执著，投某个行业，就希望吃透。吃透它，心里才有底，才能在波涛汹涌中安心看书追美剧/调皮 赞 1



你爸爸是我哦了 2016-11-09 12:26:12

支持老唐，马上下载投资眼，我就喜欢看老唐得瑟，呵呵。 赞 1



洛倾颜宇 2016-11-09 12:15:29

按照老唐的标准真的只能选茅台了/呲牙

作者

这倒不一定，注定如此的企业，本就不多。还需要配备一些大概率赢的企业的/调皮 赞 1



小疯子裸 2016-11-09 11:54:54

已下载 赞 1

作者

谢谢捧场/偷笑/握手



俊明王子哦乐园 2016-11-09 11:50:33

选个好股票看来要做的事情还是很多的,。 看唐书房,自己给自己加油!/呲牙

作者

没错，只有电视股评家才能做到，只需要看一眼代码和图形，就能立刻给出操作建议/偷笑 赞 1



头像随便换m 2017-07-11 12:07:11

像腾讯这样的互联网公司，市盈率普遍50以上，按这种原则直接就被过滤

掉了。这也是我目前还没有思考清楚的地方，互联网公司该如何估值呢？有空请聊聊呀[微笑]。



windy炎烱l 2017-07-02 00:01:40

重新复习一遍老唐的投资理论，汲取营养



病态美战 2017-01-30 15:27:13

今年过年，打算把唐书房全部再翻一遍



旧梦失约从 2016-12-09 16:23:40

浅显易懂，波特的书一直想买，但总不参加活动，听老唐讲讲，胜过自己慢

慢看书了



小三你不配申 2016-11-10 10:50:12

多谢唐长老/呲牙



北黎不夏砖 2016-11-10 10:41:41

老唐，有文章有什么话题尽管码字，大家受用无量，必须点赞。



可爱的爱海0123 2016-11-10 07:41:10

老唐，抽时间解读一下川普上台对美股和A股后市的影响/呲牙

作者

没这个能力分析啊??



与梦魇温存 2016-11-10 05:46:45

感谢分享！很精辟的总结了投资最重要的事。



杨惘霏 2016-11-10 02:37:06

下载一份试试



蓝小言系 2016-11-10 02:33:37

很对胃口的文章，读完，进一步坚定了我学习夹头的信念!APP么，安装了，但我估计在我手机上呆不一个礼拜!/呲牙



岚小洁爪 2016-11-09 23:31:40

已下载/微笑



傻孩子韓凌杆 2016-11-09 23:16:27

感谢老唐辛苦码字，这篇文章意义重大，夹头必读



假人假心耽 2016-11-09 22:31:15

又对如何选股有了进一步的认识。值得投资的股票往往需要等，茅台需要等。国投就不等了，边入边学/呲牙/握手 哦投资眼已安装，紧跟老唐脚步!



可爱的爱海0123 2016-11-09 22:05:29

已安装，老唐可以去嘚瑟一下了



蛮牛味 2016-11-09 20:43:01

非常感谢老唐一直以来的无私分享！已下载投资眼/微笑



海灵户外水瓶 2016-11-09 20:11:30

请问老唐假设无风险利率为4%，25pe就不会买，这句话中的无风险利率是否指的是10年期国债还是其他东东谢谢

作者

以中国的实践经验，可以将比国债利率稍高一点的回报率视为无风险利率水平，也不用非常精确，大略即可。



萌比浸 2016-11-09 19:43:12

好的，期待老唐的长文，好好谈下这个问题。因为只看到大家谈指数投资的优势。还没看到谁谈谈指数投资的缺陷。



爱西诺天枰 2016-11-09 18:09:33

已下载支持



惩治独财者电 2016-11-09 17:51:01

川普刷屏的泥石流中，难得看到一股清泉。



浩鑫左溢且 2016-11-09 17:45:51

必须赞赏，如果能吃透后自己能力可以提升一大截，谢谢



陌筱赖瞪 2016-11-09 17:39:16

相信老唐推荐的东东/呲牙



花泽熙简单恋 2016-11-09 17:00:52

已下载，支持老唐大哥/微笑



剖腹取娃长 2016-11-09 16:40:13

已下载，继续学习老唐投资中……



沫夏婶 2016-11-09 15:44:50

好文章，又是一篇手把手教你买股票，怎样避免入坑，和一个模型套公司，

必须收藏，app已经下载，必须支持。/微笑



爽朗的林林麟丿 2016-11-09 15:35:58

喜欢看老唐的文字，您尽管一吐为快吧，对读者来说，是多多益善，甘之如

饴！感谢老唐的无私奉献！



张琪张琪琪完 2016-11-09 15:21:06

好文章，值得仔细多读几遍！！！！



我还是我娜 2016-11-09 15:18:03

马上下载支持



看透你也恨假 2016-11-09 14:25:03

啥也不说直接下载，支持老唐



爱情来砸门 2016-11-09 14:01:36

写了那么多，原来最后一段话是亮点，居心叵测的老唐/偷笑

作者

/坏笑



伟伟z345 2016-11-09 13:54:20

老唐篇篇有干货/色



苏苏苏苏乐岸 2016-11-09 13:44:19

发慢不好呀 容易连不起来 就跟看电视剧一样 过几天再看就忘记了 年纪大了 记性不好啦/阴险

作者

没关系，可以慢动作回放/阴险



不羁的浪子H99 2016-11-09 13:41:39

文章很透彻,已支持老唐,下了投资眼,您博群书,能写出东西来,有的自己也懂,但写不出来,佩服佩服!

作者

客气/握手



go娇腿绕腰肢嘿 2016-11-09 13:40:13

早点认识老唐就好了。



洞了个树的春天 2016-11-09 13:40:04

老唐推荐的必须下！



等你来月亮吕 2016-11-09 12:17:54

感谢老唐的分享，已下载！



不去太在乎孤 2016-11-09 11:41:05

做你的粉丝很开心

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

盛名之下，其实难副

原创 唐朝 唐书房 2016-11-11

收录于话题
#读书笔记合集
34个

「为防止各位双11抢到烂书，老唐也是拼了：今天刚看完的书，硬是等到双11零点发书评。拦住一个算一个，哈哈！」

《商业的本质》，全球第一CEO杰克.韦尔奇继管理圣经《赢》之后，潜心10年，封笔之作，致敬工业时代，回归商业本质。

怎么样？看着封底这段广告语，心中有木有怦然一动？心动不如行动，老唐买了一本。然而一读之下，却觉得盛名之下，其实难副。不太客气的说，这本书没什么太大价值，不过是些企业管理的普通知识而已。

或许韦尔奇是写给刚刚拥有一家公司的新老板，或者刚刚晋升为小团队领导人物的年轻人看的？作为投资者，也许本就不是目标读者，没什么感触，可能情有可原吧！

全书更像是机场管理学VCD的底稿，核心内容是：商业要依靠团队的力量。做老板或CEO最重要的就是要建立和凝聚团队，无论在顺境或者逆境。

全书十三章，可简单粗暴概括为：
第一章：如何做领导
第二章：如何面对打击
第三章：如何实现增长
第四章：全球化发展注意事项
第五章：最基础的财务常识
第六章：如何做好市场营销
第七章：如何应对危机
第八章：如何做领导（你没看错，跟第一章类似）
第九章：如何招聘和留下优秀员工
第十章：如何面对公司里的天才、负面情绪人物以及非全勤员工
第十一章：来，干了这碗鸡汤
第十二章：好事成双，鸡汤再来一碗
第十三章：三碗不过岗，这是最后一碗
——然后，合上书，花2分17秒为那已经离你而去的书钱和时间默哀！

最坑就这种名人写烂书。要是一个叫唐朝的无名小卒写的，我最多看到第七页就丢垃圾桶了。然而，作者叫杰克.韦尔奇啊，怎么地也要硬挺几小时，万一后面有干货呢？

好歹也花钱了，摘录一点吧，你可以花5分钟快速浏览一下，然后就不用买书了。省下钱买个棒棒糖，把浪格里格浪的快乐，建立在老唐读烂书的悲楚上，多得劲儿啊！

以下为《商业的本质》内容摘录
——也就算矬子里拔将军的"精彩"吧！

在这个时代背景下，如果停滞不前，那么你就危险了。更准确地说，如果停止学习，你就危险了。

最好的使命陈述就是要这样，既目标远大，能鼓舞人又切合实际。　　所谓"目标远大"，就像："哇，太好了，这个目标听起来太棒了，我要努力实现它。"所谓"鼓舞人心"，就像："太好了，我知道如果我们努力做，一定能做到。"所谓"切合实际"，就像："这个目标听起来非常合理，我要和我的团队努力实现它。"

你可以不厌其烦地向他人讲述你对于使命和行动的要求，但如果没有一个固定的落实机制，你的要求便无法落到实处，就像树林中的一棵树倒了，却无人听到。没有落实机制的保障，你的话谁也听不进去。

如果一个公司领导者任由公司使命摆在那里，等待别人去理解、去实现，那么公司就会错失很多大好机遇。领导者应该阐明使命，明确指出员工应该采取哪些行动，然后评估和奖励那些表现出色的员工。

对于硅谷的许多企业而言，灾难性的、突如其来的"颠覆"都是家常便饭了。对于这种情况，其实还有个专用的缩略词WFIO（we're fucked，it's over的缩写），也就是"我们玩完了，结束了"。高科技公司的性质决定了它们的确很容易遭遇这种突如其来的创伤。

"冠军"的共同特点就是工作起来近乎疯狂，具有永不言败的心态和精益求精的激情。研究'冠军'的项目真的有助于终结自怨自艾的氛围，帮助我们反思如何变得更好。

我们倡导的"五张幻灯片法"。第一张幻灯片详细地评估了公司所处的"竞技场"。我们的竞争对手是谁？他们的市场份额有多大？他们的优点和缺点是什么？他们的内部状况如何？很多人在制定战略时日往往会过于注重眼前，而低估了竞争对手的未来前景。比如，很多人会不屑一顾地说，"那家公司简直疯了，价格那么低，肯定要倒闭"，却不知道反思自己的成本是不是太高了。

更糟的是，他们在预测未来时还设想竞争格局是固定不变的。关于这种想法，对不起，我们觉得怎么抨击都不为过。人们似乎总是无法自已地持有这种观点。在他们的分析中，自己是不断前进的，而他们的竞争对手则是原地踏步的。这种想法是疯狂的。对付这种思想的解药只有一种，那就是在分析市场时抱着害怕的情绪——非常害怕的情绪。

在第二张幻灯片上，你要分析的是竞争对手最近的活动。要从产品、技术及人员变动的角度去分析，因为这些因素有可能改变竞争格局。具体内容包括：过去一年里，各个竞争对手都有哪些可能改变市场格局的举动？是否有人引进可以改变竞争格局的新产品、新技术或者新的销售渠道？行业内是否出现了新的进入者以及它在去年的业绩如何？

在第三张幻灯片上，你要根据第二张幻灯片提到的这些方面分析自己在过去一年内的状况如何。

在第四张幻灯片上，你要分析的是潜伏的变量，尤其是你最担心的事情，比如竞争对手会不会推出某个新产品，会不会出现一桩可能改变竞争格局的并购交易，会不会有一匹黑马突然从其他行业窜到了本行业从而打破了本行业的竞争格局。

在第五张，也就是最后一张幻灯片上，你要分析的是自己的优势，看看在一个存在大量老对手、新对手以及潜在对手的市场上，是否具有重大的、令人惊叹的、能够出奇制胜的优势，能够让你改变和主导市场。

总是担忧这担忧那是愚蠢的，对吗？错！真正愚蠢的是因自己有所担忧而焦虑不已！只要能弄清楚自己在担忧什么，并敢于面对，就是明智的担忧！担忧也是工作的一部分，我们所说的担忧是指建设性的担忧。

如果你因为某个趋势、事件、网络评论而担忧，或者有其他任何因素让你感到担忧，那么你可以深入研究一下自己究竟在担忧什么，然后再探究一下自己的担忧究竟是合理的，还是由自己的偏执导致的。

无论最后结果是哪一种，你都是赢家，因为如果你的担忧是合理的，就能及时采取措施加以补救，如果你发现自己的担忧是由偏执导致的，那么至少这一次你可以放宽心了，因为你知道自己再也不必唉声叹气地抱怨"该死的，我知道这种事情要发生了"。

市场营销最核心的内容，即合适的产品、合适的渠道、合适的价格、合适的宣传信息和合适的营销团队。市场营销最核心的内容一直以来就是这样，从未改变。

当谈到渠道的时候，要考虑的问题并不是“我们能通过多少渠道来吸引人们的注意力和购买欲望”，而是“我们应该选择哪些渠道才能卖出最多的产品从而获利”。

你可能会忍不住和亚马逊比拼价格，此举并万万不可。对你来说，反击的唯一办法就是为客户提供亚马逊提供不了的服务，比如专业水准、咨询指导、真挚的热情和深刻的洞察力。

一切终将过去。在危机发生后，要记住这条确定无疑的法则。是的，身处危机之间，别人对你的攻击会导致你陷入极度恐惧的状态。你可能害怕失去你的工作、你的名声和你的朋友。噪声似乎大得让你无法忍受，你觉得这会直持续下去，直到永远。你会觉得世界上每个人都关注你，想着你，分析你，你会觉得人们只要没睡着，每一分钟都在议论你，议论你在公众面前出丑的模样。

也许是这样，但我们认为这是不可能的。非议终将逐渐减弱。攻击你的网络暴民们迟早会消停的，但你不能控制他们消停的时机，你所能做的，只是控制自己，使自己相信事情还会好起来。你的危机可能在你不知不觉的时候就从“新闻”变成了“旧闻”。



935一天 2016-11-11 19:41:59

老唐，昨天刚收到这本书，今天你就发文章，怎么可以这样/流泪 赞 3

作者

一下子帮你节约好几个小时，可以去啪啪啪了，赶快谢谢我。 赞 12



纯情的疯ZI白羊 2016-11-11 00:04:58

老唐没去抢购啊，这么晚还发文章，太辛苦了/微笑 赞 6

作者

我家领导正在剁手中，我作陪/呲牙 赞 9



单单安安门口j 2016-11-11 00:05:05

老唐真勤快，先赞赏，再点赞，再读！哈哈哈/呲牙/呲牙/呲牙 赞 6

作者

下午就写好了，但是当天没有发帖资格啦，坚持等到12点/偷笑 赞 2



花下立清香季 2016-11-11 10:32:55

我觉得这本书的目标读者是针对公司里的管理者，而不是投资者。记得书里的序言说过，是给管理者提供一些用得上的东东，从这个角度看，其实还行。 另外，对于留言里一面倒的评论，感觉有些失望，我认为书评的意义在于提供了另一个不同的视角，但是，如果有人因为一篇书评，而放弃一本本来打算读的书，损失的其实还是自己。 根据书评来选书是对的吗？我对此深表怀疑。当然，我也没有更好的想法/流汗。毕竟现在是一个信息爆炸的时代，似乎每个人都有理由去走捷径，但我总觉得不太对。 啰嗦半天，有感而发而已，别无他意，勿怪。/微笑 赞 5



没勇气小姐所 2016-11-11 00:20:38

我也收藏了这书，还好没买，感谢老唐/握手！这么晚了，虽然没抢到

神券，但还是有收获的/憨笑

作者

你赚了，可以吃棒棒糖了/呲牙 赞 5



蜜桃陳time 2016-11-11 00:34:07

今天买了一本手把 赞 4



Super丶苏戏go 2016-11-11 01:30:49

谢谢老唐，省了钱，更重要的是省了时间。 赞 3



水瓶喵星小宝 2016-11-11 00:23:00

烂书，不需要这么费事，只需要写一个字，烂 赞 3

作者

/快哭了你狠 赞 2



不二不二ㄟ 2016-11-11 17:53:02

這些名人，可能只是掛個名，別人幫他寫的 赞 2



霜寒照 2016-11-11 09:34:15

商业的很多原理其实就那么几个，犹如投资，其实道理就那么几个。区

别在于谁在说而已，韦尔奇起码从实践中来，不会误人/微笑 赞 2



楚辖湘天蝎 2016-11-11 00:36:35

这本书很早之前就买了kindle版，原因就是冲着韦尔奇买的，但一直都

没看呢。还好今天看到老唐的排雷贴，可以省下看书的时间了/呲牙

作者

?? 赞 2



小自私亡 2016-11-11 00:26:33

老唐开外挂了，不开森的事情，让我读的正能量十足，服了you!! 赞 2



朵艳艳竞 2016-11-14 13:32:25

已经买了，还没看。谢谢老唐，看看您的归纳总结/呲牙/呲牙就行了，

不看了，节约时间。/呲牙/呲牙

作者

对啊，省几个小时时间，比省几十块书钱赚更多/呲牙

赞 1



楚辖湘天蝎 2016-11-12 19:24:57

在唐书房，发现老唐的对是价值，发现老唐的错更是价值。关健是独立思考。

赞 1

作者

??



阿狸爱小桃单 2016-11-11 11:13:21

感谢分享有坑经验

赞 1



小沫晾 2016-11-11 08:59:55

老唐，林毅夫和张维迎的书有推荐吗？

作者

没。经济学里面，我就喜欢张五常，林走凯恩斯道路，张走奥地利道路，都是大师，文章倒是常看，但对二位的书，基本没看过。

赞 1



爽朗的林林麟丿 2016-11-11 08:39:14

你早点看了写就好了，前两天亚马逊电子书买来看了，想起来可以退/呲牙

赞 1



单单安安门口j 2016-11-11 07:40:46

如果说商业的本质，这种书看看陶朱公范蠡写的就好。是基于社会规律的实战。杰克写的只能叫：如何在职业ceo上走的更远。唐总觉得无味的原因是：术业有专攻，其实投资和管理企业是不同逻辑和要求，投资要求的是心静，持之以恒，注重逻辑，与幸运和权术关系不大。ceo要求的就不是这些了，首先要富有激情，再次就是要幸运，这已经与投资者的逻辑大相径庭了

赞 1



皇甫巫灵郭 2016-11-11 00:12:40

已抢到200减100券，多谢分享

赞 1

作者

结果我还没抢到零点这波的/呲牙



林熙换 2016-11-11 00:08:46

说心里话，《赢》我也没看出所以然来。此外韦尔奇任上与前任比，各项数据增长其实也就平均水平，其实也是盛名之下，，，

赞 1



0珍爱永远0 2020-09-18 16:06:33

看到陈文浩同志的评论，有感而发，在这里做一个记录，以后电脑打开文章就可以看到自己的留言： 书评主要是老唐从自己的角度出发，建立在老唐看过无数的书形成自己的思维体系基础上，把自己的对于此书的所思所得所悟说的清楚说得明白，因此得到的结论：这本书其实对老唐没什么用，不值得看，所以我也不会去买去看。 陈文浩同志说到，但是，如果有人因为一篇书评，而放弃一本本来打算读的书，损失的其实还是自己。 粗粗一看，感觉有点道理，毕竟对老唐（这么优秀、博才的人）没啥用的书，也许对我们来说确实有可能会有所帮助，我们这样会不会错过 后来仔细思考了一下，其实这位同志的说法不太对哈，有限的时间条件下，老唐把文章的大意帮我们梳理清楚了，让我们可以了解文中大意后，自由选择是否去接受这本书，站在老唐丰富的读书体验上的书评，给我们节约了非常多的时间，把时间花在更加有意义的书本上，这才是关键。 如果看了书评后感觉自己挺有兴趣的，可以找来看看，其实错过一本书并没有什么可惜，只是说当下没有看，并不代表以后不可能看，都是缘分呀。[偷笑]



左街右巷墅 2016-11-13 12:53:40

书评都有点看不下去了，老唐辛苦了！



孤寂旅程红颜 2016-11-12 21:46:20

赢也很烂，韦尔奇一生的精华都在其自传里。书名straight from the gut，多霸气，多自信。跟郭士纳的谁说大象不能跳舞有异曲同工之妙。



乐观的滥调 2016-11-12 09:55:11

大哥，已买还没读，/糗大了

作者

恭喜你，花五分钟阅读此文，节约了五个小时时间??



爱有毒吗结 2016-11-12 07:52:24

京东200-100买了全套 60多4本 就当买一送三了 自传一本值回票价了/呲牙



历世的母爱朱 2016-11-11 20:49:41

慢了点，书刚收到。以后还是坚决不买新近书籍了，就像不买新股一样，好货概率太低/呲牙



小小孩脱 2016-11-11 19:51:14

老婆不在，一个人在啃面包呢，看看海缓解一下内心的郁闷/偷笑

作者

/呲牙这个，只有靠你自己把老婆哄回来了



夜郎志大19791 2016-11-11 18:35:21

下手早了/流泪



ok毛夯侠罢玖玫 2016-11-11 11:34:17

老唐好人一个，用事实说话，证明书烂，!



最晚的晚安叠 2016-11-11 11:11:39

大概是2000年左右，事业顶峰推出的同名传记，当时火得不得了，可惜当时没钱买不起，今天京东弄到了250减150，还多谢老唐在雪球发贴提醒。京东实在是好人，书籍经常搞大优惠，让穷人都觉得非常有幸福感。



塑身电话 2016-11-11 09:48:18

和商业局外人里的ceo比差些/呲牙



爽朗的林林麟丿 2016-11-11 09:37:21

感谢老唐，省钱啦~/玫瑰



生凉薄嗓 2016-11-11 09:26:48

经济学家大多是自己出书，自说自话，难得的是这两位公开辩论快20年了，两位高手对决，且为了大众接受自己的观点，行文都很通俗易懂，煞是好看。依稀看到司马光和王安石的精彩辩论的影子。



嗯很幼稚待 2016-11-11 09:23:32

不知老唐对哲学类的是否感兴趣，我最近看了胡适的中国哲学史大纲和冯友兰的中国哲学简史，对中国古代哲学的了解很有帮助。我看这些只是觉得有必要了解我国人民的思想文化源头，感兴趣的话可以一看

唯唯唯川 2016-11-11 09:01:57

老唐你最棒



心上人用 2016-11-11 08:43:25

确实不怎么样，不过你书单里的1、5看过，非常不错，能提供很多视

角看问题。个人觉得1有趣些



JJ哦哦聊几句06 2016-11-11 08:37:55

同感，多年前看了，完全没有任何印象了，就韦尔奇的头像一直深入我脑海里



水瓶亥卓然ok 2016-11-11 08:37:50

最近在看《赢》，感觉有些观点对个人还是有启发的。比如只做第一或第二的业务，工作要尽量超出领导预期，当员工和当领导职责与工作方法的不同点等等。



诚诚科技网络8 2016-11-11 08:33:59

还真没太看懂。也好，看不懂，就等待。/微笑谢谢！



zhyonly双子 2016-11-11 08:19:58

看到广告了，堆了一堆书没看，暂时没动，商业类的书各种道道实在太多，都有点道理又彼此牵制关联 嘿嘿，看到老唐这文，正好省了这本书的心思了



秘制小汉堡222 2016-11-11 08:15:25

好人



诸神的昨天琦 2016-11-11 07:57:19

书烂，不耽误书评好。 感谢老唐为我省了时间， 省一分钟，就是赚一分钟。



林熙换 2016-11-11 07:04:07

我本来要买，呵呵，谢老唐鉴黄，原来没干货/微笑



乂小时光四 2016-11-11 07:02:18

我前几天刚买啊～/流泪/流泪/流泪



和蔼的七血七 2016-11-11 06:57:11

注意身体啊。/强感谢你，老唐。



大哥哥你在等我 2016-11-11 06:44:37

商业的本质: 做起来, 不要一等二看三再做。只有天才知道做什么一定成功。



海岛晴凉 2016-11-11 06:43:43

看他，带着"商界局外人"的有色眼镜哦。



啊啊ABC控制day 2016-11-11 06:39:09

大概远离了战场，江郎才尽不过是迟早的事。不唯名也是选书的一个要旨



三分热度诱 2016-11-11 06:36:15

果然烂书，鸡汤喝多了，胆就肥了，，谢谢老唐



虚情寡义未 2016-11-11 06:09:10

希望老唐更多书推荐，手把手财报学习中。/呲牙



嗯很幼稚待 2016-11-11 05:33:36

阅读唐书房是一种享受，感谢唐老师。



木子小娜誉 2016-11-11 01:43:19

打小起就很少花钱在书上，只记得喜欢金庸小说，印象深刻。今年才又买书了，还是买正版滴，难以想象/惊讶。 今晚手气不错，抢了京东200-100神券，一口气买了十几本，其中一大半在老唐的书单。/呲牙。慢慢来看



芙蓉小桐朽 2016-11-11 01:01:10

不能同意更多，感觉是骗稿费的，透支信用，差评



心亡则忘飞 2016-11-11 00:51:01

老唐，雷锋的干活/微笑



误来红尘彡 2016-11-11 00:40:22

还好没买这本，谢老唐/微笑



兴兴钮 2016-11-11 00:38:27

烂书作评，底蕴深厚/玫瑰/玫瑰/玫瑰

jxe695泼 2016-11-11 00:35:13

《鞋狗》不错



FBD文先森 2016-11-11 00:17:54

那那本《杰克韦尔奇自传》怎么样呢

作者

没印象了，不知道看没看过/晕



总会往情深字 2016-11-11 00:06:08

买了没看。听说《赢》和《自传》很好

作者

你可以节约几个小时了/困



剖腹取娃长 2016-11-11 00:05:06

占个座。/可爱

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

分级套利速成版（重发）

原创 唐朝 唐书房 2016-11-12

收录于话题
#财务及套利专辑
15个

老帖重发。原因嘛，一者这篇文章藏在10月26日第三推里，经常有人找不到，发消息来问老唐；二者今天收盘前，肉条条出现了，芳香四溢，似乎捡钱季又来了。如下图，你闻到肉味儿了吗？



以下为旧文

分级基金套利，分为溢价套利和折价套利两种。都是利用「母基金可以按净值和基金公司交易，也可以拆成AB子基金；AB子基金可以分别在股市买卖，也可以合并成母基金」的规则。

当市场AB交易价格之和，和母基金净值出现一定幅度的偏差时，套利机会就产生了——指深圳基金，即1打头的分级基金。5打头的上海基金，母基金本身也可以上市交易，套利更复杂，基本上是程序的天下，手工操作不大可能获利。

溢价套利

溢价套利的原理，是市场交易的AB基金价格之和，比母基金净值高，于是我们按照净值从基金公司买来母基金，拆成AB基金，然后在股市卖出，获取差价。

流程分三部：①第一天收盘前按照当日母基净值向基金公司申请买入母基金（申购）；②第二天，在交易系统里将母基金拆分成AB子基金；③第三天开盘，卖出AB子基金，套利结束。

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



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

第3步，选择最靠前的，且至少保证“合并溢价-申购费≥1.5%”，越大越好。例如图中，合并溢价=1.89%，申购费

=0.01%（申购费在倒数第四列，截图上无显示，看网页），两者相减=1.88%，大于1.5%，可做。1.5%为经验值，低于此值不建议参与；

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

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

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

找到后，在基金分拆里，填上要分拆的基金代码和数量。代码就是你昨天申购的那个。数量稍微复杂一点，再去集思录，找到你昨天申购的那个母基代码，隔着母基名称，有一个「母基净值」。用以下公式算出可拆母基份额「你申购的资金×（1-申购费）/母基净值」。然后去掉个位数，填在基金分拆的数量里。有些券商可以提示数量，但稳妥起见，还是自己按计算器比较靠谱。准确公式本应是“你申购的资金/{母基净值×（1+申购费）}”，老唐为稳妥起见，做了一点点实战改进。

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

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

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

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

大的风险是经过第二天一天以及第三天开盘瞬间的交易，市场上的AB合计市价，跌了。原因既可能是母基金挂钩的指数跌了，也可能单纯是AB交易者们心理影响了出价；

小的风险是你本来计划以集思录上显示的母基估计净值申购，结果集思录估计净值有误差，钱到基金公司后，母基实际成交价格略高于集思录估算的母基净值。

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

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

者的利润。

折价套利

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

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

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



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

第2步，排除A涨幅或者B涨幅为涨停板的不看。看了也因涨停板而买不到，无法合并；

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

第4步，如果可以套利，迅速买入对应的A和B代码。买入价格，按照卖一价格输入。买入数量，将你预备投入的资金总额，按照A：B比例分配数量即可。绝大部分分级都是5:5，即资金分配满足买入等量AB；如果是7:3分级，则买入数量满足每7份A对应3份B；4:6和2:8的，同理。

交易无印花税，但要留一点点券商佣金余地，按照通常万分之三的标准，每1万元，准备额外3元佣金即可。部分券商有手续费最低5元起，所以建议至少单笔交易大于2万；

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

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

折价套利，一旦买入AB之后，就和AB的价格无关了。但由于基金公司是按照你提出赎回申请日收盘的基金净值给我们，

所以我们要承担提出赎回当日的基金净值波动。这一天，基金净值（也就是基金所买的股票，即后面的"跟踪指数"涨跌，后面如果没有跟踪指数，写的是主动基金，一般建议规避）如果上涨，我们能额外获利；如果下跌，幅度小于折价，仍能获利；如果下跌幅度大于折价部分，则可能亏损。

这个，同样可以用概率思维来解决，次日的波动是随机的，长期来看，可以互相抵消掉，套利者能够获取目标折价利润。

没了。没看过老唐的分级A科普文《手把手玩转分级A》的，可以去雪球看，点击左下角阅读原文直达。无论雪球和这里，不解答套利方面的提问。文章已经说得非常清楚了，没什么需要补充的。看懂捡钱，看不懂或懒得看的，当本文不存在即可！

下周抽空继续码水电文章。周末愉快！

阅读原文



韩汐汐愛 2016-11-12 09:09:36

昨日期货上蹿下跳，这块肉估计不大好吃到哦/呲牙 赞 3

作者

套利者最核心的基本功是：死板，不预测?? 赞 13



阳光的govl331 2016-11-15 15:07:26

唐巨，今天看到创业溢价大肉有6%多，我没有看错吧？第一次实战，申购了160637的母基。明天拆分后天卖出BA对吧/呲牙 赞 6

作者

对。 赞 11



小螳螂饿了的家 2016-11-12 17:43:16

昨天我也发现了此项重大利好，看来分级套利是需要守株待兔的。 赞 8



影子爱人窗 2016-11-12 08:04:54

老唐不是满仓吗，还有余钱搞套利？ 赞 3

作者

一看就不是老粉??都知道我有个物理隔离的，单独的分级小钱账户的…… 赞 8



缺席咬 2016-12-02 10:14:52

老唐，是我的钛合金狗眼瞎了吗？怎么500工银母鸡又溢价10%了，我没有套利过，怎么可以这样，为什么没有人来砸啊，求解！

作者

没有成交量的虚假溢价，你卖一万股就能把溢价打成零，申购了也卖不出去。 赞 6



琉璃光短 2016-11-17 10:03:51

开盘因为套利大军，很多都是最低点，过一会儿就会上升，所以老唐在文章里写的开盘就卖是不是不太合适？ 赞 2

作者

套利本就不做预测，如果不是开盘就卖，相当于赌当日会上涨了。这不是套利的本意。今日仅仅是因为超大安全边际+开盘跌停，反正也要等，所以才值得等。 赞 6



木子小娜誉 2016-11-12 12:17:44

感谢老唐的无私，码字辛苦了。请教一个问题，上班时间没办法在电脑前面，手机能完成以上所有操作吗？谢谢了/抱拳 赞 1

作者

能， 赞 6



蝶恋册 2016-11-12 09:08:49

大哥，刚漏了点肉味出来……大卫发了私募之后就不说套利的事了，要不，你也发私募吧/流泪 赞 4

作者

哈哈，你惨了！老唐是不会发私募的，so……?? 赞 6



剖腹取娃长 2016-11-22 10:30:31

唐老师，华泰证券不支持上海母基T+1盲拆，只支持深圳母基T+1盲拆。 赞 3

作者

上海母基任何券商都不支持T+1/呲牙老唐去年7月的《手把手玩转分级A》第61条“61）上海的分级是周一申购，母基周三到账。周三交易时间分拆，然后立刻可以卖出；”——昨天申购的，明天可以直接卖出母基，或者明天拆成AB，立刻卖出。 赞 5



云游三郎 2016-11-21 15:00:15

老唐：请教个问题，母基净值和母基价格不一样的话是不是出现偏差？我看见电脑显示合并溢价有3个点，但我要买按现价买后其实和ab的价差不多，这样就是没有可能做套利对吧，就如今天的502013一样/抱拳 赞 3

作者

上海基，有三个套利价格，母基净值，是你可以从基金公司买到的价格；母基价格，是你可以在

市场上卖掉母基的价格；合并价格，是你可以将母基分拆成AB后分别卖出的总价。母基净值和母基价格/合并价格之间产生差价，都有套利空间。 赞 5



欲望嚣张总 2016-11-12 07:11:39

看老唐的文章太划算了，赞赏/呲牙/呲牙/呲牙 赞 5



客居博浪沙 2016-11-12 04:44:27

配着集思录一看就懂了，老唐普及的太通俗易懂了，赞 赞 5



白髮小妖瑶 2016-11-12 00:15:41

400早就赚回来了/坏笑 赞 5

作者

????



三江夜巫 2016-11-12 00:21:01

期待水电文章。周末愉快！ 赞 4



显剐咒sem 2017-03-24 15:04:49

感谢老唐，今天又捡到分级溢价套利洒下的钱了！/抱拳/抱拳/抱拳 赞 3

作者

恭喜/玫瑰 赞 2



陌芯涵攻 2016-11-24 16:17:51

合并溢价-申购费≥1.5%则:一收买母(14:50后)二拆等待三开盘卖; 需担二之AB价格向下之险或向上之福。 合并溢价+赎回费＜-1%则:一收买(14:50后)AB，成则立合;二赎回(需担收盘净值向下之险或向上之福)三回款(次日至三日).....个人总结，喜欢拿之，我是雷锋的崇拜者爱雷锋 赞 3



笑眸观 2016-11-16 11:48:49

送个红包给你，谢谢指导。 赞 3



爱有毒吗结 2016-11-16 11:43:19

谢谢老唐，今天创业板套利成功，接近10个点。笑看明天风云变化。 赞 3

作者

恭喜恭喜??祝常常捡钱?? 赞 2



柒陌雪览 2016-11-12 22:49:47

老唐这是在大喊：有肉了有肉了！大家快来练练手！ 赞 3



费洛格丝zu 2016-11-12 10:02:42

老唐如何看待当前B股的投资价值啊/微笑 赞 3

作者

没什么研究，不敢随便发言。 赞 2



莜冷雅葱 2016-11-12 09:31:37

/呲牙没太懂，也得谢谢你！ 赞 3



厌食套 2016-11-12 09:07:15

感谢唐总又手把手哈，祝您幸福安康！ 赞 3



他他他他勿 2016-11-12 08:32:42

老唐码字幸苦，鼓励下/呲牙 赞 3



小三你不配申 2016-11-12 08:28:15

100买的赚大了 赞 3



啊啊ABC控制day 2016-11-12 08:25:54

一大早起来看这么高深的文章，看的头昏脑涨，让我再睡一下消化消化/睡

赞 3



楚辖湘天蝎 2016-11-12 07:00:29

上次搞了一次没成功/流泪，手太慢 赞 3



误来红尘彡 2016-11-12 02:30:47

谢谢老唐。/微笑 赞 3



萍萍阎耻 2016-11-12 00:11:08

老唐这么晚还在想吃肉，这毅力/强/强 赞 3

作者

没啊，看了几集美剧《致命武器》，临睡前重发了一下老文而已?? 赞 2



那么后来呢咪 2016-12-21 08:49:24

老唐一般怎么捕捉套利良机，只是在收盘前瞄一眼的？感觉为了年化多几个点，天天盯盘很累，有没有方便一点的做法？

作者

分级套利就是收盘前瞄一眼，货基和逆回购嘛，很多app都可以定到某价提醒的。 赞 2



控暮色过 2016-11-15 22:54:21

老唐，感谢分享。请教个问题：溢价第5步，分拆时使用的净值，是前一天的净值还是当天实时的净值，如果是后者，是变化的，那么该如何选择呢？

作者

前一天的。 赞 2



缺席咬 2016-11-14 00:02:11

坐等你水电文章啊，每天睡觉前都要来看一看。

作者

周末已经写好三篇，关于雅砻江水电公司估值的，一共三篇，将分别在周一、周三、周五早上发出，晚安/握手 赞 2



大鹅2812413991 2016-11-13 22:07:54

非常实在的干货文章，谢谢唐老师的无私分享/强 赞 2



离离离离心道 2016-11-12 09:43:27

统称你们这些人为套利杀手/流泪 赞 1

作者

套利的终极目的就是达到无利可套的状态????? 赞 2



钟二妞丛 2016-11-12 09:19:22

一有肉味各种科普就来了/流泪 赞 2

作者

?? 赞 2



袜子424 2016-11-12 00:12:22

我当年在摩尔买的！哈哈！ 赞 2

作者

?????



ok肉猪暗魔凶兆 2016-12-02 10:23:02

哦，对了老唐有讨论过，是我思考有问题……惭愧，多谢老唐指点/呲牙 赞 1



蒴致虚偽锐 2016-11-18 13:00:39

到嘴的肉肉飞啦，本周三的创业/大哭 赞 1

作者

面包会有的，肉肉会有的?????? 赞 1



堇年丽 2016-11-18 11:45:04

是，等涨反而卖个低价。无知，贪心加恐惧我也是看清了自身的劣性，最后慌不择路/抓狂

作者

/握手 赞 1



一点点不该告白 2016-11-18 11:25:59

B1.004A1.048出的，操作不行第一次自己有点乱。 赞 1

作者

B出在1.004？开盘1.01，我成交在1.008，你是等涨了？/疑问这不是套利的错。 赞 1



浅们的许诺领 2016-11-18 11:05:03

周三试了一把160637今天出来咬手了，看了下如果之前周一，二都能吃到肉。唉命不好。还是好好跟唐老师学财务分析吧。 赞 1

作者

今天为什么会咬手呢？我周一周二的吃肉出来的，今天的平手出来的啊？ 赞 1



棋爷系 2016-11-16 09:59:45

谢谢老唐手把手/抱拳，这几天创业ab合并溢价6.8%您套了吗？

作者

悄悄捡钱就是了，真有心就来包个大红包分享喜气，其它的别问了，老唐有闹钟，天天到点就会提醒的???? 赞 1



女汉子走起ing9 2016-11-12 16:17:38

/流汗，不好意思，从来不碰基金，看了先生之文，对分级才有所明白，最近抛了些白酒，准备试试水！/抱拳 赞 1



乐观的滥调 2016-11-12 07:19:25

上次在煤炭分级161724上被咬了手，昨天收盘前看到这个资源分级时，犹豫了再犹豫，就用5W伸了下小手/呲牙 赞 1



不该怎么样膜 2016-11-12 00:07:08

看了眼今晚的商品期货，差点晕过去，还好我就只是半仓套个利而已，就算套利失败了问题也不大。真心心疼高杠杆搏杀在一线的朋友们，你们才是真的猛士/再见/再见

赞 1



红尘味誉 2021-01-11 16:19:09

老唐好，今天刨到您之前发表的“手把手玩转分级A”的三篇文章，按照您的方法在 集思录 找数据，发现没有了关于分级基金的数据，一头雾水，还请老唐指点[抱拳]

> 作者
> 分级基金这种产品，已经被监管机构取消了[呲牙]

> 红尘味誉
> 谢谢老唐，省去了我很多钻牛角尖的时间[抱拳]刚入手您的新手财，正在拜读！您的一版已经读了多遍，受益匪浅，可惜冬至当天玩的太嗨，忘记了抢购，只能买普通版本了[捂脸]

> 作者
> [呲牙][握手]



超级亥卓然ok 2017-03-18 11:12:57

大气是老唐大气，不故弄玄虚，手把手的教，说的简单易懂，初中水平就能看懂了。这样的大气根源应该是来自于真正的实力。看过那本著名的低风险投资的书，只知道分级能套利，其他的都是云里雾里。老唐这一篇短文，原理，操作，风险点都知道了，还是要感谢老唐。



我是冥王你信吗 2016-11-25 11:23:13

赚47元，给老唐返10%的提成，红包5元，请笑纳。



嗯不温柔附 2016-11-25 11:17:28

23日投入5万申购160637，净值1.022，今天卖出净赚47元，申购与拆分都是0手续费(含券商)。卖出A与B券商收手续费。



冬天分两半兴 2016-11-21 16:43:02

非常感谢老唐图文并茂



娘是陈婷婷呗 2016-11-18 22:49:30

看了三四遍才明白! 周三第一次尝试，今天基本平着出，向唐老师学习，在证券市场又学了一着/飞吻



亡心城佐 2016-11-17 09:48:11

感谢老唐，吃上了创业溢价套利的肉肉，第一次操作套利，完全按照老唐手把手教的步骤做的，又学习到一个新方法，太感谢了！

> 作者
> /握手恭喜吃肉



细菌打嗝脱 2016-11-16 10:12:09

哈哈，再次谢谢老唐，18.88别嫌少，我得给微信充点钱/调皮。刚开始套利经验少，小闹钟我能听到就好了/偷笑。

> 作者
> ????



双鱼dopd的海角 2016-11-16 07:56:24

感谢唐大无私分享，授人以渔，功德无量/微笑



猎艳师邮 2016-11-15 23:11:44

昨天就试着套创业指基，没成功，今天提早早下单，刚看见持仓里已经有啦，谢谢老唐/可爱



飞天下老虎 2016-11-13 12:13:12

一直都懒，没时间吃肉沫/流泪



眼眸泪凄廖窃 2016-11-12 11:42:30

要去试一试。按文索利/抱拳



摩羯朴泠落 2016-11-12 10:06:41

老唐这次说的更明白了，谢谢！谢谢！



妖尧美饥 2016-11-12 09:39:10

谢谢，看的很明白。



梁查器 2016-11-12 09:21:50

昨天就申购了鹏华资源咯/呲牙



轻谈献 2016-11-12 08:07:12

我上次用银河证券试验了一下，但没有成功，盲拆不好，看来有肉也吃不好。



静醉红颜吖 2016-11-12 06:11:39

排版超级好，逻辑强，内容详实，操作性强，大赞



浩鑫左溢且 2016-11-12 05:23:43

还是沿用老唐兄一贯的风格，简单粗暴/呲牙



农夫与犬 2016-11-12 00:35:43

周四已买母鸡，看下周一能不能吃到肉了 /鼓掌

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起3

原创 唐朝 唐书房 2016-11-14

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

接着填坑。
周末两天没出去玩，一口气写了雅砻江水电估值文章三篇，分别用三种不同的方法，从不同的角度对雅砻江水电公司进行了估值。总长度约一万字，为避免遭抗议，分为三次推送，后两篇预计在本周三和周五早上发出。希望收到后抓紧看，否则慢慢垒多了累得慌，只能投降。

言归正传。前面第一篇说了水电行业特点，第二篇罗列了国投和川投的核心资产——雅砻江水电公司的资产构成。今天来谈老唐对雅砻江水电公司的估值思路。由于雅砻江水电的利润占了国投2015年净利润的75%左右，川投2015年净利润的97%左右，确认了雅砻江水电的估值，两投的估值也就八九不离十了。

上篇说了，雅砻江水电公司分为已经建成的、合计1470万千瓦的五个水电站和中游在建工程两部分。截止2016年9月底，他们在资产负债表上的构成如下表：

资产	金额（亿）		负债	金额（亿）
类现金	57		短债	69
固定资产	1162-243=919		长债	761
其他	22		债务合计	975
在建工程	355		股东权益	378
总资产	1353		债务及权益合计	1353

为便于估值和对比，我们行使一次头脑风暴，在意念中将已运行资产和在建工程拆开：嗡嘛呢呗咪吽……一起念，发音：All money money go my home……

由于下游五座电站均已投产，资产继续保留在在建工程科目里的数额较小。2015年底仅有锦屏一级、二级和桐子林三个电站累计约24亿在建（雅砻江水电2015年报55页）。此处我们保守假设，2016年三季度这24亿依然是在建状态，意味着中游投资至少331亿。

为了给下游1470万千瓦电站做估值，我们假设现在将中游全部投资，零溢价转让。将已获发改委批文的两河口及杨房沟水电站项目（插播，双11当天，杨房沟成功实现了大江截流），在已投入了331亿资金，大量最艰难的前期工作（选址、设计、移民安置、基础建设、地方关系）已经完结的前提下，按照原投入资金值出让，这个假设无疑是足够保守的，这个就不花时间分析了。

出让以后，假设将所获331亿资金及账上原有57亿货币类资产合计388亿用于归还借款（虽然我们知道，当前这么低的利率，傻蛋才会停止有利可图的项目投资，而将数百亿资金拿去归还借款），使负债降低为975-388=587亿。这样，头脑风暴中的雅砻江水电公司，资产负债就变得清楚明了：五座运行中电站合计1470万千瓦，账面资产965亿，负债587亿，净资产378亿。

接下来，我们对它做个估值。怎么做呢？

首先，我们用同类重建成本来看。例如，同样的雅砻江上，两河口300万千瓦装机，预计投资665亿，平均每千瓦装机投资2.2万。预计年发电115亿度，为每年获得一度电的投资是5.78元；杨房沟150万千瓦装机，预计投入200亿，平均每千瓦装机投资1.33万。年发电最高68亿度，度电投资2.94元。

这两个电站中，两河口是建一个具有多年调节能力的大水库，除了自身发电以外，主要是为了跨年度调节全流域水量，自身发电不高，但为下游带来的增量效益比较高，因此单独测算的单位投入比较高，不具备可比性。

下游的锦屏是年度调节能力水库，二滩是季度调节能力水库，价值高于杨房沟，官地、桐子林和杨房沟是同样的日调节。所以，拿杨房沟建设成本做参照，或许是个保守和可信赖的办法，即经营水电站的产业资本，愿意为具备杨房沟同样发电能力的机组付出的代价。

如果按照杨房沟的每千瓦投资1.33万标准计算，下游已建好的1470万千瓦（总体资产盈利能力优于杨房沟），总价值至少等于1470×1.33=1955亿。这意味着全额收购，在承债587亿基础上，再付1368亿即可。若按照度电投资2.94元计算，年发电690亿度以上，值2028亿，承担负债587亿的基础上，再付出1441亿。

在1368亿和1441亿两者之间取较低值考虑，国投占雅砻江52%股份，净价值710亿以上，川投占雅砻江48%股份，净价值656亿以上（备注：包含雅砻江水电100%股权、其他200多万千瓦权益装机的水电、近千万千瓦装机的火电新能源以及部分股权投资的两投，目前合计市值841亿，其中国投市值451亿，川投市值390亿）。

那么有没有可能因为雅砻江水电公司的项目，造价通通偏高呢？我们再看其他地区和电站的造价。中国水力发电工程学会副秘书长、水电专家张博庭在其《中国水电与水资源开发》一文中，披露过这样一个数据：“2013年我国新建水电站的平均预算成本，已超过每千瓦1.5万元。”

现在是2016年了，数据是否依然如此？老唐查询了2016年下半年全国获批或建成的水电站信息，查到披露出来的几家水电站预算，有代表性的电站如下：

大型电站：乌东德水电站是我国继三峡、溪洛渡之后的第三座千万级巨型水电站，位于四川、云南两省交界处金沙江上。该电站12台85万千瓦装机，总容量1020万千瓦，年发电389亿度。总投资967亿元，每千瓦装机0.95万元，度电投资2.48元。

中型电站：金沙水电站，总装机容量56万千瓦，年平均发电25.07亿度。总投资74.23亿元，每千瓦装机1.32万，度电投资2.96元（大于30万千瓦装机，严格说也属大型，只是和巨无霸乌东德对比，暂列为中型吧）。

小型电站：10月27日，四川通江洪口水电站试投产。洪口水电站是通江市级重点招商引资项目，总投资3.76亿元……装机容量2×1.2万千瓦，多年平均发电量8891万千瓦时。每千瓦装机1.56万，度电投资4.23元。

境外电站：葛洲坝公司签约拿下老挝色拉龙2号水电站，装机3.5万千瓦，投资7000万美元，年发电1.4亿度。按6.7左右的汇率折算，每千瓦装机投资1.34万，度电投资3.35元。

以上四个代表性案例，包含了大中小电站，有国内的，也有国外的。每千瓦装机最便宜的0.95万元，最贵的1.56万元。度电投资最便宜的2.48万元，最贵的4.23万元。看来，由于2013年至今的利率下行及建材价格下跌，水电站每千瓦装机比2013年花钱要少了。

其他案例，各位朋友若有兴趣一一验证，可以自行搜索，下表是2016年10月份全国拟在建部分水电项目名称及投资

全国水电站项目等44项，拟在建项目列表：

项目名称	进展阶段	总投资（万元）
沙湾县金沟河四级水电站增效扩容改造项目	施工招标	7000
广西融水苗族自治县河村水电站项目	工程设计	8000
赣江井冈山航电枢纽项目	设计招标	423600
霍童溪（南平境内）500km2以下河流综合规划项目	规划方案设计	100000
邵武市拿口水电站增效扩容改造项目	环境影响评价	4000
拉哇水电站项目	核准	850000
西藏澜沧江一级支流色曲流域综合项目	规划方案设计	1000000
山东沂蒙抽水蓄能电站项目	开工在建	600000
金沙江银江水电站项目	正编可研	664000
青海省海西州挪棱格勒河水利枢纽项目	可研批复	221522.25
槟榔江土仓水电站增容项目	环境影响评价	18726.15
祁阳县内下一级电站增效扩容改造项目	施工招标	1635.85
民丰县尼雅水利枢纽项目	设计招标	6000
桃源县夷望溪支流桃安溪（木旺溪）水能资源开发项目	环境影响评价	2000
内蒙古芝瑞抽水蓄能电站项目	工程设计	597680
太白县鑫民水电站项目	施工招标	5670
汤原永久水电站增效扩容改造项目	开工在建	5000
通山县小水电站增效扩容改造项目	工程设计	1300
阿克苏地区乌什县燕子山水电站增效扩容改造项目	工程设计	8000
塔城地区乌苏市四棵树河二级水电站项目	工程设计	20000

作为非业内专业人士，我们无从知道这些差价具体是由什么原因造成的。但起码我们知道，用0.95万~1.56万元，建设1千瓦装机，是实业界排着队、走着关系想要的；用2.48元~4.23元去换取每年1度电，是实业界觉得合算的生意。而作为全国十三大水电基地排名第三的雅砻江，由于其来水稳定（降雨、地下水和雪水融化共同组成），流域范围大（全长1571公里，流域面积约13.6万平方公里，约等于21.5个上海市面积之和）、河流落差大（河流天然落差3830米）等优点，属于水电开发中的特优资源。

因此，我们可以取上述造价的简单中间值1.25万（低于专家披露的1.5万，低于杨房沟的1.33万），作为雅砻江水电保守的实业重建成本。则雅砻江下游1470万千瓦的价值为1470×1.25=1837亿，对应度电投资为1837/700=2.62元。因雅砻江水电公司下游电站负担有587亿债务，可知按照实业重建成本收购雅砻江水电的保守价格为1837-587=1250亿。即国投持有52%雅砻江，净价值不低于1250×52%=650亿，川投持有48%雅砻江，净价值不低于1250×48%=600亿。

这是有经验内行给出的估值。对于这种估值法，常见的质疑是：小股东没有控股权，不能动用公司利润，如果公司不分红，小股东毛也捞不到一根。哪怕只进行少量分红，没有分的那部分，不过是镜中花水中月。它和实业资本自己投资、自己控股、自己经营、自己掌控资金有巨大差别。

关于这一点，可以用10月31日老唐在任俊杰老师分享的伯克希尔股东手册后面，做的一段山寨式回复来解释："我的首要选择，是建立一个多元化的虚拟企业集团，这个目标是通过持有多家可以持续产生现金流并且其资本回报能够一直高于市场平均水平的公司来具体实现，无论它们是否分红。我相信那些未被分配的利润最终会通过资本的长期增值而体现在股价中"。

这段话是仿原文巴菲特说的"我们的首要选择，是建立一个多元化的企业集团，这个目标是通过拥有多家可以持续产生现金流并且其资本回报能够一直高于市场平均水平的公司来具体实现"说的。它基本反映了老唐个人的投资体系：通过持有多家持续产生现金流，且（新投入资本的）资本回报能够高于市场平均水平的公司，来实现自己的资产增值。无论这公司是否分红。

为什么会用到"无论是否分红"这样一个与注重股息率的主流"价值投资"思想有显著区别的说法呢？因为，推到尽看，一家公司每年挣的净利润，对小股东而言，要么分红、要么留在公司成为净资产。而由于股市的存在，这些"能够持续产生现金流且资本回报一直高于市场平均水平"的公司，在天朝股市的市价，通常都高于甚至远高于1倍pb，也就是说，留在公司的每一毛钱（未分配利润），市场先生的出价都高于乃至于远高于一毛钱。所以，除非看见股市关闭或者企业退市的迹象，否则，作为对流动性没什么冲击的小股东，我不操心它分红或者不分红的问题，持续关注其产生现金流的能力和新投资项目回报率就好了。

当然，持续拿出真金白银来分红的行为本身，能够起到证明公司利润为真的作用。但对于雅砻江水电这样几乎没有应收款，几乎没有销售费用的公司，不需要分红也能确认营收和利润为真的公司，这个证明作用可有可无（其他类似公司，同样）。同时，我也同意，对于没有新投资需求或者新投资所需资金较少的企业（类似茅台），留存远超所需资金的利润在公司，是低效的行为，损害企业价值，分掉会更好。

这是老唐对雅砻江水电的估值方法一：评估实业界内行的出价来估算公司价值，希望得到潜伏在唐书房的业内人士指教（呵呵，后台看见好几位高手了，别躲了，就说你呢）。下两篇，分谈另外两种估值方法。

深度研究 创造价值
日拱一卒 不期而至

相关文章：
深秋里的一抹亮色
预期和预期差决定股价
从雅砻江三季报说起1
从雅砻江三季报说起2



可伶可俐橡 2016-11-14 08:01:47

老唐，大众担忧的并非不分红，而是担忧不分红后乱投资，甚至于大股东掏空上市公司，转移留存利润。

赞 14

作者

所以要持续跟踪企业，而不是坐在家里做无谓的担忧，要关心新项目的回报率，用事实和数据来盯是不是有“掏空”行为??

赞 33



小惜绪职 2016-11-14 08:19:51

真乃小散的苦海明灯。说的太直白了。即使不会分析研究，只要能看得懂会判断就行了。赚不到钱真的不能抱怨社会了。夹头大师无私分享，不怕培养竞争对手。赞一句:大爱无疆。/强

赞 23



醉生梦死丶Jngo 2016-11-14 09:37:00

老唐的确吃透了企业估值的方法，唯一的疑问是，如果老唐给两头投的估值是准确的，那市场为何迟迟没有修复它，至少呆在其他水电股里的资金和投资者应该发觉了吧

赞 3

作者

回答不了，我也不知道??我知道这种事情经常发生，如同2013年底我连续不断地在证券市场周刊上发表茅台严重低估文章一样，它也在100-150之间待了近两年，似乎就是没什么人伸手捡那么显眼的金块。世界就这么奇妙??

赞 15



小默狮 2016-11-14 08:34:23

预测一下，后两篇一篇是现金流贴现的绝对估值，一篇是和其他水电公司比如葛洲坝水电的相对估值阐述两投的低估/呲牙

赞 12

作者

你太神了，确实如此??。不过不是葛洲坝，是川云。

赞 3



蓝小言系 2016-11-14 20:37:05

我觉得成本里还应加上特高压输电成本。雅砻江外送电力比三峡困难，特高压建设成本高，所经地区横穿易泥石流易地质灾害地带，维修重建成本不低，若忽略，可能会有较大误差估值。

赞 7

作者

那是电网的成本，与发电企业无关。

赞 10



庸医毒 2016-11-14 15:21:20

老唐，在雅砻江2016年的第三期短期融资券募集书中提到: 水电站一般每千瓦需投入1万元。不过，雅砻江在建的电站平均造价为6000 ~ 8000元/千瓦。这个1.33万的造价是否估算过高了呢？

赞 2

作者

雅砻江已有电站平均造价低，主要因锦屏二级和官地造价低。锦2没水坝，利用天然落差引流发电，官地沾锦2和二滩基建的光。它俩造价都只有六七千，这是其他电站无法比拟的优势。但自己成本低，不能导致价值低。走路捡了块黄金，售价也要按市价来。所以，参照同样发电能力的电站重置成本来估价/微笑

赞 9



陪你流泪噩 2016-11-14 13:10:49

我喜欢二维码边的两行字，深度研究，创造价值。日拱一卒，不期而至。/呲牙

赞 9

作者

你是第一个提到这两行字的读者??

赞 3



個好莮銀医 2016-11-14 14:51:13

前天和水利局的同学聊天，说到川投的地理位置不太好，往外送电的线路受限制，容易被调控弃水，长江电力没这问题，有多少电就能卖出多少电

赞 8

作者

是的，凉山州地理环境恶劣，建设输电线路困难度远高于下游长江。后天将要发出的第4篇里，会谈到弃水和消纳问题的/握手

赞 7



阳阳敲 2016-11-14 08:53:24

赞赏只为对老唐付出的肯定，如果老唐瞧不起的，不妨3倍回赠以示大方/偷笑，说一句正经的，公众号的文章能不能用PC端看的，手机看的太辛苦/撇嘴

赞 5

作者

多谢赞赏。你的鼓励，老唐的动力！我期望有一天读完文章能有一半读者用行动表达鼓励，哪怕是一元钱，老唐也会兴奋，因为那是真实的认可……现在基本稳定在1.5%上下，任重道远??。可以在pc版微信看的。

赞 6



卿氏沐夜纵 2016-11-14 08:42:41

四个典型总结那一段，度电投资多了个“万”/微笑； 另外，考虑项目的投入产出比，水电窃以为以“度收入投资额”更为可比。毕竟投入同样的资金，装机容量一致不代表发电量能力一致，发电量一致不代表电费收入一致。当然考虑现在发电小时基本接近，上网电价也基本在同一区间，三种对比可能差距不会太大。 另外我猜老唐的另两种估值方法是：现金流折算、可比上市公司对照？

赞 6

作者

又一个猜对的??你们是不是在老唐书房装了监控？??谢谢指出多字儿，可惜公众号文章没法修改??

赞 1



阿狸爱小桃单 2016-11-14 09:27:06

老唐文章天天看，不知何日入唐门

赞 5

作者

??我们都是投资路上小兵兵，携手共同向前进??

赞 4



追梦孩卦 2016-11-14 09:00:07

我也写过关于雅砻江的几篇小文，但是无论从深度和广度与老唐差的太远，非常钦佩老唐对投资标的所下的功夫以及严谨的态度，确实，对待投资理应如此，可是又有多少人能作到呢？这难道不是影响长期投资收益分野的重要依据之一吗！！！ 要想收益满意，首先要作足功课，投资没有捷径

赞 5

作者

客气，多交流，共同进步??

赞 2



霖靓妍 2016-11-14 08:01:04

老唐的这篇估值，是口算级别的估值。把两投小水电都掐掉，把中游在建以成本价出售，把火电当做零。这样就算出来的估值肯定是保守的。 只是有一个问题，由于估值过于保守，算出来川投只值600亿左右。当川投市值达到600亿时，没有自己估值体系的粉丝就纠结了。是不是不值得继续持有了呢？事实上，川投合理估值应该在千亿左右。老唐后面两篇估计会来个合理估值吧？/微笑/微笑

赞 5



疯癫范智 2016-11-14 09:12:11

老唐大哥，用0.95万~1.56万元，建设1千瓦装机，用2.48元~4.23元去换一度电，这么大的本金投入怎么收回本金啊？虽然我也主动是高负债企业。谢谢

赞 2

作者

一度电卖三毛，可以卖过百年，你还担心收不回来成本？??

赞 4

幾回兜轉钙 2016-11-14 08:29:09

说曹操，曹操就到，想了一个周末，我是不是该拿我所有的家当去买国投，现在国投市值450亿，老唐估值650亿，七折 今天早上仔细在看老唐的文章，忽然想，雅砻江这么优质的河流资源，这么高的落差，我可能看童话看多了，万一水不流了怎么办，

想想都后怕/呲牙 赞 4

作者
????
赞 2



windy炎煦l 2016-11-14 08:09:14
感谢老唐的热情付出。
赞 4



末苛作 2016-11-14 06:58:53
我来坐个沙发，老唐早上好/呲牙
赞 4



我爱你矮油啊77 2016-11-20 16:51:57
这篇文章对水电站投资已经讲的很完美了，水电站由于具有独特个性，
造成建设成本差别太大，国投的大朝山就是典型的例子：投资少，发电多，好像用了7年就收回了投资。现在审批的项目都是不好开发或开发成本比较高的。 整体按1.25考虑重置成本是可以的
赞 3

作者
兄台似乎是业内人士？还请多多指教/抱拳/握手
赞 3



为他命住 2016-11-14 10:51:12
继续支持老唐！以后少在雪球撕逼，多在书房写分析文/阴险/阴险，造福广大股民/太阳/太阳
赞 3



shine韦洲 2016-11-14 08:05:50
水电定价与当时造价相关，也就是当时低造价导致低电价，现在高造价能取得高电价补偿。如对多年前已完成建设的水电站估值时，在电价是不能上调的情况下，仅按造价重估合适吗。与老唐探讨/呲牙
赞 3

作者
您说的有些道理。不过，一者电价的方向是市场化，二者雅砻江的主要部分是锦官电源组，算不上“老电站”，与当前电站造价差距本也不大，三者本文也只是一个角度，后面还有俩??谢谢您的分享，希望后文能继续得到您的指点??
赞 1



猎艳师邮 2016-11-14 07:41:33
这个估值角度我没想到过。佩服。还有老唐没必要贬低自己的中专学历，我中考的时候，我们上一届，我们这一届的全校最高分都是考的中专，我是全校第三名，走的地区的前三名高中的最好的重点班。
赞 3



你是死了吗空 2016-11-14 07:41:02

好吧，既然老唐叫内行专家出来吆喝一声，我就不藏了。我说说我的观点，完全同意老唐的观点，两投现在低估，要买的抓紧买。/呲牙

赞 3



home任杏子天枰 2016-11-14 06:53:40

已拜读！并发送到kindle，作为一个系列留存学习

赞 3



欧雅文小荡 2016-11-23 11:08:51

老唐的文章很易读。干货多。以前买的分级A跟着学的。/强。在此有点困惑想请教老唐，我是股市新人，对经济、金融也一窍不通，一些经典书籍如聪明的投资者、股市真规则看的时候能理解但理解不深，涉及到会计财务知识更是一知半解，我知道这是我相关知识积累太少的原因，很想通过学习或听培训课程入门，通过日后的学习提高，目前是想从学习证券从业考试用书开始，不知是否可行，目前手上也有同学给的cfa一级学习材料。征求老唐意见是不想多走弯路（这么说是不是也很急功近利/害羞），老唐能给个建议吗？谢谢。

赞 1

作者

证券从业考试书籍，对于投资者而言帮助不大，除非你是为了从业资格。投资理论，你选的《聪明的投资者》《股市真规则》都不错，至于财务知识，当然首选《手把手教你读财报》啦/呲牙

赞 2



海灵户外水瓶 2016-11-15 22:13:04

个人还是喜欢大概未来现金流折现的估值，毕竟亏损项目也不乏投资，特别是国企。

赞 2



稳定就行啦 2016-11-15 00:35:10

作为老唐忠实粉丝，特感谢，我认为老唐堪称伟大。如果1万受众每年受益可以盈利1万，老唐就为受众创造每年1亿价值，了不起。老唐可能不是投资界最牛逼的，但确实最普度众生的，这是无法估值的精神价值，真是善莫大焉，比自己赚10亿还了不起。

赞 2

作者

过奖过奖/可爱/抱拳



灰烬地火窖 2016-11-14 23:45:38

天天看老唐写的文章，咋天走到天佑祥买肥肠就不由自主的想起了老唐/惊讶

赞 2



earth顺乎天命 2016-11-14 21:05:52

老唐，能否把你的文章发到朋友圈呢？？？

作者

可以的，随便发，本就是分享，无需版权/呲牙/握手 赞 2



阳光的中雅素9 2016-11-14 16:28:50

唐兄的文章篇篇经典 一定是先赞再看。 赞 2

作者

/握手



单单安安门口j 2016-11-14 10:49:49

强烈建议老唐在现金流估估中加入电价趋热分析，与同行业相对估值分析中加入同际同类企业的估值对比 赞 2



爱爱爱爱痛播 2016-11-14 10:02:05

估值已经很清晰明确了，然而如果期望它在股价上体现出其真正的价值，则需要某种市场预期。股市从去年泡沫顶峰到几轮大跌以来，多数股票都修复了估值，削峰填谷。然而两投这么一个从资产价格到商业模式再到预期回报都并不晦涩的股票，却长时间陷入严重低估的泥潭，这的确有些吊诡。如果说两投真的是个显而易见却无人问津的金矿，那也许真的只有个人投资者才能挖掘，个人投资者没有业绩压力，资金的时间成本压力，唯一的要求是要有信心和耐心，等待那些看到上涨苗头的大资金涌入，然后卖给它们/白眼 赞 1

作者

关于时机，超出我的能力圈了，分享不出任何有价值的东西，也从来没做过买后就涨的春秋大梦。对我而言，买入一家公司后，三两年不涨是正常态，早习惯了/呲牙 赞 2



我走就好昼 2016-11-14 08:05:17

老唐可以进FBI了/呲牙 赞 2



三分醒瓜 2016-11-14 07:49:24

老唐真早，又是提前写好了掐着点发的吧？哈哈哈/呲牙/呲牙/呲牙 赞 2



闺蜜围 2016-11-14 07:02:55

谢谢老唐的付出。 赞 2



狗狗也是这样0 2016-11-14 07:02:44

先点赞，慢慢看。感谢老唐的分享 赞 2



嗨你累不累 2016-11-15 16:36:09

老唐不好意思，又要向你请教了，麻烦您能拨冗指教一二： 1、附注38页：2015年净利润为77.78亿，而“本期分配现金股利数”则有61.5亿，2015年收到母公司的资本注入为50亿，也就是说股东年初注入50亿，年末再提取61.5亿（应该要缴税的吧？），难道不可以将利润多提取至“盈余公积金”后再转增公司股本呢？ 2、查了下上市公司国投2015年的年报，2015年共分红为19亿，归属于上市公司股东的净利润为54亿，而国投从雅砻江得到的分红应该为61.5*0.52=31.98，那么国投从雅砻江公司分钱出来干嘛呢？难道雅砻江公司不缺钱吗？ 3、最后想问一个财务的问题：利润表中-资产减值损失-坏账损失是否应该等于资产负债表中所有坏账准备的年末数减去年初数呢？ 雅砻江2015年报中 坏账损失为30万，而负债表中应收款和其他应收款的坏账准备年末-年初=18万，逻辑上似乎不成立。 打扰您了还请见谅！/抱拳/抱拳 赞 1

作者

1.企业给企业分红不征税，手财讲过；2.投火电项目。水电公司缺钱可以借，借钱比资本便宜多了；3.不等。因为还有当年产生净额。



盆赶指 2016-11-14 19:17:31

清晰明了，缺的只是持有的耐心 赞 1



纯粹纯粹等 2016-11-14 16:22:46

从现在开始，以后没看老唐一篇文章都打赏，从一见1元开始，等哪天我豁达了，再家码/呲牙 赞 1

作者

先谢赏了/呲牙 赞 1



夏沫翩 2016-11-14 15:28:05

老唐能否基于1250亿的净价值分析一下目前840亿市场价值的低估程度,让大家看一下这块金子的分量。市场估值应该包括目前的盈利能力和未来的盈利前景，包括已投产盈利的1250亿水电资产和火电资产价值，未来几年能产生盈利的在建工程，未来的开发权等。另外，超级期待估值2和估值3的推送，好畅快淋漓一下，老唐辛苦了!!! 赞 1



爱河桥下丶是我 2016-11-14 10:10:26

受益匪浅，感谢老唐无私分享，算算茅台国投哪个便宜？

作者
/强好，支持你算！记得分享计算过程/抱拳 赞 1



阴缘结伍 2016-11-14 08:50:19
终于可以写了留言，之前写不了的！/呲牙 赞 1

作者
汗，留言功能开了四十多天了，你这个“之前”，说明上次来书房是五十天前的事儿了??



白羊啊黑3 2016-11-14 08:30:47
谢谢老唐！“头脑风暴中的雅江水电在1368亿和1441亿之间，实业重建成本收购雅江水电的保守价格为1250亿。/强（备注：包含雅砻江水电100%股权、其他200多万千瓦权益装机的水电、近千万千瓦装机的火电新能源以及部分股权投资的两投，目前合计市值841亿，其中国投市值451亿，川投市值390亿）。” 赞 1



坏坏坏钕绊 2016-11-14 08:22:32
为老唐点赞！这不就是重置成本法嘛。下面的会不会是市场比较法和收益法呢？期待。 赞 1



白颜夕仿 2016-11-14 08:21:44
弱弱的问一句，装机容量和年度发电量是什么关系？/害羞

作者
一千瓦装机，运行一小时，发一度电（又称1千瓦时） 赞 1



客居博浪沙 2016-11-14 08:21:17
老唐早，一早就有干货，早饭都不用吃啦 赞 1



小怖時 2016-11-14 08:02:59
老唐做过实业，玩过期货，经验颇丰。既有理论家的深厚学识，又有实业家的老道辛辣，打心里钦佩，是我们小投资者股海航行的好舵手！/强 赞 1



流血的骷髅材 2016-11-14 07:54:49
太难了，真心佩服

作者
这个还难？ 赞 1



双子倀藤美羽22 2016-11-14 07:35:28

期货棉花等品种让老唐15年的帖子有被挖出来各种膜拜，不加杠杆不作死就不会死。/抱拳

赞 1



欲望嚣张总 2016-11-14 07:20:45

等了好久，就想看看估值有多少，DCF估值出来比这个低。 赞 1



冉叫嘿籽逞秃7 2016-11-14 07:12:03

庖丁解牛/强 赞 1



卟如去艰 2016-11-14 06:58:22

老唐，你是从什么时候开始每天疯狂的看书的？ 赞 1

作者

从小就喜欢。不过真正算得上有书可看，也是1994年以后的事儿了。 赞 1



86小棉球 2016-11-14 06:53:35

/强/强/强/强/强 赞 1



大代表悍 2016-11-14 06:51:08

老唐好早 赞 1



他妻妾索 2016-11-14 06:44:28

老唐早上好！/强 赞 1



鱼的游戏fly 2016-11-17 18:58:30

特喜欢老唐挖坑，因为老唐是在用金子填坑，就看大家怎么捡金子了。



小倩绸 2016-11-15 20:50:50

唐老师，你说我可不可以就不用看这些分析，直接无脑你买啥，我就买啥，行不行呢？唯一我想到的缺点就是有一天你不干投资了，我也就只有不干了！你决定这种行为可以不

作者

绝对不行/发怒。可以参看雪球置顶帖里，“是否可以无脑跟巴菲特”一文。连巴神都不能无脑跟，何况无名小卒唐朝乎？/呲牙

yao离愁happy 2016-11-15 20:38:28

老唐，雅砻江的净资产一直在增加，而净利润这几年估计增加不明显，

当净资产增加到一定程度，是不是应该选择不归还银行贷款，大比例分红，以保持ROE，不知道我这个想法对不对？

作者

对。如果没有新的投资的资本需求了，在当前低利率条件下，大比例分红可能是两投都想要的。但这个可能性，估计十年之内希望很小，中游建设，风光投资，都需要资本，而且回报率都不错，没有必要分掉资本。



温情与兽员 2016-11-15 18:45:47

敬佩/爱心，一语点醒梦中人！昨天想了很久被自己绕到死胡同了/晕，

请问老唐《手银》是以哪个公司年报为范本来讲解的呢？

作者

工行。



耐艺咔 2016-11-15 15:11:55

这盘肉可能有点多/呲牙

作者

昨天就已经上菜了/偷笑



涵晓漠胡 2016-11-14 22:20:28

老唐的那句英文太神了。谢谢分析、分享！



萌猴纸汽 2016-11-14 21:53:12

感谢老唐，一直在思考，为什么老唐可以如此毫无保留的分享，不得其

解，作为受众，只能好好支持老唐。/微笑



筱悦乔 2016-11-14 20:53:52

老唐，天天追着你的文章看，每晚都要刷下，中毒了，肿么了破？写的

真好，作为大凉山的一员，为你点赞

作者

/握手谢谢



疯癫犯骂 2016-11-14 20:23:56

我太暴力了，看完直接大赏8元。哈哈哈。话说老唐好久还是开个唐交

会，成都的唐友也跟你见个面吗。如果你觉得你颜值没问题，这个还是可以有的。/偷笑

作者

就是颜值有问题啊~有问题/呲牙/呲牙



允夏沫斑 2016-11-14 20:00:08

有老唐的数据分析拿着两投更踏实了，价值终归会被发现，我愿等到天荒地老/微笑



year倪筱涛 2016-11-14 18:53:21

mark兄，公众号的文章可以在PC端看，方法有二：1.在搜狗搜索里面有微信搜索，里面可以搜到唐书房，不过这个更新貌似有点慢，不会实时更新；2.下一个微信的windows客户端，微信官方网站有，登录自己的微信就可以看了/握手



天将雄师百 2016-11-14 18:05:16

一边看书房，一边啃手财



花泽熙简单恋 2016-11-14 16:44:53

/尴尬 回头一看，打一句话这么多错别字。。。 老唐，我厚脸补赏一次。元旦后出版的《手把手教你读银行》能否赏个签名/呲牙

> 作者
>
> 会和出版社洽谈，考虑这个需求的/握手谢谢。



阮氏棠兮瑶 2016-11-14 16:29:28

唐兄篇篇精品，让人茅塞顿开。建议适当的时候，将这些文章收录出书，我一定首先预定收藏。再次真诚感谢无私分享！这么高质量的研报是要花钱买的！



琴浅售 2016-11-14 15:58:51

谢谢分享！学习了/呲牙



竭斯底的笑飒 2016-11-14 15:37:46

手机上读了一遍，等晚上打印出来再好好消化一下，不喜欢在手机上读这种需要思考的文章。/微笑



冉叫嘿籽逞秃7 2016-11-14 13:52:00

老唐手把手教我们.....谢谢老唐。 老唐是好人，疑似老乡/呲牙/呲牙/呲牙



治割舰 2016-11-14 13:15:23

第一次赞赏，希望看到更好的投资文章。



生凉薄嗓 2016-11-14 12:56:59

谢谢老唐的无私奉献！！

嗯很幼稚待 2016-11-14 12:48:05

赞同老唐的分析，即使不分红，只要留存能够赚到高于市场平均的利润，那么留存的现金迟早体现在价格当中。



喜欢的拉拉誓 2016-11-14 12:08:26

等吃饭的时间，来看文章，发现你竟然早上六点多推送/强/强/强/强



請說句愛迩柜 2016-11-14 10:52:43

唐兄解国投，角度新颖，力透纸背！舒畅！坐等下两篇！



林熙换 2016-11-14 10:43:22

努力学习，感谢老唐/奋斗



偶尔写写昔日 2016-11-14 10:25:41

这个估值方法符合买股票就是买企业的一部分生意的理念。



戒不掉豆豆坤 2016-11-14 09:19:35

简单明了直观/强/强/强



三分热度诱 2016-11-14 09:09:04

/强，估计要学好多年，才能学会！

> 作者
>
> 没那么夸张??



可爱小老虎o 2016-11-14 09:06:07

下两篇该从利润和无风险收益角度写的对吗，如果考虑通货膨胀率和没有定价权来说的话两投不是最佳选择？/微笑/疑问

> 作者
>
> 对。不评论。??



蕾蕾咬 2016-11-14 08:57:15

谢谢老唐。



安然失夏挡 2016-11-14 08:56:22

刚开始我确实是无脑认为发电机组365天24小时不停地转动发电的/害

羞，再次谢谢老唐耐心指导/憨笑

作者

不客气??



八区木流prince 2016-11-14 08:55:15

看你的干货使我更努力学会计了，目前看财报还是有点费劲，有些地方

还是不太明白，期待更多好货！辛苦了！



小自私亡 2016-11-14 08:54:17

研究远没老唐深入，惭愧，膜拜！



发呆的台风略 2016-11-14 08:30:07

普度众人



腹黑中的浪漫0 2016-11-14 08:24:34

感谢老唐，默默学习中……



那月仲夏增 2016-11-14 08:24:19

谢谢老唐，从今天开始学手财！一定认真地学，一个雅砻江边边上的人

对雅砻江的了解居然近乎百痴水平，惭愧！聚宝盆就在身边，我居然没发现咯。/敲打



爱不止学 2016-11-14 08:22:54

文章不错，不过我现在正在思考证券研究的广度和深度，这么深入的研

究是不是每个投资者都要努力做到的，又或者我们知道整体行业大概就行/大哭



暖劫么 2016-11-14 08:21:23

越写越明。期待利润和自由现金流估值。/强/强/强。



岚小洁爪 2016-11-14 08:13:39

期待，



自己演自己咩 2016-11-14 07:56:40

谢谢老唐，期待后2篇



小碎步畏 2016-11-14 07:55:14

谢老唐！您要成为我心中的偶像啦



诚诚科技网络8 2016-11-14 07:45:23

终于等到续集

自我怪物统 2016-11-14 07:43:27

一早看到这篇，好！



不美小姐例 2016-11-14 07:42:18

详尽明了，简单粗暴。



诗小奕阔 2016-11-14 07:40:12

老唐的文章都需要收藏到kindle里慢慢品。/微笑



漠爱墓头 2016-11-14 07:37:51

早起的鸟儿有虫吃，早看的国粉有肉吃。



金牧康 2016-11-14 07:27:08

多看几遍才能消化/呲牙/呲牙，早啊老唐



jxe695泼 2016-11-14 07:21:29

如果拿当前的雅砻江水电与老巴的糖果公司比，我愿意投水电。不愿意投老巴的糖果公司，怕拿不住那么久，总想寻找更高收益的公司，可能就是邻家女孩没别的女孩漂亮吧？谢谢老唐分享！

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起4

原创 唐朝 唐书房 2016-11-16

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

著名投资大师塞斯.卡拉曼在其经典著作《安全边际》里谈到：虽然存在许多用于企业价值评估的方法，但我发现只有3种方法是有用的。一种是计算企业未来可能产生的现金流的折现值，一种是评估老练的商人可能愿意以什么价格购买企业或将企业资产拆分出售能够卖到什么价格，一种是预测企业或其子公司分拆上市会在股市上以什么价格来进行交易（大意）。上一篇谈了资产分割和老练商人出价的估值法，这一篇聊现金流折现估值。

关于现金流折现的思路和误区，如果没有读过老唐前面发的《聊聊估值》系列7篇文章，建议先了解一下。点击唐书房下面的菜单#投资感悟--估值方法#就看见文章了。在那几篇文章里，老唐谈过了现金流折现更多的是一种思维模型，而不是一种计算方法。用它来"计算"价值，很容易屁股决定大脑，轻易通过增长率及折现值的取数，随意获取自己需要的估值结果，误人误己。因而，老唐今天用一种更加简单粗暴的"现金流折现"来示意一个估值，完全没有公式（真要琢磨公式的，可以看那几篇估值文章或者《手把手教你读财报》206页），供朋友们参考。

以雅砻江2016年的经营业绩推测，最终净利润大概率落在70亿至75亿之间，加上32亿无现金支出的利润表费用"折旧"，公司当年产生的自由现金流就毛估估按100亿说吧！所谓估值，可以转化为"年产生100亿现金的某资产（或永续债），你愿意出多少钱买？"的问题。

很多朋友看到上面这段话，可能条件反射地发问：100亿现金还要投资建设中游呢？怎么能说全部是自由现金流呢？这里需要强调一个概念，投入到新项目上的资金并非费用（当然，前提是新项目预期有利可图），你可以将它视为股东收到现金后重新再投入公司的资本。如同你将生意A赚到的钱，全部投入生意B上，也不能说生意A"一分钱赚头都没有，自由现金流为零"一样。

只有那些为了维持现有盈利能力而必须花出去的钱，才是费用。经营现金流净额减去维持现有盈利能力而必须花出去的维持费，剩下的就是自由现金流。

产生100亿自由现金流的资产或永续债，你愿意花多少钱买？这事实上是一个纯主观问题，它取决于你的机会成本——你的次优选择能获取什么回报率？例如，国投刚刚成功发行的债券，利率是3.1%（10年期国债目前收益率2.8%左右），意味着有大量投资者，乐意将钱交给国投换取3.1%的年收益。从这个角度看，每年能获得百亿现金流的资产/永续债，在他们眼中的价值可能高达三千多亿。

当然，债权获取收益的顺序排在股权之前，同时，若公司破产，债权也将优于股权获取赔偿，从这个意义上说，债权所获担保大于股权，股权所冒风险大于债权。由于股权承担的风险大于债权，理应要求更高的回报作为风险溢价。如果我们武断的以3.1%的两倍来估算，产生百亿现金流资产的价值就是1600亿。"作为对股票定价的经验法则，我只选择那些收益率（也就是市盈率的倒数）至少是目前最好的公司债券（3A级别）的平均收益的两倍——本杰明.格雷厄姆"

或者，我们以10%的收益率要求这笔投资，产生百亿现金流的资产，价值就是1000亿。如果我们暂时假设两投除雅砻江之外的所有资产价值为零（实际并不为零，后面再谈），市值841亿暴露出来的回报要求就是12%以上。

就这么简单吗？也不是。企业估值，真正难题在于：这个百亿，能确定今后一直是百亿吗？不会变成200亿或者50亿吗？于是，我们绕了一圈，又回到了对企业的理解问题上。

对于雅砻江水电，其未来创造的自由现金流多少，变量基本来自四大因素：电量、电价、税收、利息。

电量方面，从我国总的耗电量看，2015年我国用电量5.55万亿度（火电占比76.4%，水电占比20%），人均耗电量约4000度，距离发达国家人均耗电量还有较大差距。即使按照发达国家较低水准7000度标准，我国人均耗电量还有75%左右的增长空间。综合考虑我国到2030年非化石能源占比要达到20%的减排目标，未来降低煤炭使用是大势所趋。按照规划，煤炭消费量将从2015年的64%，降低为2030年的44%~50%之间。电力市场总体格局，一定也是年均总量只有小幅增长，火电份额不断被水/风/光/核抢占的总体趋势。这个趋势，已经不是规划而是现实了，比如帝都，最近三年就先后关闭了四大燃煤电厂：2014关停了高井热电厂燃煤机组，2015年关停了国华、京能热电厂燃煤机组，2016年关停了华能北京热电厂燃煤机组。

伴随着经济的发展，对空气质量的更加在意，更多使用清洁能源的大趋势是不可逆转的。即便是火电，现有10.2亿千瓦火电装机中，也必然是煤耗更低的、更环保的超临界和超超临界火电机组，替代煤耗更高、污染更严重的老旧机组、小容量机组的大趋势。

落实到雅砻江，雅砻江下游5座电站设计年发电量在720亿度左右，2016年估计售电690至700亿度。据专业人士测算，在历史平均来水数据下，在消纳有保障的前提下，下游电站理论发电上限约为760亿度。另，几年后两河口水库建成，还可增加下游发电能力约110亿度（增量110亿度全部是枯水期高价电，且成本近似为零）；

消纳方面，四川作为水电大省，自2012年起，弃水问题逐渐严重（所谓弃水，指有水流可以发电，但因输送能力和需求不足，导致只能让水白白流过。注意，弃水是可以额外捡的利润，没捡到。但不产生成本）。2012~2015年四川弃水电量分别为76亿、26亿、97亿、102亿度。2016年来水偏丰，前三季度弃水电量已达117.6亿度。

为缓解消纳矛盾，四川省政府在今年10月出台了《关于进一步加强和规范水电建设管理的意见》，严格控制新上水电项目。“十三五”期间，除国家管理的主要河流外，暂停省内其他河流水电规划审批；未编制河流水电规划或与河流水电规划不符的水电项目，不得审批核准建设；除具有季及以上调节能力的中型(单站装机容量5万千瓦及以上，30万千瓦以下)水库电站和以航运为主的航电项目外，四川省其余中型水电项目全部暂停核准；除具有航运等综合利用为主、兼顾发电的项目外，其余小型(单站装机容量5万千瓦以下)水电项目全面停止核准建设；已发布水电工程建设征地范围内停建通告的，依法解除；已建成的中小型水电站不再扩容。

停止供给侧的竞争是一方面，同时也要扩大对外输送能力。将弃掉的低成本清洁能源，输送到需要的地方，替代有污染的煤电，这是显而易见的利国利民利环境的好事儿，虽然由于建设进度及地方保护等因素，进展尚不如人意，但总归政策方向是尽可能增加水电消纳。

本月刚刚开工的，全长327.5公里的川渝电网500千伏第三通道工程，预计2017年7月建成。建成后将新增外送能力200万千瓦，预计每年额外消纳四川水电70亿度左右。同时，今年5月四川成立了电力交易中心，依托北京电力交易中心，通过电力企业与江苏山东浙江等受电端的市场化挖潜行动，预计年增加外送30亿至50亿度。截止2015年底，全四川省水电装机6759万，雅砻江的1470万约占20%，预计能从上述增加的消纳合计100亿--120亿度中分得20%左右份额，这样，雅砻江水电的设计发电能力将基本能得消纳方面的满足。

伴随着两河口与杨房沟的建设进度，消纳还得依赖电网方面更大的动作，最寄予众望的就是雅中特高压的建设。雅中特高压指±800千伏雅中 - 江西特高压直流工程，起点为四川省盐源县，途经四川、云南、贵州、湖南、江西5省，落点江西省南昌市。线路长度1700公里，电压等级为±800千伏，输送容量为1000万千瓦，总投资333亿，是“十三五”特高压工程“五交八直”的首批直流特高压工程，预计今年年内获得核准。该工程建成后对于确保四川丰富的水电、风电和光电送出具有特别重要的意义（注意，这是国家电网投资的项目，不是两投的项目）。具体进度，网上现在可查到二次环评报告公示及部分中标公告。作为投资者，可以持续关注。但这里我们可以确定的是，消纳的方向只有一个：越来越好。

「说起特高压，想起书架上一本有关电力的好书，强烈推荐：特高压教父，我国特高压建设的主要推动者，国家电网董事长刘振亚写的《中国电力与能源》。虽是2012年出版的老书了，但老唐觉着依然值得所有投资电力、能源的投资者买来阅读。定价76元，有点小贵，但绝对超值，大开本345页，干货多多。链接我放在文末的"阅读原文"上，点开可见内容简介和目录，老唐就偷懒不写介绍了」

税收，这是另一个确定会增加的因素，然而，是掠夺者，负面因素。它主要指增值税和所得税相关优惠政策的到期。

增值税方面，2016年和2017年，除桐子林以外的四个电站，均享受超过12%的部分即征即退优惠，相比2015年而言，大约减少五六亿营业收入。2018年及以后，优惠是否还会继续，不知。作为投资者，需要做保守预计，就按照2018年及以后，增值税优惠取消，恢复到统一税率17%估算，会再减少公司营业外收入五六亿的样子。

所得税方面，见下表：

时间 / 电站	2015	2016	2017	2018	2019	2020	之后
锦屏 1	0	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	?
锦屏 2	0	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	?
官　地	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	15%	?
二　滩	15%	15%	15%	15%	15%	15%	?
桐子林	0	0	0	7.5%	7.5%	7.5%	?

2020之后，关于西部大开发的15%优惠税率还会不会继续，目前暂时不知。作为投资者，可以保守预测税收优惠取消，2020年之后，税率按标准税率25%考虑。当然，2020年之后的情况，现在也可暂不考虑，相关政策应该在2018年或2019年明朗，届时再行考虑不迟。

从上表大略地看出，2016年至2018年，税收影响变化较小。因为利润来源的主要部分锦官电源组（即锦屏1、锦屏2和官地电站，电量占雅砻江水电的75%以上，营业收入占78%以上），税率没有发生大的变化。

利息支出，2015年利息支出近44亿（不含在建工程利息资本化部分），2016年一季度利息支出9.2亿，上半年利息支出18.6亿，前三季度利息支出27.3亿，大致推测全年利息支出36亿左右，减少利息支出约8亿。明后年，还将继续有发行低息债券归还高息债券的行为，预计利息支出还能有部分降低。

综合对冲计算以上电量、税收和利息支出三方面的因素，可以看到，在未来三到五年范围内，在假设电价无变化的情况下，年产100亿自由现金流，是基本可以确认的。

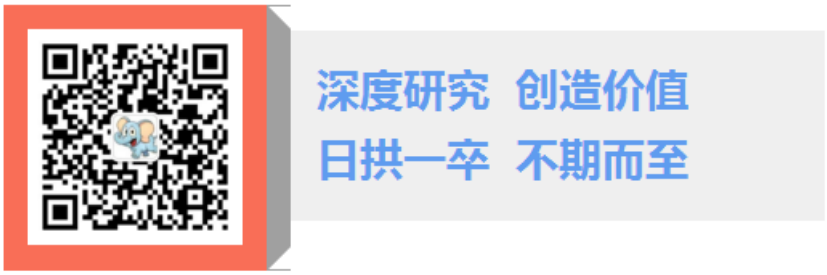
电价，是个未知因素。锦官电源组是国家重点工程，由国网输送，发改委确定电价。按照发改委自2016年1月1日起实施的《关于完善煤电价格联动机制有关事项的通知》电价规则，以中国电煤价格指数（发改委与卓创资讯联合发布，网上可搜出每个月各省的具体价格指数值）为基准，每波动30元，同向调整上网电价1分，超过150元波动，不再继续调整（也就是说同向最大调整为5分钱），每年1月1日实施一次。

由于煤价2015年暴涨，无论这最后一个半月如何波动，2017年的电价只有两个选择，要么上涨，要么原地不动（作为一名水电投资者，恨不得念money money咒，推动今年最后50天煤价继续上涨，哈哈）。作为保守的投资者，乐观的上涨面，先不用去看它了，当做安全边际处理。这样，在前三条因素的基础上，加上电价不动的考虑，得出70亿净利润、100亿自由现金流数据2017年可持续的结论。至于2017之后电价的波动，我个人不看跌，但无法以确定数据支撑，暂时搁置。

二滩的电价和消纳都比较惨，属于投资雅砻江水电的不稳定因素。唯一可以自慰是，二滩电量只占总量的约20%，且电价已经低至0.205元了（2016前三季度，不含税），腿已打折，再惨也惨不到哪儿去了。

最后，给它出个价吧！在无风险利率3%左右的现实条件下（10年期国债收益率约2.8%），我认为拥有AAA评级的雅砻江水电公司，可持续年自由现金流100亿，对应公允价值应介于1500亿~2500亿之间（即回报率介于4%~7%）——是的，真的确信理解了该企业的未来现金流，现金流折现法可以简单到拍脑袋的地步。巴神说他五分钟之内就能做出决策，老唐认为丝毫没有夸大。

当前市价约为公允价值下限的5折，严重低估——强调：本人拥有国投，请更侧重事实和计算过程，并对估值结果持怀疑态度，以免被老唐的乐观情绪影响。



相关文章
深秋里的一抹亮色
预期和预期差决定股价
从雅砻江三季报说起1
从雅砻江三季报说起2
从雅砻江三季报说起3

阅读原文



骚出妖娆味雀 2016-11-16 08:37:50

叹服老康的表达能力，细致直接，逻辑清晰，全局和细节俱全，值得大赞!

赞 21

作者

多谢兄台屡次的大额打赏鼓励????

赞 4



咱没疼刃 2016-11-16 07:37:59

在建工程数额巨大，什么时候负债率开始下降，估值估计就能上去了。 赞 1

作者

现在这种利率环境，傻蛋才降低负债率??

赞 12



okCC会睡觉的鱼 2016-11-16 07:30:28

"只有那些为了维持现有盈利能力而必须花出去的钱，才是费用。" 这个很难区分吧。假如，目前的一台机器每年生产100单位，现在买一台更先进的每年生产200单位的机器替代它，这属于维持现有盈利能力还是提高盈利能力？

赞 3

作者

如果新购机器生产合计生产300单位产品，才能等于原100单位产品的获利，属于维持。反之，增加200单位，同时也会增加200单位盈利，属于提高。核心是盈利能力四个字。

赞 11



爱是胡美英的家 2016-11-16 07:29:26

自由现金流的估算过程简单，但是准确程度更取决于对企业，行业深刻的理解，这方面就因人而异了，现在理解为什么价投持股多集中在食品饮料行业了。不过基本都太贵了，大机会还要等。感谢老唐好文！

赞 8

作者

是的，如果是无法确定未来现金流大致的企业，用现金流折现估值就是欺人+自欺??

赞 8



乔小染持 2016-11-16 07:13:19

必须点赞！我一个从业者完全对老唐的认识表示同意所有分析！ 从重置成本算也在1500-2000之间

赞 8

作者

业内人士啊？还请多多指教??

赞 2



码啡疼 2016-11-16 07:20:33

地铁上的时间好好利用，每篇文章都看了三四遍。

赞 7



女汉子走起ing9 2016-11-16 14:03:13

关于未来上网电价的抛砖引玉： 我认为未来上网电价上涨是必然的趋势，支撑这一判断的理由有三： 一、过去三十年国内的上网电价一直在涨 我查阅了很长时间的各类相关资料，但因为这一块资料的不完整性，有些早期数据需要用当时的动力煤价格进行推算，加上国内地域宽广，不同地方执行的价格有差异只能大致推导出过去三十年的上网电价平均以每年4——8%的速度在增长。 另外统计数字显示，中国的销售电价（人们实际支付的电价）整体较

国际低。据8月份全国工商联专家公布的《国有和民营企业发展速度及效益状况比较》报告显示，2002至2007年间全球56个国家居民平均电价累计上涨76%、工业平均电价累计上涨84%，而同期中国电价涨幅为32%（该报告数据引自国资委发布的《2009年回顾》中提供的国际能源署数据）。 有些人从自身感受觉得电价近十几年没有涨，就得出将来也难上涨的结论。实际上是错误的，中国一直是工业用电补贴居民用电，加上发电和供电是完全区分开来，由不同的部门来运作的，所以上网电价一直在涨，而居民普遍感受不到的原因所在。 赞 6



萌猴纸汽 2016-11-16 14:12:03

其实从某种意义上来说，财务费用32亿，也不能算是营运费用，也可以视为自由现金流的一部分，因为因为等到若干年贷款还完后，就不会再有这笔费用，而且在长期内，这笔费用是越来越少的。 赞 5



妮748新WJ 2016-11-16 14:04:10

二、在长期通涨的环境下几乎没有完全不涨的商品 通货膨涨是市场经济的附产品，适度的通涨对国家的经济运行更加有利，这些都是常识。实际上根据长达一百多年，十几个发达国家的历史数据，以及现在经济与货币投放的运行机制就可以得出长期来看，适度的通涨（3——5%）是必然的结论。 在长期通涨的市场环境中因为价格的传导，几乎没有商品可以作到完全不涨价，即使是国家出于民生考虑努力压制的品种。 以粮食为例：中国出于民生考虑一直对粮食价格非常慎重。动用统购统销，建立大量储备（当然粮食国储也出于粮食安全的战备需要，不全是为了压制粮价），农业耕种面积红线等手段努力平抑粮食价格。但是优质大米价格仍然由七八十年代的0.24元每公斤，上涨到现在的8.8元每公斤，价格在30年间翻了36倍，年复利增长12%以上，人工、农药、化肥等综合成本的价格传导因素使行政干预的效果大打折扣，况且中国的低粮价（相对而言，国际粮价是发达国家政府强力补贴的结果，这一点国内暂时作的还不够充分）是牺牲农村农户广大自然人的利益为代价的，而发电的主体是法人，是企业，是不可能长期亏损的，这导致价格的传导机制会更加的彻底，猛烈。电价的长期上涨也就成为必然。 赞 5



盛开的花儿玄 2016-11-16 07:52:11

感谢老唐，每天对您的文章都有期待感，追剧的感觉有木有/呲牙 赞 5

作者

?????



念劫圆融歹 2016-11-16 14:06:59

与国际相比，中国的煤炭价格一直较低。1949年建国后，原煤出厂价格每吨为10元左右，1978年提高到17元。1979年经济体制改革后,煤炭价格每吨提高到22元,1985、

1988年通过扩大煤炭的地区差价，调整煤种差价，扩大动力煤按热值计价的范围，以及采取增产、超产加价等措施，较大幅度地提高了煤炭价格。1990年国家统配煤炭每吨又提价10元。主产地山西的统配煤出厂价格每吨达到60多元。但是由于资源条件的变化，煤炭生产成本提高等因素，全国煤炭行业仍然处于亏损状态，这不利于调动煤炭行业职工的劳动积极性，不利于煤炭生产的发展，从而给整个国民经济带来不利影响，需要在深化改革中进一步加以调整解决。 2000年，煤炭平均价格为每吨227元，2010年年底已经到了799元。也就是说中国的煤炭价格在六十余年间，上涨近八十倍，年复利增长7.4%。未来因为人工，开采复杂度的加深等综合价格的传导机制的作用煤炭价格仍然会缓慢，长期上涨。 由此我们认为上网电价的长期上涨是符合经济规律的必然现象，是客观存在的。而水电上网电价本来就较低随着电力体制改革的推进，深化，价格跟随整体上网电价的上涨也就成为必然的规律。

赞 4



玩情么扒 2016-11-16 14:06:11

三、水电的对标火电的运营成本一直在涨 水电上网电价除了有建造成本这一因素外，本地区火电的上网电价也是重要依据之一。火电的综合成本由建造成本，运营成本以及煤炭价格组成，虽然火电站的设计寿命也达到三，四十年，但是火电不像水电，建造成本占综合成本的比重要低的多，运营成本是肯定逐年上涨，又因为煤炭价格在综合成本的比重很高，所以煤炭价格的长期走势也可以作为火电上网电价趋势走向的重要判断依据。

赞 4



RE昨日house 2016-11-16 09:49:34

老唐，早上好！感谢老唐分享你的思路。 有个小疑问请教一下:从100亿自由现金流结合当前无风险利率推导出公允价值没问题。但是，老唐觉得该如何考虑债务问题呢？目前下游负债约600亿，两投市值和约800亿(零头当做和其他资产抵消)。相当于我们花800亿买下雅砻江，同时承接600亿债务。这600亿债务应该如何与估值关联起来才恰当？简单的认为花了1400亿买下雅砻江显然不恰当。 当然对投资者而言，600亿债务比600亿股权要好，毕竟是一次还清即可，不像股权永远享有收益。也是这个原因，不知道该如何恰当的处理债务对估值的影响。请老唐赐教！/微笑

赞 3

作者

有关收购和负债的关系，可以看前一篇。如果在现金流思维里考虑负债，那么现金流就要加回利息支出估值，然后再减去负债。

赞 4



舞夕儿叨 2016-11-16 08:27:03

拿着安心，不影响工作/得意

赞 4



假惺惺女人闻 2016-11-16 07:40:08

老唐，按照你教的手把手玩转分级套利，周一申购了创业A的母基，昨天创

业B竟然涨停，希望今天能顺利把A和B抛掉。多谢老唐的无私分享/抱拳/抱拳/抱拳 赞 4

作者
这钱捡的，要封红包吧????? 赞 3



和船谢 2016-12-04 21:00:15
我当初就被所谓的现金流折现法坑过，用充满美好愿景的增长率乘以一厢情愿的折现率。得出了极为靓丽的现金流。后来就被无情的收割了。 赞 3



丨崽灬崽不 2016-11-16 11:32:36
老唐太坏了，这几篇雄文发出，让人直流口水。研读手财三遍了，然而对于企业估值尚处于雾里看花，出于对老唐人品的信任，果断增加国投的仓位，学习老唐的文章后，至少会更有信心，且心态平和的较长期持有。对老唐的付出及无私分享必须打赏略表心意！ 赞 2

作者
太坏了？那就不发啦？??然后把你的坐标分享给书房吃瓜群众???? 赞 3



虎瞧试 2016-11-16 09:20:16
老唐的分析很赞，结论也认同。让人纠结的是，我们面临的选项太多，论便宜吧，可能银行更胜一筹，论成长吧，消费类当仁不让，论定价能力吧，大茅台棋高一着。/抓狂 赞 1

作者
《少年牛通的烦恼》/偷笑 赞 3



同学有纸没源 2016-11-16 09:05:37
作为电网公司的一员，唐哥的分析非常精彩，感觉自己太外行了，国投这个价，买入持有基本是稳赚不赔的买卖 赞 1

作者
欢迎业内人士/玫瑰，任何时候，如果发现文章有错误的数据或错误知识，请一定赐教，不要顾及老唐的面子，谢谢/握手 赞 3



jxe695泼 2016-11-16 07:34:10
唐朝说的这么爽，咱们不买点试试。/色 赞 1

作者
千万千万不要以这种心态参与，会死人的。切记切记…… 赞 3



红尘味誉 2016-11-18 09:29:12

老唐，请教一下。现金流折现法其实质就是将企业看作一种债券，自由现金流是票息，计算出来的价值为票面价值，是这样思考的吧？ 赞 1

作者

对，没错。股票是一种特殊的债券。 赞 2



请叫我小耿财 2016-11-16 20:53:03

第一次如此清晰的明白，我现在的工作也很适合企业估值。作为一个不动产评估的伪专业人士，我们日常也常用成本法，收益法估价不动产。学习了，老唐！！/抱拳/抱拳/抱拳 赞 2



半度冷暖变 2016-11-16 14:50:33

老唐善莫大焉。你用短短几篇小文（熊文）就对国投画了肖像，通透，胜过我读几万字材料学到的知识。我不但反复读你的东东，还得用笔记下来。更学你的分析方法，赞 赞 2



小邦一惠的春天 2016-11-16 14:22:31

看一篇国投的文章，先大赏，再加10手国投，慢慢买，反正便宜。哈哈哈 赞 2



米虫四四桦 2016-11-16 13:26:29

小泼点冷水：目前我还是高仓位的持有。但政府管制行业定价权问题的确略影响我的信心。早上看到澜沧江的上网电价更是心头发凉。虽然水电作为清洁能源，上网电价也是最低，利国利民，但不能低估政府的无耻程度，欺压老实人。 赞 2



杰伦小吧1 2016-11-16 10:25:18

老唐，今天川投涨，国投不跟，是什么情况？

作者

不知道。我即不看盘，也不猜别人的心思?? 赞 2



张狂美屏 2016-11-16 09:28:55

非常感谢老唐翻牌子答疑/微笑 关于自由现金流的含义没问题了，关于计算方法还有点疑问，请不吝指教。我特地跑回家翻了下手财的书（真是跑回家看的，怕时间长了再回复老唐不看了/色），还查了电脑上存的聊聊估值的几篇文章中关于自由现金流的计算，手财上是以“经营现金流入净额-投资活动现金流出”来毛估，本文是以净利+折旧来毛估，聊聊估值（下）中写的是比较模糊的“每年获取的含金量十足的利润里，减去维持费，剩下的就是自由现

金流。”，有的大V是用 经营现金流 - 资本支出（购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金），有的大V是用净利润 + 财务费用 + 折旧及摊销 - 资本支出 - 净营运资本增加额，所以我就懵圈了，究竟怎么算？？？/抓狂/抓狂/抓狂

赞 2

作者

简单的说，都对。爱怎么算就怎么算，如果纠结于这三者之间的差异，已经就错了，选任何一个都错。

赞 1



农夫与犬 2016-11-16 08:15:38

折现思路，快狠准，关键是100亿的现金流是否能持续实现，对于“持续性”这三个字背后的预期，代表了投资者对这个行业的研究能力和他的投资天赋，老唐辛苦了，你的付出，江河可见，日月可见，明暗可见。/拳头/拳头/拳头

赞 2

作者

??谢谢



若非死别供 2016-11-16 07:58:40

手把手教你读财报是豆瓣推荐的，然后在亚马逊买的，老唐下一本书什么名字？

作者

还没定，先简称手银????

赞 2



自欺欺人给 2016-11-16 07:27:32

老唐辛苦了，新书有消息了吗？

作者

9月底已经交稿，预计元旦前后面世。

赞 2



距离教 2016-11-16 07:27:26

第一次赞赏给心爱的老唐！

赞 2

作者

谢谢??



乐观的滥调 2016-11-16 07:13:31

老唐早，这么厉害优秀还这么勤奋，你让其他人怎么活。/呲牙

赞 2



洋娃娃鱼儿迷 2016-11-16 07:10:31

老唐的文章永远是这么的通俗易懂/微笑/微笑

赞 2

作者
谢谢??



显剐咒sem 2016-12-28 12:30:37
不好意思，应该是我表达不到位，让你误解了……我看了你的手财理解这个折旧概念，只是不知道如何从财务报告中找到每年的折旧额/呲牙 赞 1

作者
现金流量表补充资料。



杨肉肉艳 2016-11-25 15:48:46
每次赞赏得少点，多赞赏几次，也为老唐贡献点稳定现金流 赞 1

倾世皇妃赵 2016-11-19 03:49:46
从来拒绝新功能的老人，硬着头皮点赞赏，居然成了。/呲牙

作者
谢谢你的努力尝试????



良心何在nice 2016-11-18 17:24:38
老唐的三篇估值都看了，虽然还未全看懂，感觉还是现金流估值对水电更合适些。此外，对雅砻江估值可否采用两段分析，两河口建成前为一段，100亿减去维持中游建设资金为这段的自由现金流，目前基本还是可以估算的；两河口建成后，保守假设电价不变，增值税优惠取消，所得税按25%上缴，借款相应增加利息费用增加情况下，这一段可以产生多少自由现金流？两段相加值多少？不知老唐是否有空毛毛估一估？

作者
其实你可以试着估一估的，方法都是一样的。 赞 1



摩羯组图了 2016-11-16 23:01:06
觉得老唐的分析用数据说话，把企业分析的入木三分，很受启发。但有一个困惑，国投和川投对雅砻江的持股差不多，老唐为什么没有选盘子更小的川投呢？ 赞 1

作者
后面会写，可能在第七或第八篇吧??



天津胖子0214 2016-11-16 21:26:18
首次打赏，非常感谢老唐无私付出。同时，也很欣赏你的真性情/强/强/强/

强/强/强

作者

谢谢????

赞 1



计典丽摩羯巨蟹 2016-11-16 19:15:51

简单明了，谢谢老唐的分享

赞 1



彬寶灬灶 2016-11-16 15:18:44

老唐，赶紧发文，你今天一发文，川投怒涨1个点，哈哈！

赞 1



旺仔小西瓜汝 2016-11-16 14:24:46

2015年的国家能源局的《水电基地弃水问题驻点四川监管报告》提到：如

按照在“十三五”电力规划研究推荐方案，2017年是四川省水电弃水最为严重的年份。从国家规划和实际措施来看，消纳都在被逐步解决之中。 电价估计是未来最大的不确定因素。 票面价值100元票息5%的债券，现在卖50元，有没人要？各人胜算不同，下的注也不同。/微笑

赞 1



自欺欺人给 2016-11-16 12:37:55

文章好长，坚持看完，虽然不能完全理解，那么多数据，要整理多长时间，

才能出这么详细的报告，但是真心觉得老唐不容易，必须打赏！-我是初入股市的小韭菜一颗，

赞 1



铅笔描绘你讽 2016-11-16 12:19:52

倒数第四段开头，老唐应该想说是2016年煤价暴涨吧，写成2015年了。

赞 1

作者

笔误，多谢指出。



疯癫少年受陪 2016-11-16 11:23:16

之前看老唐的聊聊估值系列，就觉得自由现金流折现不是个公式，而是一种

思考方式，企业到底能持续多久，利润能不能持续增长，贴现率这些东西该定多少，这些东西改一点，结果差别很大，但估值的时候，确实得思考这些东西，谢谢老唐的自由现金流折现实列，简单方法无风险利率乘二。拍拍脑袋。/呲牙

赞 1



花下立清香季 2016-11-16 09:53:22

感谢老唐分享。100亿的现金流，因为重资产和高负债特性，我更愿意给

10%贴现率，就假设盈利不增长，那么就是1000亿价格。国投占52%，那么就是520亿，目前市值450亿，70亿估计是市场给火电的“负资产”评估价吧/呲牙 市场还是挺有效，不过也够悲观

了，希望国投再跌跌

赞 1



听时光长眠瞪 2016-11-16 09:51:14

我用DCF法算出来的企业价值是1040亿，不管怎样现在的市值450亿绝对是低估的。/呲牙

赞 1



冉叫嘿籽逞秃7 2016-11-16 08:43:06

你是下了功夫滴！

赞 1



殺猸特泪泽梁 2016-11-16 08:06:22

请教老唐，“两河口投产可增加下游年发电量110亿”来源？之前看过陈云华03年的讲稿是说可以增加枯水期电量168亿。还有个问题，《从雅砻江说起1》提到的下游电站与上游联合可发电量是指两河口投产后联合调度可增发电量吗？那样计算出来又是另一个数据。还请老唐指教。

赞 1

作者

具体数据来源要查才知，但肯定是公司相关披露或报道。

赞 1

半度冷暖变 2016-11-16 07:51:26

地铁上好好学习/微笑

赞 1



情难自持卿 2016-11-16 07:42:21

坚定持有国投电力/强

赞 1



疯癫范智 2016-11-16 07:40:08

老唐是个体贴的暖男啊，隔天一发，便于我们理解，老唐你是不是故意的？/呲牙/呲牙

赞 1

作者

是啊??

赞 1



黑色内裤淌 2016-11-16 07:36:15

最近一直在几位前辈那里学习，老唐的思路令我受益匪浅，原来同样是价投也有不同的思路和方法。/抱拳

赞 1



相互缘起爽 2017-01-22 12:38:25

老唐，电价每波动一分，对雅砻江的营收和净利润影响是多大？

作者

约6.3亿和5.3亿。



暧妮甜 2016-11-20 16:57:34

完美文章,没什么补充的/强/强/强



客居博浪沙 2016-11-17 12:48:50

作为个外行人每天都要把老唐写的东西读一遍，希望自己也能独立自主分析。谢谢老唐/玫瑰/玫瑰/玫瑰



俊明王子哦乐园 2016-11-17 11:58:40

谢谢老唐/呲牙



小山羊洋时代 2016-11-17 11:47:59

卓越资讯里商品指数的单位都没有找到啊

> 作者
>
> 这里没办法直接放网址链接。你百度“中国电煤价格指数”，第一个就是发改委，第二个就是卓创，明细数据都有披露。



末世而安惜 2016-11-17 10:23:02

更像是调整后的PE



蜜桃妹纸澄 2016-11-17 01:37:56

中国电力与能源那本书在孔夫子旧书网上有卖，最低到2元一本。我已下单，到时看品相吧/微笑



謌灬狠低调乐园 2016-11-17 00:34:38

很精彩 每日必追 老唐思维文笔都已炉火纯青



姐我不需要休 2016-11-16 21:07:55

准备好纸笔的追剧！/呲牙



浮沐陵辛 2016-11-16 20:46:08

看完了原文，再看完留言，好了，该点赞了/呲牙



洛晓熙竞 2016-11-16 20:17:59

/强继续学习，以前定性分析企业总是不太深入，没有达到抽丝剥茧的地步，看了老唐的多篇分析，感觉思路越来越清晰了。



优晨帝 2016-11-16 15:15:23

小小打赏，难以表达感谢的心情。 15年雪球上初遇老唐，对唐老师的风趣和学识印象深刻，艳羡老唐的生活。拜读了老唐的手财，并期待手银。



狐魅魅小姐崩 2016-11-16 13:16:39

谢谢好文，解决自己计算时的思维缺陷，收藏学习



凝月笙2 2016-11-16 12:35:42

感谢唐总!



时尚正在输入21 2016-11-16 12:35:08

赞赞赞赞



醋坛子休 2016-11-16 10:18:21

股票是一种特殊的债券。经典分析。



谁让咱心动重 2016-11-16 08:58:44

坐等两天了等的好心急，老唐这是吊着我们的胃口呢，的确是精品！！另，能否像茅台分析的那样提供一下相关的国投电力的信息来源，以供我等学着跟踪公司和行业动态呢？

> 作者
> 一次发出好多朋友喊吃不消啊??



雨的郁望淌 2016-11-16 08:56:31

唐哥，辛苦了/强



厌食套 2016-11-16 08:54:55

请教老唐，理论发电量760亿与中游给下游贡献110亿度电是什么关系

> 作者
> 没有关系。



没有多伤心漾 2016-11-16 08:50:08

每次看完就迫不及待的期待下一篇文章了/呲牙



小闹心皿 2016-11-16 08:48:28

唐教授研究这么认真，应该在新书附录加一章手把手教研究电力股/呲牙



他他他他勿 2016-11-16 08:46:19

专注，专业/强



姑娘妳真招暮 2016-11-16 08:42:32

老唐的水平必须赞。大趋势看，消纳肯定能解决，水电的资源如果国家不好

好利用，我都替他们着急□



怕不是的波富 2016-11-16 08:42:06

先赞赏，接着点广告，再来留言，妥妥的一气呵成

作者

哈哈，潇洒哥??



唯美小婷涂 2016-11-16 08:40:13

用利润+折旧+利息支出再折算出的价值，与市值+负债进行比较是否更妥

当呢？长期价值考量，可能若干年后利率会上来。



叫我张爸爸牙 2016-11-16 08:39:09

看完老唐的分享，我就是一看图涨跌的勺子/流汗



祁梦瑶姬 2016-11-16 08:38:45

老唐，几乎看完了你公众号和雪球的长文，也没发现你好好讲自由现金流的

含义和，怎么计算的，能不能科普下，而且发现很多人算的都不一样，不知道用哪个。

作者

你确认你真的看完了？聊聊估值，以及手把手教你读财报206页，已经演示到小学数学程度了

啊？??



塑身电话 2016-11-16 08:38:30

谢谢老唐！



不去太在乎孤 2016-11-16 08:35:25

老唐到处当书托，这次帮刘总托，回头得看看刘总的书了。

作者

刘总派秘书来送礼了，不好不托????



蔟點摆 2016-11-16 08:30:08

简单实用的现金流估算方法，我看到老唐实用100亿第一反应也是还要投资

呢/呲牙/呲牙！感谢老唐释疑，不是费用，而是新的投资，举例简单直观。感谢您的无私分享！



郭冉夕四 2016-11-16 08:23:38

好勤快的老唐！必须先打赏再人肉点赞最后再狠狠赞美一番！

作者

????



神崎莉莎 2016-11-16 08:18:53

老唐荐书是好，奈何双十一才过，口袋空空啊。/呲牙



宅伸鸭 2016-11-16 08:05:24

老唐，中游盈利水平及风光互补没写，应该还有续集吧/微笑

作者

后面还有，但我没打算写中游及风光，这些一律当安全边际对待??



术灬心摔 2016-11-16 08:01:23

早上好

作者

Morning??



happy小么么熊 2016-11-16 07:59:35

比我们聪明的人还比我们努力，情何以堪！ 小小的赞赏一下，表示一下崇拜之意。

作者

没比你聪明，老唐是笨笨级别??



小倩绸 2016-11-16 07:49:57

一早看到老唐的好文，谢谢你的无私分享。不多说，用实际行动来认可两投的价值。今天买入第二网格的国投。虽然火电还是不乐观，但最困难的日子总会过去。



松别isVAE 2016-11-16 07:40:59

手动点赞，国投的火电有多少价值



控心者筒 2016-11-16 07:39:12

每天上地铁就瞄一眼书房/害羞



巴黎午后脂 2016-11-16 07:32:27

老唐早！有两个问题，一个是未来几年是否一直是低利率？另外，就是电价的问题，为了支持实体经济发展，煤电联动的文件未必会执行，有无继续调低电价的风险？谢谢

作者

1.目前利率3左右，雅砻江平均负债成本近于5，在未来上到5之前，总体负债成本是下降趋势。如果利率升很高，证明经济景气，景气中电价电量也会升。2.发改委会不会出尔反尔我不知道，但火电的直接成本是约束底线。如果非要说发改委就是要整死水电，我是不信的??

墨小兮卷 2016-11-16 07:26:18

那现在就是捡钱的机会啊，别人不去捡，我去。



草莓儿 2016-11-16 07:25:41

谢谢老唐！



海岛晴凉 2016-11-16 07:21:31

谢谢分享/微笑



显剐咒sem 2016-11-16 07:18:57

老唐好早啊，写的东西通俗易懂



韩雅静早 2016-11-16 07:04:43

老唐早/调皮

作者

早??

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

坑人的书名儿

原创 唐朝 唐书房 2016-11-17

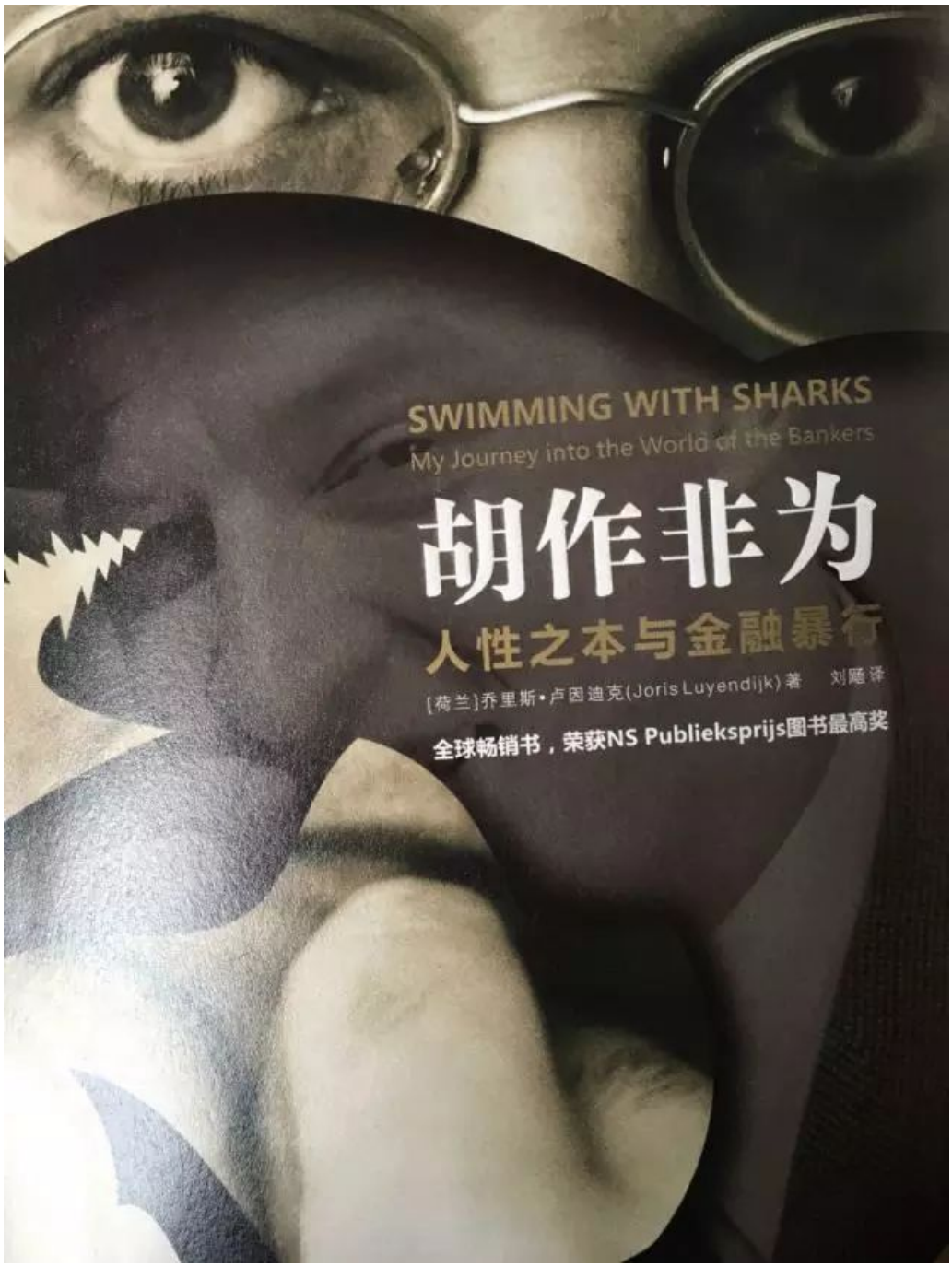
收录于话题
#读书笔记合集
34个

一个好名儿，就能带出几千本销量——看了半本《胡作非为：人性之本与金融暴行》后，老唐脑海里冒出来的第一感叹就是这句。

买书时，确实是冲着书名和简介去的。看了小半本，大失所望——之所以说是小半本，因为全书13章268页，我只坚持了5章约100页就丢掉了。

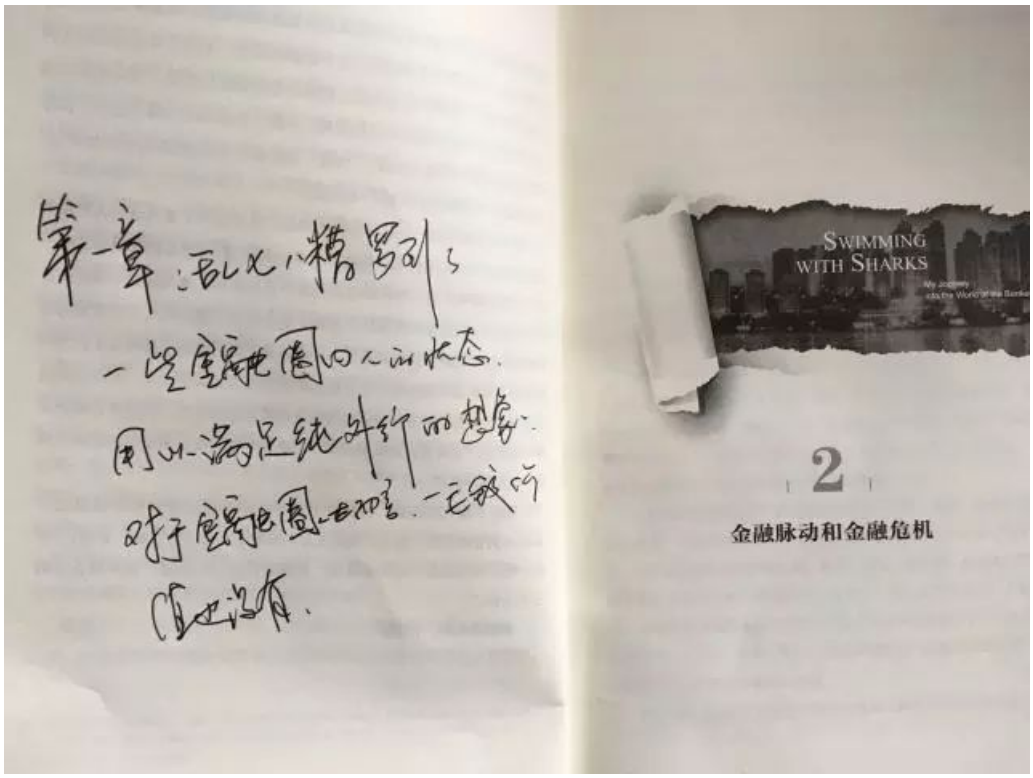
丢的时候瞄了一眼书皮上的英文名，才反应过来，是中了译者的招。原书英文名儿本来叫《swimming with sharks：my journey into the world of the bankers》，以老唐半罐子初中三年级渣英文水平，也能大概猜出，本来书名应该类似《与狼共舞：我所了解到的投行世界》。

是的，是一名博客写手，通过承诺保密，接受了大约200名在投行工作或工作过的各类员工匿名吐槽，然后整理出来的一本书。书的封面倒是非常形象，上照片：



就是一本对投行世界的窥探记录，而且多是充满负面情绪的失意者所表达的窥探——高盛摩根德银美林的得意人士，估计也没时间没兴趣跟一个博客写手扯淡，内容跟"人性之本、金融暴行"五毛钱关系也没有——毕竟所有行为都是人性的反应，也不好说一毛钱关系也没有，多给四毛！

前五章，高大上的章节名下，都是些无聊的东西。例如，第一章，老唐的评价就是：乱七八糟罗列了一些金融圈内人的状态，用以满足纯外行的想象。对于金融圈人士而言，一毛钱价值也没有（左手持书，右手持笔，悬空鬼画，请勿嘲笑字丑。真要认真写——比这还丑！）。



第二章，写圈内人说次贷绝非阴谋，但内部也没人知道它是怎么发生的。就像没有人知道悬崖在哪，比有人特意挖坑设计你，还要恐怖；

第三章，谈投行交易员日常干些啥，充斥着猎奇风格，满足外界的窥探欲望；

第四章，投行中后台人员的吐槽，展示了中后台和看着风光的交易员们的地位薪酬等各个方面的差异，以及他们之间的关系。依然是散乱的窥探式描述；

第五章，标题午夜凶铃，写的是投行裁员过程中的做法和当事人的情绪反应。毫无出奇之处。金融圈一秒钟百万千万乃至数十亿波动，本就没时间温情，大家按规则做事，按规则拿钱。要谈人和人之间的温情，回family谈啊！每个月领其他行业数倍乃至数百倍薪水的时候，应该知道这就是冷冰冰规则的回报，就是赢家通吃、输家滚蛋规则激励出来的结果。遇到规则的不利面就谈暴行，世间哪有那么多两头逮住的好事儿，哈哈。

后面八章，没看。直接看了下封底介绍。大致风格有点像郎教授的三板斧：世界是恐怖的，美帝是坏坏的，办法是没有的，over。

恭喜你，读老唐书评，省钱又省时。

*PS：*借着这篇文章短，插两件闲事儿：

一、11月7日发布的茅台作业投票，共计有889人参与了投票（谢谢捧场），其中作业1《茅台未来业绩预测》获得读者投票495票，成为最赞作业。将获得老唐包邮送出《手财》和《手银》签名书各一本（等《手银》出版后一次寄出，大约在元旦），请作者张仁明记得看见《手银》面世信息后，及时将收货地址、收货人及电话发我邮箱。

二、上周末老唐闻到肉味儿，周六紧急重推了分级套利速成版。周末看了文章，周一就下手的，今天大

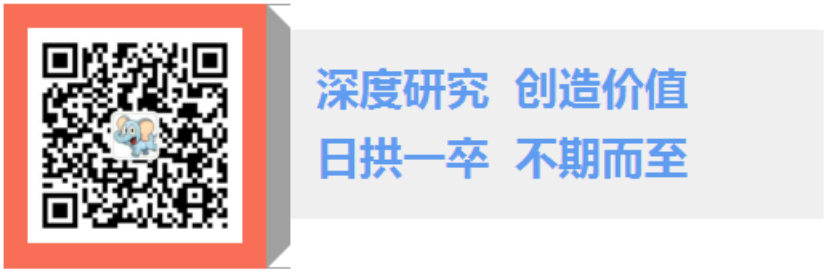
肉已然进兜。迟疑到周二下手的，今天一看也是群情高涨，只要明天（周四）早上跌停板之上能出掉，就已经是肥到流油的大肉了。于是，今天中午和下午，在老唐陪我家领导爬山赏银杏时（黄的金灿灿的，太漂亮了。就是吃饱喝足后开车迷路了，靠高德导航才找到家。作为一名老司机，在领导面前丢大人了！），收到一大堆留言和消息来感（de）谢（se）的。老唐也很开心，但其中有些细节小问题，想啰嗦几句：

① 好几位朋友吃了大肉开心，封个红包表达谢意，老唐收到并深表谢意，分享动力再+100。没想起来或不觉得有必要封红包的，也没啥关系，老唐本也不是冲着这码字的。但是，可是，但可是，可但是，烦请不要在ID后面赫然显示着"赞赏次数 0"的状态下，发信息或留言告诉老唐：谢谢你的文章，我吃到大肉了！——老唐是凡人一枚，再怎么温良恭俭让，心里也会飘过一丝不舒服的。这种情况，你悄悄地进村，开枪地不要。这要求不过分吧？谢谢；

② 关于操作技巧，老唐的文章已经写成手把手级别了。没看懂就再看，实在看不懂，就放弃。别追问"老唐，XX能不能套？"，"老唐，你今天套没有？"，"老唐，我怕跌，不敢下手怎么办？"，"老唐，我申购了才发现券商不能盲拆怎么办？"……诸如此类的问题，老唐实在也不知道该如何回答；

③ 套利，尤其是溢价套，干扰因素比较多（折价套会略好点儿），即涉及隔日挂钩指数的涨跌，涉及到分级A和B场内交易者们的预期变化，还涉及到套利同道们的出货欲望。单次套利，是赔是赚，真心难说。核心是大数定律，是占着对手便宜来打仗。就好比澳门赌场拥有胜率52%，也不敢说下一把包赢，但敢说只要长期赌下去，赌场就能赢。套利，要随时有被套认错的准备，接受吃肉挨打都是正常态的现实。不要这次吃肉，下次加注；这次挨打、下次躲远，那样你是在装神搞预测，不是在玩套利；

以上纯技术提醒，不含任何情绪在内，请勿误解。祝各位在书房里吃好、喝好、玩好，希望你我都能日拱一卒。握手~





花为伊人笑9 2016-11-17 00:08:46

竟然忘了吃肉，罪过罪过！辜负老唐了！ 赞 14

作者

酒常有，肉常在，下次又吃????? 赞 10



眼眶的懵懂噩 2016-11-17 07:27:16

看了这文章省了一本书钱也算是套利了吧□ 赞 8



射手QQ好友袁洁 2016-11-17 08:41:15

老唐的文章实在，句句都有价值，天天学习。我工作写的体制内文章，

它的价值就是一坨翔里还有一颗未烂的玉米粒！！！可是他们假装吃得好开心！ 赞 7

作者

哈哈哈，你的比喻好解气?????? 赞 3



苏亚梦务 2016-11-17 00:06:06

同被这书名坑的我，有种找到同伴的感觉了/流泪/流泪/流泪 赞 5

作者

你坐板凳儿，不哭???? 赞 7



卿诺殤闷 2016-11-17 00:02:31

先来评论/呲牙 赞 4

作者

沙发归你了?? 赞 3



春潜咏喻 2016-11-17 13:17:15

老唐这证伪思维非常可贵，大多数公众号都是推荐书，大多数的财报书

都是教你财报掘金，而老唐却一句“财报是用来排除企业的”，现在又把这思维运用到了“荐书”，太感人了 赞 3



小绚烂炮 2016-11-17 00:11:59

我数一二三大家一起熄灯！熬夜伤身啊！ 赞 2

作者

晚安，碎觉！ 赞 3



第个梦窗 2016-11-18 12:55:51

老唐，“XX能不能套？"这是说的我吗？/调皮，不过第一次套利就投了

五万多点，主要是练练手，熟悉一下流程，第一次套利大约5.55%/呲牙，第二次大约-0.01%/撇嘴，从这两次经历看，纪律是第一位的！谢老唐了/强！打点一点小心意/奋斗 赞 1

作者

哈哈，没特定指谁，问的人太多了??。主要是已经说清楚了，不继续回答是希望大家想清楚逻辑，不希望大家继续依赖我做决策?? 赞 2



依依梓萱茄 2016-11-17 00:07:19

起码前十□

赞 1

作者

探花

赞 2



忧小曲吻 2016-11-17 13:22:54

出差多看盘少的人表示：套利这活儿不是你想干就能/流泪。不过还是

谢谢老唐的无私分享/微笑

赞 1



斤两阳光嫁 2016-11-17 09:17:36

老唐的字写的不错。

作者

哈哈，多谢善意鼓励/呲牙/握手

赞 1



陌殇敏约 2016-11-17 08:31:59

没有，呵呵，我是觉得你写的太好，真的佩服，头一次打赏，给愿意真

心分享的人，这样的人太少，得珍惜。

赞 1

作者

????谢谢鼓励???

赞 1



小爱锋 2016-11-17 07:55:53

真是有种不打赏不好意思看的感觉

作者

绝无此意，共同进步，打赏随性就好，别成为负担??

赞 1



我爱史亚男篮 2016-11-17 01:36:15

省银子了/微笑

赞 1



懵懵懂懂透 2016-11-17 00:19:50

老唐怎么这么能写啊，嫉妒佩服！是不是从小就擅长作文有啥秘笈传授

不自己是没希望学了，看看能否把小女培养起来？/微笑

赞 1



狮子刘卷毛呢 2016-11-17 00:08:35

困觉困觉

赞 1



扑朔迷谁喊 2017-05-13 21:36:25

老唐的书法也很好呢□

作者
谢谢[呲牙][握手]


自以为脚 2016-11-18 09:37:15
网上买书的缺点大概就是不能粗略的检视阅读 区别作品种类 观点 内容，把樂色带回家/呲牙


念劫圆融歹 2016-11-17 18:17:19
金融异常复杂，还远远没有一套靠谱的体系可以完美解释，更务论预测
美帝金融业世界第一，然绝大部分从业者其实也完全是雾里看花，见树不见林，故此这类书基本上都不用看介绍…… 沁淫多年如雷贯耳者，若不单单想看金融自身，可能还有些可读之处吧 哈哈哈


earth顺乎天命 2016-11-17 16:14:27
老唐好用心，点个赞


轩阁殇fly 2016-11-17 12:45:27
恭喜老唐吃到大肉/强/强

作者
谢谢/握手。也不算大，今天落袋也就三个多点，相比昨晚上看见的账上浮盈差多了/偷笑


静醉红颜吖 2016-11-17 11:57:11
错过了吃肉


完美翅 2016-11-17 11:25:51
资源分级和创业分级，第一时间参与，满满的大肥肉。可惜资金较少，
同时一直在考虑如果大资金参与的话，如何对冲指数的下跌，提高套利的安全性。避免裸套


褚雪月 2016-11-17 11:17:08
看懂了，不过没感觉，就没下手。/冷汗


眼乏狼 2016-11-17 10:58:11
感谢老唐排雷/呲牙


情调呐兰 2016-11-17 10:53:30
谢谢唐总！每天早晨应该先来书房报个到的，不然不会在雪球上傻傻发

问。明白了。谢谢您！



处票祖黄 2016-11-17 09:07:53

明明是与鲨共泳好不好/得意老唐这是在隐喻分级套利么？/呲牙

作者

英文不好，英文不好，凑合看/呲牙/握手



那月仲夏增 2016-11-17 08:26:06

感谢老唐帮我省时省力省钱



先森好雄 2016-11-17 08:16:02

作为一个读过高中的，与鲨共舞更骗人点/冷汗



兔子呀48 2016-11-17 08:04:21

上周看完套利大法，盯了两天发现都没有操作空间，以为是老唐的大法出来太久，大家都会玩了，没机会了。没想到这周就错过了吃肉的机会，看来肉锅要天天盯，另外老唐再提套利的时候要格外精神才行啊。□□/微笑



陌子璃究 2016-11-17 08:02:51

居然错过了吃肉，罪过罪过。



life起名丿忒烦 2016-11-17 07:30:32

看那些名不符实的书，总感觉掉坑里了。谢谢老唐无私分享，让我少走弯路。/抱拳



夏影灼瞳勾 2016-11-17 07:27:12

我的券商太坑了，手机APP刚开始说可以盲拆，准备拆了又说要在电脑上才能拆，果断换了/流泪



用爱情读你砍 2016-11-17 07:11:18

老唐写的字很潇洒风流/呲牙



邪sJLuffy_abc 2016-11-17 06:53:56

向老唐学习，日拱一卒



旧岛找 2016-11-17 06:47:53

啥也没有看懂！是真的。/呲牙字写的比我好太多。这个让我有些嫉妒。



A创世纪金融52 2016-11-17 05:53:12

老唐，还能看出一个人的赞赏金额和点赞数？哎呀，老唐看到我裤衩啦！



都叫我寶寶限 2016-11-17 04:52:50

钱都在茅台里，没法套利了/流泪



猜不透割 2016-11-17 04:15:34

周二没看到套利机会，周三看到了，犹豫了很久，罢了，没敢下手。罢了，下次再来/大哭



不加糖精t 2016-11-17 03:08:36

我前期买了一点创业板B，熬了快半个月，上周末看了老唐的分级套利，似乎明白了点什么。周三下午感觉不对，好快获利了结



最爱Funny智商 2016-11-17 01:51:35

感谢老唐鉴书分享，我等省不少银子/微笑



旧城梦境土 2016-11-17 01:21:59

盯了两天肉，没有金刚钻揽不下这瓷器活啊，惭愧死



心月两相依刮 2016-11-17 01:21:16

基本上耸人听闻的标题瞄一下，速翻后再定。多半看了前言就不看了。出差，没顾上吃肉。不过好在肉常在。谢谢老唐“手把手”/微笑



windy炎烱l 2016-11-17 01:05:52

今天肉是吃到了，但没有流油，开盘就卖了/流泪/流泪/流泪，但是一定要谢谢老唐，从财报的分析公司分析到手把手的操练，一直从你这获益良多/握手/握手/握手



动漫控boy 2016-11-17 00:46:11

周二按唐老师手把手教的，14：50看盘，55下单。什么，申购无效，没开基金户，又是一顿找，终于没开上户。 昨天申购了，今天一头雾水，看不出来申购到没有，拆吧，嘿，都到帐了，明天准备先吃一个跌停板



灼尒之歌 2016-11-17 00:22:44

跟着老唐进步

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起5

原创 唐朝 唐书房 2016-11-18

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

之所以有这篇，是因为前不久长江电力完成了对川云水电公司的收购，而川云公司下辖资产，和雅砻江具有良好的可比性。通过观察长江电力收购活动中，中国平安、阳光人寿、中国人寿、广州发展、新加坡政府投资公司、上海重阳等多家重量级投资机构的参与，与长江电力各股东方一起展开对川云公司估价的专业博弈，再通过雅砻江水电与川云公司资产及获利能力的对比，也可侧面得出当前市场预期下的雅砻江水电公司应有的价值。

川云公司下辖两座金沙江上的水电站，溪洛渡水电站和向家坝水电站。溪洛渡水电站位与川滇交界处昭通市境内，装有18台70万千瓦水电机组，总装机容量1260万千瓦，是我国第二大水电站（三峡第一），主要供电浙江、广东地区。2005 年底开工，2014年6月全部机组投产。

向家坝水电站位于川滇交界处的四川省宜宾市境内，装有8台75万千瓦水电机组，总装机容量600万千瓦，是我国第三大水电站，电力主要供应上海地区。 2006年开工，2014 年 7 月全部机组投产。

这两座电站，均于2014年中投产，因此，2014年之后的财务报告，已经能反映川云公司真实的经营情况了。

目前川云公司2015年财报未找到，有2015年前三季度的报告。同期雅砻江水电五个电站中，除了桐子林电站60万装机未投产以外（桐子林4台15万千瓦机组分别于2015年10月至2016年3月间投产），剩余1410万千瓦装机对应的2015年三季报，由于时间跨度一致，水文条件近似（金沙江是雅砻江的下游），经营模式相同，是比较可靠的对比对象。

罗列两家公司2015年三季报资产负债表及利润表关键数据如下：

2015三季度	雅砻江	川云
总资产	1281	1681
总负债	973	1262
净资产	308	419
资产负债率	76%	75%
营收	130	177
营业成本	35	65
利息	33	45
年利率*	4.52%	4.75%
利润总额	67	69
所得税	3	0
净利润	64	69

两家公司资产负债结构基本一样，资产负债率分别为76%和75%。贷款利率略有差别，考虑到雅砻江多出部分负债用于在建工程，利息资本化处理，没有计入当期利润表利息支出，所以，实际上两家的市场借款利率是基本一致的。

营收方面川云占优，主要由于装机大于雅砻江，前三季度发电690亿度，高于雅砻江的530亿度。同时上网电价也高于雅砻江约10%：溪洛渡右岸电站含税电价0.3421元，溪洛渡左岸及向家坝电站含税电价0.3218元。雅砻江2015年前三季度平均含税电价0.303元（主要是被二滩0.267的低电价拖累）。

但川云公司营业成本高出很多，导致两家的税前利润总额基本一致（如果假设前三季度桐子林正常运行，两家税前利润就不是基本一致，而是完全一致了）。川云公司营业成本高企，会不会是两家的折旧政策不一致造成的？抱着这样的疑问，查询了财报里两家的折旧政策，截图如下：

雅砻江水电公司折旧政策

各类固定资产折旧年限和年折旧率如下：

资产类别	预计使用寿命（年）	预计净残值率（%）	年折旧率（%）
房屋建筑物	10/20/25/30/35/50	0	2-10
机器设备	14/15/16/18/20/30	0/3	3.23-6.93
运输工具	5/10	0/3	9.7-20
办公及其他设备	3/5	3	19.4-32.33

川云公司折旧政策

各类固定资产采用年限平均法分类计提折旧、折旧年限和年折旧率如下：

类别	最高经济使用寿命	残值率（%）	年折旧率（%）
挡水建筑物	40 年—60 年	—	1.67-2.50
房屋及建筑物	8 年—50 年	0-3	1.94-12.50
机器设备	8 年—32 年	0-3	3.03-12.50
运输设备	8 年—10 年	0-3	9.70-12.50
电子及其他设备	5 年—7 年	0-3	13.86-20.00

对比两家公司的折旧政策，没有发现明显的差异。最核心的房屋及建筑物折旧（雅砻江把水坝也归入建筑物），雅砻江是10~50年，川云是8~60年，似乎雅砻江还略严格。大致推测，营业成本较高的原因不是折旧政策影响，而是因某种未知原因，川云公司运营成本的确偏高（见谅！老唐对川云公司情况知之甚少，本处仅为纯财务数据推测，不敢确认是否正确，期望读者中有业内人士赐教，先谢谢了）。

2015年前三季度，雅砻江税前利润67亿，川云公司税前利润69亿。如果假设桐子林电站2014年底投产，则1470万千瓦装机的雅砻江水电，获利能力和1860万千瓦装机的川云公司几乎一模一样。2015年，是川云公司免税期的最后一年，2016年~2018年税率变成7.5%，略略好于雅砻江水电公司同期税率，毛估估2016~2018年川云相对于雅砻江，累计节约税金3亿出头。2019和2020年变成15%税率之后，又略差于雅砻江，但程度也小到可以忽略（雅砻江多节约桐子林利润的7.5%）。

时间 / 电站	2015	2016	2017	2018	2019	2020	之后
锦屏 1	0	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	?
锦屏 2	0	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	?
官　地	7.5%	7.5%	7.5%	15%	15%	15%	?
二　滩	15%	15%	15%	15%	15%	15%	?
桐子林	0	0	0	7.5%	7.5%	7.5%	?

所以，雅砻江下游五座电站，基本可以视为和川云公司盈利能力相等。同时，雅砻江多了中游及上游所有电站按照成本价买入的权利，以及沿途风电光电的免费开发权。这是川云公司所没有的——自己投资建设，可以视为成本价买入。长电的集团先建设、然后卖给上市公司模式，一般成交价为电站建设成本的两到三倍。

依照上述论述，老唐认为，单独雅砻江下游1470万千瓦的估值可大致视为约等于川云公司。考虑中上游水电开发权，以及他们将给下游带来的近于零成本的约30亿上下的营收（对应年增净现金流至少20亿以上），还有沿途的风电光电独家开发权，雅砻江水电公司的估值，理应至少高于川云公司成交价百亿以上。

最后揭宝，川云公司的成交价究竟是多少呢？

在上述国内外资本大鳄与川云股东（长电大股东、川能投、云能投）的交易中，川云公司作价797亿元。但其中422.8亿，要求以35亿股长江电力股票抵付（相当于12.08元/股，停牌价格为14.73元）。

早在收购公告出来次日，即2015年11月7日，老唐曾在雪球发过标题为《从卖家行动推理，12.08元的长电，划算》的文章推测，这35亿股12.08元的长电股份抵53%（422.8/797）成交价，是川能投和云能投开出的条件（长电大股东搭车接受同样条件），如果不接受，川能投和云能投持有的30%川云股份就不卖给长江电力（推测过程，请在老唐雪球主页搜索"12.08"即可找到原文看）。

既然川能投和云能投要长江电力股份，不要现金。证明他们认为12.08元的长江电力是低估的，价值超过等价现金。这就好比，我有1套房，当前公允价值800万，你作价500万买，滚蛋。但如果你拿公允价值700万的黄金，作价400万，再加100万现金，来换我这个"500万"的房子，没问题，500万成交——举这个例子是想说：只有纯现金支付，成交价格才是清晰的。如果不是纯现金交易，协议价格只是个会计概念，真实成交价是需要推算的。

所以，川云究竟卖了多少钱，就要看这35亿股长电究竟低估了多少。
这个就难猜了，毕竟我们没有读心术。

如果按照停牌价格估算，（14.73-12.08）×35=92亿，
即川云股东认为川云公司100%股权实际卖了797+92=889亿；

如果假设他们认为12.08元购买长江电力打了7折，
则（12.08/70%-12.08）×35亿=181亿，川云的卖身价是797+181=978亿；

如果他们认为12.08元的长电打了对折，
那川云就是卖了（12.08×2-12.08）×35+797=1220亿。

截止11.11日，上证指数相对于长电停牌日，下跌38%，而长电股价经过分红除权后，股价依然为13.12元（加上分红，35亿股权浮盈近40亿），侧面也证明了市场认可本次收购资产低估，大股东表现厚道。也许是弥补2009年高价卖垃圾资产给上市公司的负面形象吧！——2009年，大股东将只能在地面电站弃水时捡漏运行，年发电量仅30多亿度的420万千瓦地下电站，作价120亿卖给了上市公司长江电力。

因此，我的粗糙结论是：参照大鳄云集的川云公司收购案博弈出来的成交价，按照保守底限估计，雅砻江水电的估值，至少应比889亿高百亿元，即毛估估990亿！——这是三种估值法里最残酷的结论，前两篇得出的结论分别为1250亿以上和1500亿以上。

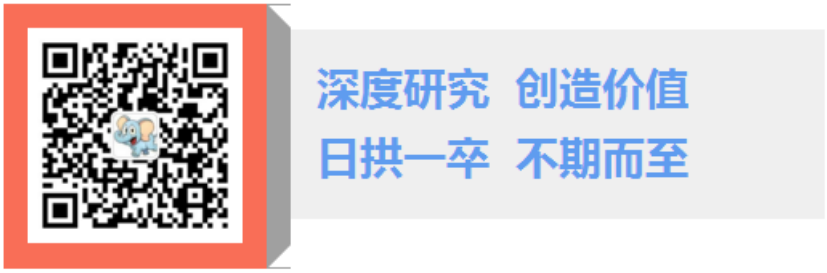
备注：本文的精度和力度，比起前两种估值方法稍差，原因有二：

第一，老唐对溪洛渡和向家坝电站的了解不够深入，读者里若有熟悉情况的，烦请不吝赐教。勿需顾忌老唐面子，有不妥之处只管直面指出即可，谢谢；

第二，塞斯.卡拉曼谈到这种股市价值法的时候，特意强调过"这种方法的可靠性远不及另外两种，它只会偶尔成为有用的价值准绳"。老唐本人投资实践中也几乎不会运用此种方法对企业进行估值（本文纯属周末码字亢奋了，一气将三种估值法都过了一遍），仅供参考。

当前，国投及川投除持有雅砻江水电100%股权外，还持有两百多万水电权益装机，控股近千万千瓦的火电及新能源装机，目前总市值为841亿。

那么，两投除了雅砻江水电之外的其他资产，又是些什么东东，值多少钱，能够给我们提供多大的安全边际呢？后面抽空继续码。



相关文章
深秋里的一抹亮色
预期和预期差决定股价
从雅砻江三季报说起1
从雅砻江三季报说起2
从雅砻江三季报说起3
从雅砻江三季报说起4



旧心论满 2016-11-18 06:53:57

咋没有保险大佬看上国投呢？中国建筑都被抢，老唐要多宣传 赞 1

作者

召人来跟自己抢？这是个奇怪的想法??，内核还是在想击鼓传花卖给接盘侠吧？?? 赞 27



阮氏棠兮瑶 2016-11-18 09:22:26

普渡众生，善莫大焉。昨日脑中想到一个问题，却不能解答，老唐帮解

解，格力，美的等世界上的空调企业都在研发空调新技术，这么多企业做同样一件事，能否视为资源的浪费呢？假如空调企业合并为一家（当然是不可能的），是不是研发更快，成本更低呢？其他行业也如是。求解答

作者

一人在大海中失踪，悬赏下，数百条船去寻找，最终只有一条船找到失踪者获奖。是不是其他船只都是无用功呢？不是，它们增加了成功的概率，因为我们并不能预知哪只船会找到。好比天天打新股，除了打中的那次以外，还有无数次没打中的，是无用功吗？不是。科研的道理相同，合成一家是典型的计划经济想法。 赞 26



水瓶喵星小宝 2016-11-20 10:35:27

唐老师，似乎这篇对比思路不是太清晰～我觉得这样对比会不会更好

点：只用雅砻江的下游和川云做对比，把在建工程331亿从资产和负债中去除，下游的负债975-331=644亿；川云公司的收购总花费为797（收购价）+1262（负债）=2059亿，利润和雅砻江差不多，雅砻江也按这个估值算，那么收购价应为：2059-664＝1451亿，这样类比是不是逻辑更通点？求指教/抱拳 赞 25

作者

这个对比法比我的“从长电股价推测川云成交价”逻辑更为清晰直接，非常棒，赞，大赞/强/强/强 赞 16



year倪筱涛 2016-11-18 08:30:07

看老唐的连载，愣是把水电给入门了，感谢互联网，感谢老唐 赞 5

作者

哈哈，有朋友说老唐最大的特长是中翻中，把艰涩难懂的中文，翻译梳理成所谓“人话”???? 赞 21



超级阿多帜 2016-11-18 07:44:17

国投现在市值450亿，即使按照这个算法，国投低估近一半。老唐觉得

投资者不看好国投的主要担心是什么？还是他们看不懂/调皮 国投现在已是我持股最大的了

赞 1

作者

主要原因：1.经济下滑，用电需求不振，2.火电设备运行时间持续降低加煤价成本上涨，预期火电情况糟糕，3.一次性计提及税收优惠造成的财报"同比"增速难看，4.股东人数分散，5.股价不涨，6.股价不涨，7.股价不涨????

赞 20



金牛智安宜水瓶 2016-11-18 07:39:14

向家坝兼有灌溉功能，还建升船机，溪洛渡兼有防洪拦沙功能，所以川云的运维成本会比雅砻江高，当然电价也定的高些。从工程总投资也可窥一斑，首先川云的收购价是低估的，其次定增我等根本没机会参与，而国投川投伸手可得。

赞 16

作者

多谢分享关于川云的信息，谢谢??

赞 5



半夏微衰 2016-11-18 07:18:20

从老唐的身上看到了智者的风范，启发我对读书的向往，对知识的渴望，庆幸在还算年轻的时候关注了老唐，一入唐门深似海啊！/呲牙谢谢老唐！/抱拳

赞 8



娃娃不坏添 2016-11-18 07:51:05

老唐把这些篇整理发表在证券市场周刊后，国投股价立马在7.5元之上站稳，我相信许多研究员会抄袭推荐给鸡精经理买买买/呲牙

赞 3

作者

??

赞 7



双子雪琊sunny 2016-11-18 07:10:44

川云的数据老唐你取自收购的公告吧，而今年长江电力募集债券的公告说溪洛渡电站是1386万的装机，向家坝640万的装机。而今年公告的电价，川云与国网的电价是0.296元/度，与南网是0.3244元/度。这是低于收购里面的电价的。

赞 6

作者

谢谢。因为对比去年前三季度经营数据，所以同样取得去年的电价，

赞 2



桐说桐有理昵 2016-11-18 07:58:58

自从老唐开挖水电，国投和川投已经开始启动了，最近不是很强吗□

赞 5

作者

这个，即使有，也纯属巧合，没有任何靠谱联系????

赞 2



虚情寡义未 2016-11-18 07:40:40

不过瘾，我还是等养肥了再看/得意/得意 赞 2

作者

除了小说之外的大部分养肥，是偷懒的借口吧??????? 赞 5



day你在哪335 2016-11-18 07:15:47

早日价值回归，好去买别的，港股里还有好多值得买股票，如果国投一直性价比高，却没高收益，咋办，就像这几年拿银行股一样，看着别人发财，16年初，买港股民生挣了点钱，其他都乏善可陈 赞 1

作者

性价比高，自然就有高收益。最高的收益是国投股价跌成0.1分?? 赞 5



131202邹露 2016-11-18 14:36:33

这些文章我反复看了好几遍，第一遍看结论，第二遍看分析，第三遍探寻背后的思维方法。不时对照以前文章。有不懂的百度百度，自己算算，也是很愉快的嘛。耐读。期待老唐手银。啥时候预订，预订，预订..... 赞 4

作者

??这个姿势非常好?? 赞 3



小恋小雨决 2016-11-18 07:01:17

精彩，醍醐灌顶！ 赞 4



周芳宇枫 2016-11-20 17:34:48

多谢老唐./强。质疑或证伪：1，我对雅砻江和长江电力用预期收益法得出的估值为990亿和2700亿。用市价法三家公司都跌破20日线，长电更值。用重置成本法两投光烧的钱都过千亿了。2，长电和国投，桂冠电力都曾定增，就像2010-2012的银行股，赚钱赚到不好意思□ 了都不分红，狮子大开口增发。最怕国投建完两河口还有楞古，还有英国海上风电，还有光伏，还有亏损的火电站，，，长电承诺70%高分红，功过相抵。3，长电的川云已并表，两河口2021才投入战斗，果实和果苗。4，离珠三角长三角用电市场的距离，过境费，消纳，定价权。5，今年是丰水年，连梅雁吉祥也有业绩了/憨笑 赞 3



夏花愤 2016-11-18 10:05:26

老唐这文章放在这里免费让大家读，真的可惜了。但是也很高兴能有免费读到这高质量的文章。 赞 3

作者

觉得有价值随意打赏就是了，反正老唐主观上也是为了自己整理思路/偷笑

赞 1



内些离念伴 2016-11-18 09:02:30

四川是个地震带，雅砻江水电会买保险吗？水坝的抗震能力？请唐老师

赐教，在这先谢了

赞 1

作者

关于水坝的抗震能力，首先看512汶川大地震，没有大型水电水坝出问题，包括近在咫尺的紫坪铺。足见我国水坝的抗震能力是经过考验的，其次真要是出现远高于512地震强度N倍的更大地震，致使水坝出现垮塌，重建也因少了移民开路基建勘探设计等大量费用，成本可以承受。

赞 3



晏小线吟 2016-11-18 07:00:26

沙发

赞 3



ew3zt天枰 2016-11-21 09:22:55

按照国投52%雅砻江计算，有差不多990*0.52=514亿，火电，其它水

电和未来开发权益全白送，比起目前市场估值452还有13%的上升空间。这大概就是安全边际吧/微笑

赞 2



乳此美妙lc 2016-11-20 10:54:04

别仅只看主题文章，留言中老唐的回答也蛮精彩，有些回答更能加深理

解价投的意义和方法。

赞 2

陌筱赖瞪 2016-11-18 19:42:43

唐兄：想买点养老的资产，2012年入手了招行，2013年入手了茅台，

现在可以下手国投吗？望赐教！/抱拳

赞 2

作者

抱歉，无法回答这样的问题。我谈公司经营、价值分析，但是否能够下手，还得你自己斟酌决定/可爱

赞 2



ok魂舜天 2016-11-18 17:36:06

又是周五了，周末猛学习，为什么你脑袋里能装那么多东西？学理科就

是好。文科其实是用来消遣的

赞 2

作者

别把责任归于文理科/呲牙老唐既不是文科，也不是理科，根本就没进过高中，谈不上文还是理。主要还是要看兴趣/握手

赞 2



洋娃娃鱼儿迷 2016-11-18 13:02:00

读百卷，不如跟行家学做一遍/偷笑

赞 2



我是荒信处女座 2016-11-18 09:16:33

雅砻江在金沙江的上游，雅砻江跨年度调节能力，向溪洛渡，三峡的枯水期放水，也会增加长江电力的价值吧？

赞 2

作者

会。所以，文中对增加的20多亿现金，只考虑了100亿不到的价值，也是部分考虑到这个因素。

赞 1



等你来月亮吕 2016-11-18 08:26:35

长电现在股价比12.08高不到10%，但是长电的确定性比国投好，因此国投应该多付出一些风险折扣。这样看，与长电比较，国投是否没有明显低估呢？

赞 2

作者

你可以思考，不要轻易下结论??

赞 2



白杨8888888888 2016-11-18 08:02:52

是的，您出手财的时候，茅台还扑街呢□

赞 2



苦笑念着你fly 2016-11-18 07:49:46

老唐是个好认真求实的人！谢谢老唐分享这么精彩的思维早点。像国投这种长期不涨、高关注度低购买度的优质资产，买了持有很心安。

赞 2



约定算个人 2016-11-18 07:21:44

唐朝码字忒积极，看过文章后心里甜、笑眯眯。/玫瑰/强

赞 2

love啁小逸 2016-11-19 11:37:50

谢谢老唐分析，后续等您对两头其它资产状况分析，悲观点最惨状态会侵蚀多少水电利润

赞 1



醉生梦死丶Jngo 2016-11-18 21:28:39

打赏点表示下支持，每天写这么多，免费看也怪不好意思

赞 1



当凹遇上凸而 2016-11-18 20:47:42

做为吃瓜群众，我淡定不下来了。决定下手抢点/呲牙 赞 1



冷言颜先生顽 2016-11-18 20:36:09

感觉老唐想我的男神啊 赞 1



爱不止学 2016-11-18 18:15:22

个人觉得最后一个估值取得过于保守，大股东怎么可能只在乎92亿的股价差呢，年产生利润75亿的超稳定公司估值仅800亿，是你会卖吗7%的收益考虑，估值怎么也得15倍PE估值1100亿，雅龙江1200亿。总体上还是觉得第二种方法现金流估值最合理客观。 赞 1



情难自持卿 2016-11-18 16:46:32

老唐出品，必有精品，意犹未尽，因为以上都是对既有投产的雅砻江水电站的估值，与市场估值对应的其他资产的价值也需要老唐给捋一下，周末加班吧，我等翘首以盼，急不可耐。辛苦了！！！！ 赞 1



罩几十妈 2016-11-18 10:40:04

谢谢老唐！ 赞 1



锅害诗 2016-11-18 09:25:47

唐兄好文/强。从看你的文章开始持有水电股，试着理解水电公司，主要是国投，另有少量川投。 赞 1



没心没肺足 2016-11-18 09:17:06

请老唐谈一谈国投，川投，雅砻江，这三家公司的管理层/握手 赞 1

> 作者
>
> 没有深入了解，没看到特别好或者特别差的地方，马马虎虎吧！



大白包子近 2016-11-18 09:12:47

已经赞赏，好文还需多读几遍。 赞 1



浅小半货 2016-11-18 09:02:20

老唐，自从进了唐书房我再也不看其他公众号了。上班下班看电视吃饭都抱着手机看唐书房。/太阳 赞 1



花面狸切 2016-11-18 08:51:36

发改委：煤矿全年工作日增至330天 赞 1



浩淼属 2016-11-18 08:49:30

老唐如何看待国投长期霸占雪球的“杀猪榜”？是众多投资者（或投机者）认识到了它的价值，还是在乱炒？

赞 1

作者

抱歉，不懂。



你爸爸是我哦了 2016-11-18 08:06:52

讲真的，之前对白酒没任何好感，看完手财后专门买了两瓶飞天，真的很赞，就是没买股票

赞 1

作者

????



苏岛菜 2016-11-18 07:34:46

从文章中看到了老唐的认真和谦虚，这种好学的态度也是值得我们学习的地方呢 不过即使这么严苛的估值，国投那部分还值500亿呢对比现在的市值，目前价位也不错呢，可以再买点

赞 1



假洒脱秽 2016-11-18 07:30:23

像听说书每到精彩处久又戛然而止，吊足胃口。/撇嘴

赞 1

作者

一者还没写，二者一次发多了读着累??



被爱情追逐耻 2016-11-18 07:12:47

溪洛渡左侧和向家坝是送给国网，溪洛渡右侧是送给南网。

赞 1



苏小陌很堆 2016-11-25 22:18:49

大熊的逻辑确实跟实际收购的估价方式一致



最爱bc5wx4 2016-11-21 17:13:05

按今天收盘价计算，将近五折。



巨蟹摸下他4g 2016-11-20 17:04:50

现实中1000亿买是不可能成交的，感谢分享



灏明乖乖孩驱 2016-11-19 02:03:53

看了老唐的文章开始关注两投，一直想出手。无奈，最近股价涨个不停/流泪，赶紧跌下来给个买入机会吧/奋斗



水瓶亥卓然ok 2016-11-18 22:03:39

公司好不好需要摸清楚，至于价格嘛市场说了算。涨不涨不怕实际价值

在那里摆起在，好饭不怕晚呀！兄长门儿清呀



男姑娘实 2016-11-18 21:01:20

老唐最好多写川投的负面，让股价多跌些好买啊，谢谢哈。



我怀片冰心断 2016-11-18 17:23:16

到第几个序号才能轮到那些"负"资产的火电丫，期待解剖火电部分

> 作者
>
> 估计第8差不多/呲牙



不该执着工 2016-11-18 16:36:27

只有努力学习！



唇先生贱 2016-11-18 16:14:46

很详细，很耐心，支持老唐。



嗯很幼稚待 2016-11-18 13:07:55

听老唐唠嗑真是享受，我个人的思维方式都随你去了，虽然每次看完都

稀里糊涂的，可能是自己太过业余吧，但还是感谢老唐每一次的认真分享！

> 作者
>
> 为什么会"每次看完都稀里糊涂的"呢？/疑问/呲牙



从逝擦孟 2016-11-18 13:04:04

先大赏，然后又买10手国投。如果确定每年净资产增加10%，股票短

期涨不涨不重要。



农夫与犬 2016-11-18 12:27:59

老唐是根本停不下来啊，我喜欢。谢谢。



大师胸仰 2016-11-18 10:37:49

那都买下来/呲牙/呲牙



霜寒照 2016-11-18 09:46:36

看完老唐几篇雅砻江的估值，除了继续坚定持有国投川投，更学习了如

何通过不同估值方法之间的相互印证，受益匪浅。只是自问对信息的收集能力也不算很差，为何不能找不到老唐那么多数据呢？是因为非专职的关系而没有或不愿意花费时间吗？现在最大的问题是不愿意花相当多的时间去看书，也看不入脑/流泪

作者

慢慢来/呲牙只要方向正确，就不怕速度快慢



农夫与犬 2016-11-18 09:23:27

从1看到5



雨的郁望淌 2016-11-18 08:59:16

虽然细节方面我没深入去研究，但在老唐的科普下，应该是可以说有模糊的正确的对水电方面的理解，我对以后的投资支出减少后，每年的经营所得怎么支配有很大的担心！希望还能有保险方面的分析那就更更好了 ，谢谢老唐！



夏末初瑾酥 2016-11-18 08:33:55

好文，我把它和早餐一起吃了。谢谢老唐！/呲牙



时尚正在输入21 2016-11-18 08:33:30

感谢老唐无私分享/抱拳



描责骗 2016-11-18 08:25:58

国投电力都是冲5年周期去的，老唐慢点推，还没买够/呲牙/呲牙



绘绘绘纸人宫 2016-11-18 08:03:12

相信常识，静待花开！多谢老唐无私分享。



细菌打嗝脱 2016-11-18 07:47:45

早啊老唐哥，看来咱早上生物钟的闹钟一样一样的啊/呲牙/呲牙/呲牙

我六点半起的

瘦。

燃泪取暖源 2016-11-18 07:40:44

期待期待/白眼



郑郑郑小多硝 2016-11-18 07:34:34

雅砻江这个宝贝还是别那么早被人发现，先买够了，由它慢慢释放价值/呲牙



邪sJLuffy_abc 2016-11-18 06:55:42

点赞是美德/呲牙/呲牙/呲牙



靠谱的富贵 2016-11-18 06:54:59

说好的5来了，下一篇，11月小结/呲牙

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起6

原创 唐朝 唐书房 2016-11-21

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

> 前面1至5篇，谈清楚了川投和国投最重要的核心资产"雅砻江水电公司"的资产负债及估值。接下来，继续看两投除了雅砻江之外，还有些什么金刚杂货。

先从川投说起。说川投之前，增加一点对5的修补。读者@大熊 提醒了一种思路，可以直接替换第5篇中涉及长电股价的部分：
①既然下游1470万千瓦和川云公司的盈利能力基本一致，那么可参考第3篇资产分拆思路，假设将中游331亿在建工程0溢价卖掉，用于抵扣负债。于是"下游1470万千瓦+负债644亿（975-331）"，应等价于川云成交价；
②川云成交价=购买出价797+承担负债1262=2059亿；
③对应雅砻江下游估值=2059-644=1415亿。结束。
此思路中，忽略中游的增值，也忽略长电股价作为出资的低估，两相一抵，基本可靠。该方法更多确定数据、更少模糊估计，比老唐第5篇结尾的估算川云真实成交价思路更优。大赞@大熊。谢谢。

言归正传，说川投。川投的资产结构比较单纯。川投能源股份公司本体（即财务报表中的母公司资产负债表及利润表），就是一个控股公司，自身的存在就是为了持有一堆股权。所以，川投的特色是母公司报表营收小到可以忽视。

即使是合并报表，因为最重要的收益——雅砻江年净利润的48%及大渡河的分红（大渡河因分类为可供出售金融资产，所以只有分红计入川投合并利润表的投资收益）只是计入投资收益，并不计入营业收入，因而营收也是远远小于投资收益、远远小于净利润。

对川投的估值，主要是对川投持有的各类公司进行估值，然后按照比例得出川投的价值。而川投持有的主要资产，可以用一张老唐风格的表格简单粗暴地概括如下（单位：亿）

公司	股权	净资产	年现金流	老唐估值	归属川投估值
雅砻江	48%	看本系列文 3~5		990~1500	475~720
田湾河	80%	13.5	2	20	16
大渡河	10%	180	52	520	52
其他渣渣	100%			5	5
合计					548~793

1.雅砻江，资产明细及估值过程略过，没看的可以回看本系列3~5，那三篇里分别给出三种不同估值过程。这里保守取三种估值法中各自的下限值，将雅砻江取值为990亿~1500亿之间，归属川投估值475~720亿。

2.田湾河，位于四川省雅安市石棉县，全称“四川川投田湾河开发有限责任公司”，上市公司川投能源持股80%，中国电建集团成都勘测设计研究院持股15%，四川沃能投资有限责任公司持股5%。公司所得税率为15%。

田湾河是大渡河右岸支流，自上而下有三个水电站，依次为仁宗海水库电站、金窝水电站、大发水电站，具备不完全年调节能力。每个电站均安装两台单机12万千瓦机组，总装机容量72万千瓦，接入四川电网，设计年发电量约34亿度，2009年全部机组投产。

2015 年，发电量 31.4 亿千瓦时，上网电量 31亿千瓦时，设备利用小时数 4363小时，高于四川省全口径水电设备平均利用小时数 4221 小时数 142 小时。2015年营收6.99亿，净利润1.85亿，经营活动现金流6.37亿。总资产37.8亿，总负债24.3亿，净资产13.5亿。

2016年上半年由于电价下调（2015上半年不含税0.282元/kwh，2016年上半年不含税0.257元/kwh，降幅8.9%），田湾河营收3亿，净利润0.61亿，经营活动现金流1.72亿。全年净利润估算1亿多，加上34亿固定资产折旧估算1亿多，自由现金流按照年均大于2亿估算。给予十倍自由现金流估值20亿，归属川投80%股权价值16亿。

3.大渡河，全称“国电大渡河流域水电开发有限公司”，国电电力（600795）持股69%，国电集团持股21%，川投能源持股10%。

截止2015年末，国电大渡河公司2015年已投产装机901万千瓦，年发电量 277 亿千瓦时，总资产868亿，净资产168亿，负债700亿。2016年内，新投产部分机组，最新装机数据为 968.738 万千瓦。资产总额890亿，负债约710亿，净资产约180亿。已经投产水电站明细如下表（单位：万千瓦/亿度）

国电大渡河主要投产水电站

电站	装机	年发电	状态	股权
深溪沟	4×16.5	32.4	投产	100%
枕头坝 1 级	4×18	32.9	投产	100%
大岗山	4×65	114.3	投产	80%*
瀑布沟	6×60	145.8	投产	100%
吉牛	2×12	10.4	投产	85%**
龚嘴	7×11	34.18	投产	100%
铜街子	4×17.5	32.1	投产	100%
其他小水电	39.738	估算 18	投产	估计 100%
合计	968.738	420		

*大渡河持有大岗山80%股权，相当于川投间接持有8%，另川投直接持有了大岗山2%股权，因而，分析大渡河对川投价值时，可以简单理解为大岗山100%归属大渡河所有（即川投依然间接持有10%）
**24万千瓦的15%仅3.6万千瓦差异，对应川投0.36万千瓦，忽略。装机中的2×12，代表该电站配备2台单机容量12万千瓦的机组，其他电站含义相同。

按照每千瓦装机1.3万的保守实业收购成本估算（方法及逻辑参看本系列文章第3篇，大渡河主要电站发改委定的上网电价都很高，这个估算成本确定是保守的），减去负债后，得出估值约550亿。川投10%股权价值约55亿，计入川投报表的数额约为16亿账面余额，隐藏价值约30亿。

或按照年发电400亿度保守估算（今年之后），年收入约105亿，成本比例参考雅砻江水电的13%估算为14亿；负债利率按照5%计算，710亿负债年利息支出约35亿；折旧按照30年考虑，890亿总资产中固定资产约860亿年产生折旧约29亿；所得税率15%；年净利润24亿，年产生自由现金流52亿，按照10倍自由现金流估值得出520亿的估值。

科目		数额（亿）
收入		105
成本	直接成本	14
	折旧摊销	29
	利息支出	35
税前利润		27
所得税（15%）		4
净利润		23
自由现金流		23+29=52
估值		520

备注：大渡河另有在建水电站猴子岩、枕头坝2级、沙坪、金川、双江口等，合计拟装机513.5万千瓦。

另外，大渡河在开发之初，由四川省政府承担了相关移民安置等费用，最初四川省电力公司持股49%。后在2002年，按照国家计委的强制要求，省电力公司将39%股份转给了国电集团。不知内里有什么纠葛，反正目前和国电集团遗留了10%的股权归属争议。现状是国电集团认可历史遗留问题，表示“尊重历史，兑现承诺”，10%股权将交付川投（如果实施，川投将持有国电大渡河20%股份），但究竟是以什么价格成交，双方还在扯皮。以历史成本或账面净资产，川投股东就能占到便宜，若以市场公允价值成交，就没什么油水。个人估计最终成交价既不会低至账面净资产，也不会达到市场公允价值，最可能在两者之间成交（拍脑袋说博弈结果可能是净资产值的1.5倍）。此处暂时忽略这个潜在利好。

4.其他渣渣。这里面包含项目较多。主要有：
①天彭水电站（100%）；
②嘉阳火电厂（100%）；
③成都交大光芒科技股份有限公司（50%）；
④长飞光纤光缆四川公司（49%）；
⑤川投电力有限公司（100%）等。

①天彭水电站，2015年发电1.2亿度，营收0.27亿，利润653万；
②嘉阳火电厂，2015年发电4.73亿度，营收1.4亿，净利润-0.12亿；
③交大光芒，搞铁路制动控制系统的科技公司，2015年营收2.1亿，净利润0.19亿；
④长飞光缆，2015年销售收入4.77亿，净利润0.11亿。
⑤川投电力，是上市公司2015年1月出资4.96亿，从大股东手上收购来的企业，这个4.96亿基本就是川投电力的净资产。包含资产除了天彭和嘉阳各5%股份（其他95%川投能源直接持有），还有一堆小水电站的股权如下：

公司	净资产	川投持股	投产装机（千瓦）
华能东西关水电	3.5 亿	8.38%	18 万
华能宝兴河电力	12 亿	12%	73.5 万（在建 20.5 万）
大渡河电力*	3.7 亿	7.32%	10.85 万
四川槽渔滩水电	4.3 亿	7.28%	7.5 万
四川明珠水电	1.2 亿	2.302%	**
四川雅安电力***	6.9 亿	2.135%	13.22 万

*大渡河电力，不是前文所说国电大渡河公司，是峨边县的一个发电及供电公司，除自己装机10.85万千瓦发电以外，还拥有自建电网，覆盖峨边县19个乡镇；

**明珠水利电力，位于四川省射洪县（上市公司沱牌舍得的所在地）。它的估值，可以作为其他小水电的参考。因为正巧上个月（2016年10月18日），公司大股东射洪县国有资产管理公司，在《四川日报》公开公告，现金出资回购该公司个人股。回购时间2016年11月1日至2016年12月31日，出价3.5元/股。大股东国资的现金回购价，大致可以视为该股权的公允价值。川投持有220万股，账面净资产220万，按此价格估算，价值770万，是账面净资产的3.5倍。

***雅安电力除装机发电以外，还拥有雅安市七县一区地方电网。

以上所有渣渣，合计净资产约八到十亿。数字不大、项目多，不算细账了，直接打包按照5亿估吧！

这样，得出文章开头的表格：川投保守估值548~793亿，当前390亿左右的市值，市场先生5~7折抛售。

公司	股权	净资产	年现金流	老唐估值	归属川投估值
雅砻江	48%	看本系列文 3~5		990~1500	475~720
田湾河	80%	13.5	2	20	16
大渡河	10%	180	52	520	52
其他渣渣	100%			5	5
合计					548~793

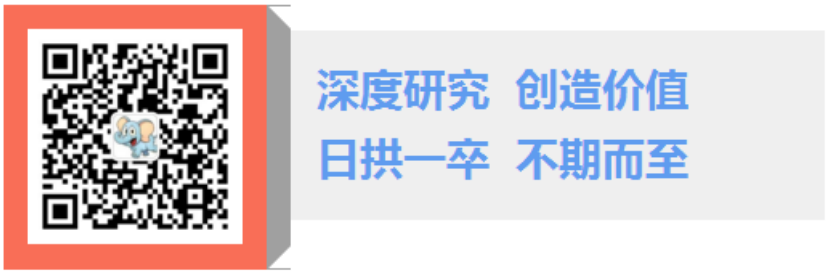
以上就是川投能源的资产及估值，下篇开始谈国投。

本系列第1~5篇，请点击左下角阅读原文。

说个题外话，周末翻了翻书房历史文章阅读数据，发现每篇文章的数据都大致稳定：总体而言，100名关注者里有30人会阅读文章，最后会有0.3~1人用真金白银鼓励老唐的分享。这29%无打赏的，老唐能理解，或是微信没有关联银行卡，或是没这个习惯，或者不觉得文章有什么价值。

但这70%完全不读的，是肿么回事？想破脑壳也想不出来，不读干嘛关注？关注了干嘛不读？难道微信也有僵尸粉一说？轻度偏执数据控求高人指点迷津……

值得高兴的是：后台显示的阅读次数基本每篇都超过阅读量的两倍以上，意味着这30%的阅读者，大部分都是每篇文章读过两次乃至多次。这多少让老唐对自己的分享产生了一些成就感。



阅读原文

小栎暮徘 2016-11-21 10:10:16

另外反馈一下，在众多的公众号推送中，我优先选择阅读唐书房，和我同样习惯的顶。

赞 67

贝蛋贝蛋丫妄 2016-11-21 10:06:16

从老唐的数据来看，关注人的阅读量和赞赏偏低，但我关注的公众号，阅读

量十倍于唐书房，赞赏只有寥寥几人，从这个角度看，无疑是更多的人认可了老唐。 赞 32



柴震再烂 2016-11-21 10:04:46

老唐，可以毫不夸张的说，你这几篇水电文章真正看懂了，完全就了解水电行业了，这辈子投资水电足够了，您说过，50年内电力需求都看不到顶点。加上您之前写的茅台，即将出版的银行书。茅台，两投，优秀银行，三个行业五家公司，这辈子足够了。活雷锋也不是你这种搞法。我打赏去了，不然我都不好意思了，不能光吸营养啊 赞 20

作者

/呲牙是的，真正吃透三五个行业，投资其实蛮轻松的/调皮 赞 6



沉默在我们茶 2016-11-21 08:15:18

老唐真是中翻中的高手，习惯了之后看其他人的文章都不懂了 赞 10

作者

???? 赞 2



帅到暴毙了1X5 2016-11-21 06:20:09

老唐拆解的数据非常详实，期待下篇拆解国投电力。国投目前是我第一大持仓，占比30% 赞 8



被推入过去含 2016-11-21 12:20:54

老唐，早！ 老唐展示的最宝贵的东西，不是具体给两投估值多少。而是一个个人投资者是如何来做投资决策的。这个展示过程实在太珍贵了。我每篇看三遍以上，然后对比自己收集的数据，信息，对比自己的观点。收获颇多。 除了阅读老唐写的东西，同时想感谢老唐的荐书。真是本本精彩。/微笑 赞 7



溜子召 2016-11-21 11:44:38

老唐厉害，国投起飞了 赞 1

作者

Emily喜不自胜，脸上发光并大声喊到：“哎呀，我实在是太厉害了!”/偷笑 赞 6



旺仔小西瓜汝 2016-11-21 08:03:04

每篇必读，别人刷微博，我刷书房/害羞 赞 5



绝望在哭泣窜 2016-11-21 12:33:12

老唐的文章，100%认真读完一遍，60%读两遍以上，50%打赏/微笑 赞 4

作者

你也是个数据控/呲牙/握手

赞 4



遍闭压 2016-11-21 09:06:30

老唐是基于什么选择带有火电的国投，而不选择几乎纯水电的川投呢？ 赞 4

作者

请等后面分解??

赞 4



幽娆泪冽 2016-11-21 08:26:57

关于电价 2010 年雅砻江去税上网电价0.203元/千瓦时 2011 年雅砻江去税上网电价0.203元/千瓦时 2012年雅砻江去税上网电价0.2303元/千瓦时 2013年雅砻江去税上网电价0.2506元/千瓦时 2014年雅砻江去税上网电价0.2603元/千瓦时 2015年雅砻江去税上网电价0.2549元/千瓦时 5年电价上涨25%，合每年复利上涨4.8%，我以前有一个小文，从三个方面推论未来长期看水电的上网电价能获得每年4%的复利增长看来靠谱

赞 4



文不值戏 2016-11-21 06:46:38

每篇看了4遍了……才摸着个大概。谢谢老唐给我们带来如此缜密的分析。

看不懂财报，找老唐，他可以翻译成人话。/呲牙/呲牙

赞 4



杰伦小吧1 2016-11-21 06:02:43

还想着要不要这么早啊 没想到阅读量已接近50，书房适合各时段读友/可爱

估计北美的也不少关注

赞 4

作者

本打算六点半左右发的，结果醒的早，就提前发了??

赞 1



灬至尊岩 2016-11-21 05:56:58

每篇都看，川投已持股一年半，国投半年，准备继续加仓，感谢老唐，感谢

雪球有你丨感谢微信有你/呲牙/呲牙

赞 4



格格不入岸 2016-11-21 15:03:34

老唐是党员？无私奉献，埋头苦干，兢兢业业，立场坚定，抓铁有痕，踏石

留印，豪无保留，专门利人，让无产阶级看到一丝曙光！/呲牙说实在的，你写文章比我看文章快！

赞 3

作者

/呲牙/大兵期望我能一直保持写的比你看的快！哦耶！

赞 1



小丹巡 2016-11-21 11:37:54

老唐大哥，区区8块，请笑纳/呲牙 赞 1

作者

谢谢/调皮 赞 3



安槿溪金牛 2016-11-21 10:52:33

大赞老唐，我们同龄人，你却有如此高的投资水平，我才入市三四年，但没亏过钱，骨子里保守只敢买便宜的银行，水电，格力等15倍市盈率以下的股票。因为做过上市药业公司高层，总有朋友问我对某个药股怎么看，我说太贵了，可错过了好多医药大牛股啊，我孰悉的几家回报是远超银行股的 赞 3

作者

投资历史证明，医药行业出牛股的概率是比较高的，但是研究的确相当难，涉及到的专业知识太多了，非常希望兄台也分享分享对医药行业的研究方法，或者对某些企业的竞争力、前景以及估值等方面做一些阐述，我非常感兴趣，也想啃啃/抱拳/握手 赞 3



不美小姐例 2016-11-21 07:38:10

我就是那70%诶，额，没读的原因是一看名字就觉得是需要花时间静下心来读的文章，所以暂时都没有点开噢。希望唐老师不要介意我这样的临时僵尸粉.../可怜 赞 3

作者

??临时僵尸粉，哈哈哈，新名词..... 赞 1



白颜夕仿 2016-11-21 06:58:00

赞赏原来是发红包，处女赏已发！ 赞 3



素尕韬河 2016-11-21 07:56:54

估计很多人是关注的公号太多了，没来得及阅读。请教一个问题，如何看待价投的估值修复？我大A投机为主，类似国投电力这种，老唐确信能够估值修复带来较高的年化收益？ 赞 2

作者

确信。逻辑看前面的《聊聊估值（续）》一文， 赞 1



左璨妮喜 2016-11-21 07:15:42

唐兄，套利时小小表示了一次，现在被套中，辜负了领导期望，令关于您的困惑我来解释，剩下的70人不是没读而是读了没有点击阅读的习惯，仅此而已/呲牙 赞 1

作者

不是。只要读过，都会自动显示为阅读的，不需要点击什么，而且一个人读n遍也只会显示一个阅读量。最近两个月文章阅读量基本稳定在三四千，而关注者稳定在一万左右，很奇怪，百思不得其解??

赞 2



最晚的晚安叠 2016-11-21 06:57:54

结合当前宏观经济形势、行业发展趋势以及可以预见的一些因素，雅砻江公司在“十三五”规划纲要中对流域四阶段开发战略目标进行了适当的调整，主要是将第三阶段中“建设包括两河口水电站在内的3 - 4个雅砻江中游主要梯级电站”的目标达成时间由2020年调整至2025年，也就是第三阶段战略目标预计达成时间延后5年。我想，这个安排是合适的，也得到了雅砻江公司董事会的批准。——引自川内某电力期刊

赞 2



happy惘秧 2016-11-21 06:46:00

我一般微信读一遍，sendtokindle读三遍

赞 2



你是死了吗空 2016-11-21 06:30:22

谢谢老唐，系列文章让我增强了持有两投的信心。/强

赞 2



我是荒信处女座 2016-11-21 21:31:19

可能微信出bug了，我之前关注唐书房了，一直没有收到推送，刚才取关又重新关注就好了。关注国投一段时间了，基本确定要买了，如果能早点看到唐大叔的文章估计会更早下决心买了。现在涨了一些也没关系，反正便宜，就慢慢建仓好了。

赞 1



勤勤555888 2016-11-21 17:34:51

支持一下老唐，不能让人觉得心寒，其实每篇文章我至少看三遍，每次看每次都有新的感悟，真的很感谢你，另外问一下双汇和洋河现在能入吗？我想买一点做打新用

赞 1



谁让咱心动重 2016-11-21 13:40:20

老唐的文章认真读必有受益，一直以来十分感谢老唐的分享，想想自己也没有打赏过，不多，一点心意。 另微信上的订阅文章我很多时候是转到电脑上阅读的，这一部分没有统计

赞 1



小姐遍 2016-11-21 13:28:58

范本。已打印准备反复看哈哈哈。建议老唐把这些案例分析文章汇编成书。

我一直觉得任何事要做成有三个必要条件，一是目标，二是地图，三是刻意练习。在夹头价值观（目标）确立的基础上，辅以老唐的手财及其他相关书籍，提供地图，再辅以相关的案例分析去刻意锻炼，是可以从新手到精通的。 已赞赏。就当提前买书看了。辛苦辛苦。

赞 1



失心男Mok 2016-11-21 12:15:52

文章都看过三遍以上，雪球的置顶文章都打印出来了，微信除了抢红包的零钱，银行卡不敢绑定，谢谢唐哥的分享，喜欢您这个爱分享的大哥/啤酒 赞 1



北极光橡 2016-11-21 11:44:50

谢谢老唐的无私分享，不知道可以用打赏感谢，你文章提了才知道，已打赏18.准备再去买一本《手财》。大家白看可不行哦！ 赞 1



隋彦吉8 2016-11-21 11:36:50

今天上午国投大涨，/流泪，才明白被套，低价买入的幸福感，虽说国投，川投，80%多的仓位，感觉还是不够不够滴！轻轻的问一句:还能跌回来么？？/流泪/流泪每月定投，价钱低点，零花钱才多点呀！ 赞 1



大爱卉用 2016-11-21 10:51:23

谢谢老唐分享，老唐的文章读一遍哪够，最起码也得读上三遍。/呲牙 赞 1



楠子楠子彩 2016-11-21 09:01:54

第一次就给老唐了，可是我微信里71%的资产啊。 赞 1

作者

前半句吓我一跳，以为要负责呢??谢谢????



vxr999练k0EsO 2016-11-21 08:58:04

通过手财中流量表法可以看出雅砻江财报的经营活动现金流量净额为正，投资性现金流量净额为负，筹资性现金流量净额为负，并且后两项合计绝对值大于第一项，是为不了持续的，容易转变成蛮牛。而唐兄为何认为其瑕不掩瑜 赞 1

作者

你排除分红因素重新看呢??



被溺爱的爱陪 2016-11-21 08:55:23

从企业价值和股权价值两条路来估值再互相比较印证，寻找更可靠的结果。

估值最难的还是对公司的理解，包括现金流、增长率、资本成本，现在稍能理解老唐只是固守几只股票的用意了，不逾越能力边界。读了老唐推荐的达莫达兰《估值》小书，问一下老唐他的大书还需要继续啃吗？

作者

估值类的书籍，作为投资者读这个足矣。剩下的时间多读读各类财报，我觉着收获会很大。 赞 1



冷情绪妹 2016-11-21 08:46:37

打赏是对老唐辛勤付出的肯定与赞赏，千里送鹅毛，望老唐不嫌弃。自从入了唐门，整个思路都改变了，虽然还是负收益，但不同于以往，这次很淡定，因为随着不断深入的了解，我认为老唐是对的。老唐授人以渔的大爱，让人敬仰。再次感谢！ 赞 1

作者

客气????



曾轶可家取 2016-11-21 08:37:15

每个都看了几遍 还是需要多看几遍来消化消化 有个问题，估值里为什么可以用十倍现金流估值？ 什么样的企业可以用这种方法来估值呢？ 赞 1

作者

看第4篇。



暖微凉巫 2016-11-21 08:20:35

老唐，我帮你解释一下阅读量的问题: 关注了，没阅读的，基本是没有购买水电股，但还是比较关注老唐的人;阅读了一遍，但没发言没打赏的，基本是没有购买水电股或拥有少量水电股的人;既打赏又读了很多遍的人，基本是重仓水电股甚至国投的人，完毕。 赞 1

作者

不仅仅是水电文章啊！是所有文章都这样??所以才百思不得其解.....



让心跳停了极 2016-11-21 08:07:16

谢谢老唐！ 赞 1



鱼蛋晚 2016-11-21 07:20:47

老唐，您好，能不能分析一下雅砻江下游水电站上网电价，我看了国投电力的报表，发现今年平均上网电价一直在降？ 赞 1

作者

前面谈过了啊？??



空色南猫晋 2016-11-21 07:18:21

感谢老唐分享，辛苦了，没有关联银行卡，抱歉！ 赞 1



空色南猫晋 2016-11-21 06:52:37

国投，川投一起撸！ 赞 1



AA寂离 2016-11-21 06:31:44

老唐，能不能就电价和利率这两个变量，谈谈看法。我印象中居民用电已经十几年未涨了。四十年前，居民用电一毛六，现在四毛九，还有比这个涨的少的东西吗？ 赞 1



痴痴狂狂量 2016-11-21 06:22:53

现在已现通货膨胀苗头，如央行加息是否会对这种高负债企业产生影响，电价提价可能性较小，是否会挤压企业赢利。 赞 1



苏岛菜 2016-11-21 06:11:20

老唐早！感谢分享/呲牙

作者

早，你们慢慢看，我去睡回笼觉?? 赞 1



如曼Mildred 2016-11-21 06:08:13

果断打赏一块，这是处女赏，老唐收好。/呲牙/抱拳

作者

收到处女.....赏?? 赞 1



RE昨日house 2016-11-21 05:48:16

唐神，早上好！/呲牙 赞 1

作者

你可真早啊??



小怖時 2016-11-23 21:26:13

刚开微信支付，打赏5块，虽然不抵从老唐处获得的万分之一，聊表谢意。/抱拳



铁血1384大本营 2016-11-23 21:18:19

老唐再出精品。我一直对微信支付和支付宝之类的不感冒，但考虑到老做伸手党，是不是考虑开个支付，好打赏，不然太对不住老唐。/疑问



小曹DQQ 2016-11-22 10:10:24

最近在整理雅砻江数据，请教老唐，雅砻江各水电站历年各季度的电量数据在哪里可以查到谢谢！

作者

国投每季度经营数据公告。



JJ哦哦聊几句06 2016-11-22 08:57:01

好像是罗素说的：很多人宁可蠢死也不愿意学习，最后他们真的蠢死了。可能老唐困惑的，是人类不可改变的倾向。要抓眼球，估计就得危言耸听、且行文得满足一目十行/呲牙。可那还是唐书房吗？



铅笔描绘你讽 2016-11-22 08:30:37

抽丝剥茧，笨功夫、真功夫！唐兄喝辛苦了，区区8元，以表谢意！



汐小逝代 2016-11-22 03:46:16

从本系列1-6依次 阅读量 5445，4168，3854，3168，3043，2622。点： 349，265，349，260， 279，403。 赞赏： 76，48，135， 99， 84，247。 看来更多的读者喜欢结果而非过程 知道答案后今天马上拉 国投的表现看你了老唐 多估千亿先 日后再修正/阴险



乂小时光四 2016-11-21 22:12:53

读完手财再看书房，听着老唐细数“家产”，也是一大享受



臣恃寵而驕片 2016-11-21 20:36:45

自从看老唐的手把手财报后就一直是老唐的粉丝，这篇描述对两投估值的文章看一遍没法吃透，得多看几遍



要乖不闹淳 2016-11-21 19:06:47

赞赏不能用信用卡支付，今天特意绑了一张借记卡，不赞赏我觉得不好意思。谢谢老唐。



钰昏 2016-11-21 18:38:38

对5的补充圆满好多 把疑点都填充了 赞yi个



梦饮千樽月鞋 2016-11-21 17:35:55

其实吧，阅读次数基本每篇都超过阅读量的两倍以上，这个现象的真正原因可能是，老唐的文章比较长，往往是还没看懂就得退出去先忙别的，然后空了再回来接着看/嘘
不过，这也说明老唐的文章很有吸引力，人都离开了还要要回来接着读/坏笑



小小小青年虎 2016-11-21 17:20:06

这次赞赏666（单位是分啊/调皮），只是觉得每次都打赏太麻烦了/尴尬



我爱我自己奶 2016-11-21 17:19:27

赶快把这几篇文章都点了赞，又在手机上“赞赏”了，心里顿时轻松愉快，谢谢老唐！/呲牙/呲牙/呲牙



我後悔叻确 2016-11-21 17:12:46

每篇文章都认真看了，习惯性忘记点赞，根本不知道有打赏，也不会打赏。

我都是在电脑上阅读。 请老唐补充点打赏数据，大家打赏的分布区间，拟对平均值增加20%的估值表示对老唐的感谢/呲牙/呲牙/呲牙



铁血1384大本营 2016-11-21 16:59:30

谢谢唐叔的无私分享，向您学习不断激励自个儿，祝您身体健康！



陌人不故治 2016-11-21 16:23:22

老唐的文章必读，期待下篇两投对比分析。因为之前看过雪球上老唐对两投的分析，上周在两者市值差距50亿时做了一次川投到国投的搬砖，今天已经看到效果了，目前差不多是46开，国投多一点了



流年熙熙清 2016-11-21 16:18:11

喜欢老唐的分析文章，拨云见日，条理清晰，把这两个企业剖开了给大家看，非常受益。小小赞赏，聊表心意



四叶草浅殇而 2016-11-21 14:47:07

我个人的情况，近期才走到巴神堂的路上，思想和心态都能坚定进入到做股东的状态，但是对企业的分析这块还是比较空白，刚好粉了老唐，刚好也有企业分析的文章，我放在别的地方慢慢解读了，一遍两遍是不能解决问题的，方法是需要慢慢领悟。学到才是真工夫！谢谢老唐！勿急/呲牙



爱静儿否 2016-11-21 14:11:30

老唐，《中国电力与能源》到货，发现好多数据都过时了/呲牙

> 作者
>
> 是的，毕竟是2012年的书/握手



控心者筒 2016-11-21 13:41:48

不用百思吧！关注了网际传媒、远方的家，（大忽悠）洪榕、RIH投读会、（号称高人云集的）高毅资产管理、能力圈，微酒、北京国酒茅台文化研究会、茅台时空，（还有）爱燃烧（呢）等公众号。有的公众号会持续的跟踪一段时间，下意识觉得就那么一回事，多

数文章也许连题目也不会看了（洪总现在做成视频了，也不看，从方便接受的角度，视频＞可听的声音＞文字），但也没取关啦，也许偶尔也会读其中的一二篇，偏重价值分析的，对宏观及趋势有时会觉得就是笑话，作趋势的也许就想从您这得一代码（您看好的茅台前一段涨得好呀）。要是针对每一篇文章，一万关注，三四千阅读，已经很高了吧，从时间维度，一个月只有三四千人阅读过（哪怕是其中一篇），那没概念是多还是少，大数人还是挺忙的（各种忙），在这喧嚣的年代，其实（爱好）阅读、（并静下心来）思考，专注的人不多吧，个人就沧海一粟，没那么重要的！



嘶幽池 2016-11-21 13:34:33

可惜了老唐的雄文，今早卖飞了15000股国投呢。



暖劫么 2016-11-21 13:14:39

那百分之七十都在等着老唐聊美剧、跑步、喝酒、啃猪蹄什么的。最近老唐总是一本正经的聊公司，感觉老唐都不完整喽/调皮

> 作者
> /呲牙/强



天蝎要站死 2016-11-21 13:08:25

不读三遍以上怎能将老唐的干货消化吸收转化成自己的营养！



虫子析 2016-11-21 12:29:31

还没来得及好好学习，股价就涨疯了/流泪 求暴跌给上车机会/抓狂



尼玛太现实采 2016-11-21 12:01:46

忘了大赏，马上补上。下午含泪再加10手。



啊啊ABC控制day 2016-11-21 11:37:22

我也把第一次给老唐，老唐受累了。

> 作者
> /害羞又是第一次/呲牙



TING尒 2016-11-21 11:13:39

不难理解啦，先关注、即使很忙懒得读，未来随时可以点开来看嘛 换个说法，吃不吃再说，先拿过来丢家里/坏笑 再说了，老唐这么广大的胸怀，这么博爱，也许别人只爱那么一点嘛，看到不是那点的事就不看，也很正常撒/呲牙



扇大脸的男人6 2016-11-21 11:00:21

请问，文章能推送到kindle吗？如果能，怎么推送？请指教。谢谢

作者

肯定能，但我不会。记得网上好像见过攻略，你可以问问度娘/可爱



小空白课 2016-11-21 10:36:34

老唐，难道真有渣渣研究员把你的分析卖给了老板？

作者

？？



我是荒信处女座 2016-11-21 10:36:11

感谢唐兄，喜欢你的文字！



妖尧美饥 2016-11-21 09:46:32

这70%完全不读的，可能是收集控，或者一看密密麻麻的字就晕了。

作者

有道理??



黑色内裤淌 2016-11-21 09:35:14

拜读了。我有点国投，最让人不安的是哪个扯蛋的定增，请问还有可能重启吗，或可能性有多大？

作者

应该不大可能了??



操尼嗎汇 2016-11-21 09:25:37

人生的第一次献给了老唐，感谢无私分享！文章都看了，还收藏了手财/奋斗，今年一直持有国投，唉，夹头路上的风景太差了/咒骂，不过看老唐的文章总是让我对国投充满信心，做个耐心等待的农夫～/咖啡

作者

????



张小套轮舞向 2016-11-21 09:02:11

先打赏，晚上再看



先森好雄 2016-11-21 08:57:09

原因是选择性阅读。大部分人没有把关注的公众号每篇文章都读了。



迷魂少男博 2016-11-21 08:54:21

水电和银行都受政策的影响偏大。还是看重消费升级的公司。

作者

也不错啊！哪类行业只要有深入的研究，都会有肉肉吃的??



际抗饭团 2016-11-21 08:51:36

问个小白问题，如果大股东控股，不可能收购，现金分红也吝啬，低估的估值能回归么？望老唐解答

作者

能。只要企业经营好，没有退市之忧，估值恢复在我大A不会是什么问题??



郭村一枝花1 2016-11-21 08:47:30

慢慢看，慢慢吸收，日拱一卒/微笑



柒陌雪览 2016-11-21 08:42:45

再举个例子来解释阅读量的问题吧，就好比女人买衣服，70%只是买回来，从来不用，只有30%才会用。他们只是享受购买的过程。 也有可能是你每次发文章所属的选题，只有30%是此方面的爱好者，这30%不是固定的人群，是流动的，但是这个比例是个相类似于黄金分割的比例。

作者

好吧??先按照你这个理解，多谢解惑，虽然还有点小惑????



苏凉扣 2016-11-21 08:32:02

老唐，民生H占了我港股帐户的绝大部分，当时主要是AH溢价相差太大而弃A投H，虽然开始的时候也和老唐说的一样，一入香港深似海，老唐从此回不来/流泪，但随着时间的迁移目前AH套利已经有不错的利润，老唐有没有想过何时回归我大A呢？或者说两者溢价收窄到什么程度才回归？

作者

暂时考虑持平左右回来，当获取打新概率收益了。打折区域里回来，逻辑上说服不了自己??



陌人不故治 2016-11-21 08:29:48

小小8块，请唐sir笑纳

作者
谢谢??


伊辰乐韵 2016-11-21 08:27:02
周末在朋友圈推广下，但当前接受价值投资的少，会有多少人关注老唐就不知道啦/微笑


丁叮逗军 2016-11-21 08:25:56
先是“庖丁解牛”般的分析，再是“抽丝剥茧”般的揭开谜底，由浅入深，引人入胜。不打赏不足以表达钦佩之心和感谢之意（本人重仓持有国投电力）。


乱乱乱乱失 2016-11-21 08:21:12
水电的故事，不论多么精彩，可惜从开始就让老唐猜中了结局，好比美剧，吃瓜的群众准备搬来小板凳认真投入的观看，突然老唐站出来，如雅龙江水涛涛不绝把故事的结局提前剧透。/嘘/嘘/嘘/嘘


念劫圆融歹 2016-11-21 08:16:39
微博上有时候也因为某条内容而关注一堆人，但基本不看他的内容，也不关心他的动态，但是，也懒得取关……大概就是这样

作者
??


夜冀北逆天颂 2016-11-21 07:59:49
打赏一下


可伶可俐橡 2016-11-21 07:52:48
@大熊把中游、下游分拆后再把下游与川云作对比的方法简单易懂，前几日雪球上山神与某网友就从川云换算雅砻江的估值争论，其实那位就是对中游及由于中游建设而背负的负债没正确理解认识导致的。


冷言颜先生顽 2016-11-21 07:37:26
我也来一个处女赏。

作者
????


奈小乖判 2016-11-21 07:19:50

谢谢老唐，辛苦了。



花下立清香季 2016-11-21 07:13:19

老唐的文章，每篇必读，但是有些关注的公众号，尤其是那些媒体的官方公众号，很多时候更新的东西看一眼标题就不想看了



go浅唱ai半夏 2016-11-21 07:03:01

必须打赏，等我充点钱去/呲牙



黑夜黎明210655 2016-11-21 05:59:14

俺有国投，，结果唐老师先说川投，急，/撇嘴/撇嘴

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起7

原创 唐朝 唐书房 2016-11-23

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

国投的资产可以分为水电、新能源和火电三大板块，本篇先谈水电部分。

国投的水电，通过全资子公司"国投电力有限公司"持有的三家孙公司股权组成：雅砻江水电52%股权，云南大朝山水电50%股权，甘肃小三峡水电60.45%。这三家公司均属于控股，全部资产负债和营业收入均并入上市公司合并报表。

这三块水电的估值，仍然可以用老唐风格的表格，简单粗暴示意如下（单位：亿元）

公司	股权	净资产	现金流	老唐估值	归属国投估值
雅砻江	52%	参看本系列 3~5 篇		990~1500	515~780
大朝山	50%	28	7	70	35
小三峡	60.45%	12	2.5	25	15
合计					565~830

1.雅砻江，资产明细及估值过程略过，没看的可以翻回去看本系列3~5，那三篇里分别给出三种不同估值过程。这里保守取三种估值法中各自的下限值，将雅砻江取值为990亿~1500亿之间，归属国投估值515~780亿。

2.大朝山，全称"国投云南大朝山水电有限公司"成立于1994年11月，注册资本金17.7亿元人民币，由国投电力50%、云南红塔集团30%、云南省能源投资集团10%和云南华能澜沧江水电10%四家股东拥有。

大朝山水电站位于云南省云县和景东彝族自治县交界的澜沧江上，距昆明530公里，总投资88.7亿，总装机容量为135万千瓦(6×22.5万千瓦)，年平均发电59.31亿度。2001年首台机组投产，2003年全部机组投产。目前享受所得税税率15%、增值税超过12%的部分即征即退优惠。

最近三年主要数据如下（单位：亿度/亿元）

大朝山	2014	2015 上半年	2015	2016 上半年
发电量	64.98	29.79	55.76	25.3
售电量	64.75	29.69	55.51	25.13
含税电价	0.207	0.229	0.206	0.24
实际收入	12.49	6.33	10.65	5.41

净利润	5.77	3.51	5.22	3.62
净资产	24.7	26.8	24.4	27.4
分红	4.95	1.47	5.55	0.62
总资产	29.6	28.4	28.1	28.6
总负债	4.9	1.7	3.7 亿	1.2
净利润率	46%	55%	49%	67%

*实际收入包含报表营业收入和政府增值税退税。2014和2015按照增值税超过8%的部分即征即退，2016年超过12%的部分即征即退。即：2014和2015实际收入=含税电价/1.17×售电量×1.09，2016年实际收入=含税电价/1.17×售电量×1.05；

大朝山水电站是“水电站越老、盈利能力越强”的典范。期初负债60亿左右，按照5%利率考虑，每年需支出利息约3亿。依赖过去15年不断运用计提折旧和部分净利润还账，目前负债仅余1亿出头；期初总资产88亿左右，通过不断地计提折旧，目前仅剩余账面固定资产约25亿出头。然而，大朝山创造营收和净利润的能力丝毫没有降低。

再有十年出头，大朝山可能就变成一个近于0资产、0负债、0净资产的公司，每年产生十几亿现金收入（看pb投资的瞬间懵掉了）。除了极少量的运行维护费用、国家按照发电量征收的水资源费、库区基金，以及增值税和所得税后，剩下的统统是股东的现金利润，净利润率超过茅台是板上钉钉的事儿（ROE近于无穷大）。按照现有趋势看，四大股东是铁了心的将利润分光，大家拿着钱各回各家找各妈。

按照当前年净利润5亿多，年自由现金流（净利润+折旧）7亿左右保守考虑，大朝山水电的估值不应低于70亿，归属国投估值不低于35亿。顺带说，澜沧江上除了大朝山以外的其他22个电站，都归华能开发。大朝山上游18个电站的建设，产生的水库丰枯调节，未来还将给大朝山送上枯期无成本高价电收入，这属于白送。

例如，在小湾电站的投资规划里，华能澜沧江公司就愤愤不平地表述如下：“小湾电站还使澜沧江流域和云南省水电站群的整体调节性能发生根本改变，使下游漫湾、大朝山和景洪3个梯级电站的保证出力增加了 110 万千瓦，发电量增加了25.75 亿千瓦时，且全部是枯期电量，并将 15.65 亿千瓦时的汛期电量转化为枯期电量，其发电效益相当于新建一座百万千瓦级水电站。”——收下，谢了。我们雅砻江也帮长江电力出过这种憨力气。

3.小三峡。全称“国投甘肃小三峡发电有限公司”，国投电力持股60.45%，甘肃电投陇能股份公司持股32.57%，甘肃明珠投资公司持股6.98%。公司下辖黄河中上游三个水电站：大峡水电站、小峡水电站和乌金峡水电站，合计装机67万千瓦。公司所得税率为15%，因装机小于百万千瓦，不享受增值税退税政策。

大峡水电站装机30万千瓦（4×7.5），1998年投产，年平均发电14.65亿度；小峡水电站装机23万千瓦（4×5.75），2005年投产，年平均发电9.56亿度；乌金峡水电站装机14万千瓦（4×3.5），2009年投产，年平均发电6.83亿度。

小三峡最近三年主要经营数据（单位：亿度/亿元）

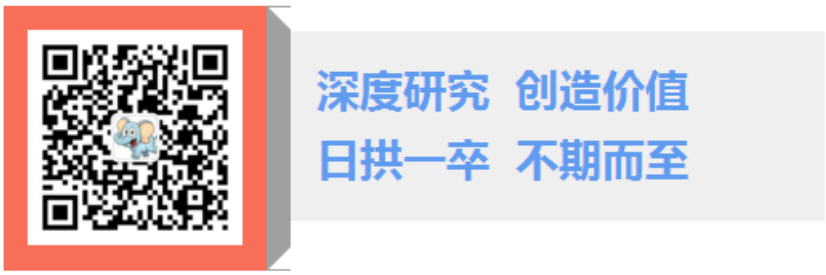
小三峡	2014	2015 上	2015	2016 上
发电量	35.76	14.95	31.69	13.17
售电量	35.31	14.76	31.3	13
电价	0.251	0.275	0.26	0.281
营收	7.63	3.44	7.1	3.2
净利润	2.21	0.89	2	0.92
分红	1.82	0	1.96	1
总资产	27.7	27.7	27.1	26.8
总负债	15.6	14.7	14.9	14.7
净资产	12.1	13	12.2	12.1
净利率	29%	26%	28%	29%

小三峡的特点和大朝山很类似，不再赘述。按照年自由现金流2.5亿毛估，给予自由现金流10倍的估值，归属国投的价值为15亿。

综合以上三部分，得出文章开头的表格：国投电力的水电部分价值565~830亿，目前市值451亿，相对于水电部分价值的55折~8折。

公司	股权	净资产	现金流	老唐估值	归属国投估值
雅砻江	52%	参看本系列 3~5 篇		990~1500	515~780
大朝山	50%	28	7	70	35
小三峡	60.45%	12	2.5	25	15
合计					565~830

但别忘了，国投还有新能源和火电呢！新能源和火电又值几文银子呢？下篇接着聊。



另外预告：今晚12点还有篇《上海分级套利速成》推送。文已写好，但需要补充今日开盘实际卖出数据，所以无法和本文同时推送，只好等12点加推了。

阅读原文



中秋雨下 2016-11-23 06:08:53

先赞赏再读！终于抢到第一个赞赏了。钱少，但是代表一片感谢之心！

赞 22



乐观的滥调 2016-11-23 08:27:10

老唐分析简单粗暴，我喜欢。唯有一点困惑，这么明显低估，市场中人都傻吗？一定有别人顾虑的，或者一些不确定因素和劣势。能够尽量多的找出负面因素，这也是价投寻找安全边际时必须做到的吧？我的粗浅思考，望指正

赞 12



黄金龙脉 2016-11-23 06:06:33

老唐：辛苦了，你做了一件有益众多小散的善事。谢谢

赞 10



那月仲夏增 2016-11-23 09:15:17

必须要点赞，从老唐的手财开始接触，一直来到唐书房，老唐的分享精神值得敬佩，有芒格风范，这是一片价投的净土，感谢老唐！！

赞 8



到了heaven 2016-11-23 06:37:15

一直看，没打赏。再少的钱也是一点心意，是对老唐的感谢，谢谢老唐分享！

赞 8



阳光的govl331 2016-11-23 08:49:16

老唐果然保守，大朝山净利润5.3亿，净资产28亿，分红5.5亿，我们假设它是个上市公司，总股本1亿股。那么每股收益就是5.3元，净资产是28元，分红五元以上。那么给个估值吧！对于净资产收益率，接近19%来说。老唐给的十倍估值是明显偏低了，在我看来，哪怕是十五倍，也是很低的。如此折算下来，对标川投，整个火电都是你负值在市场上叫卖的，这显然是错误的。

赞 7



半度冷暖变 2016-11-23 07:40:01

公司内在价值是实实在在的。股价一时受点委屈，在低位，对于火眼晶晶的投资者来说，是机会。就像3年前的中国建筑，没人爱。现在涨了三倍了，挣着抢。 市场真的对？猜不透市场先生，不如来跟老唐学习公司估值。

赞 6



海绵叶爱我谨 2016-11-23 08:33:30

我觉得好像忽略了这些电站的负债啊！我家是搞小水电的，一般一个kw是值1万左右，这个是卖价，自己建的装机越大越便宜即雅砻江1450万千瓦即估值1450亿，然后1450亿减去负债就是合理估值吧。不知道我这种一级市场交易的算法对不，老唐

赞 5

> 作者
> 看前面3-5篇??

赞 2



小爱锋 2016-11-23 06:29:32

估值太保守了，2003年投资总额就89亿。现在物价水平至少翻倍，按重置成本来看，大朝山至少估值150亿，小三峡也是。这两相加归属国投的权益就超100亿，国投雅砻江的诱惑！

赞 4



逛吧伪 2016-11-23 06:06:20

沙发

赞 4



伟伟z345 2016-11-23 08:05:37

谢谢老唐，打赏不多。关注快三年了吧，希望手银尽快面世，谢谢！/微笑

赞 3



等我卡尼警 2016-11-23 07:57:06

每天第一件事是看唐书房的文章！ 赞 3



po晓_0 2016-11-23 11:57:26

学生党没啥钱，看了老唐7篇对国投的分析，也忍不住打赏1块钱以示对老唐的敬意 赞 2



幻听幻觉币 2016-11-23 09:27:09

老唐提供一种特别适合散户投资者估值的思路:大卸八块，毛估估。/握手 赞 2

作者

总结的好/强 赞 2



辉攻商 2016-11-23 09:11:43

感谢老唐的劳动和分享，第一次网上打赏给了老唐。有老唐的奉献，就多一份对国投坚守的信心。 赞 2



九呎狮子 2016-11-23 08:42:22

请教一下老唐，有一点没看明白，大朝山水电总负债，2015年上半年有1.7亿，下半年却变成3.7亿，怎么回事？

作者

年底一般有“应付税费”负债项增加，公司应当缴纳尚未清算的所得税。 赞 2



陪你流泪噩 2016-11-23 08:14:54

第一次赞赏，已买《手财》，读完受益匪浅。静待《手银》。另从个人角度尝试回答一下70%关注却未阅读的问题，关注者大部分对老唐有一定的了解，但并不是所有人对老唐了解程度都很高。估计另30%属于对老唐分析风格非常熟悉，容易领会学习推文内容并高度喜爱，故推文必读。70%未读者则是对老唐风格尚未熟识者，这些人对老唐或是初识或是经人推荐关注，或是对推文尚未找到恰当的切入点，未认识到其内容的极大价值。相信一旦读者获得对文中的部分内容的契合点，他肯定会追溯系列文的。我即是此类。另外，最最重要的原因是股票未大涨/呲牙/呲牙/呲牙/呲牙 赞 2



乃丫头陈 2016-11-23 08:02:16

情不自禁的打赏 赞 2



宅伸鸭 2016-11-23 07:21:55

第一次赞赏，钱不多，感谢老唐这么久的分享，受益匪浅/调皮/调皮/调皮

赞 2



为彼此难过归 2016-11-23 06:58:20

老唐辛苦了，谢谢。 赞 2



淡抹年华帜 2016-11-23 06:09:59

哈哈，唐神早~沙发又是我的！ 赞 2



纯粹纯粹等 2016-11-24 07:02:01

想预先打听下唐弟对火电的看法，其实国投的火电应该是有赚有亏的，抛开重置与转让的角度，回到利润上，国投火电真的不会亏损吗 赞 1



卧澜听风雨home 2016-11-23 19:17:35

看完问老唐，如果国投估值600亿，我就以600亿买，长期收益是多少？/色

作者

你能赚到估值过程中使用的折现率，加上市场兴奋了给出的高于估值的部分。 赞 1



要乖不闹淳 2016-11-23 18:56:46

我很多同学在中国电建成勘院，考虑水电开发的复杂性和长期性，重要性，以及对流域生态破坏，国家应该是慢悠悠的开发吧。我们铁路设计年限是100年，大坝都是1000年以上 赞 1



罩几十妈 2016-11-23 14:24:21

再有十年出头，大朝山可能就变成一个近于0资产、0负债、0净资产的公司，每年产生十几亿现金收入（看pb投资的瞬间懵掉了）。 豁然开朗啊/呲牙 赞 1



妤仔0v0 2016-11-23 13:16:44

大卸八块，剁碎揉馅，再分门别类，老少皆能消化的干货！！/玫瑰 赞 1



侻籽监 2016-11-23 11:00:15

嗯嗯。那么再请教唐兄：同为水电企业，不应该增加负债，加大杠杆吗？17亿作为实收资本入账，这六十多亿在子公司里以资本公积入账还是？ 赞 1

作者

大朝山无处用钱，把钱作为资本分给几个股东，他们拿到自己的想项目上去加杠杆。和资本公积无关：总资产89，负债62，实收资本17。



go滴血的白菜头 2016-11-23 10:37:32

为什么大朝山和小三峡资产负债率相比国投那么低。是因为他们都不用投资于在建工程的原因？固定资产都是母公司注入？这么理解对吗

赞 1

作者

负债率低，是因为它们拿历年利润还了债。固定资产不是母公司注入，是最初股东投入17多亿资金，然后借了60多亿债，建设的水电站。经过会计上的折旧，目前账面上的资产数字就剩下这么点儿。

赞 1



巨蟹正Qv5明2 2016-11-23 10:25:44

最不放心和看不清的是国投的火电和新能源，所以选了川投。期待下篇/玫瑰

赞 1



浪的梦境乖 2016-11-23 08:43:13

估计老唐这会在睡回笼觉呢，感谢老唐分享/强/强

赞 1



傻孩子韓凌杆 2016-11-23 07:56:54

自己看不清楚，决定跟看的清楚的老唐走。

赞 1



米饭炒鸡蛋吮 2016-11-23 07:48:43

这个净利润率让人咂舌！！老唐让我顿悟了！感谢！/抱拳/抱拳

赞 1



day两个仙女qwq 2016-11-23 07:46:42

钱少，打赏一下表示敬意。

赞 1



几分情薄传奇 2016-11-23 07:46:38

对老唐这种无私奉献表示赞赏，想问下老唐关于国投的这些资料你都是通过什么方式了解到的呢？了解的这么全面，到位。当然跟您这些年的功底肯定有不少关系。

作者

基本都来自财报和公告??

赞 1



罪奴枣 2016-11-23 07:33:51

这篇太简单了，完全是6稍微改动一下，应该同时把新能源和火电部分发上来嘛/呲牙

赞 1



疯女人放荡郁 2016-11-23 06:16:46

看国投主要是火电和跨国风电投资的盈利有多少/微笑是不是市场给的负资产。

赞 1



骚出妖娆味雀 2016-11-23 06:11:49

老唐早安 赞 1



ok一只傻梦想呀 2016-11-23 06:10:25

老唐好早啊！国投的主要分歧在火电，机会也在火电。 赞 1



棉花糖的叨 2017-04-03 23:23:48

再有十年出头，大朝山可能就变成一个近于0资产、0负债、0净资产的公司，每年产生十几亿现金收入（看pb投资的瞬间懵掉了）。 愣了三秒在想，这是神马情况啊这是



堇色安年湾 2016-11-25 15:39:05

又看了一遍，还是觉得对大朝山和小三峡的估值按10倍现金流折现太过低估了，算是最低估值吧。2）是否可以参考对雅砻江水电的分析方法按重置成本算一下呢？如取最1.25万/KW的重建成本，或者取最最最低的2.48万/度的投资成本，大朝山135万千瓦装机和59亿度电，去掉负债后归属国投电力的约82亿元，远远大于35亿元。3）大朝山按照合理的15倍的自由现金流折现后归属国投的约53亿。综上大朝山估值区间35-82亿，同理小三峡估值区间15亿-38亿，两者合计估值区间50-120亿。



锅害诗 2016-11-25 08:54:58

老唐的8三篇，PC端还打不开，暂用7请教一下。电力属于垄断性质的，电价受国家管制，发电行业在整个电力的利益链条中，会不会象炼油在石油行业中，成为行业赚补贴的对象？业务的关系接触过一些电建公司的人，感觉管理相当的松散。 发电的是养猪的，电网公司是贩猪的，供电所是卖肉的(我接触的是自称修猪圈的/呲牙建安公司)，你拍的那个应该是理县边上的照片吧，那个是散件用畜力拉上去的，坡实在陡就用卷扬机拉的，这个其实不算恶劣，大小凉山无人区更恼火，还得在那种地方建变电站。线路前几年是用飞艇拉的，这两年用无人机的多了，特别大渡河上的。经常线路和铁塔，不是一个公司承建。象四川省电力公司下面就有两个建安公司，大多数情况下会玩平衡。

作者

还有飞艇拉？??这个真长见识开眼界??谢谢



沉默在我们茶 2016-11-24 19:46:19

这一篇从财务的角度阐述的通俗易懂，看来水电站的折旧和摊销真的是大股东隐藏资产的好套路



术灬心摔 2016-11-24 19:24:54

老唐/抓狂 今年3月29日上午，国投电力总经理黄昭沪一行到丰城百万机组项目现场调研。其曾对项目部在图纸严重滞后情况下，不等不靠的做法给予点赞。 据中国火力发电网2016年3月31日报道，黄昭沪一行于3月29日来到丰城电厂项目现场，仔细查看了现场雨水管线施工、7号锅炉基础垫层施工及A排标准化设施状况和汽机房、除氧煤仓间等土方开挖后，对承担A标段施工的安徽电建一公司所做出的努力表示了感谢和肯定，对锅炉基础垫层施工工艺和边坡围护排水设施等高标准投用提出表扬，对现场项目 部在图纸严重滞后的情况下，发挥施工能级优势不等不靠、积极开挖的做法表示充分肯定并要求推广。



shine叶湘伦i 2016-11-24 17:20:00

我对国投电力最担忧的点是尚在建设的火电北疆电厂二期，钦州二期，湄洲湾二期。。希望老唐能分析...

> 作者
> 明天早上推送/呲牙



shine叶湘伦i 2016-11-24 14:36:40

坐等终结篇/微笑

> 作者
> 明天早上推。有点长，六千字出头，明天早上分成三篇一次推出，供大家周末慢慢看/呲牙



温存疯丫头败 2016-11-24 14:10:26

股价不涨的原因可能也有市场担心其巨额负债的利息支出面临利率变动的不确定性。毕竟其900多亿的贷款不是三五年能还清的。



洺咫伏 2016-11-24 14:08:04

雅砻江公司应该利用现在低利率的市场环境多发债券融资归还贷款，这样其收益将更丰厚。



言西叔琳 2016-11-24 10:44:27

老唐的国投估值区间565-830，其中按现金流的合理估值是830亿，按重建成本的保守估值700亿，极端低估估值565亿，目前股值466亿，分别为以上估值的8.2折，6.6折，5.6折。其他的火电资产及雅砻江中游建成的对下游的利好等利好白送，算是安全边际吧。下一步就看市场估值的这个钟摆修复估值的过程中如何摆动了，越过低端，穿过保守，到达合理....即使不期望高估时的额外"疯狂"估值，到达合理估值时也有75%以上的涨幅，时间暂定三年内，年化收益率20%，想想都没法入睡，那不得乐醒了！！/色/呲牙

小块浮冰助 2016-11-24 10:00:48

老唐，大朝山水电和小三峡水电的资料哪里找的？？

作者

财报上有

曾轶可家取 2016-11-24 08:09:40

一直关注老唐，第一次使用网络打赏，感谢你的分享.

伊辰乐韵 2016-11-23 23:39:40

跟着老唐有肉吃/呲牙

热情的蔡的欢 2016-11-23 22:23:47

郑重承诺赚到钱立马打赏，如现价8折那我买的是全价，挣钱靠运气了

啊纯小姐吱 2016-11-23 21:59:19

昨晚刚从雪球上找到唐书房，一口气把你的从雅垄江三季报1-6看完，今天

又看了7，收获很多，您的分析简单粗暴，通俗明了，坚定了我持股的决心！谢谢您的分享！

天蝎盛安福 2016-11-23 21:28:33

看得胆战心惊的，生怕有人来抢股票哈。结果全天反而跌了些，看来我的担

心是多余的。好东西，得拿牢了。多谢老唐分享！/玫瑰/玫瑰/玫瑰

海绵叭爱我谨 2016-11-23 19:24:26

多谢多谢，赏心悦目心！一直不知道赞赏怎么用，现在会了。

1461天48月4年4 2016-11-23 15:37:53

用此法赚了钱，到帐后立刻给革命的导师老唐发红包。

绘绘绘纸人宫 2016-11-23 15:00:40

夸奖的话就不说了，一贯的风格，中翻中的风格，就是觉得老唐是怕干货抖

搂完了，最近发文有点收着，一次发的有点少/呲牙

语言的狂欢肛 2016-11-23 14:57:33

大朝山小三峡，利润没什么增长空间了，从股东角度看，把利润全部分红是

最佳选择，最多10倍市盈率，估值合理

飞天下老虎 2016-11-23 13:28:10

从手财学起，感谢老唐分享。



earth顺乎天命 2016-11-23 12:51:02

按照老唐的估值，如果哪天市场出到这个价格后你卖吗？我不得卖/呲牙/呲牙



华尔街号益 2016-11-23 11:13:10

看pb直接懵了/偷笑/偷笑/偷笑。看ROE的也奔溃了，尼玛10000%的roe



度他余年贵 2016-11-23 11:08:46

老唐大哥这篇太少不过瘾啊

作者

瘦是瘦，有精肉啊！/呲牙



用户12368earth 2016-11-23 11:03:20

我能说什么呢，下篇就到8了，乡亲们总算熬到解放军了/流泪



庸医毒 2016-11-23 10:47:34

赞赏不多，一点心意；刚开始觉得水力发电是重资产行业，生意不怎么样，现在看来还清债务后，是越做越好的。另外关于水力发电建设和储水，不少人说破坏生态，破坏植被，水土流失，更有甚者说三峡导致板块移动引发地震，老唐有什么看法？



那你673 2016-11-23 10:27:43

老唐，您真给力！



佐Z鼬Y1X双鱼 2016-11-23 09:27:16

第100个赞赏老唐的，钱不多，感激的心最重要。



腹黑中的浪漫0 2016-11-23 08:57:58

唐哥好文！谢谢分享！



澎湃先森仿 2016-11-23 08:57:08

请教个问题，装机容量和发电量是否存在一定的关系，是怎么样的关系？如果不存在联系，那我们是否只需要关注发电量和上网电价？

作者

装机×运行小时=发电量。



可爱的亚飞啊44 2016-11-23 08:56:09

真是认真，学习的榜样



媚俗的忧伤辈 2016-11-23 08:39:01

果然硬菜最后上桌



go娇腿绕腰肢嘿 2016-11-23 08:23:06

再跟着老唐手把手学一遍/呲牙



七年六夏的春天 2016-11-23 08:18:48

这周在外旅游，心里还惦记着老唐的水电系列，旅途看着老唐的文章，开心。/呲牙



爱有毒吗结 2016-11-23 08:16:12

谢谢老唐！



滚来滚去在 2016-11-23 08:15:42

感谢老唐的分享。



郭村一枝花1 2016-11-23 07:56:02

小三峡的分红也很拼命哇！不过他的来水好像不太稳定。



浅唱乏 2016-11-23 07:52:14

按照自有现金流估值比较靠谱，不能按照债券估值，雅砻江目前估值1000亿元左右，因为下游的折旧中，有80%是要还银行贷款的，目前还不能算自由现金流吧，等下游的所有负债全部清零后，算自由现金流差不多



霜寒照 2016-11-23 07:33:04

对老唐是真心的佩服。



还是很罗嗦念 2016-11-23 07:30:48

个人认为在雪球最值得关注的就是唐兄，只是个性疏懒，虽曾第一时间买了手财，却进步缓慢，惭愧。再次谢谢分享！现在是思想上已跟上，实操技能努力学习中。



睡在颗泪里咻 2016-11-23 07:15:34

坐等第8篇的火电□ /呲牙



控心者筒 2016-11-23 07:01:23

/色什么时候推下一篇



醉生梦死丶Jngo 2016-11-23 06:58:06

/强，努力学习，坚定信心



性饥渴了 2016-11-23 06:31:31

好早，这是跑步回来写的吗

作者

哈哈，不是。提前写好的??



范儿萝 2016-11-23 06:28:28

看的过瘾，

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

上海分级套利速成

原创 唐朝 唐书房 2016-11-24

收录于话题
#财务及套利专辑
15个

之前无论《手把手玩转分级A》，或是《分级套利速成版》，谈到上海分级基金套利时，都是一笔带过，因为规则略复杂，且机会较少出现。老唐希望新学习者，专注于捡1打头深圳分级洒下的钱，待熟练后再接触5打头的上海基。

本周一，居然出了一只较肥的上海基。唐书房里不少读者都参与了，也遇到一些问题，有申购问题，也有盲拆问题，发信息追问老唐。干脆结合这次实际战斗，再送给唐书房读者一篇上海基捡钱速成教程。其中和深圳基金规则一致的地方就不重复了，自己点击阅读原文回看11月12日唐书房文章《分级套利速成版》。

1 先简单说规则：

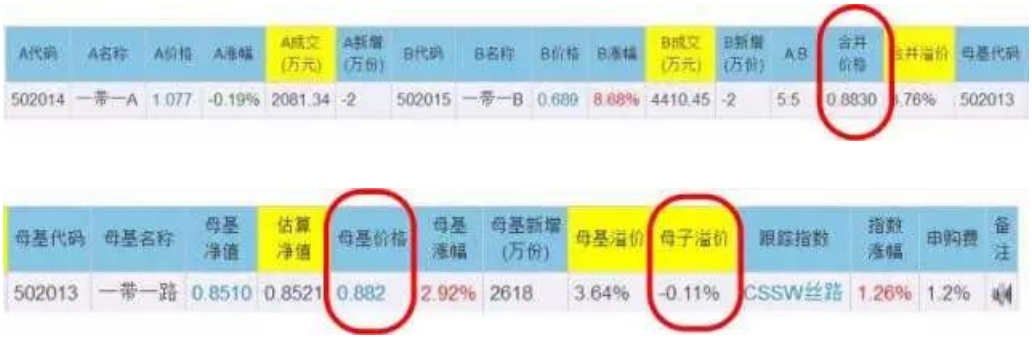
市场上有16只母基本身也可以交易的分级基金。这16只里，除了164705添富恒生（子基金为150169恒生A/150170恒生B）和161831H股分级（子基金为150175H股A/150176H股B）之外，其他全部是5打头的上海基。点开集思录「实时投资数据--股票分级--母基可交易分级」可以看到。

这些分级基金，母基即可以从基金公司申购，又可以在市场买卖，还可以拆成AB基金在市场抛出；子基金可以合并成母基，合并后的母基可以直接在市场卖出，也可以向基金公司提出赎回。由此诞生了三种套利途径：母子溢价/折价套利；母基溢价套利；母基折价套利。

2 母子溢价/折价套利

母子溢价/折价，是指实时交易时，母基的市价和子基金AB的合并价格发生偏差，且偏差足以覆盖交易佣金时，买入母基立刻拆成AB卖出，或者买入AB立刻合并成母基金卖出。注意：分拆、合并申报数量必须是100份的整数倍，且不低于5万份（以母基金份额计）。

它盯的是“母子溢价”。母子溢价是指“合并价格”与“母基价格”之间的差异，只要有超过交易佣金的差异，便可套利。在集思录分级套利页面，点击上海分级母基金或者AB基金任意一个代码，均可打开页面显示“合并价格”、“母基价格”及“母子溢价”三个数据，如：



A代码	A名称	A价格	A涨幅	A成交(万元)	A新增(万份)	B代码	B名称	B价格	B涨幅	B成交(万元)	B新增(万份)	A:B	合并价格	合并溢价	母基代码
502014	一带一A	1.077	-0.19%	2081.34	-2	502015	一带一B	0.689	8.68%	4410.45	-2	5:5	0.8830	0.76%	502013

母基代码	母基名称	母基净值	估算净值	母基价格	母基涨幅	母基新增(万份)	母基溢价	母子溢价	跟踪指数	指数涨幅	申购费	备注
502013	一带一路	0.8510	0.8521	0.882	2.92%	2618	3.64%	-0.11%	CSSW丝路	1.26%	1.2%	

（这两张图片在集思录是一行显示，为方便手机屏幕阅读，我特意截成两行的）

这种套利，规则清晰，数据直接，即时完成，已经是机器人的天下了。普通投资人手脚再快，也无法与程序比，所以，它基本与我等无缘。也正因为机器人程序套利的存在，母子溢价通常极小，甚至完全没有。

3 母基溢价套利

和深圳分级一样，母基溢价套利，指市场交易的AB基金合并价格（或母基市价）高于母基净值，套利者从基金公司申购母基，然后在市场卖出的过程。

流程是这样的：第一天收盘前，如果发现有诱惑力的"合并溢价-申购费用"（一般建议不低于1.5%），收盘前提出申购（操作要点和流程与《分级套利速成版》相同，不赘述了）；

第二日无事，最晚到晚上，你的账户里就应该出现了明确的母基数量。因为不需要盲拆，也就不需要计算，例如本周一发现502013溢价3.64%后老唐做的申购，周二晚间就出现在账户里。这里的成本价，指的是周一收盘后的母基净值+申购费1.2%（上图第二行末尾）。周一母基净值是0.851，加上1.2%的申购费，就成为了0.861212元的成本。

证券代码	证券名称	参考成本价	当前价	参考盈亏比例%
502013	一带一路	0.861	0.8750	1.626

注意，不是每只母基都有申购费，有0费率的、0.1%的、1%的、1.2%的。老唐的个人经验是：合并溢价减去申购费后，还有至少1.5%以上的空间，才值得考虑。

后面的当前价，是周二收盘的母基市价。

502013 一带一路			
委比	-18.46%	委差	-240
卖五	0.883		488
卖四	0.882		
卖三	0.881		2
卖二	0.876		13
卖一	0.875		267
买一	0.874		1
买二	0.873		112
买三	0.872		10
买四	0.871		102
买五	0.870		305
现价	0.875	今开	0.882
涨跌	-0.007	最高	0.886
涨幅	-0.79%	最低	0.868
总量	302338	量比	2.25
外盘	172006	内盘	130332

本来周一收盘时，看见的母基价格是0.882元，但周二当日，母基价格下跌了0.79%，导致利润空间从3.64%-1.2%=2.42%，缩水至1.626%。这周二当天的母基价格波动，是套利者需要承受的风险。

周三开盘，只要母子溢价很小，直接卖出母基，套利完成。如果居然有机器人没有行动，导致合并价格高于母基价格，也可立刻实施分拆，然后马上卖出分级B，接着卖出分级A即可。当然，这种机器人睡着的可能性近于零。

老唐今天的实战成交，部分进行了分拆，不是因为机器人睡着了，而是为了便于本文的演示。部分母基直接卖出，部分母基分拆后立刻卖出AB，成交结果如下图：

成交时间	证券代码	证券名称	买卖标志	状态说明	成交价格
09:30:25	502013	一带一路	卖出	成交	0.864
09:30:34	502013	一带一路	卖出	成交	0.864
09:30:35	502015	一带一B	卖出	成交	0.656
09:30:35	502015	一带一B	卖出	成交	0.656
09:30:35	502015	一带一B	卖出	成交	0.656
09:30:42	502014	一带一A	卖出	成交	1.073

很遗憾，由于正好遇到母子基金连续两天下跌（既有挂钩指数下跌因素，也有基金交易者心理变化博弈），最终本次套利盯着3.64%的溢价去，但除去申购费和交易佣金后，仅仅获得了0.32%的净收益。当然，资金占用两天，获取0.32%的收益，年化百分之二三十，也算是捡了块瘦肉。

另外，还有一种退出途径，但非常不建议采用：如果周三反而出现了折价，母基价格低于母基净值，也可以向基金公司提出赎回，基金公司按照周三收盘的母基净值给钱。这种方法，要多承担周三全天的母基净值波动，且要负担0.5%的赎回费，除非折价巨大，否则一般不建议使用。

4 母基折价套利

和深圳分级折价套利一样，如果发现溢价为负，且合并溢价+赎回费 < -1%，即可套利。由于上海母基可以交易，加上母子溢价一般极小，所以套利更简单：不需要分别买进AB搞合并，直接买进母基，然后立刻提出赎回，基金公司按照当日收盘的净值给你钱。

这个比深圳分级合并赎回快一天（深圳分级买进AB合并，第二天才能提出赎回），少承担一天的波动，基本上你看见多少负溢价，就拿到扣除了赎回费之外的利润，近于所见即所得。

风险有二，但非常小：一是买进母基至收盘这几分钟时间内的母基净值波动，二是集思录估算的母基净值与真实净值（一般要晚上十点后，基金公司才会披露）可能会有少少偏差。

当然，如果真遇到AB的合并价格低于母基卖一价格的情况（机器人睡着了），也可以和深圳分级一样，买进A和B，合并。

然而，需要遗憾的告诉大家，正因为其几乎不承担什么风险，收盘前一瞬间就可以完成套利，所以有肉也是机器人的，普通投资者很难吃到——反正老唐从来没吃到过上海基的折价肉。

因此，归根到底，上海基的套利，真正具备普通投资者实操可能的，就一条路：溢价为正，且减去申购费后仍有足够诱惑时，申购5万份以上（保险起见，同时满足不低于5万元）的母基；承担次日母基价格波动风险；第三日早晨卖出母基，完成套利——即老唐周一到周三演示的这条路。



阅读原文



舆论盛宴五 2016-11-24 05:30:25

我去年有一次套利带路分级，窗口期居然碰上板块暴涨，单次套利利润

15%，根据我的经验分级套利这事最好在牛市和平衡市做，熊市下行期间失败概率很大。 赞 3

作者

问题在于我从来搞不清自己究竟身处牛市还是熊市或者平衡市啊?? 赞 9



小默狮 2016-11-24 00:11:06

还没看完呢。反正是精品中的来精品，先赞再品。/偷笑 赞 6

作者

谢谢/握手/呲牙 赞 1



板砖飞刀飞 2016-11-24 06:49:34

没等到12点就睡了，错过了。分级觉得好难啊……看了很多遍，理论知识

懂，就不敢下手。 赞 4



被推入过去含 2016-11-24 00:37:19

老唐，套利最少要有多少资金才有搞头？我普通工薪，手上没几个钱，这几

个月来跟您学习了许多，虽然还没能赚到钱，但是感觉这个是一条正确的路。

作者

随手的事儿，理财不分资金多少，蚂蚱再小也是肉，关键是要有这种理念。 赞 4



暖昧扰人心吉 2016-11-24 08:27:30

感谢唐大，不辞辛劳的给我们这些基金小白做详细解读。可惜周一我没弄明

白，失去了吃瘦肉机会 赞 3



夏小沫访 2016-11-24 08:11:13

一直想请教唐先生上海分级基金的事结果今天就来了看看发表时间午夜12

点唐大辛苦了衷心感谢！ 赞 3



Asuras许小童鞋 2016-11-24 06:44:25

居然跟老唐同样的操作了 赞 3



木头瞎 2016-11-24 06:31:11

先告诉读者我是这样子赚钱的，再由读者凭良心打赏，好! 赞 3



眠叛垂梦 2016-11-24 00:06:52

对分级基金的溢价套利，每天的子基金成交额有要求吗是越大越好吧 赞 3

作者

点击下面的阅读原文，上一篇讲深圳分级套利里面谈过这个问题，同样适用于上海分级。 赞 2



空城旧梦人肯 2016-11-24 22:11:36

唐叔叔，感恩节快乐，么么哒！谢谢您一直以来的无私分享，无论读书，跑

步还是投资我都收获很多，谢谢您！/握手/握手/玫瑰/玫瑰/玫瑰 赞 1

作者

/握手 赞 2



左街右巷墅 2016-11-24 21:51:31

老唐兄能不能说一下套利大军踩踏的事，什么情况下会出现，表现出来的是

什么状况，有什么后果？记得去年好像出现过几次，但一直不懂，谢谢/抱拳 赞 2



庸医毒 2016-11-24 14:48:08

昨天申购的160637目测又要被埋/流泪 宝宝好伤心 赞 1

作者

等你被埋的时候，第一反应想到的是：下次获利的概率加大了，大体就出师啦/偷笑 赞 2



相互缘起爽 2016-11-24 11:38:22

唐老师，感恩有您/玫瑰/玫瑰/玫瑰 赞 2

作者

???? 赞 1



神精病涩 2016-11-24 10:11:45

唐总您好！本周一发现502013溢价3.64%后，可以直接买入母鸡、拆分、

卖出吗？谢谢您！ 赞 2

作者

操作能完成，结果是100%确定净赔交易佣金，包亏无赚??

赞 2



旧城梦境土 2016-11-24 09:02:23

今年7月军工出现套利机会时还没见到老唐的小白教文，套利反被套，交了一大笔学费。最近两次赶上终于搞明白怎么折腾。球里高手不少，但能这么手把手教的也没几个，不赏一下对不起您啊.../呲牙

赞 2



迷茫阿俊go 2016-11-24 07:55:12

那年化利润率吓死人啦/色

赞 2



沉默在我们茶 2016-11-24 05:24:03

果然跟深圳的不太一样，自己操作像瞎子一样，看完文章后豁然开朗。谢谢！

赞 1

作者

我记得你，你是当时的追问者之一??

赞 2



日光倾z 2016-11-24 08:58:39

老唐真是太及时了，刚想问为啥不能盲拆，科普贴就来了，感谢

赞 1



爱散了借 2016-11-24 08:49:22

好文先赏再看、只是可惜上班时间不方便操作。

赞 1



轻触那湛蓝史 2016-11-24 08:05:13

教程写得太好了，图文并茂，通俗易懂，谢谢老唐老师/抱拳

赞 1



shine韦洲 2016-11-24 07:24:15

蒙蒙胧胧，我得试试/呲牙/呲牙/呲牙

赞 1



ok一只傻梦想呀 2016-11-24 06:56:25

谢谢老唐财富套利分享，看了两遍，真心做不来。/握手

赞 1



说法有龙听抽 2016-11-24 06:16:36

太喜欢老唐了，从投资理念到人品再到能力再到科学精神和民主意识，无不深深折服。

赞 1



稚气的忧伤颠 2016-11-24 00:18:57

继续支持/害羞

赞 1



Shirley_小乱8 2016-12-14 09:40:54

老唐，经过实战发现，套利所承担的风险不仅仅包括T+1日的波动，还包括T+2日集合竞价不能以T+1日收盘价卖出去的风险，是这样吗？

作者

对于溢价套而言，是的。



菇凉大大好蓝瘦 2016-11-30 11:28:05

现在要30万的门票了吗？

作者

明年五一开始，



伊辰乐韵 2016-11-30 01:35:10

最近正在研究分级基金。您写的好详细、有条理、清晰！受益匪浅！学习了！



匿名的好友摸 2016-11-24 21:49:58

感恩节，感谢老唐~~/憨笑

作者

/微笑/握手



让语词超载e 2016-11-24 21:39:19

谢谢老唐，上海分级因为一直是机器人的天下，很久没有关注了，其实上海分级的溢价套还是值得关注的。/抱拳



挡何及比 2016-11-24 20:38:40

我也参与了这次套利，操作方法和老唐一模一样，但是稀里糊涂操作的/呲牙。看了老唐的文章，明白上海母基由于可以直接买卖，因此交易价格基本就等于A与B价格之和，所谓出现合并溢价就是母基的价格大于它的净值，所以需要申购，这时候对应的是净值，然后卖出，对应的是价格，由于价格已经体现了AB的价格，就不需要再拆分。这应该就是和深圳的最大之处。谢谢老唐！



大人已退隐喧 2016-11-24 19:49:55

从没做过AB分级的套利，。以前很早的时候大概08年，有朋友做过etf的套利。



小伍8774baby 2016-11-24 19:17:04

今天是感恩节，第一次打赏了。



安沫萱穿 2016-11-24 12:18:46

感恩节专程过来感谢下老唐，希望再出精品，投资顺心！/害羞/害羞

作者

谢谢/握手/玫瑰



我是芒果大黑黑 2016-11-24 11:41:07

老唐，感谢您的分享，自从关注您以后受益匪浅！今天在阅读本篇文章时，

有个疑问就是：集思录网站显示的合并溢价很小，不能套利，但母基溢价（母基价格与母基净值的溢价）很大，满足套利，这时能否申购母基，再卖出母基套利？/呲牙

作者

没看懂你的表述。如果真有你说的母基溢价很大，合并溢价很小的情况，那就是机器人睡着了，看不见巨大的母子溢价，有钱也不捡。这种情况，应该做的不是申购，而是买入AB合并立刻卖出母基，钱就到手了。



烟熏妆意 2016-11-24 11:31:25

虽然还没看，也还没套过利/害羞/害羞但是今天是感恩节，必须先赞再看，

感谢老唐，祝老唐每天每天都开心的冒泡

作者

????



蓝莺至 2016-11-24 08:53:00

为什么有次做折价交易时以同等份额买入分级A和B时 合并时提示B份额不足？老唐这是什么情况 您知道吗？

作者

是不是搞了非5：5的？



我自要爱情宗 2016-11-24 08:43:52

谢谢老唐付出真金白银所做的教程！另外麻烦请教分级A轮动策略，记得前

几日老唐在雪球上说过一句这个策略现在应当暂停使用，能否有时间的时候给仔细讲讲？非常感谢！



醉酒不醉心巨蟹 2016-11-24 08:14:47

感谢老唐 已经摸索着尝试深圳分级 循序渐进



要乖不闹淳 2016-11-24 08:05:09

唐老师，分级套利不是要30万起步吗？

作者

还没



灬依风恋雪发 2016-11-24 07:52:57

感谢老唐，第一次套利160637，三天利润率0.18%

作者

哈哈，蚊子腿??



我爱史亚男篮 2016-11-24 07:04:37

今年做的几笔溢价套利都被埋了/衰

作者

奇怪呢！不懂你为什么会出现不一样的结果，按说固定套路，应该跟我一样的结果才对啊??



河南腕红艳去 2016-11-24 06:58:36

先收了再细读，多谢老唐兄



噬心爱人牛 2016-11-24 05:59:18

老唐，这种套利一般只出现在短期热点的版块的分级中，虽然只承担一天的

波动，但还是不宜大规模参与的好。不知道这个理解对不对？

作者

我觉得不对??



JJ哦哦聊几句06 2016-11-24 05:42:50

及时雨，解决了俺的很多疑惑，周一因为存在这些疑惑没有下手，下次可以

试试了/憨笑



o陈英俊o 2016-11-24 04:52:20

这么早起来看唐书房的也是不容易吧□ /哈欠

杨肉肉艳 2016-11-24 02:38:45

我星期一申购了，收盘后却成了废单，招商证券解释该基金暂停申购，看来

不是这回事



真闺蜜哨 2016-11-24 02:17:55

老唐的文章，每次读完都受益啊。 看来，对于我等小散来说，上海真正可操作套利的还是和深圳分级一样的溢价套利啊/撇嘴



大人已退隐喧 2016-11-24 00:49:12

我就一直整不明白这分级，怎么看都不开窍，越看越江糊



小琦惟 2016-11-24 00:09:29

先点个赞



空色南猫晋 2016-11-24 00:03:40

唐大辛苦了。没想到今天我是第一个。/憨笑

> 作者
>
> 你那么快就看完了？/强/握手

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起8A

原创 唐朝 唐书房 2016-11-25

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

因为国投水电之外的资产涉及较多，第8篇较长，约6000字。为便利手机阅读，分为ABC三部分同时推出。A部分谈国投控股火电厂情况；B部分谈控股火电厂的估值；C部分谈非控股电厂、新能源及总部资产，国投最终估值数据以及两投之间选择的依据。

先直接说结论：在各种最保守和最败家的假设下，计算得出国投电力除水电之外的资产净值为119亿，即国投保守估值应该在680~950亿之间。

11月23日国投市值462亿，虽比11月2日本系列第1篇发表时上涨了21亿，但仍低于5~7折。上述数据由以下部分组成（2016上半年数据，单位亿元）：

	控股火电	新能源	非控股火电	总部	水电	合并数*
总资产	380	116	308	17	1370	1928*
总负债	246	58	158	104	1023	1431
净资产	134	58	150	-87	347	497**
老唐估值	156	29	292	-87	1085~1600	
归属估值	94	23	89	-87	565~830	684~949

*五项加总不等于合并数，原因是非控股的资产、负债和净资产均不计入合并报表数据，合并报表中，非控股部分仅按照股权投资账面值计入。
**归属国投股东的账面净资产为261亿。

水电部分前文已表。现在我们来看其他资产价值119亿，究竟是怎么得来的。强调一句：老唐对火电兴趣不大，研究不多。本文的立足点不是证明国投的火电究竟有多大价值，而是在尽可能保守的假设条件下，以实业眼光去看看这些"破铜烂铁"究竟有没有市场先生看的那么糟糕。

国投除总部之外的资产分为三大块：水电、火电和新能源，分布如下图。其中火电又分为控股和参股两大类。

图1：国投资源分布图（红色为火电，蓝色为水电，绿色是新能源）



1 控股火电厂基本情况

表1：控股火电2015年相关数据

公司	资产	负债	净资产	营收	净利润	经现流	2015运行	2016投产	在建装机	股权比例
天津北疆	115	80.4	34.8	33.2	6.1	16	2×100	1×100	1×100	64.00%
广西钦州	66.8	47.4	19.4	13	0.9	7.2	2×60	2×100		61.00%
广西北部湾	14.8	10.6	4.2	9.4	1.3	4.1	2×32			55.00%
安徽宣城	35.6	25.6	10	15.5	2.6	6.7	1×60+1×66			51.00%
贵州盘江	23.6	18.7	4.9	6.8	0.1	1.9	2×30			55.00%
甘肃靖远	23.3	10.4	12.9	9.4	-1.5	3.4	4×33			51.22%
福建华夏	22.8	7.5	15.3	15.3	2.1	6	4×30			56.00%
湄洲湾1期	29.6	13.3	16.3	15.3	2.9	6.9	39.3×2			51.00%
湄洲湾2期	35.2	25.4	9.8	/	/	/		1×100	1×100	51.00%
火电合计	367	239	127.6	118	14.5	52.2				

表2：控股火电2016年上半年相关数据

公司	资产	负债	净资产	营收	净利润	经营现金流	股权比例
天津北疆	124.4	88.7	35.7	13.8	2.5	7.9	64.00%
广西钦州	72.3	48.1	24.2	4.8	0.1	1.7	61.00%
广西北部湾	14.4	9.9	4.5	3.2	0.3	0.7	55.00%
安徽宣城	32.4	22.1	10.3	8.3	0.6	3.8	51.00%
贵州盘江	22.9	18.1	4.8	2.6	-0.1	1.1	55.00%
甘肃靖远	22	10	12	3.4	-0.9	-0.1	51.22%
福建华夏	21.8	8.2	13.6	4	0.3	0.8	56.00%
湄洲湾1期	26.5	12.3	14.2	4.8	0.3	2.6	51.00%
湄洲湾2期	43.5	28.7	14.8	/	/	/	51.00%
火电合计	380.2	246.1	134.1	44.9	3.1	18.5	

这些电厂中，其中比较优质的有两家：天津北疆和安徽宣城；比较差的也有两家：甘肃靖远和贵州盘江；其他电厂介于优劣之间，普普通通吧！

①天津北疆，是经常上新闻联播的国家重点工程，由国投电力、天津市津能投资和天津长芦汉沽盐场分别持股64%、34%和2%。它是国务院批准的国家首批循环经济试点单位，也是国家发改委确立的国内首批海水淡化产业发展试点单位，是国投火电资产中的明星，全部装机都是顶级水平的超超临界百万机组，无论煤耗还是排放方面，均代表着火电技术的先进水平。在京津环保压力、循环产业试点以及海水淡化处理等各种光环下，北疆的盈利能力非常不错。

2015年是全国火电设备平均利用小时自1978年以来的最低水平，全年仅4329小时。这种恶劣条件下，北疆电厂2015年净利润6.1亿，经现流16亿（基本可以看作净利润+利息+折旧）。2016年上半年，在电价下调，煤价上涨，全国火电设备利用小时继续同比下降的三重压力下，北疆电厂依然获得2.5亿净利润，7.9亿经营现金流。2016年即将投产的100万千瓦，以及在建的100万千瓦，将是北疆未来的利润增长点。

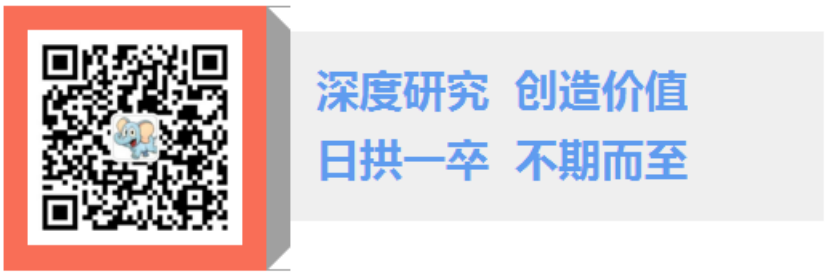
②安徽宣城，安徽宣城是安徽省宣城地区和黄山地区唯一大型火电厂，也是超超临界先进水平机组，属于环保标准高、盈利能力好的电厂，另外49%股份由国投集团旗下另一个上市公司国投新集持有。2015年盈利2.6亿，经营现金流6.7亿。2016年上半年盈利0.6亿，经营现金流3.8亿，2016年三季度售电量同比增加28.11%，上网电价增长13.74%，达到0.41元/度，属于下金蛋的母鸡。安徽省是2016年1~10月火电发电量全国增长排名第四的省份，实现了6.8%的同比正增长。

③甘肃靖远2电，这是一个很老的中美合资电厂，成立于1995年，设备老旧，加上所处区域经济不发达，区域内风电光电上的比较多，因而电厂挣扎在盈亏边缘。2014年还能有8000万左右的净利润，2015年已经陷入亏损，好歹经营现金流为正。到2016年，情况愈发严重，公司的经营策略已经变成只要能覆盖直接成本（煤、水、薪酬、易损件等），多少能有点落头就行。低价抢电的结果是2016年前三季度平均含税售电价格低至0.178元，区域内已经陷入恶性竞争环境。

④贵州盘江，盘江电厂是为了解决号称"江南煤都"六盘水市的低品质煤而就地设立的发电厂，和本地煤矿企业合资的。煤炭产区，经济不发达，水电资源也还不错，这几个条件注定这电厂好不了。但因为挨着煤矿边上，运输成本低，估计也大亏不了，就是个随着经济周期波动的主儿。

⑤其他电厂，在2015年和2016年的恶劣环境下，还能保有净利润，且有良好的正向现金流，按照普通电厂对待吧！略略压力较大的是马上有百万机组投产的湄洲湾。福建省今年火电设备利用小时持续恶化中，但由于新项目属于中外合资的超超临界的百万装机，在技术、环保和成本方面均有一定的竞争优势，投产以后即使导致本地供给竞争恶化，也最可能是死道友不死贫道的事儿，综合考虑，没有理由过于悲观。同样有百万机组投产的钦州二期则要轻松一些，广西本地装机总量偏低，电力缺口较大，需要大量从外地买电，钦州二期面临的供给面竞争比较温和，加上广西人均用电远低于全国平均水平，提升空间还比较大，钦州投产后取得基本满意的收益，可以预期。

接下来的B篇，老唐要对这些优秀的、普通的和垃圾的火电厂，分别做个估值。





夏奈公主宇 2016-11-25 08:34:28

先打赏，害怕老唐不写了/流泪/流泪/流泪……学习老唐的逻辑思维模式

赞 7



痛不太仁慈绚 2016-11-25 08:33:16

写的真好！好像现在每天都盼着读你的分析了！最近一直在苦闷的研究

石油石化行业，脑子里一团乱麻。看了你对电厂的研究，好像突然理出了一点思路。感谢老唐！

赞 7



妖精旋律昵 2016-11-25 08:00:41

昨晚喝了点普洱茶半夜被饿醒，突然想到一个问题，老唐比我家相公就

年长那么几岁，可是他儿子都上大学了我儿子还没上幼儿园，得出一个结论：投资需趁早……啊！多么痛的领悟/流泪

赞 7

作者

难道结论不应该是生娃要趁早吗？????????

赞 4



观阴嬉 2016-11-25 07:07:04

借唐朝之脑，解决了最困难的估值，剩下的问题就好办了。早上起来，见三篇好文，先逐一打赏，再保存，有空再仔细品味。

赞 6



王功升 2016-11-25 09:22:55

老唐怎么知道这么多，佩服

赞 1

作者

日拱一卒，不期而至/微笑

赞 4



发呆的台风略 2016-11-25 08:37:32

盘江发电于2016年9月获得增值税减免政策，年退税约2500万，用煤矸石发电，煤价上涨影响不大

赞 3

作者

谢谢分享??

赞 1



害纯夫舒 2016-11-25 08:03:35

像读小说一样愉快！感谢老唐！/抱拳

赞 3



无缘罪铅 2016-11-25 07:28:14

老唐什么时候谈谈长跑和锻炼心得

赞 2



隋彦吉8 2016-11-25 06:32:30

一直等着老唐的分析。感谢无私分享，等着股价下跌/色

赞 2



蓝天LZ 2016-11-25 16:20:14

每日看老唐，好开心

赞 1



因为爱很重虎 2016-11-25 09:06:35

看了老唐的分析，让我知道估值的不易，受教了。期得下一步作品

赞 1



那么后来呢咪 2016-11-25 08:27:53

先打赏，再说

赞 1



说了再见理 2016-11-25 08:04:36

看的坐过站了/流泪 赞 1

作者

??????



简单愤怒途 2016-11-25 07:33:07

这速度！！！做事做到这程度，我受教了！ 赞 1



花面狸切 2016-11-25 07:29:18

小韭菜，看着老唐的文章，慢慢长大！ 赞 1



智瑾婷环 2016-11-25 06:07:44

一日之计在于晨 赞 1



我爱索红伟希 2016-11-25 06:05:34

老唐好早，好勤奋。 赞 1



敏感姐拆 2017-04-19 16:11:41

老唐的文章条理清晰，耐看，期待有朝一日能向老唐探讨，目前水平太差，见笑了



舆论盛宴五 2016-12-01 13:35:33

直接看结论付钱，买入国投/爱你/阴险



静岁year 2016-11-25 19:58:27

看到老唐为方便我们在手机上看，都分开发，顿时感觉老唐真是 暖暖的很贴心/呲牙



陪你流泪噩 2016-11-25 10:44:23

电力的行业发展空间如何，涉及中国未来10年发展走势，看不清啊

作者

哈哈，没人能看清未来，如果投资以看清楚未来为依据，安全边际四个字就多余了/微笑



你那么爱他招 2016-11-25 09:53:03

谢谢老唐分享！



若璃蚕 2016-11-25 09:22:10

日拱一卒，老唐辛苦了/抱拳



sky念芳林金牛 2016-11-25 08:39:24

勤快的老唐，一大早就更新了，谢谢。/呲牙



大孙小童鞋 2016-11-25 08:13:26

老唐起的真早，先顶再看/呲牙



祁梦瑶姬 2016-11-25 08:07:53

归属股东净资产261亿是怎么得出来的啊？

> 作者
>
> 财报数据??



雅诗阑黛制 2016-11-25 08:01:12

谢谢分享！



米虫四四桦 2016-11-25 07:11:19

老唐太勤奋了，赞一个！



讨厌鬼凰 2016-11-25 06:41:17

老唐哥今天比我早起了半个小时。/呲牙/呲牙/呲牙还是先赞后拜读



旧时序猎 2016-11-25 06:25:05

老唐的早上发文，留号再阅，争取上墙，呵呵呵。



请叫我小宅沏 2016-11-25 06:14:07

老唐，早上好！



世事变迁嘛 2016-11-25 06:13:07

早早来看

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起8B

原创 唐朝 唐书房 2016-11-25

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

2 控股火电厂估值

估值之前，先谈一下火电厂存在的意义。继续看图表
图2:过去10年我国发电量（单位：亿度）

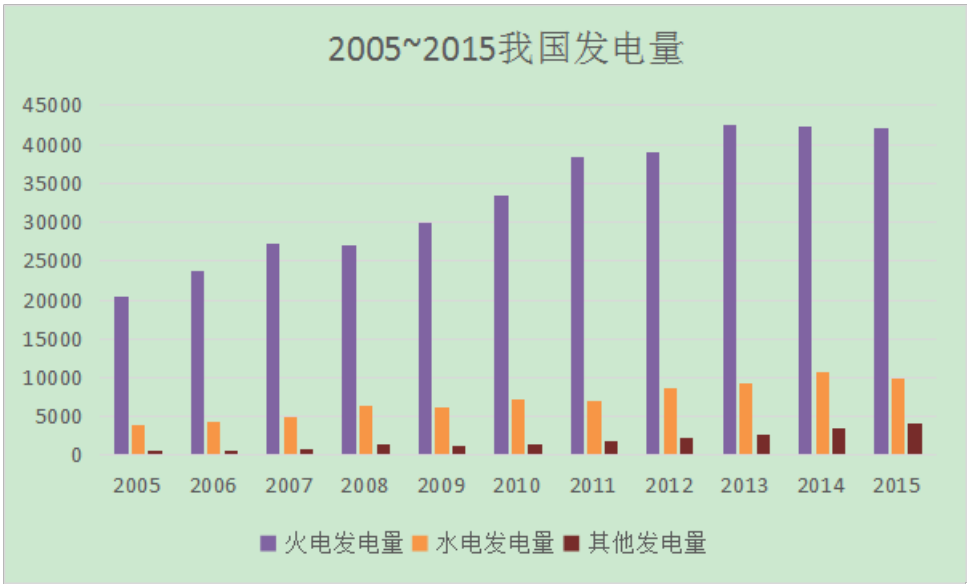
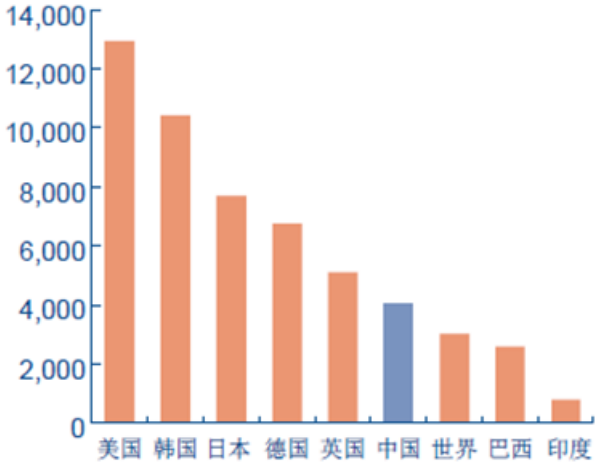


表3: 2016年前10个月全国发电量情况（单位：亿度）

	今年1~10月	占比	同比增长
火电	35868	73.73%	1.80%
水电	9037	18.58%	6.70%
核电	1719	3.53%	22.40%
风电	1913	3.93%	27.10%
其他	110	0.23%	/
总计	48647	100.00%	3.90%

看过这图2和表3后，应该立刻能够明白我国对火电的依赖性有多强。

电力是人类生活的必需品，人类社会进步的标志之一就是人均对能源的占有和消耗量。看图3
图3：2015年世界各主流国家的人均电量消耗（单位：度）：



中国距离发达国家差距不小。事实上，近年我国社会用电总量增速变缓，很大部分是政策打压的结果。政策上严控高耗能企业项目上马，金融政策上惩罚对三高企业的资本支持（高耗能、高耗水、高污染），居民用电实施反市场的阶梯电价、用的越多越贵，商业用电收取更高价格等多种手段抑制用电。这是我国长期能源紧缺留下的后遗症，官僚机构反应迟钝，在电力已经转向供大于求时，依然没有取消这些打压政策。等官僚机构睡醒，取消或者减少这些反市场措施，用电量的持续增长才是符合人性、符合经济规律的。

电力有个特点，很难大规模储存。在这个前提下，水风光的发电量可控性太差，完全由自然条件决定。丰水/有风/白天，与枯水/无风/夜晚，发电量差距巨大。因此，这些发电方式，必须要有备胎，能够在水风光发电量不足，随时补充供应；在水风光发电充足时，随时停下来。这样才可能保障电网在可控波动范围内平稳运行。

作为水风光的候补，核电是不称职的，因为核电有个毛病就是停机重启不易，而且重启一次耗费巨大。于是，光荣的重任就历史地、宿命地落在火电头上（煤电和天然气）。简单的说，火电可以不需要水光风陪着，顶多是贵点儿。但水风光如果没有火电陪着，就是残疾，电网根本无法正常运行。

正是因为燃煤发电技术成熟（我国首座火力发电厂建立于1882年），初期投资小，建设周期短，每千瓦装机成本较低，并且对地理环境要求不高，不受季节和气候的影响。与水电相比，火电不会遇到枯水期无法发电或供电能力下降的问题；与风电光电相比，火电的供应更加稳定，不受风速、风向、日照等自然条件的影响；与核电相比，火电相对安全，不必担心核泄漏等安全问题。加上我国能源结构以煤炭为主（储量世界第三，年开采量世界第一），石油天然气相对匮乏，煤/油/气的比例约为94.4/2.5/3.1。自然而然，电力的主要来源（超过70%）必然是燃煤火电，它是我国社会经济生活的基本保障。

作为用户，无论是个人还是企业，一按开关或遥控器，瞬间灯光机器电器设备立刻运行，似乎“电”就候在我们门口一般，召之即来、挥之即去。此时，用户是想不起来那些365×24小时默默听命的发电机组的。但行业内人士知道，为了保障电网的正常运行，全体用户必须付钱养着足够的火电，这是我们用便宜或无污染的其他电能的代价。就好比不打仗，军队也得养着一样，这是和平的代价。

举个现实例子，经四川省政府批准，四川省发改委、四川省经信委、国家能源局川办、四川能源局2015年2月25日联合下发文件《四川省统调统分公用燃煤机组电价补偿试行措施》，文件的核心精神是为了电网的安全运行，最坏情况下，电网必须收购燃煤机组一个保底电量，文件确定的保底机组利用小时是：“对符合环保要求的机组按以下标准分别确定补偿电量：20万千瓦等级常规机组和5万千瓦以下等级机组为3300小时，成都负荷中心60万千瓦机组和60万千瓦循环流化床机组为4400小时，其他机组均为4185小时。”

电网也可以不要燃煤电厂的电（也就是煤电机组停机），但必须按照这个保底发电量给燃煤电厂结算（扣除燃料成本和直接变动成本）。2015年的结算标准是8分钱/度。如果用电量较少，或者水风光发电量足够多，极端假设4400小时保底的60万千瓦火电机组，全年停机不动，也需要收到约60×0.44×0.08=2.11亿元的售电收入。煤电机组，甚至可以将这个保底时间“卖”给丰水期的水电。水电用零成本的水发电，卖给电网的同时，支付补偿款给让出运行时间的火电机组。水电站好歹一度电也能收到几分钱（2015年是水电每度得到5分钱），总好过白白流走。这模式已经和碳交易类似了。

篇幅关系，其他省份情况就不讨论了。我国水电资源主要集中在川滇鄂三省——例如今年前10个月全国水电发电量前三的省份是四川（2306亿千瓦时）、云南（1702亿千瓦时）和湖北（1202亿千瓦时），其合计水电发电量占全国水电发电量的57.7%。水电发电量集中在中西部地区，而用电大省却是东部发达省份，所以，水电必须经过超长距离的传输才能到达用电大省。鉴于超长距离传输潜在的风险考虑，其他省份对火电的依赖性更强。这也是为什么有些东部省份明明有低价水电不用，也要支付高价买本地的高价火电的一个原因——火电的旁白是：今天，你若对我爱理不理，改日，我就让你点着蜡烛看电视。

为了电网和电力的安全，电网公司和政府必须让火电厂（尤其是环保和技术方面比较领先的大机组）生存着——当然，生存并不意味着年年有钱赚，而是经济好时多赚点，经济差时少赚点或者少亏点。本质上，火电属于典型的周期股，按照周期股的投资特点，一般是经营亏损是买点，大幅盈利是卖点（所谓高PE买，低PE卖），明白这个常识后，我们来考虑火电厂估值问题。

怎么估呢？我这么考虑，在2016年这个恶劣的经济环境下，被我归为普通的电厂，也就是那些还能略微赚点钱，并保持良好现金流的电厂，直接按照净资产算价值。这个考虑的出发点，是综合考虑了获批火电厂的政策壁垒、电厂的账面总资产由于折旧政策的存在而低于重建成本，同时足额考虑了负债。

事实上，国投今年8月26日刚刚卖掉过一个在建项目：国投南阳火电厂。国投的投入是1020万元，评估价值是2880万，成交价是9998万，也就是说账面1020万净资产换回来9998万现金。从这个案例中可以看到，直接以净资产值来估算这些在2016年还能赚钱的火电厂，是足够保守的。这样上面5家被我归为普通的电厂，合计净资产71.3亿，按照股权比例计算，归属国投价值40亿。

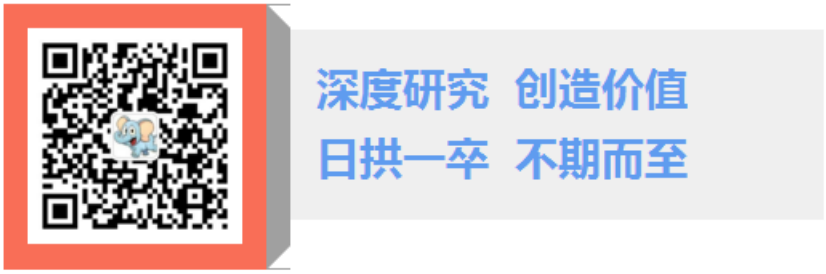
对于被我归为优秀的两家电厂，其中北疆，披露过二期2×100万机组总投资为119.1亿，现有已投产和今年投产的3个百万机组，总价值直接估算为119.1/2×3，然后减去全部负债88.7亿，得出价值90亿，归属国投价值57亿。剩余一个在建百万机组，资产当做安全边际忽略掉，负债包含在88.7亿里计算。

对于宣城一台60万千瓦和一台66万千瓦的机组，按照60万千瓦当前平均建设成本3600元/千瓦计算，减去22.1亿负债，得出总价值为23亿，按照51%股权，归属国投价值为11亿。

至于比较差的两个电厂，虽然两家合计有22.9+22=44.9亿总资产，有18.1+10=28.1亿负债，有16.8亿净资产。但我们直接保守按照破产考虑，44.9亿资产极端化按0算，且假设全部负债均由股东提供了连带担保，负责偿还。这意味着这两家净资产值为16.8亿的公司白送出去还要再倒贴28亿现金。还有谁能想出来更悲观的假设吗？哈哈！意味着这两家较差电厂的价值是-28亿，归属国投的资产为-14亿。

最终，上述控股火电厂归属国投估值为40+57+11-14=94亿。

C篇接着盘点其他资产。





神话,,,逍遥莫 2016-11-25 06:27:11

估值94亿的确是保守，对于我们国家火电机组将长期存在的，是国家电力供应的主力。感谢分享！/抱拳

赞 5



灰烬地火窍 2016-11-25 11:20:31

老唐，我有几点看法供参考： 1,煤电作为应急调峰的响应性是比较差的，目前东部用电大省都是靠天然气机组调峰，相应电价非常的好，污染也小，气足的地方长期的趋势是煤改气，或直接用天然气机组置换，这个可以参考上海。我个人的看法，将来60万千瓦以下的非热电联供火电机组都会慢慢走向亏损。 2,中国未来的人均用电可以对标日德，达到美国的可能不大(太浪费).所以还有大约一倍的空间，我粗糙算过，目前已经批的

和计划中的水火风光核包括缓建那批，按理论全出力基本上够了。再将来就是互相争存量。所以十年内看国投手上那批30万的机组都可能先亏后死。 赞 2

作者

除了天然气以外的部分都同意。我国天然气资源太缺，我家用地暖都限制购气量，更别说大规模发电了，这个最多只能是局部地区有，大面积替代煤不可能， 赞 3



没有多伤心漾 2016-11-25 08:58:43

唐老师德才兼备，积善成德，必人财两旺也！打赏 赞 3

作者

谢谢????



小怖時 2016-11-25 07:08:42

还有一个问题，老唐兄研究过没有，火电厂的经济寿命大概是多少年？

火电厂有没有拆掉重建或者直接进行技术改造的先例？火电厂的土地增值收益是否可以考虑？好像不止一个问题了。。。请不吝赐教 赞 2

作者

没，我对火电兴趣不大，只是作为水电的搭头乐意收下而已， 赞 1



各自天晴好泄 2016-11-25 06:57:45

丰常棒的分析。不过，我还是建议先生持有港股中火电公司，因为按照

先生的分析，它们简直是地板价，再打五折。特别是华润电力，几乎全都是优质的火电厂，在2015年，其平均利用小时，仍然接近5000小时。另外，先生您觉得，将现金流，作为自由现金流怎么样？因为按照先生的理论，水电的投资，并非是为了保持竞争力不得不投。我认为这是非常有道理的。 赞 2



虐心眼 2016-11-25 09:12:13

谢谢老唐！ 赞 1



天蝎素娟 2016-11-25 08:10:21

点着蜡烛看电视，好有画面感... 老唐太可爱了/偷笑 赞 1



小伍8774baby 2016-11-25 08:05:40

火电啊！想说爱你不容易！/调皮 但是在我们可预见的时间范围内，它

必须存在着，情绪化的活着，高兴时大笑，悲伤时，我们跟着哭 赞 1



搏舞飞扬 2016-11-25 06:55:04

今晨老唐一次三发，看得很爽，哈哈。 赞 1



黑色内裤淌 2017-06-25 17:09:38

现在国家上市一批核电 核电股票价值我觉得可以分析，窃以为国家未来能源发展的一个重点是核电，核电的比例还很低，并且核电符合国家清洁能源的政策方向，但是核电的利润是否可持续和有保障，我现在缺乏分析能力，感觉一直没有老唐的条清缕析的思维力度，惭愧



冉叫嘿籽逞秃7 2016-11-25 15:43:31

/强，国投总经理看到老唐的文章，估计都要流汗！家底都摸透了！



姐我不需要休 2016-11-25 10:08:48

谢谢分享！哇，学到了很多火电知识



鞭轰儿sky 2016-11-25 08:41:43

点着蜡烛看电视，这是有电没电？



只为你疯过哎 2016-11-25 06:54:41

感谢老唐一直以来的无私分享，受益匪浅！

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起8C

原创 唐朝 唐书房 2016-11-25

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

3 新能源、总部和非控股

表4：新能源2015年相关数据

公司	资产	负债	净资产	营收	净利润	经现流	股权比例
新能源	60.6	37.3	23.3	5	-0.1	5.3	64.89%
伊犁能源	27.5	20.8	6.7	5.6	0.02	2.3	60%
新能源合计	88.1	58.1	30	10.6	-0.08	7.6	

表5：新能源2016年上半年

公司	资产	负债	净资产	营收	净利润	经现流	股权比例
新能源	62.4	38.9	23.5	2.9	0.2	1.6	64.89%
伊犁能源	25.6	19	6.6	2.4	-0.1	0.9	60.00%
海外及其他	28		28				100.00%
新能源合计	116	57.9	58.1	5.3	0.1	2.5	

风电光电，是产业政策鼓励的发展方向，赚的就是政府补贴，从净利润的角度看，基本为零，但有不错的现金流。例如2015年国投的新能源获取经营现金流7.6亿，用以弥补利息支出和折旧，2016年上半年也有2.5亿。

这部分怎么估呢？净资产打对折，足够保守了吧？海外部分资料太少，老唐又是渣英文，索性按照"28亿出海半年，亏损14亿"考虑，也够保守吧！这样，得出新能源总价值为(30+28)/2=29亿，其中按比例归属国投的价值为23亿。

把水电、火电和新能源全部单独计算后，资产就剩下总部资产和对外投资了，负债还有104亿——用国投2016年上半年合并资产负债表的总负债1431亿，减去三家水电公司合计负债1023亿，减去控股火电厂负债246亿，再减去新能源负债58亿。我们看看这部分又值多少钱。

总部简单，直接看母公司资产负债表，其中货币资产14.1亿和对国投财务公司的出资2.8亿，合计17亿计入，其他资产一概做0忽略。

对外投资部分是个什么情况呢？继续看明细表

表6：非控股部分2015年相关数据

非控股	资产	负债	净资产	营收	净利润	国投获分红	装机	股权比例
徐州华润	21.7	6.1	15.6	21	5.7	1.3	4×32	30%
淮北国安	12.8	1.7	11.1	9.5	17.7	0.5	2×30	35%
铜山华润	52.3	26.2	26.1	36.2	8.8	1.4	2×100	21%
江苏利港	35.7	3.4	32.3	23.4	4.4	1.7	2×37+2×35	17.47%
江阴利港	116	79.2	37.1	75.6	11.4	2.4	4×63	9.17%
赣能股份	6.56元×3.29亿股，锁定至2019年2月2日							33.72%

表7：非控股2016上半年相关数据

非控股	资产	负债	净资产	营收	净利润	国投获分红	股权比例
徐州华润	19.5	7.3	12.2	8.2	2	1.3	30.00%
淮北国安	12.3	2.3	10	3.7	0.6	0.6	35.00%
铜山华润	54.2	32.4	21.8	15	3.6	1.3	21.00%
江苏利港	36.1	8.1	28	9.4	1.3	1	17.47%
江阴利港	110.9	79.8	31.1	34.9	4.9	1	9.17%
赣能股份	74.8	28.4	46.4	9.4	2.6	1.3	33.72%
合　　计					15	6.5	

（备注，获分红指的是期间收到的现金，即上年度的经营分红）

一目了然，全部是优质火电，2015年的极端恶劣情况下（还记得吗？自1978年来最差的火电设备平均利用小时），获得了48亿净利润，归属国投的净利润有11.56亿。2016年上半年继续恶化的经济环境下，依然有12.4亿净利润（暂不计赣能股份），归属国投的净利润有2.25亿，全年就粗暴按照4.5亿净利润考虑吧。这部分怎么估值，按照2015年和2016年盈利的算术平均值给给8倍市盈率如何？（11.56+4.5）/2×8=64亿。

还余下一个赣能股份，赣能股份是上市公司，股价有公开数据，目前股价为10.56元。我们按照过去一年里的最低价估算（相当于现价下跌26%），应该算是合理吧？7.8×3.29亿股=25.6亿。

因此，非控股部分归属国投的价值为64+25.6=89.6亿。

4 估值结论及两投的选择

结论就是本文开头的表格

	控股火电	新能源	非控股火电	总部	水电	合并数*
总资产	380	116	308	17	1370	1928*
总负债	246	58	158	104	1023	1431
净资产	134	58	150	-87	347	497**
老唐估值	156	29	292	-87	1085~1600	
归属估值	94	23	89	-87	565~830	684~949

估值684~949亿，挪一下利于记忆吧，就是680~950亿之间。11月23日462亿市值，市场先生以略低于5折—7折的价格抛售。

接着谈谈很多朋友关心的在国投和川投之间，老唐为何选国投的问题。这个问题可以这么聊，首先我们假设市场给纯水电公司川投能源的市盈率是合理的（是否真合理不要紧，重要的是以同一标准来看），例如同样以2015年的收益看（只要同口径就行，都用2016上半年也行），川投水电部分净利润为雅砻江77.8×48%+大渡河13.65×10%+田湾河1.85×80%=40亿（注意，财报里大渡河是只算分红，少算了川投的水电收益），目前市值396亿，市盈率9.9倍。

同样，按照9.9倍给国投的水电利润估出一个值，即（77.8×52%+2×60.45%+5.2×50%）×9.9=44×9.9=436亿，国投市值462亿，意味着市场给水电之外的全部资产出价26亿，相对于本文中穷尽可能保守做出的估值119亿而言，绝对值差了93亿，约为国投当前市值的20%。

换个表述法：在我心目中，国投市值的合理值用公式表达的话，至少应＝44/40×川投市值+119亿。围绕这个中值发生某种幅度的偏差，就值得搬砖了。至于具体幅度就偏艺术成分了，我个人是武断地以（44/40×川投市值+20）——（44/40×川投市值+200）为触发点，中间不动。

5 其他

扯两句题外话。一句是关于电力传输的，一句是关于24日赣能丰城电厂事故的。
下面照片是老唐本月初陪我家领导去看红叶时，路上随手拍的。



看见照片正中那根高压电杆了吗？这只是我堵车时随手拍的一张，并不是最艰难的，一路上看到比这更陡峭的还有很多。完全看不到人可以走的路（车就更不用想了），完全不知道这些杆子和工具是怎么运到那些位置的，想破脑袋也只能推测是拆成散件，由人或牦牛背上去，然后组装而成。看过这张图，再看0.3元的上网电价和0.57的家用电价，忽然释然了：该赚，电网真应该赚这笔钱。

11月24日早上，赣能丰城电厂在建工程发生脚手架垮塌事件，造成67人死亡、2人受伤。这个事件不好发表评论，说责任主要在施工方河北亿能烟塔公司，对上市公司影响不大，显得比较冷血。可要说它会有多大影响，也确实看不出来。

事故的建设单位为赣能股份丰城电厂，监理单位是上海斯耐迪工程咨询公司，总承包是中国电力工程顾问集团中南电力设计院，施工方是河北亿能烟塔公司。对国投真看不出什么实质影响，也许就是该工程原计划2017年11月28日投产发电，这个事件可能会导致延迟投产吧！倒是这个GRD河北亿能烟塔公司，被曝光过多次同类死人事件了，也不知道是个什么粗腿背景，人命一次又一次的搭进去，怎么就没一点儿长进呢？

结束语：长出一口气，自己上月底随手挖的坑，总算是花了近一个月时间填平了。由于水平有限，其间肯定有很多不完善乃至错误的地方，希望路过的业内人士或投资高手不吝赐教。后面或许还会有一篇“两投的风险因素”，聊聊利率、电价、消纳、煤价、税收、环保等负面因素，以及老唐对这些因素的个人看法。先歇歇了，感觉好久没怎么看书了，等积蓄点新动力了再来动笔。



呦奶茶姐杂 2016-11-25 07:46:18

从文章可以看出老唐对火电的知识都是百度的，不过非常敬业，非常细致，对国投给出了值得期待的估值，给您32个赞。另外对于丰城事件，只能等上面来剥黑幕了。 赞 3

作者

有百度来的，但要说全部就是鄙视老唐了，大量的一手数据，都是从财报里抠出来的，恐怕全网络没有第二份吧 赞 34



雅诗阑黛制 2016-11-25 08:26:54

老唐，你好我是干工程的，这个事故对国投还是有影响的，而且应该还会特别深远，他是属于二股东业主方而且是委托给国投进行项目管理，即业主方，施工方与监理方破产倒闭蹲班房是肯定的，业主方也会有一大批蹲班房的，一出事以前的任何事情都会被挖挖到底不管与这事有木有关，纪委就是封帐查企业与相关人，也可以说是＂敲诈勒索‘’了赔偿，善后，关系处理，停工损失，……后续影响不止是钱的事了 可看看凤凰县沱江大桥垮塌事故发生于2007年8月13日下午，北京时间16时45分许，位于中国湖南省凤凰县的在建的沱江大桥突然坍塌。此次事故中，64人遇难。 处理就是一切关联人以及他的过去所犯的事情，挖到底。业主都被抓了，交通局质安局都处理了，湖南路桥这么牛逼的特级施工单位都快不行了，设计华罡设计院甲级不行了，监理金衢公司甲级跨了。 赞 24

作者

这方面我不懂，上墙给大家看看。谢谢分享。 赞 3



浅唱乏 2016-11-25 08:08:18

没有鄙视老唐啊，是敬佩。未来如果核电大规模上马，将替代部分火电机组的基荷功能，不过在天朝一个煤炭资源丰富的国家，火电还会持续发展，只是会越建越大，越来越环保，例如日本JPOWER的环保火电厂排放物远远低于我国同容量机组。要火电厂重视环保，一靠政府监督，二靠提高电价，让电厂能赚钱。要不然企业是不会做赔本的生意，但电价涨关系国计民生难度大。最后加一句，对比其他的日常生活开支，电价是真没有涨，连CPI都没有跟上，但以后如果真电改了，混改了，就难说了。因为每个公司都要单独

赚钱，都要盈利。不像现在，国网公司可以平衡，那些整天想改这个那个的，想想我们改啥，那就会涨，例如教育，医疗，自来水。。。

赞 13

作者

业内人士？多多赐教哈????

赞 3



夏日虫儿飞day 2016-11-25 06:10:50

以前每天早上起来看会书。现在每天早上起来看唐书房。有料，有趣，有价值，感谢。

赞 13



痛不太仁慈绚 2016-11-25 17:27:32

十分感谢唐老师！对雅砻江水电和两投进行了极其深刻、全面的剖析和解读，一如你的《手把手教你读财报》一样的精彩和直达事物本质，对我们如何研究企业、研究商业、研究估值有太多帮助和指导意义了。 对于国投的结论，有以下疑问，希望唐老师能够抽空指导。 问题：对于结论''市场先生以略低于5折—7折的价格抛售国投电力''，不妨我们换一个角度来看思考。 第一，如果认同这个结论，也就意味着需要认同2015年国投的历史最高价14.25，基本是合理的。因为，现在的股价6.8，基本上是去年大水牛行情中国投的最高价是14.25的一半。 第二，同时，也意味着''国投的复权后的股价，从13年底2块多一路飚涨到15年14块多''，这个过程中所有的价钱都是低估状态，几乎没有任何泡沫。而根据常识来看，大牛市中基本所有股票都会高估。 上述两条结论，细思级恐。 PS：我个人也在前一阶段持有15%左右国投。

赞 8

作者

这是一个有价值的问题。有价值的问题应该得到有价值的回答，下周抽空我写篇文章解答你。

赞 6



看透你也恨假 2016-11-25 06:11:02

谢谢老唐的无私奉献，辛苦了。

赞 8



天津胖子0214 2016-11-25 10:48:44

我是个很抠门的人，看完还是忍不住赞赏一下。打印出来，反复阅读。

老唐能尽快把不利因素和分析贴出来吗？我好装订

赞 7



你素小三重 2016-11-25 07:13:45

山上的电塔基本上是用马（广西这边情况）托上去的小构件到塔位组装的。塔基的水泥，碎石等材料全是。当然在条件允许的情况下尽可能修便道。事故一般安全责任都是施工单位承担，投保了工程一切险和人身意外伤害险就由保险公司赔付。对项目的

影响就是建设工期和一些间接损失。 赞 7



忧小曲吻 2016-11-25 15:12:10

必须赞老唐，这才是真正做投资的人，也教导了我们方法与逻辑。谢谢老唐。知道老唐不缺钱，打赏只代表敬意，请笑纳。 赞 6



海南姑娘哩 2016-11-25 07:24:27

研究到如此深度确实可以夜夜安枕，老唐就是移动的路标啊 赞 6



首的歌艹 2016-11-25 08:26:54

微信公众号泛滥的今天，就像花枝招展的妹子，吸引个一两次也就被客人淡忘了，老唐的书房则不然，如陈年佳酿，品尝几次后就让人不由自主好上这口了。/流泪 赞 5



河南腕红艳去 2016-11-25 08:04:48

感谢老唐，看看老唐的阅读量和公司分析，从数量和态度上都赶不上老唐，更不用说有老唐的能力了，看来我还是先解决阅读和动手分析这两步吧。国投也是我的第一重仓股，多谢老唐的付出。 赞 5



爱7855123baby 2016-11-25 07:53:37

清晰透彻，老唐辛苦了/抱拳 赞 5



看透你也恨假 2016-11-25 15:50:13

在老唐对其他水电资产/火电资产/新能源等的估值搜肠刮肚、无所不用其极地低估后，画面还是很美！本人取估值区间的三个点：极端低估680亿,保守估值820,公允估值950亿，现市场估值462亿约5-7折，估值过程中，涨幅分别为：48%，77%，105%，三年为期，年化收益率分别为：14%，21%，27%，按照老唐的残忍低估的风格，取5年为期吧至2021年，年化收益率分别为：8%，12%，15%，以上仅考虑估值的正常修复，没有考虑牛市中的“疯狂”，算是安全边际，白送吧！ 赞 4



隐居在史前表 2016-11-25 08:13:07

对电力这块熟悉。感谢老唐持续的分析交流，重点也学习到对企业分析的方法。/强 赞 4



琴有独终豪i 2016-11-25 08:07:36

看完老唐的文章，剩下的只有佩服。做了这么多功课，你不赚钱真是天理难容！小小的打赏一下表示心意。 赞 4



扣小洁吧 2016-11-25 07:00:25

老唐你把这几天微信公众号更新的内容编成书出版，版税都够你喝几瓶茅台了，感谢！/抱拳/抱拳

赞 4



他说的爱噩 2016-11-25 15:27:07

老唐对非控股火电的估值，手段太过残忍、毒辣！！！，这可都是净利率20%以上的优质金牌火电资产啊，按2015年及2016年平均净利润的8倍估值，OMG,叠加了历史最差火电设备利用小时+煤电联动下的煤价飞涨+8PE,8倍PE,若考虑到折旧的因素，自由现金流的倍数都小于8倍，折现率甚至取15%？这种投资收益，还不打破脑袋！/呲牙

赞 3



ness真好的故事 2016-11-25 07:26:32

写的真好，买五万手压压惊！ 哦，写错了，是五万块

赞 3



蘑菇不开花娅 2016-11-25 08:33:24

给老唐点赞。

赞 2



温柔女硬汉殤 2016-11-25 07:41:37

看完长老的分析，感觉自己买的手财，还需要再认真读两遍。。

赞 2



不该滚粗苒 2016-11-25 07:07:01

老唐写得真好 如此详细的拆解 佩服 佩服

赞 2



爱担柴的人fly 2016-11-25 20:56:13

非常感谢老唐的国投电力系列文章，对国投电力的估值基本了然于心了，股价只是基本面的副产物，拭目以待，/微笑

赞 1



涵晓漠胡 2016-11-25 19:40:29

老唐辛苦啦！能够把一家公司扒得这么精光，让人一眼看透，只有看唐有这水平，让我对今后的养老生活水平有了更高的期待，再次感谢看唐！也期待更多佳作问世！/握手

赞 1



袜子424 2016-11-25 14:39:33

感谢老唐精彩分析！

赞 1



刺眼的情侣弒 2016-11-25 13:54:17

想点赞发现零钱和卡里面都没钱，还好买了本手把手算支持过了，老唐

的分析真知灼见，即使出现30年代那样的大萧条，国投电力也会显示出其足够的安全边际，我会坚定持有并不断买入来支持老唐/强

赞 1



云它象摔 2016-11-25 10:57:32

老唐辛苦了！

赞 1



棋爷系 2016-11-25 09:51:18

扒这么多数据真不容易，鼓励一下。有没有近五年国投火电营利数据，从营利情况也给个估值！我是抄作业的/呲牙

作者

当然有，但不给懒鬼抄。翻开财报十分钟就可以搞定这些数据，自己动个手~~/呲牙

赞 1



裸色控公 2016-11-25 09:09:43

一口气看完这三篇文章，内容详尽。作为一名韭菜，暂时还不能找出文章的bug。但这不是我最终的目的，我应该更仔细的学习这一系列的文章，内容丰富，精彩。细心的老唐还能将昨天的事故内容一并谈到。谢谢，你这种精神值得我们好好学习。

赞 1



苏凉扣 2016-11-25 09:03:31

对老唐的感激之情无以言表，正如山行所说，今年国投多灾多难，不过对于我这样的买方来说实是难得的机会，哈哈，坐等挖坑。

赞 1



梁查器 2016-11-25 08:38:00

谢谢老唐的无私分享！

赞 1



从逝擦孟 2016-11-25 07:44:31

看完了，看了好几遍，老唐的企业分析读起来酣畅淋漓，感谢！不过更期待下篇，对国投最大的担忧是管理层，这不是数据可读出的风险。

赞 1



黎妍莫仗 2016-11-25 07:44:27

言必信，老唐/玫瑰

赞 1



莫熙阳偿 2016-11-25 07:36:12

投资是一件极其专业的事！

赞 1



冷柔控搂 2016-11-25 07:34:34

狂赞 感谢分享

赞 1



姬魂曲绯齐 2016-11-25 06:53:31

谢谢 赞 1



陌芯涵攻 2018-07-18 14:24:36

老唐，虽然您卖出了小国子；但还是想汇报一下市场又回到您的估值搬砖公式了；国投市值至少应＝44/40×川投市值+119亿。过了2年，今天的市值7.7X68亿＝524 ，刚好是川投的1.1倍+119亿[微笑]；



米饭炒鸡蛋吮 2017-02-13 22:03:42

老唐，总部的87亿负债是什么负债？在年报的哪里？

作者

抱歉，这会儿一时记不起来详细数据了??



其实我太傻欢 2017-02-10 00:21:52

和我用现金流算的每股12元，其实差不多，但是市场什么时候认识到国投低估还真不好说



漫天灰和 2016-11-26 22:45:47

感谢老唐分享研究成果，也感谢那些积极留言的朋友，你们从多个角度的分析论证让我学到了很多。在此我也对老唐文中无关痛痒的一个观点提出一点点看法。文中说，火电产能已经不再供不应求，而官僚们还是滞后反应，仍在限电。我认为，国家限火电应该是综合平衡、统筹兼顾的，既要考虑火电产能，又要考虑煤炭行业改革，还得照顾到运力紧张、核电替代、碳排放等等多个因素。诚然，官僚机构反应不快，但应该也不是那么慢，因为政府要从全盘出发，多个部门之间也得角力妥协。



靠谱的富贵 2016-11-26 13:38:18

细致，理性。



0珍爱永远0 2016-11-25 22:36:55

赞赏一下，呕心沥血的十篇文章，打印出来好好欣赏！



我是荒信处女座 2016-11-25 22:03:43

一口气看完老唐的8A~8C，赞赏有价知识无价/强



杨肉肉艳 2016-11-25 21:31:25

国投已经公告了不存在委托管理一事，此事对国投影响应该很有限



儒雅的Cute826 2016-11-25 21:16:26

不知道从PE处于近十年历史底位的角度是否可以粗浅地回答“Eric伟”朋友的第二个问题。



鱼蛋晚 2016-11-25 21:02:47

国投的价值摆在那，爱咋咋的。单就事故来说，对国投的影响只是情绪上的，实质影响除延期开工外，几无影响。退万步说就算事故经济责任算国投的，70多人每户150万顶天了，也就1亿，国投摊在股份上表现就是每股不到2分钱。而按法律划责，国投不可能全责甚至于无责。



没有多伤心漾 2016-11-25 20:42:44

唐朝摆起龙门阵，两投指日跃龙门。/玫瑰/强



雅诗阑黛制 2016-11-25 17:11:17

写的太好了，您的手财我读了很多遍，可以说是前无古人了，急等您的手银。赞赏8元，不成敬意，希望您能坚持下去。

作者

过奖了，谢谢/握手



凌九岁月 2016-11-25 16:19:18

好人品，好文章，好公司！同时还得感谢雪球和微信！才能读到这么好的文章！



喜欢的拉拉誓 2016-11-25 16:11:28

唐兄，辛苦。



辽阔的明天妞 2016-11-25 14:34:09

老唐的公众号是我关注过最好的，干货最多，理念令人信服，分析逻辑值得学习，结论拿来就用/强



尛淇乖 2016-11-25 14:17:06

感谢老唐无私分享智慧和劳动！感谢老唐传播价值！同茅台系列研究一样，这个系列也将在夹头的世界永生。/强/强/强



莫想陈 2016-11-25 13:01:57

加紧学习消化，跟上老唐投资之路的步伐/奋斗/奋斗



殇灬旧 2016-11-25 12:50:40

山神上午搬砖到国投了，喊你抱团取暖了



佳尔的老巢 2016-11-25 10:53:26

Md，读完还有点感动。



冰月肛 2016-11-25 10:53:04

老唐，这是静态估值吧，随着时间推移，我觉得所有企业价值是动态变化的，不知对否？

> 作者

对。会有动态调整，但实际上企业的经营情况和外部环境，一般变化缓慢，没有特殊情况的话，发财报的时候，思考一下变化就可以了，平时就呆坐/微笑



雅诗阑黛制 2016-11-25 10:41:12

两投的风险因素，考虑过俄罗斯萨扬水电站类似的事故么

> 作者

这类事情，本质上和投茅台有没有考虑地震，坐飞机有没有考虑空难，过马路有没有考虑车祸差不多。都是一个概率问题，就当从安全边际里支出一笔保险费就行了，再想的更多更细，也无计可施/调皮



洛眉纺 2016-11-25 10:30:42

谢谢分享！言出必行，老唐的行为和精神值得我好好学习！看了你的不少好文章，真心佩服你！我要开通微信支付，打赏一下，以表心意。



倩子蓦王 2016-11-25 09:52:01

看了老唐的分析，就是过瘾，清楚，明了，不纠结于小数，看了对这个投资标的更放心了，也感恩于老唐的付出。



最爱guazhedemj 2016-11-25 09:28:05

谢谢老唐！



此乃良民婚 2016-11-25 09:12:00

一口气看完了，感觉老唐应该把最开始国投估值的结果放到最后，这样应该会有更多的读者把这三篇看完吧□



抹残败的笑帅 2016-11-25 08:41:06

谢谢老唐。



追梦孩卦 2016-11-25 08:33:40

老唐分析非常到位！！但老唐有没有考虑中国现今的真实通货膨胀，对比这收益如何了？个人认为现股价有投资价值，要很有投资价值，只等股再跌多点吧。



卟必费心质 2016-11-25 08:31:31

小小红包，请莫见怪。



陈年旧事瓦 2016-11-25 08:31:30

老唐是真正把知识转变为生产力的智者，所谓读书的最高境界吧。



乂小时光四 2016-11-25 08:01:03

老唐写的真好，豁然开朗。 没错，输电杆塔导线就是靠骡子人搬上去的。



木医人予 2016-11-25 07:50:47

一百个赞



曲终人瘦柒 2016-11-25 07:50:13

说起火电，都是萧条，不景气，没前途。可是我们这里，火电厂的待遇。。真心好啊。那福利，住房公积金。倍棒。大家挤破脑袋，拖关系进去。哈哈，作为小股东，真想问问，为啥困难的时候，不能像民企那样，稍微消减一下福利，控制一下成本。哈哈，火电厂工作的朋友要抗议啦。



year执法者749 2016-11-25 07:48:18

老唐辛苦/强/强/强



你选择逃避匀 2016-11-25 07:42:24

谢谢老唐，拿着川投，有机会也买点国投了/呲牙/呲牙



小格格半 2016-11-25 07:39:03

三弹齐发，老唐老师火力全开啊/强



情侣太拥挤擦 2016-11-25 07:36:29

简单粗暴有内涵，坐等价值回归/强



虎牙大神招募 2016-11-25 07:25:59

感谢



楚辖湘天蝎 2016-11-25 07:23:04

唐大哥谢谢您的分享，学到很多东西/微笑



钰意2 2016-11-25 07:16:39

讲个题外话，这次这个事故的总承包单位是中南电力设计院，我以前在

中南电力设计院隔壁工作了九年，也有同学家里是电力设计院的。福利待遇真不是一般的好，去年听还在里面工作的熟人说电力院的领导抓了一大批。死亡30人以上属于特别重大安全事故，从法律角度讲，总承包单位负有不可推卸的责任，不知道这次怎么处理，当了多年邻居，还是不希望看到这个事，可惜了



孤寂旅程红颜 2016-11-25 06:57:54

师者，xx解惑也。感谢您，唐老师!



你是死了吗空 2016-11-25 06:56:39

谢谢老唐每天早上6点更新的文章



大爱卉用 2016-11-25 06:42:50

感恩唐哥的辛苦付出

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

加急补推：雅8号外！

原创 唐朝 唐书房 2016-11-26

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

很抱歉，今天早上推送的《从雅砻江三季报说起8》一文，出现了两个错误，一个重要、一个不重要。感谢读者@黄冬明 指出，谢谢，谢谢。

重要的错误是：表6中非控股火电厂的淮北国安，2015年净利润正确数字是1.77亿，老唐老眼昏花点错一个小数点，写成了17.7亿。

因此：
①C篇原文的"获得了48亿净利润，归属国投的净利润有11.56亿"应该修改为："获得了32亿净利润，归属国投的净利润有6亿"；

②C篇原文的"（11.56+4.5）/2×8=64亿。"应该修改为："（6+4.5）/2×8=42亿"；

③C篇原文的"非控股部分归属国投的价值为64+25.6=89.6亿。"应该修改为："非控股部分归属国投的价值为42+25.6=67.6亿。"

④A篇开头和C篇第四部分的估值总表，应该修改为：

	控股火电	新能源	非控股火电	总部	水电	合并数*
总资产	380	116	308	17	1370	1928*
总负债	246	58	158	104	1023	1431
净资产	134	58	150	-87	347	497**
老唐估值	156	29	188	-87	1085~1600	
归属估值	94	23	67	-87	565~830	662~927

⑤C篇第四部分原文"相对于本文中穷尽可能保守做出的估值119亿而言，绝对值差了95亿。换个表述法：在我心目中，国投市值的合理值用公式表达的话，至少应＝44/40×川投市值+119亿。"应该修改为："相对于本文中穷尽可能保守做出的估值97亿而言，绝对值差了73亿。换个表述法：在我心目中，国投市值的合理值用公式表达的话，至少应＝44/40×川投市值+97亿。"

实在是非常抱歉，估计是老唐当初看2015年财报，整理excel表格时，不小心把小数点输错了，自己一直没有发现，就这么沿用到这儿了。再次感谢@黄冬明 的细心，也再次为老唐的粗心表示歉意。

至于搬砖阈值那部分，我不打算修改了。因为本就是偏艺术的个人看法，仅供各位参考。各位也不用过于担心这22亿数字差异，虽然看上去数字不小，但一者估值本就是个区间，660~930和680~950，相比462市值而言，毛估估都是5~7折；二者其他部分的保守也为这个错误建立了缓冲——当然，这并不意味着老唐的错误无足轻重，我明早儿就罚酒三杯，555555……

还有一个错误，对估值几乎没什么影响，就不修改了。但需要提出来让各位知道：伊利能源是火电公司，不是新能源公司，老唐归类错误。——感谢@黄冬明

另外，有一位读者@Eric伟 在留言区提了两个很有趣的问题，他/她说：对于国投的结论，有以下疑问，希望唐老师能够抽空指导。 问题：对于结论'市场先生以略低于5折—7折的价格抛售国投电力'，不妨我们换一个角度来看思考。

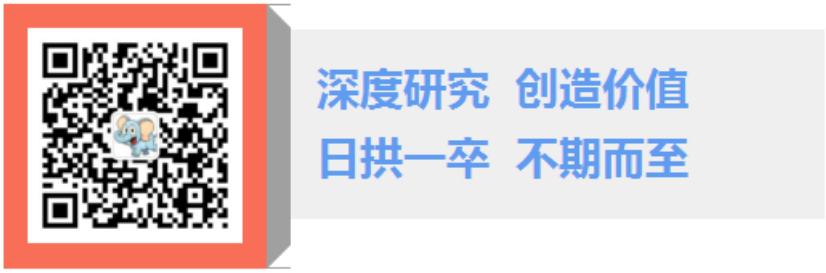
第一，如果认同这个结论，也就意味着需要认同2015年国投的历史最高价14.25，基本是合理的。因为，现在的股价6.8，基本上是去年大水牛行情中国投的最高价是14.25的一半。

第二，同时，也意味着'国投的复权后的股价，从13年底2块多一路飚涨到15年14块多'，这个过程中所有的价钱都是低估状态，几乎没有任何泡沫。而根据常识来看，大牛市中基本所有股票都会高估。 上述两条结论，细思级恐。

这两个问题都很有价值，涉及到投资体系中重要的合理估值与泡沫、动态估值与静态估值的关系。老唐心中有答案，但不是几句话可以说清楚的。因而，看见他/她的问题后，我当时回复到："这是一个有价值的问题。有价值的问题应该得到有价值的回答，下周抽空我写篇文章解答你。"

下周我会抽空写篇文章来谈谈我的看法，如果你对这两个问题有自己的答案，或者也有同样的困惑，不妨留言，火花就是这样碰撞出来的。

最后，再次为老唐的粗心道歉。
祝各位周末愉快！



阅读原文



可爱的爱海0123 2016-11-26 03:08:15

没说的，犯错仍要打赏，更要打赏。如果说老唐的文章可信度是95分，老唐待人处事的可信度是100分！

赞 29



无敌很可怕WP 2016-11-26 01:19:19

有一堆牛叉同学在，我再也不怕抄作业出错了 赞 23



遇不见悲伤某 2016-11-26 09:15:36

谢谢分享。推荐两个提取Pdf财报表格数据的软件：AbleExtractPortable和ScreenshotReaderPortable。前者主要用于提取整个表格，后者则对提取表格中部分数据更为方便。 赞 21



他妻妾索 2016-11-26 08:27:57

我的理解，15年的牛市是创业板的牛市，蓝筹股涨的并不多，而且不仅国投电力的估值没有泡沫，像银行股，白酒股，家电股等都没有泡沫，所以这些股票现在要么已经创了新高，要么眼看就要创新高了。 赞 14



陈年旧事瓦 2016-11-26 06:31:29

关于泡沫的问题：1.无论是投资者的个体，还是市场的整体，认识一个公司的内在价值都会有一个过程，不可能某一阶段，都是泡沫或者都没有泡沫，公司的发展也在不断变化，我们只能根据现有的资料做判断。2.不要忽略时间这个因素，随着货币贬值，公司内在价值的增加，一些泡沫会被填平，比如2001年上证指数到过2000多点，充满泡沫，2014年2000多点，我们就不能说充满泡沫了。 赞 10



弹的正义夫 2016-11-26 11:53:59

两投去年牛市高点也仅是合理价值的原因： 1、其实去年牛市高点也仅是合理价值，甚至还没到合理价值的股票很多，银行股就是，并不稀奇。两投并不孤单。 2、常言道：底是价值投资者买出来的，顶是趋势投资者买出来的。两投没什么概念，无法炒作，不是趋势投资者的菜，自然买不出远高于合理价值的“顶”。 3、在唐朝这几篇文章之前，普通的价值投资者，只是定性的感觉到“好”、“不贵”，但实际值多少，无法有定量的判断。因此，去年牛市末期，眼看大势已去，一般的价值投资者也很可能走人，从而使“半山腰”成了顶。 推论： 1、熊市低位与合理价值的偏离度，会远大于牛市高点与合理价值的偏离度，两投的投资者可以预期赚足企业成长的钱和纠正市场偏见的钱，但别指望赚到很多市场疯狂带来的“溢价”。 2、以对水电的理解而论，跨越巅峰、山行均是大师中的大师，但由于他们没有系列化地深谈价值估算的逻辑，以对投资两投的小散的帮助而论，老唐第一！ 一个去年初才入市的新韭菜大胆陈述 赞 7

楠子楠子彩 2016-11-26 10:11:53

老唐用上细思极恐一词，主要是想起到激发网友的发言的作用，其实老唐对国投现价5至7折的价值判断心中雪亮.既然老唐想大家涌跃发言，俺也献丑两句。1 国投属于公共股，从历史看公共股要极大泡沫化很难（原因在这里不展开），国投长期处于相对低估值，去

年的牛市水位大涨只是附带将国投托上来一些，其价格也仅是略高价值，2 去年牛市是结构性牛市，记得大盘4000点后，以经和另一板块银行股没多大关联了，4000点以上是神创板狂欢时刻，国投在去年股价也翻倍，但跟神创比那是小小浪花，去年的大牛市大泡沫是神创专有更精确些。所以用去年大牛所有股票都会高估来判断国投的股价就过于表面了。 赞 7

作者

感谢黄兄多次的大额打赏和鼓励??，黄兄分享的观点也很有价值，谢谢?? 赞 5



挡何及比 2016-11-26 00:06:51

勇于犯错的同学是好同学，大赏。 赞 7



你大婶裙 2016-11-26 13:14:16

我的一点看法是，过去的泡沫不代表现在或以后高估，就像当年的茅台，万科，谁也想不到十几年能涨几十倍，但他们不一定现在高估，因为估价对于他们现在的内在价值已经不再高估，原因嘛，随意企业发展内在价值同步增加，但是内在价值与股价不可能线性同步，所以有高估阶段也有低估阶段，极少数合理阶段。至于国投，老唐大哥今天跟我们分享了他的合理估值是600多至900多亿，但是我们不能说五年十年后，他还是这么多价值，因为我们要关注企业的发展变化，我相信以后或有的电价提升，消纳解决，两河口等中游电站投产，那现金流肯定和今天不是一个水平，到时说不定值2000亿呢，所以我们今天的估值是为今天的买入找理由，如果刻舟求剑到了今天你估值就卖出，那就大错特错了，也不可能有巴菲特持股几十年的传奇故事了！ 赞 4



穆穆影子伐 2016-11-26 00:48:09

1.15年最高点估值合理的公司还是有的，茅台、银行等蓝筹绝对没有高估。2.牛市的涨幅主要归功于熊市的极度低估。总之，如果你按患有精神病的市场先生的报价来估值，迟早自己也变成神经病/呲牙 赞 4



绝望在哭泣窜 2016-11-26 15:26:35

我的理解是市场喜欢有极大想象空间的个股，就是未来有几倍业绩增长的可能性，这样才能越买越贵越多人买的循环，毕竟股民基本上都是抱着赚大钱，发现超级牛股的希望去的。国投呢，一倍的业绩增长也很难，没有想象空间，很难被高估，只可能被超级低估后的反弹罢了，一如过去2块多到14块多的修复，后期，股民不过是因为上涨而莫名跟风罢了，因为缺少未来的美好故事罢了。个人预计，中游投产是个不错的催化剂，若再加上火电赚钱+消纳解决,故事更丰满，效果更好。/呲牙 赞 3



范儿萝 2016-11-26 09:15:12

13年的水电估值与现在不同，15年的火电也不是废铜烂铁。五年内，水电新竣工+火电发电量反转是大概率出现的事件。这就是夹头爱水电的原因，未来可预见。 赞 3



做梦先生刻 2016-11-26 09:03:10

老唐每篇文章都看了，前面的大概能看懂，后面细说国投估值越看越不懂。

手财也有买看了三遍也没看懂，越看老唐发的文章越是思考一个问题，像我这样与老唐同时代出生也没上过高中人，天天涮雪球抄作业。没有自己的独立思考，对于抄的作业信心也不足。天天担心没作业抄了自己怎么办，是不是应当留在这个市场。但心又不甘，现在还在靠时间获取主要收入此生再无出头之日，老唐能做得这么好我继续努力可能有出头之日，老唐可否分享一下你做投资的进阶过程和0级小散如何学习财报和分析一个上市公司的框架。 赞 3

作者

我的《手把手教你读财报》以及唐书房里的《如何早知道》、《从雅砻江三季报说起》两个系列，就是在讲解和演示如何学习财报和分析一个上市公司。 赞 2



慈光判 2016-11-26 07:47:58

15年是个变态的牛市，或者说是牛一，我在等牛二，坐了个过山车，或许过几年回头看就会看到15年只是牛一而已，牛二就在下一波 赞 3



溜子召 2016-11-26 01:24:45

每次都想赞美和谢谢老唐，普度众生，但赞美的声音多了，也就廉价了，不过还是要表达我的感谢。从210元买入茅台，不断加仓国投均价至6.4元，这些盈利真的感谢你。我非常明白，投资要靠独立思考，但目前能力有限，只能结合自己大致能看懂的财报，独立思考大v们的分析。其他大v也有牛逼的，但分析文章不详细，或者行业难以理解，我是不敢下手的。老唐的逻辑完全征服了我，我觉得自己能看懂，也确实想不到漏洞，所以坚决跟随了。我还没打赏过，过两日拨弄下，将首次献给老唐 赞 3



鱼蛋晚 2016-11-26 12:52:13

对国投的估值是需要考虑电价因素的，而且影响很大。15年整个煤炭行业在下行，电价预期是下行的。对国投的估值自然要低很多。去年的14块其实已经算非常好啦。当然，现在预期明年电价要提高不少了，煤炭价格节节升高。哈哈，我最近在陆续加仓国投。这理解对不对？ 赞 2



北极光橡 2016-11-26 10:36:03

估值永远都是一个动态过程，绝不能一个模型去套任何空间，时间上的公

司。难免刻舟求剑！前几年拉闸限电，能产生电的都是香馍馍，这两年电力又过剩了/微笑。做重资产投资，首要应该确保的，就是手中的资产起码应该管用10年。就这点，我太喜欢大坝了/色

赞 2



調奢崋职 2016-11-26 07:06:48

相对老唐知识的牛x，老唐的做人更牛x！为老唐点赞！/强

赞 2



客居博浪沙 2016-11-26 03:26:00

老唐简直劳模，夜班东西看了/呲牙/呲牙

赞 2



内木光枝time 2016-11-26 00:51:38

先点赞，明天看

赞 2



寂寞有刺粥 2016-11-30 16:16:23

最近陆陆续续的把老唐的两投分析文章一一打印出来拜读，收获良多，今日特此赞赏，略表谢意和敬意！期待老唐关于两投的收官之作。最近的感悟：学老唐跑步，健康又快乐；学老唐手财，投资有底气；看两投分析，持股增信心。/憨笑

赞 1

作者

/握手



冷情绪妹 2016-11-28 17:51:11

老唐不但学习能力强，人品也是顶级的，人生榜样！

赞 1

作者

谢谢鼓励/握手

赞 1



花期自焚促 2016-11-28 13:04:56

快要都看完了，看到第四篇的时候就准备下手了，水电真安心，只要有水就是印钞机，管理层不做死，国投可以一票养三代了/呲牙

赞 1



浪的梦境乖 2016-11-27 13:28:56

今天读手财发现一个错字，第82页第一行，‘重分类日’应该是重分类目吧。请老唐确认

赞 1

作者

不是，就是重分类日，意思是重分类的那一天。

赞 1



小沫晾 2016-11-27 01:29:32

老唐，我有个疑惑，既然您的数据都是从年报以及上市公司平时披露，为何您所做的极保守剔出负债后的毛估估和合并资产负债表中的净资产不符合？按您的算法，国投应该是0.5至0.9PB。是因为您的毛估估是按通行的收益也就是国债收益来算资产价值还是母公司合并资产负债表只算了原始投入的资本。 赞 1

作者

你反过来想，如果估值和报表净资产一致，那还会存在“估值”这回事儿吗？ 赞 1



VIP宝石 2016-11-26 23:16:00

能以一个理想的安全边际买入一个有护城河的标的，简直是天上掉馅饼，做梦也会笑...但它会不会也是一个陷阱。 关键在于，价值能不能被市场发现。 格雷厄姆说，它就是这么发生了，呵呵。 凯恩斯说，长期？长期我们都死了。 你能跨过所谓“价投的陷阱”？我反正打算把账户传给女儿，让她再传给她小孩。拼上3代赌中国制霸全宇宙。 言归正传，定价权是护城河标的被价值发现的关键。国家需要你，你必须做出牺牲。没了。 赞 1



超级阿多帜 2016-11-26 17:50:02

这种市场观念可以导致下列结论：第一，如果某种事情显得过于美妙而难以置信，既某只股票看来明显被低估或者高估，它有可能是幻象。第二，如果分析得到的价值与市场价格大相径庭，首先应该考虑到市场是正确的，然后，我们必须说服自己，在认定某一事物被高估或低估之前，我们已经偏离了事实，这一更高的标准可以督促我们在随后的整个估价过程更加谨慎小心。考虑到胜出市场的不易，这种审慎绝非多余！ 赞 1



go娇腿绕腰肢嘿 2016-11-26 16:37:01

其他文章我都是赞一块/呲牙 这篇我赞5块 赞 1

作者

/呲牙谢谢/握手



码志喷 2016-11-26 10:06:40

15年算不上整体大牛市，最多也是局部神创们的大牛市，对于蓝筹股们那时候还是低估的。物极必反，或许这次大蓝筹的泡沫或许也在来临。 赞 1



浮生渲染情剂 2016-11-26 09:05:31

从雪球上认识了老唐，对老唐的专业知识和做事态度深表佩服。打赏虽然少了点，老唐应该不会介意的/微笑 赞 1



或间或不 2016-11-26 08:43:00

我心里不平衡啊，为什么我没有发现问题/发怒 赞 1



笑眸观 2016-11-26 08:36:10

治学严谨的典范！ 赞 1



坏坏坏钕绊 2016-11-26 08:32:20

不怕犯错误嘛，改了就是好同志嘛，改了再犯嘛。 赞 1



黑白灰过 2016-11-26 08:05:36

小韭菜努力学习中 赞 1



灼尒之歌 2016-11-26 07:49:30

双十一买了老唐的读财报，到货了 赞 1



仔仔金多武 2016-11-26 07:10:14

三杯茅台！ 赞 1



格格不入岸 2016-11-26 06:39:31

谢谢老唐，周末愉快！ 赞 1



夏花愤 2016-11-26 06:37:03

赞老唐严谨，/强/玫瑰 赞 1



凉忆剩 2016-11-26 05:31:26

赞一下老唐的读者。有什么样的作者就有什么样的读者，反之亦然/微笑

赞 1



燃泪取暖源 2016-11-26 03:00:19

自罚三杯/尴尬，这是奖呢，还是奖励呢/疑问 赞 1



梁恳蛔盼诨犹 2016-11-26 01:34:54

从微博到雪球，从雪球到微信，从茅台到国投，从学生时代到工作两年之后，老唐一贯的严谨让我等晚辈敬佩！！！ 赞 1



放松骨灰 2016-11-26 00:28:37

老唐明显是为了找借口喝三杯茅台嘛/阴险 赞 1



离离离离心道 2016-11-30 08:49:49

关于国投雅砻江我已仔细看了两遍，但是对于中国全社会用电量未来增长情

况看不清楚，希望你能谈一下！正在研读《手银》，前辈，想你学习！



白髮小妖瑶 2016-11-29 23:26:21

我是第88个赞赏的，吉利，老唐抽丝剥茧的功夫一流，我一定要把这几篇文章打印出来，好好从头到尾算一遍/强/强/强



不许耍赖官 2016-11-27 16:56:18

周末抽空粗看了,解决了心中不少疑问。回头慢慢细看。 感谢!



泡影乾坤惨 2016-11-27 09:30:09

从估值角度看，买入比卖出难多了



你素小三重 2016-11-26 23:32:30

我坚决认为，任何股票在完成估值回归后必然会超出估值形成泡沫，20%不嫌少，100%不嫌多。 如果没能完成这个过程，必然是有原因的。 必然有一股超越这个系统维度的力量在起作用。



day两个仙女qwq 2016-11-26 23:18:05

十分期待唐老师的下一篇重磅文章。 世界上拥有知识和才能的人很多，可是，拥有知识而有愿意普惠众生之人，并不是那么多，因为多数人的人性永远是自私的。 无疑，唐老师，属于既发现了客观世界的规律又愿意普度众生之人。值得钦佩！



黯然情泪意 2016-11-26 22:52:12

老唐德艺双馨，所以粉丝的水准也是相当的高。这样的交流真好！



小丹巡 2016-11-26 22:43:41

感谢唐老师。去年看了手把手教你读财报后，我又将历年的茅台估值进行了分析，确认230仍是历史低点区域，然后轻仓买入了20%的茅台。一直拿到现在，小吃了一点儿肉。 希望这次大家一起将国投进行深层次分析和解读，能够再次吃点小肉。



凌薇明 2016-11-26 19:27:19

国投的海外投资，会不会给国投带来负面影响。国投会不会因为自己是自由现金流充足，而盲目投资，败家？



女汉子走起ing9 2016-11-26 19:18:38

老唐越夸国投，也带来一个越难回答的问题，为什么不涨，何时涨？

作者

这个非常容易回答啊！现在就可以答你：不知道，不知道。回答完毕????



韩汐漓拆 2016-11-26 17:29:45

股价能炒多高跟公司本身的价值有关系，但是也不完全相关。认同的人越多，资金追捧的力度越大，股价越高。换句话说，价格决定一切。股价不涨，要不然就是价值没有被发现或者被市场认可。我最认可老唐兄的一点是，买这样的公司心里踏实，有安全边际。



小三你不配申 2016-11-26 14:33:52

老唐的人品杠杠的！第一次赞赏，以表谢意。



只许奶我岁月 2016-11-26 12:03:58

就服气这样的较真态度！



小闹心皿 2016-11-26 09:13:13

跟踪一家公司，真心不容易，老唐这么严谨的人，都能被找出问题来，证明大家都很不错！/鼓掌/鼓掌



摩羯丶94灬浅殇 2016-11-26 08:51:56

老唐辛苦，谢谢



楚辖湘天蝎 2016-11-26 08:43:10

从财报摘数据，直接复制到Excel就不会错了/微笑



陌殇敏约 2016-11-26 06:37:19

没什么可补充的。



阳光的中雅素9 2016-11-26 00:43:09

唐老真是个有心人。感谢雪球让我找到良师。阿弥陀佛。



木希季 2016-11-26 00:38:20

没啥多说的，实在！



大师胸仰 2016-11-26 00:31:07

能够承认错误的人值得敬重。



我爱热巴宝宝 2016-11-26 00:29:10

会跌到2块吗？吓死宝宝了/惊恐



墨颜橘 2016-11-26 00:26:59

认真严谨的人 帅



绝情女子愈

2016-11-26 00:09:59

老唐辛苦了。手动赞/强

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

投资的护城河

原创 唐朝 唐书房 2016-11-28

收录于话题
#读书笔记合集
34个

上次写完《优势赢平均》一文后，就想动笔写篇关于护城河的补充文章，谈谈企业的竞争优势来自何方以及如何保持。后来因为开工了雅砻江系列，就搁置了。正巧周末看了一本很不错的书，书名就叫《投资的护城河：晨星公司解密巴菲特股市投资法则》，将护城河的构成及不同行业护城河需要关注的要点，介绍的很清楚。于是索性本文就以读书笔记的形式出现了。

这本书是世界著名评级机构晨星公司（Morningstar）编写的。到底是顶级机构，系统而专业。和老唐曾推荐过的，同是晨星公司出品的《股市真规则：世界顶级评级机构的投资真经》以及《巴菲特的护城河：寻找超额收益，构建股票首富城堡》（作者均是晨星公司帕特.多尔西）一脉相承，甚至可以说《投资护城河》是多尔西那两本的综合+升级版。如果三本你都没买过，那就直接买《投资的护城河》一本就够了——作者是晨星俩金发美女高管，不是帕特.多尔西。

巴菲特说"投资的关键在于确定一家目标公司的竞争优势，尤为重要的是，确定这种优势的持续期。被宽阔的、长流不息的护城河所保护的产品或服务能为投资者带来丰厚的回报"，这本书是这一投资思想的细化实操本，属于那种可以对照应用的操作手册类型。

所谓护城河，就是一家企业靠什么东西阻挡别人来跟自己提供同样（或类似，下同）的商品或服务。因为同样的商品和服务，必将产生供给侧的竞争，导致利润率被拉低，降低企业的获利能力。按照晨星公司的总结，护城河来自五个方面，无形资产、转换成本、成本优势、网络效应、有效规模。

通俗理解，就是说：
①有法律或管制不让其他人提供同样的商品或服务；
②有专利、技术或工艺使别人无法提供同样的商品或服务；
③有品牌对用户心智的提前占领，导致用户优先信任本公司产品或服务，哪怕竞争对手的产品事实上是一样的；
④由于先发优势，用户转用其他公司的产品或服务，很麻烦或代价很高；
⑤同样的产品或服务，本公司有能力做到更低成本；
⑥本公司的产品或服务，每增加一个使用者，都会给新老客户同时增加更大价值，导致用户不愿离去；
⑦本公司占领了一个狭小的市场，该市场可以使现有参与者小日子美美的，但如果增加一个竞争者，所有新老参与者通通没饭吃，由此，潜在参与者没动力来抢食。

如果一家企业有这样一项或多项特点，并预计这些特点未来会持续存在，那么，这家企业就可能持续获取超额回报，这家企业的股权可能就是值得我们关注的投资对象。但是，这些特点有强有弱，有的护城河会越来越宽广，有的护城河则可能会更容易被填平。本书提供了观察不同行业护城河的经验视角。

无图无真相，老唐直接分享自己的读书笔记截图，你快速看看几张笔记截图，也能对本书做一个大致的浏览——但，推荐阅读全书。

图1：全书框架（老唐的xmind笔记截图）



图2：跑赢市场平均水平的关键要素

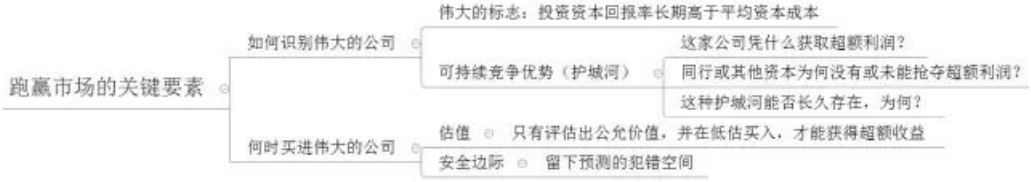


图3：护城河的五项来源



图4：无形资产护城河

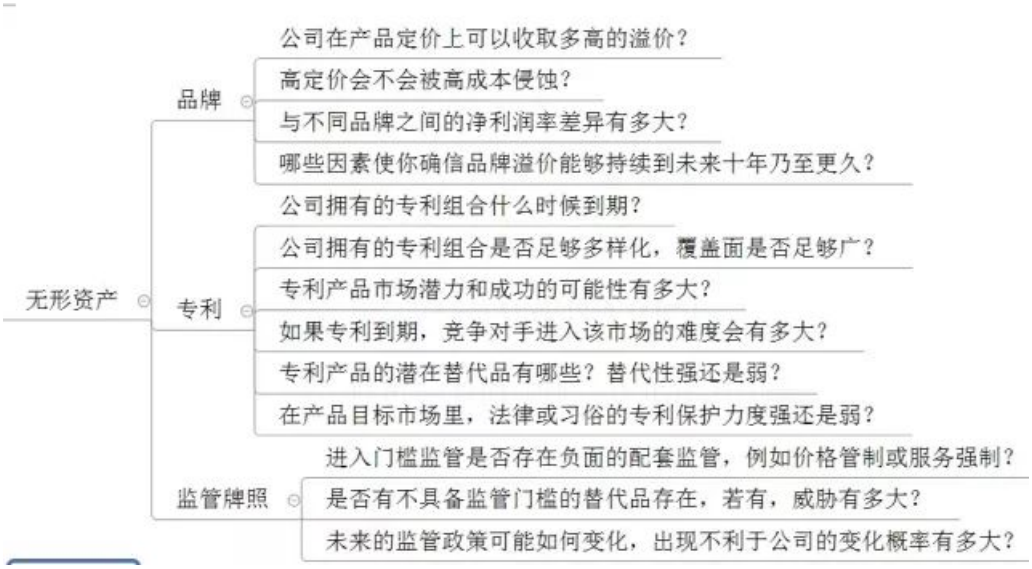


图5：成本优势和转换成本护城河

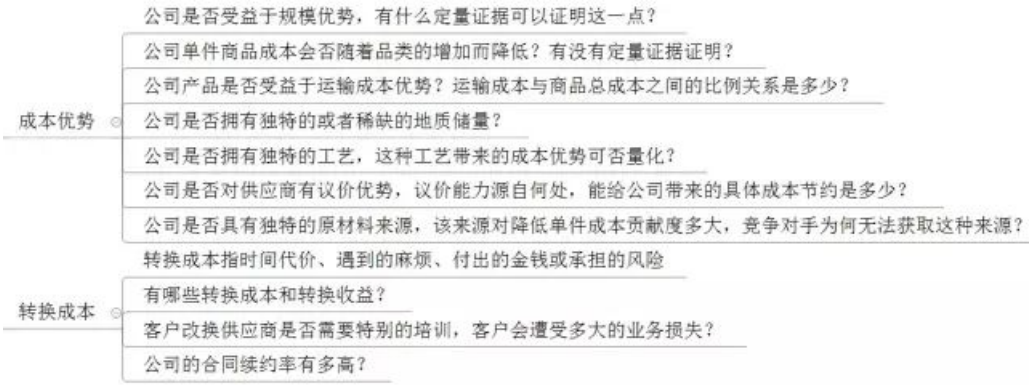


图6：网络优势和有效规模护城河

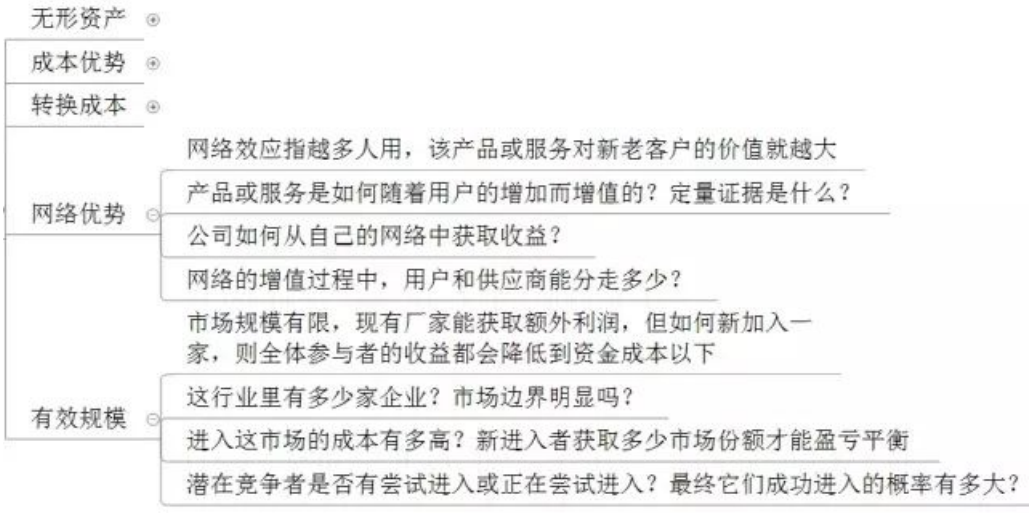


图7：护城河在变宽还是变窄1

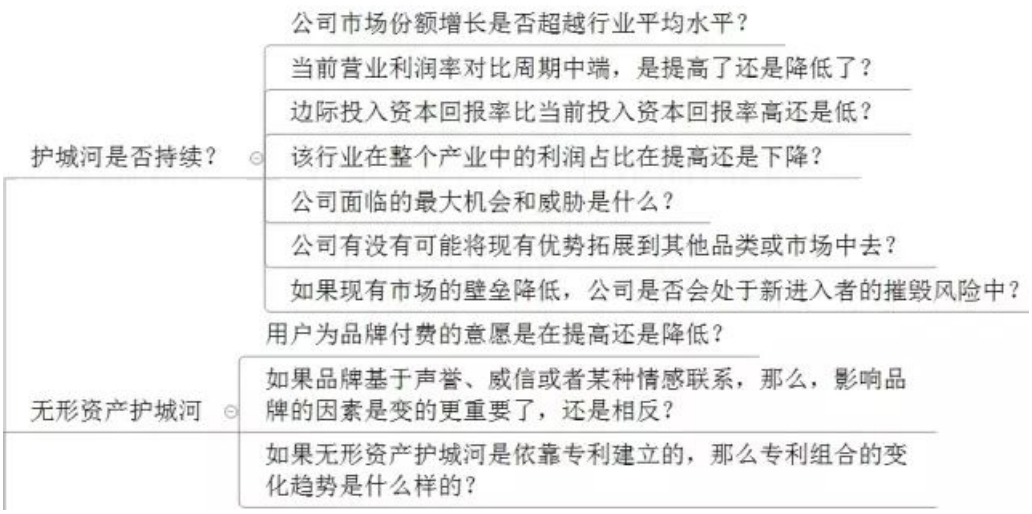


图8：护城河在变宽还是变窄2

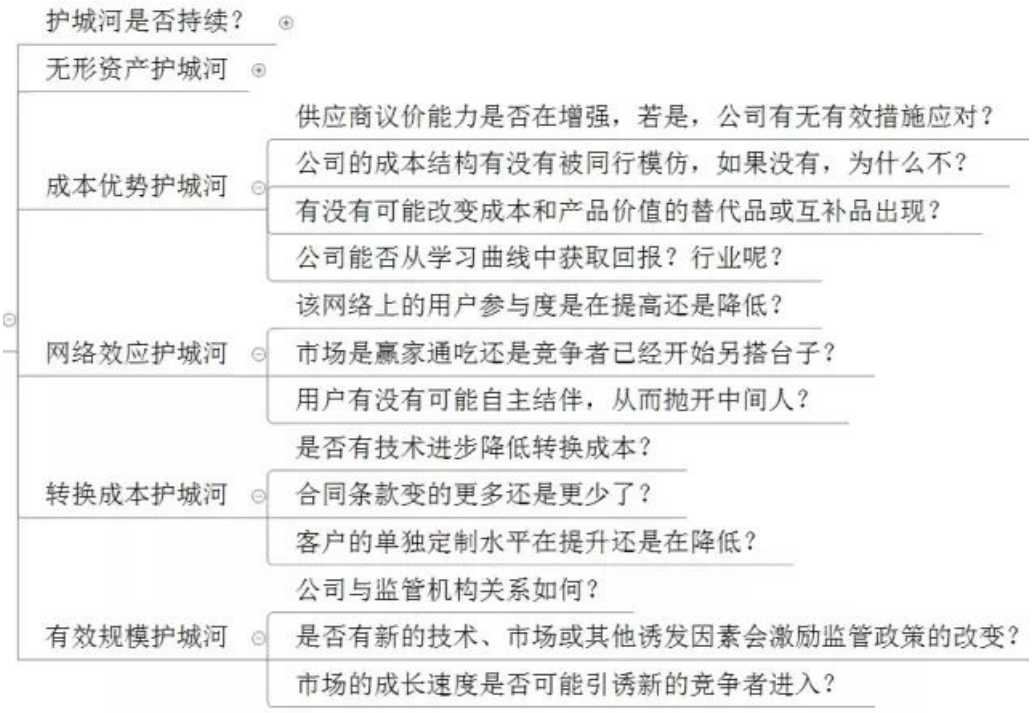


图9：管理对护城河的作用、护城河在红利投资中的作用，企业估值方法及护城河评级组合的实战成绩

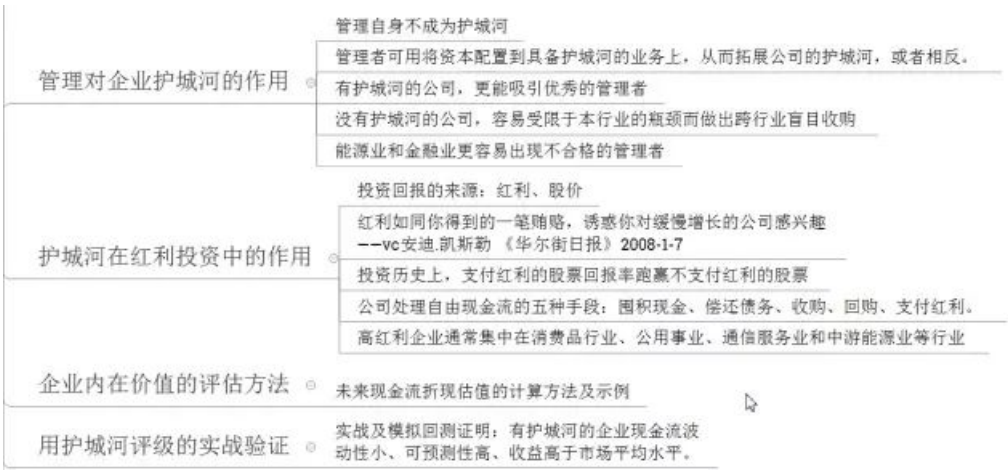


图10：不同行业护城河关注点之基础材料业

基础材料业	
基础材料生产	成本优势
基础材料加工	难以复制的生产流程、工艺技术， 高转化成本的客户关系
金属采矿业	地质资源优势

图11.不同行业护城河关注点之消费品业

消费品业	
饮料业	具有广泛分销体系的品牌
日用消费品	品牌 成本优势
烟草业	品牌 转换成本 — 独特口味 转换成本 — 成瘾性
餐饮业	很难形成护城河
仓储式零售业	成本优势 品牌
专业零售业	很难形成护城河
住宿业	转换成本 网络效应

图12：不同行业护城河关注点之能源业

能源业	
油气钻探业	很难形成护城河
油气开采业	成本优势
油气中游行业	有效规模
冶炼加工	成本优势 靠近原料 技术领先
工程服务	成本优势 无形资产 有效规模

图13：不同行业护城河关注点之公用事业

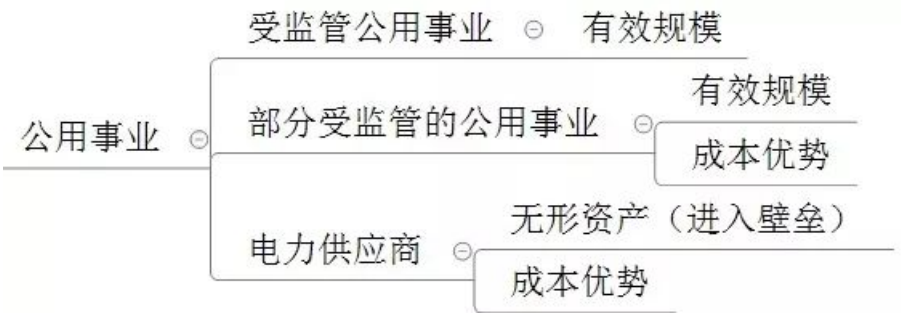


图14：不同行业护城河关注点之金融服务业

金融服务业					
	银行业	投行业	信用服务业	交易所	保险业
	转换成本 成本优势	网络效应 成本优势 无形资产	网络效应 成本优势	成本优势 网络效应 无形资产	成本优势

图15：不同行业护城河关注点之医疗保健业

医疗保健业				
	制药业	生物技术业	医疗设备业	诊断与研究业
	无形资产 有效规模	无形资产 有效规模 成本优势	无形资产 转换成本	转换成本

图16：不同行业护城河关注点之工业

工业	
铁路业	成本优势 有效规模
机场业	无形资产 有效规模
航空航天防务业	无形资产 转换成本
货运水运	很难构成护城河
废品处理	无形资产（监管、准入）
重型装备	无形资产

图17：不同行业护城河关注点之技术行业

技术行业	
消费品技术	转换成本
企业硬件系统	转换成本
信息技术服务	很难构建护城河
半导体	无形资产 成本优势
软件业	网络效应 转换成本
电信服务业	成本优势 有效规模

点击下面阅读原文，查看全书目录和内容简介——书不错，值得投资者备一本在手边。



深度研究 创造价值
日拱一卒 不期而至

阅读原文



你敢爱我吗阁 2016-11-28 09:36:00

老唐:没必要提供这些图书，韭菜只能被消灭。投资需要的是毛估估的正确。老巴的东东还要和中国实际相结合，否则就是资本市场的奥托布莱恩。 赞 4

作者

第一，大家都是从韭菜成长起来的，第二，毛估估的正确是靠大量阅读和大量思考做出来的，不是闷着头拍胸口就毛正了，第三，和实践结合，并不意味中国市场有什么特殊性，人性都一样，蓝眼珠黑眼珠都差不多。 赞 139



李小呆眩 2016-11-28 06:07:46

三天不学习，赶不上刘少奇/酷 赞 19



sky我是邋遢姐 2016-11-28 09:12:54

Word 哥，意思是在看估值方面的书（估值的艺术）之前，有必要看会计基础知识的书么（虽然估值公式能够理解，但吃的不深）？ 赞 1

作者

会计知识是必备的。不读财报，不研究公司，懂再多理念也是空谈。而读财报，会计知识就是必备品。 赞 14



疯癫范智 2016-11-28 15:53:25

学习会计知识，有啥推荐的书吗？ 赞 3

作者

你非逼我做广告吗？?? 赞 13



优晨帝 2016-11-28 09:22:53

老唐，对于电子笔记我有个疑问啊！你记的电子笔记以后还会再翻出来看嘛？记电子笔记确实省时，省力，可是我发现自己用笔写下来的笔记有时还会翻翻，可是电子的

似乎就很难再看了。求老唐解惑啊，老唐平时是怎么处理的呢？ 赞 1

作者

我个人更偏向于认为整理笔记的过程才是最重要的，而不是回看笔记。通过阅读和写笔记，一本书在脑海中系统化了，回看笔记的意义并不很大。需要回看，我通常会直接翻阅原书， 赞 12



我是芒果大黑黑 2016-11-28 19:26:22

老唐，能否推荐下学会计基础哪些书本好点了？你这方面看了哪些书了？

赞 3

作者

点击我雪球头像，看置顶帖第六部分第四篇。 赞 9



笑逐秋风远希 2016-11-28 08:18:57

听老唐的，买本看看。老唐的笔记做的真好，同样是看书，差距有出来了。

赞 5



坏坏坏钕绊 2016-11-28 08:07:18

老唐这本书我曾经推荐过你 哈哈 没想看你看的比我还快 都赖我没事就看翻手财 都当成武侠小说看了 赞 1

作者

???? 赞 4



码志喷 2017-04-14 16:54:23

老唐，你在雪球推荐了张新民的企业财务分析。我已经看完了八集公开课，现在准备买书。但是有两个版本，一个是清华大学出版社，京东有，另外一个是人大出版社。请问哪个版本好一些 赞 1

作者

买张老师那本白色封皮的《从报表看企业》吧。 赞 3



puzenghong的家 2016-11-28 17:16:13

人聪明，还这么努力。又赞又赏。无端记得老唐讲过，茅台的估值就是4000亿左右，不知对否。

作者

没这么说过，你记得应该是我从2012年塑化剂事件后反复强调的，股价100-400间与我无关的说法?? 赞 3



笑眸观 2016-11-28 16:17:46

/难过老唐，问个前几篇估值的问题，首先是折旧，雅砻江财报里没有累计折旧，没办法直接算出折旧值，我是用到16年9月的折旧值除以0.75毛估的，与你的32亿折旧还差几亿的距离，想问问你的方法 还有就是我搜遍全网也没找到大朝山和小三峡的财报，请问下老唐是如何找到那些数据的呢？ 赞 2

作者

你问的两个问题答案都是：国投财报里有准确披露，不用推算也不用全网搜寻， 赞 3



白羊xuanquanlv 2016-11-28 08:32:43

要是股市真规则和巴菲特的护城河都看了，这本书还用买吗？重复的地方多不？ 赞 3

作者

升级版 赞 2



阿狸爱小桃单 2016-11-28 17:08:36

老唐不但教怎么投资，还教怎么看书。赞。 赞 2



半夏微衰 2016-11-28 15:45:23

老唐，能否给个这本书的购买链接啊？ 赞 2

作者

左下角阅读原文就是。



亡灵归来含 2016-11-28 08:13:03

感谢老唐的分享。现在觉得，了解护城河的变化趋势比了解护城河更为重要。 赞 2



黎妍莫仗 2016-12-13 20:47:13

初来，佩服！！ 赞 1



默默思念沈 2016-12-07 18:08:21

下午刚看完本书，自己把书内划线的句子又写在了笔记里，为了加深理解，其实有些书得看第二第三遍才有醍醐灌顶之感... 赞 1



year执法者749 2016-11-29 11:32:11

老唐真是一个非常认真的投资人，而且在于坚持，我以前读书也搞过思维导图，后来也放弃了，主要是觉得有些书籍的核心也就一章，甚至几句话，用思维导图实在太花时

间了。另外国投开始上涨了啊

赞 1



佐Z鼬Y1X双鱼 2016-11-28 18:18:28

不错。如果是股市真规则的升级版那么必须买一本来读/得意/呲牙

赞 1



铁血1384大本营 2016-11-28 13:01:16

老唐荐书必读，已入

赞 1



山泉有点显 2016-11-28 09:09:20

又有要学习的动力和内容了，跟着老唐，连学习都是那么高效和有动力！

赞 1



嗳妮甜 2016-11-28 09:07:16

老唐，会计基础有必要打实么？/玫瑰

作者

没懂问的啥？??

赞 1

塑身电话 2016-11-28 09:00:36

反正就是在赞您啊/呲牙

赞 1



暖劫么 2016-11-28 08:51:19

这才叫读书/惊讶

赞 1



语言的狂欢肛 2016-11-28 08:40:48

谢谢老唐！

赞 1



诚诚科技网络8 2016-11-28 08:15:39

啥也不说了，老唐真棒棒哒/强/强/强

赞 1



黑夜黎明210655 2016-11-28 07:51:05

老唐公众号每次都是干货

赞 1



泝淇乖 2016-11-28 06:52:43

有营养的早餐

赞 1



约定算个人 2017-06-08 08:11:20

正好也在读这本书，老唐笔记很清晰



蓝鸢尾赎 2016-11-29 09:53:42

牛人读书还这么认真弄笔记，差距，就说为啥书看过，也觉得好，回想却想

不出什么要点了



麦橙子嬉 2016-11-29 00:15:23

当当读书好像没有此书电子版，蓝瘦。



伤需要抹平旦 2016-11-28 17:36:08

XMIND好用吗电脑版还是手机版

> 作者
>
> 好用，电脑版。



锞寵瀹双子 2016-11-28 17:16:08

呵呵，太调皮了，唐总，我知道了之前只是没说出来/调皮



看透你也恨假 2016-11-28 17:01:01

也刚看完这本书/呲牙



历世的母爱朱 2016-11-28 12:45:41

老唐，你开车有你写文章快没？我追不上了，先吃点补脑壳的

> 作者
>
> 吃兔头??



小温暖掏 2016-11-28 11:29:22

发晚了，刚买了《巴菲特的护城河》，此书2016版比之前的版本贵好多，

不知道有没有区别？



黑夜黎明210655 2016-11-28 11:28:53

老唐写的很好，可以微信里面没钱了，以后抢了红包就给老唐打赏。另外没

事去雪球唠嗑吧，雪球没有你，感觉很无聊。



heaventys乌鸦 2016-11-28 10:55:47

已看完，但没有老唐理解得这么透这么深入



懂冷暖自知蔓 2016-11-28 09:51:52

我最近看书也开始做读书笔记，感觉吃透内容要好，看到老唐的笔记，有被

激励的赶脚！/奋斗



小伍8774baby 2016-11-28 09:25:24

收到！！！就冲你那天告诉我数字和概念读懂理解并不是高学历的专属。我知道我遇到了合适的人！！/亲亲/亲亲



爱情生物链灭 2016-11-28 08:36:25

人性是价值投资者的护城河!了解人性再了解企业，不赚钱都难。感谢老唐分享的知识。



花陌醉红尘时代 2016-11-28 08:24:52

我大茅台有宽广的护城诃/鼓掌/鼓掌/鼓掌



情深必死i521 2016-11-28 08:18:32

老唐，你好认真哦，必须赞。我把你之前关于水电和两投的相关文章转至博客存档了，写的真好



钢住红福 2016-11-28 08:05:01

老唐好勤奋，读书效率也高，共享点读书经验呀/色



year空患丶 2016-11-28 07:55:19

拥有护城河的公司，就是那些我们展望二三十年甚至更久远的时间中，还依然是伟大而卓越的公司。比如平安、比如招行、比如茅台



三分醒瓜 2016-11-28 07:47:59

好笔记，不愧是雪球郭敬明/调皮

作者

什么意思？



辰你还有我吾 2016-11-28 07:45:57

好书，谢谢老唐。



梁恳蛔盼诨犹 2016-11-28 07:42:34

先赞后看/强



成衫辞 2016-11-28 07:39:39

成本优势



蓝小言系 2016-11-28 07:07:56

读书笔记的模板/呲牙



幕兮兮累 2016-11-28 07:05:56

感谢老唐分享，象华为和比亚迪这样靠高端人海战术之持续研发能力，不知

老唐如何理解？



三江夜巫 2016-11-28 06:50:01

谢谢分享/可爱



岛是海的心溪 2016-11-28 06:45:35

唐老师太给力了，勤奋的令我汗颜

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

11月小结

原创 唐朝 唐书房 2016-11-30

收录于话题
#老唐实盘合集
108个
照着10月小结的样板，记录一下本月的平淡日子，依然分投资、阅读、码字、跑步、影视五个主题。

1 投资

本月继续呆坐不动，无任何交易。不计算打新所得，今年收益约24%。本月内除国投电力以外的持股，好像通通没有跟上大盘上行的步伐。

收益率和关注的一众高手及网络大神们比，差距颇大。但作为一个常年不看行情、满仓经历股灾1.0到N.0的懒鬼来说，看看年度涨幅为负的大盘指数，也就马马虎虎凑合过了。收益的核心因素是运气好，沾了第一重仓股阿茅年度涨幅约50%的光。

熟悉的企业非常有限，持仓依然是那几张N年老面孔：茅台、国投、民生H、招商H、洋河、信立泰、双汇。持股比例及历次交易记录都在雪球组合$老唐实盘$里。组合创建于雪球全面开放组合功能之初的2014年11月25日，眨眼满两年了——除了强调一下组合里显示的民生A和招行A实际是H股之外，其他不细说了。

过去10个月，除了将各家公司的分红买入国投电力以外，其他调仓行为合计约总仓位的2%，属于券商最恨的懒到无语型投资者。即便是1月11日用川投换国投，1月28日用部分招商H换国投（狗屎运碰上了今年国投最低），对收益的贡献好像还是轻微负值（招商H涨幅大于国投），全年若更懒一点，今天的市值还会略高一半个百分点。





铁定被问之预回答：
问：老唐，你截图里能显示今年以来涨幅的，是什么股票APP？
答：万得股票。

问：收费吗？我怎么找不到今年涨幅？
答：免费的。点股票后面涨幅的具体百分比，就会出来了。注意，不是点"涨幅"两个汉字。

2 阅读

这个月码字多、读书少。

纸质书，就看了6本，有3本写过读书笔记，只有1本值得推荐。简介如下：
①《投资的护城河：晨星公司解密巴菲特股市投资法则》，写过 书评文"投资的护城河"，好评，推荐。

②《商业的本质》杰克.韦尔奇——写过书评文"盛名之下 其实难副"， 中评，没啥看头。

③《胡作非为：人性之本与金融暴行》乔里斯.卢因迪克 ——写过书评文"坑人的书名儿"， 差评，丢。

④《用年表读懂中国史》马东峰——差评，毁灭读书兴趣的中学历史教材式流水账，丢。

⑤《透过钱眼看中国历史》波音；
⑥《透过钱眼看大国兴衰》波音——波音的这两本书，浓浓的故事会行文风格，只能随便翻翻。真对此类题材感兴趣，推荐陈志武教授的《金融的逻辑》和王巍的《金融可以颠覆历史》。

电子书继续追着几本bigger很低的网络意淫小说，用以调剂大脑，不提了。



铁定被问之预回答：
问：老唐，你这能显示读书阅历的是什么软件？
答：多看阅读。安卓苹果系统均有。我用的是kindle刷成的多看系统，好处是看书时划线笔记，可以直接同步到自己的印象笔记里，便于整理。怎么刷，问度娘。

问.老唐，你读书、读研报、读财报用什么工具？

答：读闲书用kindle，读研报用慧博，读财报用ipad air+福昕PDF阅读软件。

3 码字

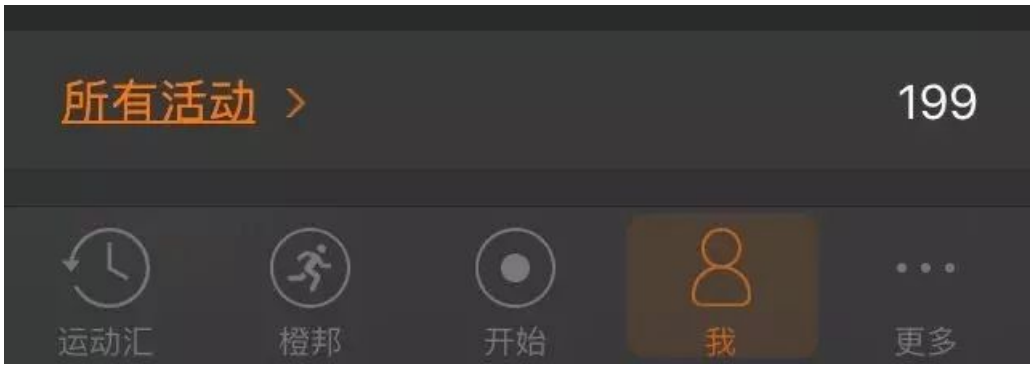
本月在唐书房发表原创文章20篇，其中企业深度分析类文章12篇，读书笔记类3篇，其他5篇。

开设唐书房刚好三个月，累计发表企业分析、投资理念、读书笔记、荐书荐剧等各类原创文章超过60篇，果然够话痨。

4 跑步

因本月内陪我家领导出游累计7天，加上本月成都雾霾天偏多，符合我跑步条件（空气质量优或良）的日子偏少，本月仅跑步8次，跑量110公里。今年跑步共计119次，合计跑量1377公里。长跑31个月以来，累计跑量4120公里。值得记录的是，本月创了个人半程马拉松新纪录210（2小时10分），比之前的成绩213提高了约3分钟。




所有活动 >
199
运动汇
橙邦
开始
我
更多


中国电信
14:34
76%
我
所有赛段 >
本年度数据
跑步总卡路里(大卡) 114581
跑步总次数 119
跑步总里程(公里) 1377.98
单次跑步最长距离(公里) 30.02
跑步总时长(小时:分钟) 146:51
跑步最快配速(/公里) 5:44
5-6公里最好成绩 00:32:02
10-11公里最好成绩 00:57:28
15-16公里最好成绩 01:30:58
21-23公里最好成绩 02:10:45
30-32公里最好成绩 03:35:01
41-45公里最好成绩 -



铁定被问之预回答：
问：老唐，你这是什么跑步app？需要带着手机跑吗？
答：我用佳明手表及其配套官方app，不用带着手机跑。如果可以接受带着手机跑，个人推荐郁金香、咕咚、悦跑圈、Nike+等app。上面这个统计界面就是郁金香，自动同步佳明数据。

5 影视

盘点发现，本月追剧不少。好像挺忙活的，汗~
①《指定幸存者》，打不死的鲍小强主演的，好看。但该剧似乎运气不好，10周里面各种原因停播三周，再这么停下去，剧情都要忘记了，不如改名为《指定停播者》算了。

②《基本演绎法》第五季，美版福尔摩斯与华生；

③同名老电影改编的新剧《生死狙击》，才上映了两集，暂时觉得开局还蛮吸引人的；

④《This is us》，译名挺乱，《我们的生活》、《我们的一天》、《这就是我们》，高分喜剧，不错；

⑤网上口碑很好，评分很高的《西部世界》，两次放起来，两次看睡着了。实在不是我的菜，智商跟不上，罢了，口碑再好也不追了。

⑥有部国产剧不错：《如果蜗牛有爱情》，目前看到19集了。《欢乐颂》里面的曲筱绡和医生男友主演的（王子文、王凯），名字像爱情剧，看剧情是刑侦剧，看颜值是偶像剧，最后发现是以刑侦剧情包装的青春偶像爱情剧。

小个儿美女王子文观察和推理能力比较强的心理学硕士，在大个儿帅哥王凯任队长的刑警队实习。刑警队长高富帅，家有背景，人有智商，功夫好似李小龙，还懂得细心体贴照顾人，大概是按照女观众YY标准打造的，整个一位潘驴邓小龙。

王子文演技不错，完全没有了《欢乐颂》里曲筱绡、《双刺》里吴佩欣的任何痕迹。能脱离本色饰演反差巨大角色的演员才是好演员，本剧之后，我认为王子文担得起好演员这个评价了。

> 大致就是这样，时光如梭，珍爱生命。让我们日拱一卒的同时，不忘享受当下。为本月离开人世的70后球友@樱桃之王 痛心，祝一路走好，望家人节哀！



qyh秦艳鸿home 2016-11-30 15:39:11
自选股界面年初至今的涨幅是怎么设置的？用的是什么股票交易软件？

赞 7

作者
/呲牙/呲牙你是玉皇大帝派来的？

赞 50



栎惘霏 2016-11-30 15:30:45
这个总结，还差每个月发一张素颜照

赞 31



陌子璃究 2016-11-30 15:11:45

高效的老唐啊，一样不拉，还躺着把钱赚了/酷 赞 16

作者

黄，黄，黄，报告扫黄办/大兵 赞 15



农夫与犬 2016-11-30 15:59:41

老唐，手银呢？现在到哪一步了？

作者

刚巧今天上午，编辑燕博士给我说了进度，原话拷贝：“报告一下进度：我这里编辑和校对已经做完，现在拍版在改校，估计周四或周五出新样稿，就可以快递给你看，同时在联系专家审读。老唐写得很棒哦/强” 赞 15



蓝鸢尾赎 2016-11-30 15:38:26

理想中的生活状态，学习、旅游、健身、多陪陪家人，在给我10年，

我一定能达到老唐那个境界，我目前27岁，也姓唐，37岁的时候也会被人叫老唐了，！冒昧问下老唐你多大了？ 赞 6

作者

43 赞 12



北极光橡 2016-11-30 22:50:45

唐老，怎么能戒掉盯盘的恶习啊？感觉比戒烟还难，虽然我不抽烟

作者

早上起床问自己：今日若涨停，我会卖吗？今日若跌停，我会买吗？如果答案是yes，就挂好涨停卖单或跌停买单，闪人。如果答案是no，直接闪人。如果答案是要看具体情况，说明你大概率在糟蹋钱，不如清仓花在老婆孩子身上。so，你看盘的理由在哪里？ 赞 10



sky念芳林金牛 2016-11-30 15:20:57

作为回馈： 推荐一部电影《黑暗面》，女主超漂亮； 推荐一部美剧《毒枭》，魔幻的故事与镜头； 推荐一本书《安全边际》，大概率您已经看过； 推荐一部电视《编辑部的故事》，估计您看的比我早； 推荐一种保养膝盖的方法：靠墙蹲，可能您已经试过； 推荐一种提高性能力的方式：拉伸大腿内侧肌肉，也许您本来就很强。 ..... 突然发现，老唐什么都知道，我帮不了您。 赞 7

作者

黑暗面我就没看过/偷笑/握手 赞 3



第个梦窗 2016-11-30 22:13:57

天天看老唐，真TMD是个良师 赞 6

作者

粗暴，比老唐还粗暴/惊恐 赞 4



苏亚梦务 2016-11-30 15:35:21

看看老唐，再对比自己，确实惭愧得不行 赞 2

作者

/握手别。人生不同阶段，有不同的活法，只要自己觉得充实就行，无需和别人比。 赞 6



旧城梦境土 2016-11-30 15:27:51

俄剧性价比颇高，背叛，实习医生，飞蛾，切尔若贝利 赞 1

作者

俄语听着累啊！英语好歹感觉还悦耳/呲牙 赞 6



同学有纸没源 2016-11-30 15:23:01

首先必须感谢一波老唐，这次写的内部国投研报很大程度上参考了老唐的思想，反复看了雅砻江1-8不下5遍，谢谢提供有深度的研究，不过跟公司领导并不敢用老唐这么轻松随意的分析语句。希望老唐后期可以分享一下除了财报，债券募集书，公告以外还可以有哪些重要查资料的渠道/偷笑 赞 6



差不多先还好go 2016-11-30 17:36:16

我也小结下，去年四月入市，坐过山车刺激无比，一分没赚到，后抢反弹赚了一万，年初狠研究技术，躲过几次暴跌，亏两千，今年六月份还在研究K线，同时看夹头，九月份才转过来，十月份彻底夹头，有时候看见好看的K线还流口水，不过不会动手，现在老实读手财，看老唐教菜鸟系列。我夹头理念自认为足够，夹头知识极其贫乏，但自觉得我还有救，老唐指点下！

作者

大部分夹头都走过这样的路，剩下的就是时间和实践了，方向对了，不怕慢。让我们一起前行吧??

赞 5



不美小姐例 2016-11-30 16:11:34

有情怀，有生活，有内涵，有品质。接着打赏。不看唐书房，投资等于

入错行。 赞 5

作者
/抱拳感谢感谢，担不起后一句评价，谢谢谢谢。 赞 4



唯唯唯川 2016-11-30 15:47:09
老唐，给你手动点个赞！人生赢家/得意 赞 5

作者
你介绍一个自动点赞器给我们吧/呲牙/抱拳 赞 4



爱别问我是谁3Q 2016-11-30 16:22:15
如果经常用小米盒子看电视剧电影，给老唐推荐个自己亲测并常用的
APP-悟空遥控器，可以有效提高搜索速度。安装之后，就可以在手机APP上直接搜电视剧电影名字，它会显示哪些app上有资源（电视猫上的资源有时候不全，以前只能在不同的电视APP上来回切换、搜索资源）。 赞 4

作者
/握手谢谢，我试试。 赞 3



奥特蔓变身贺 2016-11-30 16:20:24
我的生活是上班，通勤，阅读，睡觉四个板块。每天能抽出两个小时看书就是奢望了。感觉远远不够啊。 赞 2

作者
慢慢来，天天能坚持两小时读书思考，你的闲时一定会越来越多的，我坚信。 赞 4



嗯很幼稚待 2016-11-30 15:29:58
在老唐的书房学习到不少干货/强，非常感谢；也有遗憾，老唐在雪球的幽默少了，在雪球一夫当关万夫莫开的争论少了，让我偷艺的机会少了。/玫瑰 赞 4

作者
没办法，精力有限，现在已经尽可能少上雪球了！ 赞 2



剖腹取娃长 2016-11-30 15:18:10
这样的投资人生挺向往的 赞 4



恋小柒倍 2016-11-30 15:15:57
追剧用的什么软件？收费吗？ 赞 2

作者

我是在小米盒子上用电视猫看，偶然也直接下载下来看。不收费。 赞 4



day两个仙女qwq 2016-11-30 22:56:59

今天在跟家里人聊天，发现家人的观念真的很难转过来，一是追涨杀跌理念，我在想如果是大熊市得被唠叨死，请问老唐关于这些当年怎么跟家人“洗脑”的。。/害羞/害羞

作者

很抱歉，这个我没经验。我家领导对股市从未发生过兴趣，一无所知，比纯白还白，so/可爱…… 赞 3



晚风吹惆怅顾 2016-11-30 21:00:32

老唐我一个月读两本，还是全职读书，速度太慢了，是什么原因？是不是上学的时候不阅读理解能力有问题？怎么能有效提高呀？望不吝赐教！

作者

练习整段阅读，也就是一次看一段，而不是一行甚至一个字。建议找一套鹿鼎记来练习，反正看漏了也没啥损失，练习一次一自然段的看，也就是一个自然段像一幅画一样整体扑进你的眼，试试。你会发现你也不会漏掉啥的，练习一段时间速度就起来了。 赞 3



铜表野冒 2016-11-30 18:23:45

活的清清楚楚，明明白白，轻轻松松/强 赞 3



妖尧美饥 2016-11-30 16:49:51

感谢老唐的及时回复！提个意见，新书印刷精美一些，用纸高端一些，上档次一些！！/呲牙 赞 1

作者

我把你的意见转达出版社。 赞 3



控暮色过 2016-11-30 16:10:36

轻松快意的人生！/强/强/强 赞 3



虎瞧试 2016-11-30 15:34:23

投资单调，生活学习丰富，满满正能量，赞 赞 3



过来舔脚任 2016-11-30 15:17:10

时间如流水，光阴似穿梭，今年还有一个月就结束啦。学习老唐扎实的财报分析能力，学习老唐咬定牛股不放松的懒劲，更要学习老唐勤于跑步锻炼的良好生活习惯

赞 3



超贪引丹 2016-12-01 19:09:28

和唐兄对比: 书，刚买了那本投资的护城河，在路上，预计周末到手；

跑步，11月跑了110公里出头，最远一次13公里，半马尚未尝试； 追剧: 最近在看《末日孤舰》； 投资:今年收益一般，把之前亏的基本回本了/呲牙

赞 2



灼尒之歌 2016-12-01 00:40:46

请问老唐，有一个新账户想要抄老唐作业，因茅台毕竟已不算很便宜，

所以打算买国投5招行H3民生H2，可行不？估计你不答，哈哈！

作者

估计正确，赞????

赞 2



神精病涩 2016-11-30 22:04:49

有趣的老唐 加油 向您学习

赞 2



他入她心甩 2016-11-30 21:45:49

以后像老唐学习，我也按月写小结/呲牙/呲牙刚才在跟娃聊天，说到我

现在喜欢两个人:老唐和连岳，六岁娃说:肯定不是，你喜欢的肯定是xx和xx（是他自己的名字和他爸爸的名字）

赞 2

作者

????

赞 1



梦中的人生职 2016-11-30 18:53:46

只看素颜照！！

赞 2



day两个仙女qwq 2016-11-30 17:33:48

老唐真是良师益友/呲牙

赞 2



金牛是樱酱呀 2016-11-30 15:49:54

生活就该如此！投资生活两不误，真好！

赞 2



大大我的大学 2016-11-30 15:43:24

原来已经是11月最后一个交易日了

赞 1

作者

是啊，时光如梭/玫瑰 赞 2


冷霏羽女 2016-11-30 15:39:08
和老唐一样，觉得指定幸存者好看，西部世界实在看不下去了。 赞 2


搏舞飞扬 2016-11-30 15:31:31
再刷一次，求手银，给唐粉留点签字版撒 赞 2

作者
/握手 赞 2


小菲12138uvcgo 2016-11-30 15:24:58
雾霾多，老唐怎么不买个跑步机，在家里跑呢？

作者
有，不喜欢原地跑。 赞 2


摩羯朴泠落 2016-11-30 15:13:41
没了健康，什么都没意义。 赞 2


距离教 2016-11-30 15:10:39
看了就好享受 赞 2


司划牵 2016-12-03 23:53:33
有种照镜子的感觉/流泪 需要向老唐学习 生活不仅学习还要总结 赞 1


不羁的浪子H99 2016-12-01 07:25:50
加油！老唐活得痛快，自我！在人生的这个阶段看，赢家啊！继续努力，继续自由地生活！ 赞 1


我有俩朵花冉 2016-11-30 23:45:44
老唐老唐！小韭和你打个招呼!祝你天长地久!: 赞 1


钢住红福 2016-11-30 22:47:21
老唐，看了您的研报，本人已入手15手国投。思路很简单，老唐买啥我买啥。假以时日，待国投落袋为安后，一定打赏唐书房。老唐，我知道你能看到我的内裤，我曾打赏过，1元也是代表我的心意和态度！ 看到留言，有位先生做研报参考您的文章，如无稿酬，这岂不是属于剽窃吗？老唐，我为您鸣不平！ 十一月马上过去，祝老唐快乐！ 赞 1



米虫四四桦 2016-11-30 22:36:59

不是潘路驴邓小闲吗？

作者

闲不能体现功夫高强能打架啊/偷笑 赞 1



earth顺乎天命 2016-11-30 22:36:19

支持老唐，有个疑问，老唐的银行股都购买的h股，是否因为h股价较为便宜？不知老唐对兴业有关注不，跟招商比较如何？ 赞 1

作者

是。请等《手2》。



塑身电话 2016-11-30 22:03:12

哇！居然跟老唐同一个城市呢/调皮，我是上周日才过来的新粉哦 赞 1



码志喷 2016-11-30 20:51:52

老唐，推荐一个美剧-柏林谍影 赞 1



穆穆影子伐 2016-11-30 19:53:01

希望有機會能一起跑馬。406的速度會很舒服。

作者

/强佩服，我现在最远才只跑过30公里，还不知道能否跑下来全马，暂时还谈不上速度问题/握手 赞 1



浪的梦境乖 2016-11-30 19:18:18

大部分留言都有老唐回复，果然勤劳啊 赞 1



细菌打嗝脱 2016-11-30 16:42:40

我在喜马拉雅上听了《透过钱眼看中国历史》，刚搜了一下，《透过钱眼看大国兴衰》也有，准备开车上下班路上听了，晚上快走的时候也可以听 赞 1



夏花愤 2016-11-30 16:24:19

老唐跑步是怎么坚持下来的？或者说，怎样才能达到这个强度？

作者

也没啥秘诀，就是别多想，赶紧穿上鞋出门迈开双腿。我从读书到40岁以前，连5公里都跑不下来，最远就是勉强过学校要求的4800米。这几年慢慢跑，慢慢累积，自然就越跑越远

了。 赞 1



总会往情深字 2016-11-30 16:04:02

跟主任比，唐兄你才是享受生活还跑着就把钱挣了。

作者

主要是兴趣点不同/握手 赞 1



心亡则忘飞 2016-11-30 15:48:47

找到未来的目标了。 赞 1



不撞西墙蚕 2016-11-30 15:38:33

真心佩服老唐,特别是跑步功力。感谢老唐对国投电力深入的分析。自己还是T国投太频繁了。/玫瑰/玫瑰/玫瑰 赞 1

欲望嚣张总 2016-11-30 15:30:15

多谢老唐的无私分享，保重身体，未来还有好多美好的事情等着我们呢/呲牙 赞 1



喜欢的拉拉誓 2016-11-30 15:28:47

老唐居然看脑残剧……上次我就说要看假如蜗牛有爱情，被老公鄙夷了，今晚回去说老唐也看了 赞 1

作者

/呲牙有老唐垫底，可以放心大胆看脑残剧了/玫瑰 赞 1



六六儿狰 2016-11-30 15:26:28

问个弱弱的问题，比如年初股票账户有1万元，一年内又陆续投入了1万元，年末看了下一共有22000元，收益率是10%吗？ 赞 1

作者

不会算/偷笑 赞 1



桐说桐有理昵 2016-11-30 15:25:40

看老唐的书，学老唐的知识，扒拉着老唐的逻辑。买书的钱早赚回来了，就顺带请老唐吃一餐明天的早点。十一月的小结，看着蛮带劲，这才是生活。/憨笑

作者

谢谢，明天早上加一笼小笼包子/呲牙/握手 赞 1



诚诚科技网络8 2016-11-30 15:18:23

老唐的时间是怎么管理的？只觉得时间不够用。不过，可能是我的智商不够用吧！ 赞 1

作者

没啥管理，也是随心所欲的/握手 赞 1



安之若素素87 2016-11-30 15:14:48

我发现华电国际的H股比国投更吸引，固定资产折旧2015年达到92.87亿，现在第3季净利比国投多3亿，现在h股估值比国投便宜得多！请问有没有道理！？ 赞 1

作者

对火电不太感兴趣，理解不够深，国投纯属白送，我觉着可以凑合捡着。但要我出价，我还真不知该出价多少。



到了heaven 2016-11-30 15:14:00

指定幸存者 看了两集 兴趣不大。 发现虽然会认同老唐的投资理念，但是在影视爱好上完全不是一挂的。哈哈 赞 1



我爱热巴宝宝 2016-11-30 15:13:01

第一个点赞的!必须要上墙/呲牙 赞 1



身是业成梁 2016-12-02 07:57:44

我是来看闲书和影视推荐的，现在用多看读首辅，已经开始充值了，消费观都被改变了



梁查器 2016-12-02 07:55:29

老唐的日子过得巴适啊，等我的可投资数上8位数后，我也慢慢向你的生活方式靠拢，健康一点，活久一点，少操作一点！□ 股市，请您慢慢牛！



神精病涩 2016-12-01 20:28:00

你说的太对了指定停播着，还有你的评论你确定你是玉皇大帝派来的/呲牙/呲牙/呲牙/呲牙/呲牙/呲牙/呲牙/呲牙/呲牙/呲牙/微笑



萌比浸 2016-12-01 07:28:25

老唐的交易节奏和生活节奏完全相反啊



love啁小逸 2016-12-01 07:16:48

就是想倒腾点差价，反正就是一个字贪，谢谢老唐的回答，我继续修练



艺心艺意孟 2016-11-30 22:43:31

老唐，美剧《行尸走肉》看着过瘾

作者

我不太喜欢看僵尸片/呲牙



小火星z 2016-11-30 22:00:54

陪读贴和陪读电子书在哪找呀？能不能详细说下/疑问

作者

佩服贴在雪球置顶帖里。电子书在亚马逊下，免费的，书名就叫《手把手教你读财报--陪读问答》，两种东西内容一样。



弯期让省 2016-11-30 21:29:23

成都是个好地方，有很多好吃好玩的地方，今年和家人旅游的时候待过

两天，有一个好哥们也在成都定居了。



钰昏 2016-11-30 20:33:34

老唐，你的手财看了3遍，有几处不明白，想请你解释一下。第一

处，p101有应付利息27383888和p103的"2013年，茅台财务公司为此付出了约0.35亿元的利息"。资产负债表和利润表的应付利息为啥不一样？ 第二处，p115"23亿元对应69亿元净利润（23/0.25*0.75），茅台4季度有69亿元净利润吗？"这里为什么要*0.75呢？今天先问这2个，字有点多，感觉税收这一块好难弄明白呀！

作者

先去看看陪读贴或者陪读电子书里答过的200多个问题，是不是已经包含你的疑问了。谢谢。



乱乱唱霏 2016-11-30 20:27:08

潘驴邓小闲，一样也不占。抬头望望天，此生尽遗憾。



baby程晓明King 2016-11-30 20:11:28

我内心深处最关注的，居然是看老唐这里有什么新剧可追/偷笑



嘘嘘嘘嘘经 2016-11-30 20:00:29

I am sorry.是206半馬。全馬要430了/呲牙

作者

430也很不错，是我的目标。我估摸着我现在也许能跑进5/握手



歌德的哲学day 2016-11-30 19:50:25

你可以看看韦尔奇的<赢>，很有收获！



历世的母爱朱 2016-11-30 19:24:02

和大v差距好大/撇嘴



不二不二ㄟ 2016-11-30 18:53:10

在我关注的各路神仙里，唐朝先生是定海神针级别的。今年的总结又是

不忍目睹，除了可怜的一手茅台，其它都老老实实在绞刑架上～不多说了，老老实实去学习了～



嗳妮甜 2016-11-30 18:43:42

看了全部评论，竟然没有一个人这个封面



dpxjjjv金牛 2016-11-30 18:35:12

其实看《蜗牛》的话，还可看小说原著，原著更精彩。欢乐颂的作者，

阿耐的另一部小说，《大江东去》也值得一看。



眼乏狼 2016-11-30 18:12:55

老唐看看家，n次方；电影:爱神，隋朝来客还有众多王子文电影电视，

会对这姑娘演技有更深认识。本鲜肉迷了多年了/呲牙



小曹DQQ 2016-11-30 17:40:04

毕业以后的老师，大赞□



郑郑郑小多硝 2016-11-30 16:52:56

是潘驴邓小闲好不/调皮

作者

小闲的话，能打在哪儿？????



晴子拳 2016-11-30 16:48:29

躺着赚钱看老唐/呲牙这可成了著名的段子了



曲平淡的歌话 2016-11-30 16:27:28

充实快乐的11月，奋斗的目标，期待新书/抱拳



丁叮逗军 2016-11-30 16:19:55

最爱看老唐的书剧分享，感觉口味差不多/微笑



大师胸仰 2016-11-30 16:09:03

老唐主业已经是码字了/呲牙

作者

我也发现这个趋势了/偷笑



董咚咚控 2016-11-30 15:55:32

谢谢老唐分享！我大概是更懒的人了，只看看历史累计涨幅..... 算个总

数了，不在意具体时间段的，涨的快点是拖市场之福、涨得慢也是市场先生坏脾气所致，大

体上来说还是坏脾气多点吧！ 不过等脾气好起来的时候，嘿嘿..... 继续等着了/呲牙

作者

/握手/抱拳



懵懵懂懂透 2016-11-30 15:48:41

推荐一部不错的美剧：逍遥法外（已更至第三季），祝生活愉快/微笑/

微笑

作者

第一季看过几集，没跟下去。



弥淇乖 2016-11-30 15:24:53

老唐还有双汇呀，有酒有肉跑步健身，生活美美哒/呲牙



或间或不 2016-11-30 15:23:38

看了你说的王子文的演技和风格转变，要去看一看。从“双刺”和“欢”真

是说不出她当得起好演员。



935一天 2016-11-30 15:18:48

唐先生日子过得真潇洒，真是羡慕



狮子刘卷毛呢 2016-11-30 15:14:56

老唐，小唐问个问题，你这个美剧一般在哪里看的？

作者

人人字幕组



追梦孩卦 2016-11-30 15:14:40

话唠，十一月都还有8 9个小时就总结完了

作者

/偷笑



莫小若戒 2016-11-30 15:14:29

看到你刷了多看，我也跃跃欲试了



寂寞小姐贫 2016-11-30 15:13:48

脑袋都快被《西部世界》烧糊了

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

从雅砻江三季报说起9

原创 唐朝 唐书房 2016-12-02

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

本想另外起个标题的，架不住几位读者高喊“不要停、不要停”，还是续成雅砻江系列算了——据说是因为自老唐11月2日发出本系列第1篇后，国投绝地反击，在11月里晃晃悠悠地涨了差不多一个涨停板。如果这个因果关系属实，老唐真有写手财推高茅台、写雅砻江系列拉升国投的神力，我初步计划为了大家的性福生活，牺牲我的键盘了，本系列起码写它2619篇，把国投拉到比伯克希尔低一毛收手，绝不抢巴神风头——顺带预告，关于银行财报的新书，本月可能就要出来了，那什么你懂的……呸，老唐，你就自恋去吧！脸皮还能再厚一点吗？哈哈，Good morning，Everybody！

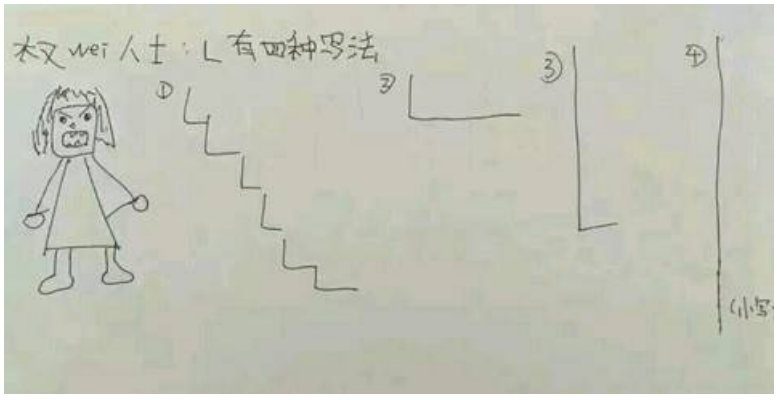
扯淡结束，言归正传。
上周末，一位读者说：“对于结论‘市场先生以略低于5折—7折的价格抛售国投电力’，不妨我们换一个角度来思考。第一，如果认同这个结论，也就意味着需要认同2015年国投的历史最高价14.25，基本是合理的。因为，现在的股价6.8，基本上是去年大牛行情中国投最高价14.25的一半。 第二，同时，也意味着‘国投复权股价，从13年底2块多一路飚涨到15年14块多’这个过程中所有的价钱都是低估状态，几乎没有任何泡沫。而根据常识来看，大牛市中基本所有股票都会高估。上述两条结论，细思级恐。”

上面问题的本质实际上是“估值究竟是静态的还是动态的？”的问题，从中还可以延伸出另一个问题：作为投资者，究竟应该在估值回归合理就卖出，还是享受一段泡沫？老唐试试谈谈自己的看法，供各位参考——不保对，只是个人看法，仅供各位参考。

估值究竟是静态的还是动态？老唐答：动态的。投资者需要经常检查企业面临的经营环境是否发生了变化，核心竞争力是否受损——当然，所谓经常，若没有重大突发事件的话，以半年或年为单位足矣，不需要每晚都看一遍。

以这位读者的提问来举例，2015年上半年，国投所面临的经营环境与目前完全是天壤之别。也许人类天性健忘，总是对最近的事情印象深刻，从而遗忘了过去。

2015年上半年，我们还不知道L和茴香豆的茴一样，有四种写法



2015年上半年，投资者所能看到的，是国投的经营正处于高速增长的历史最好水平，2014年年报净利润56亿，同比增长70%。要知道这可是在2013年同比增长230%的基础上实现的。

2015年上半年，投资者看到的经营环境，是煤炭暴跌：从2013年底的高点680左右，一路暴跌到400左右，且根据各方

面的预测，还将继续下跌（后来也确实继续下跌到200多才绝地反击，直至目前再次回到600附近）。火电经营环境一片大好，国投旗下主要火电厂2014年合计实现净利润约50亿，归属国投净利润高达16亿左右。

新能源方面，2014至2015年正是投资热潮，具体多热，老唐关心不多，也懒得查资料了。但即便在新能源热潮过后的今天，上周上海电力（600021）收购了一块风电和光电资产，是按照净资产值的1.25倍作价30亿收购的。

在建工程方面，确定在2015和2016年投产的装机有超过700万千瓦，且主要是技术、耗能、排放等各方面占优的超超临界百万机组——顺带说一声，各方面领先的百万机组，建设成本比落后的30万机组还便宜，别不信，看图：

按介质压力分类的燃煤火电工程单位造价

机组类型	单机容量	填报了概算		同时填报了概算、决算			
		装机容量(兆瓦)	概算(元/千瓦)	装机容量(兆瓦)	概算(元/千瓦)	决算(元/千瓦)	变化率
超超临界	1000 兆瓦级	21192	3719	15072	3745	3632	4%
超超临界	600 兆瓦级	9580	3791	7180	3694	3651	1%
超临界	600 兆瓦级	20276	3844	16496	3864	3717	4%
超临界	350 兆瓦级	5600	4012	3500	4147	4069	2%
亚临界	300 兆瓦级	10510	4563	8650	4597	4377	5%
循环流化床	300 兆瓦级/300 兆瓦以下	2460	4332	2460	4332	3985	8%

本文数据来源：《2011~2012 年投产电力工程项目造价情况》。

（备注，1兆瓦=100万瓦=1000千瓦，1000兆瓦就是我们习惯表述的100万千瓦）

从技术上说，随着材料技术的不断进步和热能动力理论的日趋完善，火电机组蒸汽参数经历了低压、中压、高压、超高压、亚临界、超临界直至超超临界的发展过程。超超临界的百万机组，逐步替代和淘汰30万以下装机的老机组，是能源发展的确定方向（2016年国家能源局282号文件，就明确2016年内淘汰落后燃煤机组491.8万千瓦，重点淘汰对象是装机30万千瓦以下老旧机组）。

从碳排放角度看，2015年6月30日，中国正式承诺作为《联合国气候变化框架公约》缔约方的中国国家自主贡献：碳排放强度下降目标，将以2005年为基准，在2030年下降60-65%。并力争完成早先承诺的2020年40~45%碳强度目标的上沿，到2020年碳排放强度下降45%。

这一切信息，都在告诉你，百万千瓦装机火电前途一片光明，而我国百万机组装机数量还远远不够。2014年数据我手头没有（因为之前不怎么关注火电），但截至2015年末，我国百万装机的火电机组也不过86台，且分布如下（注意看国投百万机组所在地）



国投即将投产的百万机组位于百万机组较少的广西、天津、福建地区。广西、天津、福建与江浙粤的经济肯定有差距，导致电力需求也有差距，但直观感觉，最终差距决不至于有七八倍之多。因此，国投新装百万机组，可以预计又将是一台台印钞机。

这样的环境下，如果有人告诉你：国投的火电资产，有几家需要白送还得倒贴28亿现金，其余的也基本只能按照净资产打5折估值。至于新能源，最多按照净资产的一半算——“滚！你TM是玉皇大帝派来的逗逗吗？”八九不离十，你就是这么反应的，对不？

老唐在2015年6月4日发表的《两投搬砖的那些事儿》一文中，对国投火电估值80亿，并嘲笑了当时上海电力600亿市值的过分高估（上海电力直到今天也就230亿左右市值），评论区里是什么反应，现在依然可以去翻老帖的，帖子在雪球置顶帖第二部分第7篇。

这就是为什么投资者在2015年中14元不觉得贵，而2016年6元却不敢入场的原因：用以估值的假设条件变了。估值是动态的，且人们的观点更容易被最近发生的事情影响，或者换句话说最近的事情在我们头脑中权重更高。

这个道理，同样适用于第二问题中的2013年的2元到2015年的14元变化过程。因为自2013年开始，雅砻江进入全面确定性收获阶段，下游水电站陆续装机投产造成价值回归（下游电站的核心，锦屏一级大坝2012年11月30日开始蓄水，2013年8月30日首台机组投产发电），是企业内在价值本身发生了动态变化，市场先生只是后知后觉完成纠错。

就这样了吗？别急。从这里我们还要引申出另一个结论，那就是经营环境变化越大，影响企业获利能力的因素越多，对该企业做出大致靠谱的估值就越困难。这也是巴菲特一再强调的能力圈概念：选择哪些你能预测出未来现金流大致情况的企业，规避那些难以预测的企业——“我们不挑战恶龙，我们只是躲开它们”，毕竟我们来市场是为了获取财富的增值。和跳水不同，即便我们选择难度系数更高的动作，也不会获得财富加分。

相比“无论经济有多烂，我也顶多是少赚；如果经济有好转，我要赚的盆盆满”的水电（老唐原创顺口溜，2015年10月15日首发于雪球，哈哈），火电和新能源真不是我的菜，我也没做过多少深入研究。仅仅是因为投水电的时候，发现国投的火电处于白送甚至倒贴状态，才来捡个便宜，仅此而已。书房里留言发信息，希望老唐分析什么建投、国电、华能的，高看老唐了！老唐真心没这个能力挖它们。

至于“投资者究竟应该在估值回归合理就卖出，还是享受一段泡沫？”的问题，比较头痛。很显然，市场先生的情绪很难判断，估值合理就卖出，后面更疯狂的非理性部分就吃不到。很可能是苦哈哈守了两三年，赚一倍走了，然后下个月内就涨了三倍。抓狂ing……但如果意图享受一段时间泡沫，又很可能乘坐A狗牌疯狂过山车，经历上上下下的享受。

坚守两年的成果在两周里又没了，这种感觉也确实难过。为什么会这样呢？核心原因是泡沫无法预测，更谈不上计算了。逻辑上，它只能被当做意外对待，正如老唐以前用过的雪球签名：牛市是投资者的windfall。

泡沫是个比喻性词汇，很形象，很容易理解，但被用滥了，好像只要是什么东西价格大涨，就代表有泡沫一样。正如这位朋友的提问中所说“大牛市中基本所有股票都会高估”，就是将牛市和泡沫画上了等号，将股价上涨和泡沫画上了等号。

事实上，泡沫是什么，截止目前全球没有任何人能在事前识别和预防（若有，诺奖唾手可得）。有Mr.Bubble（泡沫先生）美称的前美联储主席格林斯潘曾给泡沫下过一个经典定义：“如果价格在上升之后下跌了40%或更多，那么之前的上升就是泡沫。”看后是不是哑然失笑？是的，泡沫无法识别，至少以现今人类的知识水平无法识别，因为它来自亿万参与者心中的癫狂，而人性的癫狂无法计算和预测。

由此，结论很简单也很无聊。我们究竟该在合理估值附近就离场，还是冒着做电梯的风险再享受一截泡沫？
答：均可。各有利弊，采用哪种手段，享受它的便利，同时学会淡然接受它的弊端，不要将大好时光浪费在“为什么我没有两头逮住”的懊悔上即可。这种懊悔相当于仰天长啸：为什么我不是上帝？——是的，你不是。你要是的话，你不会在股市待着，你更不会来唐书房。

作为老唐个人，我采用的手段是超过合理估值后，分批逐步减仓。这方面我喜欢老佐的总结“三步取利大法”：不轻易卖=>分批卖=>一批足利卖=>二批高估卖=>三批卖在彻底坏。



铅笔描绘你讽 2016-12-02 07:01:16

谢谢老唐的分析，可6o%川投，40%黔源，我主要考虑的是市值打

新，50万市值打了一年多，毛都未中，有和我一样的吗？ 赞 24

作者

经验分析，未来两次之中，你应该就要中一次了，等着捡钱吧， 赞 13



喂微薇呀无悔 2016-12-02 10:08:31

夹头因为懂的了价值，才明白市场先生的可笑，可以把泡沫吹得很大，

也可以把价值贬的很低。 夹头，因为知识丰富，懂得实际价值，在面对泡沫时，总是有点心

虚，觉得太疯狂了而不敢享受泡沫。 因为懂得价值，在不是绝对低估时，买入被套。忍受长时间的低估。 但有几个人是神？总是买在最低点，卖到最高点？ 我觉得股市里，不需要做神。普通人只需要大概率正确，就可以赚到丰衣足食的钱了。 所以，别为没赚到最后疯狂的泡沫而后悔，也别为买入，短暂被套而焦虑。 因为 价值虽然会迟到，但不会缺席。是你的，总是你的。

赞 18

作者

说得好/强

赞 7



隐居在史前表 2016-12-03 09:42:24

处女赞赏给了老唐！/呲牙

赞 2

作者

第一眼看漏了赞字??

赞 15



心随他意支 2016-12-02 06:49:05

能分析下潜在的风险么？比如消纳问题之类的

赞 8

作者

有此计划，等一篇文章读完后，五个读者里能有一个读者打赏表示真心认可的时候，老唐就来写写风险??

赞 12



冷霏羽女 2016-12-02 07:56:02

自从持有两投，就开始看老唐的文章。优秀的资产，就傻傻的持有，那管他潮起潮落，涨涨跌跌，与我何干？佛说:风动，树动，其实是心动。 小小的打赏一下，仅仅表示对老唐辛苦工作的认同和感谢！别嫌少/调皮

赞 8



不该滚粗苒 2016-12-02 19:49:28

看了9后，想等国投下跌加仓，哪知一路拉升，生怕被拉个涨停板，赶紧在7.31抢了2万股。结果被主力坑了。下周必须来个涨停啊。

赞 6



全歼月光共 2016-12-02 07:47:41

国投涨了，又下不去手了，咋办/委屈

赞 6



life起名丿忒烦 2016-12-02 06:37:46

从我的经验来看，除了估值方面的考虑，另需满足一个条件：大涨过后至少等其平静一段时间，如半月，一月，若不创新高，再卖。这句话耗费了我大量银子，中国建筑，3块本，7块卖光，最高冲到12块，万科22块换11块的保利，唉，说多了都是泪。/

流泪/流泪/流泪 赞 6



蓝小言系 2016-12-02 14:13:54

此文也从另一个层面回答了我前几天想到的一个问题，如目前低估的国投，正常估值的茅台，低估的银行股，如果还有银子应该加仓哪个？？？国投按照目前的估值大约10PE,尽管数据支持的合理价值是927亿，即使2017有牛市，你能相信市场会给出927亿的市值吗？应该不能！因为届时已经是20PE,目前的行业形势不大可能支撑起如此高的估值。如果未来的业绩能增长25%呢？完全可能!因为在高增长基础上的约16PE的估值不是问题，所以根子在于业绩是否能重回增长。国投的估值回归需要等业绩增长的春风，如火电盈利反转+水电消纳解决+中游投产等等。至于2017年的牛市估值能否提高到15PE，见仁见智了。 反观茅台，在明年15%以上增长的大好形势下，市场估值随便"疯狂一把"到30PE很有可能，根据老唐在别文的分析，2016年净利润*30=430-450，同比目前约320的股价上涨34%-42%，若能在2017年度一年内达到，PERFECT！！ 简言之，在静态估值基础上的动态估值更重要。个人觉得30PE的茅台比15PE的国投更容易实现，确定性更高！ 赞 5



梦萦日喀则 2016-12-02 11:34:04

买入国投是看了老唐的文章倍说服了 赞 2

作者

盈亏自负，老唐不主动、不拒绝、不负责/呲牙/抱拳 赞 5



乐观的市丝柳5 2016-12-02 07:26:10

看雅砻江系列，忽然觉得长江电力收购案是不是也参考了国投川投现在的估值，再考虑一些大份额流动性溢价... 所谓的相对估值不就变成相互照镜子了吗？/白眼

赞 5



苏婆妄 2016-12-02 16:08:39

全文我最喜欢的是那幅美态十足的，价值连城的漫画图！ 赞 1

作者

哈哈哈??可惜找不到原作者了，否则一定转达?? 赞 4



幕兮兮累 2016-12-02 10:42:49

我也首次赞赏，表达对老唐的无限谢意/微笑 赞 4



神秘紫羊羊朱 2016-12-02 06:14:18

通常，只要我买了一支股票，它都会跌，为了不使国投那么快涨上去，

我前天又买了百分之十，相信不久后，国投又有便宜价了。/微笑 赞 4



夏影灼瞳勾 2016-12-02 22:17:46

老唐的文章就像自己身边的老教授，那么踏实，那么让人信服 赞 3



此乃良民婚 2016-12-02 11:37:45

谢谢老唐授业解惑，预祝新书大卖，名字最终确定没？我觉得可以叫做《手把手教你读财报2-银行篇》，起到承上启下的作用，最重要的是第一部的好口碑，可以带动第二部的销售。 赞 1

作者

谢谢。去年11月我给自己挖坑的时候，在雪球公布的名字叫《手把手教你读财报2：读懂银行》，可惜后来鱼儿的新书叫了《读懂银行股》，所以我的副书名儿还没有最终确定/握手/呲牙 赞 3



悄逃切碗 2016-12-02 11:23:42

严重同意唐兄的分析，上一波牛市对蓝筹来说，也就是个估值回归的事，泡沫都在中小创，以格力为例，格力的市净率从09年开始一直在下降，也就是说格力的内在价值增幅是大于股价增幅的，这也是为什么宝能要在看起来这么高的位置去增持，其实15年格力的最高点我毛估估也就是个合理价，也许还有低估，而且这还是没有考虑到格力的成长性而言的，说回国投，15年最高价在我看来是没有什么泡沫的，原因也许是这轮牛市并没走完（对蓝筹来说），所以卖出标准一定要用价值之尺去衡量，都没到内在价格根本不需要考虑卖出。 赞 3



夏奈公主宇 2016-12-02 09:12:52

1元钱，虽然微不足道，把人生首次给老唐。老唐应该活到100岁，那么我可以看一辈子老唐的文章！ 赞 3



金牛是樱酱呀 2016-12-02 07:43:50

老唐，雅砻江系列真心不错，我打赏去了，希望你继续说说消纳的问题。同时祝贺手银即将见面，你也可以说说银行了，感觉这段时间银行和两投走的挺好的。难道你之前说的，2016年炒经济没那么差，3017年炒经济触底反弹，2018年重炒赚钱赚的不好意思。我大胆预测2019年在一片欢声笑语中蹦了/闭嘴 赞 3



弹的正义夫 2016-12-02 06:54:35

绘画水平还有很大提升空间/呲牙 赞 3



丁丁菇凉vu 2016-12-06 16:20:46

老唐，那些研究员太不要脸了，直接照抄你国投电力的分析报告 赞 1

作者

谁家的？?? 赞 2



大大我的大学 2016-12-04 22:40:37

老唐，有个错误，从《中国长江电力股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）募集说明书摘要》获知，2015年度川云公司净利润95.92亿元，这个跟雅砻江78亿元对比，雅砻江跟川云还是有差距的，原先三季度对比（64 69）两者相差不大，不知道为什么年报会有这么大差异。那么两者的估值肯定不能够简单等同了。 赞 2

作者

披露过川云的年报数据？汗，我居然没看到过。多谢多谢，我明天抽空看看。好在即便如此问题也不大，按照川云的收购成交价797+承担负债1262=2059亿，按照税前利润比例考虑81/96=84%，雅砻江也至少值2059×84%-644=1085亿，依然在我990亿~1500范围内/握手 赞 1



时过境迁职 2016-12-02 14:24:22

和债券、现金进行比较，谁便宜就买谁，估计也就在多数情况下解决了该走还是该留的问题。

作者

没错，是酱紫的， 赞 2



网名控世家卦 2016-12-02 12:10:05

阅读的过程中我就想到了"三步取利"，最后老唐也提到了，看来心意相通，或者我们的思维慢慢能跟上老唐的节奏了/呲牙。此法比较符合人性和实际操作。如国投目前估值约10PE，一步足利---15倍PE，卖出30%先落袋为安,即使股价回调也实现了15%的盈利，年度目标到手了;二步高估--20倍PE，再卖出40%，实现55%盈利，三年收益目标达到；三步变坏--25倍以上，清仓或留有底仓。。。以上说的是眼下的国投，要根据外部的环境具体变通，如若两年后水电消纳解决+火电盈利反转，增长可期的环境下，15倍PE是正常估值中枢，一步取利可以设在20倍PE。 赞 2



我是猪他大舅01 2016-12-02 10:08:20

报告老唐，现国投涨速过快，导致我不太爽，我希望再跌回五元！ 赞 2



go浅唱ai半夏 2016-12-02 10:05:54

看了眼今天的国投，忍不住留个言 从雅砻江三季报说起有必要永久持续的写下去/偷笑

赞 2



sky我是邋遢姐 2016-12-02 09:44:33

老唐，问非及题，贵州的一年GDP是1w亿出头，如果茅台估值3000亿，总觉得有的恐怖，特别是还能涨多少？是否可以参照贵州的GDP去考虑

赞 2

作者

不搭界的两件事。

赞 2



专属温小暖禽 2016-12-02 09:12:42

嗯嗯，到了估值点也不能一梭子全卖，分批卖，不想过早离场或压根没打算离场

赞 2



爱飞的big你5 2016-12-02 08:20:01

老唐，国投的管理层搞低价增发太坑，您说川军国军各配置一点怎样？/色

赞 2



夏末初瑾酥 2016-12-02 07:18:20

无论经济有多烂，我也顶多是少赚，暗含巴菲特不要亏损。而后一句，更是令人无限暇想。这是我看到在投资领域最精辟的话之一。若拥有具备这种生意模式的企业，赚钱是自然的事情。若再注意价格，很可能成为一名伟大的投资者。进入到施洛斯，巴菲特，卡拉曼之列。

赞 1

作者

谢谢高度评价老唐牌顺口溜????

赞 2



蜜桃妹纸澄 2016-12-02 06:06:17

一早发文，先回后看

赞 2



绝望在哭泣窜 2016-12-14 21:11:16

http://blog.sina.cn/dpool/blog/yytzsz#type=-1叶一投资实证的博文几乎全文抄袭老唐成果

赞 1

作者

去看了眼，还真是，全文照抄，连图和表都直接搬老唐的，就是特意把文中常用的“老唐如何”删掉了/呲牙

赞 1



乱乱乱乱失 2016-12-08 10:04:16

看了老唐的分析，对资产分拆、现金流折现等估值部分基本认同。可是长期关注国投下来发现老唐忽略了一个关键因素，那就是管理层。可以说国投的管理层并不老实，不注重股东回报，又因为是央企控股，可以肆无忌惮地忽略小股东，不需要维护股价，不需要担心门口的野蛮人。这些从去年低价增发，到购买英国海上风电，到近期竞购加拿大风电，都可以看出来。这也是国企的通病，领导层一心希望做大做强，这样才有业绩，能高升，股东回报算不上功绩，屁都不是。这种情况下，打个5～6折还真不过分。 赞 1

作者

也是一种视角。不过我个人不太重视这个问题，对错只能等待未来验证了。



霖靓妍 2016-12-03 11:08:27

老唐，别再写了，我加仓的机会都没有了/抓狂 赞 1

作者

????



nice定州明哥 2016-12-02 10:38:32

看你的文章有种看小说般的跌宕起伏，每周一三五都望眼欲穿的等更新啊。另外，配图的是谁啊？/抓狂 赞 1

作者

???? 赞 1



莹小爷威武六 2016-12-02 09:25:35

最近的事情在我们头脑中权重更高,好像真是这么回事；还有三批卖在彻底坏，关于这句话老唐能简单谈谈吗，我的理解是企业基本面变坏了吗？

作者

去佐罗主页上搜三步取利 赞 1



过度执迷sky 2016-12-02 09:06:06

唐兄不能停，双汇系列也可以有/偷笑 赞 1



五米踢vke是我 2016-12-02 08:09:13

一个钢镚，老唐别嫌少，你也定个小目标，主任每个月末我们一人凑个钢镚给他挖养海豚的池子，哈哈/::>

赞 1

作者

什么意思？他要养海豚，还是要包海豚音歌手？??



十八串章鱼线 2016-12-02 07:37:50

为什么30万机组淘汰，100万机组前景就光明的啊？不是最终由电价决定的吗

作者

电价和机组利用小时共同决定。淘汰落后机组会在同样用电量的基础上增加先进机组的年设备利用小时。 赞 1



春潜咏喻 2016-12-02 07:25:47

一大早起来就在床上看老唐兄的文章，爽。谢谢。 赞 1



大汉一品布衣 2016-12-02 07:23:25

老唐出书吧，手水

作者

水，在我们成都方言里是质量差、滥竽充数的含意??手水，那铁定被扔掉?? 赞 1



旧忆继 2016-12-02 07:23:16

国投的火电资产，有几家需要白送还得倒贴28亿现金，其余的也基本只能按照净资产打5折估值。至于新能源，最多按照净资产的一半算——“滚！你TM是玉皇大帝派来的逗逗吗？”现在这么保守估值，我也觉得是逗逗啊～～～ 赞 1



我是陌生人029 2016-12-02 07:08:21

用哪种手段，享受它的便利，同时学会淡然接受它的弊端， 老唐的总结就是精准， 尤其后面的仰天长啸， 形象... 赞 1



北城以北价 2016-12-02 06:50:37

老唐早！分析到位！ 赞 1



夏小沫访 2016-12-02 06:22:23

早，朝思暮想的雅砻江9终于出来了，老唐come on 赞 1



杰伦小吧1 2016-12-02 06:13:51

早上好。/咖啡我十分赞同分批卖。可惜我一般会卖的早一点，估计个人对企业价值分析不到家的缘故。还需要继续努力。谢谢老唐。 赞 1

回回回忆殇沐 2016-12-02 06:03:10

刚出门，早！ 赞 1

被溺爱的爱陪 2017-12-23 12:19:59

唐老师！我看了您几个月的文章了 每一篇都有点赞，最近开始觉得不对劲觉得我应该要打赏才对呀？可是找来找去找不到打赏的接口在哪？怎么办呀我现在好着急，在线等！

作者

谢谢??????看来你是苹果手机。早期文章的赞赏按钮，后来苹果手机里不显示了，只有安卓手机才看得见。没关系的，继续往后看就是了，等到了最近几个月的文章，你就能看到苹果专用赞赏码了????

任玓小孩慎 2017-05-01 10:18:52

投资电力股我是这样考虑的，因为对未来新能源汽车采用电的模式有了基本的方向性判断，才在老唐你对国投的分析下选了国投进行投资

穆穆影子伐 2016-12-07 23:19:15

老唐兄的文章值得反复读！ 一遍有一遍的收获~

Z148深圳东 2016-12-06 11:56:27

想到个疑问请教，水电资产30多年折旧，看起来比较保守，是否暗含了这样的风险，即能源进步（新技术发电）未来几十年有可能将淘汰煤电水电等，那么大坝就不值什么钱了。

作者

这个倒是没有，在可见的未来，暂时还看不见足以替代水电的能源方式。煤电的大趋势倒是必将被替代，目前已经有国家做到零煤电了。

李小呆眩 2016-12-05 09:00:44

国投系列看完了，也保存了，价值是无价，所以选最高一档打赏聊表寸心，前段时间看老唐抱怨白看的多回报的少，我想说：一是估计你的读者群应该都扣门，二是消化确实是要时间的，莫怪莫怪/呲牙

作者

谢谢安慰????

云飘过夏天記 2016-12-04 07:05:00

最近梳理了一下我佩服的大拿 貌似都是这种死抱着好标的 不达目的不罢休的主/呲牙 机构基金如中欧价值的曹拿也是这样 业绩喜人不说 心中也有底 心中有底 手里不慌 拿的住 靠纪律与耐心赚钱/呲牙 感觉不错



金牛是樱酱呀 2016-12-03 16:07:19

书赶紧的出来/撇嘴



大师胸仰 2016-12-03 10:32:19

持有国投应当像老唐长跑，最须要的除了耐心之外还是耐心。不应当期待国投是短期暴涨的大牛股（疯牛股也许更恰当），而要相信国投是一只慢牛股、长牛股————下蛋母鸡中的寿星，高产奶牛中的寿星。/憨笑



冰月痕爱灬 2016-12-03 07:06:38

我们的总会计师



哩意例阿 2016-12-03 06:40:26

老唐，我点赞了，也打赏了。我留言基本上墙，这次你再让我上墙一次好不好？让我骄傲一次！



子千畅要 2016-12-02 23:19:46

这是我的第一次打赏，取个谐音， 一是希望雅砻江之风险篇尽快.要发.

二是预祝老唐新书上市大卖.要发. 三是祝愿持有国投的朋友们财富稳稳增值.要发./鼓掌



女汉子走起ing9 2016-12-02 22:01:07

终于把这个系列看完了 对水电盈利有个比较完整了解



万箭穿鑫 2016-12-02 18:16:04

/礼物谢谢老唐！



华纳国际909 2016-12-02 17:57:49

福建，天津广西是独苗□



丶奢求情深水瓶 2016-12-02 15:10:25

从雪球到唐书房，渐渐找到股票的本质，谢谢！



迷茫阿俊go 2016-12-02 14:57:15

冒死追问，2015的最高价与当时的基本面预期对比的话，有没有高估？

作者

大致应该还在合理区间，



nice定州明哥 2016-12-02 13:05:07

本来在雪球问了这问题，这第一个问题就是我想问的，感谢！！



大鹅2812413991 2016-12-02 10:50:48

默默赞赏！略表心意，谢谢老唐！



迷心Lovesnow 2016-12-02 10:30:15

合理估值，平常心态，科学方法，落笔点睛！雅文系列让我这个小散受益匪浅！！



寂寞小姐贫 2016-12-02 10:22:14

/鼓掌预祝老唐新书大卖！

作者

谢谢/握手



初夏夜曲西 2016-12-02 10:14:55

讨厌 又把国投吹起来了/咒骂/偷笑



嫉妒牌炮弹都 2016-12-02 10:10:01

老唐强，早上发这篇，国投就涨这么多了。/偷笑非常感谢老唐系列的文章，每篇都反复读了，让我对国投的价值有了更清楚的认识。原来这么上涨可能会拿不住，现在，哈哈！坐拥现金牛，我等着市场就错呢。



未曾遇见披 2016-12-02 10:06:09

哥，我只想说，不要停、不要停，继续...



绝情女子愈 2016-12-02 10:06:03

老唐又立功了 国投在拉升/呲牙



蜜桃妹纸澄 2016-12-02 10:05:26

老唐，看来你神功发威了，今天国投开始了暴力拉升，坐等继续吹/爱你/爱你/爱你



银河映彩霞妨 2016-12-02 09:59:36

从雪球移到了唐书房，谢谢老唐！



sky可爱过分ovo 2016-12-02 09:44:42

主任说是要养海豚，不过以1024的判断，老唐的判断可能更靠谱/呲牙



我在柒月3 2016-12-02 09:43:05

之前分析国投产能时发现95%机组是55-60万千瓦机组，是因为管理的便利，成本的优势，还是自然环境限制，请教老唐！

作者

主要还是投产时间段内的技术限制。



咸蛋加皮蛋双子 2016-12-02 09:40:38

唐大，把你写的这些汇集起来就是《手把手教你看懂水电股》了。哈哈□



0珍爱永远0 2016-12-02 09:34:44

看唐老的文章就跟用苹果手机一样，简洁明了，不会拖泥带水，期待你的新书



资深禽兽战 2016-12-02 09:08:07

谢谢老唐雄文，有一事不明，国军的地位在1月，但是当时煤价并不高，反而煤价涨了以后，国军价格提高了，这点和您的描述是矛盾的

作者

回看预期和预期差决定股价一文。



摩羯朴泠落 2016-12-02 08:58:51

巴派选股，格派卖出第一部分，牛市卖出第二部分，剩下1/3巴派卖出



韩酥萌息 2016-12-02 08:52:16

赞“一批足利卖=>二批高估卖=>三批卖在彻底坏”！ 前几天刚刚一次性卖出了中国建筑！估计吃不到后面的肉了！



张琪张琪琪完 2016-12-02 08:48:08

估值这个东西只能毛估估，泡沫这东西也同样，股价还让你舒服就拿住，股价已经让你睡不着觉就分段减持吧。



唇先生贱 2016-12-02 08:47:34

打赏继续，看老唐的文章的副作用：打赏成瘾/抓狂 原来都大家以为L是小写的。



嘶幽池 2016-12-02 08:38:56

分批逐步减仓，哎，去年就是没有认识和理解这六字真言而损失惨重，

该恐惧时却贪婪。很期待老唐的下一篇佳作/呲牙



随风小醉丶Mn0 2016-12-02 08:32:33

权威人士画的不够和蔼不怪你，但是还画了一个尾巴你不觉得危险吗



夏小沫访 2016-12-02 08:15:35

/强，感谢老唐，道理讲的这么透彻！



云飘过夏天記 2016-12-02 08:08:00

坐等买手银，再强烈要求老唐继续手系列，不如第三本叫"手贱"如何□

围绕如何从财报和其它公开资料中分析研判一家公司当前是否贱卖。如同雅砻江系列，读后大有收获。为了持续能看到老唐的大作，赶紧打赏去!



唇先生贱 2016-12-02 08:06:24

"苦哈哈守三年，赚一倍走人，结果又涨了两三倍"，戳到我的痛点了，

抄送中国建筑，让我哭会儿先/流泪



逢床作戏日 2016-12-02 08:03:29

上海电力，吉电股份都是中电投，现在的国核电的二级子公司，很多人

以为上海电力就是上海电力公司，呵呵，一个是凤凰，一个是土鸡。这两家主要就是火电，现在也开始开发新能源，都是老国企，资产差，管理效率也极低，而且中电投也是原有5大中的下游，一般也就游资炒炒概念没有啥实质的利好。



heaventys乌鸦 2016-12-02 07:48:56

不轻易卖=>分批卖=>一批足利卖=>二批高估卖=>三批卖在彻底坏。

/强



皮卡丘翻身 2016-12-02 07:46:02

唐兄早！分析的甚是清楚，這確實是一個靜態和動態估值在不同市場環

境下的變化問題。但我從另外一個角度來看這個問題，這也是一個宏觀和微觀或者說是整體和個體的問題。牛市的時候股票整體被高估是一個正確的結論，但具體到某個股票比如說國投是否被高估還是合理或者低估，這就是個體的問題。需要回到套話具體問題具體分析了。而股票的價格變化既會受到整體市場的影響，也受個體因素的約束，麼如何應對活著解決這個問題呢？我想整體的問題需要用方法論或者說是哲學和心理層面來解決，因為市場的瘋狂

高估或低估其實都是心理和情緒問題，而具體的股票個體問題需要用工程手段來解決，就如老唐你最近在做的數據分析工作，用合理的邏輯和詳實的數據分析推導出可信的結論。不同的人有不同的哲學思想，也有不同的工程能力，比如我就沒有老唐你這樣的分析能力，那麼所得結果自然就不一樣了。即使兩方面都分析清楚了，這個世界還存在必然的不確定性，也不一定就會走到你預計的位置，這個時候就要用模糊數學或者是大概率的思維模式了，就是如你所說的三步出貨法等等。最後我想說的是，這個世界人確實是分層的，到哪一個層級大概可以拿走些什麼基本是不會錯的，所以我們核心的問題還是提高自己的層級！與大家共勉。/呲牙。順便說一下，看了老唐今天的文章，新書出來我決定買一本。



草莓儿 2016-12-02 07:25:46

老唐，穷粉处女赏，一块你不要嫌少，月亮代表我的心！ /呲牙

作者

谢谢。无关数量多寡??



夏影灼瞳勾 2016-12-02 07:18:38

早，不得不说，国投最近走起来了，再下手就有点犹豫了。



卧澜听风雨home 2016-12-02 06:57:32

不知不觉加成第一重仓了。L还有两种写法，厂，再镜像一下



爱散了借 2016-12-02 06:21:15

受益匪浅 /抱拳

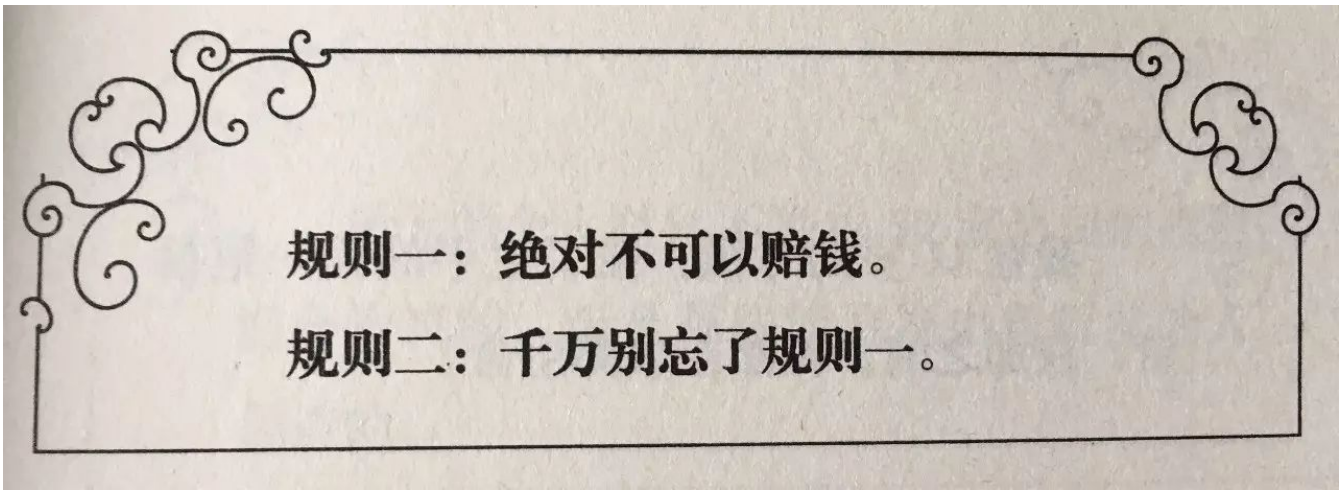
该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

如何才能不赔钱？

原创 唐朝 唐书房 2016-12-05

收录于话题
#投资理念核心专辑
58个

有人提了一个很有趣的问题，“据说巴菲特投资有两条规则：



然而，巴菲特怎么做到这一点的？难道他买进的股票都是立刻涨，永远抄到大底吗？买了以后股价继续下跌怎么办？一直不赚钱又怎么办？”——我估摸着应该有不少朋友会有此困惑，三两句话说不清楚，写篇小文聊聊。

先批判一下巴菲特。
巴菲特个骗纸，他经常亏损，经常处于赔钱状态的，这两条规则完全是骗人的鸡汤——如果按照这位朋友“买了以后股价继续下跌=亏损”的定义来衡量的话。

纳尼，巴神堂小喽啰老唐居然说巴神是骗纸？别急，往下看。

比如巴菲特经常拿出来嘚瑟的富国银行。1989年，巴菲特买进了约85万股，每股买入成本约70美元，市盈率约7倍，市净率约1.5倍。1990年，股价大幅下跌，巴菲特继续买进400多万股，成本大约55美元/股。注意，前面70美元买进的已经“亏损”超过20%，“亏损额”超过千万美元了。

这还没完，直到1992年，巴神依然在持续买进富国银行，而且买入价格仍然在70美元以下。直到1993年，富国银行股价飙升，巴菲特的这些股票才转为“盈利”状态。盈利也不多，总账算下来说翻了一倍多，年均也就20%上下吧！也就是说，巴神在富国银行这笔投资上面，持续“亏损”时间至少长达三年。

注意，这可是巴神特别有信心、特别有把握的一笔投资，他曾在2009年5月2日的股东大会上说过这样的话，可以证明他对富国银行的喜爱和了解程度：“如果我所有的资金只能买入一只股票,那我就全部买入富国银行。”

对于自己特别有信心的一笔投资，亏损长达三年，幅度超过20%，就这还说“规则一：绝对不可以赔钱。规则二：千万别忘了规则一”，这不是自己打脸的骗纸吗？

如果说上述案例，巴神通过“摊低成本+死扛”熬过了大跌，最终好歹算是盈利了。还可以用“浮亏不算亏”来自慰的话，老唐可以再举两个彻头彻尾的亏损案例，一个非上市公司，一个上市公司。

①1993年，巴神看上了德克斯特鞋业公司，作价4.33亿（市盈率约15倍左右）收购了这家鞋业公司，并在1993年年报里盛赞“德克斯特是查理和我职业生涯中见过的最好的公司之一”（原文）。当时，巴神向德克斯特股东定向增发伯克希尔的股票25203股，按市价折合4.33亿完成了支付。

很不幸，白纸黑字，巴芒俩大神被“职业生涯中见过的最好的公司”打脸了。这家公司在收购完成一年后，净利润就开始持续稳定的——下滑。原因嘛，主要是以我天朝为代表的发展中国家廉价鞋冲击。到1999年，德克斯特的年度净利润就只有1100万美元了（大约是1993年净利润的四成），2001年，干脆就爆出4500万美元的亏损。

2000年及之后的年报，巴神开始客气地批评自己，向股东承认错误了。批评的力度，伴随着德克斯特经营恶化的程度不断加强。到2007年，巴神直接在年报里把自己骂成一坨翔，他说：“我在1993年用价值4.33亿美元的伯克希尔股票买下了德克斯特鞋业。我当时认定的它具有的持续竞争优势，在后来短短几年内就消失了。但那只是开始，利用伯克希尔的股票，我严重扩大了这个错误。这一次花掉的不是 4 亿美元，而是35亿美元。实际上，我是用一个优秀公司——现在的价值是2200亿——的1.6%，换来一个毫无价值的烂公司。到目前为止，买进德克斯特公司是我最糟糕的决策。”

②2014年年报里，巴神自爆自己投资英国著名零售上市企业Tesco的经历：2012年前，花了23亿美元买进了Tesco公司股票4.15亿股，2014年清仓，割肉亏损合计4.44亿美元，亏损幅度近20%。并在此发出了他那句著名的感慨：如果你在厨房里发现了一只蟑螂，伴随着时间流逝，你一定会继续遇到这只蟑螂的亲戚们。

这俩案例不是彻头彻尾的“赔钱”吗？所谓“绝对不可以赔钱”规则呢，哪里去了？

所以老唐说“巴菲特是个骗纸，他经常亏损，经常处于赔钱状态的，这两条规则完全是骗人的鸡汤——如果按照这位朋友的亏损定义“买了以后股价的继续下跌”来衡量的话”，不算过分吧！

但是，其实这只是理解的错误，巴神从来没吹嘘过自己永远是抄大底的，永远买了就赚，永远没有判断错误……这样吹嘘的，一般是网络口炮党，是真正的骗子。

虽然这俩“不要赔钱”规则（有些资料表述为“不要亏损”），我只是从巴菲特儿媳妇玛丽.巴菲特的书中看到的，据说是巴菲特日常说过的话，其原始出处没有可信文献。但作为一名巴神堂小喽啰，理解这句话并不困难，我选择相信巴神的确这么说过。只是他表述的意思并不是要确保买在最低点。更确切的说，是巴神的“赔钱/亏损”概念，和炒股人士的“市价低于买入价=亏损”概念有区别而已。

如果我们做过企业，就会很容易理解巴菲特心中的亏损概念。假设你家开了一家小饭馆，怎么样就是亏损了，怎么样就是盈利了呢？它是由隔壁小馆子或者同城其他饭馆的转让成交价决定的吗？不是。

盈利或者亏损，由你家小饭馆每天的流水，每天采购的原料，完成的销售，支付的成本等因素决定。简单的说，刨过人工、房租、材料、税收、装修及设备折旧等费用，每个月或者每年算下来还有现金剩余，你家小饭馆就有了会计意义上的盈利。如果这个现金剩余超过了你家这笔本钱不开饭馆可以选择的第二选项带来的回报（例如买成理财产品），你家小饭馆就有了投资意义上的盈利。

换成高大上的词汇就是：如果这家企业生命周期里预计创造的自由现金流，折现至今天，超过你付出的成本（包含投入及次优选项带来的回报），你就有投资意义上的盈利。这笔投资盈利还是亏损，与这家企业股权目前在其他人之间以什么价格成交无关。

有点拗口。就我个人理解，要点有三：

①要摆脱股价波动的影响。股市是产生股价的地方，它存在的价值是为了替你服务，而不是左右你的决定。巴菲特说："对我而言，股市只是一个观察愚蠢行为的地方。"他多次谈到过的那个农场例子，透彻地表达了股价波动的本质以及投资者应该有的态度：

假如有个急脾气的人在我的农场旁边也有一块农场，他天天向我大声报告，他想以什么样的价格收购我的农场或是卖掉他的农场——而且这些价格还因他的情绪短时间内大幅变化——我怎能不趁机从他的疯狂行为中获利呢？假如他今日报价低的离谱，我又有点余钱，我会买下他的农场。假如他的报价高得荒唐，我可以把我的卖给他。

②关注资产的未来产出，选择哪些在稳定行业中，具有长期竞争优势的企业，以便于自己可以估算出其大概价值。只有能估算出大概价值，我们才可以通过与"隔壁农场主"的报价对比，确定自己是不是有便宜可捡。如果没有办法估算大概价值的企业，远离。因为你无法确认自己是否在出价的瞬间已经亏损。

同时，在计算企业大致价值区间的时候，尽可能取保守值，拒绝为未来的成长出价——成长只能视为价值的安全边际。保证在不成长的情况下，自己的出价也有利可图，否则不参与。"股市的好处在于没有三振出局的规则，如果球不在你的舒适击打区，没有人强迫你必须出击"。

③一旦"亏损"，神也要认错。梦想是丰满的，现实是骨感的。巴神被戏称为神，却并非无所不能的真神。他看中的"持续竞争优势"也会"在后来短短几年内就消失了"。当我们发现原本看中的持续竞争优势正在或者已然消失的时候，当我们发现该行业或者该企业发生本质变化的时候，企业未来的自由现金流数量就会与我们的预测值发生巨大的偏差，若由此导致折现值低于当下可以卖出的市价时，无论当下处于炒股人士们认为的浮盈还是浮亏（即市价高于或低于买入成本价），对于巴菲特而言，"亏损"已经出现了。此时，巴神也要认错，正如Tesco一样，他说："如果你发现自己已经在陷阱中，最重要的是想办法让自己不要继续下陷了"。

挺反人性的吧？是的，否则市场不会有那么多人赔钱。投资这条路，要说难，也真就难在这两条：

①人的本能，是用市价和买入价差额来衡量赚赔，"赚"了愉悦，"赔"了痛苦。而投资需要我们利用价格的极端波动，而不是让价格波动来操纵和影响我们的情绪和行为。

②投资需要我们懂得计算企业的价值，而不是错以为股价或市值就是这家企业的价值。——还记得老生常谈吗：投资只需要学习两节课……。

是的，我们这些小散，回报最终主要还是靠股价变现。但很不幸，无数大师用铁的历史和逻辑证明了：盯着股价的，常被市场先生掏了腰包。盯着企业价值的，却常捡到市场先生的钱包。因为，股价必有机会等于或高于企业价值，是股市里（很想加"唯一"二字的，但为了不吵嘴，还是算了）确定会有兔子来撞死的树桩。



日光倾z　　2016-12-05 06:58:01

所以说没有不犯错误的投资者，巴神也不行，也就是说喜欢满仓一个企业或行业一定不是明智的选择，满仓一个企业（行业），无论多牛，我敢肯定在漫长的投资生涯中，必然会遇到一个重大的，百年一遇黑天鹅事件类的巨大冲击，会导致本金永久性的巨大回撤。遇到百年一遇的巨大打击能够存活下来是我们投资体系是否稳定的基础和前提，老唐聊聊银行。

赞 65



真闺蜜哨 2016-12-05 11:11:52

一些启示和想法： 1，企业未来的发展充满不确定性，即便巴菲特也同样存在对企业未来发展的误判，所以我们需要跟踪企业的基本面，在基本面恶化的情况下卖出。 2，由于企业未来发展的不确定性，应避免满仓一只股票，持仓适度分散可以降低黑天鹅影响。 3，买入市盈率低的公司，可以避免基本面恶化带来的戴维斯双杀。买入当前低估+基本面良好的公司亏钱的概率相对较低。 4，没有能力或没有时间跟踪企业基本面的朋友，可以考虑持有低估值的指数基金，避免个股黑天鹅，也是不错的选择。 赞 46



中秋雨下 2016-12-05 19:07:16

读的过程中就感觉，投资其实就像选择做人的原则，是做一个诚实守信，脚踏实地，勤劳进取，勇攀高峰的人，还是去做一个偷奸耍滑，投机取巧的人！这是核心价值观的东西！/微笑 赞 35



张小套轮舞向 2016-12-05 06:15:19

盯企业价值的，常捡到市场先生的钱包/飞吻 赞 31



year执法者749 2016-12-05 09:25:20

一直琢磨老唐为什么重仓茅台和国投，看了本文中的"自由现金流折现到今天，超过现在的成本就是投资盈利了"，其中的理由之一是企业生命周期足够长吧，100年+吧，因此折现的现金流足够大，企业价值一般会大于投资成本。饭馆和诺基亚柯达等做产品的公司，有产品更新换代的风险，很难持续100年+的，企业价值不足够大，买入成本就要很低才行。谢谢老唐，又前进了一小步/微笑 赞 29



辐粕晓xzm 2018-08-07 18:22:31

我出10万买下这个农场，因为一年产出的粮食可以带来1万的利润。年化10%.高于我这10万理财收益。我就是赚的。至于市场先生每天报价是1万还是100万，与我无关。如果手里有钱，在报价一万的时候就继续买。如果报价20万，年化收益只有5%.我可以卖给他。不知这样理解对不对 赞 27

作者

对 赞 20



咯经济滩 2016-12-05 06:46:04

我认为小饭馆那段比喻应该标蓝，这个比喻让人更好的理解了投资的本质，这就是老唐的强项啊/偷笑 赞 24



朝上看园 2016-12-06 09:50:45

有个疑问，巴菲特的高收益，会不会部分来源于他买入的股票经披露后，由于其名望，吸引了其他投资者的追捧，发现了该股票“罕见的投资价值”，从而维持了股价不跌或稳定的上涨？就像今天的险资炒股。 赞 12

作者

短期难免，长期还是取决于企业是否真有价值。巴菲特也许可以作为一个路标，引导人们注意到某企业，但还没有能力将没价值的企业，假装成罕见的投资价值。 赞 22



皇甫巫灵郭 2016-12-05 07:13:40

忘掉成本，关注企业价值。老唐一篇文章就解惑了，多谢 赞 16



性饥渴了 2016-12-05 13:37:30

要想赢得比赛关注计分牌是没用的，全部精力集中在赛事才能取得胜利

赞 13



上帝的宠灭 2016-12-05 06:41:22

老唐经常能够深入浅出，一语戳破一些在他人看来难以理解的东东/得意，用词准确不？/呲牙/呲牙/呲牙 赞 12



日光倾z 2016-12-05 09:59:17

说到底，咱们买股票要清楚买的是什么，公司靠什么营利，风险在哪儿，价值多少，即使是买错了，也要知道自己哪儿没考虑到 赞 11



盆赶指 2017-02-08 09:55:48

：如果这家企业生命周期里预计创造的自由现金流，折现至今天，超过你付出的成本（包含投入及次优选项带来的回报），你就有投资意义上的盈利。这笔投资盈利还是亏损，与这家企业股权目前在其他人之间以什么价格成交无关。 唐老师，你这段话我有疑问，麻烦您给我解惑，假如一个企业我在低于其市值的情况下买入，而后企业通过增发股票的行为导致其市值增加，但每股股价不变，那是不是我持有的股票还是维持在保本状态，也就是一直没有收益。虽然公司的市值的确上升了，但是只是增加股本数的方法实现的。 赞 3

作者

是 赞 9



陌人不故治 2016-12-06 12:53:22

价格的损失不是风险，真正的风险来自价值的损失。 赞 9



天蝎盛安福 2016-12-05 19:24:02

老唐，咨询个事：怎样把你公众号的文章通过电脑打印出来 赞 4

作者

这个你就问道于盲了??这方面老唐纯白?? 赞 9



go俄的黑色天空 2016-12-05 06:27:45

和巴神的另一句名言“不打算拥有十年，就不要拥有十分钟”一样，说的是一种思维方式，也就是永远以未来现金流为目标，考虑问题，无论是安全边际，还是护城河，都是为未来现金流服务的。当然不等于过程中不犯错误，但如果解题的思路错了，就谈不上解题的方法了。 赞 9



臣恃寵而驕片 2016-12-05 10:37:27

我觉得巴老这句话是想表达“安全边际是第一位的”这个意思，和孙子兵法里追求“先为不可胜”可谓异曲同工。不求大胜，缓图之，反正不想着一拳干倒对手（两三个月翻倍），着力避免犯错被对手干倒，那到最后，干翻对手（赚钱）就是水到渠成了。 赞 8



超级宛若翩然 2016-12-05 07:16:53

在最后我觉得还有一条：耐心，任它风吹雨打，我自巍然不动！ 赞 7



泪皇后邮 2016-12-05 06:07:09

老唐早，沙发/微笑 赞 7



眼眸泪凄廖窃 2016-12-07 11:47:50

请问唐老师，“公司每留存一美元的利润 ，至少应该创造一美元的市场价值 。”如何理解市场价值，是指股市中的总市值，还是企业的总资产，还是其他？ 赞 3

作者

市值。 赞 6

花季摘野花猾 2016-12-05 11:52:20

不断提升企业估值和持续跟踪的手艺，是不赔的基础！ 赞 6



小倩绸 2016-12-05 08:15:27

雾霾天满满正能量 赞 6



不变的爱仙 2016-12-05 07:07:10

唐大中翻中的本领的确高，用小饭馆的例子解释股价波动真好。赏!

赞 6



year执法者749 2016-12-06 14:42:56

/强不要亏损，何其难也。把股票当做生意一部分，理性看待价格波动，留足安全边际，待在能力圈内。也不能保证不赔钱。 所以，我再来个限制条件:根本没有或基本没有维持性资本支出的，超高端白酒，优质核心住宅，优质调节能力水电站。 一想到赔钱，汗毛都竖起来了。为了不赔钱，小招也早休了。待老唐收银出来，看能进圈不，还有没有二进宫可能。

赞 5



放松骨灰 2016-12-05 19:00:56

先打赏再说话，这篇文章的内涵价值绝对无法用金钱来衡量了，因为这就是无价之宝！市盈率给予一辈子！/呲牙/呲牙谢谢老唐

赞 5

作者

谢谢高度评价????

赞 4



耐艺咔 2016-12-05 09:06:37

其实说了这么多，我觉得是为入门或是非寻找价值的人服务。 懂得寻找价值的人对这些话的理解会很简单，不要亏损：寻找在投资时（情况可能随时间变化）没有永久失去本金的生意（基本是从成本和生意的品质），而不是关注本金的暂时亏损。

赞 5



在爱中呼吸征 2016-12-05 07:11:14

利用和被利用，折现与兑现，未来自由现金流及“现”金～投资的思维和大众惯常思维，市场情绪和理性投资行为～理想和现实每次交错的空间就产生了机会，或长或短，或大或小

赞 5



天津胖子0214 2016-12-05 06:44:26

醍醐灌顶

赞 5



因为爱很重虎 2018-04-19 15:23:55

死死盯着那个球，而不是记分牌。老唐用这么多方式讲透巴菲特的理念，不知不觉，这些理念已经在脑海发芽，剩下的事情，就是不断的啃公司和竞争对手的年报，打电话给董秘，读行业协会信息。相信日拱一卒的威力！

赞 4



快乐的尒贰汉 2016-12-06 15:50:54

谢谢老唐的文章，准备成为老唐的信徒，炒股太累了，今年港股18000多点的时候，重仓了农行，享受到不错的分红的同时，股价也有不错的升幅。现在准备买入华能国电和国投，希望年底基金经理放假前有个好价位。 赞 4



恋上屁股处女座 2016-12-05 21:54:34

巴神有很多钱 赞 4



傈寵瀹双子 2016-12-05 19:46:17

现在的东南亚制造业对我们的威胁有如当年的我们对美国的威胁 赞 4



豆寇小小柒追 2016-12-05 19:30:50

我觉得老巴这句话就是一种理念。和追求确定性一个理。稍微展开点说

就是：1不懂的绝对不做，2真的弄懂了还要再加上安全边际。也就是能力圈和安全边际不同说法。 赞 4



米饭炒鸡蛋吮 2016-12-05 08:15:10

一定要买的足够便宜，起码不贵/微笑 赞 4



沐暖整 2016-12-05 08:11:11

问题是作为非专业投资者，如何才能够在数目如此之多，且行业各不相

同的企业中发现市场先生出错价了？是站在巨人或大V的肩膀上，抄他们的功课，或者对他们的功课做出细致研究后再下注？ 赞 4



配菜而已六 2016-12-05 07:57:30

这跟追寻真理一个道理，投资也是寻本源，赚钱都是附属品 赞 4



heaventys乌鸦 2016-12-05 06:52:37

没有买卖，，就没有伤害 赞 4



老妞的肥猫会 2016-12-05 06:41:21

早上好，已经把你公众号置顶 赞 4



铁血1384大本营 2017-02-08 10:00:11

那这种投资的意义在哪里？ 赞 3

作者

等待价值实现。 赞 2



灬桃子小姐恋 2016-12-08 10:40:35

个人觉得巴爷的这句话实际上来自于格老，参看格氏对投资的定义：以深入分析为基础，确保本金安全并获得适当的回报。除此之外的都是投机。 赞 1

作者

我其实是不同意格老这个定义的，非常模糊不清。去年曾在证券周刊上发表过一篇文章，谈过格老这个定义。 赞 3



热情的蔡的欢 2016-12-05 19:54:13

楼主说得明白，大家听得明白。一到实战有几个能真的守得住的，就不好说了 赞 3



从新习惯彻 2016-12-05 09:04:51

我有一点想法，领导性格多变，有时就特别喜欢那些既没有内涵、又没有未来就知道瞎吹牛的同事，还老给他们开高薪；有时喜欢拍马屁抓住领导喜好的同事，又给开高薪；不过虽然领导大部分时间都是错的、经常被忽悠的，但领导有一点好处，就是你真有料，做出来的东西也许时间会长点，但总会给你发合适的奖金而且还会多发…… 老唐说的全面，我极简陋的说一下，没人能知道顶和低在哪里！非常划算了就买，更划算了更买，只要基本面不变，总会熬到"领导"看重，给高于基本面的报价了。所以买了之后即使再下跌三成（老巴干过这事）、甚至五成（我觉得普通人这样也不算过分赶上老巴一半了呢），只要基本判断没错，嘿嘿！不亏！ 赞 3



亡心忘桃 2016-12-05 08:05:27

巴菲特买华盛顿邮报的时候也是买完就跌了挺多，然后继续又买了不少，后来又跌了因为和凯瑟琳有君子协议才没继续买入吧，要不巴神还会继续买。信心来自对基本面的透彻分析和对于市场先生理解的深度，老唐这篇文章把市场先生这个概念分析的够彻底了。 赞 3



儒雅的Cute826 2016-12-05 07:17:45

这篇文章必须收藏，雪球上的那个热门提问也一直是我想问的问题，今天得到解答，谢了/抱拳 赞 3



小师妹我来了哟 2016-12-05 07:01:33

好上进的老唐/强 赞 3



咱没疼刃 2016-12-05 06:13:39

谢谢老唐，越来越觉得发现企业价值的重要性，但是经常拿不住/难过/

难过/难过

赞 3



北黎不夏砖 2016-12-05 06:06:06

老唐早上好/呲牙

赞 3

睡在颗泪里咻 2018-08-27 16:55:32

看了文章才发现，自己原来也是读过的。可是还是在这个市场中迷茫了。忘记了企业价值，忘记以企业价值为解决问题的根本方法。谢谢老唐。 书房里的文章还是应该温故而知新啊！以后没事继续常来[微笑]

赞 2



请叫我小宅沏 2017-08-27 08:41:23

一旦“亏损”要及时认错，我理解为一旦发现企业不再有“持续的竞争优势”，就应该果断杀伐。“认错”是反人性的，“勤奋”是不是也是反人性的，必须要对企业持续追踪，不勤快可不行。老唐的勤奋从这一篇篇干货就知道了。而自己却常常懒癌发作……惭愧！

赞 2



曾轶可家取 2016-12-08 11:03:04

老唐真是巴菲特理念的最好诠释者/强

赞 2

作者

过奖/握手

赞 1



乡巴佬抖 2016-12-05 16:47:47

感谢老唐的无私奉献/玫瑰我也试试谈谈自己的看法：算得出价值不一定算得出估值，看得明企业不一定看得明行业；投资核心是投企业，特别二级市场投资，能力圈是基础，基于能力圈（看得懂企业与行业）的估值才有意义（别拿着碗里的看着锅里的）；再有就是心态，应接受并利用价格波动"溜狗原理……"，财不入急门，要有打持久战的准备，充分考虑流动性风险。/微笑望老唐指点~！

赞 2



o陈英俊o 2016-12-05 15:41:09

厉害！老唐投资既舒心，又稳健！

赞 2



唯美小婷涂 2016-12-05 09:05:13

老师说的轻轻松松，学生听得明明白白。崇拜不能更多！（转发朋友圈）/玫瑰/玫瑰/玫瑰

赞 2



晚风吹惆怅顾 2016-12-05 09:00:44

索罗斯有句话，重要的不是你是对还是错，而是你对的时候赢多少，你

错的时候输多少钱 赞 2



小柒柒酱庭 2016-12-05 07:49:20

/强/强/强老唐真早 赞 2



燃泪取暖源 2016-12-05 07:42:05

赞\(≥▽≤)/，最近雾霾天挺多，老唐抓紧写，迫不及待的等/呲牙/呲牙/

微笑/微笑 赞 2



喂微薇呀无悔 2016-12-05 07:10:29

一是如何评估企业，二是如何看待市场波动？ 赞 2



松别isVAE 2016-12-05 06:59:59

早早早，挤地铁 赞 2



陈筱准 2016-12-05 06:26:58

写得好 赞 2



巨蟹摸下他4g 2018-09-17 09:35:44

这是老唐关于投资不要赔钱的原创的解释和分析，阅后对老巴这句话的

理解就豁然开朗了。投资不要赔钱这句话在《成为巴菲特》里老巴讲过的。 赞 1



福雅苗苗 2018-09-10 14:43:39

饭馆的比喻实在太精彩了，彻底明白了eps和pe的关系！ 赞 1



彩色世界旅 2018-07-07 07:23:51

用企业的价值来估值，用企业的价格波动来赚钱。 赞 1



倾世皇妃赵 2018-02-09 12:02:02

回头再来读一遍，对学好两门课有了更深的理解 赞 1



汐小逝代 2017-12-01 13:31:23

两次失手都是行业壁垒和竞争考虑不足，记下了，要眼观六路耳听八方

赞 1



阴缘结伍 2017-02-08 10:34:01

难道通过增发股票，达到企业总市值增加不算价值实现吗？如果此时的

总市值达到了当初入手股票时预期的市值了，又该如何？ 赞 1

狗狗也是这样0 2016-12-10 07:35:30
如果评估企业价值是门大学问 赞 1

超级宛若翩然 2016-12-06 08:31:31
每日来唐书房逛逛，顺手带走一点知识。 赞 1

贞子她妹浮 2016-12-05 18:20:28
盯着股价的，常被市场先生掏了腰包。盯着企业价值的，却常捡到市场先生的钱包。最喜欢这句话。/强 赞 1

乐观的滥调 2016-12-05 18:10:50
老唐，新书什么时候预售阿，预售给不给签名哇？腰包已经饥渴难耐 赞 1

作者
快了?? 赞 1

小姐姐奇偶 2016-12-05 14:57:04
看完忘记点赞了，回来给点上/害羞/害羞/害羞 赞 1

将臣的心天蝎 2016-12-05 12:58:05
上半年投机票停牌，现在开盘时我已是夹头，意外收获几个涨停，好爽啊！ 赞 1

显剐咒sem 2016-12-05 11:05:48
买华盛顿邮报也浮亏25%以上 赞 1

heart祁允祥 2016-12-05 09:57:08
分析的真透彻！/强 赞 1

夏日疯宝宝兵 2016-12-05 08:32:18
这个道理我也是最近两个月才想明白的/尴尬。以前也是非常困惑，后面是大致明白些，最近两个月才真正明白。所以最近给自己定的也是不要赔钱。/呲牙今天看到老唐这篇，十分的认同。/微笑 赞 1

浮生渲染情剂 2016-12-05 08:23:27
唐师也没有说分散，唐师是说投资人对你投资企业的了解。 赞 1

身是业成梁 2016-12-05 08:23:10
人生第一笔打赏给了老唐，感谢老唐的辛苦 赞 1



燃泪取暖源 2016-12-05 08:04:30

人的本性使我常常迷失在价格的波动哩，以后要经常翻看这篇，提醒我

投资的本质/奋斗

赞 1



显剐咒sem 2016-12-05 07:58:02

受益匪浅

赞 1



朵艳艳竞 2016-12-05 07:34:44

巴神之所以这么牛，就是因为他能够估算出一家企业的内在价值，所以

他能够持续拿的住，大部分人对企业不了解，不能较专业的评价一家公司的内在价值，所以只能人云亦云，看到大跌也就慌的不行。

赞 1



澎湃先森仿 2016-12-05 07:11:54

老唐，手银什么时候出，静等中/偷笑

赞 1



人生大处方此 2016-12-05 06:58:06

终于又等到老唐更新文章了，老唐早。打赏不多，敬请笑纳/呲牙

赞 1



临时全职男人 2016-12-05 06:54:41

企业估值要求高，期望将来能完成这个能力的提升。

赞 1



机智的MPbaby 2016-12-05 06:25:50

唐老师早

赞 1



个正义龙 2020-04-16 16:24:52

老师，文中“当我们发现该行业或者该企业发生本质变化的时候，企业

未来的自由现金流数量就会与我们的预测值发生巨大的偏差，若由此导致折现值低于当下可以卖出的市价时，无论当下处于炒股人士们认为的浮盈还是浮亏（即市价高于或低于买入成本价），对于巴菲特而言，“亏损”已经出现了。”“当下可以卖出的市价”一开始以为是笔误，应该为买入时的估值。细看了几遍，觉得不是老师笔误。这里表达的是：买入后，企业才慢慢恶化，导致后续对企业的跟踪过程中折现值出现降低的变化。这个“当下可以卖出的市价”是指没有根据企业经营恶化而调低的估值，即是高估的估值。对吗？ 老师阐述的盈亏的道理是明白的，有点文字较真了[愉快]

作者

别想复杂了，当下可以卖出的市价，就是指此时此刻的股价。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

关于广告

原创 唐朝 唐书房 2016-12-07

老唐，你被盗号了？
老唐，唐书房中毒了！
老唐，你居然推送广告？
老唐，你也开始骗粉丝了？
老唐，你胆大到给p2p站台？
老唐，你的广告发的太无耻了！
老唐，你自己买没买广告的p2p？
老唐，你确定能保证13%的收益吗？
老唐，毁三观了，你的伟大形象轰然倒塌！
老唐，我信错你了，取关.....

老唐沉默，想看看反应到底有多强烈。

老唐没打算辩解，这里只列举十条事实：

事实1：昨天的广告，不是盗号，不是中毒，就是老唐收钱发的；

事实2：老唐写的文章，都会标“原创”，因而有留言和赞赏按键；

事实3：老唐做推荐，非常严苛，会直接写明“推荐”或“经肉测”之类的文字；

事实4：商业广告，会注明是广告，通常标题下面就会写明“广告”，或者文末会写上“商业推广，不代表本人意见”；

事实5：每天都有大量广告商找来，绝大部分会被拒绝，尤其是荐股入群类。但老唐不是桃花源中不食人间烟火的神，总有些人情无法拒绝，总有些价码让人心动；

事实6：老唐也烦广告——六神磊磊的神广告除外，每次看他的文章，我都很期待猜出这篇是什么广告。在没达到六神那种水准以前，将心比心，我会控制1周不超过1次广告，无论是单独的还是文末附加的；

事实7：老唐喜欢读完文章后的自愿打赏——那代表发自内心的认可和感谢，不喜欢将思想插上价格标签出售。所以，唐书房永远不会走收费阅读的路；

事实8：唐书房所有文章中，打赏比例最高的是《雅6》：100人阅读8人打赏；其次为《雅9》：100人阅读6人打赏。其它的不提了。谢谢所有打赏过任意金额的朋友，谢谢你们；

事实9：老唐个人的金融资产，除了有几十万生活备用金买的货基，随时用来套套利，其余部分始终是满仓股票，没有参与过任何合法或非法的理财项目。究其原因，不仅是平台可信度的问题，更重要的是，历史和逻辑都可以证明：股权资产预期收益率远高于债权；

事实10：我们都是成年人，自带一颗会思考的大脑，不是需要呵护和照顾的宝宝。我们处在一个信息时代，天天遇到无数广告，对任何信息都要自行辨识，包括老唐发的——这是投资者的入门课程。看见“年化13%”的表述，会直觉反应为1年保证收益13%的，看好自行车，你可能是大忽悠的目标人群！

最后，说件搞笑的事儿：唐书房阅读量最高的文章，居然是这篇广告。费神费力的雅砻江系列，发出一个多月了，累积最高阅读也就四千出头，有几篇才两千多。这篇广告文，当天就过了六千。尴尬……

谢谢各位看这些垃圾文字！

如果影响了你的心情，

老唐表示抱歉。

要是长夜漫漫无心睡眠，

可以留言给老唐。

今晚，老唐也有点睡不着……

嫉妒牌炮弹都 2016-12-07 00:10:54

支持老唐，我们都是人，不是圣人 赞 74

作者

这10分钟，老唐挺感动的，谢谢各位！我忽然发现，我应该可以安心睡了/握手晚安各位/玫瑰 赞 50



中国好臊年庄 2016-12-07 00:07:57

“总有些价码让人心动”感谢老唐的直率 赞 43



勤奋的0326发 2016-12-07 00:31:33

看您发广告我就放心了，这样有收入就不会某天觉得太累了，不玩自媒体了，感谢广告商，感谢老唐 赞 42



筱悦乔 2016-12-07 00:29:23

没啥好解释的，凭啥不赚钱，不接受的可以不关注嘛/呲牙/呲牙/呲牙，我还是建议收费订阅模式，以老唐的号召力，搞定生活费肯定没问题。/呲牙/呲牙/呲牙 赞 17

作者

收费订阅是确定不会做的。老唐是率性而为的人，不太喜欢束缚自己。我有想法要写，就分享给大家，大家叫个好，我图个乐。这样没东西写的时候，也不觉得亏欠大家/可爱。 赞 26



钰意2 2016-12-07 00:09:30

一点儿都没影响心情，人之常情，不理解了才是反人类呢 赞 24

作者

谢谢各位??。本来我想无论正负面评论都上墙展示的，可惜微信有限制，评论只能展示100条，这会儿留言已经170+条了，半夜和凌晨留言的没法展示出来。只能在这里统一谢谢各位了?? 赞 7



美幂弃 2016-12-07 00:06:02

感谢老唐关于两投的无私分享。关于广告，我觉得任何人都不能以任何理由绑架他人，爱看不看，又不是强制的。文末提到广告那篇的点击量最高，估计是因为被转发了太多次/白眼 赞 18

作者

喜欢你的“任何人都不能以任何理由绑架他人，爱看不看，又不是强制的”观点/握手 赞 7



误来红尘彡 2016-12-07 00:14:24

可以理解，虽然我第一反应也是怪怪的，居然会为p2p站台，毕竟这个出事的话会损坏自己的名声和信用。希望唐老师代言这类高风险的要慎重，就怕黑天鹅。 对于信息的把控识别，永远是投资的第一课。 赞 17

作者

谢谢/握手 赞 3



兔子呀48 2016-12-07 00:06:51

老唐真是实在，感谢您对于知识的分享，至于广告为了生活的更好我想大部分人能理解的。 赞 8



奈小乖判 2016-12-07 00:05:09

冲着老唐的人品和认真，处女赏/酷 赞 8

作者

感谢/抱拳/玫瑰 赞 2



朝上看园 2016-12-07 00:28:39

感谢老唐的无私分享！支持您！接广告是您的自由！ 赞 7



专业平台搭建M 2016-12-07 00:05:37

我还是觉得不该发这种p2p的广告。作为价投旗帜，干什么也比这个强。您的书和文章我都是大力支持的，就算要搞原创付费文章我都支持。 赞 7

作者

你的看法，值得尊重。可以保留，不予采纳/呲牙/握手 赞 7



你那么爱他招 2016-12-07 00:29:59

老唐，我把你当良师益友，真的，你发的系列，有的看了，有的没看，虽然好多都没看，但我会在朋友面前赞美你，看了的确实写的好！这么好这么用心的文章能无私的分享，说明你的人品好！好多没看，只能说明我不太爱学习，但是，我仍打算跟你学下去，这么好的老师，我仅仅打赏几次最小数目，但数字不能衡量你在心中的分量。我很幸运有你及辛巴、大飞机等这样的陌生的朋友。 赞 6



游戏丶招托 2016-12-07 00:03:33

发广告我也你 赞 6

作者

/玫瑰 赞 1



陌芯涵攻 2016-12-07 00:31:16

以后会多来看六章，看了你的文章已经买入国投电力。 赞 5



ok魂舜天 2016-12-07 08:05:14

老唐吐血原创，免费教大家投资法门。广告商替大家买单缴学费。这个市场经济的逻辑，应该没什么问题吧？ 老唐把好关，别发太差的广告。/呲牙 赞 4



離不開你仙 2016-12-07 00:31:23

这篇必须打赏！老唐愿意费口舌来解释广告事宜，这种对大家负责态度赞赞 赞 4



智瑾婷环 2016-12-07 00:20:31

之前看都没打赏，不是不值得而是虽然你水平高但我觉得可看可不看。这篇必须支持（当然钱少，略表心意），就为这有可能千夫所指也要保持的独立精神！就为这虽然茫茫人海未曾见面的心意相通！ 赞 4

作者

谢谢你独特的理由/握手 赞 3

夜有多寂寞格 2016-12-07 00:32:18

没觉得老唐发广告有什么不对，这是再正常不过的一件事。本来当初看到标题也猜是广告不想点进去看的，后来一想最近刚发生了支付鸨的事，可能余额宝真的出了什么问题吧。后来看到收益率13%，我就默默地退出了。 赞 3



我是荒信处女座 2016-12-07 00:18:47

支持老唐，我觉得老唐是雪球三观最正的人。 赞 3



冷柔控搂 2016-12-07 08:05:50

发广告无可厚非，哪怕每篇都链接广告。但是p2p广告，或者假药品广告，可能下线就有点低了，度娘就是节操无下限的典型代表。虽然老唐粉丝高素质，但是6千阅读里，若然有一两个着了道，毁了一两个小家庭，虽然老唐并没有责任，但夜里辗转难眠时，总归会有些羁绊 赞 2

作者

这也是一种声音吧！



三个張是我 2016-12-07 07:50:52

赞赏，不为其他，只为你这种实事求是的作风。 赞 2



简单愤怒途 2016-12-07 07:14:10

老毛的广告比你多多了，反正收益率高的我就当没看见 赞 2



鞭轰儿sky 2016-12-07 00:18:00

支持老唐。那么多有用的东西。偶尔广告就当怡情了/偷笑 赞 2



那月仲夏增 2016-12-07 18:50:54

这篇文章,老唐收到了最多的赞赏。充分的说明了大家认可老唐的为人与做事方法。 赞 1



细菌打嗝脱 2016-12-07 18:22:16

老唐，理解你的人很多都是看了你的书的人，比如我/呲牙，雪球里我一直是个打酱油的，注册过但一般不经常登录，看你的书也是有人在微博里推荐过，然后在上雪球搜索您，看了几篇你之前的文章，字里行间都充满了实诚人（说掏心窝子话的人），没犹豫就买了你的书，所以老唐，懂你的人就跟相信价值投资一样，要么相信要么转身离开永远不懂！/呲牙/呲牙/呲牙 赞 1



凌九岁月 2016-12-07 18:13:54

干货那么多，发点广告是应该的，最讨厌什么都要免费的人了，从不知道免费的才是最贵的。《手把手教你读财报》赞一个～ 赞 1



缺份依靠粉 2016-12-07 15:45:34

雅文的阅读量肯定是实打实的追随者啊，至于广告那么高的阅读量肯定有水分。至少我看了标题就是好奇老唐推的什么广告特意点开瞄了一眼，所以老唐大可不必感慨该接的广告照常接呗/得意 赞 1



小姐遍 2016-12-07 14:12:24

看到有广告，宝宝终于不用再担心唐书房会收费阅读了 赞 1



影子爱人窗 2016-12-07 10:35:08

理解老唐的做法，希望老唐别受影响，继续写出更多高质量的好文章。广告我们自行甄别，也可以不看，但少了老唐的经典分享，投资路上会失去很多精神食粮/奋斗/奋斗 赞 1



凌薇明 2016-12-07 09:00:22

这篇解释文章，零点准时发，足可见老唐对读者的重视。支持老唐，对信息的理解和辨伪是一个成年读者自己的事情，也是一种处世的能力。以前一直担心老唐的无私奉献是否能长期坚持，也很担心会在网络上与老唐失联。这下宽慰了很多，再次感谢老唐！ 赞 1



敏感姐拆 2016-12-07 08:37:37

刚看了本篇，再次验证了老唐是个在乎个人形象和口碑的投资人，让人更放心地看老唐的干货。也非常同意''股权资产预期收益率远高于债权''。至于上次的广告，老唐，“你的地盘你做主”咯，反正我没仔细看/调皮 赞 1



朵艳艳竞 2016-12-07 08:33:33

都是成年人，该有自己的思考，尤其是关注唐哥的人，唐哥不必介怀/可爱 赞 1



二愣子夯货忘 2016-12-07 08:29:23

感谢老唐，褥了一次羊毛，刚开始以为是用来洗粉，现在看来还是很呵护粉丝的。无论什么推荐去看看人家的运营模式，思考下背后的商业模式，培育下自己大脑逆向思考/可爱 一次行为代表不了什么，需要持续不断的好行为 赞 1



让心跳停了极 2016-12-07 08:21:52

没想到，我在老唐这第一次打赏竟然是这篇文章，深表歉意。 作为老唐的铁粉，相信都应有能力根据自己的需求和辨识能力去选择适合自己的广告内容和投资对象。另外，发广告在我看来也是一种刷粉的方式，那些只知道索取可又一点都不懂得付出不通情达理的粉丝少了也罢。 至于老唐对于阅读量的关注，可能是还是时间问题吧。 说了一堆废话，只想表达一个意思，我支持你。/得意 赞 1



丹东新区就冷 2016-12-07 08:17:20

看了那么多免费的好文章，你们不打赏就算了，发几份广告算什么！唐书房就是老唐说了算，不爱看的还是取关吧！我觉得，凡是看过老唐手财大的人，都觉手财是初学财报，最容易看懂的书。唐书房---值得你关注（无论里面是否有广告），《手把手教你读财报》值得你拥有（无论你韭菜还是镰刀）！ 赞 1



go俄的黑色天空 2016-12-07 08:16:34

意料之中，老唐的这篇文章也跟我心中的老唐相差无几，安心、放心、暖心。/憨笑有点臭味相投的意思，只不过差了起码十几年功力而已/偷笑 赞 1



i199930115天蝎 2016-12-07 08:00:59

哎，不管是人情还是价码，P2P广告还是慎重！！！ 赞 1



唯美小婷涂 2016-12-07 07:59:47

老唐也是人，只是老唐是比大部分投资者更认真和聪明的人。既然老唐也和我们一样都是人，那老唐就需要吃饭穿衣睡觉，这些都需要Money的支持。而广告商愿意出个好价钱，这是表示对老唐分享自己专业知识而聚拢粉丝人气的认可，况且，混迹在投资圈里除了吸收老唐分享的知识，也得有自己的见解。电视节目天天免费让你看，天天节目里都有广告，有谁把电视广告里的东西全买个遍了？ 赞 1



拾壹从不谈情 2016-12-07 07:35:34

老毛也有发，不要有压力。这个读者很容易辨别哪些是广告的。看电视，看视频，有广告很正常啊。想投p2p的自己会做下基本研究的 赞 1



可伶可俐橡 2016-12-07 07:26:44

坦荡荡真男人，让我等人生观价值观得到收获。谢谢老唐一直以来的无私分享！ 赞 1



害纯夫舒 2016-12-07 07:15:54

老唐好可爱，发了就发了呗，无需愧疚。你本来已经无需回报的写了那么多文章，被人称赞已久，不知不觉也会被盛名所累，呵呵。 赞 1



感性的某天然受 2016-12-07 07:12:00

老唐兄真是实在人，发篇广告还要专门给粉丝解释下……爱惜羽毛，尊敬佩服/呲牙 赞 1



无敌很可怕WP 2016-12-07 00:23:57

广告无可厚非，但是希望能用字体放大，颜色醒目让大部分人知道这是个广告，而非你本人的产品，虽然可能会导致广告收入减少，但同时会让你睡得更加安稳，毕竟你不想几个月后，几年后，你的公众号的留言就是：你是个XXX，当初就是因为你的广告推送，害我XXXXXX， 你用你的公众号推广，其实就是用你的名声，你的招牌，你的形象做担保，不是吗？ 或者你可以接一些非投资类广告，真正不错有意思的产品，你希望推荐给大家使用的，我觉得这样不是更好？ 赞 1



Super丶苏戏day 2016-12-07 00:16:32

老唐，最初看了感觉与您的风格不符，当时没多想，随便看了下赶脚超

过自己的能力圈了，也看不懂，索性关了。还是拿着手里的那几家公司踏实，每年29%妥妥的。

赞 1



烈酒赠英雄贫 2016-12-07 00:13:16

说的够明白了。大家都是成年人，自辩真伪很重要，有广告也很正常。

看广告也是对老唐的一种支持。包括下app.

赞 1



各自天晴好泄 2016-12-07 00:13:03

厦门的连岳的公号广告也是与文章无缝衔接，建议老唐观摩观摩.另，

他也是你家啊茅的坚定拥护者

赞 1

作者

谢谢/握手



情侣太拥挤擦 2016-12-07 00:12:24

支持老唐，可能大部分人习惯了免费的午餐，广告是太平常的一件事

情，我们相信老唐不会为了挣钱而不顾优劣发那种忽悠人的卖药广告，老唐发的也是经过甄别的，谢谢

赞 1



苏谨取 2016-12-07 00:02:31

老唐牛逼

赞 1

作者

沙发/握手



忘了次伤卜 2016-12-07 17:16:00

我也下载了app并注了册，但没投钱，也算对老唐广告的支持吧



花陌醉红尘时代 2016-12-07 10:02:04

我感觉和看电视有广告一样，我可以接受。成年人对自己的行为负责，

如果一点识别能力也没有，以后在市场里也会大亏。考验智商税的时候到了/调皮/调皮



陌人不故治 2016-12-07 08:52:19

发广告没有什么大不了的事～我们看电视剧，都难免要看广告，只要电

视剧好看就行（指老唐的干货）



爱情生物链灭 2016-12-07 08:29:39

放心吧，大家心里都有一杆秤，我敢肯定绝大多数的人和我一样，是理

解和支持老唐的。



梦萦日喀则 2016-12-07 08:25:48

贵在真实，无须忐忑，作为书房读者，还是希望能少点广告，多点干货，但这确实是书房主人的自由。



男人拥 2016-12-07 08:24:01

我觉得还是总有些人情是无法拒绝的，连你这没事只跑步的局外人也有拒绝不了的事，所以对你来说：做投资易，混社会难/闭嘴



诚诚科技网络8 2016-12-07 08:23:31

央视还放广告呢，有毛大惊小怪的。



小默狮 2016-12-07 08:23:06

我们都懂的。



尕小笔 2016-12-07 08:21:45

老唐诚实坦荡，是真人！不是小人。辛福生活会围绕你左右。/强



叫硪兆琪君n 2016-12-07 08:14:05

老唐每篇文章都会细看，精彩之处都会大大的赞赏，当然这篇再见余额宝只是看了开头就猜到结尾的就没有看完了。老唐买那个公司的货基？现在能够随时赎回即时到账的货基收益率都好低，只有年化2.5~2.7%左右，手上还有几百万现金又不能投入股票的，买银行理财也只有3.5左右的收益率

作者

一般就是华宝宝??



为你丢了笑华 2016-12-07 08:09:47

老唐的粉丝群大多受过良好教育的，有一定审美力的。老唐啊，下次发广告文能不能让他们好好排一下版面，配色也稍微讲究点/偷笑。这篇广告文明显拉低了唐书房的格调啊/偷笑



落叶淘敏zx 2016-12-07 08:09:05

支持



小小小青年虎 2016-12-07 08:08:55

看团贷网，差点心动，毕竟老唐带盐，后来还是坚持了下，一是收益率太高【实体经济就这样，收益率无法持续保证】，二是不懂团贷盈利模式，不懂不投，哪怕

习大大站队也。/呲牙



双鱼dopd的海角 2016-12-07 08:08:30

这么内心强大的人也会这么在意？有时候我想，我们过分在意一件事情，是因为这件事情背后的利益，老唐分享知识，用知识创造生产力是最高级别的，其实，用心写出来的文章，得到大家的认可，只要有能力的，都会或多或少打赏，我想不打赏的，未必是不认可，未必舍不得，未必不尊重知识，也有一种可能，就是5元或者10元对他自己目前的边际效用还是很大……所以，如果老唐合理归因，不认为打赏和认可之间有直接的关系，我会觉得你分享的会更坦然，反而得到更多认可，打赏水到渠成，更多。



苏婴贪 2016-12-07 08:06:41

你发你的，信不信由我们，就像你不遗余力地讲价投但好多人还是不照你的来。



白羊啊黑3 2016-12-07 08:04:20

岂能尽如人意，但求无愧我心。 唐朝，拿出在雪球上"任尔东西南北喷，我自跑步写手银"劲头来。 顶你□□□



浩淼属 2016-12-07 08:01:56

老唐敢于直面回答这个问题，很好的，尽管大家都知道怎么回事儿。多发广告，阅读量一定会下来



没勇气小姐所 2016-12-07 08:01:33

我也建议收费模式



滚来滚去在 2016-12-07 07:54:23

支持老唐，我们都是凡人



可靠的ew3zt1 2016-12-07 07:53:01

老唐，雪球上有人说，你收的广告费，发红包呵呵大家。呵呵，那个人就是我。开玩笑了，祝老唐生活愉快，性福！是幸不是性，不过也懒得改啦！



小柒柒酱庭 2016-12-07 07:52:42

关于阅读量的差距，我相信是因为对于大多数人来说，"余额宝"三个字的吸引力比"雅砻江"大得多吧/呲牙



练模仅 2016-12-07 07:52:35

因为雅砻江系列没有一个响亮的标题呀/偷笑



小自私亡 2016-12-07 07:48:33

理解，总不能饿死知识分子吧。卡上只有0.55元/大哭，过几天卖出新股后再赞赏您了。



蓝鸢尾赎 2016-12-07 07:43:00

为毛我一眼看出来是广告，然后还是点进去浏览了下，这算是变相赞赏吗/呲牙/呲牙/呲牙



斑驳背 2016-12-07 07:42:29

老唐啊，不是不欢迎广告，是怕误导韭菜，尤其是p2p，估计很多人会以为有你的背书的，如果您在打广告之前发一条说明，或者广告跟干货一起发就行了，效果也好些。



爱7855123baby 2016-12-07 07:38:50

关于广告的事，老唐态度坦然，说得真实清楚/强



诚诚科技网络8 2016-12-07 07:36:59

人在江湖，身不由己！可以理解



帅帅先森玩 2016-12-07 07:36:29

老唐，我把您的文章都转到印象笔记留存，雅砻江系列都打印出来细读。虽然没有打赏过您，但是我买了 手财，跟着您学习价值投资/可爱



day街霸张三 2016-12-07 07:33:37

老唐是拿自己的"渔"教声望做抵押，这个抵押无形资产值千金啊！推荐产品好处费值多少？广而告知，经过辨别说不定收益要比股票收益高呢（比如今年股票账户就少了10%）。/呲牙



剖腹取娃长 2016-12-07 07:33:23

别的文章抠门，这个必须打赏，就因为第十条，没错就因为第十条。为毛呢？目前看来大多数人，都是目不转睛的盯着老唐，然后独立思考的 /呲牙/呲牙/呲牙/右太极/右太极/右太极



离离离离心道 2016-12-07 07:30:17

只要老唐原创文章依旧高水准，我都可以/微笑



醉饮红尘茶腰 2016-12-07 07:30:03

喜欢老唐就是因为你的真实，牛逼得真实！/强



柴震再烂 2016-12-07 07:28:38

我刚看到标题时还以为是写因为支付宝的一些新规以后没人用了。其实将心比心，要是我们是你也会这样做，只要广告的内容是真实的，其实无可厚非。不要太在意，你说的那些声音都太敏感了



天蝎素娟 2016-12-07 07:25:14

以前看文章还没觉得啥，几乎就没打赏过，这篇文章必须打赏一下，尊重实打实的劳动成果，一元也是爱/呲牙



死去的天气抱 2016-12-07 07:23:15

默默支持



嘶幽池 2016-12-07 07:22:01

支持老唐



爱河桥下、是我 2016-12-07 07:15:10

支持！感谢老唐一直以来的无私分享



阿花村菇凉势 2016-12-07 07:14:37

其实是因为你从来没发过广告，第二点是名字很有诱惑力才造成如此大的点击率/呲牙，以后估计不会了放心吧！



渐行渐远说 2016-12-07 07:14:26

老唐我顶你，从你那里我已经占了太多便宜了！为了支持老唐，每一篇广告我都会点开，虽然不会看/呲牙



幻听幻觉币 2016-12-07 07:13:55

老唐的地盘，发广告，当然没问题啊？广告有没有价值。读者自己辨别撒（当然老唐自己会筛选广告商的对吧），那些说不能发广告的,没这么玻璃心吧……



呦奶茶姐杂 2016-12-07 07:09:13

呵呵，说明标题党很重要，老唐把雅六的标题也改成类似永不停息的印钞机之流估计也能阅读量翻翻，其实数字时代，彼此的评价是双向的，作为读者会以内容靠谱程度评价自媒体人，自媒体人也会在互动，付费中甄别合适的读者，不合适就相互道别好了，明星能做广告自媒体人也能，只是符不符合自己价值观的问题



脸的美人痣欲 2016-12-07 07:07:18

标明是广告即可。如果老唐象雷锋一样，我反倒不惮以最坏的恶意猜疑了！/呲牙



钰昏 2016-12-07 06:53:45

没有虚的辩解，真实的想法真实的表述，老唐好样的，换句话说不食人间烟火的圣人我没见过，也相处不上啊，/强/强/强



霜寒照 2016-12-07 06:41:11

没想到介绍个p2p这么多人反对，公告偶尔做下广告很正常，完全能理解，老唐不必在意。相信关注唐书房的多是有判别力的人。另外想说，从14年初我就在投p2p，做为股市的竞争仓位，点位高时卖股买p2p，这样股市普遍偏贵的时候，能心态比较好的耐心等待，当然靠谱的平台，至今未踩雷。



只想做你鹦 2016-12-07 00:53:27

老唐，不要在意，这是人性的使然. 资本市场真正信奉价投的毕竟是少数人，而真理也往往是掌握在少数人手里～ 相信价值，相信真理，雅砻江系列写的太精彩，通篇已经看过N遍～～ 加油！期待更多好文。/微笑



相互缘起爽 2016-12-07 00:50:39

赞老唐的坦率，堪为我的楷模。话说前面的干货文章我都一一细读却没有打赏，这篇却感觉到非打赏不可了/呲牙

勤奋的0326发 2016-12-07 00:44:46

哈哈，刚下载了app，正在纳闷呢，也看见了最开头的两个广告字样，还是自己没有独立思考，反省一下！晚安！



爱laoxiong2222 2016-12-07 00:42:55

第一反应是很奇怪，但是读完这篇文章之后感觉自己很惭愧，从雪球到微信，读了很多老唐的原创，居然没有自觉赞赏一/尴尬。；作为一个手财也看了两遍的读者，确实不应该啊/流汗/流汗



梦爱情生坠 2016-12-07 00:25:01

其实我也是无脑就注册了，好比是当时借贷宝最早需要银行卡密码注册的无脑注册，薅完羊毛就闪人/微笑



尼玛太现实采 2016-12-07 00:24:39

我倒不觉得独特，比如你做空赚钱使对手方家破人亡，但你会在灾难来临时无偿救人，那你就是高尚的人。一码归一码。



okearth琴向荣 2016-12-07 00:22:27

唐哥，可能是因为这个广告的标题太动人，/微笑/微笑所以阅读量才会超过你的系列文章。我打开这个广告后只用了一秒钟就明白了只是一个广告而已，并没有什么大不了。现在朋友圈的广告点赞的，评论的也越来越多起来了，真正有内涵的广告其实也不是很令人讨厌的。



不该怎么样膜 2016-12-07 00:17:07

其实批评的人，如果有广告金主找他，估计也会发，只是没有这能力就只好做喷子，成年人对广告都应该有辨别力。支持老唐/玫瑰

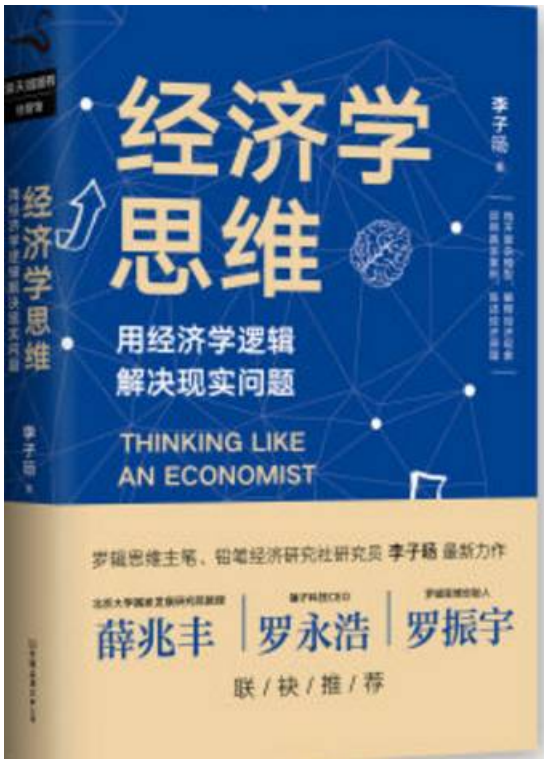
该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

经济学思维

原创 唐朝 唐书房 2016-12-07

收录于话题
#读书笔记合集
34个

推荐一本刚读完的好书：罗辑思维主笔、铅笔经济研究社研究员李子旸老师的《经济学思维》。



大概是2009~2012年间，老唐也混过一段时间微博。主要兴趣就是和一大帮经济学同好吹牛、辩论乃至争吵，各种各样的命题。和子旸老师就是那个时间段认识的。网上聊的痛快，颇有些惺惺相惜的味道。

后来——忘记了是2010年还是2011年，反正是个秋天——有次他来成都，我俩差不多有近两天时间单独待在一起，喝酒喝茶吹牛聊天吵嘴。我俩同龄，我是五常经济学脑残粉，子旸老师那时是奥地利学派的坚定信仰者。在经济学领域，我们既有很多共识，也有不少分歧，加上俩人嘴皮子都还利落，你一段我一段的，只觉着时间不够用。

印象特别深刻的，是子旸老师有开放的头脑，没有国奥常见的那种真理在手、徜徉于牛A和牛C之间的气势，对某些理论不能解释的现实经济现象，会坦然说"这东西，我还没想明白"。

时光如梭，眨眼几年过去了。翻开这本子旸老师的新书，出于和他吵嘴的习惯，我会在看到题目的时候，默默猜一下他将要表达的观点是什么，会通过什么方法论证。最终，我不得不感叹：子旸老师提升了太多太多，显然我已经被甩下很远很远，以致于在阅读过程中，不得不常常拍腿叫好。

这本书有一股浓浓的亨利·黑兹利特《一课经济学》和巴斯夏的《看得见的和看不见的》所特有的气息。没有什么高深莫测的专业术语，没有任何复杂的数学公式，却能利用清晰的逻辑，将道理说的透透彻彻。以致于我看完后第一时间发给他的信息是："你太适合做经济学科普了，说理特别清晰。"



子旸老师喜欢观察现实生活中约束理论发挥威力的那些约束条件，他相信人类的自利心和对美好生活的追求，以及出于自利而对这些约束条件作出的反应和相互之间的妥协，从中发现那些看上去怪异或不正常的现实背后藏着的合理和必然。

这种思维方式，在《投资最重要的事》中，被霍华德.马克斯命名为“第二层思维”，在《思考，快与慢》里，被丹尼尔.卡尼曼命名为“系统2”。它们的共性，是让人不那么容易被本能和情绪支配。从这个意义上说，经济学思维对投资者来

说，同样重要。

这是一本文集，不是宏大而系统学术著作，基本上每篇文章都在三四千字范围内，很适合快速阅读，一点儿不累。然而，文章水平的高低，并不是靠长短来区分的。本书用一篇一篇的短文，展示了面对一个个具体的现实问题时，怎么运用基本的经济学原理去理解和分析，甚至做出正确的预测。如果用投资来类比，就像一位投资高手拿着一家家不同的公司，不断的展示如何运用同一套理论完成估值、界定买卖区间、展示上涨或下跌的逻辑，并亮了实盘供围观。

围观一下，一定会受益匪浅的。千万别说，我对经济学不感兴趣，所以没有必要。经济学不仅是一门独立的学问，更是一种思维方式。尝试着去厘清世上很多"事与愿违"事件背后的道理，理解某些行为可能带来"意外之喜"的逻辑，看见那些普通人看见的表面背后所隐藏的必然。就是拿来网上网下吹牛侃大山，也会短时间内功力大增，让你的小伙伴顿生高山仰止万仞宫墙之心的。当然，也许书中某些观点，看上去很反直觉，甚至有点毁三观，可能你会不同意，甚至你会忍不住对着书和他吵架。恭喜你，炒赢炒输，你都定会大有收获的。

强烈推荐其中的《干掉计划经济的三种武器》、《理性还是非理性》
、《无效的贸易战》、《教育投资：有用还是有益？》、《教育孩子的正确方法》、《越污染，越健康？》、《经济规律和市场规律》、《高额离职金的合理性》、《信息不对称--被夸大危害》、《价格竞争无输家》这几篇，坦率说，每一篇都值回书价，多读多赚，消费者盈余是大上天的。

点击下面阅读原文，直接丢进购物车里存着吧，双12快来了哦！

阅读原文



妖尧美饥 2016-12-07 00:21:03

等手银一起买。 赞 10



happy龙之旅 2016-12-07 10:44:15

感谢推荐 向您学习，好东西不能自己留着。忘了原话怎么说了：分享一个苹果，每人只能得到半个苹果，分享一本书，每人。。。。？？？ 赞 2

作者

分享一本书，每人都买了一本/呲牙/呲牙 赞 7



无缘罪铅 2016-12-07 04:26:20

知识是用来解释世间万物的存在，每个学科都为看待世间万物提供了一个视角，各门学科思维共同拼接了认知这个世界的部分地图。在我看来这是学科知识的本质。 有些人具备一种能把专业高深的知识解释的通俗易懂的能力，这类人真是天生适合为人师表，授业解惑。/强 赞 7



此乃良民婚 2016-12-08 11:04:12

老唐。如何读书呢？看你书读的挺多的。能不能介绍下经验。我这一读书就2天的热度/撇嘴 赞 1

作者

选喜欢的书读。

赞 6



旺仔小西瓜汝 2016-12-07 01:15:58

如果能看到二位就一个话题的精彩碰撞和智慧四射，一定让思维大快朵颐。

望穿“手银”之秋水。届时双册对赏，岂不快哉/微笑/咖啡

赞 4



双鱼dopd的海角 2016-12-07 10:03:38

平时白天工作晚上看孩子，只能保证一个月一本书的阅读量，照老唐的荐书

速度有点跟不上呢

赞 3

作者

选自己感兴趣的题材就好??

赞 2



从新习惯彻 2018-11-27 14:53:00

双11买的，读完这本您当时推荐的书，醍醐灌顶，这本书太优秀了，跟手

财1不相上下！这是我至今读到的最突出的两本！谢谢你，也麻烦您代为谢谢作者[笑脸][笑脸]

[笑脸]

赞 2



堇年丽 2016-12-07 09:10:45

感谢唐朝老师的推荐，希望能给您也做一本：）

赞 2



灼尒之歌 2016-12-07 08:07:25

好基友，一辈子。/调皮

赞 2



乃丫头陈 2018-04-22 16:51:26

多谢老唐推荐！尽管网上有许多免费版的，但我还是从当当上购买了正版的

电子书，也感谢当当！这里的电子书很多，比京东强多了！读了序言，就觉得很好！俺是正经学过经济学的，还在人大进修过金融。联系到当前中兴被禁引起的沸沸扬扬，感觉李老师所说的和平才能创造繁荣，革命都是静悄悄进行的正确！特别是妥协是政治和经济（或市场）的本质，博大精深！感觉李老师的见解是深入浅出，有功底！谢谢老唐的推荐！没想到在这方面同老唐也是知音哪！曾经因为巴神堂对经济学的否定感觉自己白学了经济学，现在看来还得继续努力！

赞 1



浩鑫左溢且 2016-12-11 13:06:34

先看了手银多，再来看这个

赞 1



倩子蓦王 2016-12-07 10:34:20

感谢唐老师的推荐/微笑，以后看书有目标了

赞 1



万产肚 2016-12-07 09:28:41

手银呢 还不出来/酷 赞 1

作者

快了????



最晚的晚安叠 2016-12-07 09:19:54

想不到老唐推荐，上周六刚买了一本/呲牙 赞 1



旧时序猎 2016-12-07 06:54:54

已存/微笑 赞 1



支离破碎函 2018-04-22 16:54:04

李子旸老师的博客是那个，能否告知？先谢了

作者

他的微博叫@李子暘Lee



张子涵掐 2017-10-11 14:12:39

今天过来翻翻老唐推荐的书。看到留言里面有人问老唐怎么读书。不知道老唐是否看过《如何阅读一本书》，这是国外40年代出版的一本书，70年代又做了改编。书的名字听起来像是忽悠人的，但是事实上这本书确实做到了如何阅读一本书。我以前也不喜欢读书，甚至害怕读书。看了这书的第一部分后（其他部分都是凌乱看的），我真的爱上读书，至少不害怕读书。如果老唐有时间可以看一下，相信您也会觉得是本好书的。

作者

[OK][握手]



蓝鸢尾赎 2017-05-13 21:10:13

手银看了一半，很不错，简单易懂。有大师的赶脚[呲牙]加油！谢谢荐书



情深必死i521 2016-12-08 22:16:05

罗胖的书买了好多，都没看，这本既然唐胖也推荐，那～必须买啊/憨笑



剩友谊女 2016-12-07 12:15:40

最近看铅笔社，好像有点左哦，是不是思想不自由了。。。/尴尬



不温柔小姐贫 2016-12-07 12:01:09

努力跟上老唐的脚步！感谢老唐分享！



ok一只傻梦想呀 2016-12-07 11:05:21

经济学思维的学习属于投资的高阶功夫，对于还在财务自由路上蹒跚前行的我，急需学习持续跟进目标企业的思考体系和技能/奋斗/奋斗，请老唐多传授知道企业的手艺！/抱拳/抱拳



花泽熙简单恋 2016-12-07 10:07:04

为什么微信的名字和本文中的名字的第三个字不一样呢，不是找茬，只是好奇/呲牙

作者

繁体字和简体字/调皮



忧小曲吻 2016-12-07 09:45:55

最近想学下经济学，先从入门开始，一课经济学、经济学解释已经收纳，总感觉经济学的书不适合零碎的看，所以一直没看，再加上这本书，只等长假研究了，小赏下/呲牙谢谢老唐好书推荐！/强



完美翅 2016-12-07 09:12:41

茅于轼的《微观经济学十讲》也很不错的，薄薄一本小册子，颇有《一课经济学》的风采，只是已经绝版，只能从网上下电子版了



辐粕晓xzm 2016-12-07 07:34:01

必须等着手银一起买！



被溺爱的爱陪 2016-12-07 06:44:12

坐等手银



格格不入岸 2016-12-07 06:20:35

准备进购物车，上次京东的听老唐就入了不少！



只为你疯过哎 2016-12-07 00:36:49

现在看书最讨厌腰封，其次是外面套的那层书皮



亲吻奇迹停 2016-12-07 00:26:52

倾情推荐无法抗拒啊

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

两投的风险因素1

原创 唐朝 唐书房 2016-12-09

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

关于两投投资中的风险，老唐曾理过一下，抛开什么水坝垮了、核战争了之类没思考价值的臆想之外，能想到的风险，大致有7种。分别是：

> 1.升息带来利息支出增加的风险；
> 2.经济下滑带来的电力需求不振的风险。
> 3.上网电价政策性下调的风险；
> 4.来水量大幅降低的风险；
> 5.电煤价格上涨风险；
> 6.税收政策变动风险。
> 7.投资火电、新能源及海外的风险。

老唐试试分别来阐述一下个人看法，不知道能写几篇，反正我先扯着，你且看着，有几篇算几篇吧！

风险一、利率提升的风险。

水电具有投入大、建设期长、建成后收入稳定、收入含金量高、无应收坏账之忧等特点，从而以其贷款总量大、贷款期限长、还款来源可靠的特色，成为各大银行及债券投资人的挚爱。王八绿豆一对眼，金风玉露喜相逢，结局便是水电公司资产负债率高企不下。

前面谈过，资产负债率高低要结合商业模式来看，对水电公司而言，并不是坏事。若非国家强制规定自有资本金不能低于20%，水电公司拿到建设许可后，99%的资金靠债务解决也是有能力的。但负债率高企带来的直接风险，便是利率变动直接影响利息支出，从而影响企业净利润。

例如，拿雅砻江水电公司自2010年以来的利息支出和净利润数据来看，如下表：

年份	利息资本化	当期利息	合计	净利润	利息/净利	总负债	总负债利率
2010	14.6	8.4	23	7.3	315.07%	575	4.00%
2011	20.8	7.4	28.2	5.2	542.31%	668	4.22%
2012	26.5	13	39.5	10.3	383.50%	828	4.77%
2013	22.5	27.1	49.6	33.8	146.75%	923	5.37%
2014	8.3	44.8	53.1	69.9	75.97%	952	5.58%
2015	5.4	43.5	48.9	77.8	62.85%	933	5.24%

备注1：单位亿元。
备注2：当期利息指利润表里的利息支出，加上资本化进入在建工程的利息。
备注3：为省事儿，总负债一律里没有去掉经营性负债部分。

目前公司总负债九百多亿，利率每变动一个百分点，将会给公司增加或减少9亿左右的支出。所以，未来利率的变化趋势，是影响企业利润的重要因素。

要预测利率变化，有点超出老唐的知识水平了。这种事儿，五六年前乃至更早以前，老唐倒也无知者无畏，经常指点江山、挥斥方遒，仿佛小川是臭棋篓子，应该换老唐上一样。现在是越来越不敢放肆了。正所谓知识的岛屿越大，无知的海岸线越长。利率变动涉及到因素实在太多，不仅有经济因素，还有政治因素，顶级银行家们也常常预测错误，何况一个半罐子票友呢！

好在，我们是做投资的，对于利率而言，我们考虑的问题不是它会升会跌，会升到哪里或会跌到哪里——那归冲击诺奖的经济学家们管。我们要考虑的问题是：假设利率上升，能对投资回报造成多大伤害。这难度就几何倍数降低了。我们先看25年来我国长期贷款利率走势图



首先可以有轮廓性的印象，总体而言，长期贷款利率是一个向下寻底的过程。这个也有逻辑支撑，法币时代，大的趋势是货币供应量总是超过潜在需求（所以才有通货膨胀一说）。既然总体上是供大于求，作为货币价格的利率，大趋势就

是向下的。

其次，利率的变动大体来说是缓慢的。1996到1999年的陡峭下跌，仅是对1996年之前畸形上涨的一种修正，这种变化是有其深刻的政治经济背景的，预计未来很难再看见了。这种背景，我拷贝一段即将出版的《手银》里的话介绍一下：

> 在《人民银行法》和《商业银行法》颁布实施以前，我国的银行空有其名，实际上就是政府的钱袋子。只是个出纳角色，并非依赖信誉经营风险的金融机构。其主要功能仅在于尽可能低成本乃至负成本（存款利率低于通货膨胀率）吸收居民储蓄，然后补贴政府和国有企业。
>
> 据《中国统计年鉴》数据，这种负成本最严重的情况出现在1994年，真实存款利率（名义存款利率 - 通货膨胀率）为-10.72%。而当年国有企业贷款享受零利差，即国企平均贷款利率=居民名义存款利率，银行扮演着政府及国有企业掠夺普通人财富的帮凶角色。
>
> 这种情况下，银行的经营水平可想而知。以工商银行2006年申请上市的招股说明书披露数据看，在1999年1月1日以前首次发放、截止上市前尚未到期或者尚未归还的贷款，不良贷款率高达50.66%。更夸张的是2004年数据，不良贷款率为73.97%。
>
> 工商银行如此，其他银行也好不到哪儿去。据《金融研究》2005年第12期刊登的央行调查报告《国有商业银行账面不良贷款、调整因素和严重程度：1994—2004》数据，截止2000年末，国有商业银行账面总体不良贷款率高达29.18%，如果加回政策性剥离不良贷款的因素，不良贷款率实际数据为55.11%，不良贷款余额超过3.68万亿。
>
> 要知道，2008年，在全球金融危机的猛烈冲击下，我国银行业的不良贷款率也只有2.42%；而截止2015年底，我国银行业贷款总量是2000年的约15倍，不良贷款余额尚不足2万亿。
>
> 那完全是一个搞到贷款就等于获利的时代、一个借钱的人没想过偿还的时代、一个权力掏空人民腰包的时代——当然，央行调查数据也承认，不良贷款中仅有约20%是银行经营因素造成的，其他部分主要由政策性因素导致。
>
> 只有在以法律形式禁止了央行对政府的透支，禁止了央行直接认购、包销国债及其他各级政府债券，禁止了央行向各级政府及政府部门发放贷款，禁止了央行对银行以外的机构或个人直接提供贷款……后，中国人民银行才转变为真正意义上的中央银行，我国的商业银行体系开始建立。
>
> 通过1999年国家建立的四大资产管理公司（长城、信达、华融、东方），对口承接了银行担任出纳时无规则发放的烂账，银行实现了凤凰涅槃。伴随着2003年4月28日，银行业专门的监督管理机构——中国银行业监督管理委员会（简称银监会）成立，以及2005年至2010年间，四大国有

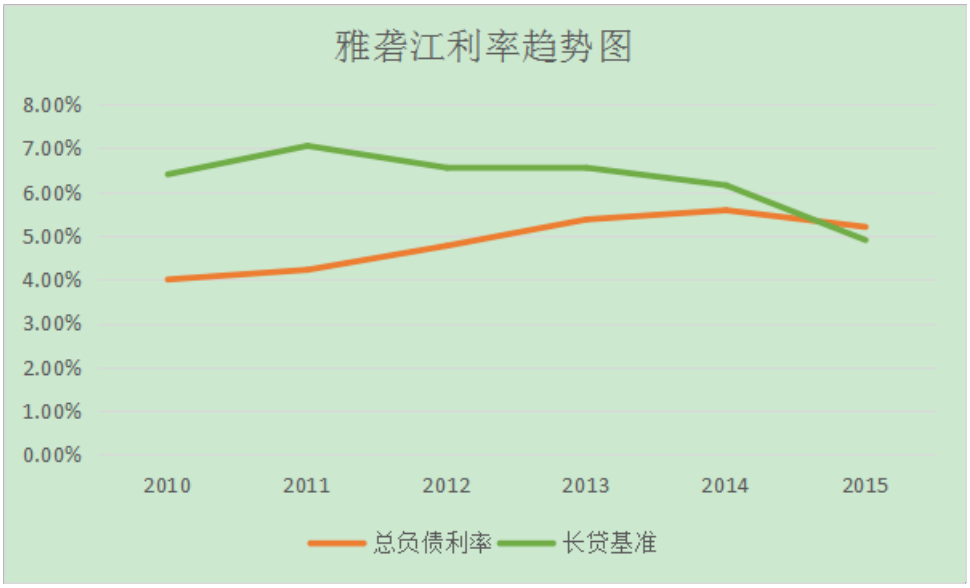
机构——中国银行业监督管理委员会（简称银监会）成立，以及2005年至2010年间，四大国有银行的陆续上市，银行业规范经营时代来临了。

这种背景下，我国银行业出现了爆发式增长。截止2016年上半年，总资产规模超过212万亿，净资产超过16万亿。拥有各类银行2000多家，农村信用社及资金互助组约1500家，企业集团财务公司200多家，其他非存款类金融机构100多家。

再次，目前处于连续多次降息的底部区域，从纯粹概率的角度说，也从投资者保守角度考虑，未来利率上行概率比下行概率大——所谓投资者保守角度，意思是：利率下跌带来的额外盈利，我们不管。我们只操心事情变糟，利率上升，对我们带来的伤害能否承受。

最后，在上述判断的基础上，我们看看，假如利率上行，给两投带来什么影响。两投资产太多，一一厘定的工作量太大，老唐还是以核心资产雅砻江水电举例，反正雅砻江水电估明白了，两投也就八九不离十了。

下图是过去五年里雅砻江水电公司负债利率与长期贷款基准利率（5年以上）的对比图：



图中具体数据如下表：

时间	总负债利率	长贷基准	总债利率/基准
2010	4.00%	6.40%	62.50%
2011	4.22%	7.05%	59.86%
2012	4.77%	6.55%	72.82%
2013	5.37%	6.55%	81.98%
2014	5.58%	6.15%	90.73%
2015	5.20%	4.90%	106.12%

总体来看，在基准利率较高的时候，雅砻江的总负债利率在长贷基准之下，享受一定的折扣。这个不难理解，就好比信用良好的个人买房按揭可以享受基准利率打折一样。

和我们通常知道的中小企业和个人贷款贷款难情况不同，历史上，雅砻江建设所需贷款，那可一直是各大银行在成都设立专门的公关机构，排着队找上门，疏通各种阻碍，力拼争抢放贷资格的金饽饽。

这种趋势，在2014至2015年的降息周期中，出现了反向运动，公司的负债利率，超过了长期贷款基准利率。这是怎么回事呢？且听下回分解……

阅读原文



张小套轮舞向 2016-12-09 06:32:57

早睡早起身体好！还是说年纪大了都这样？/偷笑 赞 5

作者

都猜错了。是数据控发现早上6-9点文章阅读率最高，所以昨天写好的文章，定早上六点闹钟醒来用手机发布，然后继续睡?? 赞 55



JJ哦哦聊几句06 2016-12-09 07:07:35

好一个“知识的岛屿越大，无知的海岸线越长”，形象/强 赞 31



莫妮卡vaeuio0 2016-12-09 07:07:10

每次看到这种对自己的投资有直接价值的干货，都感觉老唐在塞钱进我的腰包，打赏是必然的（象征而已）。老唐公共号置顶，雪球关注设为必读，默默享受和老唐理念上的共振并跟着赚钱，希望能够为形成“无私分享-》心怀感激-》再无私分享”的正反馈循环，加一点小火苗。 赞 26



褪色的城奴 2016-12-09 07:31:19

老唐哥，六点闹钟闹起来发完文章了之后怎么没有继续睡？哈哈哈/呲牙/呲牙/呲牙 赞 3

作者

迷瞪一会儿，就忍不住来看看留言，于是，就成了被窝里面耍机机了???? 赞 13



孤单与不安写 2016-12-09 06:37:45

老唐的承诺从来都有兑现！！ 赞 7



漠爱墓头 2016-12-09 09:42:13

老唐列出了两投的7种风险，从利率开始，我要仔细看了，看老唐如何把他们变成没有风险。/偷笑 赞 2

作者

风险永不消失，正确的问题是“是否可承受”?? 赞 6



淞雨爱迩寒 2016-12-09 21:05:02

能否定个包年价，或者汇编成书，每篇文章都非常好，可不是纸质书无法做笔记，老唐请考虑一下/微笑 赞 1

作者

包年是肯定不会做。纸质暂时没打算，但如果我能继续码下去，也许数量足够多了，或许会汇编成册/握手 赞 5



无关痛痒治 2016-12-09 09:34:23

正看到兴致上就没了，不过瘾啊/抠鼻 赞 5

作者

五六千字一次发出，下面的评论就变成了：这么长，看不完……?? 赞 4



娟娟娟娟儿耀 2016-12-09 07:09:29

正所谓知识的岛屿越大，无知的海岸线越长。老唐总是妙语连珠。/偷笑

赞 5

作者

不是原创，是拾人牙慧??

赞 4



二愣子夯货忘 2016-12-09 11:01:57

对唐老师这段话我有不同的意见"总体而言，长期贷款利率是一个向下寻底的过程。这个也有逻辑支撑，法币时代，大的趋势是货币供应量总是超过潜在需求（所以才有通货膨胀一说）。既然总体上是供大于求，作为货币价格的利率，大趋势就是向下的。"————————货币供给增加，通货膨胀也增加，名义利率也会增加；另一个角度，货币供给增加了，名义货币需求肯定也相应增加（一个面包卖得越贵需要的钱肯定更多），所以不会对名义利率产生趋势性影响。。。

作者

理解您的想法，但这个话题太大，涉及凯恩斯经济学和芝加哥经济学及奥地利经济学的争论，咱们以后有机会聊。这里只举一个反例：货币供给增加，不一定必然有通胀。例如这些年的日本，现在的欧洲……

赞 4



啊纯小姐吱 2016-12-09 09:28:43

从雪球到微信，吸取了老唐的这么知识，非常感谢老唐无私的分享。第一次打赏，金额虽然少点，但心是真诚的！/微笑

赞 4



晏小线吟 2016-12-09 09:21:58

以后老唐文章，发一篇打赏一元（少，可是心意必须表达）。我特别想请教老唐个问题，一些大v常讲，中国这种奇葩市场里，成长性差不多的企业里，即使估值略高，也要选市值小的。我昨日看利亚得，上海莱士，三聚环保等股票，简直逆天了，三四年内涨幅均在20倍以上。大票估计永远难以享受这种双击的极高收益。老唐为何没有深研一些小票呢，付出与研究茅台同样的精力，却可能更大的回报，老唐别说自己懒哦，也别说自己能力不够。又是不是老唐研究着，只是成果还不够成熟？望赐教

作者

推到尽说很容易理解，天使投资有一年几万倍的，但成功率更低。投资是收益率和确定性的综合，我个人更偏爱确定性一些，小企业反而是我选择的扣分项，加上天朝股市小企业更受宠，估值始终偏高，所以我就基本上没什么机会去看了。

赞 4



happy惘秧 2016-12-09 09:17:49

看到老唐专门调六点闹钟来发文章，竟然莫名感动。我一直以为是文章写好，在后台调发出时间即可，又长见识了。 赞 2

作者

一直想找一个定时发公众号文章的东东，但类似产品都只支持企业公众号，不支持个人公众号。 赞 4



苏33窗 2016-12-09 07:21:40

谢谢老唐分享。对了，手淫什么出版？

作者

鉴于这个可怕的别字，老唐不告诉你啥时出版???? 赞 4



梦骚小师妹 2016-12-09 09:02:45

老唐，能否加个第8条:光伏及分布式能源价格快速下降并对传统能源价格压制的风险。/微笑光伏发电成本已经低于核电，接近甚至低于水电也是迟早的事/疑问 赞 3

作者

就是投资新能源的风险嘛



听时光长眠瞪 2016-12-09 07:57:20

唐老，手银什么时候开卖/疑问 赞 3

作者

快了



卿渚殤闷 2016-12-09 06:37:20

板凳是不是！ 赞 3



错误的相遇镇 2016-12-09 06:07:37

老唐好早 赞 3



我们在起慨 2016-12-09 08:35:40

应该再加一个风险：管理层。 按老唐的估值，15元也算合理，但去年停牌，要11.44元增发，未能成，7.9又要增发/流汗。今年又去海外并购。管理层做大和撸小散的野心必须是一个风险。 赞 2



男人拥 2016-12-09 07:46:20

唐兄你好，我是属于那种天生比较笨的那类人，读你的文章或手财基本得三

遍才懂，第一遍蒙蒙胧胧，第二遍懂大概意思，第三遍豁然开朗，特别对数字特别感冒，唐兄，怎样才能提高自己的阅读能力呢？ 赞 2

作者
大家都这么过来的，不存在谁笨，慢慢来就好了。日拱一卒不期而至?? 赞 1


眼乏狼 2016-12-09 07:14:42
早上好，唐总

作者
早，喊老唐吧?? 赞 2


处票祖黄 2016-12-09 06:50:34
老唐我觉得晚上十点发比较好，没睡的临睡前看睡了的第二天早上看。

作者
这个不是可选项啊！微信的规则是一天一推，从零点起算。所以，可用选项是：零点，早上六点，更晚……，这几个选项里，你更喜欢哪个呢？?? 赞 2


讨厌鬼凰 2016-12-09 06:35:35
老师是夜猫子/调皮/调皮 赞 2


叫硪兆琪君n 2016-12-10 11:33:50
老唐，我想请问一下，雪球的那个购买手财的链接，应该不是最新的吧？最新的有没有改动，我听说已经到13次印刷了。还有，淘宝的，能不能买呢？ 抱歉，就在这里问了。正好，其他没买的，也可以知道一下

作者
没有改动，新版与旧版只是印刷次数的不同，内容没有区别。淘宝上有很多销售的，但我没有链接，也不知道哪些是盗版/调皮不少朋友都在淘宝上买到盗版白皮书了（就是盗版书自己翻印的，没有彩色封面，质量低劣的装订本），建议还是京东当当或亚马逊靠谱些。 赞 1


孤寂旅程红颜 2016-12-09 22:18:24
老唐步步深入，分析到极致/强 赞 1


轻触那湛蓝史 2016-12-09 17:34:06
鼓励 赞 1


呦奶茶姐杂 2016-12-09 17:06:59

下回何时分解？在线等/呲牙 赞 1



只是可以嘛术 2016-12-09 16:51:38

一路走来，从纯投机，到所谓的大势投机、价值投机，虽说略有收益，但经历的过程，腥风血雨不为过。直到看了老唐的文章，了解了夹头理念，心里才慢慢的有了种温暖淡定的感觉。师傅领进门，修行在个人。感谢老唐 赞 1



一点点不该告白 2016-12-09 16:22:00

如果电力终端消耗不掉产生的电，这样保证不了利息/净利润的持续缩小。

利率提升（May be）又可能提高负债成本，造成负债利率/长期基准利率的上升。这能说明安全垫在变薄么。/疑问 赞 1



芙蓉小桐朽 2016-12-09 16:03:57

国投的大股东为什么肯拿出真金白银高价增发，大股东更明白水电的投资价值。 赞 1



enjoy雄鑫 2016-12-09 11:25:01

水电公司拿到建设许可后，99%的资金靠债务解决也是有能力的。 这个应该是办不到的。已建成的有些能办到。 赞 1



语言的狂欢肛 2016-12-09 09:51:08

关于格雷厄姆投机定义的文章已经拜读，感谢推荐，受益良多。关于国投风险，老唐慢慢抖搂吧，越捋越顺，股价越涨 赞 1



皇甫巫灵郭 2016-12-09 09:35:26

老唐兄，电价不是很大程度是看火电成本的么，就是看电煤价格。那电煤上涨对水电来说，不应该是利好么？怎么是水煤价格上涨风险？没懂/撇嘴

作者

你的理解没错。电煤价格风险是针对国投说的，不是针对雅砻江说的。文章题目叫“两投的……”

赞 1



青禾里enjoy 2016-12-09 09:05:21

首先发来佛山人民的感谢！ 1.升息带来利息支出增加的风险； 不会出现极端的加息（5年内加至5%等）概率极大，不需要再考虑，出了个人的能力圈。 2.经济下滑带来的电力需求不振的风险。 生活水平提高后，家庭/居民用电增长可填补重工业用电的下跌，这个有城市化的背景。汰小存强法则也可死一批小电厂。 3.上网电价政策性下调的风险； 大股东是水

电部（能源部），发改委与不会自宫的，就算割也留下根。 4.来水量大幅降低的风险； 一个区域内，降水量基本上几十年内都不会出现极端变化。 5.电煤价格上涨风险； 可参考原油上涨中石化、中石油的提价。 6.税收政策变动风险。 这是最大的风险，毕竟国家的运营成本高，又要脸子。（未来最大的风险，请老唐多加分析）7.投资火电、新能源及海外的风险。 火电不谈，其余两项资本市场不同时期的反应一个天、一个地。 请老唐分析下国投与三峡集团出海竞购加拿大一个新能源企业及前期收购了的一个英国风力发电企业的事，或许要老唐出面，也请山神分析下。 其实投资国投的最大风险：管理层或大股东的道德风险，国家的税收政策风险，因个人喜好分配仓位过大风险，对于老唐而言，还有跑步跑磨损半月板的风险

赞 1



愿妳是谎的故事 2016-12-09 09:00:24

关键的东西来了，期待续集，8～9点应该是上班途中，大家都在看。/微笑

赞 1



暖昧扰人心吉 2016-12-09 08:56:14

老唐，雅砻江的历年年报披露在哪里的啊？我百度过没找到

作者

看文不认真，前面雅砻江系列里有一篇不但特意回答了这个问题，还直接给了链接的。 赞 1



滥情囚 2016-12-09 08:15:31

起床后习惯性的看下老唐有没有更新，然后喝点水跑步去了/害羞/害羞/害羞

赞 1



孤为红颜醉__ 2016-12-09 08:08:13

能不能将所有贷款转换为债券？ 赞 1



曲平淡的歌话 2016-12-09 08:04:18

手银啥时候出啊？急着想看了/呲牙 赞 1



陆地鱼殿 2016-12-09 08:00:41

看一半看不明白啊，下回分解差评/傲慢 赞 1



旧唱片慧 2016-12-09 07:59:06

正所谓知识的岛屿越大，无知的海岸线越长。。这句话，我转载了 赞 1



琴浅售 2016-12-09 07:29:05

老师尚且如此努力，我们又有什么理由不奋起直追呢？哪怕通过自己的努力可以学到老师功力的1%也是一种进步啊。在此衷心的感谢老师无私的分享。 赞 1



qq944023的春天 2016-12-09 07:27:06

大数据和自动发文助推发文和点击率，于博于唐都是好事，开市前看看老唐文章，于思考和投资有益～三赢/微笑

赞 1



倾覆架 2016-12-09 07:26:58

/强坐等下篇。

赞 1



我系神经病偿 2016-12-09 07:02:03

遇到不可控因素大坝倒塌/呲牙

作者

担心这个，我觉着担心改朝换代或者股市赚钱党收一半更紧迫一些??

赞 1



拾壹从不谈情 2016-12-09 06:59:43

利息上升还有一个不利因素，就是电力股一般业绩弹性差，导致估值有下降压力。所以这周国投长电表现都不好

赞 1



芥烟介酒 2016-12-09 06:17:23

老唐早起第一件事是跑步。

赞 1



旧时序猎 2017-06-10 19:03:21

看到有这么多的固定利率的债务，我就更加放心的持有两投了。本来买水电的原因是认为人民币几年内会像九十年代一样，来一次大通胀，大贬值，而水电是重资产、高负债，可以抵御贬值，甚至受益。不过也考虑到大通胀时如果利率高涨，水电也要过几年苦日子，现在看来基本不会苦了。



疯女人放荡郁 2016-12-24 23:21:40

垮坝地震啥的重大风险为什么不作考虑？

作者

前面谈过了，汶川八级地震，近在咫尺的紫坪铺大坝，丝毫问题都没有。我认为，地震跨坝这个问题，比我们睡在床上被流星砸中概率还小，没有什么思考价值。



万箭穿鑫 2016-12-19 09:10:10

这几天正在关心将来可能的加息对川投估值带来的影响呢，结果老婆说去看唐书房，老唐都回答过了。前一段时间眼睛不舒服，不愿意刷微信公众号，这不，弄了个pc版的微信，赶紧来取经，多谢多谢。/抱拳



隐居在史前表 2016-12-12 06:15:57

起床啦，该跑步啦/困

作者

空气质量不好，没法跑??



还是很罗嗦念 2016-12-10 16:50:40

老唐你不能赶在双十二之前卖书，让我很忧伤

作者

我也很忧桑，但是，这个进度我无法控制/握手



单飞琉璃钥泰 2016-12-10 00:24:36

表达心意，不多说了。 学习学习再学习



栘惘霏 2016-12-09 21:57:34

老唐写的这么直白，手银不会被和谐掉吧。唱空之后，会否有机会让俺加仓呢。

作者

这是原稿，出版稿，有两句批驳我天朝的话被删掉了/呲牙



亲吻奇迹停 2016-12-09 19:46:49

一元虽少，敬意100分!



馃寵瀹双子 2016-12-09 19:41:55

赞一个 所有光分析价值估值不分析风险的报告都是耍流氓/强 赞一个 期盼已久 对照分析 查漏补缺 既分析了标的又提高了水平



小温暖掏 2016-12-09 17:17:27

唐兄，国投到底是轻资产还是重资产，还有如果通货膨胀的话对他有什么影响，谢谢。

作者

重资产。通胀利空国投。通胀可能面对升息，升息提高负债成本，抬高无风险收益要求，打压股价。而电力价格受管制，一般调整会滞后于经济变化。



晚风吹惆怅顾 2016-12-09 15:58:54

国投投资赣能股份6.46元，现在的收盘价9.72应有溢价，火电还是有投资价值所在的。



洛眉纺 2016-12-09 14:37:38

咋没在唐书房里发征集标题稿呢，副标题 银行股的秘密

作者

唐书房一天只能推一次文章。今天已经推送过文章了，而手2征名的事儿，出版社中午才通知我/可爱



镜帕扛忻式悠go 2016-12-09 14:16:05

有点不过瘾/微笑/玫瑰



摩羯夜半星未央 2016-12-09 12:01:06

能源央企三峡集团、国投电力竞购加拿大可再生能源生产商、国投的管理层就是不让人省心啊、本来准备加仓的、等等吧



欢和辞诠颂桌ok 2016-12-09 11:19:12

老唐那消纳这个因素呢？雅中到江西的特高压项目依旧还没动工。今年前三季度弃电已经150e度了，都是白花花的银子啊。



倦成泓静湖工 2016-12-09 10:13:59

最爱老唐，最赞老唐！（以前我住成都，去崇州上下班途中路过温江时，好几次想，老唐同志就潜伏在哪个小区呢？）

作者

??崇州上班啊！还真是邻居??



布布布布丁亻 2016-12-09 09:40:14

看了摘录手银的那段话，就更想要老唐的签名本。



夜闯美男村入 2016-12-09 09:25:46

请问老唐国投投资赣能股份入股价6.46元，和国投火电的比较哪个更好。

作者

比不出来??



耐割非炉 2016-12-09 09:23:53

国投管理层的风险怎么看。从国投总经理丰城视察，到现在的海外并购



秋心正暮雨辽 2016-12-09 09:13:38

等你发性号，咱就开始手银/呲牙

作者
????


欢和辞诠颂桌ok 2016-12-09 09:01:30
谢谢老唐！


兮浓妃厅 2016-12-09 08:50:40
说的想买银行了


坏坏坏钕绊 2016-12-09 08:48:09
"利率下跌带来的额外盈利，我们不管。我们只操心事情变糟，利率上升，对我们带来的伤害能否承受。"老唐够保守，小心驶得万年船。期待下篇～


彩色世界旅 2016-12-09 08:46:21
天天唐书房，每日投资经！/强


纯情的疯ZI白羊 2016-12-09 08:45:28
再次请教唐兄，表格中的2014年的利息资本化8.3是出自哪里？我在雅砻江财报中，查到了十大在建工程的利息资本化是8.91亿。2013年是22.9亿。

作者
国投财报在建工程利息资本化部分


绝情女子愈 2016-12-09 08:36:36
看看目录再看看这篇的内容，老唐又给自己挖大坑啦，强烈支持啊！为了鼓励老唐，调动积极性，打赏采用先少后多/得意，加油堂叔


黑白灰过 2016-12-09 08:22:42
普及银行史，期待手银。/微笑/微笑/微笑


么么不怕迁 2016-12-09 08:21:34
利率和长贷利率不同步应该是两个原因：一是利率下降有滞后性，今年降息明年见效；二是利率的计算应以今年利息支出与上年负债总额对比或至少也是加权对比。


宅伸鸭 2016-12-09 08:20:36
等着老唐的手银


护善漠芬 2016-12-09 08:10:59
老唐好勤快，给你点赞/强 手淫我买了半年了，都一直没时间看，不忙了翻

翻学习下



心灵之眼双狮88 2016-12-09 08:07:57

老唐，你为了推送唐书房，定6点闹钟，也蛮拼的。呵呵



月月悦 2016-12-09 08:00:04

不如先说7，国投那帮猪头管理层就在不断寻求海外撒钱



九呎狮子 2016-12-09 07:57:47

希望看了你的文章，自己的无知海岸线也能长久长一点/偷笑



末世而安惜 2016-12-09 07:54:25

我倒觉得两投最大的风险是管理层支持地方政府建设



爱情增值7 2016-12-09 07:46:25

为看老唐的文章起的多早都值



飞翔的纸聪 2016-12-09 07:36:11

谢谢老唐那么早起来发文。可惜太短，没看过瘾。早饭还没吃呢，无法下咽/快哭了



不加糖精t 2016-12-09 07:35:38

本来对手银没什么兴趣，看来还是应该买本看看。这和各行各业都相关，特别是高负债的企业。

心灵之眼双狮88 2016-12-09 07:27:40

涨姿势，赞一个。



乔小染持 2016-12-09 06:42:58

老唐早

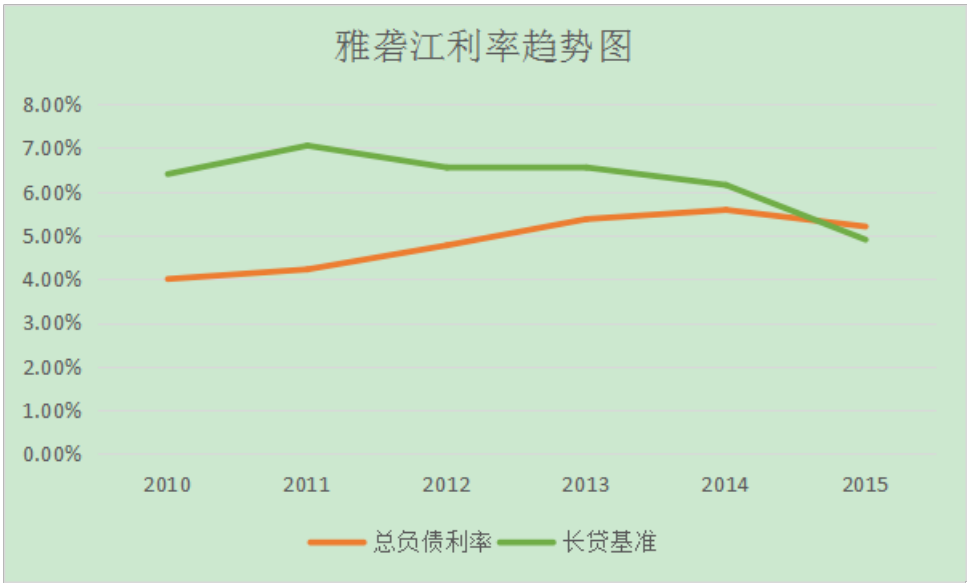
该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

两投的风险因素2

原创 唐朝 唐书房 2016-12-12

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

上回说到：在长贷基准利率较高的时候，雅砻江负债利率在基准之下，享受一定的折扣。但在2014至2015年的降息周期中，出现了反向运动，实际负债利率，超过了长期贷款基准利率。如下图：



这是怎么回事呢？

研究雅砻江负债明细会发现： 根子出在雅砻江开发之初，签订的长期（10~30年）固定利率贷款上。据公司披露信息，公司早期签下的固定利率长期贷款，主要是以下4笔：

①2005 年 11 月，公司与国家开发银行、中国农业银行四川省分行、 中国工商银行股份有限公司四川省分行三家银行签署总额达 196.63 亿元的锦屏一级水电站银团贷款合同（合同编号：5101100013005540143），固定利率5.895%，2030年12月20日到期。

②2007 年 7 月公司与国家开发银行、中国银行股份有限公司四川省分行、中国工商银行股份有限公司四川省分行等七家银行签署总额达240 亿元的锦屏二级水电站项目银团贷款合同（合同编号：5101100012007540201），锦屏电站建设资金得到保障。固定利率5.895%，2032年7月25日到期。

③2009 年 10 月 22 日公司与国家开发银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司四川省分行、中国农业银行股份有限公司四川省分行、中国银行股份有限公司四川省分行、中国工商银行股份有限公司四川省分行、中信银行股份有限公司四川省分行和国投财务有限公司为官地、 桐子林项目签署了总额 179 亿元的银团贷款合同 （合同编号： 2009基本建设银团贷款 001 号和 2009 基本建设银团贷款 002 号），落实该两电站项目建设所需的长期信贷资金。利率5.346%和5.40%，2035年10月18日到期。

④2010 年 6 月 3 日,公司与中国农业银行股份有限公司四川省分行、中国建设银行股份有限公司四川省分行为雅砻江卡拉、杨房沟水电站交通专用公路工程项目签署了总金额 35 亿元银团贷款合同（合同编号：NO.51101201000003923/3924），使交通专用公路工程项目建设资金得到落实。利率5.535%，2030年12月12日到期。

以上4笔固定利率的贷款，合计授信总额650亿，数额达到了雅砻江当前总负债的2/3。这部分综合下来，利率负担约为5.73%。因此，当长贷基准降至5.73%以下时，这些固定利率贷款就会拖累公司负债利率的下降。

这个不难理解，2005~2010年间，长贷基准利率一直在6%~8%之间，谁也想不到今天市场利率会跌到3%+，正如我们现在也无法准确判断2020年~2025年间的利率状况一样。

今天利率是3%+，上述贷款给雅砻江的银行，笑的合不拢嘴，年度表彰大会上绝对吹的牛皮爆棚，感觉就是当时的决策者捆上八戒这个拖累，智商也要比诺奖得主水平高一点点。要是今天的利率是7%+，就该雅砻江管理层吹牛皮。但依老唐看，九成九都是瞎猫碰上的死耗子。

以上几笔固定利率负债都是2030年或以后到期，这部分利率支出，不以市场利率变化而变化。因此，真正影响负债利率的只有其他负债了。我们只需要假设出其他约300亿左右的负债，利率会怎么变，大致就能知道总的利息支出了。

简单粗暴的以2015年总负债利率5.2%，其中2/3按照5.73%估算（贷款不一定全部使用，会按照建设进度比例使用，所以只能是估算），推算出剩余1/3负债利率约为4.14%（其中有部分经营性无息负债），约为目前4.9%长贷基准的85折，大体符合常识。

另外，国投最近成功发行的两期五年期的债券（起息日分别为2016年10月27日和2016年11月18日），利率分别为3.1%和3.32%，分别约为长贷基准的64%和68%。

在64折、68折和85折中，我们选取较高基准，假设未来几年，公司现有负债的1/3平均按照长贷基准利率的85折付息。接着，我们就可以通过几个假设来模拟2017年及之后的利润表财务费用了。

假设1：自2017年开始，中国进入加息周期。至于频率，拍脑袋按照2017年1次，2018年2次，2019年3次，每次加息25个基点（0.25%），至2020年将长贷基准利率提升至2010年6.4%的水准——之所以只预测到2020年，是因为2020可能有两河口和杨房沟的新机组投产，变量更多，测算难度更大了。

假设2：按照2016年三季报在建工程总额355亿，其中80%使用贷款考虑，这部分贷款的利息不需要在利润表列支，而是进行资本化处理，进入在建工程总额。所以，可假设需要在利润表体现利息支出的债务共有975-355×80%=691亿。

假设3：公司每年产生的折旧，要么作为资本金投入新项目，要么用于归还借款。由于假设2已经假设新项目用贷款支付（配套资本金用分红剩余的净利润投入），这里就假设年折旧32亿均用于归还现有项目的贷款本金。

在上述三个假设下，我们可以得出下表

年份	情景	入表贷款	假设长贷	1/3 贷款成本	实际利率	利息支出
2016	————	691	4.90%	4.14%	5.20%	36.00
2017	加息 0.25%	659	5.15%	4.02%	5.16%	34.00
2018	加息 0.5%	627	5.65%	4.32%	5.26%	32.98
2019	加息 0.5%	595	6.15%	4.72%	5.39%	32.09
2020	加息 0.25%	563	6.40%	5.02%	5.49%	30.93
备注 1：1/3 贷款的成本为年初年尾的简单算术平均值的 85 折估算；备注 2：入表贷款以 2016 年需要利润表列支 691 亿贷款利息为起点，每年用折旧归还 32 亿；备注 3：实际利率以 2/3 为 5.73%，1/3 为当年贷款成本计算。						

结论：在2017~2020年连续加息6次的假设条件下，雅砻江水电年利息支出约31~34亿间，同比2016年减少约2至5亿。在15%所得税的条件，利息因素增加净利润1.7亿至3.4亿。

补充说明：在利息支出方面，还有个不确定的利好因素，财政贴息：雅砻江水电的实际控制人国投集团，全称"国家开发投资公司"，其背景是国家财政部。近水楼台先得月，公司历年来获得了不少国家财政贴息。

截至2015年末，公司累计获得财政贴息资金23.44亿元，其中二滩水电站累计获得财政贴息资金14.96亿元，锦屏一级水电站累计获得财政贴息资金4.33亿元，锦屏二级水电站累计获得财政贴息资金2.81亿元，官地水电站累计获得财政贴息资金0.94亿元，桐子林水电站累计获得财政贴息资金0.38亿元。

但是，这玩意儿需要年年申请，不是定额，也没有明确的规则。究竟财政部给不给、给多少，那是需要"领导酌情考虑"的（你懂的），所以只能是一个利息支出方面的不确定利好因素。

老唐，不是说好谈风险的嘛，结果推导出来个利好因素？真不是故意的，老唐核定过各种假设，确实没发现什么过于乐观之处。不信，你也可以仔细瞅瞅。当然，别高兴太早，后面还有六大项风险等着我们呢！

然后，文末老唐要留个思考题了：什么情况下会加息？加息的经济状况与电量和电价会有没有什么关联？请留言说说您的看法！

另外，唐书房有可能会停更一周左右。周末，出版社把《手把手教你读财报2》的编辑样稿快递过来了，需要老唐在一周内完成全书的精校，工作量不小，估计没时间码文了。各位先翻翻老文或者别处散散心，握手ing……

阅读原文



傻孩子韓凌杆 2016-12-12 06:50:28

一般而言加息伴随着通货膨胀的抬升，多次加息背景一定是GDP发展速度进入快车道，国民经济由冷淡进入过热，为了防止过热后的骤冷国家才会进行宏观调控，通货膨胀起来必然会促进上网电价的上涨，经济过热，也一定会造成社会用电量的攀升，一个作用于量，一个作用与价，如果提高利率不会造成成本的大幅上升，那可真是量价齐升，双重利好啊……

赞 30



只是忘不掉娶 2016-12-12 06:41:29

老唐，你楼下楼上，或对门有卖房的吗？ 我要去跟您做邻居/呲牙

赞 12



亡灵归来含 2016-12-12 06:05:48

老唐，怎么才能静下心来去读书，感觉好浮躁/撇嘴

赞 5

作者

先从有趣的书读起，发现乐趣了，自然而然地就会喜欢上。

赞 9



战小熙捧 2016-12-12 08:33:06

电量变化基本上能直接反应现阶段实体经济活动冷热，利率变化对全社会实体经济的影响是滞后的，如房贷、其它企业欠债借新还旧等。考察火电企业浙能电力数据时似乎三季度电量增长特别明显，相当程度上反应了浙江经济活动的较过去升温了，还是在G20影响下的，这可是关键地域啊。电价一时上不了，电量上了不是很爽嘛，特别是火电对煤炭依赖更难受，大水电可以抢多出来的生意啊。

赞 8



泠雨爱迩寒 2016-12-12 07:34:32

简单拍脑袋想一下，加息的因素有两种。其一是经济向好火热，央行开始加息抑制通胀。这样的情况下表明整个经济活动比较火热，那么各类的，企业用电量居民用电量，等等都应该在上升，但老唐已经测算了加息后成本并没有上升/呲牙。其二就是美元加息有没有可能导致央行担心本币过于贬值而采取被动跟随加息的动作，那样由于社会经济还没有向好，加息会带来企业的投资降低，可能用电量更加会减少，这样就给发电企业带来实际的损害。/撇嘴

赞 4



欧雅文小荡 2016-12-13 19:10:13

老唐，我看国投电力2013年报，里面写的是锦屏一级水电站项目银团，同期同档次人民币贷款基准利率基础下浮 10% 锦屏二级水电站项目银团，分段计息，2007-2016.7.25 固定利率6.642%，2016.7.26-2032.7.25 同期同档次基准利率下浮10%

赞 3

作者

真的，我居然没注意到。感谢感谢，我等下去查/握手



猜不透割 2016-12-13 08:59:07

老唐，其实看完你的两投估值系列，我打算模仿写一篇关于长江电力或者其它水电公司的报告，可是发现无处下手，特别是看到财报，两眼一花，找不到逻辑，虽然读了你的手把手1很多遍了。特别想问你在模仿你的路上有什么好的套路吗？我买了快200本书了，越读越发现我时间不够用，不怕学不会，就怕在错的路上行走，最近反省自己是不是用了无用功？/大哭

赞 3

作者

没太理解你的两眼一花是什么问题。按道理说，我的雅系列就是套路，你通过阅读财报，找到相关装机容量，发电数量，销售，净利润，财务费用，折旧等数据，然后依葫芦画瓢，各种假设套用就可以了。没理解“两眼一花，找不到逻辑”里面的障碍。

赞 1



以禅悦为食臊 2016-12-12 07:32:59

读老唐哥的文章有复习考试的感觉，哈哈，还好今年考试之前下了几个月功夫好好复习了经济，要不然看财务术语就像是隔空抓物。多读书，读好书。每天运动两小时，快乐生活一辈子

赞 3



灬桃子小姐恋 2016-12-12 07:08:53

世界经济放水，0利率负利率都起不来，还指望抬高利率？10月严控房产也没使用货币政策。结论:经济很难起来，利率很难起来。

赞 3



白髮小妖瑶 2017-06-15 22:21:20

老唐，作为一名银行信贷人员我认为固定资产贷款基本上都不是固定利率，都是根据人行同期基准利率设定利率的，或上浮或下浮，利率的调整周期基本上都是十二个月，变态一点的可能是按月调整，所以负债的利率高于同期基准利率的原因应该不是你说的所谓固定利率的原因吧。没有哪个企业会签订固定利率贷款的除非是一年期流贷。当然这只是我的一点点疑问[害羞]，我也没想出其他的原因。但是近期由于贷款规模异常紧张，我行为华润电力发放的贷款由原来的下浮10变为了基准，牛逼的华润也同意了，我们给他的是一个大的授信，但是每次有用款需求时，都单独签订贷款合同，利率都不一样。我感觉现在对企业稀缺的不是授信额度，而是贷款规模。因此，我能不能这样猜测，企业每次有用款需求时其实是根据当时的资金紧张程度，定的贷款价格呢？因为从技术上是可以做到的，而法律上就是双方在原合同基础上签订一个补充协议。

赞 2



燃泪取暖源 2017-02-04 12:18:11

抄了别人作业：请看“雅砻江16年三季报”第二页最后一段，650亿的融资利率是固定的5.73%那三个季度得利息是28亿，季报里一共才28.5亿，那剩下来的235亿有息负债才0.5亿利息？ 怎么理解？ 赞 1

作者

不难理解。用于在建工程的资金所产生的利息，不体现在利润表利息支出中，直接通过利息资本化计入资产了。 赞 2



警惕之心不可无 2016-12-22 16:05:16

按照国家财政现在的状况，财政贴息不要想了/微笑 赞 2



若璃蚕 2016-12-13 08:13:15

唐朝兄，关于长贷合同我有个疑问。雅砻江的四笔长期贷款合同，你计算的综合平均利率5.73%，那么这些授信是否使用，选择权是不是在雅砻江手里？如是，当市场利率低于这些长贷利率的时候，像当前的利率情况，雅砻江是否可以全部放弃使用长贷额度，转而用发债筹资呢？ 赞 1

作者

少量控制进度可以，全部不用不太现实，虽然我没看见过合同，但我想银行不傻，您说呢？/偷笑 赞 2



罗罗罗蒂的老巢 2016-12-12 17:26:58

经济发展过快，社会投资过热，用电量和电价都会增加，政府为控制经济过热，通常会加息 赞 2



婴儿飘落申 2016-12-12 10:45:27

如果现在发长债置换那几笔固定息的贷款，又可以多出好多利润！！！ 赞 2



银河映彩霞妨 2016-12-12 09:20:01

固定长债能不能提前还？我现在签一笔600亿，固定利率为3.5%，30年期的长债，把之前的还了行不行的？

作者

据目前手头的资料看，似乎提前还款很难。 赞 2



小倩绸 2016-12-12 08:10:54

我觉得这回要不要进入加息通道，主要看美国的经济政策。 赞 2



嫉妒牌炮弹都 2016-12-12 07:42:12

老唐，文章的倒数第三段，“确实没发现什么过于乐观之处”，是不是属于笔误？ 赞 2

作者

不是



机器猫流年暴 2016-12-12 06:52:50

加息加多少应受几方面影响 1/随着美元加息，人民币贬值底线破多少？ 2/外汇储备是否要也要有底线，底线是多少？ 3/M2被引导的项目是否可持续创造利润？ 赞 2



花絮无情粟 2016-12-12 06:43:43

国投又开始瞎折腾了，这也算是风险之一吧，所以我一直不敢重仓国投，还是长电要稳妥点，，唐老师不看看长电？ 赞 2



不去太在乎孤 2016-12-12 06:32:38

很赞啊，老唐真刻苦，太清早就起来发文了。 赞 2



张子涵掐 2016-12-12 06:06:00

天天在等着阅读。 赞 2



匿名的好友摸 2016-12-12 06:05:01

老唐辛苦了，希望早日看到手2， 赞 2

作者

谢谢?? 赞 2



迷心Lovesnow 2016-12-13 21:51:45

相关数据暂时没有，如果需要我可以帮助了解。单位属于支持碳减排项目的国家引导基金，所以有不少水电项目。很惭愧，本人长期从事后勤工作对业务不甚了解。最近看了你的国投分析资料和相关同事聊天他们说的，我正在抓紧学习，希望以后能分享。作为73的同龄人和您的差距太大了/流泪想请教一下，本人非财经专业，在完全接受价值投资理念后下一步具体该从哪里入手学习？财务、经济、金融、哲学、心理学...谢谢回复！ 赞 1

作者

您谦虚了/握手如果仅仅说投资的话，能接受价值投资理念之后，我觉着就是学习读企业财报，大量阅读企业财报，同时阅读一些商业期刊杂志，增加对商业和商人的理解。至于经济金融哲学心理学，多了解一些总是好的，但对于投资的作用，没有大量阅读企业财报来的直接有效和基础

——个人浅见，仅供参考。 赞 1



86小棉球 2016-12-13 15:18:12

多谢多谢。我刚才特地问了银行管信贷的同学，他说对于还没有使用的额度，公司肯定不提用了，但已经使用的贷款，要提前还银行的话，合同肯定有一些约束措施，比如提前还款会有罚息。

作者

/握手 赞 1



时尚正在输入21 2016-12-13 14:14:05

固定资产折旧部分，不知老唐是否考虑过未来水电机组效能不达标更新的费用，混凝土大坝不值钱，这个可不便宜

作者

据大杨分享，机组设备更新维修升级等费用，很小的。您有新数据？/握手 赞 1



浅唱乏 2016-12-13 11:02:15

下一本书：手财3—电力篇

作者

这个，真没打算。电力太简单，不足以成书/呲牙 赞 1



狗狗也是这样0 2016-12-12 13:51:20

问老唐一句 雅砻江的负债明细从哪里可以找到啊 赞 1

作者

今年的一份债券发行募集说明书上。 赞 1



良心何在nice 2016-12-12 12:55:03

汇率稳住才可能加息，我认为加息可能性不大，美国也不可能加息，除非川普想多交利息/呲牙 赞 1



变成气球弒 2016-12-12 11:14:29

这是今天中午学习材料！感谢老唐，工匠精神，学徒式手把手。 赞 1



看透你也恨假 2016-12-12 09:09:10

以目前中国经济环境来看，加息，绝对是难以承受之重！ 赞 1



冬虫夏夏草蛇 2016-12-12 07:59:01

把全国历史用电量和电价，贷款利率和GDP数据提出来，做个图，看看有没有什么联系

赞 1



巨蟹摸下他4g 2016-12-12 06:52:28

可惜今年双十二薅不到手银的羊毛了 只能买全价了/鄙视

赞 1



shine韦洲 2016-12-12 06:41:58

经济向好，企业家愿意借钱敢于借钱用来扩产;老百姓愿意持有货币而不是固定资产，愿意存钱。这样的话企业经营状况变好，用电量会增加/坏笑。唐老师

赞 1



芹姑娘安生浴 2016-12-12 06:30:28

早！！/玫瑰/玫瑰/玫瑰

赞 1



林包子姓 2016-12-12 06:20:51

真早，起这么干什么？你又不上班

赞 1

作者

没起，还在被窝里??



若非死别供 2016-12-12 06:13:47

谢谢老唐！

赞 1



金牧康 2017-07-30 16:57:35

先把文末的问题按照自己的愚蠢见解留个标记，然后再继续看下一篇进行比对。加息如果是央行应对届时的阶段性的经济环境过热，那说明总体经济的投资过渡了，加息的本质是增加投资成本。在这种过热环境下，电量和电价大概率是已经持续上涨的有些日子了，电量和电价多少有些类似股票市场的投票机，所以，就国投而言，一定要审视其市价是按照何种增速来看待电量和电价的，这种增速持续了多久，从何时开始的。如果市价中所有的好事情几乎都被想到了，赶紧走，后面的不要了。



小疯纸灬儒 2017-06-15 22:38:47

老唐，关于加息还有一种可能，就是未来一旦利率上浮，出于银企多年的合作关系，出于沉淀存款的考虑（因为这是银行考核中一个很重要的指标，至少我们行是这样的），如果原来执行基准的贷款利率假设是4，现在基准利率上浮到4.4，那么企业的财务成本上升，企业可能会反过来做银行的工作，例如，你给我放的贷款还保持4（也就是新基准利率下浮10），我给你存几个亿的存款。银行在这种情况下也是会去帮企业调整利率的。



啊啊ABC控制day 2017-05-17 17:35:58

很佩服老唐深挖资料的能力。而且效率这么高！牛



吴雨虫念 2017-04-06 10:29:46

终于看懂了，一边上班一边在电脑上摁计算器，手里还拿着手机，网页开着

人民日报，表格打开里着是工作文件，桌上工作日志摊开着，没事接几桶电话，在接哈同事的话茬，我真乃超人也/可爱

作者

????



子千畅要 2016-12-30 15:17:48

老唐，我查了2014年的第一期短期融资债券募集说明书，授信650亿但负

债明细里面：到2030年后到期的实际贷款余额约400亿，但利率上升对他的实际影响还是完全可以接受的

同学有纸没源 2016-12-15 20:11:58

唐老师，请问一下，国投的负债中有外债吗？就是说以美元计价的债务吗？

在美元对人民币长期升值的大背景下，如果有美元负债（或者说美元负债在整个负债中占比过重）的话，会大大压缩国投的利润甚至有可能被外资收购的可能。 我知道老师最近都很忙，但还是非常希望老师能抽空回答一下。谢谢！

作者

有一点，好像是世界银行的无息还是低息贷款，具体数量记不清楚了。但基本上没有你说的这个影响。



衬托的凄凉齿 2016-12-13 20:46:18

我也是一是佩服老唐，二是感激老唐，在投资和做人我都获益良多，我也是

老唐的书籍，雪球，微信的热心读者和虚心学习者



茉楤兮钉 2016-12-13 15:38:17

看了老唐在雪球的发帖 真的非常感谢老唐的系列文章 让我这个门外汉有机

会学习到分析研究公司正确的思路、姿势 再次感谢 （好酸/呲牙）顺便说一下那个有息负债明细找到了 哎还是细节看的不够 自己多努力了



罩几十妈 2016-12-13 10:27:47

老唐，辛苦了。新买的手财，收到了，正在拜读。真不错。

听时光长眠瞪 2016-12-12 22:32:54

经济过热，人民币贬值过快会加息。通胀，电力企业亏损会电价吧

波风雪无 2016-12-12 21:02:56

当经济发展过热，通涨居高不下时央行就有可能加息。加息预示着电力发电量处于增长过程中或者已经跨越了一个极点位置。

亡心城佐 2016-12-12 19:11:40

在不考虑外汇政策影响下，加息一般是在通涨不断持续，经济开始出现过热时，央行才会启动加息周期。加息意味经济已探底回升，行业发展进入加速上行通道，全社会用电需求加大，是提升电价最佳时机，因此综合来看，加息对部分发电企业并非都是坏事。

筱悦乔 2016-12-12 19:00:26

应该是经济过热或者资金外流，人民币贬值等情况下会考虑加息。另外，电量指的是发电量还是用电量？

璩婷初是我 2016-12-12 17:10:59

唐老师，最近拜读了您关于两投的系列文章，觉得您分析的非常有深度。我自己也研究两投有一段时间，一直有个关于雅砻江的疑惑，想请教一下您。2015年国投定增时公布的收益测算，两河口IRR6.28%，杨房沟4.99%，这两个项目总投864亿，2016年3季度雅砻江固定资产原值是1162亿。雅砻江现在ROE在28%左右，感觉这两个项目好像投资成本比较高，投产以后，即使考虑到枯水期对下游的调节出力，是否也存在大幅拉低雅砻江整体投资收益的情况？相应是不是也会对两投水电部分的估值有较大的向下修正？期待您的指教

白冥寒 2016-12-12 16:34:28

加息至少具备下面几个条件吧1、经济增长强劲，甚至有过热的势头。2、出现较大幅度的通胀，譬如CPI增长幅度都望5奔6了。这个时候一般都是电力供不应求的，那点增加的利息在增加的电费面前都是毛毛雨！

靠谱的富贵 2016-12-12 15:56:25

确实没发现什么乐观之处，乐观应改为悲观!

命惑乔福 2016-12-12 14:44:21

加息当然是因为经济回暖，经济回暖自然会增加用电量，电价也会提高

earth顺乎天命 2016-12-12 11:15:39

加息的目的是抑制经济过热，那么就要判断经济什么时侯过热呢？货币超发

或对未来充满信心，加大投资及消费，各个行业都在使劲用钱，我觉得电价会涨的，因为供求关系变了。但我还是偏向于货币超发，加息可能性小，电价难言上涨，近几年看电改吧，我还是看好的



糯米糍506 2016-12-12 09:59:01

不是很懂宏观，但加息还有一种情况就是滞胀，这时CPI上涨而经济下滑，

对用电量可不是好消息。另外不太同意上面哥们对电价的看法，电价目前还是受到管控的，不一定跟随通胀而上涨，即使向上调整，也会滞后。



nice定州明哥 2016-12-12 09:42:25

利率的上升伴随着经济的持续快速发展，用电量随着也会加大用量



蘑菇不开花娅 2016-12-12 08:51:37

火电部分的利息应该会增加吧？



巨蟹正Qv5明2 2016-12-12 08:42:52

国投主要怕它乱投资，所以，估值要不要加个安全系数打个折？



朝上看园 2016-12-12 08:32:01

老唐的推断数据详实，思维严密，赞



浅唱乏 2016-12-12 08:17:38

老唐辛苦了，非常感谢您的无私分享！



完美翅 2016-12-12 07:47:58

手银看来不远了，不知道手银之后老唐还给自己准备的有大坑吗/呲牙



幾回兜轉钙 2016-12-12 07:02:44

经济回暖过快或经济过热可能会加息吧，经济好了，社会用电量会加大，电

价会上涨



没有多伤心漾 2016-12-12 06:56:59

30年期贷款不能提早还款的吗？



米饭炒鸡蛋吮 2016-12-12 06:37:01

谢谢老唐分享，辛苦你了



哭出个永恒砖 2016-12-12 06:29:31

@老唐早，2017年1/3贷款利率4.02是否有问题，谢谢！



蓝鸢尾赎 2016-12-12 06:08:39

沙发，占座，等下仔细阅读

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

文字_2016-12-16

唐书房 2016-12-16

《手银》精校工作搞定。今天休息，周末码字，下周一唐书房正常更新。停更一周，总感觉生活中缺了点啥！????嚯嚯.....

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

两投的风险因素3

原创 唐朝 唐书房 2016-12-19

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

前面两篇谈风险的文章，留言数量和打赏人数均出现明显锐减，暴露了读者潜意识里并不“真心”喜欢这个主题。或许，我们内心或多或少都有些叶公情节？不管喜欢或不喜欢，老唐自己挖的坑，含泪也要填了——当然，大家不怎么喜欢的坑，老唐就不谈那么细了，简单点儿填！

老唐前面罗列了七大风险，用了两篇来谈了加息可能带来的风险问题。这才没几天，上周四美帝就启动了加息，与之相伴的，是国债收益率周四飙升至3.34%（还记得吗，前段时间文章里还提到过国债利率为2.8%左右），周四债券市场投资者尸横遍野、哀鸿一片。

今天一锅烩，聊聊剩余的电力需求、电价、煤价、投资火电新能源、投资海外、雅砻江来水、税务政策等相关风险。

首先谈电力需求方面的问题。能源是人类活动的物质基础，人类社会的发展离不开优质能源的出现和先进能源技术的使用。可以说人类文明史，就是一部能源利用史。从我国历史GDP增长数据和用电量数据中，可以明显看出显著的正相关关系。

下图是本世纪中国经济GDP名义增长率和用电量之间的关系。所谓名义增长率可以简单理解为没有去掉通胀的GDP增长。真实GDP增长数据和用电量之间的关系，相关性略差，就不上图了。



这份图，一眼看过去，至少有三个要点是可以注意到的：

1）用电量绝对值始终保持增长，但最近几年的增速在放缓；用电量增速和GDP增速亦步亦趋，显示了良好的相关性；

2）2015年，无论是GDP增速，还是用电量增速，都创下了世纪新低。很不幸的说个小秘密：本届是2012年上台的，自己对照图表看2012年至今的GDP增长率和用电量的增长率；

3）如果用电量增长和GDP走势出现背离，很可能是GDP数据掺水了，或者是用电量增长率提前预告了GDP走势。例如2004、2007、2009、2011、2013、2014年。
——所以，连克强总都更相信用电量指标，2007年任辽宁书记的时候，克强总创造过一个被国际投行广泛认可的著名经济指数Li keqiang index——以耗电量、铁路货运量和贷款发放量为因子计算。

在GDP增长与用电量增长之间的关系上，专家的研究结论是酱紫滴：

用电量与经济增长变化基本同步。1998—2007年，我国国内生产总值同比增速由7.8%提高至14.2%，而同期电力消费增速总体上呈现上升的态势；2008年，受国际金融危机冲击，我国经济增速大幅回落，用电量增长也明显回落；在大规模刺激政策的作用下，2009—2010年我国经济增速回升，用电量增长加快；2011—2015年，随着经济增速的回调，用电量增长呈现放缓态势。

计量分析表明，1998—2014年全社会用电量与国内生产总值增速的相关系数达到0.741，工业用电量与工业增加值增速的相关系数高达0.898。从用电量看，在经济上行期，我国电力消费增速一般快于GDP增速，在经济下行期，电力消费增速往往下滑更多。

我们再看另一张图



这张图里，如果用装机总量（万千瓦）和用电量（亿千万时）对比，图表坐标落差太大，不利于观察。老唐采用了一个变通方法，用2000年的用电量/装机总量，得出一个系数（实际上就是机组利用小时），然后用这个系数乘以历年的装机总量，得出一个观察指标，暂定名为"发电能力"，代表着假如当年装机总量按照基准年2000年的运行时间所具备的发电能力。这不是一个专业术语，仅仅是为了便于观察装机总量和用电量之间的关系。

备注：1千瓦时，俗称1度电，代表着1千瓦装机运行1小时所发出来的电。一年365天有8760小时，但由于水电的枯水季，火电的检修以及用电高峰低谷的变化，机组年平均运行时间通常只有4000小时上下。

观察这个图能够发现：

> 1）装机总量绝对值也是一直在增长；从增速上来说，自2006年到2014年，装机增速是一直在下滑，但从2015年开始出现增速加大趋势；
>
> 2）2000年到2007年，我国装机总量一直有潜在危机，体现在图表上就是用电量超过发电能力。2008~2011年，基本能够满足需求。而自2012年之后，发电能力开始过剩了；
>
> 3）2014和2015年用电量增速大幅下滑，同时装机增速持平和高速增长，由此造成电力供应增长大于需求增长，机组运行小时下降，电力企业收益下降。

以上两张图可以看出，2015年电力企业日子不好过的主要原因是GDP增速下滑和装机增速提升的两大因素叠加共振了。至于未来电力市场是否好过，同样是这两个问题：一是经济增长速度高低，二是装机增速与用电增速之间的大小关系。那么，未来GDP会怎么走，装机容量如何变呢？

未来GDP怎么走？答：老唐不知道。老唐知道的是，2016年11月份，全社会用电量5072亿千瓦时，同比增长7.0%，全国所有省份11月用电量均出现同比正增长。2016年1至11月，全国全社会用电量累计53847亿千瓦时，同比增长5.0%。上面那张用电增长率曲线，可以从0.48%向5%画一条线，至于趋势，请自动脑补。

不仅老唐个人不知道未来的GDP会怎么走，而且老唐不觉得哪位高人有这个预测能力。现实世界里，一堆经济学家挨着猜，反正围绕着党国定的标准上下0.1%加加减减，总有猜中的。

我只知道，我天朝人民强大的拜金主义倾向（褒义词）、对财富的无限追求以及乐意为此付出的牺牲，绝非欧美发达国家吃福利的懒虫可比。

我还知道，天朝互联网及移动互联网已然有了独步天下的架势，除了对zhegnzhi内容有屏蔽之外，在经（zhuan）济（qian）相关知识的学习上，天朝人民及天朝企业不仅有着沙漠渴求雨水滋润一样的心，也有着发达通畅的学习渠道。

我也知道，我天朝mz集中制，在那啥上不尽人意（出于都懂的原因，不是这里要讨论的话题。即使你留言发表高论，我也不给你上墙，嚯嚯），但就经济效率而言，绝非事事都要讨好选民的国家可比。

再加上天朝以县级掌握土地，税收纵向分账、横向竞争的合约体制（这部分内容可以学习张五常的《中国的经济制度》一书，很容易读的，中英合订本，中文部分一共只有73页纸，定价才25元，电商还有折扣），具有强大的竞争力，因此，我对天朝经济发展前景非常乐观。

至于未来装机容量怎么变？这个好预测，因为装机有政府规划，而是否允许建设这些项目，天朝政府有发言权，所以，大体来说，结果和政府规划目标差距不会很大。前不久，我国电力工业十三五规划刚刚披露，主要指标如下图：

“十三五”电力工业发展主要目标

类别	指标 名称	量纲	2015年	2020年	年均增速	属性
电力总量	总装机	（亿千瓦）	15.3	20	5.5%	预期性
	西电东送	（亿千瓦）	1.4	2.7	14.04%	预期性
	全社会用电量	（万亿千瓦时）	5.69	6.8～7.2	3.6～4.8%	预期性
	电能占终端能源消费比重	（%）	25.80%	27%	[1.2%]	预期性
	人均装机	（千瓦/人）	1.11	1.4	4.75%	预期性
	人均用电量	（千瓦时/人）	4142	4860～5140	3.2～4.4%	预期性
电力结构	非化石能源消费比重	（%）	12%	15%	[3%]	约束性
	非化石能源发电装机比重	（%）	35%	39%	[4%]	预期性
	常规水电	（亿千瓦）	2.97	3.4	2.8%	预期性
	抽蓄装机	（万千瓦）	2303	4000	11.7%	预期性
	核电	（亿千瓦）	0.27	0.58	16.5%	预期性
	风电	（亿千瓦）	1.31	2.1	9.9%	预期性
	太阳能发电	（亿千瓦）	0.42	1.1	21.2%	预期性
	化石能源发电装机比重	（%）	65%	61%	[-4%]	预期性
	煤电装机比重	（%）	59%	55%	[-4%]	预期性
	煤电	（亿千瓦）	9	<11	4.1%	预期性
	气电	（亿千瓦）	0.66	1.1	10.8%	预期性
节能减排	新建煤电机组平均供电煤耗	（克标煤/千瓦时）	-	300	-	约束性
	现役煤电机组平均供电煤耗	（克标煤/千瓦时）	318	<310	[-8]	约束性
	线路损失率	（%）	6.64%	<6.50%		预期性
民生保障	充电设施建设		满足500万辆电动车充电			预期性
	电能替代用电量	（亿千瓦时）	-	4500		预期性

1. []为五年累计值
2. 2015年煤电平均供电煤耗根据中电联公布的火电平均供电煤耗估算

唐书房

一目了然。未来五年总装机年均增长5.5%，其中火电年均增长4.1%，至2020年煤电装机占比由当前的59%下降到55%。现役煤电平均煤耗从318克/kwh降至310克/kwh以下，新建机组煤耗小于300克/kwh。

水电年均增长2.8%，抽水蓄能年均增长11.7%，核电年均增长16.5%，风电年均增长9.9%，光伏年均增长21.2%。西电东送年均增速14.04%。顺带说一声，昨天（12月16日）发改委刚刚印发的《可再生能源“十三五”发展规划》，原文清楚的写着可再生能源的并网运行和消纳指标：“到 2020年，基本解决水电弃水问题，限电地区的风电、太阳能发电年度利用小时数全面达到全额保障性收购的要求。”——这种直接要求国家电网收购谁家电的事儿，请相信发改委具备这个神力来达成规划指标。

以上因素，可以直观的看到，国投目前正在投的风电和光电，都是产业政策鼓励的东西。所谓鼓励当然不是喊口号，而是从购电数量、购电价格以及税收政策上予以支持。保证有钱赚就是最好的鼓励方法。所以，在国投投资新能源这个问题上，我觉得担忧是多余的——这种担忧，通常只需要一根大阳线就解决了，如果一根解决不了，那就是需要两根。风电和光电是世界的方向，是未来的方向，作为一个以电力为主营业务的企业，不要说目前尚能赚钱，就是现在不赚钱，也需要尽快抢占风光资源。

为什么要抢占呢？因为电力行业有它的特殊性。有限的发电厂、巨大资本要求、电力输送限制以及输电损耗（上图中的线路损失率指标，会提高远距离购电成本）等因素的存在，导致电力市场更像一个寡头垄断的有限规模市场，一旦你在这儿建立了，就很难有其他人进入，你的用户也将对你的供应形成依赖，很难换用其他供应商。同样，一旦别人抢占了，你也很难再有机会插一脚。这种有限规模市场下，总体而言，资本回报是具备护城河的（参看前段时间发的书评《投资的护城河》）。

——未完待续——

「网络上出现了不少直接拷贝唐书房原文及图片的“深度研究报告”，改动之处主要集中在作者名及文中的“老唐”自称。虽然老唐免费分享、乐见转发转载，但对这种特意删改作者名儿的行为还是有些不舒服。所以从本篇开始，图片设置为显示“唐书房”水印，若有影响阅读之处，还望见谅！」



深度研究 创造价值
日拱一卒 不期而至



松别isVAE 2016-12-19 06:23:51

其实对我来说谈风险的几篇才是雅砻江系列最有价值的部分，多从负面来论证我们投资项目的可行性是一名优秀投资人的必修课，像鸵鸟 一样把头埋在土里，选择性的听自己喜欢听的，很难达到成功的彼岸..... 希望唐老师在未来的文章中多增加这方面的内容，接下来总能聊聊银行了吧！ 赞 47



乔小染持 2016-12-19 08:47:44

感觉跑题了，是在写风险因素吗，我怎么越来越有信心了！ 赞 10



小闹心皿 2016-12-19 08:59:57

坚决加水印，强调原创的重要性/可爱 赞 6



夏之纪年办 2016-12-19 06:02:07

第一个评论，第一个看的 赞 5

梦魇布 2016-12-19 07:16:09

老唐兄恢复推文后，才觉得这日子过得正常了点儿/呲牙 赞 4



可爱的亚飞啊44 2016-12-19 10:04:25

6.6元 只有5%觉得国投好。 8.6元 只有15%觉得国投好。 10.6元 有35%觉得国投好。 15.6元 会有65%觉得国投好。 20.6元 会有75%觉得国投号。 30.6元 不会有人觉得国投不好。 赞 3



松别isVAE 2016-12-19 09:01:59

为什么不直接投核电或者光伏

作者

因为没有哪家核电光伏是白送的，所以没有直接投。 赞 3



他妻妾索 2016-12-19 08:11:32

感觉老唐偏乐观了。发改委真这么牛，中国产业转型估计也不是今天这

个样子。风电的话，现存的依赖政府补贴的多，自己能盈利的很少。风机来讲，因为寿命设计做的研究并不多，严格点，寿命也就20年。建好后不能及时并网每年的折旧，保养也有压力。

赞 3



傻孩子韓凌杆 2016-12-20 20:26:00

哪里是对内容不感兴趣，无非是这几天大盘和国投的调整使然，你懂的，/偷笑，就让我的打赏和留言来做那枯水期的平衡器吧，感谢分享，继续支持

赞 2



myhome久久房产 2016-12-19 23:06:12

说不像是风险反而是优势的人，多半是对中国未来保持乐观态度的人。/呲牙/呲牙我也是这样的人，但产能的供大于求，这是一个风险，这可能影响价格，电力行业的护城河因为受到政府定价影响，实际上本来只能说具有浅护城河，之前一直担心雅砻江水电建立起来，产出大于需求

赞 2



谁让咱心动重 2016-12-19 08:31:21

光伏，风电的现行补贴可能会是风险，现在补贴已经在向下调了，相当于直接减上网电价

赞 1

作者

补贴减少和成本下降是对冲因素。风光规模的增长及技术的进步，成本降得很厉害。

赞 2



张狂美屏 2016-12-19 08:29:03

兼听则明，只分析正面不分析反面，绝不是一份完整的公司研报。校对手银的间隙还不忘填坑，可见老唐绝对是处女座。话说老唐，收银还不出版，你是想急死人啊？

赞 2

作者

快了??



卟必费心质 2016-12-19 08:16:32

今天的我看懂了！谢谢！/拳头/拳头

赞 2



匿名的好友摸 2016-12-19 06:59:18

老唐啊，你这完全不是谈两投的风险，而是说，你看我国投有风电光伏，你川投没有吧，风险大吧，发展潜力不行吧，赶紧买国投吧！我就寻思着山行吆喝着卖唐朝买跨越，老唐也不给国投站站台，这不台柱子就来了么

赞 2



我以为快乐架 2016-12-19 19:07:22

继续打赏，只为表达态度，唐兄的文章是我们这些坚定支持者的必读文。 赞 1



勤奋的0326发 2016-12-19 14:46:01

谈风险，赞赏锐减/流汗。那俺就一篇一篇赞吧/大兵

作者

哈哈，谢谢/呲牙/握手 赞 1



heart祁允祥 2016-12-19 14:02:30

最可怕的是滞涨，经济萎靡不前，电量和电价低位徘徊，通涨抬头叠加

货币贬值倒逼加息，导致国投利润裹足不前，负债成本提升又侵蚀利润，这样投资国投就惨了 赞 1



华纳国际909 2016-12-19 13:23:03

老唐，按你的模版写了一篇分析红水河的文章，看看怎么样，给个评价

呗/呲牙http://xueqiu.com/5644056090/79062670 赞 1

作者

回头抽空看/握手上墙，其他感兴趣的朋友，也可以看看/鼓掌



噬骨之痛暑 2016-12-19 11:19:40

不是不喜欢谈风险，而是我认为这些风险都已经是最差的情况了。再坏

也不会差到哪里去，而且马上国家要上马基建项目，用电量一定会升。而且就算水电，核电发电量立即增加20%，也减不了多少火电 赞 1



费洛格丝zu 2016-12-19 10:28:28

除了真实需求增长的因素，电力消费增速受节能影响大吗？ 赞 1

作者

抱歉，暂时回答不了这个问题，没有细研究过节能方面的资料/握手



嗯很幼稚待 2016-12-19 10:15:28

我比较担心的是：公用事业的价格管制加上通胀加速，使长期回报率降

低，老唐能不能从这个角度谈谈。

作者

这个没法研究/调皮完全是个假设，假设价格管制忽视通胀，假设价格管制考虑通胀。究竟老爷们怎么想，怎么做，研究不出来啊！我只能相信党国不到万不得已，绝不会切割国企的肉来喂饱民企和个人的/呲牙 赞 1



孤单与不安写 2016-12-19 08:43:01

还希望老唐不要被打赏就要数量影响啊/呲牙 赞 1



花季摘野花猾 2016-12-19 08:31:18

管制有弊也有利/呲牙 赞 1



发呆的台风略 2016-12-19 06:52:17

写到后面不是风险了……/呲牙 赞 1



描责骗 2016-12-19 06:47:00

/强 期待后续，一口气没看完，不过瘾！/呲牙 赞 1



妩姒女王3Llife 2016-12-19 06:09:44

起这么早 赞 1



RE昨日house 2016-12-19 06:04:28

老唐去做贼了么/偷笑 赞 1



86小棉球 2018-06-30 08:19:01

[呲牙]李克强这么聪明，肯定不会让电费提价的啊



木头瞎 2018-05-15 08:07:48

电力，银行，铁路，燃气，煤炭，钢铁等等行业，我的感觉都是在计划体制内的东西，不是充分竞争行业，撑不坏也饿不死。像现在的供给侧改革，让这些国有大企业赚的盆满钵满。但是好像小股东分不到多少真金白银。而且过两年一调控，又可以把利润降下来。所以不如去投那些老板自己持股，心疼钱，够打拼的企业。不知道这样理解对不对。



岳小颜各 2018-01-05 18:00:07

这种担忧通常只需要一根大阳线就解决了，不行就两根。道出了中国股民普遍的心理。[呲牙]



猜不透割 2017-06-17 00:03:09

老唐，关于雅砻江来水，有一个风险还是得提防着，就是南水北调西线工程，预计将从雅砻江调水40亿立方米，虽然只占雅砻江年平均来水量的十分之一，但也十分巨大了。而且，调水的地方在雅砻江的上游，对于梯级开发的水电站来说，损失可不是单单10%这么简单。

作者

多谢????



寂寞有刺粥 2016-12-20 17:38:14

唐哥，这个小秘密是本届政府本想平滑GDP增速，先抑制一下，后来发现发现下降太快，只好同步，对不

作者

你知道的太多啦！你已经被定位啦，嘟嘟嘟嘟嘟嘟/呲牙.....



水果部落阁枪 2016-12-20 16:09:23

2014GDP渗水严重？



妖精旋律昵 2016-12-20 13:20:02

老唐笔锋一转，风险变利好



独孤拔尖直 2016-12-20 00:25:19

绝对支持原创，保护版权！



只许奶我岁月 2016-12-19 23:23:21

老唐勤奋，博学/强



双子雪琊sunny 2016-12-19 21:47:26

太专业了，对我的写未来14五报告有启示/呲牙/强



稚气的忧伤颠 2016-12-19 21:30:41

好像文不对题呀，没看到有什么风险因素呀



心月两相依刮 2016-12-19 21:27:04

孟底沟 卡拉这些不怎么赚钱的水电站也建的话 感觉雅砻江可以从发改委那要点额外的好处/呲牙



虚情寡义未 2016-12-19 21:09:19

听闻打赏锐减，三篇并做二篇看，一并打赏，包个大的/憨笑



纯子翊怎 2016-12-19 18:58:22

谢



冷言颜先生顽 2016-12-19 18:26:24

看了几篇风险提示，没觉得是多大的风险。



ew3zt天枰 2016-12-19 18:21:20

老唐的水印防君子不防小人呀，加在右下角的小图标很容易就P掉了，

要加在图片中间，透明度低一点儿，图像大一点，这样才能真正防伪

作者

也就算个友情提醒罢了/呲牙真要有心剽窃的，我这点儿伎俩，加什么都没招的/委屈



若璃蚕 2016-12-19 16:27:07

以两投的江湖地位，资金成本不用太担心的，并且未来即便利率上行，

那空间又能有多大呢，最重要的那么高的成本我们也经历过。如果让我有高成本，那么拜托

政府妈，税收电价啥的也得帮我一把不是，不能让娃一直饿着啊。



Z148深圳东 2016-12-19 11:54:49

投资的主要工作，就是处理风险。这样才能看上去是价值投资的模样，

只盯着风口钻钱眼那有啥意思。喜欢老唐的投资哲学，以后多唠叨风险。



的年代华 2016-12-19 10:58:47

老唐，不能停，不能少啊/呲牙



乐观的滥调 2016-12-19 10:38:39

赞赏先！优势和风险是同一事物的两面，有A面也必然有-A面存在。看

不到或不想看，并不能让风险消失。如果能知道，也许还能找到应对的方法，再不济还能接

受/呲牙



独为迩存在卷 2016-12-19 08:48:21

谢谢老唐！/咖啡



逢床作戏日 2016-12-19 08:36:58

老唐，你说国债利率飙升，我到哪里查？现在我只会百度查。



水瓶喵星小宝 2016-12-19 08:28:40

说好了谈风险的，我看完，全是机会啊/呲牙/呲牙



斑驳背 2016-12-19 08:13:27

对我来说，我更喜欢看风险分析，哪怕只是粗略的。再多写几篇吧。



不加糖精t 2016-12-19 08:13:22

等待老唐谈国投海外投资与中上游投资风险……/强



苏婆妄 2016-12-19 08:00:01

看着看着又变成优势了，



岚小洁爪 2016-12-19 07:48:10

学习知识的同时还有好书推荐，先收藏，等《手银》上市后一块下单，

读老唐的文章，满满的都是收获！



莫想陈 2016-12-19 07:47:42

zhegnzhi是故意拼错了吗？/偷笑/偷笑/偷笑



夏奈公主宇 2016-12-19 07:47:25

看到最后才发现国投不仅是低估，而且还有投资护城河！今天开盘再买

点/色

想忘不能忘蓬 2016-12-19 07:34:13

风险分析很有价值，谢谢分享。



铁石心肠级 2016-12-19 07:24:25

满意100分/呲牙



大师胸仰 2016-12-19 07:00:09

说风险都没没人看，/发呆



左街右巷墅 2016-12-19 06:39:34

没沙发抢板凳/呲牙



逢床作戏日 2016-12-19 06:34:22

风光电要限电地区才确保收购吧，这样对布局就大有讲究了



死去的天气抱 2016-12-19 06:34:17

老唐好早



女汉子走起ing9 2016-12-19 06:05:50

好早，老唐！

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

两投的风险因素4

原创 唐朝 唐书房 2016-12-19

收录于话题
#其他企业分析合集
81个

——（续上篇）——

其实火电也一样。从十三五规划来说，火电的日子总体上是不好过的。因为要给新能源腾市场份额，也因为大国承诺“要降低化石能源消耗”，同时还要提高环保要求，降低煤耗标准，这些统统都是压力。

十三五期间，虽然数据上规划了2亿装机的增长，但根据国家能源局副局长李仰哲12月10日在“2016年能源大转型高层论坛”上透露的信息：“实际上，在‘十三五’期间新投产的2亿千瓦煤电机组中，1.9亿千瓦都属于‘十二五’期间已经布局规划并开工建设的接转项目，‘十三五’新开工的煤电机组只有1000万千瓦。”据业内专家介绍，目前全国在建、在审及规划的煤电项目已经有4亿左右装机了，最终要取消、推迟、淘汰一半左右，高层遏制煤电继续上项目的决心，显露无疑。

即便新开工只有1000万千瓦，但就2020年将达到的11亿千瓦装机总量而言，国内能源专家大多认为是过剩的，未来依然要依赖经济手段和环保手段淘汰一批落后机组。未来，能生存下来的煤电，只能是那些①生产成本低、成本管控能力强的企业；②机组容量大，在当地电网供电市场占有率高的企业；③安全生产管控能力强，没有或较少发生安全事故的企业；④环保数据好，单位发电污染物排放量少的企业；⑤对当地贡献大的，比如承担当地供热或为当地大企业直供电的企业。

那么，国投的火电是否属于能活下去的类别呢？又看图



这个图很直观，通俗的理解，装机多的省份，电力企业日子就不好过，如果是装机多、经济还不发达的省份，就更是额头若隐若现一个大写的草书：死。反之，在装机少的省份，电力企业日子就好过，如果是装机少，经济还比较发达，那就有旺股东相。

盘点国投控股火电主要新建项目所在地：天津、福建、广西（对了，上周最新消息：钦州二期4号百万机组刚刚建成了，正在检查验收），另外就是参股火电企业的大头：江西和江苏了。2016年1至11月的分省用电量增速数据中，江西同比增长9.4%，江苏同比增长6.9%，福建同比增长6.2%，分列全国各省增速排名的5、8、11名（天津和广西介于0%~5%之间，具体数据及排名不详）。

顺便说一声，四川省2016年1~11月水电发电量全国第一，累计发电2538亿kwh，同比增长7.5%，占全国规模以上水电厂发电总量的25.8%。外送电量1258亿kwh，居各省外送电量第一，同比增长3.5%。

以数据观察，天津、福建、广西、江西，应该都属于经济中不溜，装机偏少的省份。广西未来的经济增长，去年习总给的定位："发挥广西与东盟国家陆海相邻的独特优势，加快北部湾经济区和珠江-西江经济带开放发展，构建面向东盟的国际大通道，打造西南中南地区开放发展新的战略支点，形成21世纪海上丝绸之路与丝绸之路经济带有机衔接的重要门户"。

福建，则是习总的老根据地、第二故乡，所谓龙兴之地，从1985年一直干到2002年。现在中央给福建的定位是"21世纪海上丝绸之路核心区"。可以预计，在习总任上，福建的经济应该会有较大发展。但目前福建的火电厂，情况暂时还看不到乐观面，2016年1~11月发电量同比负增长18.9%，全国垫底。设备利用小时同比降低676小时，全国垫底。

江苏省，虽然装机量比较大，但由于江苏经济发达，仍然处于缺电状态。以最近的上海电力收购江苏电力相关披露资料看，江苏省2015年电力缺口1400万千瓦。2015年全省火电平均利用小时5125小时，高于全国平均水平796小时，位列全国第三。2016年1~11月，江苏火电利用小时4248，高居全国第二，高出全国平均水平892小时。江苏省内的火电，日子滋润着呢！（别忘了，江苏还大量从雅砻江买电）

在经济发达及未来可能会有较大发展的区域，投产技术先进、环保达标的百万机组，迅速占领未来的区域市场，形成寡头垄断优势，即便真有短期亏损，我也不认为这会形成负资产。这就是老唐对国投发展火电和新能源的相关风险认识。

关于新能源，还有个规划中的东东可以YY一下：雅砻江沿线风电和光电。这是一个目前市场普遍不太看好的规划（等股价涨起来以后，就会变成普遍看好了），然而由于道路交通电力输送等基础设施可以共享雅砻江水电已有便利，且沿线地广人稀，攀枝花和西昌一带又以日照时间长著称，加上和两河口、锦屏和二滩三块大电池（水库可以看作一种近似的大型储电设备）的配套，雅砻江水电发展风电和光电，先天就有成本及稳定性优势的——现在说这个似乎还有点YY，太早了！但是真等西电东送能力从2015年的1.4亿千瓦，增加到2020年的2.7亿千瓦以后，再回头来看这个规划，就不觉得意淫了。

电价和电煤价格上涨风险，可以放在一起说。在电价问题上，现在的政策就是煤电联动，总体原则是电价跟着煤价涨跌。以对发改委决策的影响力而言，电力企业号称五大集团四小豪门（五大集团：中国华能集团、中国大唐集团、中国华电集团、中国国电集团、中国电力投资集团。四小豪门：华润电力、国投电力、国华电力、中广核），全部是世界五百强企业，其政治影响力和经济实力相对于大型煤企，有过之而无不及。伴随着2016年电煤指数的持续上升，笼罩在电力企业头上的电价下调预期实际上已经在散去，并可能转化为电价上调预期。

煤价的上涨以及高位盘整，对水电是利好消息，有利于低成本水电的销售。目前主要煤企和电厂之间的长期协议价是以535元/吨为基础，然后双方分摊涨跌幅。相信那么多靠煤生存的人，比我专业。个人觉着大概率来说，2017年的煤炭就是以535为中轴晃荡。部分煤耗高、排放不达标需要投资改造、本地电力供求失衡严重的火电厂，可能日子难过。

关于来水量，对于部分规模较小，流域面积较小的水电企业是个问题，但对雅砻江不是问题。水文资料这样形容雅砻江：雅砻江全长1571公里，流域面积约13.6万平方公里，上游区降雨量为600～800 mm，中游区1000～1400mm，下游区900～1300 mm。 沿途有众多支流，流域面积大于100平方公里的支流有290条，其中大于500平方公里的有51条，大于或接近10000平方公里的主要支流有鲜水河、理塘河、安宁河等。雅砻江径流水量一半由降水形成，一半为地下水和融雪/冰补充，年际变化不大，水量丰沛而稳定，河口多年平均流量1890 m/s，年径流量596亿m。丰水期（6～10 月）径流量占全年的77%。

税收方面，增值税和所得税优惠到期后是否继续享受，是政策的未知因素。这个因素，作为投资者，估值的时候，按照到期不继续享有优惠政策考虑即可。若到期后能够继续享受，当做意外惊喜对待。

还剩个海外投资风险。这块儿实在是因为老唐渣英文，所能阅读的资料太少，对真实情况了解不多，只能根据常识大概谈谈。一个大型电力企业，在国内产能过剩的情况下，出海发展，这个是必然的——不然怎么办，守在那儿收钱然后全分掉？以上海电力为例，上海电力现在在马耳他、巴基斯坦、日本的项目，进展都不错，都实现了盈利。接受的伊拉克土耳其国家电站的管理业务，也还不错。

但坦率说，这帮人对海外的政治法律经济环境是否理解和适应，是否有能力在海外发展，现在老唐是不敢抱有多大希望的，但也没有必要妄自菲薄，就当个投石问路的实验好了。毕竟根据世界银行今年的报告数据，全世界还有11亿人生活在无电状态下（一半在非洲），同时，发达国家也在努力走淘汰火电，发展新能源的路，外面的世界还是很精彩的。

商业，总要需要承担一些风险的，只要能给我足够补偿风险的折价即可。就目前的国投电力的价格而言，这些风险，我个人觉着"水电超值，其他白送"的价格作为风险补偿，我可以接受。你呢？

文末，插一段关于利息支出的补充资料。

谢谢读者@王云飞 翻阅国投电力2013年年报，发现了一段被老唐忽略了的信息披露：关于锦屏一级、锦屏二级及官地的银团贷款，和当初签订合同时披露的利率有不同之处。看来后来又继续商谈过，老唐手头的资料out了。年报里这样披露：

单位：元 币种：人民币

贷款单位	借款起始日	借款终止日	币种	利率（%）	期末数	期初数
					本币金额	本币金额
锦屏一级水电站项目银团	2005 年 12 月 21 日	2030 年 12 月 20 日	人民币	同期同档次人民币贷款基准利率基础下浮 10%	17,860,000,000.00	15,820,000,000.00
锦屏二级水电站项目银团	2007 年 7 月 26 日	2032 年 7 月 25 日	人民币	分段计息，2007-2016.7.25 固定利率 6.642%，2016.7.26-2032.7.25 同期同档次基准利率下浮 10%	17,812,000,000.00	13,727,500,000.00
雅砻江官地水电站项目银团	2010 年 10 月 8 日	2035 年 10 月 7 日	人民币	5.3460	8,138,000,000.00	5,820,500,000.00
国家开发银行四川省分行	1995 年 11 月 21 日	2019 年 11 月 20 日	人民币	五年期以上下浮 5%	4,633,640,000.00	5,633,640,000.00

唐书房

这是比前两篇估算中更为乐观的因素，尤其是锦屏二级178亿银团贷款，2016年7月26日之后，从6.642%的利率，直接跌落为长贷基准的9折，节约的利息支出比我原文预算要高很多。因为是乐观因素，老唐就不再啰嗦了，以免看起来像是在竭力推荐一样。有兴趣细究的朋友，可以依葫芦画瓢自己算。谢谢@王云飞

深度研究 创造价值
日拱一卒 不期而至



热情的蔡的欢 2016-12-19 08:50:30

看完了，比故事书精彩，非常感谢老唐，整个系列有理有数据，结论明确，深入浅出，给出了分析企业投资价值的架构和逻辑，我第一次感到企业的真正价值真的能大体估算出来！！！向老唐学习

赞 14



咏琪爱心凌消 2016-12-19 09:06:23

目前看国投火电的风险点还是集中在福建和广西，国投湄洲湾二期、国投钦州二期国投权益占比高，投资额度巨大，这两个地方水电资源相对丰富，又大力发展核

电，未来电力产能消化主要要靠当地和珠三角经济发展增量来带动了，这个时间不确定性较大。 再一个是中游水电投资效益问题，按目前投资额度和装机容量看，是远不如下游的。因此个人对国投的主要担心是它是否能用好留存利润和折旧现金流，如果这部分不能实现10%的折现，那么对我而言它就是在毁灭价值。 当然对国投现在的价格而言，基本已经比较充分的体现了这部分预期，这也是个人选择持有国投的原因。 赞 10



心软是病110119 2016-12-19 08:52:28

这种原创的行业分析才是最有价值的，老唐一定要坚持下去啊！没有这些，投资理念、估值方法等都是空中楼阁。我每天的工作就是调研、写商业计划书，每天都能收获一点点。看的人少，可以放慢这种文章的更新速度。等几年后，发现这些才是精华。

赞 6



海灵户外水瓶 2016-12-19 07:57:51

电力公用事业的性质，很难有哪家公司好的鹤立鸡群（不像茅台在白酒中的地位），因此持有国投，川投，黔源三只电力股。主要是老唐没讲清楚国投在电力股中的竞争优势。/呲牙 赞 6



老妞的肥猫会 2016-12-19 07:47:53

老唐早，中国电价是美国的三倍，这是不是一个隐忧啊？ 赞 5



巨蟹帅帅的军爷 2016-12-19 11:40:36

读了老唐这么多，受益良多。今天实在不好意思，必须赞助一下。 赞 4



蓝小言系 2016-12-20 16:53:44

看下来，好像：1、经济不振伴随发电产能过剩。2、为实体产业降电价。是最大的可能风险。 赞 3



朵艳艳竞 2016-12-19 06:29:34

真早老唐 赞 3



周芳宇枫 2016-12-23 13:48:02

最近行情下，想调换些低估品种当打新门票，特来拜读，读罢9篇估值，4篇风险。感谢老唐无私的分享。这个价对应去年的分红，大概4%的股息，国改大背景下，用做新标的问题不大。但作为市场参与者，我只是还有一个疑虑，这样的标的，这样的前景下，公司内部人，董，监，高一股未持，股灾大股东也只是象征性增持。实在有些难以理解。老唐不也一贯主张事反必有妖，是否有考虑这方面的问题？ 赞 2

作者

我不太擅长也不太喜欢猜别人怎么想/可爱



描责骗 2016-12-20 07:37:25

“日拱一卒”，印象中是李鸿章的人生信条，我喜欢！ 赞 2



高傲是迩媽怨 2016-12-19 21:38:11

两篇都读完了，跟之前两篇一样，还是一点风险没找到/大哭 赞 2



楚辖湘天蝎 2016-12-19 15:28:27

老唐，非常感谢您的分享！对于新手来说您文章中罗列了那么多数据根

本无法考证，也就懒得思考直接看结果了；而对于老司机来说这些数据可能早已心知肚明了无新意；也许这是留言数量和打赏人数锐减的原因吧！作为韭菜非常感谢您的分享，看了您的文章让我学会了估值的思路，以及认识到投资一个公司的不易，希望能在唐书房里能成长为一颗不被割的韭菜！在此，想请问老唐对于一只股票您能接受的最大仓位是多少？对于两投的行业数据您一般从哪些地方获取数据呢？

作者

一只股票我最大仓位上限是初始4成。电力行业信息从国家能源局中国能源报及北极星电力网等行业网站获取。 赞 2



陌人不故治 2016-12-19 09:18:50

老唐老唐，this is us真好看！很温暖/微笑 赞 2



虎牙大神招募 2016-12-19 06:02:33

我是第一个看的，第一个评论 赞 2



孤寂旅程红颜 2017-06-14 17:41:06

老唐，对于水电我有个疑问，盼解答。四川省的水电弃水太严重，很多

电力公司都因此亏损。雅砻江目前业绩看下游貌似没有受很大影响，但中游电站情况不明，是不是有些问题？反观输配电行业倒是有巨大的成长空间

作者

所有公司，任何时候都有问题。啥问题都没有的时候，价格一定会成为大问题?? 赞 1



凉城写意斗 2017-02-04 21:02:27

谢谢老唐分享，有个小小小错误，径流量单位写错了

作者

多谢/握手 赞 1



夜郎志大19791 2017-01-23 22:34:49

老唐，有一事想请问。《聪明的投资者》一书中提到，对一家工业企业来说，其普通股的账面价值必须不低于其总资本(包括所有银行债务)的一半，才称得上财务稳健，对铁路或公共事业公司来说，这一界限是不低于30%。请问你认同吗？ 赞 1

作者

我觉着不能一概而论??



那月仲夏增 2016-12-20 19:22:25

请问《手财2》啥时可以网购？能贴下目录冯？

作者

看明天早晨的唐书房文章?? 赞 1



宅宅宅大同女 2016-12-20 14:35:02

两投风险因素分析虽然受欢迎程度略有下降，但投资本是独立思考的活计，赞成老唐按夹头估值企业的套路继续分享思想，一直在学习！/奋斗 赞 1



悄逃切碗 2016-12-20 13:21:56

经过老唐的第二层思维分析，让我们业余小散看到了风险背后的机会

赞 1



配菜而已六 2016-12-19 21:52:59

没有什么补充的/呲牙，那段关于与东南亚市场的论述，我留下来了/抱拳 赞 1



治割舰 2016-12-19 14:11:35

我最担心的就是国投乱投资 赞 1



深色流氓辰 2016-12-19 13:40:26

老唐，你觉得中广核的护城河够吗？其实我觉得他很低估了。 赞 1

作者

没什么研究，无法发表观点。



拆碎爱与恨质 2016-12-19 11:10:31

老唐，国企最大的风险就是盲目做大，讲政治都讲到国外去了，到时搞

个增发还是低价的就杯具鸟/抓狂 赞 1

作者

没错，所以嘛，要自己考虑能否承担的问题/微笑



看透你也恨假 2016-12-19 10:04:45

广西的桂冠电力企业的唯一火电站装机额度130w左右，可是连续好几年亏成渣了，都已经是负资产，机组利用小时只要2500左右了，对比一下国投的北部湾和钦州，他们是怎么做到不亏损？不得其解。/大哭 赞 1

作者

我对火电不太感冒，研究不深，暂时回答不了你这个问题，但估计脱不开两个问题：①机组利用小时的问题。火电，开机不足就大亏，而开机时间多少，需要各家自己去争去抢的。②相关补贴问题。关于环保，副产品之类的东西如果有退税或直接的补贴，日子就要好过些，反之就难过的多。 赞 1



苏浅霖欺 2016-12-19 09:16:17

国投我准备是长远持有20年，老唐你信吗？反正我是信了/调皮 赞 1



扇大脸的男人6 2016-12-19 09:00:35

1-11月，新增装机8557万kw。6000kw以上电厂总装机15.7亿kw，同比增长10.4%；火电已达10.4亿kw，风电1.4亿kw。个人估计十三五目标，可时半功倍，超快完成，超额完成。 赞 1

爱散了借 2016-12-19 08:58:50

谢谢老唐！/咖啡 老唐，有没有计划写一写什么情况下雅砻江搬到长电？ 赞 1

作者

先不给自己挖坑?? 赞 1



秋心正暮雨辽 2016-12-19 08:55:45

对火电的负面情绪太多，现阶段火电在电力能源中位置不可取代。但雾霾影响确实有火电的因素，只有关闭高能耗的小火电，减少新增火电项了/可怜 赞 1



为他命住 2016-12-19 08:27:38

好一句"水电超值，其他白送"，道出了国投价值所在。国企管理层的缺点可以容忍了。 赞 1



山泉有点显 2016-12-19 08:25:25

福建沿海近几年装了很多风电。不是国投的 赞 1



凝月笙2 2016-12-19 06:51:59

多谢老唐的深研资料，其实一个企业的好相对容易看出来，但是风险研究透了才能拿的住，有什么问题也能跑得快/呲牙 赞 1



year执法者749 2016-12-19 06:49:33

早上好，唐朝 赞 1



不撞西墙蚕 2017-03-14 07:39:02

陈要大干 投3000亿元，干3000万KW风光电 年发电500亿度电 有帐算吗？ 是要第四通道 还是享受国家扶贫政策 否则 没戏



筱渔份 2017-02-23 21:40:37

我觉得你应该再活五百年，看完风险系列，我准备把国投加仓到20%，反正是五折了，现在的价位闭着眼睛买也没问题吧/偷笑/偷笑/偷笑



浪的梦境乖 2017-01-01 21:02:22

已打印拜读风险系列文章，多谢老唐，顺祝新年快乐，身体健康，万事如意！

作者

/握手新年快乐！



双子俵藤美羽22 2016-12-20 17:13:46

高人啊



治割舰 2016-12-20 07:54:18

看着看着都是优点了/呲牙/呲牙



幽娆泪冽 2016-12-19 21:20:49

四篇两投，篇篇精彩，老唐之努力，自叹弗如，值得我们好好学习



我是陌生人029 2016-12-19 20:36:00

日拱一卒，不期而至



狗样年华默 2016-12-19 17:09:41

务实点看，国投出海应该是个中性因素，市场怀疑他们不行而已，有可

能是不行的，也有可能是行的，我个人倾向，他们占不到便宜，不过还有川投呢，比较乖，切了即可。



忧小曲吻 2016-12-19 16:42:03

谢谢分享



等我卡尼警 2016-12-19 13:26:27

如果无风险利率快速上升，比如，到5%，造成经济严重下滑，那么，什么消纳，什么直流出川，会有什么影响？能大概说一下吗？

作者

利率影响，前面不是谈过了咩？



码啡疼 2016-12-19 12:50:58

两投的风险阅读量越来越少，看来很多人已经卖了，也就不关心了！



go独为伊人醉厚 2016-12-19 10:15:02

唐老师深入浅出的国投深研系列肯定是付出了不少的精力和时间，每篇我精读平均不少于三遍！一路追随唐老师学习成长，继续期待唐书房精品/玫瑰



乱乱唱霏 2016-12-19 09:05:38

国投有风险，买入需谨慎。谢谢老唐。□



罗罗罗蒂的老巢 2016-12-19 08:56:17

中央经济工作会议要给企业降成本，是否可能降工业电价？如是，对发电企业有什么影响呢？

作者

是否可能，我也不知道??但如果降，肯定直接减少发电企业或电网的利润，这个是确定的。



剩友谊女 2016-12-19 08:41:36

早读完毕，很精彩/呲牙



灬至尊岩 2016-12-19 08:40:27

我也觉得新能源这个东西不能一棒子打死，这个是趋势，发达国家的新能源占比已经很高了



度他余年贵 2016-12-19 08:22:18

老唐的风险分析，分析来分析去，感觉没啥风险(至少不大)。/呲牙



皮卡丘翻身 2016-12-19 08:11:37

看完这两篇，我的赶脚是乐观远大与悲观，是不是该买点国投压压喜/

呲牙



鱼的游戏fly 2016-12-19 08:10:00

老唐太棒啦，已经严重依赖书房啦，期待更多作品，做个书房的好学生



小纯粹降 2016-12-19 08:09:55

太专业了/强



好女寻真爱朴6 2016-12-19 08:07:52

说是风险分析，看来看去反而觉得是在说利好、优势、护城河。



花季摘野花猾 2016-12-19 08:04:50

又双是/偷笑/偷笑/偷笑



忻是爱亦 2016-12-19 08:02:42

早上好，辛苦了，谢谢分享。



那段抹不去坡 2016-12-19 07:56:02

美国电价电改后一路下滑/呲牙



差不多先还好go 2016-12-19 07:53:07

我完全接受/色



追梦孩卦 2016-12-19 07:32:19

早上能看到老唐的推送文章，挺好！一如既往的支持老唐。



月落琴箫 2016-12-19 07:28:36

老唐真帅/色



大汉一品布衣 2016-12-19 07:21:55

很多人买电力股相当于买养老股，比如买长江电力这种高分红的类债券

股票，但是目前国投更低估，长江电力的今天也就是两投的明天，所以在众人都有所迟疑的

情况下，对国投有足够的了解，坚定的持有，会有更高的收益回报，感谢老唐！



虎牙大神招募 2016-12-19 07:19:16

早上看完神清气爽，虽然帝都红警限单双号



搏舞飞扬 2016-12-19 07:06:48

看完就上班去喽。



贝蛋贝蛋丫妄 2016-12-19 07:02:07

最大的风险还是瞎投资

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

货基捡钱大法速成版

原创 唐朝 唐书房 2016-12-21

收录于话题
#财务及套利专辑
15个

如果说分级套利是通过微弱优势，累积概率获取大概率盈利，那么货币基金套利就是真正的无风险白捡钱。昨天早上自己做了后，顺手推给唐书房读者（老唐不荐股，但这种白捡的确定性钞票，有时也乐意吼一嗓子。也是狗屎运吧！99.928基本是全天最低价），结果海量信息扑来，直接把老唐给淹没了——除了感谢之外，还有各种各样的稀奇古怪的问题。

这种白捡钱的机会，自上周四开始，已经持续四个交易日了，而且很可能本月内还有几次。想起那句老话：机会只会光顾有准备的心灵。本以为这件简单的事情，经 @饕餮海和老唐在雪球上啰嗦过那么多次了，结果哈哈，看来还是需要老唐临时加推一篇简单粗暴版的货基捡钱大法才行。下面分条说：

1）货币基金套利，一般以银华日利（511880）或华宝添益（511990）为操作对象。虽然同类产品不少（20多家），但基本同质化，且这两家是规模最大，成交最活跃，最有代表性的品种。规模小的，容易出现赎回障碍。后面就以华宝和银华为例子谈了；

2）银华日利每天的利息加在净值上，净值每天都在增长。与银华日利不同，华宝添益利息是单算的，卖出或赎回时付息。如果一直持有的话，每垒够100元利息，就多给一份货基。无论银华还是华宝，都是买进那天就有利息——周五买进周一卖出，收五六日三天的利息，国庆春节大假同理；

3）货币基金套利的原理很简单，基金公司拿钱做了通知存款、大额存单、央行票据等资产的投资，目前年化收益约2.2%~2.5%，所以，每100元本钱，每天大约产生0.006元~0.007元利息，这个是确定的；

4）任何一个交易日，持有者都可以按照当日净值向基金公司要求赎回。周二交易时间内提请赎回，基金公司按照包含周二利息在内的净值给你，周四早上资金可用。至于是否可取，取决于你周二资金的本来状态：周二买入前，资金是可取，周四就是可取。否则就是可用不可取；

5）同时，银华日利和华宝添益又在二级市场交易。当某些持有者由于某些原因突然需要钱，又恰逢市场资金紧张，就会出现折价抛售。当市价和净值之间的差异足够吸引我们的时候，我们市价买入，按照净值赎回，差价到手；

6）我个人更喜欢操作华宝添益。因为银华日利的价格，是显示累加利息的，例如当银华日利市价是102.49的时候，我们需要先查它的净值，才知道它是否折价。否则，我们不知道这个102.49是否有便宜占。

但华宝添益就直观多了，因为它的净值就是本金+当天的利息，本金100，当天利息不是0.007就是0.006（因为理财收益的不同），所以，当我看见99.928的时候，我立刻就能知道相比今天净值100.006元或100.007元，每份至少有0.078元可赚。要么今天会上涨我能赚到差价，要么我直接申请赎回，后天就能拿到100.006或100.007元。

每100元捡0.078元，代表每10万元2天捡78元，折合1天捡39元。就算口算能力不好，只要知道一年有365天，就能模糊地晓得，年化收益率肯定超过12%了。这时候，那些闲在银行或理财产品上挣3%、5%的钱，必须马上杀出来，捡钱啊！

7）操作门槛很低，1万元就可以参与了。操作费用为0，没有印花税，没有佣金，没有交易所费用，没有赎回费用。但是，请注意，只有部分券商是酱紫的。以下是华宝官方公布的69家零费用券商名单

序号	证券公司名称	序号	证券公司名称	序号	证券公司名称
1	安信证券股份有限公司	24	国盛证券有限责任公司	47	申万宏源西部证券有限公司
2	渤海证券股份有限公司	25	国信证券股份有限公司	48	天风证券股份有限公司
3	财达证券有限责任公司	26	海通证券股份有限公司	49	太平洋证券股份有限公司
4	财富证券有限责任公司	27	恒泰证券股份有限公司	50	万联证券有限责任公司
5	财通证券有限责任公司	28	红塔证券股份有限公司	51	湘财证券股份有限公司
6	长城证券有限责任公司	29	华安证券有限责任公司	52	厦门证券有限公司
7	长江证券股份有限公司	30	华宝证券有限责任公司	53	西南证券有限责任公司
8	德邦证券有限责任公司	31	华创证券有限责任公司	54	新时代证券有限责任公司
9	大同证券经纪有限责任公司	32	华福证券有限责任公司	55	兴业证券股份有限公司
10	大通证券股份有限公司	33	华林证券有限责任公司	56	众成证券经纪有限公司
11	东北证券股份有限公司	34	华龙证券有限责任公司	57	中国国际金融股份有限公司
12	东方证券股份有限公司	35	华融证券股份有限公司	58	中国民族证券有限责任公司
13	东莞证券有限责任公司	36	华泰证券股份有限公司	59	中国银河证券股份有限公司

14	东吴证券股份有限公司	37	江海证券有限公司	60	中国中投证券有限责任公司
15	东兴证券股份有限公司	38	开源证券有限责任公司	61	中航证券有限公司
16	第一创业证券股份有限公司	39	联讯证券股份有限公司	62	浙商证券股份有限公司
17	东海证券有限责任公司	40	平安证券有限责任公司	63	中泰证券股份有限公司
18	方正证券有限责任公司	41	日信证券有限责任公司	64	中天证券有限责任公司
19	广州证券有限责任公司	42	瑞银证券有限责任公司	65	中信建投证券股份有限公司
20	国都证券有限责任公司	43	山西证券股份有限公司	66	中信证券（山东）有限责任公司
21	国海证券股份有限公司	44	上海证券有限责任公司	67	中信证券股份有限公司
22	国金证券股份有限公司	45	世纪证券有限责任公司	68	中原证券股份有限公司
23	国联证券股份有限公司	46	申万宏源证券有限公司	69	中邮证券有限责任公司

如果你的券商不在名单里，你需要致电券商，咨询是否零费用——否则你忙活半天还不够黑心券商的费用，那就比较郁闷了；

8）不是所有券商都开通了赎回功能，如果你的券商不支持赎回，就没法玩。以下是华宝添益官方提供的截至2016年4月12日具备赎回功能的45家券商名单：

安信证券、渤海证券、财达证券、财通证券、长城证券、长江证券、第一创业证券、东北证券、东方证券、东海证券、东吴证券、东兴证券、光大证券、广发证券、广州证券、国都证券、国海证券、国金证券、国泰君安证券、国信证券、国元证券、海通证券、恒泰证券、华安证券、华宝证券、华福证券、华泰证券、平安证券、山西证券、上海证券、申万宏源证券、万联证券、西南证券、湘财证券、信达证券、兴业证券、银河证券、浙商证券、中金公司、中泰证券、中投证券、中信建投证券、中信证券（山东）、中信证券、中银国际证券。

如果你的券商不在这份名单里，你需要换个券商，或者致电你的券商，咨询是否最近开通了赎回功能。

9）当前短期理财收益大多在3%上下，如果这个套利有5%以上收益，且收益高于204001价格时（例如204001成交价为7.04，代表年化收益为7.04%），我觉着都可以顺手搞一搞。当然，如果和204001收益率差不多，还是直接卖出204001（或204003，204007，204014等）更简单快捷；

10）不想口算收益的，可以到www.jisilu.cn 集思录网站看"实时数据--现金管理"菜单下的"交易所T+0交易货基"板块，里面有计算好的年化回报，例如周二中午1点左右的截图如下：

交易所T+0交易货基(刷新)　货币ETF FAQ

代码	名称	净值	价格	溢价	买入赎回年化	到帐日	七日年化	规模(亿元)
511990	华宝添益	100.006	99.933	-0.073%	13.355%	12-22(周四)	2.206%	717.00
511880	银华日利	102.571	102.490	-0.079%	14.347%	12-22(周四)	2.155%	362.00
511810	理财金H	100.007	99.934	-0.073%	13.316%	12-22(周四)	2.728%	212.00
511900	富国货币	100.006	99.928	-0.078%	14.169%	12-22(周四)	1.588%	153.00
511980	现金添富	100.007	99.928	-0.079%	14.394%	12-22(周四)	2.506%	119.00
511860	博时货币	100.006	99.926	-0.080%	14.635%	12-22(周四)	2.103%	60.00

雪书房

看"买入赎回年化"一列，它代表若以99.933买进，然后提交赎回，折合年化收益率13.355%。银华日利102.49买进赎回，年化收益率为14.347%。其他同理（除了银华之外的其他货基，利息支付方式和华宝一样。截图只截取了规模较大的几家）；

11）交易时间内都可以赎回。如果怕忘了，可以买入后马上提交赎回。老唐之所以提醒收盘前，是因为也许收盘前，价格直接涨起来了，比如到了99.9甚至100，那就没必要去赎回，直接卖掉即可。是的，它们是T+0交易，每天随时可买，随时可卖，不限次数。究竟是直接卖掉还是提申赎回，就看最新的市价和确定的净值之间还剩下的差价，值不值耽误一天资金使用而决定了；

12）买进卖出，大家都会，跟股票一样操作。但赎回，各家券商操作菜单不一样，需要自己找找。汇总饕餮海和老唐的实操经历，华泰在货币基金菜单、长江在T+0货基菜单、银河在跨境ETF菜单、中信和国金在ETF业务菜单、海通在其它基金菜单……不同的券商，自己摸索一下。实在找不到的，打电话问你的券商。别问老唐，老唐没玩过那么多券商；

13）赎回代码，是把货币基金代码尾号改成1，如华宝添益就是511991，银华日利就是511881。至于券商软件里显示的可用数量0，赎回上限为0什么的，别管它，按照你拥有的数量提交就行。提交过后，如果没有显示失败或拒绝，那就说明你的姿势正确；

14）货币基金可以作为信用账户的融资担保品，折算率最高90%。但是信用账户里不能赎回，只能买卖。所以，用年化8%的券商融资玩年化14%货基赎回套利的梦，你就趁早别做了。另外，信用账户里的华宝添益，利息凑够100元，不会折成份额给你，而是你卖出后直接拿现金利息；

15）如果股市上成交的价格远高于净值，也可以按照净值从基金公司申购，然后来市场卖掉，操作路径是一样的。申购100元起，没费用。但这种机会很少遇到，我没怎么关注过。虽然货基申购有场外场内之分，但不用担心不小心申购成场外基金还要另外转一次了。原因嘛，因为场外申购是1亿元起，我打赌你申购错误还成功了的概率近于零；

16）风险提示：货币基金持有的东东，理论上是无风险的，截止目前也确实没有发生过无法兑付本息的事儿，但不代表未来永远不会有任何风险。银行也可能破产，货币可能作废，国家可能换人，地球可能被彗星撞……请正确理解老唐本文的前提条件。

附：货币基金持有资产类别，以华宝添益为例：

①现金;

②通知存款;

③短期融资券;

④剩余期限在397天以内(含397天)的债券;

⑤1年以内(含1年)的银行定期存款、大额存单;

⑥期限在1年以内(含1年)的债券回购;

⑦剩余期限在397天以内(含397天)的资产支持证券;

⑧期限在1年以内(含1年)的中央银行票据(以下简称“央行票据”);

⑨剩余期限在397天以内(含397天)中期票据;

⑩中国证监会、中国人民银行认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。



闲谈两三句涨 2016-12-21 07:08:39

每次看到老唐的简单易操作的大法，就把昨天自己虽做了有些还没彻底搞明白的问题给解答了，同时还有了实在的收益，赞一个！ 赞 19



小三你不配申 2016-12-21 08:13:38

老唐好！我在证券公司工作近20年，也算老证券了。但看了你的这篇货基操作指南，只有惭愧的份。不是说我们不知道这种方法，而是说我们所谓的“专业”从业人员很少给投资者提供这样清晰、全面、有益的咨询服务。你的专业、钻研精神真是值得我

们学习!向你致敬！顺便说一声，业余我也喜欢跑步，已连续跑了7年。也许有一天会在赛道上遇见。祝好！

赞 15

作者

客气??

赞 3



为彼此难过归 2016-12-21 08:16:51

还有，关于逆回购，天天看人唠叨，求文章讲解。 文体文风同本文，同本文！/抱拳/抱拳/抱拳

赞 11



让语词超载e 2016-12-21 13:09:03

搞基金都这么多姿势，老唐还有什么不知道的事，越来越觉得我与乞丐之间只差一个钵子。优秀的人比我学习猛十几倍，我想提问都不知道从何提起，想想太可怕了，加快学习！

赞 9



向右宅 2016-12-21 08:14:39

写的非常详尽实用！很接地气儿！赞一个/强 昨天我买了却不知道如何卖，通过问好几个人才在下午勉强卖掉。 不过，不明就里糊里糊涂的钱赚了也不踏实。今天看了老唐的文章，终于明白啦！非常感谢答疑解惑！/玫瑰/玫瑰/玫瑰

赞 8



无关痛痒治 2016-12-22 13:53:36

如果周四或者周五买入，当日赎回，资金要周一或者周二才能到账，这样资金占用是4天。

赞 2

作者

是的，论赎回行为的话，周四周五确实如此/握手

赞 5



漠爱墓头 2016-12-21 19:59:06

老唐请教你一个问题，货基当日买入赎回，资金T+2才能用，集录显示的年化收益率，是算一天还是算两天的？

赞 3

作者

文中已经详细解释了啊！

赞 4



晗气惜人i 2016-12-21 06:44:43

昨天赚的都打赏老唐/呲牙乐于输出的人是好人

赞 4



薇薇宝贝耶传奇 2016-12-21 08:48:27

谢谢老唐的无私分享，这个貨基捡钱大法应该风险不大，倒是上回那个

分级基金溢价套利大法，12月13日看到165515合并溢价有2.8%，赶紧买入母基金后，第二天却无法分拆，再仔细一查，发现刚好遇到折算日，暂停两天，可就这两天，净值跌了不少，肉没吃着，挨打了，求安慰我。/流泪

赞 2

作者

不哭不哭，下次加倍回来/握手/握手/玫瑰/玫瑰

赞 3



静醉红颜吖 2016-12-21 06:53:27

我就没有搞懂，如果年化利率7%的一日期逆回购，换和你文中的货基对比，哪个更划算一点

赞 3

作者

当然是文中货基了，文中说的年化，就是指的一天。这么理解吧：文中年化14%的货基，等于连续两天在14卖出204001。

赞 3



乃叔锋 2016-12-25 22:51:13

看到老唐的提示尝试了下，稀里糊涂赚了几块，再加上这篇文章，货基套利算是入门了，小小心意表示感谢。

赞 2



梦魇布 2016-12-21 08:04:32

昨天早盘低点买入华宝添益，发现不能赎回，涨了点卖出，然后又在7的时候卖出204001。算一鱼两吃吗/偷笑

作者

虽然没有赎回赚的多，但在券商不支持赎回的条件下，也算是非常机智了????

赞 2



我有俩朵花冉 2017-02-18 12:48:35

请教老唐一个问题，长假前几天一般货币基金的净值会上涨许多，如何买在了净值偏高的价位，是不是利息就相对的被稀释了，造成实际无利益收益

赞 1

作者

是

黯然沉默冲 2016-12-29 20:04:45

我是想请问下老唐用来套利货基的钱原本如何进行现金管理？逆回购吗？

作者

有分级套利或货基套利的时候就套利，没有机会的时候就是货基或逆回购。

赞 1



惩治独财者电 2016-12-23 18:00:13

明白了/微笑 赞 1



爱别问我是谁3Q 2016-12-23 09:18:27

关注老唐有肉吃有汤喝，实在不行面里还能加个蛋！小白在这里谢谢老唐！ 赞 1



大大我的大学 2016-12-23 07:47:08

老唐出品 必然金品 赞 1



芹姑娘安生浴 2016-12-22 12:59:36

有个问题，货基好像是周四买入才有3倍利息吧，也就是加上周末两天。好像不是周五？再一个问题，如果周三或者周四买，算收益的时候就不能直接按占用2天计算了，因为周末也被占用了

作者

你的两个理解都是错的，正确理解请参照本文表述。 赞 1



不闻不问幻 2016-12-22 08:56:04

谢谢解惑，知识就是财富，坚持学习！！ 赞 1



十八串章鱼线 2016-12-21 15:16:57

感谢详尽的指导，以前操作不成功，终于知道问题出在哪了 赞 1



TING尕 2016-12-21 09:10:16

必须感谢一下 赞 1



逆情悖理精 2016-12-21 08:37:28

谢谢老唐的教程！另外能否请教一个问题，我第一次中签新股，听说是开板就卖吗？谢谢

作者

恭喜中签。我个人一直是开板就卖。 赞 1



夜闯美男村入 2016-12-21 08:32:22

一言难尽的感激 赞 1



白墨汐鹅 2016-12-21 07:43:11

绝对干货，简单粗暴/呲牙，真心点赞！老唐什么时候能普及下债券

啊？ 赞 1



姐我不需要休 2016-12-21 07:26:57

得换个券商了/流汗 赞 1



闲谈两三句涨 2016-12-21 07:01:12

老唐，顺便讲下逆回购速成大法吧□ 赞 1



撕扯临 2016-12-21 06:21:32

老唐请问国债逆回购七天的是按工作日算还是按日历日算？谢谢！ 赞 1

作者

日历日。 赞 1



害纯夫舒 2017-04-21 16:26:12

老唐真是有颗宏济天下的心。好人呀。



网名控世家卦 2017-04-12 11:20:25

三个月房租收好了，过来重温一下货基大法/呲牙



自我怪物统 2017-02-18 11:39:17

请教老唐100元产生0.006-0.007利息，周五买入，周二赎回算入周二利息，是否可以看作实际为五六日一二，五天利息？

作者

是。但一般周五很难买到100元的价格。



钢住红福 2017-02-17 22:20:55

谢谢老唐，今天终于学会了/爱心



细菌打嗝脱 2016-12-23 19:46:41

多谢老唐分享！



谁让咱心动重 2016-12-22 19:59:54

谢谢老唐，刚迷惑着，您就给解惑了，好人一生平安/拥抱



呐爱已过期谜 2016-12-21 19:02:26

之前不知道货币基金能赎回，前几天看到逆回购利率高，直接把货基卖了。。。



微眸 2016-12-21 10:18:37

谢谢老唐分享捡钱大法。 还有不懂继续请教。 周一的宝宝更便宜，为什么不周一捡钱呢。 周一我低价卖出宝宝做了204004的逆回购，当时利率9.3，最终合算吗？ 我的流动资金一直全部买成宝宝吃利息，碰上昨天这样只能赎回买不了，老唐的备用金平常就是现金猫着等机会来了就出击吗？

> 作者

周一也有捡，只是周一推过《国投的风险因素》文，没资格再发帖通知了。一般习惯把闲钱分成两到三部分，滚动做分级套利或者其他机会。没机会的时候，收盘后会变成券商理财，收益和宝宝差不多。



无奈00037bs4H7 2016-12-21 08:32:58

谢谢老唐！



黎妍莫仗 2016-12-21 08:27:23

求推荐股票资金管理方面的书...

> 作者

我的弱项，好像没有这类好书的印象??



安然失夏挡 2016-12-21 08:08:57

终于知道怎么操作了~争取今天就试试/鼓掌



黑白灰过 2016-12-21 07:28:34

学习了，老唐真棒/强/强/强每次都讲的这么浅显易懂



只为你疯过哎 2016-12-21 06:39:39

实用易懂！

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

股市获利的路径和逻辑（上）

原创 唐朝 唐书房 2016-12-23

收录于话题
#投资理念核心专辑
58个

一个人，带着自己积累的财富进入股市，本着对自己负责的态度，首先应该思考：我是来寻开心的还是来赚钱的？如果是寻开心，当然怎么高兴怎么玩，玩了之后居然有赚，开心。玩了之后为开心付费，天经地义。但若目的是为了赚钱，那么可能需要继续思考：我的利润从哪里来？我凭什么认为自己可以赚？

10月11日，老唐在书房发表了《你靠什么在股市生存》一文，谈到了ABCD四类不同类型的投资者，各自依据什么去获取股价变化带来的利润。今天，接着上回的话题聊"引发股价变化的基础是什么"。

大量前辈们的研究表明，股价变动的基础有三种来源：①企业经营增值；②公司高价增发新股或分拆下属子公司ipo融资；③投资者情绪的变化，引发股价的无序波动。前两项是市场参与者购买的目标资产发生了变动；第三项则是市场参与者之间以企业股权为筹码的博弈，与企业没有关系。下面分类聊。

企业经营增值

一个国家的经济运行结果一般以GDP衡量。GDP是"国内生产总值"的缩写，它指一个国家一年内新增加的产品和服务的价值总和。正是这些新增加的产品和服务，提供了人们吃穿用住行以及社会扩大再生产所需。人类的生存和发展及其需求的不断增长，推动着GDP的持续发展。纵观人类发展史，特别是近现代史，可以清楚地做出判断，人类社会所创造的产品和服务总量是持续增长的。

国民经济是人的生产劳动成果，也由人及其组织分享。如果按照参与创造和分享GDP的主体区分，它由四个部分组成：一是中央政府和地方政府拿走的税费；二是参与GDP创造的个人的收入；三是非营利部门获得的捐赠和服务部门提供的中介服务费用；四是企业的盈利。除非某一特定时期的极端情况导致人类文明和经济倒退，否则，人类将长期维持GDP的持续增长（背后的原因，是人口增长、土地等资产的产出、交换和分工的深化及其带来的知识积累。这部分与投资关系不大，不扯远了）。

显然，一国所有企业作为一个总体，不仅能够分享利润，而且所分享的利润是持续增长的。在现代经济中，一国GDP的70%左右是由企业创造的，且由于企业的盈利能力高于个人和中间组织。所以，企业的生产经营成果不仅左右着一国GDP的结果，而且优于以GDP所反映的社会整体新创造的产品和服务价值（四个部分的加权平均值），投资于全部企业回报会高于GDP平均增长。

企业是追求收益的经济主体，没有收益，就没有企业长期存在的理由。另一方面，企业能够创造较高的收益，是因为企业这种经济组织比个人、家庭或政府有更低的交易费用支出——通过深化分工、专业化协作，以及对利润的激励和对损失的惩罚机制等原因（若有对这部分内容感兴趣的朋友，可以阅读诺奖得主、新制度经济学鼻祖罗纳德.科斯的《企业的性质》——这是他1991年被授予诺贝尔经济学奖的主要贡献）。

虽然上市公司不见得各个都是优秀企业，但由于有利润、盈利能力、后续融资可能、上市费用支出等多种条件的筛选，总体来说，上市公司收益水平高于全社会所有企业平均水平。无论是中国证券市场２０多年的运行情况，还是发达国家更长时间的实践，都证明了这一点。有研究表明，1995 - 2014年的20年跨度里，天朝全部企业的净资产收益率（ROE）保持着年均近10%的水平，而同期上市公司的净资产收益率则实现了年均大于12%的水平（别小看2%的收益率差距，20年时间里，12%收益率资产赚到的利润是10%资产所获利润的150%+）。这意味着，如果买下全部上市公司，将能够获得超越

全社会企业平均收益水平的经营收益。

接下来的推理更简单了，所有上市公司中净资产收益率高于12%的企业，其盈利能力会高于上市公司平均。哈哈，这其实是一句废话，但往往被人忽略。这句废话意味着，如果通通都按照净资产买下所有ROE > 12%的企业，长期来看，这些企业将赚到高于上市公司整体，更高于全社会整体的利润——这其实就是巴菲特投资框架的全部奥秘。老唐以前曾随手在雪球发过一个这样的帖，说的就是这个原理：

> 老唐书念得少，喜欢简单粗暴。简单粗暴的说：巴菲特思想被太多人弄玄乎了。他只不过认为：
> 1）一个优秀的企业，能跑赢社会财富平均增长速度。就好比班上的前三名成绩会高过全班平均成绩一样明显；
> 2）如果能够能以合理乃至偏低的价格参股这些优秀企业，长期看，财富增长速度也会同样超过社会平均增长速度。古今中外有不计其数的成功商人，都这么干的，毫不神秘、也不难懂；
> 3）他找到市场先生这个经常提供更好交易价格的蠢对手；
> 4）他很早就发现并利用了保险公司这个资金杠杆。于是，股神练成了。
> 对我们而言，第4条可能机会很少，但懂了前三条，专心寻找优秀企业，等待合理或偏低的价格，也许你永远成不了巴菲特，但你也成不了穷鬼。完毕。

——未完待续——



米饭炒鸡蛋吮 2016-12-23 08:09:42

懂得了所有道理也不能过好这一生的原因，就像老唐这样把自己的多年来的炒股心得浓缩成寥寥数语，看看字字珠玑实则等于没说，因为大家看起来激动抄作起来不知所措。所以老唐你能尽量详细写就详细些，能把你投资票一个一个拿出来写本书，才是真正做到教育我/太阳 赞 26

作者

激将法挖坑，老唐不上当??，教育不到你，我就放弃?? 赞 80



世事变迁嘛 2016-12-23 06:23:45

坐马桶上看完了，好文/强 赞 22



豆小姬查 2016-12-23 14:03:36

这个道理很多人都懂。包括我。但是实践的人极少。如果仅凭这一项就可以练就股神，那么世界上股神就老多了。巴菲特能成为股神，还有一层就是生活哲学。比如查理芒格。查理芒格的智慧之广，让人感觉投资成功只是他的一个侧面成就。 赞 4

作者

真懂并能坚持这个道理，股神不见得能做，但穷人是大概率不会做的/调皮 赞 20



半度冷暖变 2016-12-23 16:00:34

老唐，如何提高阅读速度？教教我！ 赞 2

作者

找本你最喜欢的小说，轻松一些的，例如鹿鼎记什么的，练习以段落为单位阅读，也就是说，把一个自然段，或者至少几行字当做一副“扑进”你眼里的图画对待，坚决克服一字一句的阅读习惯，练习几本速度就起来的。 赞 19



梁查器 2016-12-23 08:08:32

在地铁上看完了这两篇，道理很多人都懂，但股市终究是少数人赚钱的游戏，想起水晶苍蝇拍的话，投资的两个核心因子是价值和人性。 赞 14



爱是胡美英的家 2016-12-23 08:05:45

唐兄，我的理解:我们就是应该研究发现好的企业，等因为投资者的情绪失控而造成市场先生的暂时无效时，大胆进场。□ 赞 13



痴痴狂狂量 2016-12-23 07:59:12

企业盈利的增长超过社会的增长，粗看简单，实际不简单，自己为什么没有意识到呢？谢谢老唐，致敬老唐！ 赞 9



搏舞飞扬 2017-01-02 10:48:19

其实道理原本就是这么简单，只是很多人要不根本不明白，要不即使明白也打心眼里不相信，总把简单的事情想复杂了，所以坚持简单是有多么难呀！ 赞 5



漠爱墓头 2016-12-26 13:33:25

老唐用简单的经济学知识解释了巴菲特的投资逻辑，醍醐灌顶，让我茅塞顿开。我一直认同长期持股的盈利方式，并有一些实践，但之前做的都不是价值投资。这两年有幸接触到老唐的思想，对我帮助很大。 赞 5



花泽熙简单恋 2016-12-23 09:20:18

这两天曹德旺说美国电价是中国的一半，看来国内电价不降就不错了，对国投不利啊，公共事业价格管制是硬伤，如果通胀来了，会不会更惨？老唐这卦有解吗？ 赞 2

作者

中美电价问题，昨天山行和宁静的冬日分别发过长帖谈过，可以看看?? 赞 5



小倩绸 2016-12-23 07:25:39

老唐总是如此简单粗暴/呲牙谢谢老唐又学好多。 赞 5



天蝎素娟 2017-08-02 17:58:58

我曾经不理解老巴的一句话：股票指数10年的收益率要高于所有基金经理的组合收益。我不明白他也没有买指数，他是怎样超越平均收益的？今天都了老唐这篇文章，一下明白了。

赞 4



我有俩朵花冉 2016-12-24 12:06:25

上市公司平均ROE应该没有12%吧？沪深300估计才有 赞 2

作者

中国人民大学齐东平教授的数据。 赞 4



到了heaven 2016-12-23 08:11:28

谢谢老唐！ 赞 4



小栎暮徘 2016-12-23 08:00:53

认为值60美元的就是我/流泪 赞 4



情调呐兰 2017-03-29 17:05:38

有研究表明，1995 - 2014年的20年跨度里，天朝全部企业的净资产收益率（ROE）保持着年均近10%的水平，而同期上市公司的净资产收益率则实现了年均大于12%的水平（别小看2%的收益率差距，20年时间里，12%收益率资产赚到的利润是10%资产所获利润的150%+）。这意味着，如果买下全部上市公司，将能够获得超越全社会企业平均收益水平的经营收益。 原来是这样/发呆 赞 3



呐爱已过期谜 2016-12-24 10:44:14

好文章/强/强 赞 3



你好瞎伦 2016-12-24 08:06:00

老唐，好文章！优中选优，利用市场先生的口袋，在股市血流成河时杀入，当能取得好收益。 赞 3



夜郎志大19791 2016-12-24 05:49:17

重要的是买入的价格要够便宜，否则再好的企业买入股价太高也是赚不到钱的。这就牵涉到价格与价值关系——安全边际问题了。 赞 3



曼陀罗绫又 2016-12-23 07:47:46

能用简洁的语言表达出来/强 赞 3



言西叔琳 2016-12-23 13:00:47

老唐最大的特点就是简单粗暴/呲牙 赞 2



单飞琉璃钥泰 2016-12-23 11:29:02

优质的企业，光是区别谁优秀就不简单，高roe要看上了多大杠杆，有没有毛腻。优质企业市场估值也不低，会否估值杀，漂亮50当年都是市场热捧的公司哦。所以别人说投资容易但不简单哦 赞 2



全歼月光共 2016-12-23 10:00:05

置顶老唐的文章，每天首先阅读/可爱/玫瑰 赞 2



爽朗的林林麟丿 2016-12-23 07:59:24

你是如何快速获取文中的重要信息的/微笑 赞 2

作者

目录，前言，序等都会大致介绍，值得或者喜欢的题材就开始阅读。其它好像我也说不出来啥?? 赞 2



叫硪兆琪君n 2016-12-23 07:50:44

请教唐大哥：书都有哪些结构。如何快速找出一本书或者文章的结构，以便快速阅读 赞 1

作者

这个好像很难一下子总结出来?? 赞 2



心月两相依刮 2016-12-23 07:40:49

对投资理念的最终解释，都会回到哲学层面。也就是说，是对人类社会运行模式的推理。而社会科学的特性，是无法证实也无法证伪。世界观价值观同路的，自然相信，甚至成为信仰。道不同的，擦肩而过。世界正因如此不同，方才精彩！ 赞 2



go独为伊人醉厚 2017-09-05 10:39:20

唐大哥你好，你能不能把学投资的武功心法，投资之路写成文章分享出来。手1手2买了，准备精读三遍！在此发自肺腑对你表达我对你文采，人格的敬佩之情[抱拳]

作者

见坑我绕[偷笑]谢谢了[握手] 赞 1



老妞的肥猫会 2016-12-24 07:32:18

好文！ 赞 1



go浅唱ai半夏 2016-12-23 12:23:38

经营公司的方式投资股票。 赞 1



蛮牛味 2016-12-23 09:47:44

所以巴菲特推荐购买指数基金就能解决问题咯！/偷笑 赞 1



袜子424 2016-12-23 07:39:41

老唐，俺弱弱的问一下，净资产收益率是不是ROA啊，不对的话慢慢拍/玫瑰/玫瑰/玫瑰 赞 1

作者

不是，roa是总资产收益率，净资产收益率是roe



男人拥 2016-12-23 07:09:31

起床看的第一个文章 赞 1



茹致虚伪锐 2016-12-23 06:55:51

视野宽广，逻辑清晰。值得每个有志于在股市获取财富增值的人阅读和思考。 赞 1



失心男M天蝎 2016-12-23 06:54:47

简明，坚定了我的信心。 赞 1



惠小傻银 2016-12-23 06:37:59

躺在床上看完了，好文/微笑 赞 1



阳光的Ua35fv0 2018-12-11 16:26:30

妙。没事常挖，一读就懂。 书中自有黄金屋。老祖宗不骗人。 老唐这片段式的书，通俗易懂。



纯粹纯粹等 2017-12-09 10:57:43

如果买了平安保险股票是否就相当于变相的参与了投资多个优质上市企业 当然前提是平安的管理者是优秀的投资人。



糖抢环动 2017-07-02 00:07:22

复习老唐投资理念



无标题锁 2017-01-09 10:39:13

谢谢唐老师，我仔细想了想，一年内的产品和服务确实都是新增加的，这个增量并不是指今年的总值数字减去去年的总值数字，而是指今年的整个产品和服务都是新增的。再次感谢

我是冥王你信吗 2016-12-23 17:15:31

老唐，好人哪！



萝莉身萝莉心66 2016-12-23 17:07:06

佩服老唐



陌小冉莉 2016-12-23 11:17:35

预测一下，本篇是从源头上说明自下而上选投资目标公司的理论基础。

/偷笑纯正的夹头是立足企业分析而买股票的，不是分析宏观经济后圈行业的。



个羽涉 2016-12-23 10:38:23

人们喜欢神秘感，不过如果都不喜欢了，那我们这种质朴之人哪找市场

先生去哪



那段抹不去坡 2016-12-23 10:11:41

很少看到老唐提宏观的东西，其实我觉得老唐很擅长，希望以后有空多

写写。（我指的是类似于《一课经济学》，《经济学思维》之类的经济学通识，解释，原理）/色

作者

这方面我觉着薛兆丰，李子旸等人都干的足够好了，相比他们我没啥优势。再说了，时间和精力也不允许啊/呲牙



我系神经病偿 2016-12-23 09:17:32

道与术，孰重孰轻，一目了然。唐老师走的是一条康庄大道。



苏小颜葛 2016-12-23 08:28:49

大道至简【赞】



苒暖馨摇 2016-12-23 07:39:47

挤在地铁上看完了，好文/玫瑰/玫瑰/玫瑰



好女寻真爱朴6 2016-12-23 07:34:10

老唐一如既往的简单粗暴/强/憨笑



梅各尼 2016-12-23 07:17:06

坐厂车上看完了



李小呆眩 2016-12-23 07:14:54

吃着自制的面包，喝着牛奶+酸奶，一口气读完，好文/鼓掌。简单粗暴明白，符合老唐兄的一贯风格/强



她叫苏诺汐挤 2016-12-23 07:03:30

喜欢老唐的简单粗暴，寻本追元，大道至简



中点很远殇 2016-12-23 07:03:27

醒来就能看到唐兄的好文，实在是太好了！



myhome久久房产 2016-12-23 06:51:35

唐哥好早呀！敬礼！



忘了次伤卜 2016-12-23 06:36:09

唐兄一直这么勤勉，我等小散何等惭愧。

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

股市获利的路径和逻辑（下）

原创 唐朝 唐书房 2016-12-23

收录于话题
#投资理念核心专辑
58个

——接上篇——

融资增值

持有上市公司股票，还有一项额外的利润来源，那就是上市公司的融资权利。当上市公司以高于净资产的价格向其他股东增发新股，或者按照高于净资产的价格拆分某部分资产独立上市融资，这些通常被称为圈钱的行为，如果我们是股东，就是我们圈别人的钱来增加自己拥有的企业净资产。

但必须要补充一点，上面说高于净资产值融资会增加企业净资产，但并非意味着高于净资产融资，新股东就是划算的。比如老唐就曾经呼吁反对过国投电力7.95元向大股东增发（当时股价约7元）。国投每股净资产4元出头，7.95元增发的确增加了企业净资产，但却并非增加其他股东的利益。因为这个4元，其盈利能力对应的价值高于7.95元，如果大股东想7.95元要，完全可以到市场去买其他对国投估值低于7.95元者手里的股票，这样就不需要强迫其他股东跟着出让股权。

也许国投这个案例还不够明显，另外假设一个对比悬殊的例子来说明。茅台2013年市价100元的时候，每股净资产约40元，总股本10.38亿。假如当时茅台意图向某新股东增发3亿股，每股120元（新股东投入360亿，总股本变成13.38亿股），不仅是净资产的3倍，也高于市价20%。如果孤立的以增加净资产就占便宜的角度看，似乎120元定向增发挺划算，应该投赞成票。

然而，从公司所有权角度看，老股东让渡了约22.5%的公司所有权给新股东；从净利润角度看，2013至2016年，茅台净利润总和近630亿，新股东拥有了其中的约142亿；从分红角度看，4年里新股东合计收到现金分红约58亿（假设2016年分红85亿，4年累计现金分红近260亿）；从市值角度看，今天4000多亿市值，新股东占有其中的900多亿……不管从哪个角度看，新股东回报都高的惊人。这些本该属于老股东所拥有的收益，就通过"高"价增发的把戏被新股东拿走了。

以上题外话，想说明一个道理，高于净资产的融资会增加企业净资产，但不一定对老股东有利。只有明显高于企业内在价值的融资，才会增加老股东利益。

在A股市场，高价发新股或者增发新股比较常见，极端形式就是IPO上市，给原老股东带来巨大的财富。拆分旗下资产或子公司独立上市，虽然国内还比较少见，但道理上就是将一块资产拨出来高价卖掉部分股权。这些很容易理解，老唐就不啰嗦了。

短期内股价的无序波动

股市最诱惑人的，恰恰是这个短期内的无序波动。之所以说它是"无序"，因为自股市诞生几百年来，无数顶级聪明人都在花费心血，力图找到股价波动的规律。只要找到一种把握股价波动的方法，哪怕每个月有一次高抛低吸获利10%的能力，就能靠10万本金，在10年变成约百亿净资产富豪，登上中国福布斯排行榜前100名。然而，无数理论和实践，都证明人类没有能力掌握股价的短期波动——至少截止目前没有这个能力。

以上三个利润来源中，前两个因素整体是获利的，而且因为第二个因素的原因，获利率会高于上市公司平均净资产收益率，这个是确定的。第三项追逐短期波动的人，因为印花税和佣金的存在，整体是亏损的，这也是确定的：按照2015年254万亿交易量，0.1%印花税和万2.5佣金计算，净亏损3175亿。以中登公司披露的2015年底共计5077万位持仓者计算

（一个身份证无论几个账户，在中登都算一个），人均亏损超过6000元。当然，其中必然有少部分人因为好运气、内幕消息或者其他某些因素，收益率高于平均值，表现为获利甚至是暴利。

因此，目标获取前两项利润来源，你位于水面不断上升的池塘里。如果智商和知识是平均水平，你就能确定性获取略高于GDP增长的收益率；如果你还能略高于平均水平，那就能获取超额回报；即便是略差于平均水平（只是不是差太狠）你依然能够保持正回报；只有在你的智商和知识水平大大落后于平均水平状态下，才可能导致亏损。

而意图获取第三种利润来源，至少要求你在所有参与博弈的人群里，无论能力、知识和运气都需要高于平均水平才能力保不亏。反之，无论你是等于平均或者落后于平均，都是额头一个大写的草书——死！不知道你是否有把握确定自己的能力知识和运气都高于平均水平，反正老唐没有——也不能说没有，20年前曾经有过。后来发现无论怎么熬更守夜、发粪涂墙，都只是随着运气和大势波动，无法获取确定性收益，时间稍微拉长，结局总是躲不开亏损和破产，然后就没这种自信了。

另外，博弈中的情绪变化，带来的股价无序波动，常常给意图获取前两种利润来源的人，带来额外惊喜——情绪性的股价大跌，常常给意图赚取企业经营增值者以远低于企业内在价值入股的机会，这又会是另一块搂草打兔子的捎带回报。

这个市场里，追逐短期波动的人，估摸着占9成以上，无论他/她是否自知，这种行动体现了自信是高于平均水平的，可以获取短期波动收益的，来市场是准备从对手（说不定就是你的亲朋、老师、前辈、同行、上司、邻居）那里抢钱的。这样的打算下，每天的波动，都代表着打劫成功或者成功被人打劫。一两天的波动，一两个涨跌停，代表着一次打劫与被劫的胜利或失败，自然就会随着股价波动而亢奋、得意、意气风发或苦恼、焦躁、不知所措。

如果是冲着企业经营增值和占新股东便宜来的，必然会以长期心态持有，以划算价格买入。因为企业的经营增值，要靠生产销售人员一天一天、一单一单去积累，不可能一锄头挖个金元宝，等待是天然本份。同样，高价增发或分拆上市这样钓凯子的好事儿，不可能俩礼拜来一次，它常常以年甚至以数年为单位的。

有了这样的心理准备，无序波动的随机价值（远低于内在价值的买入和远高于内在价值的卖出），自然就可以当作锦上添花、薅羊毛。有了就薅一把，没有那是本份。有了这样的认识，当你7折买入后，市价变成5折，你也不会惊慌失措，不会手忙脚乱。那只不过是更多便宜，更多羊毛，有能力就继续笑纳，没能力就放手让跟你持同样投资体系的同好去吃——虽然你并不知道他/她究竟是谁。

这样，屏幕上那些每天跳来跳去的波动，就成了你眼中的白骨精画皮，是无法掌控的幻象，是诱惑人走向迷蒙的法术。穿过这些表象，盯住股票背后的企业经营及融资特权，你终于可以放心地长吟一句：一切短期波动，如梦幻泡影，如露亦如电，应作如是观。然后，安安静静、舒舒服服地享受学习，享受研究，享受阅读，享受思考，享受金钱自己滚进来的乐趣了——所谓的"好心态"，就这样练成了。阿弥陀佛，善哉善哉！

附件1

文章写完的时候，正好有位读者在唐书房里问"国投那么好，为什么不涨"。老唐回答如下：



企业好，股价就是不涨怎么办？推荐阅读9月6日的文章《聊聊估值（续）》。当然，9月份发的估值系列7篇文章都看，更好。

附件2

附上一篇老唐于2014年8月22日发在雪球上的、《价值：公司金融的四大基石》一书作者写的股票市场价格波动模型，供大家思考股价波动的本质。

股票市场价格波动模型

假设市场上有两类投资者A和B，交易一家企业的股票。A类投资者研究企业情况，推导出股票的内在价值，并依此决定买卖。一部分A类投资者认为股票的价值是40美元，一部分认为是50美元，还有一部分认为是60美元。

B类投资者则不对公司做研究，而是依据价格走势趋势决定买卖。当股票价格上升时，他们买入，认为股价将继续上升；当股价下跌时，他们卖出，认为股价将继续下跌。他们通过跟随趋势，意图通过较小的损失博取较大的收益。

假设交易开始的时候，股价为30美元。A类投资者开始买入，因为他们相信股票的价值为高于当前股价。他们的购买推高了股价。B类投资者发现股价上涨趋势，也开始买入股票，进一步推动股票价格的上涨。

越来越多的B类投资者加入购买行列，进一步带动上升势头。随着股价上升到40美元时，一部分A类投资者停止购买，但B类投资者及另一部分A类投资者继续购买。一旦股价上升到接近60美元，一些A类投资者可能认为股价已经被高估了（认为值40的那些），开始卖出。一旦股价超越60美元，所有的A类投资者都停止购买，其中许多开始抛售。这就减缓了上涨的势头，部分敏锐的B类投资者发现了这一点，他们也开始抛售。

最终卖盘力量超过了买盘，股价开始下滑。随着更多的B类投资者发现下跌势头，并参与到卖出行列，股价下滑越来越快。价格一直下降到接近A类投资者在此开始购买的那一点为止，下跌趋势止住并开始出现逆转。

这种模式持续进行，没有新的消息刺激，股价就在A类投资者设定的范围震荡。

现在我们假设公司宣布一个没有任何投资者预期到的新产品。A类投资者修正了对公司价值的估计，范围变为60~80美元，他们开始买进，从而使股价开始一个新的震荡周期，但是震荡范围更高了。

这个模型展示了股市的两个重要方面：
第一，即使没有关于公司的任何新信息，股价也会波动；
第二，A类投资者是决定股票价格水平的最终力量。

文章完了，请向自己提问并尝试回答：
我想赚什么钱？
我在股市的利润将从哪里来？
为此我需要付出什么，我将不得不承受什么？



节约自己念 2016-12-23 11:26:17

我老婆问过我一个问题：既然你认为6块多的国投是宝，为啥这么多基金公司不买？当时我郑重的回答：一个国投摆在这里有人觉得7，8块值 有人要到4、5块才可以出手 现在6块多 买的已经买了 不买的在等更好的价格 除非有重大消息促使人重新评估。问题的本质是难以对企业准确估值导致的。在看我老婆/困/困/困 赞 11

作者

下次告诉老婆：基金公司有业绩排名竞争，排名靠前名利双收，中不溜啥也木有。所以他们需要买入据说马上就涨的热点股票，哪怕承担亏损的风险在所不惜，反正也是别人的钱。你

老公不需要排名，要的是确定赚钱，老公和基金经理比，时间是优势/呲牙 赞 97



漫长的等待佑 2016-12-23 12:38:55

关于王云飞的问题我可以说两句，我有个同学是做基金的我问过他基金的选股流程，大概就是他们先选一些财务面良好的股票做成股票池，然后找消息，这些消息有真的跟公司高层谈出来的，也有券商合作商推荐的，然后他们会看一下市场是不是已经price in了，也就是是不是已经消化这些消息或者预期了，如果没消化，他们还会看一下多长时间这些消息能产生效果，如果比较快，他们就会买入。我也问过他类似国投这样的企业他们为什么不买，他说主要是因为所谓的价值股需要太长的时间才能价值回归，而等待太长的时间对他们来说本身就是一个风险，这也体现了基金很投资者本身的冲突，投资者追求的是长远的利益，而基金追求的是近期排名要靠前，因为长期排名靠后会导致资金流失，很可能就会被清算或者合并，这对他们来说也是一个很大的风险。 赞 52

作者

/鼓掌/强 赞 21



鱼蛋晚 2016-12-23 09:31:21

我想赚企业的钱， 我在股市的利润将从企业中来， 为此我需要付出足够的耐（时）心（间），我将不得不承受股价的无序波动。 赞 36



谁爱我痒 2016-12-23 08:53:09

老唐的文章就一个字:直接到位直捣黄龙不故弄玄虚不绕弯用人话把道理讲得清清楚楚明明白白真是我等小白的福音！ 赞 23

作者

一个字??????? 赞 9



温情与兽员 2016-12-24 07:55:16

唐老师，我虽然明白很多道理，心态也不错，基本操作是跌的多了补仓低估，高了就观望。我的最大问题是喜欢看盘，一天要看很多次，甚至影响了正常工作，该如何戒掉这个毛病呢？我老是担心，如果不看盘就错过了下跌的机会。。。 赞 2

作者

如果某股票跌不到10%就值得买了，说明它进入你的射程了，看盘就看呗！那种情况我也看的。如果跌停板也不足以吸引你买，你自然就不担心错过下跌机会了?? 赞 22



筱漁份 2016-12-23 09:28:51

GDP是指一个国家或地区所有常住单位在一定时期内生产的所有最终

商品和服务的市场价值的总和。不是新增加的。 赞 1

作者

你仔细读一下你自己写的定义，看是不是表达的就是“新增加的”？?? 赞 13



水瓶亥卓然ok 2016-12-23 07:50:32

老唐认为低于合理估值的融资不划算，简单说是不是这个理？请老唐点

评/呲牙 赞 8

作者

正确?? 赞 3



夜闯美男村入 2016-12-23 08:22:59

看到好文章，实在快慰！还看到了很多..... 赞 7



刺眼的情侶弒 2016-12-29 11:49:03

以茅台那個例子為例，4年的淨利潤為630億，本來應該全歸老股東

的，但後來卻被新股東拿走了22%。這樣看似老股東損失了。但換一個角度看，要不是當初得到了新股東投入的360億元的資金進一步投入生產發長，未來四年的淨利潤就沒有630億。假如當初的360億資金投入正正為公司額外產生了138.6億淨利潤。那麼新股東就只是拿回屬於自己的東西，而老股東也沒有損失吧？請問老唐我這個想法可以嗎？ 赞 1

作者

道理是对的，假设是错的。没有360亿资金可以4年赚138.6亿 的事儿，如果有，一定有其他生产要素参与了。 赞 6



莫小若戒 2016-12-24 08:30:24

我觉得唐哥早晚要出第三本投资理念类的书，逻辑支撑和投资理论体系

能够普及更多中翻不了中的国人，外国的一些好书没法结合具体中国的公司和时效性，期待这种复杂背后的简单投资理论，另外您刚写《手银》前传的时候我就知道您的书肯定会出版，您像风清扬，博大精深才能化繁为简！ 赞 6



温存疯丫头败 2016-12-23 08:48:16

多谢老唐！读您的文章受益匪浅。 有个问题请教，不久前格力电器的

增发，价格低于当时股价很多，但也是净资产的两倍，所以会对老股东不利，结果遭反对没有通过。是否如此，望解答。 赞 4

作者

类似，低于股东认可的内在价值。 赞 6



忘了次伤卜 2016-12-23 07:36:18

老唐您好，有个问题想请教一下，净资产每年在增加，是每股收益分红

之后加上去的么还是其他，能不能解开心中的遗惑或者举个例子更好，谢谢。 赞 6

作者

除了经营所得，还有其它，可以看手财资本公积和投资资产两部分。 赞 3



嗨你累不累 2016-12-26 08:57:43

“但必须要补充一点，上面说高于净资产值融资会增加企业净资产，但

并非意味着高于净资产融资，新股东就是划算的。”，“新股东”应为“老股东”吧。/微笑 赞 5

作者

对的，笔误，谢谢 赞 2



我的太阳nice 2016-12-25 16:08:47

其实，价值投资本身就是安全边际，市场波动完全是夹头粉丝的福利。

福利么，有就拿着，没有也没关系。 赞 5



小温柔叠 2016-12-23 07:55:03

现在有的证券公司，有大数据统计，不知道准确不准确。我的平安证券

的账户，在2016.6.21左右，6.7左右买入国投。就一只股票。当时上证2830点。中间无任何操作。半年了，上证指数上涨10%，我的盈利5%。但数据显示跑赢90%的账户。我就在想，股市里那么多大神，收益很高，是不是幸存偏差。对于小白，不懂波段，不懂k线，还是老实的赚企业发展的利润吧。 赞 5



不温柔小姐贫 2017-01-02 11:08:44

没有老唐看透企业内在价值的能力，但相信老唐的价值判断，并完全认

同老唐的做股方法，所以看到老唐自选股里唯一没能浮赢的国投，立即分仓杀入，哈哈，老唐买5折，我买4折，至于老唐已经大比例浮赢的，就要小心了，因为不知道现价有没有接近老唐的估值上限！ 赞 4



姐我不需要休 2016-12-25 20:23:16

唐老师，不会选标的怎么办？

作者

学。 赞 4



小空白课 2016-12-23 08:59:29

作为一个读遍研究价值投资的金融论文的学者，不得不惊叹老唐阅读量之大，文末的股价波动模型是行为金融里一个非常著名的模型。 赞 4

作者

多交流，多赐教?? 赞 3



go滴血的白菜头 2016-12-23 08:21:23

老唐，你的博文每篇我都要打印下来仔细读好几遍。什么时候能把博文也编一个集子啊？ 赞 4

作者

垒多了也许会的?? 赞 4



赦免犯 2016-12-23 07:43:14

还是正和游戏好，只要达到平均水平就赚钱。零和或负和游戏太难了/流泪，今年还是靠着打新扭亏为盈的/可怜 赞 4



爱不易魁 2016-12-23 06:35:14

超市价增发对于从不分红或亏损的企业是不是对老股东就没有稀释权益 赞 4

作者

不一定。 赞 4



白髮小妖瑶 2016-12-23 08:48:58

文中分析企业主要针对当前价值，低买高卖！其实成长性也是一个方向，即使目前略贵，但预期到未来高成长也可以买 赞 3

作者

成长是价值的组成部分。 赞 3



夜有多寂寞格 2016-12-24 06:17:18

买股票到底买企业or买资产，还是买价格。盈利点是不同的。受教 赞 2



happy龙之旅 2016-12-23 20:55:10

投资就是在人性的火山上滚雪球，滚雪球不难，难的是人性的火山没事老想爆发，按捺不住极不靠谱且没有逻辑。/呲牙/呲牙/呲牙 赞 2



轻谈献 2016-12-23 16:13:00

我看的的文章里边对股市描述的透彻的最简短易懂的文章，感谢老唐的无私分享。 赞 2



布布布布丁亻 2016-12-23 08:54:36

感谢老唐无私分享。读了你的文章，少走了不少弯路。 赞 2



死去的天气抱 2016-12-23 08:07:54

再次感谢老唐，一语惊醒梦中人。 赞 2



7个汉字沙love 2016-12-25 12:06:01

老唐对齐东平的大数投资提到的投资方法怎么看？ 赞 1

> 作者
>
> 认可逻辑，但自己的性格特点接受不了这种做法。



在晚上睡觉休 2016-12-24 00:18:50

先打赏，在细看，谢谢老唐兄的无私分享/强/强 赞 1



张萌萌最爱酥 2016-12-23 18:05:54

老唐总是能把复杂的问题讲的这么通俗易懂。确实，在股市中，很多时候我们都被K线图蒙蔽了双眼，被想挣快钱的想法束缚住了。如果能打心底认识到股价变动的驱动因素，才能长期持续稳定的赚到钱。 赞 1



狮子玉鼠凌峰 2016-12-23 13:43:54

赞！都是干货。乐于分享这一点真的令人非常佩服。 赞 1



四公分憧憬枚 2016-12-23 11:48:16

表达的如同所罗门的《大问题》

> 作者
>
> 没看过，是书、文章还是电影？ 赞 1



成衫辞 2016-12-23 11:00:58

醍醐灌顶呀/强 赞 1



离离离离心道 2016-12-23 08:47:23

按照这个模型，看来老唐和我都是国投的A类投资者，所以国投必涨。 赞 1



慈光判 2016-12-23 08:22:06

昨天我想通了:商业的本质是什么？真的豁然开朗啊 赞 1



谢娜姐姐南 2016-12-23 07:19:52

我这股盲学到了，多谢老唐 赞 1



狗样年华默 2016-12-23 07:12:01

一大早看到文章，简明通透，老唐为啥总是能把道理讲的那么通俗易懂，让人拍案叫绝呢？ 在此谢过，继续修炼心态中。 赞 1



爱laoxiong2222 2016-12-23 07:09:47

我是谁，我从哪里来，/微笑 赞 1



简单愤怒途 2016-12-26 21:30:00

老唐，感谢好文分享



你是死了吗空 2016-12-24 11:58:08

相识恨晚啊。有所学。。/呲牙



范儿萝 2016-12-24 11:00:38

封闭式基金封闭期这么长，应该会买两投吗？/可爱

作者

没操心过，管他们买不买干什么呢？那是他们的事儿????



心随他意支 2016-12-24 07:03:13

一直都在思索这个问题，咱凭什么赚钱，咱的价值在哪？在单位工作，咱是付出时间，体力和脑力，单位给咱个工作的机会为社会做某种服务获得报酬，模式简单直接。投资呢？文中说的三种咱觉得是直接原因，即使知道了仍不够，缺乏认知上的支撑，比如第一项，凭什么认为这是一个好企业？能不断增长？第二项，增发的对手一般是机构，机构为什么会让小股东占便宜？道理支撑在哪？第三项，情绪收益如何标定？这些都是支撑性的问题，那么总结一下，咱的优势到底在哪？凭啥混下去？



烟奴小 2016-12-23 20:20:26

我想赚企业成长盈利的钱，其他的盈利只是市场先生额外的小奖励，时刻告诉自己:当赚到额外的盈利来临时，决不能忘乎所以，因为并这不是自己的能力所致！多花时间跟着老唐学习“排雷”“估值”等知识！剩下的就是“知行合一”了！ 感谢老唐！



九呎狮子 2016-12-23 17:38:23

老唐的文章像陈年的美酒，值得慢慢品读。价值投资，一直有效但不总

是有效；趋势投资，有时有效但长期无效。到目前为止，这是科学的但没有用的结论。还是老唐讲出了所以然，佩服/抱拳



蓝小言系 2016-12-23 15:06:47

关于王云飞的问题我也说两句。如果全世界只有一个基金经理，那么没有人和他比业绩。他不着急，会极大获利。即使他拿着股票100年不动，也会大赚。现在的问题是基金经理多如牛毛。互相比业绩。而且还是按照年度排名。基金经理压力极大。就像马戏团里多个蒙面飞刀演员竞聘一个位置。大家必须比谁的飞刀扎得更多，更快，更准。结果竞争越大，扎死的演员越多/呲牙/呲牙/呲牙



糖抢环动 2016-12-23 13:14:23

是最通俗易懂的哲学导论，很适合投资人阅读。

作者

谢谢推荐，收入购物车/握手



冬虫夏夏草蛇 2016-12-23 13:13:10

鼓掌□



韩汐漓拆 2016-12-23 11:53:35

股市中大多数人都是抱着我赚够了就不来这玩的赌徒心态炒股，以至于追涨杀跌。当你确定了我用一辈子来投资，永不离开这里。你的心态，观点，视角就都变了。投资路漫漫，感谢你为伴～致老唐



囧若闯 2016-12-23 10:12:20

我想赚公司盈利增长的钱。我在股市的利润是公司的红利或者市场高估的价钱。为此我需要付出买入，持有，等待，我将不得不承受中短期股市下跌的风险。



陌芯涵攻 2016-12-23 10:08:02

老唐能否写写公司公告解读的文章，有些公告比较晦涩，新入门的小散常常看不懂

作者

我暂时没这方面的打算。你需要的这类书籍，据我所知市面上有现成的书，比如深交所出的《上市公司公告解读》，袁克成老师写的《看懂股市新闻》等。



和船谢 2016-12-23 09:06:37

股权达到百分之十是不是就能直接分走利润而不是拿分红

作者

不是。



我爱我自己奶 2016-12-23 08:55:41

国投为什么跌不下去？？哪位朋友应该反过来想想。



幾回兜轉钙 2016-12-23 08:15:04

谢谢老唐！



高傲是迩媽怨 2016-12-23 08:14:01

唐老师写的很好，深入浅出，恪守常识。投资人的差别在于每个人的常识不同，所做之事就会不同，结果就会落到那个经历史不断验证的胜负比例中。



白墨汐鹅 2016-12-23 08:12:44

如果增发后增加的净资产保持增发前的净资产收益率，我觉得超过市价但是低于价值增发，不一定摊薄老股东权益。



陌人不故治 2016-12-23 08:10:16

唐朝跑步比我强，我忍； 唐书房写文章比我看文章速度还要快，我认。/憨笑/强



五米踢vke是我 2016-12-23 08:02:25

认为值60美元的就是我/流泪

该文章由微信公众号文章搜索助手导出，点我免费下载

老唐的2016年

原创 唐朝 唐书房 2016-12-31

收录于话题
#2017年书房原创
130个

喜欢回看过去，究竟是渐渐老去的标志，还是我们都有的文化烙印？2016，就这样悄无声息地从我们身边滑过了。回望自己的2016年，可以用5个数字概括：23%，2，81，613，1452。

数字一：23%，是今年不含新股收益在内的股票市值变动。

从今年2月到12月，除了用各家企业的分红买入了国投电力以外，其他调仓不足市值的2%。1月份里动的略多，不仅将当时占比约14%的川投全部换成国投，且曾卖出约4%的招行换入国投。作为一个死多，全年的每一天都是满仓，熔断也好，股灾也罢，笨老唐一次也没躲过，通通满仓陪跌。当前持仓依然是茅台、国投、民生H、招商H、洋河、信立泰、双汇。这几只股票一年来的市价变动如下图



基本上收益就是沾第一重仓股茅台的光，仅此而已。具体比例在雪球组合$老唐实盘$里，因组合不能显示两只H股银行，用A股替代，比例上有些小差异。写总结才发现今年民生H股表现远好于A股，可能是去年落后太多的缘故吧！



因为都是多年老面孔，具体企业分析已经说成祥林嫂了，没啥新意可聊，聊聊我个人眼中的投资体系问题吧！

投资的方法很多，雪球上流派众多。作为我个人，坚信企业作为一个整体，增长速度会超过GDP平均，而优秀企业又会超过企业整体平均。故希望与可预测性较强的优秀企业长久为伴，以赚取企业经营增值为基础，捎带捡一点市场先生馈赠。不知道这个会不会被归入“中巴”、“拜巴菲特教”或是“原教旨主义价值投资”？

除了坚持以买股票就是参股企业为思考角度的同门师兄弟之外，其他我目力范围以内比较认同的投资体系有：以@David 自由之路 @紫葳侍郎 为代表的低风险+套利投资体系；以@ETF拯救世界 @银行螺丝钉 等人为代表的、利用历史估值和无风险收益为参考依据，对大类指数进行低估买进、高估卖出的投资体系；以@微光拂晓 @管我财 等人为代表的更注重资产价值的低估值+大分散投资体系——这些都属于靠知识获利的，方法都有逻辑支撑。但凡乐意学，乐意付出时间的，即便不能达到他们的水平，也会是市场赢家的。

至于其他流派，例如技术趋势、高抛低吸、热点追踪、宏观周期等等，属于我的笨脑筋完全无法理解的东西，视而不见、听而不闻——申明：老唐可没说这些不能挣钱，只是表明我个人理解不了。

2017年，老唐希望能继续拓展自己的能力圈，将目光放在白酒、银行和水电之外的行业，看看有没有自己能够理解的企业，有没有自己能够把握的机会，有没有能够继续深度研究并分享的新对象。我始终相信深度研究创造价值，在深度的前提下寻求力所能及的广度，相信不怕慢只怕站，日拱一卒，就会不期而至。永远只在自己熟悉的圈子里活动，在圈内形成局部的比较优势。不追求收益率领先，不惧怕收益率落后，始终坚持和优秀的企业捆在一起，寻找水平面不断上浮的池塘，然后漂浮在上面晒太阳睡懒觉，轻松投资、快乐生活，这就是我的生存之道。

数字二：2，今年写完了《手把手教你读财报2》。

这是一本关于银行股财报的工具书。去年11月，老唐一嘚瑟，在雪球给自己挖了个新坑，要写一本关于银行股财报阅读的书籍，今年含泪填了坑。2017年说啥也不给自己挖坑了，要陪我家领导出去走走了。自2003年起，自驾游是全家的寒暑假标配，自从2011年儿子升初三后，基本被剥夺了长假，我们夫妻俩也就成了专业居家陪读，没什么机会出远门了。直到去年9月，儿子进了大学，算是我们夫妻俩正式解放。现在这个坑填完了，明年必须要陪我家领导了。

这本书，自己觉得写得还比较满意，是市场上从来没有过的写法，也得到了银行业界专家的认可。本来应该这几天就发售了，但帝都雾霾来袭，环保部门要求纸厂印厂停工。为了帝都人民的呼吸健康，可能要推迟至春节后面世了。

搞定雾霾要靠风，老唐的新书也要乘风。前年的《手把手教你读财报1》以贵州茅台为范例，面世后搭上了贵州茅台股价翻倍有余的大风。希望这次以工商银行为范例，也有搭上银行股顺风车的好运气。

数字三：81，发表原创文章81篇。

自9月1日开设了个人公众号唐书房，至今整整四个月，共计发表原创文章81篇，其中79篇为首发。主要由投资理念、企业分析、读书笔记等内容构成，算是一个保存自己想法的自留地。

从2017年元旦起，准备在唐书房连载新书。按照出版社版权要求，允许免费公布50%内容，所以，全书18课，我打算连载前面9课。顺带收集和回答读者朋友们的一些疑问。

数字四：613，kindle显示的读书时间613小时。

查了2015年的总结，算了下差值，今年电子书阅读时间为613小时，读完28本电子书。至于纸质书，除了唐书房里最近四个月写过读书笔记的约10本之外，其他的忘记了。



数字五：1452，今年跑步1452公里。

长跑三年的跑量分别是1366、1377、1452，合计4195公里。目前体重还在79kg上下浮动，期望早日在不忌嘴的前提下降至70~75kg之间，届时想尝试跑一次全马。三年来，跑步成了一种娱乐，成了一种习惯，已经不需要谈坚持，看着天气好，就心中痒痒想出门跑，我觉着这是最近几年最大的收获。



老唐的2016，大致就是这样了，平平淡淡的一年，平平安安的一年。平平淡淡的生活，记录下来就是未来珍贵的记忆。习惯性做个总结，如同年终必须出一张资产负债表，便于来年回头看自己是从哪里开始的，走了多远，又收获了些什么。强烈建议你也做个坦然面对自己的年终总结，不见得一定要公开，但得有！

祝各位朋友新年快乐、天天开心！

2017新年快乐

HAPPY NEW YEAR



旧城失殇纬 2016-12-31 00:15:39

你家领导真幸福，找了个这么成功的男人。 赞 38

作者

是我的幸运，我们在一起马上25年了，在我最艰难的日子里，领导和我共同度过。遇到她是我一生最幸福和幸运的事情。 赞 219



幽爱井 2016-12-31 00:04:48

双汇的估值也是按自由现金流算吗？ 赞 9

作者

估值只有一条路，其它方法只是它的变形或者快捷应用。 赞 17



我在柒月3 2016-12-31 09:08:55

作为老唐的死粉，一直认为老唐的文字接地气，不浮夸。贵在真实！

2017，与老唐一路前行 赞 13

作者

握手。新年快乐！ 赞 12



小闹心皿 2016-12-31 00:15:00

陪兄走过又一年 赞 12



go俄的黑色天空 2016-12-31 08:50:59

2016年，从老唐那里学到很多，特别是手财，我一个会计专业的，都觉得惊为天书，感谢老唐；2017年，期待老唐的手银/色。 赞 7

作者

感谢你这个评价，瞬间觉得自己的付出都值了????谢谢，新年快乐?? 赞 9



狮子玉鼠凌峰 2016-12-31 00:15:44

感谢老唐这一年分享的投资理念和生活态度，感觉你是一个活得充实，

对自己有要求的人。祝新年快乐！ 赞 8



谁让咱心动重 2016-12-31 12:18:06

对于老唐的投资理念和投资能力，我是独眼龙相亲——一眼看中。博学精思、勤于笔耕、乐于分享，最重要的是能用小白听得懂的语言，深入浅出地传授投资理念和投资知识。老唐俨然已得老巴真传。2017，跟定老唐，17学习，17健康，17快乐。/呲牙 赞 5

作者

哈哈，又学一个歇后语，独眼龙相亲——一眼看中/呲牙新年快乐！后面的朋友，要抱歉了，留言上墙规则限定是100条，后面的上不了，祝大家新年快乐！ 赞 7



纺赴状的 2016-12-31 00:15:13

老唐，怎么有毅力挤出这么多时间的？好羡慕啊！ 赞 3

作者

借你的留言，跟大家说一声晚安！各位早点休息！新年快乐??????? 赞 6



欺陌血亏 2016-12-31 00:10:02

这心态，必须赞/强/强/强 赞 6



只许奶我岁月 2016-12-31 09:19:42

过年之前，最期待的就是老唐的连载了

作者

明天就开始，一月一号连载一??新年快乐?? 赞 5



燃泪取暖源 2016-12-31 00:07:33

厉害！/强我连新股收益在内才11%。 赞 5



还是很罗嗦念 2016-12-31 00:06:58

2016年最后一天，第一个打赏的，一块人民币￥，财报是16年看过最有意思的书之一。 赞 5

作者

谢谢，新年快乐?? 赞 3



棋爷系 2016-12-31 00:03:17

老唐的股票最烂大街，但收益却高的很/呲牙 赞 5



爱爱爱爱痛播 2016-12-31 11:09:24

雪球里，只佩服老唐。投资+看书+跑步，都值得学习。 赞 1

作者

新年快乐！ 赞 4



偷心瑟 2016-12-31 09:47:02

雪球上关注的人里，读老唐的文章受益最多。怪我手懒，平时没怎么回复。年底了，对老唐在2016给我带来的知识、观念、财富还有欢乐一并表示深深的谢意！祝老唐2017保持现在的人生状态，我支持你！ 赞 4



倾覆架 2016-12-31 09:04:41

第一次打赏，只给老唐！ 赞 4

作者

谢谢，新年快乐?? 赞 2



从新习惯彻 2016-12-31 02:30:16

老唐，我看你的书是因为朋友推荐的，后来就真的喜欢上了你的描述，作为一个菜鸟，也很感谢有这样的作品能够供自己阅读。2016年的最后一天，希望你全家幸福！ 赞 4



想知道谱 2016-12-31 00:13:45

祝老唐17年以上都乘2/呲牙

作者

谢谢，新年快乐?? 赞 4



金牧康 2016-12-31 09:16:23

跟上老唐是我的人生目标。今年跑输老唐，明年继续努力。 赞 2

作者

方向对了不怕慢，早晚的事儿??新年快乐 赞 3



小师妹我来了哟 2016-12-31 10:47:50

人与人差距很大，回顾自己2016，也不知道干了什么，投资，跑步，读书，何时能向老唐看齐。祝老唐新年快乐！/呲牙 赞 2

作者

新年快乐，一起前行/握手 赞 1



浪的梦境乖 2016-12-31 10:21:32

银行也用自由现金流估值吗？不合适吧？ 赞 2

作者

其实也是变型，《手银》第18课，不仅讲了银行的估值问题，还具体举了案例和数据演示。等等吧/调皮 赞 1



过度执迷sky 2016-12-31 10:02:42

手财肯定看了哈，不然也不会如此认同。近在眼前的东西竟睁眼瞎，马上去翻，哈哈。 赞 2



裤子么拉链泼 2016-12-31 09:56:39

老唐你kindle阅历那一块是不是刷了多看才有的 赞 1

作者

对的。 赞 2



那么后来呢咪 2016-12-31 09:25:29

不错，令人向往的生活状态，努力中！！ 赞 2



殇灬旧 2016-12-31 09:18:16

一元打赏聊表心意，万物始于一，祝老唐元旦快乐。从老唐这里学到很多，不光是投资方面，更重要的是三观比以前更正了/微笑 赞 2

作者

谢谢，新年快乐?? 赞 1



自己演自己咩 2016-12-31 09:17:14

了不起的老唐，欣赏老唐的处世态度 赞 2

作者

??一起前行，新年快乐?? 赞 1



妮748新WJ 2016-12-31 09:10:23

老唐的一年真是丰富的一年充实的一年，物质与精神财富齐飞，身体与心理共健，祝新年快乐 赞 2

作者

新年快乐??



苏夢僭恰 2016-12-31 08:58:09

我全年就换仓一次，昨天看一下，亏0.33%，失败的很/尴尬/尴尬/尴尬 赞 2

作者

你坐功比我好，收益不过是早来晚来早晚要来的事儿??新年快乐?? 赞 1



泠雨爱迩寒 2016-12-31 08:49:30

老唐，上回你这里的时运变迁的那个帖子找不到了，我下单买了雪球定制版，但是还没有收到，那个链接在哪/呲牙 赞 1

作者

帖子在啊，周三的《开心事儿》下面。 赞 2



堇色安年湾 2016-12-31 07:46:24

蟹蟹老唐分享，这段时间唐书房就像一个和气的邻居大哥，和气温暖的陪伴着我~希望您的2017越来越好 赞 2



褪色的城奴 2016-12-31 06:00:53

祝老唐新年快乐！新书大卖！ 赞 2



第个梦窗 2016-12-31 00:12:45

老唐。我今年赚了33个点，但我高兴不起来，因为我是靠压中三聚环保赚的。这种方法无法持续，现在心慌慌/难过 赞 2

作者

有这思考，就已经在大进步了?? 赞 1



啊啊ABC控制day 2016-12-31 00:11:44

热爱享受生活，老唐最接地气。/强/强/强 赞 2



初夏夜曲西 2016-12-31 00:10:40

2016的老唐生活投资收获满满，祝2017又是幸福的一年。今年开始长时间刷雪球读唐书房偷师学艺乐在其中，感谢老唐的无私分享，同时也报告老唐，承蒙各位大V的智慧栽培今年我的/呲牙/呲牙账户净值变动+39%。 赞 2

作者

恭喜恭喜??



苏小陌很堆 2016-12-31 00:04:39

牛。/强/强/强 赞 2



流血的骷髅材 2016-12-31 12:47:13

入市第一年就遇到了老唐，你的生活状态定义了我对自由的理解。陪伴家人，锻炼身体，读书养性。今年读了纸质书十余本，手财真的是非常好的一本工具书，只是我基础太差，决定专门花个时间以笔记形式再认真读一遍。也是老唐的国投系列，让我慢慢跟着他的思路去了解如何评估一个企业。谢谢老唐，你真的是位负责的老师。哦，想问一下，k牌阅览器方便么？是不是不能划线做笔记？ 赞 1

作者

可以。但不适合读财报，因为屏幕小。 赞 1



泠雨爱恣寒 2016-12-31 12:34:02

老唐成绩真不错，不论是投资收益，还是个人知识，身体的提高都令人佩服！在股票投资上，我也从老唐这里学习不少，最重要是组合投资，不能将赚钱的股票最后都转到一只亏损的股票上补仓，结果还碰到黑天鹅，/流泪/流泪/流泪，一年白干了啊 赞 1



不会敷衍尔琳 2016-12-31 10:28:39

从雪球上发现老唐的发言就一直关注老唐到唐书房，对老唐投资理念非常认同，看了老唐的手财增加了很多知识，感谢老唐。 赞 1



战小熙捧 2016-12-31 09:40:35

你喜欢跑步，有没有兴趣试试划船机，那个对膝盖及各个关节伤害最小，消耗热量更大。最重要可以在室内，不怕有雾霾 赞 1



冷霏羽女 2016-12-31 09:34:37

不知老唐大侠，都在帝都，你是怎么在隔三差五的雾霾缝隙中完成这么长的跑步成果的？请介绍一下经验吧。 赞 1

作者

你记错人了，老唐在成都，不在帝都/呲牙 赞 1



斑驳背 2016-12-31 09:14:51

老唐是雪球为数不多几个心胸开阔的好人，多谢你的书和文字，新年快乐。 赞 1

作者

新年快乐????

赞 1



小柒存 2016-12-31 09:11:03

老唐我喜欢你

赞 1

作者

这是准备害老唐跪键盘的节奏啊????新年快乐



苏苏苏苏乐岸 2016-12-31 09:01:33

11月末全市场收益率还有20%左右，到了12月份末竟然只剩下1%左右，哭死/流泪

赞 1

作者

不哭不哭，来年一路涨停板??????

赞 1



林熙换 2016-12-31 08:36:39

感谢老唐，2016年虽然亏钱了，但离不亏更近了。

赞 1



和蔼的七血七 2016-12-31 01:05:37

提前祝唐哥和家人新的一年平安健康，幸福快乐！您的宝贝大一该放假了，带个女朋友一起跑步吧□

作者

大二啦??

赞 1



月光剑下魂摩羯 2016-12-31 00:17:38

2017寄语: 坚定信心，小步慢走，调味生活！

赞 1



Asuras许小童鞋 2016-12-31 00:11:34

新年快乐，感谢老唐的分享，作为股市新人受益颇多！

赞 1



游戏丶招托 2016-12-31 00:08:47

想说你的封面是360搜的吧，哈哈

赞 1



小小小青年虎 2016-12-31 00:06:57

这个我是用股息率来反推的

赞 1



荪致虚偽锐 2016-12-31 00:03:18

2016感谢老唐的陪伴，新年快乐！

赞 1



大白包子近 2016-12-31 15:08:34

喜欢你的文笔和投资风格，期待新书上市。祝新年好运。



可怜的真爱丁 2016-12-31 14:13:25

老唐新年好，祝唐书房越来越好，希望唐书房开始收费/呲牙



你素小三重 2016-12-31 12:35:33

祝老唐新年快乐，小散一枚，你的理念值得学习，慢即是快，正确的道路和正确的方向，量到质。长征过程很慢，但方向正确，生存下来方为大赢家，谢谢你的无私奉献！



那月仲夏增 2016-12-31 11:45:51

老唐的投资APP，貌似功能很多，是哪一家的东东啊？

> 作者
>
> 万得股票。



ok第七铺R浪爷 2016-12-31 11:25:56

感谢老唐感谢手财手银！祝老唐及家人新的一年笑口常开/微笑

> 作者
>
> 谢谢，新年快乐/抱拳



独为迩存在卷 2016-12-31 10:51:44

感谢唐哥一直以来的分享！/强



go浅唱ai半夏 2016-12-31 10:20:25

老唐新年快乐!全家身体健康!万事如意!

> 作者
>
> 谢谢，新年快乐！/抱拳



神精病涩 2016-12-31 10:07:13

平平淡淡才是真，祝福身体健康，阖家欢乐。

> 作者
>
> 谢谢，新年快乐！/握手



晗气惜人i 2016-12-31 09:50:18

年末岁尾，要对老唐说声谢谢，因为是你榜样的力量让我开始读书，是

你抽丝剥茧的分析让我在投资路上不再迷茫，更是你那简单粗暴的无私分享让我收获很多，虽然还是小白一枚，但是就像老唐说的一样，只要方向对了，收获总会有的。借您的宝地再次向您说声谢谢！/抱拳，新的一年祝您万事如意！



新鬼来地球哀 2016-12-31 09:47:22

老唐新年快乐，用5个字赞一下老唐 娶对了老婆 哈哈哈哈/呲牙

花为伊人笑9 2016-12-31 09:44:24

祝老唐新年更创新高，给大伙更多的干货



张洲琳缩 2016-12-31 09:40:19

投资体系和老唐一样一样的，最大的区别就是研究能力不足，老是抄老唐的作业/呲牙 希望在2017年能不断提高研究分析企业的能力。2016马上就要过去了，再此谢谢老唐。



烟熏妆意 2016-12-31 09:34:38

祝老唐和家人新年快乐！

作者

新年快乐！/玫瑰



菇凉大大好蓝瘦 2016-12-31 09:30:36

老唐的2016，我们的2016！



晏小线吟 2016-12-31 09:30:34

唐师父新年快乐~~



请叫我小耿财 2016-12-31 09:28:09

老唐，新年快乐。祝愿您的2017更加精彩。在过去的一年，从你身上学到很多，非常感谢。老师，谢谢您的无私分享。



嘶幽池 2016-12-31 09:22:49

没想到早期你竟会炒期货，我去雪球翻翻旧贴。今年不算新股收益约18%（没买茅台，追求过分的低价也是贪污/流泪），读了纸质书约30本，更重要的是儿子的降临。祝老唐及公号的其他朋友新年快乐，一切顺利！

作者

哈哈，暴露了你没看过《手把手教你读财报》，封二就有爆仓介绍，1995年的事儿啦！



一点点不该告白 2016-12-31 09:13:51

平平淡淡就是真



谢娜姐姐南 2016-12-31 09:03:19

2017年以老唐为榜样，追求心灵的自由，快乐投资/微笑



爱laoxiong2222 2016-12-31 09:02:21

谢啦老唐，今天派件/呲牙



狐魅魅小姐崩 2016-12-31 09:02:20

老唐，文中你提到你最艰难的日子，估计是指破产吧？一直很好奇你怎么还能破产呢。可否讲讲？如果这次回复有得罪处，还望海涵，抱歉。

作者

以前说过啦啊，常规死路：炒期货??



shine韦洲 2016-12-31 08:54:42

慢才能快，笨也是智，老唐其实是大智若愚，虽然平时老是自损，但是以上本质已被我一眼看穿。16年从老唐这获益匪浅，17年希望老唐再接再厉，多说人话多出精品多赚慢钱！

作者

新年快乐??



陌芯涵攻 2016-12-31 08:45:54

算上新股收益今年勉强持平，来年继续努力，坚信常识，等待花开/太阳



若非死别供 2016-12-31 08:44:10

新年快乐，老唐。新的一年新的收获。这一年很幸运在雪球上认识了你，让我知道了投资方向。也谢谢你的分享。



温柔朝死灵 2016-12-31 08:44:10

2016年是老唐非常充实的一年。赞/玫瑰/强

作者

黄兄新年快乐????



金牛智安宜水瓶 2016-12-31 08:42:16

2016年，谢谢唐书房有营养的文章，也谢谢老唐的分享和陪伴。祝老

唐2017年新年快乐，开开心心地跑个全马，体重保持在75公斤/呲牙



heaventys乌鸦 2016-12-31 08:39:52

其实数字五才是核心。为啥？因为健康长寿才是复利的根基呀！



花为伊人笑9 2016-12-31 08:29:56

老唐杠杠的,元旦快乐,新年更上层楼！/礼物/礼物/礼物



华纳国际909 2016-12-31 08:08:54

十分幸运能够在初入股市的第一年关注了唐书房，并且实现了正收益，

是老唐的文章让我有坚定的信心继续在股市中走下去！感谢老唐！希望接下来有更好的文章

给大家分享！



操尼嗎汇 2016-12-31 08:08:12

健康，资产管理的牛人



enjoy雄鑫 2016-12-31 08:04:04

感谢老唐的无私分享。衷心感谢！



无奈00037bs4H7 2016-12-31 08:03:21

新年快乐，最后的话亮了，以后还是要控制仓位，不然做电梯晕，幸好

中了两新股，要不收益也是负的



灬依风恋雪发 2016-12-31 08:00:20

祝老唐元旦快乐，来年取得更大成绩！今年跟你学了很多东西，收获很

多！谢谢谢谢！



当凹遇上凸而 2016-12-31 08:00:08

有一项比老唐好，跑得比老唐快！/呲牙



婴儿飘落申 2016-12-31 08:00:08

00:00发的，唐兄是完美主义。



我爱你罢了左 2016-12-31 07:43:41

免费汲取了老唐半年多的思想精华，赞赏5元，聊表心意。新年快乐！



萌猴纸汽 2016-12-31 07:18:48

祝老唐新年快乐，万事如意。



home任杏子天枰 2016-12-31 07:17:46

把概述的表象用数字量化出来的肯定在生活过程中都是处理的高手！/

玫瑰（ps:下午3点——5点看书，精力怎样充沛、集中。望指教！）



周芳宇枫 2016-12-31 06:33:49

卖书赚了不少，运气不错，股票也有安全边际，不会亏



go滴血的白菜头 2016-12-31 05:58:37

祝老唐迎来更加幸福快乐的2017年，



染上烟火萝 2016-12-31 05:25:29

谢谢老唐，祝2017投资顺利，身体健康！



张琪张琪琪完 2016-12-31 05:10:23

2016老唐辛苦了。明年继续从老唐这里汲取营养/呲牙



咯经济滩 2016-12-31 04:46:12

感谢老唐，进雪球就看上了老唐，一见钟情，至今不渝/坏笑/坏笑



不合拍德享 2016-12-31 04:13:06

整点0点发送，/强还这么多人看过，/强，



Z148深圳东 2016-12-31 03:14:42

老唐，新年快乐！/抱拳/抱拳/抱拳



新嘎件sky 2016-12-31 01:52:43

感谢唐老师的分享！



眼眶的懵懂噩 2016-12-31 01:48:02

又一年过去了，也来留个言，从雪球追到唐书房，收获颇多，在此说声

感谢



铜表野冒 2016-12-31 00:31:01

感谢老唐一直以来的分享！祝老唐新年快乐！



可爱的爱海0123 2016-12-31 00:27:56

我算上打新收益刚好和你一样，感谢这一年来老唐的无私分享，跟着学

到了很多，祝来年收益更上层楼/强