

【重磅干货】企业的现金流肖像:告诉你什么样的企业值得投资

2015-04-02 中国经济出版社

现金流量表是展示企业经营活动、投资活动和筹资活动现金流变化的。这三种活动能为企业带来现金的流入或流出。若以“+”表示现金的流入，用“-”表示现金的流出，那么企业的现金流状况就有了八种不同组合。老唐就利用这八种现金流组合，给对应的企业画一幅肖像，并从中挖掘企业是否具有投资价值，再继续探讨若要投资这类企业，投资者应该关心的重点是什么。

经营活动现金流净额为正的企业肖像

表 4-2 经营活动现金流净额为正时企业现金流状况组合

类型	经营活动现金流净额	投资活动现金流净额	筹资活动现金流净额
1	+	+	+
2	+	+	-
3	+	-	+
4	+	-	-

类型 1：“+++”型

类型 1 代表的含义是经营活动现金为净流入，投资活动现金流为净流入，筹资活动现金为净流入。企业日进斗金，钞票滚滚而来。你喜欢这样的企业吗？喜欢！喜欢？等等，好像有什么地方不对劲儿，企业经营挣钱，

又不向外投资，你干嘛要筹资？堆积一堆钞票数着玩？

事反必妖，老唐把这一类型的企业归类为妖精型。这一类型要么是即将展开大规模的对内对外投资活动，正筹本钱；要么可能是起了鬼心思，借着上市公司躯壳搞钱，搞来后再将资金转给关联企业或关联人使用。如果是前者，那实际上只是类型 3 的序曲，可参照下述类型 3 的关注要点。如果你遍查资料，也没发现企业即将进行什么大规模的投资，呵呵，还是远离比较稳当。

类型 2：“+ + -”型

类型 2 中，经营活动现金流入，投资活动现金流入，筹资活动现金流出。经营活动现金流入，说明企业经营活动正常、良性，有钱挣。投资活动现金流入，就要分两种情况了，一种是以前投资的股利或利息收入，另一种是变卖家当。通常来说，是前者的可能性大。一家经营良好的企业，通常不会被迫秦琼卖马。筹资活动现金流出，说明企业要么在还债，要么是回报股东（分红或回购股票）。

总体来说，如果投资现金不是变卖家当所得，且经营现金流入和投资现金流入足以覆盖筹资现金流出，投资者可以初步认定这是一家健康发展的企业。企业通过经营以及之前的投资，现在处于收获期，能够有多余的现金来归还借款或回报股东。需要投资者注意的是，投资活动现金净流入，显示企业已经不再继续扩张了，成长已是过去式。企业近似一只

稳定产生现金的债券，如同一只定时定量产蛋的老母鸡。只要售价不高（低市盈率）、产蛋率不错（高股息率），这种老母鸡型企业，你值得拥有。

类型 3：“+ - +”型

类型 3 中，经营活动现金流入，投资活动现金流出，筹资活动现金流入。很明显，这家企业把经营活动挣的钱，加上借债或出让股权筹来的钱，一起投入新项目中去了。企业扩张的急切之心昭然若揭，如同一只勇往直前的蛮牛。所投项目如果创造辉煌，企业可能高速增长。反之，如果投资项目失败或与期望值差距较大，投资者的失望情绪可能会严重打压公司市值。这类蛮牛型企业，投资项目前景究竟如何，是投资者必须首先要考虑的因素。

除了考虑项目前景，避免因蛮牛撞山（项目失败）而受损之外，投资者还有另一件重要的事情需要思考：企业经营现金流入和筹资现金流入，是否能够持续支撑企业扩张至产生现金那天？

对于蛮牛型企业来说，对这一问题的判断，颇考投资人对商业及行业的理解力。如果企业的筹资方式主要是借债，一方面显示了企业对项目的信心，认为项目的回报率将远高于债务利息支出。用债务而不是出让股权筹资，是企业对现有股东负责的行为。另一方面，毕竟债是要还的，还涉及期限问题、新旧续借问题。投资人必须仔细考虑债务的期限和数量是否足以支撑项目？企业会否遇到资金链断裂，致使蛮牛变死牛，功

败垂成？反过来说，如果企业筹资方式主要是出让股权，那么情况可能刚好相反。股权倒是不用考虑归还，但管理层对投资项目的收益率是否真有足够的信心？是否是因为借不到债，才被迫低价出让股权？这些都需要投资者认真思考。

“如果有机会重来的话，两件事不能干：一是别做大，二是别借钱。”2014年9月25日，曾经的中国500强企业、四川最大的民营钢企——川威集团资金链断裂后，其掌门人王劲如此感叹。摊子铺得太大，将希望寄托于借钱之上，一旦遭遇宏观资金面的变动，企业就会遭遇灭顶之灾。

类型4：“+ - -”型

类型4中，经营活动现金流入，投资活动现金流出，筹资活动现金流出。经营现金流入表明企业经营正常；投资现金流出表明企业正在扩张；筹资现金流出表明企业还债或回报股东。也就是说，企业靠着经营现金流入，实施投资并同时清偿债务或回报股东。这种企业怎么样，不错吧？当然不错，如果可以持续的话。

“可以持续”的意思，是说经营现金流入要大于投资现金流出和筹资现金流出的总和。这样的企业，靠着挣来的钱不断扩张，同时还能减债或分红，是典型的奶牛型企业。不但吃下去的是草，挤出来的是奶，而且奶牛还在继续长大，产奶能力有望进一步提升。

与之相对的“不可持续”，是说虽然经营现金是流入，但流入的数量小于

投资和筹资的现金流出量，那就有随时变身“+ - +”蛮牛型的可能。

所以，对于“+ - -”奶牛型企业，关键是看经营活动现金流入量，减去投资活动现金流出，再减去不包括分红在内的筹资活动现金流出，差值是正是负。如果为正，恭喜你，可能发现一头优质成长奶牛。如果为负，企业随时可能变身“+ - +”的蛮牛型企业，投资者可以参照蛮牛型企业关注事项。

当然，无论是奶牛还是蛮牛，投资者都别忘了分析企业所投项目的前景。要是投出去的钱打了水漂，什么牛都会被拖垮。

请各位看看 2013 年贵州茅台财报，判断它 2013 年属于什么类型？“+ - -”型！再看流量表最后一列“上期金额”，判断 2012 年它属于什么类型？还是“+ - -”型！这是绝对的纯种优质成长奶牛！

经营活动现金流净额为负的企业肖像

上面我们分析了经营活动现金流净额为正的四种类型企业，它们分别是妖精型、老母鸡型、蛮牛型、奶牛型。接下来，保持这四种类型的投资和筹资活动现金流状态不变，将经营活动现金流净额修改为负值，就产生以下四种类型的企业。

表 4-3 经营活动现金流净额为负时企业现金流状况组合

类型	经营活动现金流净额	投资活动现金流净额	筹资活动现金流净额
5	-	+	+
6	-	+	-
7	-	-	+
8	-	-	-

经营现金流为负，意味着主业经营不产生现金流入。现实中，这种企业可能是初创企业，也可能是衰退期企业。很不幸，A 股市场目前尚不允许未盈利的初创企业上市。于是，老唐可以万分肯定地说，经营活动现金流为负的企业，都是处于衰退期的主儿（请注意，以下分析不适用于 A 股以外的其他资本市场）。这四种组合，看着都挺吓人的。

类型 8：“- - -”型

类型 8 中，企业的所有活动都造成现金流出，属于**大出血型**企业。老唐立刻想起“七省文状元兼参谋将军，绰号‘对王之王’的对穿肠”，败在华安手中后大喷血的局面。显然，处于这个状态的企业，一定是不久于人世。企业必须迅速堵住出血点，或者寻找外部输血。所以，这种大出血型企业，实际上在市场上很少见。作为一位珍惜资本的投资者，若是看见了大出血型企业，一定要记得亲切地说一声：滚！

类型 7：“- - +”型

类型 7 中，企业经营活动现金流出，投资活动现金流出，筹资活动现金流入。这是一个做生意收不到钱，靠筹资度日，还不忘继续下注，力求

一朝翻本的企业形象。算什么型儿呢？赌徒型吧！投资者若是关注此类企业，恐怕除了看投资项目的 prospect，更多地还要看这个赌徒的个人品性和赌运了。

类型 6：“- + -”型

类型 6 中，企业经营活动现金流出，投资活动现金流入，筹资活动现金流出。通俗讲，这类企业是生意亏钱，债主逼债，好在投资活动还有钱收。这种类型的企业分析起来稍微复杂一点。

首先，要看企业的投资活动靠什么产生现金流入。如果是靠变卖家当，今天卖点可供出售金融资产，明天卖点长期股权投资，后天变卖厂房设备……那就基本是个混吃等死型。如果是因为之前投资的公司经营活动挣钱，有大把分红回来，实际上等于经营现金流为正，算是一只整过容的老母鸡。这种企业，最要紧的是把手头经营资产处理了。堵住失血通道后，对投资者来说，也不失为一种可以考虑的选择。

其次，即便是整容老母鸡型企业，也要看投资现金流是否足以支撑两个出血点的现金流失，要看现金流量表末的“现金及现金等价物净增加额”，它必须得是正数。如果是负数，虽不至于算混吃等死型，但评价为“坐吃山空型”，应该也不为过。

类型 5：“-++”型

类型 5 中，企业经营活动现金流出，投资活动和筹资活动现金流入。这

种情况比类型 6 略好，企业起码还能从市场里筹到钱。其中关于投资现金流入的问题，和类型 6 一模一样，要看投资活动是依赖什么创造现金流入。如果是靠变卖家当，却又比那混吃等死的多了条借钱的路，算是骗吃骗喝型吧；如果是因为之前投资的公司经营活动挣钱，有大把分红回来，那实际上还是相当于经营现金流为正，结果就凑成了 3 个“+”，变妖精型企业了，注意要点参看类型 1。

这就是现金流量表展示给你的企业肖像。看一眼现金流量表三种活动的净额，你大体能够知道企业属于哪种类型，关注要点是什么，有没有投资价值。但是，老唐必须提醒投资者注意的是：认真的投资者不相信一见钟情，请勿仅看一份财报就下结论。上面说的各种类型，起码是要数年数据皆是如此，方可看出并认定企业秉性。一两年的偶然数据不具有代表性。

本节要点

	经现金流净额	投现金流净额	筹现金流净额	企业类型	关注要点
1	+	+	+	妖精型	计划投资项目情况
2	+	+	-	老母鸡型	低 <u>pe</u> 高股息率
3	+	-	+	蛮牛型	项目前景、资金支持
4	+	-	-	奶牛型	可持续性
5	-	+	+	骗吃骗喝型	不建议投资
6	-	+	-	混吃等死型	不建议投资
7	-	-	+	赌徒型	项目前景与管理层品性
8	-	-	-	大出血型	拒绝参与

【干货】手把手教你看透现金流量表

2015-01-26 中国经济出版社

(版权归出版社，出版社发微信，老唐就可以转一下了😁)

相比资产负债表，现金流量表科目少且简单；相比利润表，现金流量表被现金期初余额和期末余额所限制，造假成本比较高，因而造假情况较少。

较少不意味着没有。现金流量表里的造假主要有三种情况。一是控股股东或管理层期间挪用上市公司现金，报表节点归还；二是借用一次性行为美化当期现金流；三是抓住投资者更关注经营活动现金流量净额的特性，将投资活动和筹资活动产生的现金流入化妆成经营活动现金流入，或者将经营活动现金流出化妆成投资和筹资活动现金流出。至于作假的具体手法和财报上的痕迹，我们留在第八章谈。

现在，假如我们打开一张现金流量表，需要看些什么呢？

首先，我们应该主要关注合并现金流量表。母公司现金流量表仅仅代表了公司内部的资金调动，对投资者而言观察价值不大。

其次，需要关注现金流量表传达的异常信息。

经营现金活动现金流量中的异常现象主要有：

（1）持续的经营活动现金流净额为负。

（2）虽然经营活动现金流量表净额为正，但主要是因为应付账款和应付票据的增加。应付账款和应付票据的大量增加，可能意味着企业拖欠供应商货款，是企业资金链断裂前的一种异常征兆。

（3）经营活动现金流净额远低于净利润，这一迹象在提示投资者需要注意企业利润造假的可能。

投资现金活动现金流量中的异常现象

（1）购买固定资产、无形资产等的支出，持续高于经营活动现金流量净额，说明企业持续借钱维持投资行为。出现这种情况，要么是某项目给了管理层无敌的信心，要么就是某种特殊原因造成企业必须流出现金。若投资者找不到无敌信心的来源，可能就要选择后者的假设，这通常是营业收入造假和利润造假的资金源头。

（2）投资活动现金流入里面，有大量现金是因出售固定资产或其他长期资产而获得的。这可能是企业经营能力衰败的标志，是企业经营业绩

进入下滑跑道的信号灯。

筹资现金活动现金流量中的异常现象

(1) 企业取得借款收到的现金，远小于归还借款支付的现金。这可能透露银行降低了对该企业的贷款意愿，使用了“骗”回贷款的手段（银行常用手法：“唐老板，请你先找笔钱还了到期贷款，我们要应付上面的检查，上面没意见，我才好安排新贷款给你呀。放心啦，你我好兄弟讲义气，所有的关系和手续都已经搞定了，一周时间给你批下来。”唐老板借了一笔高利贷还了银行贷款，然后银行就遇到一堆“意外情况”，之后就没有下文了）。春江水暖鸭先知，这种“骗贷”行为可能意味着企业出现某种圈内人士才知道的危机。

(2) 企业为筹资支付了显然高于正常水平的利息或中间费用——体现在“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”和“支付其他与筹资活动有关的现金”两个科目的明细里。当然，这也可能意味着企业遇到必须江湖救急的生存危机。

投资者在任何一个科目里发现异常现象，都需要动用老唐的搜索大法，在报表附注里寻找明细解释，甚至进一步致电公司证代或董秘寻求答案。

如何通过现金流量表寻找优质企业

搞定异常情况，接着就可以对照上一节的八张肖像图，看企业属于什么类型的企业，并对应关注该类型企业的要点即可。

你如果是想寻找优质企业，老唐个人认为，关注以下 5 组数据足矣，原因均已经在前面谈过了，这里只列出基本条件：

(1) 经营活动产生的现金流量净额 $>$ 净利润 > 0 ；

(2) 销售商品、提供劳务收到的现金 $\geq$ 营业收入；

(3) 投资活动产生的现金流量净额 < 0 ，且主要是投入新项目，而非用于维持原有生产能力；

(4) 现金及现金等价物净增加额 > 0 ，可放宽为排除分红因素，该科目 > 0 ；

(5) 期末现金及现金等价物余额 $\geq$ 有息负债，可放宽为期末现金及现金等价物 + 应收票据中的银行承兑汇票 $>$ 有息负债。

最后老唐要再次强调，以上因素不可以只看某一年的财报，衡量标准是

数年持续如此。所以，需要投资者阅读并统计该公司历年财报，越多越好。

生物资产

（刚刚在獐子岛公告下面，发了老唐的《手把手教你读财报》资产负债表--经营资产--生物资产部分文字，不知道怎么回事，分段无法体现，文字乱成一饼。朋友们喜欢看，干脆单独发出来）

存货里面，还有一种很好玩，也很容易造假的东西，顺带介绍一下：生物资产。茅台 2013 年财报 42 页，有这么一栏。

生产性生物资产			

科目数字空白，证明公司没有这个东西。这东西一般出现在农林渔牧行业，包括动物植物。例如猪牛羊、鲤鱼王八、鲍鱼海参、蔬菜树木等。

如果这些东西是用于生产的，需要在资产负债表的“非流动资产”里单列“生产性生物资产”汇报；如果是用于消耗的，就算进存货，同样要计提折旧。简单说，一头猪，如果是母猪或种猪，算生产性生物资产；如

果是准备出售的肉猪，就算消耗性生物资产，是存货。

由于生物资产的价值判断，存在很大的难度。猪牛羊兔也许还可以大致清点一下，水里的鲤鱼王八鲍鱼海参，不但难以盘点数量，没办法测量大小，甚至连是否存在也不好确定，只能根据相关票据及经验判断，因而成为造假的高发地带。当年的轰动股市的蓝田造假案，就是指着一片20万亩湖水告诉会计师：这下面有N万吨王八鱼虾，且根据本公司高科技养殖技术，王八鱼虾的繁殖率和生长速度，比同处于湖北的同行业上市公司武昌鱼高很多。所以，我们的每亩产值是他们的10~30倍。你做帐吧！

加句笑话：生物资产做了假账，填坑也容易。需要的时候，直接告诉会计师，王八发瘟病，死光了，连王八蛋也没留下。死了，尸体呢？——尸体烂在湖底了。

同时，消耗性生物资产的减值准备，也可能成为农林渔牧公司调节利润的手段。公司会告诉股东，最近口蹄疫横行，因而公司库存猪牛羊需要计提减值准备，使当期利润减少。下期报表告诉你，没事儿，没影响到咱家的猪牛羊，将计提的减值准备转回，利润又魔术般的增加了。

所以，老唐提醒各位朋友，农林渔牧行业是造假高危区域。经验说，除了农林渔牧，软件、集成电路、生物科技，也是造假高危区域。

为什么这些行业是造假高发地呢？大致有这么几个共性：税收优惠多；产品不易核查；产品差异大，不易找到价格参照物；产品有没有移交、或交货量的大小不易监控。

都容易理解：吹牛不上税，但造假收入税务局要抽税，这就有了造假成本之说。因而税收政策有减免的领域，容易产生造假。例如农林渔牧行业大部分是免征所得税，小部分减征所得税；软件集成电路生物科技等行业，一般会享受高科技行业的 15%所得税率。高科技企业容易产生技术转让收入，可以享受免征或减半税率。软件企业的销售还可以享受增值税超过 3%部分即征即退的优惠等。

还有，这些行业的产品都比较个性化，价差也大。同样一张光盘，一套软件，从数元到数亿元都正常；同样是鲍鱼，几元到几千元一只都不离奇；集成电路，垃圾和宝贝，长一个模样；至于生物科技嘛，可能审计师也只能看看外包装，至于里面究竟是咖啡可乐还是疫苗配方高分子，只能听公司专家说.....

总之，对这类公司有兴趣的投资者，必须格外警惕

陪读 01：入门部分 p1~p30

请将《手把手教你读财报》1~30 页的疑问，发在此贴的评论区；
发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；
也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

入门部分，比较简单，重点是第二节 财报大框架。

全书基本按照第二节的框架阐述的。

本节只需理解大概即可，所有的详细阐述在后面章节都有。

建议最好是粗略的读完全书后，再回头来看本章是否有需要提问的地方。

问题 1)P24 ,茅台 2013 年拟定的分红方案那里 ,每 10 股送红股 1 股 ,后面说在税务局眼里 ,那就是 10 股分 1 块 ,难道这里每股才 1 块钱 ,不是实际的股价 ?

@阿葱 回复 :送股是按照面值来计算的 ,每股面值 1 元 ,所以相当于每 10 股送 1 元。如果是紫金矿业的话 10 送 1 就是每 10 股送 0.1 元了。所送红股能交易 ,会增加总股本 ,稀释股价。(谢谢阿葱)

老唐补充 :目前我国上市公司 ,除了紫金矿业股票面值 0.1 元 ,洛阳钼业股票面值 0.2 元之外 ,其他股票的面值都是一元。(参加本书 106

页)。

假如你持有 1 万股茅台，那么 10 送 1 股的过程，是企业从盈余公积或者未分配利润里，拿出 1000 元钱给你，然后在按照 1 元 1 股发行 1000 股股票给你，收回你的 1000 元，同时增加公司注册资本 1000 元，增加公司总股本 1000 股。其他环节税务局不关心，税务局只关心“从盈余公积或未分配利润里拿出 1000 元给你”这一过程，并对这个 1000 元利润分配行为，按照法定税率征税。

问题 2) 请教老唐和各位童鞋，P28 页说的把各期报告期末股东人数和报表披露前 5 日股东人数和对应日期的股价连线会得到很有趣的曲线。

是不是这样的：

2013 年 12 月 30 日 股东人数 73,255 对应股价 124 元

2014 年 3 月 25 日 股东人数 56,431 对应股价 166 元

结论就是 股东越少 筹码越集中 股价越牛啊？

老唐答：这些数据要想观察出来有价值的结果，需要积累长期数据，最好将上市以来所有的年报、中报、季报里的披露，都统计出来，然后画出两条曲线，看是否有明显关系。是否有有价值的关系，老唐不回答，自己观察。

问题 3) P21，立信会计师事务所（特殊普通合伙），这里的特殊普通合伙是什么意思？特殊和普通不是矛盾的嘛。

老唐答：普通合伙企业，所有合伙人承担无限连带担保责任，所有合伙人对企业形成的债务均有偿付义务，企业资产不够可以追合伙人身家。多“特殊”二字的合伙企业，一般是以专业技能提供服务的（例如会计师、律师、设计师等）他们的对外服务，取决于个人能力，与企业财产关系不大。申请成为特殊普通合伙企业后，某合伙人对外造成的债务，该合伙人本人承担无限连带担保责任，其他合伙人仅以对企业的出资为上限承担责任，也叫做“有限责任合伙”。

问题 4)第 3 页，依照妙计三步走的处理方式，上市公司确实得到了 1.6 个亿的实体资金来做账，但是哪个银行呢？他得到了什么？实际上不是在原来 1.6 亿债务的基础上又扔出去 1.6 个亿么？他图什么？难道我们的银行资金都是这样来放贷的？

老唐答：银行没有增加新债，依然是对这家企业的 1.6 亿债权。至于图什么？如果你是债主，你希望借你钱的人有持续搞钱的能力，还是希望把他搞死？

问题 5) 老唐，第 3 页第一个故事麻烦解答。

1、公司欠银行 1.6 亿，经过磋商，公司用 3000 万的楼房作价 1.6 亿归还欠款。明明只值 3000 万，却作价 1.6 亿。这样的话，可以理解为银行配合上市公司造假吗？

2、公司又花 1.6 亿把这栋楼买回来，钱先欠着，的确和之前欠贷款一样，还差银行 1.6 亿。但公司营业外收入 1.3 亿，这个怎么解释？能说明白点吗？

太愚钝，求老唐别笑话

老唐答：第一，市场定价自由，双方自愿的交易不算作假；第二，公司拿账面资产价值 0.3 亿的资产，卖了 1.6 亿，赚了 1.3 亿。由于这不是公司主营业务，所以归为营业外收入。

问题 6) 刚收到，请教下，p11，经营活动现金流入流出不是通过完整记录公司现金流水做出的，而是以利润表为基础，参考资产负债表应收应付科目，调整后得出的。这句能否具体解释下，谢谢。

老唐答：参见本书 165 页。

问题 7) 老唐能私信透露一下这是哪三家公司吗？

老唐答：无需私信。书里不方便写的，陪读帖里咱都给它抖出来，后面还有不少公司。本章的三家是世纪星源、东方电子、新中基。

问题 8) 唐老，你的书怎么老是缺货吖？

老唐答：抱歉。对本书销售情况估计不足，造成目前的大面积缺货情况。预计从 14 号开始，加印的部分投入市场后，缺货情况能得到一定程度

的缓解。见谅。

问题 9)轻资产和重资产的区分标准是什么？比如 50%算轻算重？谢谢

老唐答：参看本书 117 页~119 页的讲解。

问题 10) 卖书卖成陪读的，能做到这样太不易了，老唐是我见到的第一人。老唐，爱死你了！

老唐答：第一，将老唐的陪读看成是为了卖书，算是亲自鄙视了老唐的情怀；第二，不接受男性示爱。谢谢。

问题 11) 第 12 页提到筹资活动，公司回购股票，请问这对公司有什么好处，为何要回购股票。是为了减少股东权益吗？

@youmingiyoulan 答复：当企业内在价值高于股价的时候回购股票是有好处的，企业回购的股票得以注销，剩下的股票数量减少，每股净资产增加。好比以前 10 个人分的帐现在 5 个人分了。（谢谢

@youmingiyoulan)

老唐补充：在股票市价低于企业内在价值的时候，回购相当于免税分红，顺带将内在价值与市价的差额，一起赠送给老股东了。

问题 12) 求教老唐：p12 里您说的您的见解 会先排除（净利润除以净资产小与 15%）和上市未满 5 年的企业 能说明一下理由吗？还有茅台的那个不知道叫啥的 ROE 我算的是 32.76%。对吗？

老唐答：选择 $\text{Roe} > 15\%$ 的，主要思想是要选获利能力强的企业，下一步是思考其获利能力如此之强的来源是什么。选择上市五年以上的企业，是为了排除陷阱。参看本书 150 页。后面一个问题，没理解问的是什么。

问题 13) 求教 p28 的公司向员工支付的平均薪酬 $(31.36 - 0.09) / 1.68 = 18.61$ 万元 为什么要去掉 0.09 虽然合并资产负债表里应付职工薪酬比 12 年减少了 0.09 应付职工薪酬与实际付的是什么样的关系？ 应该怎样理解？ 谢谢

老唐答：参看本书 104 页。

补个简单例子吧：应付薪酬的差额，是今年全年新欠的。现金流量表里，是今年年内实际支付给职工及为职工支付的。比如说，你是老板，去年 12 月 31 日截止，你欠员工 1 万元（应付薪酬）未发，到今年 12.31 日，你欠员工 0.3 万未发。那么应付薪酬的增加值就是 -0.7，期间你实际支付给员工的薪水及代缴各种保险费用等合计 20 万（现金流量表里支付给职工的现金），那么你公司员工今年的薪酬总额就是 19.3 万而不是 20 万。

问题 14) 请教 24 页中，关于送红股的解释，既然盈余公积是从税后利润里计提的，那么送红股为何要征股东的所得税。因为所得税的原理是上游企业或者下游投资者里只交一次就可以了，我知道送红股是要征股东所得税的，只是对您的解释有点疑问。如有冒昧还望见谅！

老唐答：“所得税的原理是上游企业或者下游投资者里只交一次就可以

了”，这个原理只对企业间有效。天朝规则，一直是企业交企业所得税，完了分利润的时候个人股东投资者再交一次个人所得税。因为盈余公积是利润，所以分配时就要扣个人投资者的个人所得税。~别纠结这个原因了，我党就是这么干的，讨论原因要跑题。既然参与资本市场游戏，就得接受这个规则。

问题 15) 关于问题 14，只要不是有限合伙都是对公司和股东双重征税吧。

另外关于问题 1 相关，虽然说 10 股送 1 股是把 100 份平分 10 人每人 10 份，在蛋糕没变大的情况下变成了 110 份平分每人 11 份，但是随着股数的增加，到了第二年还是以 10 股为分红和送股的基数的话，是不是实际分红绝对数量会有所下降。没有读过茅台历年的报表，请教作者历年茅台分红水平是绝对值（钱数）为基础的变动还是相对值（比例）为基础的变动。

老唐答：没看懂关于问题 14 具体问的是什么。

关于问题 1 的相关的提问，实际分红绝对数取决于公司当年利润以及分配方案。当然，在相同的分配总金额下，股本越大，单股红利自然越低。茅台历年分红水平，不知道你问的是哪一页的数字，如果是 39 页图表，图表里的是绝对值（钱数）。

问题 16) 另外还有一个问题，如果送红股对企业没利，对股东不利，

只对税务局有利的话，那么企业为何要用这种方式 " 坑 " 股东？

老唐答：这是一个谜。大概只能解释为“炒”股的炒家们，喜欢这个，喜欢炒高送转、高送配题材。公司反正不用拿钱出来，也乐于让市场高兴高兴，乐于让税务局高兴高兴。

问题 17) 看老唐的书以前，一直以为茅台 300 + 亿未分配利润都是白花花的真金白银。25 页的 (4) 一语惊醒梦中人。那么请问老唐，有没有算过茅台手上的未分配利润中，到底有多少是可分配的现金及等价物？

老唐答：这个不用算的，对于这种没有有息负债的企业，简单看一眼货币资金科目数字就可以了，大致可以认为是那个数字。

问题 18) 怎样通过报表判断企业真实价值 如何判断股价是否符合企业真实价值？

老唐答：很遗憾，这个问题目前还是世界难题，单凭看报表是解决不了的。只能说你会看报表后，做到的可能性会增加。

问题 19) P28 页员工人数那 1.68 万人，看财报：母公司及主要子公司需承担费用的离退休职工人数 659 人，这个人数是已经包括在里面了还是不用计算的？员工退休后就不再有工资了。退休后领取的是养老金（可以称为“退休金”），由社保部门直接支付，与单位无关。为什么还会有退休人数 6 5 9 人，求解！

老唐答：不用计算的，1.68 万是在职职工数。有些老工人，是社保制度建立之前的历史遗留问题，很多老国企都有。

问题 20) 求教，P3 页的例子，公司出售 3000 万楼房，得到 1.6 亿，之后又花了 1.6 亿买回来。计算公式如下：

收入：1.6 亿

支出：0.3 亿+1.6 亿

利润：-0.3 亿，请问利润表中新增的 1.3 亿营业外收入怎么算出来的，为什么不计算又花费的 1.6 亿。

老唐答：账面价值 0.3 亿的东西，卖了 1.6 亿，所以产生了 1.3 亿的收入。后来花 1.6 亿买的账面价值 1.6 亿的资产，是另外一笔投资，资产还在公司，没有发生价值变化，因而无需计入。也就是说白纸两叠，分别作了一笔销售和一笔投资，销售进了利润表，投资不需要进利润表。

问题 21) 愚钝，求教。。。P3，故事一，最后企业资产负债表中，资产增加了 1.3 亿，负债无增无减，报表两边岂不是不平了？？怎么搞啊？

老唐答：资产=负债+所有者权益，资产增加，负债不变，什么增加了呢？

当然是所有者权益。也就是说这笔交易创造了利润，增加了所有者权益。

所以，本书一直强调的一个观点，利润这东西，是不靠谱的，必须要搞清来龙去脉才能使用那个数字，单看数字，就会掉进这样的陷阱了。

问题 22) P23---“分红的主体，是贵州茅台酒股份有限公司，提取盈余公积金也是按照母公司利润表净利润数据的 10%提取的。”请问这里的母公司是指贵州茅台酒股份有限公司，还是指贵州茅台酒厂（集团）公司。

合并报表，合并的是谁？是贵州茅台酒厂集团公司下的所有子公司，还是贵州茅台酒股份有限公司下的所有子公司。

老唐答：四张母公司 XX 表，提到“母公司”都指贵州茅台酒股份有限公司。合并报表合并的是贵州茅台酒股份有限公司及其下属子公司。

问题 23) 老唐兄，我一直想知道反腐对贵州茅台的影响。这个从报表哪里可以看出来？也就是说，都谁在买贵州茅台？若按照分析，贵州茅台酒的成本很低，主要取决于销量，我可以根据什么判断将来几年贵州茅台销量的增长率？

老唐答：财报能告诉你销量，但不能告诉你被谁买走了。被谁买走了，要靠财报之外的思考。判断未来茅台的销量，也不能靠财报，财报可以告诉你未来的产量（即销量的上限），销量的下限，要靠对行业的理解。

问题 24) P12：二要看投资回报率。投资回报率如果不是显著高于社会资金平均回报水平，管理层就是乱来，反之，就是对股东有利的投资。请问，这里的“社会资金平均回报水平”指的是？请老唐不吝赐教。

老唐答：这个各个时期不同，也不需要很精确，我一般毛估估，大体以贷款标准利率的两倍算。

问题 25) P11 : 经营活动现金流净额为负的企业 , 通常日子不好过 , 银行除外。为什么银行除外呢 ? 老唐

老唐答 : 因为银行就是买卖钱的 , 钱是他家的货物 , 所以银行没法看也无需看现金流量表。

问题 26) 老唐 , 您好。请问 , 茅台 2013 年拟定的分红方案那里 , 每 10 股送红股 1 股 , 那么假设股价不变 , 那么总股本增加了 , 是不是市值增加了 ? ~

老唐答 : 如果你的“股价不变”的假设成立 , 市值的确是增加了。不过一般情况下 , 市场会对股价进行除权处理 , 即假设今天的 11 股市值等于昨天的 10 股 , 然后重新以新起点开始交易。

问题 27) 请教一个 P19 的问题 , 书中第二段说“哪怕就按照 2013 年业绩不再增长 , 每年卖 300 亿元的酒 , 220 亿元左右的营业利润” , 记得老唐说过茅台的利润率大概 93% 那不是应该是将近 280 元的利润啊 ? 请指教 , 谢谢 !

老唐答 : 93% 是毛利率 , 指营业收入 - 营业成本 (理解为生产成本吧) 。而营业利润 , 不仅要从营业收入里减去营业成本 , 还要减去管理费用、销售费用、财务费用以及资产减值损失等 , 茅台的营业利润率大约是 70% 。这部分可参看 136 页到 147 页的详细阐述。

问题 28) 请教：第 10 页 知识链接中，收入数字上只能记录 819 \

1.17=700 元中，1.17 是怎么来的，谢谢

老唐答：记得这个问题回答过，但居然不在，可能是其他页面吧。这里就再答一次吧。因为增值税是价外税，同时增值税率为 17%，所以不含税价格 $\times (1+17\%) =$ 含税价格，这里我们已知含税价格为 819，反求公司营业收入的不含税价格，就用 $819/1.17$

问题 29) 请问：11 页中两个问题 1、“20PE 意味着投资回报率 5%，8PE 意味着投资回报率 12.5%”假如我有 20000 本金的话，怎么用公式算出投资回报率。2、“表里最准确的数字是期初现金总额，期末现金总额及两者之差”。现金流量表里找不到这两项。

老唐答：1、跟本金无关。投资回报率是 pe 的倒数，投资回报率=每股盈利/每股市价。

2、财报 51 页表格最后三行。

问题 30) 不好意思请教两个菜鸟问题：

1、P25 提到未分配利润已经转变为厂房、固定资产，请问是公司可以自行决定对未分配利润进行处理吗，是否需要在财务报表中体现？怎么体现？二提到有些公司未分配利润只有数字没有钱，是不是就是应收票据之类的？

2、对之前提到的问题 16 的疑问，公司对盈余公积分红股。蛋糕没变大的情况下 1 人 10 份=100，变成 1 人 11 份=110。股东没拿到钱，那钱

去哪了，还是公司拿去再生产了？这部分是否需要在财务报表体现？

3、盈余公积大于注册资本 25%才可以用来分红股，查看某个公司财务报表，是否可以从其盈余公积金额来看是否有可能分红股？

老唐答：1.股东大会决定，或有股东大会授权董事会一定额度自主决定。会体现在财务报表上，体现为资产的增加。只有数字没有钱的未分配利润，通常表现为应收票据、应收账款、公允价值波动，后面都有讲述。

2.对。体现，体现为股本的扩大。

3.可以，盈余公积金比较大的公司，有送股的能力。但是否会送，需要由董事会提出方案，并经股东大会批准后实施。顺带说一句，盈余公积小，但资本公积大的，也可能送股票，参看本书 106~109 页。

问题 31) 请教老唐第 8 页第二段第 2 句。

除了上面提到的四张“母公司报表”特指上市公司本部以外，财报中其它用到“母公司”一词时，指的是上市公司的控股股东，因为财报是上市公司说的话。

这段话不理解，母公司不是上市公司本身吗，怎么有变成控股股东了呢，控股股东是指出资额占 50%以上的吗？谢谢！

老唐答：财报里的四张母公司 XX 表，特指上市公司本部的资产负债、利润、现金流量、股东权益情况。而上市公司本部也是有母公司的，它的母公司就是它的控股股东。财报是上市公司说的话，那么这里面用到的“母公司”一词（除了那四张表）就指的是控股股东。同样，控股股东也有母公司，例如茅台集团自己的报表，也会用母公司一词，来称呼它

的股东。需要理解的是，母公司就和妈妈一样，是一个称呼，究竟指的是谁，取决于谁出的报表。（比如股份公司下面的子公司 A，可能还持有孙公司 B 的 70% 股权，这种情况下，A 是上市公司的子公司，但 A 同时也是 B 的母公司）

问题 32) 老唐好，p25 页关于“在税务局的眼里，那就是 10 股分一元，先分掉了 1.04 亿元”，税务局只是按照 46.45 亿做为基数收税，但实际公司付出的是 45.4 亿元，那 1.04 亿元实际还是没有实际分出去的吧？为什么财报要按照 46.45 亿计算呢？

老唐答：因为这是两件事儿，分钱是分钱，收钱是收钱，公司要分开计算。报表上要如实记录，分红 46.45 亿，收到股本 1.04 亿。

问题 33) 老唐，你好。

请教一个基础问题：P18-P19。你举例贷款 1000 亿回购股票，计算公式不太理解，望解答。

我的理解如下：贷款 1000 亿，按照文章说明，每年 300 亿销售额，去掉 80 亿成本，72 亿贷款利息，还有税，剩 110 亿净利润，所以这 110 亿如果都去还本金，需要近 10 年才能还清。请问为什么是 7 年，谢谢。

老唐答：请使用贷款计算器计算，网上有很多这种计算贷款的计算器可以使用。简单说，就是如果你贷款 1000 亿，年利率 7.2%，分 7 年还清的话，连本带利大约是还 1250 亿左右。所以，如果每年 300 亿销售额，去掉成本和税，7 年左右搞定。

问题 34) 唐总，看你的书第一点就是看会计师的审计意见，可看吉林敖东的 2013 年报只找到一份会计师和公司内部共同出具的报告，还有高管的保证。请赐教？

老唐答：有些企业没有将会计师意见放在重要提示里，而是放在“财务会计报告”那一节（在合并资产负债表的前一页），通常表述为“我们认为，贵公司财务报表在所有重大方面按照企业会计准则的规定编制，公允反映了贵公司 20XX 年 12 月 31 日的财务状况以及 20XX 年度的经营成果和现金流量”，这句话等同于“标准无保留意见”。

问题 35) 请教老唐第 22 页第 2 段

1、2013 年度公司实现净利润 15136639784.35 元，但是财报第 48 页合并利润表上的是 15,964,899,881.05 元，这两个数怎么不一样。

2、法定盈余公积金和一般风险准备金的提取，我百度了说是按净利润的 10%来扣，但是书中的法定盈余公积金为 1,184,369,466.72 元、提取一般风险准备 13,296,286.27 元，这两个数不是用

15136639784.35*10%得来的吗，这是怎么回事？

谢谢！！！！

老唐答：1.净利润 159.64 亿指股份公司及下属子公司利润总计，其中有八亿多，是下属子公司的少数股东损益，也就是比如下属销售公司，今年赚了 100 单位，但上市公司持股 95%，那么计算上市公司利润的时候，就需要减去属于持股 5%股东所有的 5 单位。参见第 10 页第三

段。

2.第 23 页第一段和第二段解释的就是你问的问题。看书吧。

问题 36) 唐老好！在请教问题之前先表达一下我的感受。这是我有生以来看的最有激情的一本书！枯燥的财报分析能让你描述的绘声绘色，实在是爱不释手，佩服佩服！

请教：P10 关于投资回报率（市盈率）的问题， $\text{投资回报率} = \text{每股收益} / \text{股票价格}$ 。

一是当这家上市公司送转除权后，每股收益是否需要按照归属于母公司所有者的净利润除以公司总股本（转增后的）来计算？

二是送转除权后的投资回报率（市盈率）与之前是没有变化的？（之前没有关注过此类问题）

老唐答：一、是，财报上叫做稀释每股收益，参见本书 127 页讲解。二、一般来说，进来了新钱，获利能力一定有变化，关注动态市盈率或滚动市盈率相对更合适些。一般软件上市市盈率通常有三种表述：1.静态市盈率。当前股价/去年全年每股收益；2.动态市盈率。当前股价/模拟本年每股收益，模拟本年每股收益，通常会用半年报收益乘以 2，或者一季报收益乘以 4，或者三季报收益除以三乘以四；3.滚动市盈率（TTM 市盈率），当前股价/最近四个季度每股收益。

陪读 02：货币资金 经营资产 p31~p60

请将《手把手教你读财报》31~60 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

货币资金部分，重点知道三点：

- 1) 货币资金分为“现金和现金等价物”和“受限资金”两部分，其中现金和现金等价物的 变化过程，会详细展示于现金流量表。
- 2) 为什么投资者主要需要关心合并报表的货币资金情况，背后的原理是什么；
- 3) 报表上哪些有关货币资金的特征，是需要投资者高度警惕的。

经营资产涉及营业收入、增值税、应收票据、应收账款、预付账款、其他应收款、存货等重要科目，以及其对应的各种应付。这部分全部需要认真阅读，尤其是应收账款部分，涉及应收账款的陷阱、计提、坏账、造假等，占用了较多的页面，需要细读。

但经营资产部分虽重要却不难，基本上属于窗户纸，不捅破的时候困难，捅破了简单。

43 页第三段第三行，“便进行再贴现”，应为“便进行转贴现”。麻烦自己修改一下。

问题 1) 书 52 页，长期应收款问题，如果企业每年从长期应收款转到一年内到期的资产吧，当本年度收到这笔钱，怎么算？算当期利润？计入经营现金流？

老唐答：长期应收款只存在收到或者没收到的情况，不存在转为一年内到期资产的说法。当收到长期应收款的时候，如果企业的主营业务不是融资租赁，则不能算经营活动现金流。请参看本书 164 页。

问题 2) 41 页那个增值税的计算还是不太理解。819 元/瓶出厂，是不是包括 700 元的售价和 119 元的增值税？

老唐答：是。

问题 3) 50 页第 10 行，“上市资金”应该是“上市公司资金”，51 页第 10 行第 2 个逗号有点不顺畅。看到 60 页了，都很好，老唐，我有点儿吹毛求疵了。

老唐答：50 页第 10 行“上市资金”的确应该为“上市公司资金”，漏了两个字。多谢提醒。顺带，55 页第 6 行，“坏账准备”，请修改为“减值准备”更准确。

问题 4) P41 讲票据，请教票据基本知识：假设经销商应该在 14 年 6 月 1 日给茅台公司 1000 万，没有现钞，而由银行在 6 月 1 日提供承兑汇票给茅台公司，3 个月后到期，问题：

1、银行承兑汇票是谁提供的？如果是银行为经销商背书提供的，那经销商是不是算欠银行 1000 万，或者应该是算作经销商向银行贷款 1000 万了，而且期限是 3 个月？

2、茅台公司得到票据，这时银行、经销商、茅台公司谁也没支出或收到钱，对不？

3、这张票据三个月后兑现时，茅台公司是获得 1000 万+利息，对不？这个利息低于经销商付给银行的利息，银行获得息差才愿意这么干，是吗？

4、茅台公司可以随时贴现，也就是找银行提前取现，损失一些利息。银行要在经销商还款之前提前倒贴支出现金和利息 a ，所以对银行称为“贴现”，这么理解对不？

5、转贴现或者再贴现时，相当于银行把对经销商的债权卖出去而获得资金。卖出票据银行会获得 1000 万和其他价差 b 。这个价差 b 加上贴现时付给茅台公司的利息 a ，总值会低于原本经销商还款时应该付的利息 c ，即 $a+b < c$ ，对不？

6、转贴现后，经销商还款时怎么知道自己该还钱给谁呢？这时持票行将获得经销商还的 1000 万本金和利息 c ，持票行的最终收益 d 应该等于 $c-a-b$ ，对不？

可能对常识理解有偏差，欢迎赐教。

老唐答：1.银行提供的。是经销商贷款；2.对。稍微补充，经销商会交部分承兑保证金给银行；3.不对，茅台公司获得承兑汇票面值；4.损失一些本金（前面说过，承兑可以看成打折的现金）；5.大体对，偶尔单

笔也许银行头寸紧亏损也出；6.经销商还给发承兑票的银行，该银行负责到期兑付。对。

问题 5) P55 页：毛利率的提升，.....，也可能是因产品库存增加造成的。.....--北方某白酒公司的最新财报，就展示了这样的操作。

请教老唐：是否存货一直在增加，且毛利率由 13 年的 52%左右提升到 14 年 6 月的 68%左右的老白干酒？

老唐答：兄台慧眼。

问题 6) 唐兄，48 页的应收账款计提比例表 2-1，江铃汽车采用的是余额计提法，其他企业好像是账龄计提法。放在一起对比，是否有歧义？

老唐答：兄台细心，赞。的确如此，本表格就是要提醒朋友们注意，各个企业计提规则有很大的区别，哪怕是同一个行业内。表中数字没有褒贬哪家企业的意见。

问题 7) 唐兄，60 页，存货和营业成本的合理比例如何推算，另外货币资金看合并资产负债表，那么存货和营业成本是否也要看合并之后的报表呢

老唐答：看公司平均每月（或每天）大概销售多少营业成本的货，然后用存货数值除以这个月均（或日均）数，大体能够知道公司存了多少月（天）销售的货物。这个数字如果和历史数据发生较大改变，或者和同行公司之间出现较大差异，就需要寻找解释。如果没有合理解释，比例

可能存在不合理，需要警惕。后一个问题，是的，看合并报表。

问题 8) 38 页从上往下数第 3 行括号里 117.68 这个数字在年报哪里找到？

老唐答：茅台 2013 年度财报 44 页，母公司资产负债表--货币资金。

问题 9) 唐老师，问题 5 中，为什么库存增加就会提升毛利率？

老唐答：下次喊老唐。再喊老师，拖一天后回复😊。这个问题自 53 页的“第二种情况理解起来稍有难度”开始，到 55 页小标题上面截止，就解答的这个问题。这里也不可能比书中谈的更仔细了。你再读一遍吧。

问题 10) 求教：p38 的 母公司资产负债表的资金数额与合并报表的货币资金数额是什么样的关系？按照书本的意思是不是母公司的货币资金加上子公司的货币资金等于合并报表的货币资金，母公司的货币资金不包含子公司的货币资金？如果是这样那 p85 的 长期股权投资的母公司的投资是否包含子公司的投资，合并报表时母公司的投资减去子公司的投资等于合并报表的长期股权投资 意味着母公司的投资包含子公司的投资 对吗？母公司报表和合并报表 两者具体之间的关系是什么样的关系呢？谢谢

老唐答：问题有点乱。母公司货币资金不包含子公司的货币资金；母公司长期股权投资是母公司对子公司的持股，不包含子公司对孙公司或其他公司的持股；合并报表就是母公司及其下属子公司的合并，然后抵消

相互间的投资和交易之后的总和。

问题 11) p41 $819/1.17*17\%=119$,其中 1.17 哪里来的

老唐答：因为增值税率 17%，商品含税价格的计算公式为，商品含税价格=商品不含税价格 $\times$ (1+17%)，所以，在知道了含税价格，需要反求不含税价格的时候，就用含税价除以 1.17.

问题 12) 老唐，辛苦了！P45 页，第四行“基本现款现货，应收账款只在百万级……”，第 5 行“为什么不走银行”，这里有点不解。

①走银行的话应该体现为承兑汇票吧，不应是应收帐款？

②卖水产品可以现款现货，应该是从有无银行存款及有无从银行转帐购买原材料才能看出破绽吧？

③老干妈的辣酱也属于替代品多如牛毛的行业，据说也是现款现货，我们不能据此认为她的收入也是在造假吧？

也许我的逻辑有问题，请见谅！

老唐答：这里算我表达的有点随意了。更准确的表达，应该是因为公司有大量销售不走银行，且全部现款现货，从而引发分析人士怀疑。说你这么多款项经手，为什么不走银行呢？自己收现金，多麻烦啊！公司回答：水产品要买鲜活的，必须到水产基地买，水产基地没银行，所以就现金了。分析人士就奇怪啊：你一年十几二十亿的成交，银行为什么不去你家基地门口开一家分行呢？公司：

##

\$%%^^#@ \$

^sls.....

问题 13) 请问老唐 : p38 页 : 倒数 11 行开始, 实践中投资者要注意的四种情况 : (1) (2) (3) (4) 能否举例说明实践中如何排除的这 4 种情况 ? 谢谢

老唐答 : 不举例。四种形态说的很清楚了 , 就是当你在某家公司的报表上 , 看见这四种形态 , 必须持合理怀疑 , 继续追问是为什么会如此。找不到合理的解释 , 排除就行了。

问题 14) 吹毛求疵 : P49, 第 17 行“通过其他应收款……从公司转出” , 此处的“应收款”应为“应付款”吧 , 要不然怎么转出还给客户呢 ?

老唐答 : 不是 , 兄台理解错了。公司把钱转出给某人挪用着 , 就增加公司财报的其他应收款科目 , 表示我的钱被别人欠着了。而其他应付款 , 是自己欠别人钱 , 钱在自己手里。

问题 15) 老唐 , P53 第 14 行 , “往往伴随存货增长幅度大幅超过同期营业成本增长幅度” , 此处不太好理解。通常来说 , 生产一定的情况下 , 如果销售收入大幅增长必会造成存货下降 , 存货/成本比会明显下降 ; 如果虚构销售收入 , 存货不会下降 , 存货/成本比也应该变动不大。不明白为什么存货增长大幅超过同期营业成本增长幅度 ?

老唐答 : 我们可以先忽略其他生产 , 单看这种造假模式。公司首先要对外采购 100 万 , 将资金流出去 , 然后才用这 100 万返回来购买公司的产品。因为公司的目的是做出报表利润 , 不可能 100 万买来 100 万卖。

我们假设公司销售毛利率是 50%的情况下，那么 100 万营收，实际上就只能发出去价值 50 万的存货，表现在报表上，就是明明只需要采购 50 万的存货即可支持正常营运，却采购了 100 万，导致存货增长过快。

问题 16) P41：茅台公司收到经销商交来的 119 元增值税后，扣下自己采购过程中支付的增值税，将差额和供应商开给的增值税票，一起交给税务局。为什么扣下自己采购过程中支付的增值税呢？谢谢老唐

老唐答：增值税的征收办法是“根据销售商品或劳务的销售额，按规定的税率计算出销售税额，然后扣除取得该商品或劳务时所支付的增值税款，也就是进项税额，其差额就是本公司的增值部分应交的税额，这种计算方法体现了按增值因素计税的原则”。

问题 17) 请教老唐，p38 页提到“货币资金过大，则代表资金运用能力较弱”；p40 提到茅台账上超过 200 亿的现金及等价物，属于资金运用能力低下。那应该如何具体评价其资金运用能力呢？

老唐答：大量的钱闲置，可以看作资金运用能力低下，但低下具体值是多少，是没有量化标准的。

问题 18) 问题一，pdf 阅读工具，是什么东西？我在巨潮网，下载了，贵州茅台年报，但那里面，好像找不着搜索功能。

问题二 ,35 页倒数第四行 ,当中的 219.92 是啥？在哪？应该是 251.85，吧。

问题三，47 页中，计提的坏账准备，在资产负债表，是一种资产损失，请问？它归于资产负债表，具体哪一个科目。在利润表是一种费用，请问？它归利润表的哪一个科目。

问题四，五十页中，说了要关注，预付货款的时间问题，请问？怎样才能看出，预付货款的时间长短！谢谢老唐。

老唐答：问题一，打开 pdf 文件的工具，网上无数，我用的福昕。如何使用搜索功能，自己摸索。

问题二，合并现金流量表里最后一行数字。或者本书 35 页表格下那段解释。

问题三，参看陪读 04 问题 7。

问题四，输入“预付款”搜索。例如茅台 2013 年财报在 70 页有披露。

问题 19) 向老唐请教几个问题：P46 坏账准备。假如某公司按账龄分析法计提坏账，2013 年一年内的应收账款 1000W，按 5%计提了 50W 的坏账。

1) 那么，2014 年年报时，该部分应收账款计提比率为 15% (2~3 年的计提比率)，此时计提坏账准备，是按 $1000 \times 15\% = 150W$ 还是按 $(1000 - 50) \times 15\% = 142.5W$ 呢？

2) 如果该公司 2014 年改用余额计提来计提坏账准备，那么上述只需要将所有应收账款减去 2013 年已经计提的金额后乘以计提比率就行了吗？不管账龄的长短？

老唐答：1) 都不是。是 $1000 \times 15\% - 50 = 100w$ ；2) 不管账龄长短，但

不是你说的“应收款减去 2013 已经计提的金额后乘以计提比率”，而是“应收款乘以计提比例，然后减去已经计提的金额”。

问题 20) 老唐，请教几个问题：一、P38 对于货币资金的分析，您坚持的一个原则：货币资金需要与短期债务及经营需要相匹配。短期债务好计算，那经营需要多少资金怎么毛估？

二、能否通过财报计算固定成本和变动成本？如能，怎么算？那怕是毛估。谢谢！

老唐答：一、经营所需资金，可以大致看现金流量表中的本期内经营活动现金流出。

二、变动成本不用估，报表里有提供。在董事会报告里有一份“成本分析表”，其中的制造费用，可以大体看作固定成本，直接人工里的大半可以看作固定成本。而直接材料等其他成本，则可以大致看作为变动成本。

问题 21) 老唐，38 页中，定期存款很多，其他货币资金很多，流动资金却严重缺乏；流动资金是指的什么？是指库存现金还是指流动资产呢？谢谢

老唐答：可以简单的将现金及现金等价物数额视为流动资金。

问题 22) 老唐，p36 其他货币资金，“如临时到外地采购，在采购地银行开立只付不收专户里的钱”，这个只付不收是什么意思？谢谢

老唐答：公司派你去外地采购，你到了当地，在当地银行开设一个账户，公司把采购款打进这个账户。为了防止你或其他人利用公司银行账户干些违规事情，约定这个账户只具备付钱出去的功能（实施采购任务），不允许收钱进来。采购完成了，这个账户也就失去作用了。

问题 23)45 页的应收账款明细表。账面余额怎么理解？5,675,324.03 和 4,730,101.24 的关系？谢谢老唐和球友们的解答！

老唐答：意思就是目前公司应收账款还有 567.53 万没收回来，其中按照规则累计已经计提了 473.01 万坏账准备，资产负债表上体现出来的应收账款，就是 $567.53 - 473.01 = 92.72$ 万。

问题 24) 请问老唐，书的 p57 说白酒因为成本非常低，不需要计提跌价准备。茅台 2013 年报 p71 中，“在产品”这部分存货，为什么做了计提跌价准备？

老唐答：那是公司为储酒容器——酒坛子——计提的跌价准备。每年都提，数额很小，跟酒无关。

问题 25) P57 那个 (4) 后面这句话我怎么看不懂呢，老唐能不能换个说法。还有 (1) 里说数据仅仅涉及茅台酒，不包括系列酒的产销存。可为啥 (5) 里又说库存总值里未去除近年增加的系列酒库存捏？谢谢！

老唐答：(4) 表述的是：库存总量按照 2% 假设了年损耗，真实年损耗可能比 2% 略大，有可能比 2% 略小，会对总量造成正负几千吨的差异，

对本段的结论“高端白酒不需要计提跌价准备”不产生影响。

(1) 告诉你事实，本文只计算了茅台酒的数量。(5) 告诉你，茅台披露的库存总价值金额里，包含部分系列酒。此处按照保守计算，如果考虑到这一点，茅台酒的存货成本应该比本文计算更低。此处采取保守策略，忽略了系列酒存货价值。简单举例说：2013 年财报库存总值 118.4 亿，包含 14.2 万吨茅台和 X 万吨成本为 Y 的系列酒。那么茅台的存货成本本应该是 $(118.4 - xy) / 14.2$ 万吨，此处保守考虑，直接用 $118.4 / 14.2$ 万吨，得出单价 39.3 元的结论。如果从存货总值里去掉 xy 的话，茅台的单价会比 39.3 元更低。

问题 26) 老唐，见笑，请教一个问题：P36 最后一段第四行“如国债、大型企业短期债、银行承兑汇票、货币市场基金等”，这句中的“银行承兑汇票”不是属于应收票据吗？怎么有归为货币资金了？

老唐答：如果是销售商品或提供劳务的时候，收到的银行承兑汇票，是归入应收票据的。但如果不是因此而产生了银行承兑，则可能被归入现金及现金等价物里。注意 36 页倒数第四行的解释原文是“企业持有的……投资”，也就是说同样是银行承兑汇票，依其来源不同、目的不同，有些是经营产生的票据，有些是“投资”。后者若是到期日在三个月以内，则会被归入现金及现金等价物里。（参看本书 43 页，有关票据交易那一小段）

问题 27) 老唐，请问下 P44 中关于应收款的回款速度从哪里可以算出

来？另外应收款的回款会体现在哪个财务项目中？

老唐答：应收款总额/日均营业收入，就可以大体估算出来，公司有多少天的销售收入被欠着。收回来的款项，减少应收款的同时，增加了货币资金。同时体现为现金流量表的销售商品提供劳务收到的现金。

问题 28) 据银行工作人员@Nicholas512 提醒。对于一些金额较小如 100 万以下（小金额票据市场流动性不强，一般只能托收），背书较多（托收比较麻烦），银行大多是嫌麻烦不愿意去做的，所以这类票据要贴现，企业只能割肉掏高价找票贩子进行贴现。即便银行亲自来贴现，要价也会相应高一些，超过半年期贷款利率是必须的。老唐书中 42 页知识链接方框里最后一行“贴现率……最高不能超过现行贷款利率”的说法，可能是陈旧知识了，提请各位注意。谢谢@Nicholas512

问题 29) 再问唐老师，看有的公司财报中用信用证结算，请问信用证算应收票据还是应收账款，谢谢。

老唐答：信用证一般用于国际贸易结算，主要原因是不同国家间，对法律体系或者国情了解不够，发货的担心发了货收不到钱，给钱的担心给了钱收不到货。因此，银行此时在中间起到了保证人的作用。通常买家会把钱全额存进银行（也有和银行有长期授信额度的，不用存钱或存部分保证金），然后银行开出信用证给卖家。卖家拿到信用证以后，按照买卖合同，发货到达约定交付地点，然后直接找银行收钱，银行看到货物移交手续（或符合标准的发货手续，取决于合同约定）立即付现。

这里面的核心是，没交货（发货）以前，货物依然在卖家掌控中，不算销售。交（发）了货，产生销售，并收到现金。因此信用证实际上是一种变相的现金交易，它既不属于应收票据，也不属于应收账款（所谓应收，就是卖家履行了约定义务后，需要等待一段时间才能收到对应款项），卖家只是在自己经营活动中，做个备注即可，最终信用证并不进入财务报表。而买家在没有收到货之前，交付到银行的货款，只需记录为其他货币资金即可。

不过，信用证里面，也有一种延期支付的信用证。就是买卖双方约定交货后，过一段时间，银行才给卖家付款。自交货以后，相当于产生了一笔银行欠卖家的钱，这样的信用证，会被卖家归入应收账款里。

信用证和银行承兑汇票很像，但信用证要求贸易背景，其支付需要真实贸易背景，银行将跟随货物的交付手续来履行支付义务，且支付对象是确定的（类似于淘宝买东西，买家确认收货，支付宝转账给卖家）。承兑汇票则没有这个要求，无论是谁，持票到期即可获得银行支付。

问题 30) 请问老唐：p38 页：倒数 11 行开始,实践中投资者要注意的四种情况中的（2）货币资金充裕却借了很多有息甚至高息负债。货币资金和负债的比例多少为合适？什么情况下算是充裕。如 9 亿的货币资金，3 亿的有息负债是否过分？谢谢

老唐答：这个不能一概而论，要分公司看。不同规模不同商业模式的公司，对日常运营资金需求大小是不一样的。就如同我们开一个小店，和一家大型制造企业，手头所需要保有的现金量是不同的。

要思索是否合理，背后的逻辑很简单，就是看这家公司日常经营需要多少营运资金支持，如同我们自己运行一个小店儿，也要考虑店里需要多少资金维持运转一样。如果自有资金（如你举例说的 9 亿）足够，却还借的有高息负债，还显然需要怀疑。反之，如果自有资金不足（9 亿不够用），那么再有负债，就是正常现象了。

问题 31) 请问：您 P36 页小字说现金及现金等价物包括银行存款，那也包括定期存款咯？您 P37 第一段提到“.....不能随时支取的定期存款”不属于现金及现金等价物。那这两个地方矛盾不？

答：不矛盾。正常的定期存款都是可以随时支取的，不过是损失定期利息而已（按照活期计息）。不能随时支取的定期存款，是一些和金融机构有特殊协议约定，只有到期才能支取，没有到期即便愿意放弃利息，也不能支取。有这种约定的“不能随时支取的定期存款”，就不属于现金及现金等价物，反之则属于现金及现金等价物。

问题 32) 请问老唐：（ 1 ） P50，茅台 2013 年决定通过送红股和派发红利方式分配利润 46.45 亿元，在“应付股利”栏目里为什么没有，不应该算这项目里吗？

（ 2 ） P51，预付广告费算在了其他应收款里而没放在预付款里的原因是什么。

老唐大：（ 1 ）因为这是预案，还未经股东大会通过，所以不会放在应付股利里，在股东大会通过后至实施前，它就会在应付股利里。

(2) 还没收到发票。

问题 33) 请问唐大哥：短期借款需付的利息 是记入流动负债--应付利息里 还是记入利润表--财务费用里(书上我的理解是记入财务费用) 我看了酒鬼酒的 2013 年的年报，两边的科目明细里都有应付利息。没有借款利率说明，短期借款是 2013 年当期的。

老唐答：利润表的财务费用记录借款的利息，资产负债表的流动负债里记录还欠着的利息。举例说，如果借款 100 万，利率 6%。那么利润表里记录财务费用 6 万，无论这笔利息是否支付了。而流动负债里，只记录还没有支付的利息，欠别人多少利息未付，就记录多少。

问题 34) 请问老唐：p47 某公司欠款收回，实际收到的钱和报表上账面价值之间的差额，还可以回到利润表“资产减值损失”科目冲抵，从而增加利润。

但根据企业会计准则，资产减值损失一经确认，在以后会计期间不得转回。这样的话收回的欠款不就无法在资产减值损失中体现，那么该欠款体现在哪里从而增加下一期的利润？

老唐答：你引用的原话说的很清楚了，还是回“资产减值损失”科目冲抵，从而增加利润。也就是说多收回的坏账，直接冲抵了当年计提的坏账准备，具体可以参看茅台 2013 财报 99 页 (4)。

问题 35) 老唐，这本书真是爱不释手啊，五一就准备抱着它过了🤔。

有个问题想请教一下，P46 的表格中，1 年以内应收账款的期初数里，坏账准备的 84,797 为什么不等于账面余额 16,597,595 的 5%呢？1 年以内的计提比例不是 5%吗？

老唐答：那个是期初状态，也就是说，是 2012 年报表的事儿，2013 年的期末余额为空白。而 2012 年的报表，可以看 2012 财报 68 页的注释，是因为其中的 1653.68 万，已经于 2013 年 2 月收回了，属于报表的日后事项，所以 2012 年财报当中就不需要显示这笔钱的坏账计提了。关于日后事项的解释，参看《手把手教你读财报》的 227 页

陪读 03：生产资产 p61~p74

请将《手把手教你读财报》61~74 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节涉及固定资产、在建工程、工程物资、无形资产、商誉、长期待摊费用、递延所得税资产、递延所得税负债等科目。

本节的重点是理解关于固定资产折旧和无形资产摊销的不同政策对报表产生的影响；

而本节的难点在于理解商誉的概念、搞明白递延所得税资产和负债的产生过程以及其代表的意义。

63 页最后两行，出现两次“商标权”，请朋友们见谅并自行删掉一个。

问题 1) 老唐,我读到 72 页,想到了最近的獐子岛

"獐子岛公告称，根据 2014 年 9 月 15 日至 10 月 12 日的抽测结果，决定对成本为 7.35 亿元存货进行核销处理，对成本为 3.01 亿元的存货计提跌价准备 2.83 亿元，扣除递延所得税影响 2.54 亿元，合计影响净利润 7.63 亿元，全部计入 2014 的三季度”

我想问问:2.54 亿的递延所得税凭啥要扣除?有啥依据?獐子岛公司的目的何在?

老唐答：这个扣除是减少公司亏损的行为。递延所得税相关知识，请参看本书 69~73 页。实际含义是公司的亏损，可以在以后用利润抵扣，因而产生了类似预缴税款的效应。举个粗暴例子帮助理解吧：以前公司虚构了 10 亿利润，所以税务局按照吹牛要上税的原则，收了公司 2.5 亿所得税。现在公司告诉税务局“哦豁，利润没了”，税务局就说“好吧，这 2.5 亿你可以拿来抵别的应缴税款”可以看作退了一笔钱给公司。

问题 2) 老唐，我是新手，请教减值准备计提后可否转回利润？不太明白下面这两句话是否有矛盾？请指教

P59 堂而皇之地将计提的减值准备转回，利润又魔术般地增加了。

P62 减值准备也是要从利润表里扣除的，且一旦计提减值，以后不可以再转回来。

老唐答：减值准备有些不允许转回，有些允许转回。全书多处讲到不同的减值准备，老唐会分别提醒该项资产的减值准备是否允许转回，会转回到报表的什么科目里。你这里提到的 59 页，是谈存货，存货的减值准备，当减值迹象消失的时候，会计准则允许转回利润表。62 页谈的是固定资产，固定资产一旦计提减值，不允许转回。

问题 3) 求教老唐：p61 倒第三行“因此，虽然不用付现金出去，但折旧……”公司买资产的时候 不用付现金是 分期付款吗？谢谢

老唐答：不是。是说公司买资产，钱已经付过了，本期不用再付现金出去。但本期利润表里要将对应的折旧当作本期费用扣除。

问题 4) 老唐，P66 里，江苏某机械设备上市公司是谁啊？

老唐答：徐工。

问题 5) 请教，P72 页提到的递延所得税资产，当被计入当期资产增加后，到下期是进行折旧处理，计入某项费用扣除利润吗？会出现这个科目今年的年初值是正值，而因为今年的某种原因而在期末有所减少，甚至变零的情况吗？多谢。

老唐答：所谓递延所得税资产，可以粗暴的理解为预缴给税务局的税款。因此它无需折旧，也不算费用。这个科目有可能减少甚至归零，如果你

预缴税款的事项发生了，预缴变成实缴，递延所得税资产就会减少乃至归零。

问题 6) 递延所得税资产和延递所得税负债是不是必有一个为 0 ? 有没有可能两者都存在 ?

老唐答：72 页倒数第二自然段写的很清楚“递延所得税资产和负债不能互相抵消……不能因为都是跟税务局的来玩，就混在一起算净额”，也就是说，一家企业同时存在递延所得税资产和递延所得税负债，是非常正常和合理的事情；只有其中一项，也是非常正常合理的事情；两个都没有，依然是正常的事情（当然，都没有的很少见）。

问题 7) 老唐好，请问为什么固定资产有了折旧，还要计提减值准备？比如 100 万的设备，折旧年限为 10 年，每年折旧 10%，跟当前市场的可变现价值没有关系了吧？

老唐答：拿我们都熟悉的轿车举个例吧：比如说 2002 年某公司买了一辆桑塔纳，价格 22 万，预计使用十年，十年后预计能卖 2 万元，按照年限平均折旧，年计提折旧 2 万元。两年后，账面价值为 18 万。但事实上，2003~2004 年汽车行业爆发性增长，市场竞争之下，新桑塔纳已经降价为 17 万，此时，该旧车的账面资产就显著高于了可回收价值，这时候，就需要计提减值，否则，就存在明显的资产价值虚高。

问题 8) 老唐，您好！今天刚看完生产资产这一节，问题三中您也说了，

企业在购买资产时已经付过现金了，那么这部分现金应该包含了该资产的折旧费用，而且这一部分现金应该在资产负债表中体现，为什么还要年年计算折旧并从当年利润中扣除呢，这不是重复扣除了吗？

老唐答：看 133 页那个例子，重点注意房租和笔记本是怎么计入利润表的。购买资产，与利润表无关，是资产负债表和现金流量表的事儿。而资产每年产生的折旧，与利润表有关，在利润表里也只扣了这一次，没有“重复”扣除。

其实这是生活中非常容易理解的事儿：假如你买了一口锅一口灶，每天烧点水，买点生面煮熟了卖（假设不用其他任何材料）。是不是卖熟面的钱减去生面的钱和水钱，剩下的就是你的利润呢？不是的，因为你还要考虑锅灶人工税费等。假设锅灶煮一万碗面后就会烂掉，那么你算每碗面的成本时，至少要加上万分之一的锅灶钱，对吧？这个万分之一的锅灶钱，就是财务报表里的折旧。

问题 9) 求教老唐：我看茅台年报 P74 中，（十三）无形资产 1、无形资产情况的那张表格，分为期初账面余额、本期增加、本期减少、期末账面余额；本期增加我理解是新买入的资产，那么本期减少是什么概念？是卖出了无形资产吗？比如土地使用权，我觉得只有卖出才能减少账面余额。

老唐答：看书的 63 页最后一句和 64 页第一句，本期减少就是无形资产的摊销。

问题 10) P66 知识链接：20 天后，再以定向增发形式，从大股东手中，将该子公司的 100% 股权买回。看不懂这个，直接买了不行吗，为啥还要定向增发呢？🙄谢谢老唐！

老唐答：一看兄台就是实诚人，哈哈。如果你来玩这个游戏，20 天前作价一元卖出去的资产，20 天后你要是准备用多少元收回来呢？大于等于还是小于？——卖的时候做了价的，买的时候如果也是现金定价，那就穿帮了。换成定向发行新股收购，而且不仅收购这一家子公司，还要同时打包买下一大堆子公司一大堆资产。交易越复杂，就越少人看得懂问题了。然后嘛，呵呵，就没人知道昔日一元卖出去的东西，今日究竟是多少元买回来的了😊

问题 11) 继续请教，第 73 页，表（四十一）所得税费用：中递延所得税调整对应的数字如果是负数可以理解为这个数字就是递延所得税负债吗，谢谢！

老唐答：恰恰相反。参看 71 页：税务局算的税比公司算的多，差额部分叫递延所得税资产。

问题 12) 请教老唐，在 P61 页中提到各类固定资产的折旧方法，举例写了一个表，房屋及建筑物折旧年限为 20，残值率 5%，年折旧率 4.75%，请问这个残值率和年折旧率是怎么算出来的啊？谢谢！

老唐答：年限和残值率，是估出来的。年折旧率是根据前面两个数据算出来的，也就是说，假设这东西准备 20 年折旧完，20 年后预计残值为

5%，那么这 20 年里就要每年折旧 $95\%/20=4.75\%$

问题 13) 请教老唐，今天在看经纬电材公司 2014 年半年报时，其他非流动负债中数目较大，完全是由递延收益组成，比如“递延收益-小站厂区建设项目”，请问，这个递延收益怎么理解，就是递延所得税负债吗？

谢谢

老唐答：虽然原则上不回答涉及其他公司财报的情况，但这个问题主要是一个财报科目，解答一下。这个递延收益，指政府给的与资产相关的补贴，已经收到钱了，但项目还没有交工，暂时按照负债处理（类似于预收账款）。待交工以后，在资产的使用周期内确认成收入。

问题 14) 请教一下，P67 尝试将商誉去掉，看看负债率是否让你担忧。

商誉去掉负债就要增加吗？迷糊了。

老唐答：商誉去掉负债不会增加，但负债率会增加，因为资产减少了。负债作为分子不变，资产作为分母变小了，负债率就变大了。

问题 15) 你好，请教两个问题：

1.按照你书中对于生产资本和重资产的概念，貌似大部分房地产企业都应该划为轻资产类（对于地产企业，土地是存货而不是无形资产），然而看你举的例子又提到地产公司经营半天跟不上地价上涨的尴尬情况。那么地产开发到底属于轻资产还是重资产呢？

2.按照你的观点，重资产公司之所以不好，是因为存在大量的折旧摊销

等固定成本，使得生产经营弹性较差。而土地作为无形资产无需摊销，为何计入生产资产一并考虑呢？

老唐答：1.在我眼中，房地产企业属于重资产企业。参看 117 页。
2.生产资产这个概念，本就是老唐为方便读者理解而杜撰的概念，正规教科书上并没有这个分法，所以，你无需执着我为什么这么分。

问题 16) 老唐，你好，74 页说到 PB 作为估值指标，由于净资产本身容易造假，请问，你用什么指标进行估值？PE?还是其它什么秘密武器？谢谢。

老唐答：没什么秘密武器，都在书里了。说简单，我的估值体系可以简单到只用 pe：放眼未来企业一定不死+利润含金（现金）量高+保守估计三年后 15 倍 pe 卖出有翻倍的利润就可以买入了。~说难，难在两点，如何预计该企业一定不死+如何大致准确的估算出三年后的收益。

问题 17) 老唐您好，回过来再看到在建工程时，发现“重大在建工程项目变动情况”（年报 P74）表中，很多工程的工程进度都已经 100%了，为什么没有转入固定资产？按照注释，

“(十四) 在建工程：

在建工程的核算方法：各项在建工程按实际成本进行初始计量。

1、符合下列情况时，应将在建工程结转为固定资产：

- (1) 所购建的固定资产达到预定可使用状态；
- (2) 在建工程的实体建造工作已全部完成或实质上已经完成；

(3) 所购建的固定资产与设计要求或合同要求相符，可以正常使用，继续发生在所购建在建工程上的支出金额很少或几乎不再发生时。”

工程进度达到 100% 不是意味着符合了上述 (2) 的表述，需要转为固定资产？

老唐答：进度达到 100% 的，一般都应该转为固定资产了。你说的年报 74 页的表格里面，第四列的数字，就是当期转入固定资产的数字。后面进度标示为 100% 或 100% 以上的，这一列的数字通常会为第二列期初数字与第三列当期增加数字之和，这就表示本期末已经全部转入了固定资产。部分按照规则不能进入固定资产的费用，放在最后一列的待摊费用里，在以后财报期里进行分摊。

问题 18) 第一遍读完了现在读二遍，读的过程中又发现一些弄不明白的问题。68 页讲到费用资本化，其中一种就是说把研发支出列进长期待摊费用里算资产，而在 64 页不是说将研发支出列为管理费用，开发阶段支出在满足一定条件下可算进无形资产里，这不是相互矛盾了吗？另外如果开发支出不满足条件该放到哪里？

老唐答：不矛盾。都对，费用就是有多种处理方法，既可以作为管理费用支出，也可能被列为长期待摊费用假装变成一笔资产，还可以在一定的条件下计入无形资产。开发支出不满足条件的，一般应该进入管理费用里当做本期费用处理了。

问题 19) 老唐你好：

在茅台 13 年年报中 86 页有一个“(四十四)现金流量表补充资料”中，将净利润调节为经营活动现金流量显示，“固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧”增加了现金流量 5.2 个亿。

从表中看是把利润表中折旧的钱又加回到现金流量表中，是不是因为这些钱没有真的花出去，所以又加回来了。

但现实资产减值准备是 200 万，这个钱没花出去，怎么是负数了？
老唐答：是，没有花出去所以加回来。资产减值准备-200 万，代表之前提取的资产减值（常见的是坏账），今年又收回来了。请参看本书 145 页第三自然段解释。

问题 20) 老唐您好：

书 P67。在茅台 2013 年财报 P75，(十五)长期待摊费用，本期摊销额为 4,197,830.59 元。问，这笔摊销额是否在合并利润表中扣除了，具体表现在利润表中的什么项目中？

老唐答：是。销售费用和管理费用。

问题 21) 老唐您好：

看到营业费用，想到了折旧，折旧不计现金流出，但当期计提的折旧应从利润中去除。从茅台 2013 年财报 P72，(十一) 固定资产，1、固定资产情况，查本期计提的折旧费用为 5.20 亿元。

问 1，本期计提折旧费用为 520,481,867.72 元，单元格右侧的

30,845,964.01 元是什么意思，怎么理解？这笔钱除了在固定资产情况表里记录外，财报的主要三张表（资产负债表、利润表、现金流量表）能否查到它的记录？

问 2，见一、账面原值合计这一行，本期增加 22.50 亿元可认为在建工程转入或新购的设备，而右侧的本期减少 0.45 亿元代表什么意思？这笔钱除了在固定资产情况表里记录外，财报的主要三张表能否查到它的记录？

问 3，查财报 P81，（三十五）管理费用，期中固定资产折旧费本期发生额约 1.64 亿元，那么这个 1.64 亿元是否在 5.20 亿元以内？其余的 3.56 亿元是否扣在营业成本和销售费用之中，但茅台的财报没有再详细的给出？

老唐答：2）本期减少的资产，例如拆掉的房产、报废的汽车、处理掉的资产等等。报表里没有这笔资产的明细；1）对应本期减少的资产应该计提的折旧，这下子不用再继续折旧了。没有；3）是。是。

问题 22）老唐您好：

书 P67。在茅台 2013 年财报 P75，（十五）长期待摊费用，本期摊销额为 4,197,830.59 元。问，这笔摊销额是否在合并利润表中扣除了，具体表现在利润表中的什么项目中？

老唐答：是。根据待摊费用来源的不同，有些摊销在营业成本里的制造费用，有些摊销在管理费用里。

陪读 04：投资资产（上）p75~p84

请将《手把手教你读财报》75~84 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节涉及交易性金融资产、持有至到期投资和可供出售金融资产。对于非投资类或非控股类的上市公司，这部分内容其实不算很重要，但不太容易理解，尤其是持有至到期投资部分。不懂，就会让我们对报表产生莫名的惧怕（人类从来都怕黑），所以虽然不是很重要，也要搞懂它。

问题 1)p81 可供出售金融资产持有期间发生的减值损失和外汇汇兑损益。。。影响当期利润，这个怎么理解呢？前面介绍是卖出以后的收益才计入利润的？

老唐答：烦请以后提问，把页面表达准确。老唐找了半天，发现你问的问题在 83 页第一行。

可供出售金融资产持有期间公允价值的变化不影响当期利润，只有等卖出去的收益才影响利润。但持有的可供出售金融资产是外汇资产的，持

有期间由于汇率波动导致的汇兑损益，计入当期利润表。这个没有为什么，会计准则就是这么规定的，记住就可以了。

至于减值损失，规则说，有确切的证据证明公司持有的可供出售金融资产会发生价值损失了，就需要计提减值损失，这个减值损失也要进当期利润表，降低当期利润。这个“确切证据”，例如持股对象公司要破产了，高管卷巨款跑了，或者卷入一个金额巨大的诉讼并很可能要输等等。但很多时候，这也是根橡皮筋儿，公司是可以有一定主观弹性空间的。大致如此，不用去深究了。

问题 2) p76，每 1 元利润，会通过 n 倍市盈率体现为 n 元的涨幅。请问老唐这咋理解呀？这句话，老唐你想表达的意思是 1，上市公司每股 1 元的利润会通过 n 倍市盈率，体现 n 元的涨幅。2，上市公司持有的其他公司股票，且视为交易性金融资产的，该股票 1 元的利润会通过 n 倍市盈率体现 n 元的涨幅？个人觉得应该是前者吧。这句话是否能换种说法明确下，还是我理解错啦？求指教。谢谢。

老唐答：你的理解是对的。

问题 3) P78 表 2-2 第二年年底投资收益 104.1 是怎么计算来的 10% 的实际利率好像只能只计算第一年的投资收益

老唐答：用第一年年底的摊余成本余额乘以实际利率。顺带周知，79 页表格的「-250」，请手动删除。可能是做表的时候，自动求和带出来

的。第二次加印版本已经删除了。

问题 4) 唐哥，我阅读到了交易性金融资产这课了，同时我手中拿了一份上市公司报表边读边对照，发现了一个矛盾困惑我许久的问题。按照书中的讲解，期末交易性金融资产的损益是要以“加：公允价值变动收益”进利润表的，但是我拿到的这份报表这个项目却是直接画根横线。

具体情况是：这个公司在 2008 年度用闲置的货币资金购买了短期的银行理财产品，期间倒来倒去搞了很多期，然后到了期末以后有 3500 万的“交易性金融资产”要到 2009 年的 2 月份才到期，但是其在 2008 度的利润表中公允价值变动收益为 0，全部计入了投资收益，这是为什么呢？可否认为该公司不诚信？（PS.该公司只购买银行理财产品），望唐哥能收到该问题，不然我绕不过去了，谢谢！

老唐答：按照你的描述，这家公司的交易性金融资产全部是理财产品，那么该理财产品持有期间公允价值没有发生变动是正常的，持有期间获得的利息，计入投资收益是合理的。

问题 5) 求教 p83 看到可供出售金融资产是金矿还是地雷，特别想问您两个问题

1：您如何理解年报的滞后性(假如我发现是金矿)？

2：您如何判断当前股价是否已将这部分优势（金矿）体现出来？ 谢谢

老唐答：1.年报滞后，对所有人是一样的，想获得比较优势，只有持续

跟踪，在披露之前预判。2.极端情况容易判断（例如公司市值小于所持金融资产，或者金融资产巨幅下挫，公司股价尚未跟随反应等），金额不大的普通情况，不容易判断，也没有必要判断。

问题 6) 唐老师，我买了您的书，看到 78 页，表 2 - 2 第二栏投资收益为什么是 100 万元，而不是 110 万元或 90 万元呢，这 100 万元是怎么计算出来的了

老唐答：投资收益=上期期末摊余成本余额×实际利率。

问题 7) 对@唐朝 说：A 公司建一栋大楼 1000 万，分 20 年折旧，平均每年折旧费 50W，请问这 50W 从利润表和资产负债表中怎么看出来？

老唐答：在财报里输入“固定资产”或者“累计折旧”进行搜索，就会找到计提折旧的具体数字，例如茅台 2013 财报，就在财报 72 页，看本期计提折旧那一栏，就是你说的这“50w”。

问题 8) 求教：

1、P80 页倒数第 10 行，“这个方程，目的是为了寻找究竟什么折现率（ r ）可以让未来收到的金钱的总和折算到今天的价值，等于付出去的 1000 万元”。未来收到的金钱总和是 1545 万元，为什么要这算出 1000 万元？

2、P79 页，表格上方“实际利率的计算方法是将期间每年的利息折现，将最后可以拿出来的本金总数也折现，然后与现在投入的钱对比得出”。

其中现在投入的钱应该就是 1000 万吧？那为什么还要算 1000 万的折现率？

反复想了几遍也想不明白，希望能得到指教，谢谢！！

老唐答：不是要算出今天的 1000 万，而是要算出你实际获得了什么样的投资收益率，才使得你今天投资 1000 万，在未来五年里共计收到现金 1545 万元。举例说，如果你今天投 1000 万下去，明年收到 1545 万，那么你的投资收益率是多少？54.5%，对不？这时 r 就等于 54.5%。但是，由于这个 1545 万不是一次性给你的，而每年收到的钱，即便是同样金额，其价值并不相等（明年的今天给你 100 万，和后年的今天给你 100 万不等价），所以需要把每一年的收益，都反推出投资收益率。这个实际利率，实际上就是算投资者的投资收益率。

问题 9) 第 82 页 可供出售金融资产的公允价值变动不计入企业当期利润，83 页又说 债权类资产的减值损失，当减值迹象消失时可以转回利润表，增加当期利润，这两句话是否矛盾？是说从账面扭亏为盈就能计入利润表了？

老唐答：不矛盾。可供出售金融资产的公允价值变动不计入企业当期利润，但是计提的减值损失会算进当期利润表（作为资产减值准备），83 页说的是这笔减值。当减值迹象消失时，可以转回利润表（注意，仅限于债权类资产，权益类的减值不可以转回利润表）。

问题 10) 老唐，p78 表 2—2 每期以已回收成本值是怎么算出来的？还

有所购买债券与面值的差额不是由资本利得补偿回来吗，怎么还有一个每期收回成本呢？额，知识有限，别见笑

老唐答：计算方法在 79 页有：本期已收回成本=实际收到利息—投资收益。

因为购买价格和面值的差额，虽然最后一年才收回，但实际上它也是债券利息的一种形式。根据权责发生制，企业会计需要将其“匹配”在期间全部的会计年度（也就是书哦，虽然最后一年收回，但收益不能全算最后一年的），所以，才产生了这么一个计算方法。78 页上半篇有讲。

问题 11) 请问一下，P81 怎么判断出持有至到期投资是按面值价格购买的还是有折价或溢价呢？是在年报里会有说明么？一般大概会在什么地方注明呢？刚开始学习看年报，实在是不熟悉，麻烦了，谢谢。

老唐答：看两个地方的数字：1) 投资收益明细里该笔投资的投资收益数值；2) 现金流量表里取得投资收益收到的现金。这两者一致，就是面值购买的，也就是说计算出来的实际利率和面值约定利率相同（如果有因债务人付不起息拖欠造成的不一致，财报会披露出来的）。2013 财报里，这两个数值分别在 82 页和 50 页。另外，这些投资的详细情况，会在买入的那一年进行披露，当期找不到，就逐年向前追溯。

问题 12) 昨天刚看完您的书，随后在看[\\$潍柴动力\(SZ000338\)\\$](#) 的财报时遇到一个疑问，特向您请教。

在 p80 和 p81 项中，将长期股权投资的凯傲公司的“按照公允价值重新

计量所产生的利得或损失的金额”计算到利润表中。而你书中 p84 中说明长期股权投资中，无论权益法还是成本法，“只要没卖，其持有期间股票价格的变化，对公司当期利润没有任何影响”，我有点犯迷糊了。唯一能够解释的是，2014 年 1 月 15 日，公司行使期权购买 3.3%凯傲的股份。那么，每次买入或卖出股票（只要股权发生改变），所持股票价格将影响公司当期利润吗？谢谢！

老唐答：是由于新收购及一致行动人原因，导致了合并范围发生了变更，凯傲公司新进入了潍柴的并表范围。关于这种追加股权或其他原因导致由原非并表公司变成并表公司的，需要对原持有股权按照公允价值重新计量，公允价值和原账面价值之间的差额，计入当期投资收益。然后将原持有股权公允价值加上新买入股权的成本，合计算成长期股权投资成本。

陪读 05：投资资产（下）p84~p97

请将《手把手教你读财报》84~97 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了。重复提问=谋财害命；也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节涉及一个科目，长期股权投资、投资性房地产和买入返售金融资产。

几乎所有的上市公司，都有数量多少不等的子公司、孙公司，许多公司还有参股公司，因此，理解长期股权投资科目的核算方式，对看懂财报、尤其是搞明白合并报表与母公司报表的关系，至关重要。

这部分的重点，主要是权益法和成本法核算带来的不同影响；

另外非经营因素对长期股权投资的影响，不算重要，但不好理解，也是本节的难点。

投资性房地产，是一个常见的陷阱，重要但不难，一看就懂。

买入返售金融资产，浏览一下即可，不重要也不难。

问题 1) 有 2 处有疑问的地方，请唐兄确认一下。

1，P89，第四年丙公司的投资收益是不是应该为 0，投资收益应该放在第五年，因为因为有描述是“次年 4 月宣布每股分红”。

2，P90，下面的例子，“有公司甲，上年初有总股本 1600 万元”，这里应该是 1600 万股吧，下面：上市公司 A 占甲的股份为 30%，持有 480 万元股，应该是 480 万股吧。

老唐答：1.这里隐藏着一个实操规则，就是母公司必须收到子公司财报后，才会出自己的报表。因而，丙公司在制作自己的报表时，已经知道了甲公司的分红情况。

2.p90，总股本 1600 万元，或者总股本 1600 万股，两种表述都是正确的（参看 106 页表述）。“480 万元股”，确实是多了一个字。非常感谢。

下次加印时，我会将「1600 万元」修改为「1600 万」，将「持有

480 万元股」修改为「480 万股」谢谢。同时，94 页，买入返售金融资产标题下面的第四行，1 万元元，多了一个元字，请自行删掉。

问题 2) 求教 p96 如同你打高 1 分钱买 100 股中石油.....却能使中石油公司市值增加 18 亿元 比较愚钝 不理解 麻烦详细说一下 谢谢

老唐答：公司市值等于总股本×股价，假设此刻中石油股价是 8 元，卖一价格为 8.01 元，买一价格为 8 元。你打高一分钱，以 8.01 元价格进行买入 100 股，股价就会变成 8.01 元。股价提高一分钱（乘以中石油的总股本 1830 亿股后），市值立刻就提高 18.3 亿。（注意，本段写于九月，当时中石油股价 8 元左右）

问题 3) 求教老唐：p85 倒第二行 有 $44660-400=44260$ 万元 是不是代表母公司长期股权投资包含了子公司长期股权投资？ 合并报表里的长期股权投资=母公司长期股权投资-子公司长期股权投资？

老唐答：不是。不等于。母公司的长期股权投资，是母公司持有子公司的股权，不包含子公司对其他公司的投资。合并报表的长期股权投资，等于母公司长期股权投资，减去对并表范围内的子公司的股权投资（留下对不进入并表范围公司的长期股权投资）。

问题 4) 求教 P95，如一笔风险系数为 25%的同业资产，需要的银行自有资本仅占一笔风险系数为 100%的贷款的 1/4.因此 ,同样的自有资本，

银行就可能做 4 倍的业务。这个不太明白，可否举例说明下。

老唐答：别想复杂了。就是规则规定银行做业务必须要配比一定的自有资金，不能全部拿储户的资金玩空手道，即所谓资本充足率。比如资本充足率规定为不低于 8% 的时候，意味着银行自有资金做分子，业务总量做分母，比值不可以低于 8%。那么银行每 1 万元自有资金，就最多可以对应 12.5 万的分母。同时，银监会为不同风险种类的业务，规定了不同的风险系数，意思就是如果风险系数是 100%，那么就按照 100% 数额计入分母，如果风险系数是 50%，那么业务量的一半计入分母，如果风险系数是 25%，那么做 100 万业务，只需要按照 25 万算进分母里。

问题 5)请教老唐 ,p94 页最上面一段 :可不可以在这里简单介绍一下“反向收购借壳上市”交易，是如何实现买家、卖家角色转换的么？

老唐答：例如上市公司甲，向某公司乙发行大比例的新股，购买乙公司的资产或者乙公司下属子公司 A 的股权。看上去似乎甲是买方，乙是卖方。但事实上这就是我们说的借壳上市，公司乙才是真正的买家，而真正的卖家是公司甲的股东。

问题 6) 求教老唐，第 87 页“第一年：甲公司获得净利润 3000 万元，当年宣告每股分红 0.2 元，分派时间在次年 2 月”。这里是应该在宣告分派股利的时候还是在实际发放股利的时候调整长投的成本啊。

老唐答：在宣告分派股利的时候。但请务必要注意，公司分派红利，会有两次“宣告”，一次是年报里提出分红预案，一次是股东会通过方案后

宣告发放红利流程。调整长投成本，是在股东会通过方案后的那次“宣告”后。

问题 7) 请教老唐，A 公司持有 B 公司大量股票，B 公司 4 月 30 日公布年报，那 A 公司能提前出年报吗？谢谢

老唐答：看你的意思，应该说 AB 都是上市公司，按照现在的新规则，如果 A 公司将 B 公司股权放在长期股权投资科目里，通常来说 A 不能提前披露。因为无论 A 对 B 是控股关系，还是合营、联营关系，都需要知道 B 公司的当年利润，在 B 没有披露之前，A 进行披露，有违规嫌疑。如果不是放在长期股权投资科目，则不存在此问题。因为放在其他科目里，按照公允价值变动入账的话，无需知道 B 公司的经营收益。

问题 8) P88 页，计算 2 公司长期股权投资在第二年的核算。丙公司好理解，对于乙公司的长期股权投资资本，变成了 $5200 - 4000 \times 0.2 = 4400$ 万，是因为分红了吧？但是分红的钱是不是要算到本期（第二年）的利润里？看表 2-6，应该没有放在利润里，那那 800 万去哪里了？是直接放入到了现金类科目里面了吗？

老唐答：分红的钱不放在本期利润里，权益法核算，是按照子公司的经营业绩对应比例来算利润，与是否分红无关。第一年乙公司就已经算了 1200 万利润。这第一年的 1200 万利润，年底一分没拿到，相当于继续投在甲公司了，所以乙公司的长投成本会变成 5200 万。第二年，收到 800 万现金回到乙公司的现金账上，另外 400 万继续作为长期投资投在

甲公司，所以长投成本变成 4400 万（比第一年的 4000 万多了 400 万， $4000+1200-800=4400$ ）。然后当年公司又亏损……继续算下去即可。

问题 9）请教老唐，P93，既然 3600 万元购买 40% 股份，400 万的差额计入营业外收入；为何以 5000 万元购买 40% 股份时，多给的 1000 万元不计入营业外支出？

老唐答：买的比公允价值便宜，算买家赚了，计入营业外收入。买的比公允价值贵，算商誉计入资产而不是算买家亏了（计入营业外支出就等于亏了）。规则就这么规定的，当然，要记住前提，是非同一控制下的双方。至于为什么这么规定，你真把老唐问住了，真没想过。如果想到了，再回复你吧，你先记住规则得了😁

问题 10）请教老唐，问题 3 中您回答的（留下对不进入并表范围公司的长期股权投资）。这句话是说有些母公司的投资由于占股少等原因没有列入财务报表吗？不是每个投资过的公司都会在附注中标明吗？谢谢

老唐答：不是“没有列入财务报表”，而是继续以长期股权投资的身份在合并报表中存在（占股超过 50% 的，不再继续以长期股权投资身份留在合并报表上了）。

问题 11）老唐你好，1）p84 页的表 2-4 中，这其中关系哪几种可以作为长期股权投资？（看到你的问题解答 10 中，持股比例超过 50% 就不

放到长期股权投资，那会放到哪里？)。2)另外，其他类按照可供出售或交易性金融资产对待，这两种方式对利润表的影响不一样，如何确定公司是按那一类对待？多谢！

老唐答：1)前三种都是长期股权投资。括号里是你理解错了，持股超过50%的，在母公司报表里，列为长期股权投资。在进行报表合并的时候，这些子公司的全部资产负债都会合并进来，因此，在合并报表的长期股权投资科目里，将不再继续保留持有50%以上的股权。2)公司将其分类为可供出售金融资产或者交易性金融资产，会明确在财报里标注的，无需自己去“确定”。

问题 12) 唐兄，你好。P88 表 2-6，7，乙公司利润表里为什么不算分红？

老唐答：因为第一年的经营利润，乙公司已经算进自己的利润表（1200 万），而后的分红，只是对这笔利润（1200 万）中的一部分进行不同资产形式的转换（从应收股利转换成实收现金），并没有多“赚”，不能重复计算利润。

问题 13) 92 页上部分的例子，上市公司购买其同一控制下的公司的股权，不是很明白。虽然这样防止产生利润，但交易花的真金白银，还是会存在高买低卖利益输送对吗？

老唐答：是。毕竟账面价值同样可能被调控。

问题 14) 请问老唐，93 页上面两段，都是上市公司收购，为什么第一段出资高就确认营业外收入，第二段出资高就确认为商誉？

老唐答：第一段谈的是买家拿出来作为出价的资产与该资产在买家报表上的账面价值之间的差额，第二段谈的是交易价格与卖家拿出来卖的资产公允价值之间的差额，不是一件事儿。

问题 15) 又要麻烦老唐了，91 页的会计上将其视为卖掉了持股的 $\frac{1}{5}$ ，这个为什么不是 $\frac{1}{6}$ 怎么算出来的？我们投资者需要算吗，还是只看会计算出来的投资收益就可以了？

老唐答：原持股 30%，后持股 24%，等于卖掉了总股本的 6%。6% 占原持股的 $\frac{1}{5}$ 。投资者可以不需要算，只要看懂这计算过程，明白这个原理，知道投资对象股本的变动，可以产生投资收益即可。这种数字，通常财报还是会算的很靠谱的

陪读 06：负债及所有者权益 p98~p110

请将《手把手教你读财报》98~110 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节涉及负债、实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润，比较简单。

基本属于一看就懂、一学就会的级别，暂时无难点。

问题 1) P107 页，“资本公积金有两种情况例外：一是交易性金融资产和投资性房地产的公允价值波动”----请查验是否有误？

老唐答：无误。

问题 2) 107 页，请问老唐，非公开发行所得的资金，是不是必须全部计入资本公积，还是说可以选择计入也可以不计入。如果一家公司刚刚非公开发行，紧接着又拿非公开发行募集开来的资金全部计入资本公积，然后高分配，这样是不是别有用心呢，谢谢老唐！

老唐答：超过股票面值的部分，必须全部计入资本公积。非公开募集资金计入资本公积后，再进行转增股本，也不算别有用心。因为资本公积也只是拿来送股，不允许变成现金还给股东。送股，只是公司资本再实收资本和资本公积之间的调整，算不上别有用心，顶多算迎合市场喜好吧。

问题 3) 老唐，P105 专项应付款表格里的本期减少列的数字应该在后一列期末数上。竟然被我小白发现错误了哈

老唐答：感谢感谢。本来这种 pdf 文件，可以直接截屏上图，就不会有错误，但为了让大家读的时候，比较清楚，是全部手工录入的（pdf 截

图印刷出来不太清楚)，产生了这样的疏忽，还望各位见谅。各位请注意，105 页那张表格，本期减少栏目下面那列数字，应该右移在期末数那列上。

问题 4) 老唐，在看南山铝业 2013 年的报表 99 页的时候，在应收票据的分类里，有两个新的分类，一个是“期末公司已质押的应收票据”，还有一个是“因出票人无力履约而将账款转为应收账款的票据，以及期末已经背书给他方但尚未到期的票据情况”这两个科目如何解读，后一个无力履约的票据，是不是应当慎重的对待，表示这部分很可能成为坏账，且期中有个公司是应收前五。望老唐解答。

老唐答：我没读过南山铝业财报，不做观点判断，仅就这两个（其实是三个）财报科目做个解释。

期末已质押的应收票据：就是拿应收票据质押借款，是公司增加资金利用效率的行为；

因出票人无力履约而将账款转为应收账款的票据：这是到期的商业承兑汇票，未能获得兑现（见本书 42 页底部），只好将债务转为应收账款，其债权价值下降（参看 44 页第二小段结尾）。这种转换，往往是成为坏账准备的前奏；

期末已经背书给他方但尚未到期的票据：这种科目是将收到手的银行承兑汇票，作为支付手段给第三方了（就是拿去采购当现金使用了）。虽

然会计规则及法律规定，作为背书方（背后盖上自己的公章作为一种证明及担保形式），如果该票据不能兑现，将承担担保责任，所以必须在财报里作为一种或有债务披露，但实际上在天朝，银行承兑汇票是安全的，基本不可能最终承担什么责任的。所以，这只是个形式上的披露。

问题 5) 合并报表中的“归属于母公司所有者权益合计

(42,622,216,487.81) ”与母公司报表中的“所有者权益合计

(23,942,184,246.54) ”，两者为何不等呢？请老唐解释一下，谢谢。

老唐答：前者包含子公司净资产。后者只包含对子公司持股的账面价值，至于这部分持股，在子公司已经变成多少净资产，后者不计算。

拿茅台举例。合并报表会将茅台销售公司全部净资产 199 亿（2013 财报 17 页）算进来，然后对应去掉少数股东持股 5%，折合“归属母公司股东所有的权益”里就包含销售公司的净资产 $199 \times 95\% = 189.05$ 亿。在母公司报表里，所有者权益，对茅台销售公司的计算，就是 950 万长期股权投资成本（2013 财报 94 页）。

问题 6) 老大，书我已看完，陪读贴我也都翻了一遍，解决了我很多以前常年积压的困惑，非常感谢！后续我会一遍一遍的再看。关于有息负债，我仔细多遍翻看了书 99 页到 100 页，112 页到 116 页，以及对应的陪读贴，我想问的是有息负债就只有短期借款和长期借款之和吗？不仅仅限于茅台财报（茅台是 0）。以你经验详解有哪些科目之和构成有息负债？书和陪读贴说的不够让我详细。

老唐答：参看 99 页第二小段。任何公司财报的负债总额里，去掉经营性负债（各类经营活动中产生的应付 XX、应交 XX、预收款项）和分配性负债（应付股利、应交税费、递延所得税负债）之后，剩下的部分，就是有息负债。也可以简单记忆为，从负债里去掉所有带“应付、应交”字眼的科目（唯一的例外是应付债券），再去掉递延所得税负债，剩下的基本就是有息负债了。

问题 7) 老唐：茅台的资本公积母公司报表与合并报表差别不大，都是 13.7 亿，为什么有些公司差异很大？如中国玻纤 13 年报表：合并报表只有 12 亿，母公司却高达 45 亿。求教二者差别的原因，谢谢！

老唐答：虽然原则上不回答其他公司的财报问题，不过你提的这个问题属于比较专业的财务知识，答你了。这种合并报表资本公积远小于母公司资本公积的情况，一般是由于股份公司曾经发行股份收购下属子公司少数股东股权所致。规则非常复杂，老唐举个简单例子大体阐述一下：假设中国玻纤原持有下属子公司 A 的 51% 股份，老唐持有另外的 49%，A 的账面净资产是 10 亿。然后某日中国玻纤和老唐达成协议，中国玻纤按照 10 元一股向老唐发行 4900 万股中国玻纤的股票，换购老唐持有 A 的 49% 股份，将 A 变成中国玻纤的全资子公司。此时中国玻纤母公司报表里，会增加 $0.49 \times (10 - 1) = 4.41$ 亿资本公积。当制作合并报表的时候，将 A 公司全部资产负债合并进来的同时，需要抵消母公司报表里对 A 的长期股权投资成本和这笔 4.41 亿的资本公积。于是合并报表的资本公积就会比母公司的资本公积少 4.41 亿。

你可以自己顺着玻纤的财报往前找，看看是哪一年的母公司资本公积发生了巨大变化，那笔交易就应该在那年的报表里。（也或许是多笔子公司股权交易，需要你自己去查。原理一样）

陪读 07：速读资产负债表 p111~p122

请将《手把手教你读财报》111~122 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

这部分谈在理解了资产负债表科目后，拿到一张资产负债表，按照什么步骤进行阅读，以及关注的重心是什么，其中掺杂了老唐个人的一些投资理念。

理念和知识不同。知识对就是对，错就是错，理念却可以各持看法。请大家接触任何“理念”时，要保持怀疑的态度和独立思考的精神，严防被他人（含老唐）洗脑~

问题 1) 115 页，阅读扩展里，第三行：“23 亿元税收对应 69 亿元净利润（ $23/0.25 \times 0.75 = 69$ ），这个公式不太懂。0.25 似乎是 25% 所得税，

0.75 是啥？麻烦老唐有空时答疑解惑。谢谢

老唐答：所得税率为 25%，所以税收=税前利润 $\times$ 25%，而公司净利润=税前利润 $\times$ 75%，已知税收总额，求税后利润，便可以用「税收/25% $\times$ 75%」得出。

问题 2) p112 页，第九行 " 答案：差额部分分红掉了。 " 理解为 " 差额，部分分红掉了 " ；还是 " 差额部分，分红掉了。 " ？原因，我按唐的思路计算了 2012 年 2011 年的 和洋河的 2013 年的。我居然这么笨没有算出。请唐解惑，谢谢

老唐答：112 页原文为“差额部分分红分掉了”，你可能少看一个字，所以引起断句歧义。标准断句为“差额部分/分红/分掉了”

问题 3) 求教老唐：1：p117 倒第七行“公司某设备预期能用 5 年……忙活 5 年净利润一共就 500 万元，白干了“ 不是很明白

2：p119 第二行里这个比列显著高于社会资本平均回报率（6% $\times$ 2=12%）社会资本平均回报率为什么是 6% $\times$ 2 呢？ 6%哪来的 为什么要乘以 2 谢谢

老唐答：1，不知哪儿不明白，很简单，就是一个设备买来用，五年挣了 500 万，结果设备到期需要更换了，新设备涨价 500 万。这就是通胀对重资产行业的杀伤力。

2. 参看陪读贴 01 问题 24.

问题 4)求教;p 116 的 “有息负债/总资产” 的有息负债 我看了茅台合并报表，里面哪些是有息负债？ 短期借款质押借款是吗？还有 向中央银行借款、拆入资金、长期借款等 可以罗列一下哪些是有息负债吗？ 谢谢

老唐答：参看本书 99 页第八行开始的那一自然段。

问题 5) 115 页，阅读扩展里，&# 34;查看三季报净利润与年报净利润的差额，发现四季度净利润只有 53 亿出头。”唐兄，我查了一下 13 年茅台三季报，净利润是 116.6 亿，年报净利润是 159.6 亿，那四季度的净利润应该是 43 亿吧，不知道我算的对不对，还请唐兄核实啊。

老唐答：汗颜。校对了五六次，都没注意这个一年级数学错误。是的，是 43 亿。对应后面的“18”，应该修改为“15”，“5”应该修改为“8”。

问题 6) 老唐，P118 第二段末“企业的现金会像流进沙漠的水一样，被资产折旧迅速吸干。”，被折旧吸干？我的理解是，为了扩大再生产，总要投入变动成本进去，但货物卖不出去，收不到钱，变不成现金流入。那，现金应该是被存货吸干，而不是折旧吧？求指正！

老唐答：不是。此处不是为了说明货物是否销售的出去，是否收得到钱。举例子说吧：如果你已经投资了一条生产线 1000 万，假设每年折旧 100 万，这 100 万你要算进产品成本里去吧？但是，无论你是否生产，这 100 万折旧都是你的成本（钱你已经给了），假设你这条生产线每年产产品 100 万个，那么每个上面就会有 1 元的折旧成本。当市场产能过剩、

需求不足的时候，如果每个产品的原料等可变成本是 2 元，而市场买家只给 2.2 元采购价的时候，你是停产还是继续生产？厂家的现实选择都是继续生产，虽然每个产品亏损 0.8 元。这个时候，股东的资金，就损失在折旧上了，一年折旧 100 万，但一年满产只能拿回来 20 万，净亏损 80 万（如果停产，净亏损 100 万）。

问题 7) P115 页，阅读扩展里关于递延所得税资产的说明，6 亿元的内部销售损益产生的所得税（对应 24 亿内部销售损益）被税务局认为需要缴纳的所得税，会在次年一季度被冲抵掉。这部分 6 亿的内部损益是期末累计数阿，那相应的 24 亿内部销售损益也是累计数，不是 2013 年的，为什么所有的累计数都会在次年一季度冲抵掉呢？

老唐答：对茅台而言，所谓内部销售损益，主要就是指茅台股份公司销售给茅台销售公司的酒，和茅台销售公司销售给茅台其他子公司孙公司的酒。茅台酒的销售情况决定了，其销售周期一般最多也就个把月（最近市场的酒，常常就是三五天前下生产线的），所以，可以确定年末的内部销售，将全部在一季度变成对外销售，这部分递延将会被抵消掉。你认为是内部销售是全年累计，是误解。内部销售始终存在，只是因为营业是连续的，其每个季度底都会产生新的内部销售，产生新的递延，而其前面的递延，已经被抵扣掉了。

问题 8) 唐老师，122 页中，有息负债的利率是怎么算的，谢谢。

老唐答：喊老唐吧。有息负债的利率不用算，任何一家公司，借得每一

笔大额债务，都会在财报中披露（当然，一般是借款的那一年披露）借款利率，不知道的时候，就往回找。如果一定要自己算的话，可以用现金流量表里的“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”，减掉当年实施的分红总数，然后再除以公司有息负债总额，得出一个毛估估的大概利率。

问题 9) @唐朝 还是 112 页，分红分掉了，差额部分为 $151-86=65$ 亿，但前述分红只有 46.45 亿，这里又出了 18.55 亿的差额，书未看完，还未找出答案🤔

老唐答：这里说的分红分掉了，是指 2013 年度里实施的 2012 年的分红，大约 66 亿多，这是 2013 年给出的现金。而你说的 46.45 亿，指的是 2013 年的分红预案，这个将在 2014 年度拿钱出去。

问题 10) 老唐，又来麻烦您了，请教下，资产负债表应付薪酬项目附注内 A 本期增加是否是当年中的薪酬费用？B 本期支付为什么与现金流支付给职工的现金不一致？C 我以前算工资的方法是用负债表应付薪酬项当年的数额-去年数额加现金流来计算薪酬这样对吗？

老唐答：A 是；B 差异是在建工程涉及员工和离退休员工；C 对。参见 104 页。

问题 11) 求教老唐：

1) P115，“6 亿元的内部销售损益产生的所得税（对应着约 24 亿元的

内部销售损益)”，6 亿元如果（按这页上面的一个计算公式 $23/0.25 \times 0.75 = 69$ ）算应该是 18 亿元的内部销售损益，如果按 $6/0.25$ 则是 24 亿元的内部销售损益。没搞明白，为什么前面倒推净利润时要乘 0.75，而后面的则没有？

2) P116, 11 亿元的预收款有被税务局确认的销售，由此产生的所得税为什么没有被放进递延所得税资产？8 亿元的所得税差额，在递延所得税资产里只有 6 亿元。还有 2 亿元呢？ 谢谢了！

老唐答：1) 参看本帖问题 1 回复。算税后净利润，就乘以 75%（所得税率 25%）。算含税利润，就不乘以 75%。2) 参看本帖问题 5 回复

陪读 08：利润表的重点 p123~p131

请将《手把手教你读财报》123~131 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节谈到股价变化因素导致的不同投资盈利模式，以及合并利润表和母公司利润表的对比阅读。比较简单。

问题 1) P96 中提到投资性房地产以公允价值模式计量影响当期净利润，

但是在 P128 中投资性房地产公允价值变动不计入净利润，这两个表述有冲突，不知还是有其他的解释？谢谢啦。

老唐答：感谢@卡特的老虎 的细心阅读和思考。这个表述的确容易引起误解，其原因是这样的，最初老唐在雪球发表的部分，谈到投资性房地产时，除了书上的内容以外，还讲了非投资性房地产转换成以公允价值计量的投资性房地产行为对报表的影响。这个转换中，转换日的公允价值，如果高于账面价值，这部分不计入利润，而要计入资本公积里。原文见这儿 <http://xueqiu.com/8290096439/31337950> 第十条。

后来，在成书的定稿中，觉得这部分不是很重要，实践中也比较少见，就删掉了 96 页的相关表述，由此造成后面的连接上的空白。也就是说 128 页倒数第七段中表述的投资性房地产公允价值变动，指的是转换行为中带来的公允价值高于账面价值的部分。朋友们可以直接删掉“投资性房地产公允价值变动”，或修改为“非投资性房地产转换为投资性房地产的公允价值增值”。加印的时候，我会删掉。

问题 2) 利润那一章看完了，明白了营业利润到净利润的过程，但是在其他地方老看到别人说折旧摊销息税前利润，这个利润指标有啥意义呢？

老唐答：除了杠杆收购者以外，其他人关注这个折旧摊销息税前利润（EBITDA）毫无意义。查理芒格曾公开说过，ebitda 就是🍌。做投行

的，也许还可以用它写点论文，对普通投资者而言，别自找烦恼了，忘掉它吧！

陪读 09：创造利润的过程 p132~p150

请将《手把手教你读财报》132~150 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

这部分很重要，但不难。稍微注意一下以下几处即可：

理解权责发生制与收付实现制造成的区别，

营业收入需要关注确认原则，

资产减值损失的陷阱。

142 页上面表格里有一个无关紧要的字打错了，自己改一下：城市维护建议税，应该为城市维护建设税。（见谅，这个图表本可以直接截屏 pdf，但为了让大家的阅读清楚、赏心悦目，专门请了人输入成 word 文档，输入中的小错误，没有校对出来）

问题 1) 请问老唐，茅台 13 年消费税 19.31 亿，从你书中得知，为合

理避税，所以母公司用成本价卖货给子公司销售

1.这个 19.31 亿如何计算的？

2.为规避消费税，能否比制造成本低的价格（即亏损价）卖给子公司销售？

老唐答：1.从避税的原则上考虑，公司会大体按照售价刚好能覆盖制造成本+母公司费用+各类税收的定价，售与子公司。也就是大体保证母公司除投资收益以外，其他部分基本持平（或略为亏损），只产生很少（甚至为零）的企业所得税为原则。

2.理论上，母公司当然可以定任何价格卖给子公司，但事实上，有两个条件会限制这个问题，其一是一家公司若长期做成亏损，不缴纳所得税，当地税务局会来找麻烦（自己开过公司的，都有经验）。其二是 2009 年 8 月 1 日实施的《国税函[2009]380 号 加强白酒消费税征收管理的通知》明确规定了“白酒生产企业销售给销售单位的白酒，生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70%以下的，消费税最低计税价格由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格 50%至 70%范围内自行核定。”当然，由于消费税是国税，实践中，还有很多中国人善于使用的活动余地，就不在这里说了。

问题 2) P146 页，第二段，“投资收益。。。。”，里面没有提到权益法下的长期股权投资，所以我想确认下，权益法下的长期股权投资是进入利润表的投资收益的吧？

老唐答：是，持股比例乘以被投资对象的经营收益，计入投资收益。

问题 3) 老唐：书中“净利率并不是公司挣到的钱”（ 149 页）部分，你谈到经营现金流净额除净利润，比值连续大于 1 是发现印钞机的概率大，而连续数年远小于 1 需要警惕，我按茅台 13 年报计算一下，贵州茅台 2013 年此项比值也只有 0.79，这样好的企业还超不过比值 1，那符合其条件的可能不多吧，如果这样此比值公式实用性就不高了。或许是我理解错误，请指导。

老唐答：1) 比值连续大于 1，发现印钞机的概率大。并不意味着比值小于 1，就不是印钞机，这个逻辑关系，要先弄清楚；

2) 茅台公司 2013 年财报经营现金流情况的确是史上最糟的，因为 2013 年的营收和利润，靠 2012 年收到的预收款调节的。我专门有过一篇文章分析过，大概叫“2014，茅台的倒春寒”你可以搜来看一下；

3) 看这个条件，要连续看多年的，不能靠一年进行肯定或否定。该条件只是提供了一种思考路径。

问题 4) 请问老唐:137 页说营业成本是资产负债表里搬走存货的价值，我用存货的期末减年初是 21.7 亿，但财报利润表里营业成本是 21.94。差的这 2000 多万是什么。

老唐答：这两个数字的关系不是这么看的，它们只是恰好数字接近而已。假设期初的存货是 A，本期内可以大致看作生产了 21.7 亿+21.94 亿，然后卖掉了 21.94 亿，导致期末存货变成 A+21.7 亿

陪读 10：速读利润表 p151~p158

请将《手把手教你读财报》151~158 页的疑问，发在此贴的评论区；
发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋
财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，
能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种
反哺吧。谢谢。

利润表是一份特别简单的表，本节谈到拿到一张利润表，需要特别关注
的四个要点。

强调：四个要点也是老唐的个人“理念”，请独立思考是否适合你

陪读 11：现金流量表拆解 p159~p174

请将《手把手教你读财报》159~174 页的疑问，发在此贴的评论区；
发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋
财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，
能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种
反哺吧。谢谢。

这一节里有个难点，不容易理解。是 166~169 的净利润角度的现金流量表。

难就难在加减号互换，容易让人头晕，仔细想清楚加一个负值和减一个正值是一码事儿。

本节重要的内容反而不难，就是 170-174 页关于现金流量表中的关键数字。

问题 1)老唐 ,您好 !P168 页表 4-1 中的财务费用-17474.78 ,-89497.15 是否应该去掉负号？期待您的回复，谢谢

老唐答：感谢@yellowitom 的细心。是的，这里是老唐疏忽了，抱歉。大家把书上 168 页表 4-1 的“减 利息收入 ”一栏后面两个数字的负号去掉。@Jessica_yan

问题 2) 唐兄谢谢你的回复！P174 最后一段，现金流量表中最后的数与货币资金怎么不等？这是怎么回事？

25,185,009,331.68≠21,991,742,237.67？哪里理解有问题吗？

老唐答：回看 34 页~37 页“货币资金的详细构成”一节，专门讲的就是这个问题。

问题 3) 老唐，p171，经营现金流净额/净利润，比值越大越好，我观察泸州老窖 2013 年经营现金流净额比 2012 年少了很多，经营现金流净额/净利润的比值从 2012 年大于 1 减少到 0.34 除了预售账款减少外，是不是就是应收票据的导致的，应收票据的增加，或者占比比较多怎么

看企业？

老唐答：是。应收票据增加或占比大应该怎么看，请参照本书 43 页内容。

问题 4) 老唐你好！有个小疑问，172 页中“理想数据（销售商品、提供劳务收到的现金）应该是营业收入的 1.17 倍。或者加上应收票据里的银行承兑汇票后，是营业收入的 1.17 倍。”这句，为什么要加上银行承兑汇票了？如果上一个财务年度有银行承兑汇票，这个年度也有，不是应该加上这两者的差才对么？

老唐答：因为银行承兑汇票基本相当于现金。是的，严格来说，应该加上当年增加的银行承兑汇票额，不过这个数据本就是毛估估（大于 1 就算不错的），无需太过精确。

问题 5) 老唐，166 页，您说现金流量表不是并不是统计公司现金流的结果，而是从利润表和资产负债表里推导出来的。但是现金流量表不是按收付实现制编制的吗，为什么不按实际收付来统计现金流量表而是按利润表和资产负债来推导现金流量表呢？如果是推导出来的，这是不是代表现金流量表也基本是个不靠谱的数据呢？

老唐答：理论上说，应该是统计公司所有现金进出，来完成现金流量表。但由于一家上市公司一年的现金流数据实在太过庞大，所以这个工作量对于公司财务而言，不容易完成。于是实践中，大家就先统计出投资和筹资活动现金流（这种一般都是大数目且笔数不多），然后通过利润

表和资产负债表来反推经营活动现金流。通过 165 页所表述的流程，将权责发生制转换成了收付实现制。

逻辑上说，只要资产负债表和利润表是靠谱的，现金流量表也就靠谱了。当然，操作中如果有错误发生，也可能发生前两张表对，而现金流量表错的情况，因此书中说到，现金流量表最可靠的数据是期初期末（这个数据都是银行对账出来的，不会错）及差值，其他数据的可靠性要排在另外两张表之后。随着现金管理水平的不断提高，当前用软件系统自动统计每个账户和每笔流水，变得越来越容易了，也有些公司的现金流量表开始按照流水统计出结果了。

问题 6) 唐老师您好，请问利润表中的“营业总收入”是不是要大于现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”？谢谢

老唐答：不一定。大于、等于、小于都有可能。一般来说，持续出现"利润表里营业总收入<现金流量表销售商品提供劳务收到的现金
&# 34;的企业，通常都属于比较有竞争优势的企业。

问题 7) 问题 6 想不太明白，打比方，销售收到了 15 元，总收入怎么才 10 元，感觉不对头。

老唐答：按照你的比方，一家企业营业总收入 10 元，销售收到现金 15 元，那么数字背后的经营情况就是：该企业不仅全额收到当期产品的销售收入 10 元，同时还全额收到代收的增值税 1.7 元，另外还有没发货但预收了客户 3.3 元现金。

问题 8) 这下明白了，唐老师讲的透彻！！有家企业连续多年营收小于销现，营收也连续多年下降，这样的话，它的产品究竟有没有竞争力？

老唐答：如果连续多年都能收别人的预收款，同时出现营收连续下降，那是非常反常的财报现象，需要根据行业和企业情况进行分析和质疑。理论上说，既然可以连续预收客户的预收款，说明产品或服务很受欢迎，企业要么会增产满足需求，要么会提价应对。这两种情况都应该对应营收和利润的增长才对。

问题 9) 老唐，第 173 页，有这样一句话，“简单起见，投资人一般会直接用经营活动现金流净额减去投资活动现金流净额来作为自由现金流数值。”请问为什么是“减去”而不是“加上”？投资活动现金流净额表现为正，难道不增加自由现金流吗？是不是我理解错了。

老唐答：你理解的没有错，是我的表述太过口语化，引发的误解（口语中一般说投资净额，指的是投出去多少钱，而报表上恰恰相反，如果投资活动现金流净额为正，是说收回来多少钱）。正确的表述参看 205 页倒数第六行，也可参看陪读 15 的问题 2。谢谢你发现了这个问题，我应该在投资活动现金流后面加个“出”字。

问题 10) 第 172 页第一行说经营活动现金净额持续小于净利润，有可能是赊销或存货大量积压导致，赊销容易理解，但是存货积压不太理解，难道存货也会结转营业收入吗？谢谢老师

老唐答：存货是用“经营活动现金流出”换来的。

问题 11) 老唐您好：

书 P170-171。在书中有经营活动现金流净流量与折旧摊销比较。从 2013 年财报查，经营活动现金流净流量为 126.55 亿，折旧摊销=固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销=5.20+0.32+0.04=5.56 亿。

问 1，这么计算折旧摊销对吗？

问 2，查财报 P75，（十四）无形资产，本期摊销额为 31,617,810.78 元。而财报 P81，（三十五）管理费用，表中的本期无形资产摊销为 31,690,477.46 元。这 2 项都是无形资产本期摊销额，为什么不一致，后项是否包含前项，是否代表不同含义？

老唐答：1.对。2，对于茅台数百亿规模的营收而言，我一般省略百万以后的数字，所以几万元级别的数字，我没仔细关心过。推测是有几万元待摊费用中的无形资产部分算进来了。

问题 12) 老唐您好：

书 P168-169。修改后的现金流量表，在书上，有 1 段话：第 2 步，把净利润里跟经营活动无关的收入一律减去，如投资收益，募集资金在专户的利息收入。查茅台 2013 年财报 P85，募集资金利息收入为 17,474.78 元。

问 1，查 2013 年财报 P82，（三十六）财务费用，利息收入为

429,509,360.86 元，那么 17,474.78 元是否包含在 429,509,360.86 元之内？如包含在内，除去 17,474.78 元之后的利息收入应与经营活动有关，那么这剩余的利息收入与什么经营活动有关？

问 2，如果茅台 2013 年财报中有利息支出，那么在从净利润推导经营活动现金流净额时是否应将与经营活动无关的利息支出加回？还有什么经营活动会产生利息支出？

老唐答：1.包含在内，剩余的利息收入就是公司存款带来的收入。2.茅台公司利润表里的利息支出，是茅台财务公司吸收存款的支付的利息，属于企业的经营活动现金流出，已经包含在净利润的成本范围内了，无需加回。

陪读 12：企业现金流肖像及速读 p175~p186

请将《手把手教你读财报》175~186 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

这部分是老唐比较得意的一节，自认写的挺好玩的。不但没有难点，而

且相当实用，属于一看就懂、一学就会，立刻就可以上手应用的兵器。
看到“七省文状元兼参谋将军，绰号对王之王的对穿肠”，70后80后，
应该都会会心一笑吧。向大师致敬😊

另外一部分是现金流量表的快速阅读，谈了现金流量表里的重点，三种现金流的异常现象，以及利用现金流量表寻找优质企业的方法，都不难懂。

问题 1) P183 经营现金活动现金流量中的异常现象的第二条，书中表达的意思：应付账款和应付票据增加，导致经营活动现金流量净额变为正。我个人理解是：由于应付增加，计提增加，导致经营现金流量净额为正，这样理解正确吗？

老唐答：与计提无关。简单理解，就是大量拖欠供应商的款项，从而减少经营活动现金流出。在经营活动现金流入不变的情况下，减少了经营活动现金流出，就增加了经营活动现金流净额，但常识告诉我们，大量拖欠供应商货款，往往是企业现金流链条断裂的前兆。

问题 2) P184“经营活动产生的现金流量净额>净利润>0”这个基本条件怎么理解呢？我个人有个疑问，一个企业能够实现这个条件吗，总感觉是净利润一定是 $\geq$ 经营活动产生的现金流量净额。如果大量计提折旧提高资产减值损失就可以做到呢？

老唐答：很多企业都可以做到经营活动现金流量净额 $\geq$ 净利润的，例如

长期有预收款的企业，茅台、五粮液、古井贡、格力、万科、保利等，或者资产折旧长期比较高的企业，例如国投、川投、长电等。

问题 3) 唐老师好，我用老师书本的知识检测格力电器，发现格力销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入基本保持在 0.6~0.7 之间，而销售商品、提供劳务收到的现金+应收票据基本等于营业收入，历年基本如此。

因此想请问一下，应收票据同样作为货款支付方式在现金流量表中是如何体现的？应计入哪个科目？是在收到票据时计入还是票据兑换或贴现为现金时计入？谢谢！

老唐答：应收票据支付，在现金流量表中不体现。现金流量表只有在票据到期收到现金，或者公司进行贴现得到现金的时候计入。这种票据背书转让支付给他人的行为，在财报附注中会在应收票据的附注里说明。一般会列明“背书转让尚未到期票据”或“期末已质押应收票据”等详细数据。你可以搜索查看。

问题 4) 请教老唐 P184，投资活动产生的现金流量净额 <0 ，且主要是投入新项目，而不是用于维持原有生产能力。这个怎么判断是不是用于维持现有生产能力呢？现有生产能力的维持是不是可以认为就是跟固定资产折旧的数额呢？

老唐答：无需算。1) 当年如果有新的投资项目，公司都会有投资公告发布的，例如茅台 2014-3-25 的公告；2) 可以看财报里“在建工程”支

出情况（2013 财报 73~74 页）和投资现金流出情况，就能知道公司的投资，究竟是搞新项目还是维持原有生产能力了。

问题 5）老唐，你好，看完现金流量表相关章节后，有个问题：公司发行股份募集资金收购股权，是属于筹资活动现金流出吗？

老唐答：发行股份募集资金，算筹资活动现金流入。收购股权，算投资活动现金流出。

问题 6）老唐您好：

书 P178。在书上，有 1 段话：对于“+ - -”奶牛型企业，关键是看经营活动现金流入量，减去投资活动现金流出，再减去不包括分红在内的筹资活动现金流出，差值是正是负。

问，是否是这样计算，差值=经营-投资-筹资+分红，分红值取 2013 年分红值（46.45 亿元），还是取 2013 年年内的 2012 年分红值（66.64 亿元）？

老唐答：是。取年内实施的 2012 年分红数额。

问题 7）你好，老唐：正拜读你的书，P185 页你留的问题答案是什么？

谢谢

老唐答：预收

陪读 13：综合阅读三大表 p187~p194

请将《手把手教你读财报》187~194 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节谈综合阅读三大表技巧和步骤，个人经验成分居多。

问题 1) 老唐好，请问 185 页文末小提示用来调节利润的负债是否指的是营业税金及附加？两者间波动原因请解释一下，谢谢。

老唐答：不是。是预收账款。

问题 2) 193 页第二段，结尾的：“且最好是经营活动现金流净额大于净利润，以及括号里的内容”，是否去掉更贴切些？增值税在经营活动现金流支出里就去掉了，这里经营活动现金流净额应该是不受增值税影响的，我的理解对否？

老唐答：不对。两个原因：1) 由于净利润里扣掉了折旧摊销等非现金支出，优秀企业理论上应该是持续的经营活动现金流净额大于净利润；2) 增值税不一定在本期内全部完成缴纳，可能部分会变成“应交增值税”，从而影响经营活动现金流净额

陪读 14：财务指标分析 p195~p203

请将《手把手教你读财报》195~203 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

涉及如何用财务指标进行企业分析的书，太多了，不是老唐这本书的重点。老唐简单的用了八九页纸，框架性的谈了利用哪些财务指标可以对企业进行安全性分析、盈利能力分析、成长性分析、管理层能力分析，并拆分了杜邦分析体系，谈了对企业分析的重点。算是给朋友们搭个架子，便于后续学习。

问题 1) 请教老唐，200 页上面，存货周转率越高，存货占用的资金越少。糊涂了。营业成本不就是存货吗？和资金有什么关系？

老唐答：营业成本是当期内卖掉的商品，存货是截止当期末没卖掉的商品。没有卖掉的商品，不是捡来的，所以自然要占用公司资金咯。

高存货周转率意味着同样的销售，占用资金更少。举个简单例子说吧：你开个小店，今年完成了 100 万的销售收入，累计进货成本 50 万。这 50 万有两种情况，一种是你一次性进货 50 万，到年底卖完。另一种是你每次进货 10 万，卖完又进货。存货周转率前者低后者高，很显然，后者占用你的资金更少。

问题 2) 老唐您好 :

书 P196。在书上 , 有 1 段话 : 安全性指标只需一个就够了 (自己用的 , 没名字) , 即 : $\text{现金及现金等价物} \div \text{有息负债} \geq 1$, 或适度放宽为 : $(\text{货币资金} + \text{金融资产净值}) \div \text{有息负债} \geq 1$ 。

问 1 , 现金及现金等价物是否为财报上的期末现金及现金等价物余额值 ? 例茅台 2013 年财报 P51 , 现金及现金等价物为财报上的期末现金及现金等价物余额值 219.92 亿元 , 这样对吗 ?

问 2 , 有息负债指什么 ? 以茅台 2013 年财报为例 , 有息负债是否为短期借款、向中央银行借款、吸收存款及同业存放、一年内到期的长期借款、长期借款、应付债券之和 ? 不同的公司 , 有息负债计算是不是有差别 ?

问 3 , 货币资金是否为财报合并资产负债表上的货币资金项目中的值 ? 例茅台 2013 年财报 P42 , 货币资金值取期末余额 251.85 亿元 , 这样对吗 ?

问 4 , 金融资产净值是否指财报中应收票据中的银行承兑汇票 ?

老唐答 : 1.是 ; 2.参看陪读 06 问题 6 ; 3.是 ; 4.不止。还要算上企业拥有的其他金融资产 , 例如交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、买入返售金融资产 (若有)

陪读 15 : 利用财务数据估值 p204~p20

请将《手把手教你读财报》204~209 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

《安全边际》的作者、著名投资大师赛斯.卡拉曼说“虽然存在许多用于企业价值评估的方法，但我发现只有三种方法是有用的”。本节就介绍了这三种估值方法的计算及其要点。

关于现金流折现法，建议大家可以先看看老唐去年 3 月 7 日发表在《证券市场周刊》上文章 <http://xueqiu.com/8290096439/28126934> 一定要理解，现金流折现法，是一种非常重要的思维方式和思考路径，但并不是一种准确的计算方法，不要过于执着于计算公式了。

问题 1) 请问 P206 中的永续价值，这个对于茅台来说问题小，但是对于美的集团之类的消费品，永续价值如何估算呢？

老唐答：永续价值，跟公司产品无关，跟公司可以赚到多少自由现金流有关。只要你能估出企业未来的自由现金流，销售任何产品的企业，均可以计算永续价值。反之，则销售任何产品的企业，均无法计算永续价值。

问题 2)p205 页 19 行是“经营现金流入净额-投资活动现金流出”或是“经营活动现金净额-投资活动产生的现金流量净额”？

老唐答：书中表述是正确的。投资活动现金流净额，不仅包括投资活动流出，还包括投资活动流入。书中的意思，是经营活动挣的钱，减去投资花出去的（不考虑投资活动收进来的现金），剩下的就是自由现金流。另外，提醒你一个小错误，如果要考虑经营活动现金流净额与投资活动现金流净额的差值，不能用减法。因为投资活动现金流净额如果体现为净流出的话，在报表上表现为负值。也就是说如果企业经营活动挣了 100，报表上显示为净额 100。如果企业投资活动投出去 60，那么报表上显示为-60。因此，如果想算挣回来的和投出去的之间的差值，要用加法，而不是减法

陪读 16：股东权益表及附注 p210~p22

8

请将《手把手教你读财报》210~228 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

股东权益表，老唐个人认为都是前面重复过的内容，看不看关系不是很大。如果晕的话，跳过去也无妨。附注是财报中非常重要的部分，同时内容又特别多，容易看晕。本节介绍了附注中着重需要关注的部分。

问题 1) P218 “ $D+E+F+G+L=$ 期末所有者权益总额”为什么不是“ $D+E+F+G+H=$ 期末所有者权益总额”？我觉得应该是后者才对呀？

老唐答：因为 H 包含的四项中，IJK 都是在公司内部的科目调整，即没有钱进公司，也没有钱出公司，所以不影响所有者权益的多寡。假设 L 为零（当年不分配）的话，则 H 项其实已经包含在 E 里面了，不需要再加一次。而 L（分红）则是实实在在减少公司报表上所有者权益的动作（把钱从公司转移到股东手上了）所以，需要减去（即加上负数）。

问题 2) p217,最后一句话，我记得资本公积金可以转增股本而盈余公积应该叫送股吧，因为这是分红，说法上跟资本公积不一样，对吧？

老唐答：是的，习惯上我们把资本公积拿来送股叫作转增股本，而把盈余公积送股叫做送红股。但这只是习惯叫法，其实质上，两者都是将所有者权益科目下的非股本科目“转”到股本科目下“增”加公司股本的行为，即“转增股本”。

问题3) 请问老唐：我是读第2遍了，受益匪浅。P226页。股份支付”员工购买期权内包含的股权，所支付的金额，计入所有者投入和减少资本科目。

但上一段话说的是按规则需要从利润表里扣除。有点晕。并且如果从利润表里扣除的话（因为算费用）算在管理费用科目吗，那上市公司为员工购买的股权花的钱请问支付给了谁了？还望详细答复！多谢

老唐答：股权激励的会计处理以及背后的逻辑比较复杂，但可以这么简单分成两部分理解：首先是员工以当前市价入股，这部分计入所有者投入，和对外增发新股是一个道理；然后是公司拿员工实际买价和市价之间的差额，当作奖金支付给了员工，这部分计入管理费用，减少公司当期利润（由于一般不是当时就兑现，所以究竟差额是多少，计算公式会相当复杂，但搞明白这个公式，对于普通投资者意义不大，明白股权激励是一种管理费用的逻辑就可以了）

陪读 17：管理层的汇报 p229~p251

请将《手把手教你读财报》229~251页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种

反哺吧。谢谢。

管理层的汇报是财报里容易被忽略的金矿。本章阅读应该不难

陪读 18：财报操纵手法 p252~p265

请将《手把手教你读财报》252~265 页的疑问，发在此贴的评论区；
发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋
财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，
能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种
反哺吧。谢谢。

本节用大量资本市场真实上市公司操纵报表的案例，展示了上市公司操
纵收入、费用和现金流的常见手法共计三十余种。

本章涉及的财务操纵公司，书中用字母代替，此处放上字母与公司的对
应：

L=绿大地，M=美华地（绿大地秘密控制的空壳公司，非上市公司），
X=新大地，
G=广汇能源，
Z=紫光古汉，
K=康芝药业，

S=三峡新材。

问题 1) P259 , “将费用暂时挂在应收账款或预付账款科目”, 这个是怎么操作的? 预付账款还可以想象, 应收账款, 怎么操作? 能举个例子吗?

老唐答: 好, 举个简单的例子: 你们公司让你领了 100 万去采购某物, 你领了钱买了东西, 交了发票, 是不是公司当期就应该产生费用了? 为了将费用推至未来, 增加当期利润, 公司财务把你交来的发票, 往抽屉里一锁。报表上显示“应收款 周而复始支备用金 100 万”, 这笔钱就变成当期的资产, 不用从利润表里当作费用扣除了! 搞定。

问题 2) 老唐我都快看完了, 又卡住了。。。

259 最下面上市公司 K, 销售过程中支付的回扣提成无法取得发票是为什么啊? 怎么又按照预付款挂账了? 后面用公司其他款打回公司也没搞懂。这整句话都好难啊, 只好麻烦老唐了, 谢

老唐答: 假如你是某公司采购员, 我是上市公司销售。1.我卖 100 的东西给你的公司, 给你个人 15 回扣, 你不会也不能开发票给我; 2.那么我公司做账, 有 15 元成本就没办法体现, 毛利润就虚高; 3.财务上不能做不平帐, 于是记录预付款 15; 4.预付也不能老挂帐啊, 哪家企业预付几个月乃至几年, 审计师都要起疑心的。所以公司需要过一段时间找一笔钱以退回预付款名义, 冲销预付款。然后再想办法(例如重新预付或者做高采购)把找的钱又还上; 5.这样, 上市公司实际上是虚高利

润，虚增资产，虚减费用，虚减经营活动现金流出额。这样说，可以明白吗？

陪读 19：财报操纵留下的痕迹 p266~p274

请将《手把手教你读财报》266~274 页的疑问，发在此贴的评论区；发帖之前，请先看主贴中是否已经有相同提问的回答了，重复提问=谋财害命；

也希望路过的高手以及一起阅读的朋友，看见评论区还没有回答的问题，能答的顺手就答了吧。咱们都受益于互联网，受益于雪球，这也算一种反哺吧。谢谢。

本节介绍了前一节中出现的操纵手法，会在三大表哪些科目中留下什么样的痕迹，以及如何识别并回避它们。主题和篇幅所限，比较框架，算是给朋友们搭个继续深化学习的纲要。

从 252 到 274 页的关于财务欺诈和反欺诈部分，是本书写作中耗时时间最长，写的最累，最后删除最多的章节。原因嘛，相信“你懂的”。好在基本精髓都在，希望大家读的不困难。

问题 1) 老唐您好：

书 P273。在书上，有 1 段话：通过应付职工薪酬的预提，尤其是....

体现在财报上，除了应付职工薪酬的余额波动大以外，递延所得税资产增加也很大（税务局不认可这笔职工薪酬）。

问，什么叫应付职工薪酬的预提？预提操作后，为什么递延所得税资产增加也很大？这段话不太明白，请老唐辛苦解释一下？

老唐答：企业年末财报计算了大笔年终奖、效益工资等，就减少了公司报表利润。但税务局说要这些钱要实际发放时，才能从企业所得税里扣除，所以这笔钱暂时不能算公司的支出，要按照所得税率纳税。公司交了钱以后，这部分税收就相当于预先交给税务局了，算暂时放在税务局的一笔资产，叫做递延所得税资产（参看本书 69~73 页讲解）。

陪读 20：总结和读后感汇总区

这里留给大家灌水，对本书的看法，阅读后的感受，或者财务学习中的一些思考，实战里的感受等等……，随便聊吧，当个摆龙门阵的休闲茶座对待。对于一些比较有思想有内涵的评论，老唐会拷贝在这里，跟更多的朋友分享。

关于分红扣税政策的科普

这些日子分红的公司比较多，很多朋友问分红扣税的政策，统一回复一下：

1) 分红的时候，通通不扣税；

- 2) 等你卖出股票时，算你的持有时间（自你买进之日算到你卖出之日的前一天，下同）超过一年的免税。去年 9 月之前的政策是满一年的收 5%。现在执行的是去年 9 月份的新优惠政策：满一年的免税；
- 3) 等你卖出股票时，你的持有时间在 1 月以内（含 1 个月）的，补交红利的 20% 税款，券商直接扣；
- 4) 等你卖出股票时，你的持有时间在 1 月至 1 年间（含 1 年）的，补交红利的 10% 税款，券商直接扣；
- 5) 分次买入的股票，一律按照先进先出原则——对应计算持股时间；
- 6) 信用账户，我没玩过，不知道咋扣的，应该是一样的；
- 7) 当日有买进卖出的（即所谓做 T），收盘后系统计算你当日净额，净额为买入，则记录为今日新买入。净额为卖出，则按照先进先出原则，算成你卖出了你最早买入的对应数量持股，并考虑是否扣税和税率问题

两投搬砖的那些事儿

老唐对两投的大致估值：

国投是雅砻江 52%+80 亿估值火电

（火电部分其实跟上海电力差不多，但市场激动了，给上电 600 亿估值



川投是雅砻江 48%+0

（大渡河部分抵雅砻江控股权折价，其它算母公司费用，估值为零）

保守估算，雅砻江 1500 亿左右合理值，

因而两者的合理偏差为 $1500 \times (52\% - 48\%) + 80 = 140$ 亿

偏离这个数值一定范围，就是搬砖党出没的区域。

一定范围是多大，那是市场情绪的事儿，只能模糊乱猜。

老唐个人是 100~300 亿区间不动。出了这个区间，戴上手套开工。

纯属个人简陋看法，仅供参考。

至于一致行动，老唐的态度是不主动不拒绝不负责。

至于雪碧，多多益善，来者不拒.....啦啦啦~

手把手玩转分级 A（上）

（老唐注：本文于 2015 年 7 月 17 日发表于某网站，按照雪球单篇长度限制，必须以三集片形态出现）

本文沿用老唐简单粗暴、通俗易懂的叙事风格，将分级 A 的原理及获利逻辑、分级 A 的三类获利手段、相关实际操作流程、重要数据查询及相关软件的使用方法，进行了系统完整的表述。全文分为四小节，约一

万字。真正以手把手的态度，力求使一无所知的分级小白，通过对本文的学习，快则一两天，慢则一周左右，成长为分级熟手。

第一部分：分级基金的原理及获利逻辑

闲话不表，直说正题。沿用老唐简单粗暴、通俗易懂的风格，分条述说。

先说什么是分级基金。

1) 陈大胆想炒股，自己的 1 万元觉得不过瘾，想借钱。王老实胆子小，钱一般存银行，利息 3%。陈大胆就跟王老实说，你把钱借给我吧，我给你 5% 的年收益。王老实一看，划算，就这么办；

2) 但王老实不放心陈大胆的信誉，于是二人商量，将钱委托给基金经理管理，负责保障王老实本金和利息安全。基金经理每年为此收总额的某比例（例如 1%）作为管理费。此时，王老实的 1 万元，就叫 A 基金，陈大胆的 1 万元就叫做 B 基金。A 和 B 加在一起就是母基金；

3) 基金经理拿到钱，按照陈大胆意图买卖股票。除去给王老实的利息和基金经理的费用之外，所有输赢由陈大胆承担。王老实照约定利率按日收息，利息每天增加在 A 基的净值上；

4) 为了保障王老实本利安全，三方约定，如果炒股亏损到某程度，例如陈大胆只剩 2500 元了，就要把王老实的本金还掉 7500 元，同时结

清利息，然后剩下陈大胆和王老实的各 2500 元，再重新开始，这个过程叫做下折。下折是为了保护出借人王老实的本金不受伤害；

5) 后来分级基金做成标准化产品了，不再是基金经理按照陈大胆意图炒股，而是基金经理先亮出自己的风格，例如挂钩某指数或者某行业指数，然后投资人去选基金经理。但道理相同，可以简单理解为陈大胆借了王老实的钱炒基金；

6) 截止目前，这还只是个原始的指数基金形态。精彩的部分马上来到。假设，在双方约定的期限还没到（当前市场有 9 只有期限的分级基金，其他的都约定为永续存在）的某日，王老实急用钱，只好拿着这笔 A 基金来市场卖；

7) 王老实来卖的时候，正是市场利率比较高的时候，理财产品收益已达 6.5% 了。买家对于每年能收 5% 利息的 1 万元本金，只愿意给 $5\%/6.5\% \times 10000 = 7692$ 元。此时，A 就产生了折价，显示为每 1 元 A 基金的市价 0.769 元（报价显示小数点后 3 位）；

8) 分级基金最初级的获利模式出现了。如果你以 0.769 元的价格买下面值为 1 元的 A 基，每年收面值 5% 利息，相当于 6.5% 的债券。同时，在市场利率不变的情况下，你还可以随时按照 0.769 的价格收回本金；

9) 期间, 如果陈大胆的钱, 亏损到约定界限, 例如只剩下 25%。那么按照约定, 基金公司将归还面值的 75% 本钱及全部利息。此时你将收到 7500 元本金, 加上逐日计算的利息总和。另外还剩下 2500 元面值的 A 基金。相对于 7690 元投入, 超额部分, 便是下折收益;

10) 剩下的 2500 元面值的 A, 在市场交易的时候, 依然会折价交易, 例如还是 $2500 \times 5\% / 6.5\% = 1922.5$ 元, 所以, 你能收回来的钱, 就是 $1922.5 + 7500 + \text{利息} = 9422.5 + \text{利息}$ 。用它对比你的 7690 元本金, 就可以算出你的投资回报率;

11) 基金公司是按照基金规模收费的, 所以他使坏心眼。将退你的 75% 本金和利息, 默认按照下折触发日次日 (陈大胆自有资金低于 2500 元的那天, 为下折触发日) 收盘时的母基金净值, 买成他们家的母基金。你如果需要现金, 要交 0.5% 的赎回费要求赎回;

12) 目前分级里有 10 只 4:6, 6 只 7:3, 1 只 8:2, 1 只 2:8, 这 18 只约定的下折线也是 0.15~0.45 不等。除了这 18 只, 其他都是主流 5:5+0.25 搭配。初期尝试时, 建议只关注 5:5+0.25 型分级, 以免疏忽算错账造成无谓的损失;

13) B 赚钱达到某值, 也可以把利润拿走, 叫做上折。上折同样不是给钱, 而是给母基金。上折对 A 类基本无影响, 可以忽略。甚至有几家基

金直接约定 A 类不参与上折，而是将 B 基净值超过 A 基净值的部分折算成母基金给 B 就行了；

14) 基金公司为了吸引更多人参与游戏，设定了赎回和分拆的规则。所谓赎回，指如果你在市场买了 1000 股 A，1000 股 B，你可以合起来向基金公司申请按照 2000 股母基退款。退款按照你提出赎回要求的那天下午收盘的母基净值算。可以想象，这种情况，一定发生在买 AB 的合计价格，低于母基净值的时候，否则，投资人就是脑壳遭门夹了；

15) 同样，投资人也可以按照某日净值向基金公司申购，然后自己将申购的母基分拆成为 A 和 B，在市场中分别卖出。当然，这种情况一定发生在 AB 的市场交易价格合计超过母基净值的情况下，否则，申购的投资人，也是脑壳遭门夹了；

16) 以上的介绍，就展示了参与分级 A 的主要获利模式：长持收息、搏下折、套利。长持收息和搏下折，操作相对容易，是分级 A 获利的常见途径。至于套利，则品种繁多，包括合并套利、分拆套利、对冲套利、跨品种套利等，相对要复杂一些。以下分类细说。

第二部分长持收息

17) 长持收息是分级 A 最简单的投资方法。如前例，你 7690 元买来 1 万元的收息权，约定收益率 5%，你的实际回报是 6.5%。这部分利息会

按天增加在净值上。净值的增加，要么体现为交易价格的同步增长，要么在发生折算的时候，兑现成基金份额给你；

18) 为了防止始终不发生上折和下折，导致利息无法兑现的情况发生，基金还约定了每年某固定时间折算，这个叫定期折算，简称定折。定折就是把 A 的利息或者 B 赚的利润，折算成母基金份额给你。定折不产生什么收益损失，只是给大家一次将利息或利润兑换成现金的机会。定折时间自由约定，各家基金不同；

19) 长持收息，具有收益率高于国债、安全性基本等于国债的特性，适合保守大资金配置。这个特性给了分级 A 一个兜底的价值底线。当分级 A 跌到收益率高于理财、货币基金、各类宝宝、国债时，这些资金就可能涌入，导致分级 A 价格上升。底线位置所在，取决于其他无风险收益的高低。例如前段时间打新收益比较高，分级 A 就会以 0.7X 的价格交易，而打新停掉后，分级 A 价格立刻全面上涨，这就是部分无风险资金涌入造成的；

20) 长持收息，A 基价格主要受市场无风险利率波动的影响。市场无风险利率升高，确定约定收益的 A，价格就会下降。反之，价格就会上涨。为了和市场无风险利率挂上钩，目前 A 基只有少部分采用约定 5%、6% 或 7% 这种固定收益的定价模式。大部分采用的是一年定存利率+X% 方式。大家习惯上按照+X% 将其称为+3A，+3.5A，+4A，+5A 等等；

21) 采用长持收息手段，选择分级 A 的流程非常简单。登陆集思录网站 <http://www.jisilu.cn/> (这是国内分级数据最齐全的网站)。然后点击“实时投资数据--股票分级”，你将会看到一个这样的页面



代码	名称	现价	涨幅	成交额 (万元)	净值	折价率	利率规则	本期利率	下期利率	修正收益率	剩余年限	参考指数	指数涨幅	下折母基涨幅	理论下折收益	上折母基涨幅	整体溢价率
150321	煤炭A基	1.048	2.44%	5549.08	1.0050	-4.28%	+5.0%	7.25	7.00	6.718%	永续	中证煤炭	-3.30%	14.54%	-3.44%	104.29%	3.58%
150301	证券股A	0.913	1.44%	1567.64	1.0060	9.24%	+4.0%	6.25	6.00	6.623%	永续	证券公司	-6.26%	12.75%	7.23%	108.39%	1.77%
150190	NCF环保A	0.928	1.87%	4327.61	1.0180	8.84%	+4.0%	6.75	6.00	6.619%	永续	中证环保	2.82%	26.84%	6.78%	73.09%	-2.32%
150175	H股A	0.872	1.40%	5608.54	1.0381	16.00%	+3.5%	6.25	5.50	6.618%	永续	恒生国企	-1.40%	40.67%	-	43.70%	-1.90%
150335	军工股A	0.910	0.89%	3244.99	1.0020	9.18%	+4.0%	6.00	6.00	6.608%	永续	中证军工	4.04%	37.60%	7.14%	49.53%	-1.31%
150267	钢铁A	0.915	2.35%	1993.24	1.0040	8.86%	+4.0%	6.25	6.00	6.594%	永续	国证钢铁	-2.55%	12.81%	6.77%	108.58%	7.70%
150221	中航军A	1.088	2.06%	12926.40	1.0220	-6.46%	+5.0%	7.50	7.00	6.581%	永续	军工指数	4.64%	37.08%	-5.43%	48.40%	-0.87%
150291	银行A份	0.920	1.66%	1984.25	1.0070	8.64%	+4.0%	6.25	6.00	6.579%	永续	中证银行	-2.08%	32.44%	6.52%	61.25%	-2.71%
150297	互联A级	0.916	1.55%	1298.62	1.0021	8.59%	+4.0%	6.00	6.00	6.565%	永续	互联网	2.41%	37.44%	6.44%	49.90%	-1.77%
150265	一带A	0.926	1.54%	17099.29	1.0100	8.32%	+4.0%	6.25	6.00	6.558%	永续	一带一路	-1.95%	6.16%	6.15%	123.44%	0.32%

22) 注意看黄色的“修正收益率”（下期约定收益/去掉利息后的市价），点击它，排序所有 A 基收益率。然后根据自己的资金量，选择最高的几只（例如 5 到 10 只）平均买入。一段时间（一周或两周）检查一次，卖出不在前 5 或前 10 的，补充新品种即可；（备注：1.集思录的修正收益率，还加入下次定折距离远近的影响。但数据差异很小，实战者无需纠结计算过程，直接采用修正收益率排行即可；2.实践中也有投资者以修正收益率差额为标准，例如当修正收益率差异大于 0.1%以上时更换）

23) 轮动策略的逻辑非常简单，却也非常可靠。A 基作为放贷收息的品种，产品没有差异，收益率一定是向市场平均收益率靠拢。所以，收益率最高的品种（ $\text{收益率} = \text{约定收益} / \text{市价}$ ），一定会因某种原因被推高市价，回归市场平均收益率；

24) 有几点特别提醒：a.一般建议选择日成交额较大的（根据自己的资金量决定）。日成交太小的，不建议参与。一不小心，你就是该 A 基的上涨原因了；b.期限里面选择“永续”。市场有 9 只有期限的分级 A，成交清淡。变化特点和永续 A 不同，相对复杂，不建议参与；c.有两只分级 A 没有下折保护（母基金净值跌的很惨时，AB 共担风险），最好回避，这两只是 150175 和 150022；

25) 轮动策略，属于傻瓜型，期望值不能太高，算是理财替代品。据实战派们表示，年收益大约 10% 左右。但事实上，很少有人纯粹为赚利息而来。分级 A 真正吸引人的大肉，是下折收益；

（未完待续）祝各位球友中秋快乐！

手把手玩转分级 A（中）

(老唐注：本文于 2015 年 7 月 17 日发表于某网站，按照雪球单篇长度限制，必须以三集片形态出现。上篇地址：

<http://xueqiu.com/8290096439/57019750>)

第三部分下折的原理和操作

26) 前面说过，下折是保护 A 基利益的手段。在 B 基亏损达到某程度（例如 B 基自有资金不足 25% 时），就必须归还部分借款，降低融资杠杆，减少可能继续亏损的幅度；

27) 下折获利的原因，一句话可以概括：你打折买的 A 基，将会在下折发生时，将其中绝大部分（例如 75%）按照全价还给你。所以，老唐以前在雪球写过一句戏言：A 基投资者每天都盼着 B 基亏死（一笑）；

28) 正因如此：如果要搏下折收益，只能买打折 A，不能买溢价 A（有些约定收益率高的 A 基，会溢价交易，例如 150221,150321,150219 等。很容易理解，如果市场平均收益率是 6.5%，而约定收益率是 7%，那么价格就会是 $7\%/6.5\%=1.077$ 元）。折价率既可以直接从 A 基价格上大致看出，也可以在集思录的这张表上，点击“折价率”排列；

29) 下折流程是这样的，某日（比如周一）B 基净值跌破约定值（例如 0.25 元），这一天就叫做下折触发日。晚上基金公司会发公告，提示要

下折了；周二，停牌一小时后继续交易。周二下午收盘的净值就是下折的标准，周二就被叫做下折基准日。注意，周二跌的越狠，对 A 基越有利。因为 B 的净值越少，A 基金需要留下和 B 配对的就越少，会有越多资金被全额返还；

30) 以 5:5 的分级举例说。假如周一收盘，A 的净值是 1.006 元，而 B 的净值 ($B \text{ 净值} = \text{母基净值} \times 2 - A \text{ 的净值}$) 跌到 0.2311 元 (注意是看净值，不是看市价)，那么周一就算下折触发日了。晚上基金公司会发公告，公告里面会以 0.25 元为例，告诉你下折发生后能得到多少母基和多少新 A 基。这个数字只是示例说明，不作数的。具体能拿到多少，要看周二；

31) 周二，假如股市继续跌，B 净值变成 0.196 (A 的净值还是 1.006)，那么每份 A 基，将得到 0.196 份新 A，以及 $1.006 - 0.196 = 0.81$ 份新母基 (原 1 份 B 基变成 0.196 份新 B)。自己持有的数量是千份万份还是百万份，自己乘就是了；

32) 强调 :即便周二股市大涨，导致 B 净值升至 0.25 元以上，比如 0.278 元，下折依然要进行。只不过每份 A 基持有者收到的新 A 就成了 0.278 份，而母基只有 $1.006 - 0.278 = 0.728$ 份了。B 基持有者的份额则变为 0.278 份新 B；

33) 周三，会停牌一天。这一天，母基所持有的股票仍然在开盘交易。由于你已经持有了母基，你会因母基净值增加或减少，而多赚或少赚；

34) 周四早上 10:30 开盘。开盘后，手持的母基就可以申请赎回（或者进行分拆，后面再谈）了。基金公司按照周四下午收盘的母基净值，扣除 0.5% 的赎回费后，快则次日慢则三到四日内（不同的基金公司、不同的券商，速度不同）现金到你账上；

35) 这次下折的收益怎么算呢？以第 31 条数据举例，假如周二前你曾以 0.80 的价格买入万份某收益率为 +3A（即下期收益率为 5%），参与了本次下折。周二晚上将拿到 1960 份 A 基和 8100 份母基。假设周三股市微涨，母基净值为 1.01 元。周四，市场收益率水平为 6.1%（看看大多数 +3A 的修正收益率就可以毛估估这个值），你申请赎回母基，并计划抛出新 A。赎回款将得到 $8100 \times 1.01 \times 99.5\% = 8140$ 元。而 A 基的合理价格为 $5\% / 6.1\% = 0.82$ ，预期你只能在第二个跌停板之上，完成抛售（高于此价卖掉，是额外红利）。1960 份 A 基将卖回 $1960 \times 0.82 = 1607$ 元，扣除万三佣金 4.82 元，所得约 1602 元（注意，分级 A 除佣金外，没有其他费用。部分券商有单笔不足 5 元按 5 元收的规定，华泰没有）。两项合计 $8140 + 1602 = 9742$ 元，回报率约 21.7%。

36) 由此，也可以反推，考虑到承担了两天的股市波动，并耽误四五天的资金使用，如果下折前，价格距离 0.97 不是特别远的话（例如 0.94），

我们完全可以留部分利润给别人去参加下折，卖出 A 基，寻找新机会；

37) 赎回的具体操作（以华泰为例），在电脑上，是进入交易系统，在你平时买卖股票的那个界面，选择“场内基金--赎回”然后输入母基金代码和母基金数量确认即可。下折日过后，你的持仓里面有母基金，这里输入的就是母基金代码和你收到的数量；

38) 强烈建议各位直接用华泰手机 app 交易分级基金。操作特别简单，费用低，速度快。手机里面，分级基金的所有交易，无论是买卖、分拆、合并、赎回、申购等等，都被合并到一个专用界面：“分级基金（场内）”。赎回的时候，点“赎”字，输入母基代码和数量即可；

39) 下折后收到的母基，也可以不赎回，而是直接分拆。在“分级基金（场内）”里，点击“拆”字，输入母基代码和数量即可。赎回要收 0.5% 的赎回费，分拆免费。当然，分拆一定是 A 和 B 能卖掉的价格，合计高于母基净值，才值得拆。参看第 17 条。电脑上分拆的话，在“基金盘后业务--基金分拆”里面，同样输入母基代码和数量即可；

40) 注意，这里有个陷阱，也是一个捡漏的空间，偶尔会有市场无知人士，莫名其妙的送钱。你如果懂了，就可能捡到这种风险为零的死耗子。陷阱是：下折后开盘日，A 是以前日净值（1 元）作为昨日收盘价，而天朝有跌停板制度，所以哪怕约定收益为 5%，而市场利率为 6.5% 的时

候，跌停价还是 0.9 元，而事实上它的真实价格应该是 $5\%/6.5\%=0.769$ 元。因而，开盘前晚，捡漏的人会直接申报 0.9 元的卖单，万一遇到有傻蛋在跌停板买货，可以意外卖个高价。这种事情常有发生；

41) 同样，B 基金也是以昨日净值为标准（净值不一定为 1，因为下折基准日次日，AB 停牌，但母基金所持的股票依然在开盘。这会使 B 基金净值产生波动）。同样因为涨跌停板制度，导致其价格变化最多是涨停板。在 5% 约定收益，6.5% 市场利率的情况下，一定会有人抢涨停板上的 B 来配对明日还会跌停的 A 赎回套利。所以，如果有无知人群抛售，你也可以参与抢购；

42) 搏下折，当然是要选折价大的、发生下折概率高的品种。折价好说，直接在集思录点击折价率排列就行。难点在于如何找出下折概率高的品种。判断下折可能，就涉及到预测股市未来走向了。老唐不是经常说预测股市走势是神才能干的事儿，为何此处又要进行预测了？

43) 判断股票涨跌的确很难。但好在我们是买 A，规则是“猜对有奖、猜错不罚”。这样我们就可以大胆猜了。虽然难度不小，倒也不是无迹可寻。一般来说，前期涨的很厉害的、市盈率非常高的题材股，或者是近期消息面有重大利空的股票，相对而言，下跌的概率可能大一些，这个很容易理解。但是如何知道基金买的什么股，当前市盈率是多少呢？

44) 点击集思录上 A 基金的代码，会弹出一个页面。在页面最右，有如下截图。其中跟踪指数，就表示基金经理将基本按照该指数成分股及权重买入股票；点击产品网址下面的链接，也可以查看基金持股；

估算净值	跟踪指数	指数涨幅	申购费	赎回费	备注
0.7056	中小板指	2.40%	1.2%	0.5%	
基金管理人		产品网址			
申万菱信		申万中小			

45) 另外有几个网站可供参考。A. 分级基金网 <http://www.abcfund.cn>。点击首页的“指数数据”，然后点击你要查询的指数，再点击“成分股”，可以查看每只挂钩指数的成分股构成明细；B. 中证指数公司官网，查询指数具体构成，以及该指数的市盈率情况。

<http://www.csindex.com.cn/sseportal/csiportal/zs/indexreport.do?type=1> (查市盈率，点击具体指数，然后点击“指数行情”，会下载一个 excel 表格，里面有每天的指数市盈率) ； C. 申万指数官网

<http://www.swsindex.com/idx0560.aspx?columnid=8905>

46) 还有个更简单的算法。例如我们说创业板高估，挂钩创业板的某 A 基，下折可能性大。但也许神创就不跌、就不跌呢？事实上，眼光稍微放长远一点，假设我们认为两三年内，它至少会发生幅度为 30% 左右的调整，我们完全可以认为，两三年内下折一定会发生。这意味着你打八

折买来的 A，在两三年内，将确定收到 20%折扣的 75%返还，即回报率为 $1 \times 20\% \times 75\% = 15\%$ 。你只是不知道这 15%究竟是在这周，还是两年内的哪一天给你而已。我们可以将这 15%平摊到两年里，也就是年均确定获取 5%~7.5%的回报。再加上每年收的利息（例如 6.5%）。这意味着，在你买进时，最坏情况下的兜底年回报 11.5%~14%就已经确定了；

47) 同时，数学也可以告诉我们，即便母基金买的股票不涨不跌，B 每年需要支付利息、双份基金管理费、双份托管费、双份标的指数使用许可费。极端情况下，也会在大约 7 年时间内，导致下折的必然发生。也就是说，在市场利率不变的假设条件下，按照最极端的情况考虑，8 折以下的 A 基，年收益可以看到 $6.5\% + 15\% / 7 = 8.64\%$ 。产品机制注定了：长持高折价 A 是包赢的；

48) 老唐，你就直说怎么选吧？老唐的个人经验是这样的。首先，当前市场环境下，折价率超过 20%的 A 基，是捡钱的黄金时代（过去一个月参与 A 基的，回报基本都不低于 30%）；折价率介于 20%~15%时，相对也是稳妥的；小于 15%，博弈的成分就比较多了。希望大家能够将宝贵的本钱，放在八折及以下基出现的时候，重重一击（人性决定了，必然会有）；

49) 无论哪一种状态下，老唐个人是按照如下顺序筛选：打开“集思录

集思录 SOLUTION

首页 | 低风险投资日历 | 实时投资数据 | 社区·知识库

注册 99 私信 Joel

沪深两市 | 新股 | 涨停 | 跌停 | 可转债 | 科创板基金 | 创业板基金 | 概念板块 | 股票分组 | 涨停分析 | 涨停复盘 | ETFA基金 | A股统计 | 融资融券

A股 | 美股 | 港股 | **分维盈利** | 自选分析 | 母基可交割分析^{beta}

A成交额:1000 万元区间 永续 • 市场 沪深 深市 利率波动 +1.0% +3.2% +1.5% +4.0% 其它 仅看自选 筛选 重置

当前时间为最新行情条件下执行的结果；如需回溯到以前结果请点击“重置”按钮。

A类基金(半自动策略) - 30种自动策略 | 中债大数据 | 中证基金净值FAQ | 下阶段收益计算 | **A类权益收益率计算** | 场内基金(全半按)持仓费、赎回费5折! | **A类产品, 1345.84亿份**

代码	名称	现价	涨幅	成立 时间	净值	年化 收益率	风险 等级	申购 费率	定投 费率	佣金 费率	管理费	托管费	固定 费用	浮动 费用	2月 收益	1月 收益	1-1 月收益	3-3 月收益	A份额 (万份)	A类 (万份)	A-R	下次更新	备注	
150321	煤炭A类	1.048	-0.6%	0803.52	1.0508	-4.28%	+0.0	7.25	7.00	6.717%	8级	中-低波动	1.52%	10.06%	-3.44%	114.92%	2.52%	7.63%	4.18%	39793	-1314	5.5	2015.12.01	■
150221	中航军A	1.110	0.91%	193308.91	1.0209	-0.61%	+0.0	7.50	7.00	6.440%	8级	军工国防	0.94%	37.14%	7.31%	48.20%	0.42%	-1.78%	6.79%	591391	22722	5.5	2016.01.04	■
150301	证券A类	0.938	0.21%	1086.57	1.0083	0.69%	+4.0	6.25	6.00	6.440%	8级	证券公司	0.30%	10.57%	4.84%	113.50%	1.33%	2.33%	0.01%	26431	222	5.5	2015.12.15 不上市	■

50)接着,勾选“仅看自选”,点击筛选,显示的就是刚刚选中的那部分。
在这些里面,再点击折价率排序,把折价率最小的部分找到,操作最后一列 - 号,将其从自选里面删掉;

52)接着,以任意一只做标准,删掉“下折母基需跌”相近而折价更小的,或者折价相近但“下折母基需跌”更多的品种。例如某只 A 基下折母基需跌 19%,折价率为 22%。那么凡是折价率为 22%而下折母基需跌 20%

以上的品种，大致可以看作更劣质的品种，删掉。或者同样下折母基需跌 19%，折价率小于 22%的品种，删掉；

53) 提请注意一个小细节，在上述选择中，优先选“整体溢价率”较小的那只 A 基。因为整体溢价率大的基金，容易吸引场外套利客，他们会向基金公司申购，然后分拆出 AB 来卖掉，从而导致 A 基价格被砸低。套利行为通常只求拿到溢价差，不管是否在合理价值附近；

54) 最终，留下足够自己资金购买的优选品种，次日按照计划买入。每晚重复上述标准动作，发现更优选择，次日进行替换；

55) 在本段结尾，提醒一句和 A 无关的话：下折基准日的溢价 B，万万不能买。下折过程，对于 B 持有者而言，净值并无变化。只是将原本每份低于 0.25(例如 0.2)的 B，合并成净值为 1 元的新 B 的数字游戏尔。但在市场快速下跌的过程中，由于涨跌停板的阻碍，导致挂钩指数跌停，杠杆 B 也只能跌停板（本该跌幅更大的），从而使 B 的市价显著高于净值。这部分溢价，在下折合并过程中消失了。所以，只要买入确认键敲下去，亏损就已经铁定了。上周出现了很多傻钱，买入下折基准日的溢价 B，导致一日间亏损过半的案例。谨记。

（未完待续）祝各位球友中秋快乐！

手把手玩转分级 A（下）

（老唐注：本文于 2015 年 7 月 17 日发表于某网站，按照雪球单篇长度限制，必须以三集片形态出现。上篇地址：

<http://xueqiu.com/8290096439/57019750> 中篇地址：

<http://xueqiu.com/8290096439/57019952>)

第四部分套利

56) 套利比较复杂些，需要考虑的因素比较多。希望大家在玩熟轮动和下折之后，再考虑参与套利。先请大家下载安装一个软件，名叫“诺亚方舟分级基金数据分析终端”，下载地址

<http://www.jijinb.com/xingqingruanjianxiazai.html> 该软件目前免费，每个交易日 10 点开放下载，每天限量 100 份；

57) 套利，主要是利用分级基金可以合并、分拆的特性，结合市场 AB 基金交易价格和母基金净值之间不完全同步的特点，从中找到利润空间。所以，有必要在介绍套利之前，先系统了解申购、分拆、合并、赎回的流程；

58)以主流的深圳分级基金为例，所有以 150 开始的 AB 基金都是深圳分级基金，其对应的母基金以 16 开头（上海分级基金，母基金和 AB 基金均以 502 开头，交易规则略有不同，后面说）。下面流程以华泰手机 APP 为例，其他券商请咨询一下自己的客服；

59) 申购分拆：第一天（假定是周一）交易时间，点击“交易---分级基金（场内）--购”输入申购的母基代码和数量，确认。周二，点击“交易--分级基金（场内）--拆”输入母基代码和数量。周三早上，A 和 B 出现在账户里，可以卖出了；

60)以上速度只有部分券商可以做到，这部分券商被戏称为“文艺券商”。其他券商要慢一天，周三可拆，周四可卖。在套利这件事情，慢一天，几乎等于死定了。所以，操作分级，一定要在“文艺券商”开户（建议华泰），目前了解到的文艺券商有：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。如果你的券商不在这个名单内，建议单独开个案；

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；

62) 提醒，如果你的券商分拆时，不会显示母基数量，则需要自己计算

自己的申购量（即所谓盲拆）。计算方法：申购资金数（最少五万元起）减去申购费，除以前一日母基金净值。然后按照比这个量略小的量委托分拆，且必须为偶数，否则委托无效。母基净值和申购费，可以在集思录网站“股票分级--分级套利”表格里的“母基净值、申购费”两列查询，也可以在诺亚方舟软件的“特色数据--分级套利--净值--申费”查看；

63）合并赎回：深圳的分级基金，周一交易时间内买入 AB 后，立刻可以进行合并。周二可以申请赎回，赎回按照周二收盘母基净值算，资金快则周三，慢则周五到账；上海的分级基金，周一买入 AB 后，可以立刻合并。合并后的母基金可以在市场卖出（上海分级母基金也上市交易），也可以申请赎回，赎回以当日母基金收盘净值计算；

64）合并也是进入“交易--分级基金（场内）--合”，输入母基代码和母基数量（注意，5:5 的分级，母基数量=A 基数量 $\times$ 2）；

65）明白了申购、分拆、合并、赎回的流程以后，老唐来介绍套利需要考虑些什么。下面仍然以主流的深圳基金为例，上海基金由于母基金也可上市交易，玩法更加复杂，但逻辑是一样的，等你熟悉了深圳分级以后，再用少量真金白银尝试一两次上海分级，也就了解了；

66）最基础的套利，是折价套利和溢价套利。折价套利指买入 AB 合并，然后赎回。这里面要考虑的因素，首先 AB 买入价格与 2 倍母基净值之

间有多大差距，即负溢价多少。这个数据，可以看集思录“分级套利”最右的“合并溢价”（如下图）。此处负号后数值越大，套利空间越大（-5优于-3）；



A代码	A名称	A价格	A溢价	A成交 (万元)	A新增 (万份)	A换手率	B代码	B名称	B价格	B溢价	B成交 (万元)	B新增 (万份)	B换手率	A/B	合并 价格	合并溢价
150179	信息A	0.880	1.27%	10403.65	-10013	12.96%	150180	信息B	0.546	-4.55%	10519.92	-10013	21.18%	5.5	0.7130	-4.55%
150196	有色A	0.989	3.34%	13356.22	-7061	12.07%	150197	有色B	1.060	-1.40%	27803.05	-7061	23.75%	5.5	1.0245	-4.54%
150028	中证500A	0.885	2.55%	11034.25	-1073	14.50%	150029	中证500B	0.505	-8.68%	14837.39	-1609	21.73%	4.6	0.6570	-4.51%

也可以在诺亚方舟软件里“特色数据--分级套利--配对套利”排序看到。其中“净值”和“AB 并价”之间的差额，就是我们套利的空间，这个数据，当然是越大越有价值了。必须注意，这个溢价空间只是估计（因为母基实时净值是推算，要晚上基金公司才会公布准确净值），会有少许差异的，操作时必须留有富裕空间；



序号	母基代码	母基简称	类型	申购套利%	净值	AB并价	A代码	A简称	溢价%	现价	B代码	B简称	溢价%	现价	A/B	配对套利%
1	160626	信息分级	TMT主题	-5.68	0.7470	0.713	150179	信息A	1.27	0.880	150180	信息B	-4.55	0.546	1:1	4.24
2	161026	国企改革	重组并购	-5.63	0.7330	0.700	150209	国企改革A	1.51	0.875	150210	国企改革B	-9.33	0.525	1:1	4.19
3	160136	改革基金	重组并购	-5.01	1.0815	1.033	150295	改革A	2.57	0.917	150296	改革B	-3.04	1.150	1:1	4.12
4	160221	国策有色	资源主题	-4.54	1.0732	1.025	150196	有色A	3.34	0.989	150197	有色B	-1.40	1.060	1:1	4.02
5	161724	煤炭分级	资源主题	-5.24	1.0600	1.015	150251	煤炭A	1.53	0.865	150252	煤炭B	-1.69	1.164	1:1	3.96

67) 然而，由于周一买入，马上合并，要周二才能申请赎回，且按照周二收盘的净值结算。所以，我们哪怕是周一收盘前两三分钟买入合并，也相当于需要持有母基渡过周二一天。如果周二母基净值下跌幅度超过了周一看见的套利空间，就有可能套利不成反被套；

68) 那怎么解决呢？办法有三：1.选择第二天会涨的母基金；2.只参与套利空间足以覆盖次日波动的母基金；3.用其他手段对冲；

69) 能选择第二天会涨的母基金，当然好。不过呢，如果有这本事，谁还做套利呢，直接买 B 基岂不更好！这个不靠谱，不能把自己当上帝；

70) 办法 2 里，有个很重要的因素，就是母基金的仓位。极端说，母基金如果空仓，第二天股市涨跌对套利毫无影响，是最可靠的套利途径。空仓母基是套利人的真爱，千万别辜负了只收钱不干活的优秀基金经理。如果不是空仓，那么仓位的高低将决定套利空间的可靠性。例如一个半仓基金，如果有 5% 的套利空间，就基本上不用担心了，大不了次日指数跌停板，也不会亏损。而一个两成仓位的基金，显然安全性高于一个满仓基金。这个仓位，在哪里查呢？

71) 集思录点击任意 A 基金代码，弹出页面，有“仓位估值”项目，如图

日期	母基代码	母基净值	指数涨幅	母基涨幅	仓位估值
2015-07-16	160626	0.7470	1.57%	1.63%	103.82%
2015-07-15	160626	0.7350	-5.23%	-5.28%	100.96%
2015-07-14	160626	0.7760	3.26%	3.05%	93.56%
2015-07-13	160626	0.7530	6.45%	6.36%	98.60%

或者诺亚方舟软件--特色数据--B 类份额--仓位估算

 daniel 行情 功能 工具 不擅选														
我的自选 基金 热点主题 涨幅争锋 特色数据 基金交易 沪深行情 全 息 图 板块概念														
基金分类	序号	B代码	B简称	类型	涨幅%	现价	净值	增长%	溢价%	份额	增长%	AB并价	整溢%	仓位估算
★ A类份额	1	150304	创业50B	创业板指	-0.77	1.025	0.9979	-0.02	2.72	0.28亿	-69.42	0.993	-0.74	0.00
★ A类份额	2	502005	军工B	军工主题	8.74	1.195	0.9989	0.01	19.63	0.19亿	-	1.033	3.25	0.00
母基金份额	3	502012	证券B	金融主题	0.27	1.102	0.9997	0.09	10.23	0.30亿	-	0.986	-1.44	0.03
分级套利	4	150220	健康B	医疗主题	1.44	0.915	0.9860	-0.10	-7.20	11.03亿	-1.47	0.998	-0.40	0.03
	5	150336	军工股B	军工主题	0.77	1.047	1.0130	2.12	3.36	0.64亿	-12.21	0.992	-1.59	0.61
	6	150298	互联B级	TMT主题	-1.45	1.017	1.0204	2.94	-0.33	0.38亿	-11.91	0.979	-3.16	2.60

注意，这两处都是用的估算。因为基金的仓位只有在年报季报发布时，才会公开，平时并不实时公布。好在由于基金挂钩的指数波动和净值波动，是每天都可以得到的数据，由这两个数据，可以大致推算出基金的仓位。比如集思录截图中 160626 的 7 月 13 日母基涨幅 6.36%，而挂钩指数涨幅为 6.45%，由此得出仓位约 $6.36/6.45=98.6\%$ 。但这种估算，也有缺陷。还是这张图，7 月 16 日，估算仓位 103%。实际上可能是基金经理日内有高抛低吸动作，造成净值增长超过指数增长情况（指数基金不会融资的）。这个仓位可以作为决策参考，但要留有一定的余量，毕竟在极端设想下，基金经理可能会在半日内从空仓变满仓的；

72) 套利空间+仓位估算+次日指数最大跌幅 10%，三个数据综合看，某折价套利是否值得做，能投入多大资金做，基本上是小学算术了，演算两遍就手熟了。尤其是，如果放弃追求每次必赢的心态，转而考虑多次平均赢，那么次日的波动，从长期统计看，是随机的，涨跌可以对冲忽略；

73) 如果上述方法因故无法使用，而自己又非常希望进行本次套利，还

可以考虑对冲。对冲，比较常见的有融券对冲、指数期货对冲、A 类对冲。前面说了，套利唯一的担心，就是次日母基金下跌，造成计划中的套利空间（例如 5%）消失。那么，逻辑上说，我们如果可以找到一个通过该母基金对应指数下跌获利的东西，就可以帮助克服掉套利障碍；

74) 可选的目标有：相同或相似指数 etf 融券卖出、相同或相似指数的期货空单、以及超比例的相同 A 基（一般母基下跌，由此带来下折预期增加，会导致 A 基金的价格上扬）等。这些属于相对复杂的套利了，无论品种和数量，均需要仔细斟酌，老唐在这儿也只提醒思路，不建议实践。熟悉以后再摸索吧！

75) 溢价套利，同样如此，只不过途径反过来。在市场 AB 价格合计超过母基金净值一定比例（例如 8%），投资者可以通过申购母基金，次日分拆，第三日抛出的方法，来获取这个溢价差异。这个过程，也是要承担至少一日的 AB 价格变动。当然，投资者还可以掺杂其他想法，将分拆得来的 A 或者 B 仅仅单独出售其一，而保留另一个品种；

76) 溢价套利，不可控因素要更多一些。比如申购次日市场 AB 价格的变动，分拆次日 AB 的流动性因素。一旦出现这种套利机会，套利客常常是不惜价格直接跌停板委托，以保障最快优先成交。而当大家都这么干时，市场买家的承接能力不一定恰好对应出现，就容易出现流动性危机，导致套利者互相踩踏，跌停板上卖不出去，从而使套利失败。相对

而言，溢价套利需要更加思虑周全；

77) 综上所述：长持高折价 A，配以轮动策略，间或搏取下折收益，是老唐比较推崇的低风险投资模式，很难造成亏损。而套利，则是对分级基金特性的极致利用，有待大家继续深度挖掘学习。

各位阅读本文后，如果有不能理解的地方，请在 7 月 31 日以前，汇总问题，发一封 email 到 morefj@126.com 提问。老唐会汇总问题，统一回复答疑。请注意，1) 这个邮箱是本篇文章的临时邮箱，有效期截止 7 月 31 日，其后失效；2) 问题多少不论，但必须汇总于一封 email 里，发送多封 email 或者发送于本文无关主题的，会被设置拒收。谢谢。

(全文完) 祝各位球友中秋快乐！

手把手教你玩转转债套利

老唐早上开电脑，正好看见民生可转债溢价 1.8%，顺手搞了一把套利。看评论，挺多朋友不会玩可转债。发挥一下老唐简单粗暴通俗易懂的特点，以民生转债为例给新朋友聊聊这个过程吧：

1) 民生转股价是 8.18 元，意味着一手转债等于 $100/8.18=12.225$ 股民生银行股票。无论此时转债价格是 130 还是 95，也无论此时民生银行股价是 12 还是 9 元，都不改变这个比例。

2) 如果出现负溢价（或者叫折价）如下图的“溢价率”，对于持有民生银行股票的朋友，就意味着白捡钱的机会来了（下图就是雪球个股行情，溢价率帮你算好了）



3) 怎么捡呢？第一步，卖出股票 600016；第二步，买入转债 110023；第三步，进入交易软件的“转股回售”，选择可转债转股，输入代码 190023，数量全部，确认；第四步，14:50 看看行情，如果溢价率由负转正。进交易系统卖掉全部的 110023，买回 600016。如果还是负溢价，不管它。（备注，第三步的实施，不影响第四步行动。转股指令系统收盘后才执

行，一旦你卖掉了转债，系统会骂一句“你这个骗子”，然后就下班了）

4）捡钱结束，就这样。

5）嘱咐一句，这是民生银行股东玩的事儿，是假设本来就准备继续持有民生银行股票的前提下，捡钱。如果不准备持有民生银行，买进转债，完全可能遇到转债和股票一起跌的情况，造成损失。

6）不准备持有正股的，手脚又比较麻利，同时开了融资账户，且能融到民生券的话。也可以融券卖出民生银行，同时买入民生可转债。然后转股还券，无风险套利。

手把手教你玩转债套利（续）

有朋友问雪球上可转债的溢价率是怎么来的，老唐解释如下：

- 1）民生股票市价 $\times 100 / 8.18$ ，就是转债「该有」的价格；
- 2）如果转债实际价格低于这个该有的价格，就是负溢价，反之就是溢价；
- 3）溢价率，就用「转债市价/该有的价格-1」；

4) 用下面这张截图时刻为例, $10.74 \times 100 / 8.18 = 131.2958$, 这是转债「该有」的正确价格, 此时由于市场交易行为导致转债实际价格为 130.4, 因此, 溢价率 = $130.4 / 131.2958 - 1 = -0.68\%$;

5) 只要出现超过 0.3% 的负溢价, 理论上就有套利空间, 可以参照前一个贴的方法操作。

<http://xueqiu.com/8290096439/34479289> 但考虑到交易税费以及动手的几十秒里的价格变化, 一般建议负溢价在 1% 以上动手比较合适。

民生转债(SH:110023)			分组	取消关注	持仓	买卖
¥130.40 +2.89 (+2.27%)			2014-12-25 15:03:04 (北京时间)			
实时行情						
今开: 130.88	昨收: 127.51	最高: 132.00				
最低: 125.00	成交量: 170.63万	30日均量: 88.36万				
当日成交额: 22.12亿	正股: 民生银行(SH600016)	正股现价: 10.74				
转股期: 2013.09.16-2019.03.15	转股价: 8.18	转股价值: 131.30				
溢价率: -0.68%	到期赎回价格: 106.00	纯债价格: 89.15				

手把手教你转债套利（完整版）

昨天, 老唐分享了两篇如何利用可转债负溢价白捡钱的短文, 一时间引来大批询问, 时间和精力原因, 无法一一作答, 索性今天汇总一篇完整的, 从最基础的知识说起, 将朋友们问到的问题, 都放在这个帖子里, 一起答了。看懂昨天两个捡钱贴的, 这篇不用看了。

先说套利的原理

1) 可转债，是一种附加了转股权利的债券。仍然以民生可转债为例，目前转股价格为 8.18 元。这代表着持有一张民生可转债，可以选择在任意时候，向民生银行股份公司换 $100/8.18=12.2249$ 股民生银行股票；

2) 上条换股权利，不因可转债价格波动改变，也不因民生银行股票价格波动改变。除非经过民生银行股东大会审议通过下调转股价。合约规定，下调的条件是：民生银行股票连续 30 个交易日内，有 15 个交易日的收盘价低于转股价的 80%。也就是说，只有在连续 30 个交易日内，有 15 个交易日收盘价低于 6.55 元，才有可能启动转股价下调议案，改变上条谈到的兑换股数。

3) 注意：上一条说的“有可能启动转股价下调”并不代表一定能下调。2014 年 2 月 27 日，雪球很多民生银行股东（包括老唐）都曾对下调议案投过否决票，并最终成功否决了下调议案。这个与套利无关，各位知道即可；

4) 先记住「一张转债=100/8.18 股民生银行」这个概念，很重要，等下会用到。转债的报价，以一张为单位，一手是 10 张，最低买卖一手。参照股票理解的话，就是说买卖以 10 股为单位，以当前价格 130 左右

计算，最低参与起点是一千三百多元。券商佣金手续费和你买卖股票一样，不收印花税。

5) 因为「一张转债=100/8.18 股民生银行股票」，因此，很显然，他们俩之间的价格有个准确的关系，就是「转债该有的价格=民生银行股票价格 $\times$ 100/8.18」。

6) 然而，由于市场里有各种各样的投资者，分别交易着可转债和股票，两者之间可能出现价格不同步的现象。一般而言，熊市里，保守的投资者偏爱可转债，而股价通常跌的厉害，因此，一般可转债的市场价格，会高过「该有的价格」，体现为溢价；而牛市里，由于可转债的认知度比较低（连雪球这么个聪明投资者聚集的地方，都有很多人不知），因而，常常出现，可转债市场价格低于「该有的价格」，此时为折价或者叫负溢价；

7) 由于债可以换成股票，而股票不允许换成债券，因此只有在可转债价格低于「该有的价格」时，即出现折价（溢价率为负）的时候，才会产生套利机会。

8) 上面的原理听懂了没？如果还没有听懂，老唐再举个简化例子，假设协议规定一张转债可以换 10 股某股票，但是由于大爷大妈们熟悉股票而不熟悉可转债，因此此时，股票被更多人买，股价是 13 元。转债

很少人买价格是 120 ,于是你将手头持有的或者借来的 100 股股票按照 13 元卖出 , 得到 1300 元。买入 10 张转债付出 1200 元 , 装兜里 100 元 (实际略少 , 要扣交易费用) , 然后拿着 10 张转债 , 向公司申请换 100 股股票 , 或继续持有不变或换给券商。套利完成。

接下来说套利的操作步骤 :

9) 雪球里点击民生转债 (SH : 110023) 的页面 , 就有溢价率实时计算。或者点击集思录的转债行情

http://www.jisilu.cn/data/cbnew/#tlink_3 也有实时的所有转债的溢价率数据。顺带 , 有很多朋友问某某转债的代码 , 某某转债的转股价等等 , 老唐哪儿记得到那么多啊 , 集思录这个链接里都有 , 自己看 ;

10) 所谓溢价率 , 就等于 (转债市价 / 该有的价格 - 1) x 100% 。以下面这张雪球行情截图时刻为例 , $10.74 * 100 / 8.18 = 131.2958$, 这是转债「该有的价格」 , 此时由于市场交易行为导致转债实际价格为 130.4 , 因此 , 溢价率 = $(130.4 / 131.2958 - 1) * 100\% = -0.68\%$;

民生转债(SH:110023)			分组	取消关注	持仓	买卖
¥130.40 +2.89 (+2.27%)			2014-12-25 16:03:04 (北京时间)			
实时行情						
今开: 130.88	昨收: 127.51	最高: 132.00				
最低: 125.00	成交量: 170.63万	30日均量: 88.36万				
当日成交额: 22.12亿	正股: 民生银行(SH600016)	正股现价: 10.74				
转股期: 2013.09.16-2019.03.15	转股价: 8.18	转股价值: 131.30				
溢价率: -0.68%	到期赎回价格: 106.00	纯债价格: 89.15				



11) 前面说过了，只有这个溢价率为负的时候，才代表着捡钱的机会。一般来说，因为股票买卖会产生约 0.1% 的印花税，以及 0.02%~0.1% 不等的佣金，同时转债的买入也可能产生 0.02%~0.1% 的佣金，所以，理论上来说，至少要负溢价率至少要大过 -0.3% 以上，才有价值。但考虑到买入卖出的几十秒内可能出现的成交价格变动，老唐一般建议负溢价超过 -1% 时，才有动手价值。当然，熟练工除外。至于佣金还是 0.3% 的，算了吧，还是先去搞个优惠佣金率再考虑玩；

12) 现在，我们假设你看见了溢价率超过 -1% 了，银子已经白花花的闪了，怎么捡回来呢？

13) 第一步：有民生银行股票的，卖出民生银行股票；没有民生银行股票的，看看融券账户里能不能借到券，如果可以，借来卖出它；如果自己没股票，也融不到券，那就洗洗睡了，那堆银子跟你无关；有人问，没有股票的，为什么不能买进折价转债，再转股来卖高价呢？原因是，你买的转债转股要等第二天才可以卖出股票。因此，你要承担今天买入转债后，到明天开盘价之间的价格波动。万一跌了呢？这就不是捡钱了；

14) 第二步：立刻（立刻的意思是不管股价是多少，有多快搞多快）拿刚刚卖股票的钱，全部买入 110023 民生可转债；

15) 此时，银子已经在你兜里了，接下来可以慢悠悠的处理了。注意，

此后股票也好，转债也好，价格仍然会涨会跌，但这个跟套利行为无关。如果你本来就持有民生银行股票，你不操作这个套利，你依然承担着股票涨跌的风险和收益。如果你是借来的股票，那更和你无关了。你只需要负责将同等数量的股票还给券商，并同时付清利息即可，至于股价，跌停板你也是还那么多数量，涨停板，你还是还那么多数量；

16)如果可转债价格下跌了呢？不是亏了？没亏。回看我们前面说的「一张转债=100/8.18 股民生银行股票」，所以你现在其实持有的是民生银行股票，股票的涨跌风险参见上一条。

17)问题来了，既然转债也是股票，为什么我要折腾呢？因为溢价率-1%产生的时候，意味着「一张转债=100/8.18 股民生银行股票」公式的左边是 99，而公式的右边是 100，因而你持有同样数量的股票，你可以省下 1%的钱在兜里（举例就暂时忽略税费了），或者同样多的钱，你可以多拿 1%的股票。别小看了 1%哦，敲敲键盘，1000 万本金，就收进来 10 万块。即便是 10 万本金，也有 1000 块。什么，你只有一万本金，好吧，好歹也可以买两斤羊肉补补敲键盘花费的力气了；

18)收下了这 1%的银子以后，其实还有可能一鱼两吃，再赚一笔。就是等溢价率由负转正（今天老唐就完成了一鱼两吃，哈哈，很开心）。一鱼两吃烹调技法如下；

19) 加保险绳。进入券商交易系统——委托——在转债代码栏里输入 190023——转股价格一般是自动填好的 100 元——填入你买回来的可转债全部数量——确认。这一条里，有几点被问的比较多，下面分条叙述；

20) 各个券商系统，可能会略有差异。老唐说的这个为国信的，其他券商的债转股安排在哪儿，问自己的券商，别问老唐；转债代码 190023，是规定的。一般买的转债如果是 1100XX，这里就是 1900XX。玩民生转债以外的转债，代码可以上前面发的集思录那个链接看，点开你要的转债，里面有转股代码；

21) 这个保险绳，是命令当日收盘后，系统自动拿你的转债去民生银行换成股票，兑换比例就是前面说的「转债张数 $\times 100 / 8.18$ 」，不足 1 股的，退现金给你。只要够一股的，都会给你。至于明天拿到股票，你是还给券商，还是立刻卖掉或者是继续持有，随你了。但记住，其后持有的价格变动带来的收益或亏损，与本次套利无关，那是你的另一个决定；

22) 完了吗？没有，这条鱼还可以再吃一嘴。你可以全天盯着转债的价格，如果其溢价率转为正了（最好在 +0.3% 以上，原因参见第 9 条，具体之上多少，自己感觉了，反正就是多捡少捡的事儿）你还可以卖掉转债（转债是 T+0 的），然后立刻买回股票。买回股票后的持有、卖掉还是还给券商，和上条一样，不是套利范畴的事儿，自己决定；

23) 千万注意，如果溢价率不高于+0.3%，就别动了，动了反而把刚刚套的利吐出去部分。这里的原理，和第 15 条说的一样，只不过反过来而已。老唐就不解释了，自己看。实在不懂呢，背下来照做即可；

24) 如果你执行了第 22 条的行动，那么第 19 步的保险绳自动就废掉了，对你毫无影响。

最后说说注意事项

25) 要注意，民生 2015 年 1 月 9 日要派发 14 年中期红利，12 月 29 日还可以转股。12 月 30 日就不能转股了；目前转股价为 8.18 元，12 月 30 日以后的转股价应该会变成 $8.18 - 0.075 = 8.11$ (本来可能是 8.105，但估计会进位成 8.11)。届时，一张转债能换的股票数量就是 $100 / 8.11 = 12.33$ 股了，到时候的转债应该有的价格，同样会变成「民生银行股价 $\times 100 / 8.11$ 」；

26) 特别叮咛一句，操作转债要选正股和转债成交都比较活跃的，如果成交不活跃，一时成交不了或者买一卖一价差挺大，那套利可能变成陷阱。民生不存在这个问题，但其他的转债成交活跃情况，要自己看，老唐也不熟；

27) 很多转债有强制回售规则，就是说达到股票价格达到某个价位了，如果你不转股或者不卖出转债，公司就会用一个很低的价格强制收回你持有的转债。这是为了逼迫转债持有人转股的规则，如果你忽视了，既没有转股，也没有卖出，就可能遭受损失，这个需要各位玩转债的朋友自己注意强制回售规则；

28) 例如民生银行，强制回售规则是：民生银行股票价格连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。也就是说如果连续 30 个交易日内，有 15 天收盘价 ≥ 10.63 元（ $8.18 \times 130\%$ ，），公司就有权以一百零几元的价格收购你的可转债，你不许抵抗。民生银行的股价升破 10.63 是从昨天（12 月 25 日）开始的，考虑到马上除息了，实际上 10.63 元标杆会变成 10.54（ $8.11 \times 130\%$ ），玩这个的话，自己注意一下这两个数字；

29) 手把手教你可转债套利，白捡钱的硬知识传授完毕，欢迎各位购买雪碧来表达谢意。这个老唐会收的理直气壮，任何学到的人，哪怕运用一次，也会挣回来几千几万乃至几十万几百万雪碧，所以老唐大小通吃，绝不抗拒，顺带表达对雪球官方的支持和敬意。当然，您若懒得打赏，老唐也已经免费分享了，您就偷着乐吧；

30) 也欢迎各位购买老唐的《手把手教你读财报》一书。请注意，不是要你来支持老唐，而是老唐自认这本书真材实料，或多或少可以帮到投

资者，无论是资深的还是新韭菜。是不是吹牛，各位读过以后，自己下判断，购书链接 <http://product.dangdang.com/23625042.html>

~~~~~

后记：这篇文章，居然有人说复杂。当然估计是说原理复杂，不过捡钱真心不复杂。

重发一遍昨天介绍过的捡钱四大规定姿势（各个转债都是这姿势，仅仅是代码不同）：

- 1) 看见溢价率-1%以上了，卖出股票 600016；
- 2) 立刻（有多快搞多快）拿卖票的钱，买入转债 110023；
- 3) 慢悠悠的进入券商交易软件的“转股回售——输入代码 190023——数量全部——确认”。套利结束，你的额外的 1%左右到手了。
- 4) 另外一包银子：如果到收盘前溢价率变成+0.3%以上（上多少，自己决定，等的久可能捡更多，也可能这包银子就被别人捡走了）。进交易系统，卖掉全部的 110023，立刻买回 600016。另一包银子收到

## 漫谈现金流折现法——再读《安全边际》有感

唐朝/文    本文发表于3月7日出版的《证券市场周刊》

股神巴菲特年复一年的告诉全世界投资者：「投资没那么复杂。你只需要学习两门课程就可以了，一门是如何评估企业价值，一门是如何看待股市波动」。著名价值投资人赛思·卡拉曼在其经典著作《安全边际》当中也谈到：「投资没有什么神秘的。简而言之就是先确定某个证券的内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。事情就是那么简单。」

如何才能知道一家企业的价值呢？塞斯·卡拉曼说：「虽然存在许多用于企业价值评估的方法，但我发现只有三种方法是有用的。一是对连续经营价值的分析，也就是现金流折现法。通过计算一家企业未来可能产生的全部现金流折现值来计算企业价值。第二种是分析一家企业的清算价值。第三种是股市价值法，通过预测一家企业或其子公司分拆后，会在股市上以怎样的价格进行交易，来评估企业价值。这种方法的可靠性不及前两种方法，它只会偶尔成为有用的价值准绳。」

抛开赛思·卡拉曼认为不太可靠的第三种方法，剩余的两种企业价值评估方法，分化出了价值投资的两大流派：一种更传统，更注重企业清算价值。他们寻找那些售价在重置成本以下的机会；另一种更注重现金流，他们寻找售价低于企业未来现金流折现值的机会。

早期的巴菲特，是格雷厄姆的信徒，更偏重于企业的清算价值。后期



的巴菲特，受菲利普·费雪(代表作《怎样选择成长股》)和查理·芒格的影响，逐渐转向了现金流折现法，完成了他自己所称的从猿到人的进化。

## 自由现金流如何测算？

运用现金流折现法，首先要了解两个概念：自由现金流、折现。

自由现金流，是从企业通过经营活动获取的现金里，减去为了维持生意运转必须进行的资本投入，余下的那部分现金。

折现的概念不难。如果确认年收益 10%，那么一年后的 110 万和今天的 100 万等价。换句话说，一年后的 110 万，按照 10%的折现率折算，其现值为 100 万。理论上，可以将企业未来每年的自由现金流，按照某折现率（无风险收益率+风险补偿）逐笔折现。所有年份现金流的折现值加总，便是该企业的价值。

实际运用中，通常会逐笔计算出一段时间的自由现金流，然后对其后的部分，估算一个永续价值。将这段时间的现金流和其后的永续价值，逐笔折现、加总，得出企业的价值。例如，某企业今年底可产生自由现金流 10 亿，预计五年内自由现金流的年增长 15%。五年后，自由现金流能保持 3%的年增长。若按照 10%的折现值估算，企业前五年现金流折现值加总，等于 49.8 亿（ $9.1+9.5+9.9+10.4+10.9$ ）。第 6 年，自由

现金流 18.01 亿，其永续价值为 257.3 亿（ $18.01 / (10\% - 3\%)$ ）。将 257.3 亿折现，现值约为 145.2 亿。由此，测算的企业内在价值约为 195 亿。知道了价值，投资者才能决定如何出价。

敲敲计算器，便知道企业价值，而后依此投资获利，有这么简单吗？当然没有。首先，预测未来无限期的自由现金流，是不可能完成的任务。其次，折现率的微小变动，会使结果呈现巨大差异。尝试将本例的折现率，小幅调整至 8% 或 12%，或将永续增长率 3% 调整为 0% 或 5%，会看到计算结果发生了多么令人惊讶的变化。

既然不能依赖其对企业价值进行计算，这套方法还有什么用呢？有用，非常有用。甚至毫不夸张地说，现金流折现法就是「股神秘笈」。它是一套完整的投资体系。它告诉我们应该选择什么样的股票，应该规避什么样的股票，在什么区间进行买入，在什么区间进行卖出。

首先，它叫做永续现金流折现。因此，目标企业必须是可能永远存在的，至少在你的人生跨度内，它可能是始终存在的，没有被竞争对手或新科技所取代或毁灭。否则，依据现金流折现公式看，永续价值将非常低。除非其市值低于破产清算值，否则，它不是现金流折现法的能力范围。从这个角度，便很容易理解，为何许多成功投资人都会规避初创企业和高科技企业（这些企业适用概率估值法、相对估值法或股市价值法），甚至有人宣称「只投资和嘴有关的企业」。

其次，目标企业必须能通过出售商品或服务，年复一年的获取大量现金。这些现金的大部或全部，可以分给股东或进行有利可图的新投资，无需用以维持现有生意的运转。在现金流折现法里，只有持续产生自由现金流的企业，折现值才为正数，其价值才能进行评估，投资回报才无需依赖下一个出高价傻蛋的出现。

再次，企业是否具备永续增长的可能，对估值的影响很大。企业是否可以通过提升毛利率或增加销售量，使自由现金流保持增长态势，将大幅影响企业价值。回到前面的例子，其他条件不变，如果自由现金流的永续增长从 3% 变为 0%，计算结果将缩水约 1/4。

接着，现金流折现法，提示了买入区间。同样用前面的例子，意图获得 10% 的收益，投资者可以在市场报价低于 198 亿时考虑买入。若意图获得 30% 收益，企业价值将低于 45 亿，投资者就必须等到市场报价低于 45 亿时，才能考虑买入。显然，既定买价越低，错过机会的概率也就越大。

然后，一家可能永续存在，每年产生可观的自由现金流，且能保持增长的企业，是否就可以根据其现金流折现值，进行投入呢？答案仍然是 no。如果企业价值 1000 万，出价 1000 万买下，意味着用 1 元买 1 元，毫无意义。回看《安全边际》导言中所说的：「价值投资没有什么

神秘的。简而言之就是先确定某个证券内在价值，然后以这个价值的适当折扣买进。事情就是那么简单。」适当折扣，就是安全边际思想。无论对企业做多么详细的了解，无论估值多么保守，投资者仍然可能犯错。此时，预留的安全边际，就可以使投资者在预计正确时获取暴利，在预计错误时损失不大。

最后，如果市场对投资者手持股权的出价，高到将其变现后存入银行的利息（存款的自由现金流）折现值，已经高于最乐观估算的该企业自由现金流折现值，这便是考虑卖出的时机了。《安全边际》说：「只有当价格变得有吸引力时才买进，而情况相反时就卖出」。

## 老窖是活生生的案例

此处以泸州老窖这只当前市场弃儿为例，轮廓性演示一下现金流折现法的运用。首先，泸州老窖从大明万历\*\*登基的 1573 年开始酿造。四百多年，无论繁荣还是萧条，战争还是和平，盛世或是乱世，都没有妨碍老窖的悠悠酒香，由此，可以大概率的认定，泸州老窖未来依然存在。

其次，泸州老窖每年都可以通过出售商品，获取大量现金。且，其生产设备（酒窖）无需投入大量现金维护。数据显示，过去十年，泸州老窖累计经营现金流，大于累计净利润。而累计资本投入额占净利润总额

不足 13%，占销售收入总额不足 5%。截止目前，尚未发现出售商品获取现金的能力，及低资本投入的特点，有任何改变的迹象。

再次，公司预计 2013 年净利润 34.4 亿，同比下降 21.55%。如果以此为基础，毛估估未来两年净利润继续同比下降 20%，其后触底保持 5%的永续增长。即 2014 年净利润 27.5 亿，2015 年净利润 22 亿，其后年利润增幅为 5%。对于泸州老窖，可以粗略的将净利润等同于经营现金流，将资本支出估算为净利润的 15%。那么，我们将得到 2013~2016 年的自由现金流约为 29.2 亿，23.4 亿，18.7 亿,19.6 亿。

最后，假设采用 10%的折现率，2013~2015 年的自由现金流折现值总和为 66 亿（ $29.2+21.3+15.4$ ）。其永续价值为 392 亿（ $19.6 / (10\%-5\%)$ ）。2016 年的 392 亿折现值为 295 亿。因此，在上述假设条件下，其内在价值约为 361 亿（ $295+66$ ）。

以上计算，仅仅用于演示现金流折现法的运用，非投资建议。

## 坚持理念不容易

估值追求的是大概的对。巴菲特叫它作「模糊的正确胜过精确的错误」，精彩。可惜常被一些投资者，用于掩盖对企业基本面研究的懒惰。既然是大概的对，其数值究竟有多么接近正确答案，取决于投资者

对企业生意模式的认识度，取决于各项假设是否符合实际。当投资者通过大量研究，确信假设不算过分乐观时，市场在 361 亿基础上给予的折扣，便是送给投资者的财富。

这就是现金流折现法的投资体系，这就是足本的股神秘笈。

投资，知易行难或知难行更难。这里聚集着全世界最聪明的人群，都想在最短时间内，用最少的金钱获取最大的利润。竞争当然残酷，甚至残酷过世上绝大多数生意。真的明白一家企业的现金流折现值，已属不易，更难的是如何保持耐心和纪律。让我们再次回味塞斯·卡拉曼在书中所说「最大的挑战来自于始终保持不可缺少的耐心和纪律，只有当价格变得有吸引力时才买进，而情况相反时就卖出，坚决避免卷入那种吞噬市场人士的追逐短期业绩的狂热之中。」

坚守现金流折现的理念，仅仅投资你能估算的企业，忘掉依赖未来价格的变动的投机游戏，无疑会使我们错过无数鸡犬升天的牛股，却也能使自己免于成为最后一个出高价의 傻蛋。巴菲特在最新的致股东信中这样告诫我们说：「聚焦于拟投资资产的未来生产力。没有必要成为全能者，理解自己的所作所为就可以了」。

# 赢在投机的起跑线上（本文刊发于 6.27 日的 《证券市场周刊》）

本刊特约作者 唐朝/文

A 股投资者多喜欢标榜自己为价值投资，对投机则敬而远之。其实，投机又有何不可？

何谓投机？

被誉为价值投资鼻祖的本杰明·格雷厄姆，曾经这么定义投资与投机：“投资是指根据详尽的分析，本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。”这个定义相当模糊。无论是“详尽的分析”、“本金安全”，还是“满意回报有保证”，在事前都无法以客观的、统一的标准进行确认。在投入金钱买入某资产时，很少有人会承认自己没有经过分析、本金危险且不会有满意回报。因而，使用格雷厄姆的定义，很难在买入前，确认某交易究竟是投资还是投机。

投资和投机，关注对象大不同，决策系统也大不同。只有清楚的知道究竟在做什么，才可能将注意力放在正确的关注对象上，杜绝为自己贴上



自欺欺人的标签。为此，寻找一个清晰准确、逻辑一贯的原则，区分投资和投机，非常有必要。

## 以回报来源界定投资与投机

笔者这样定义投资与投机：投资，是回报的获取主要依赖资产自身产生的现金流，无需依赖新买家的出价；投机，刚好相反，是回报的获取主要依赖新买家的出价。或者更简单的说：买股是投资，买票是投机。采用这个定义，可以在交易发生时，明白自己究竟是意图投资还是投机，从而圈定需要关注什么，来确保满意回报的获得。

何谓买股，何谓买票？让我们抛开教科书枯燥的解释，穿越回大航海时代吧。那是属于冒险家的时代，一艘船从欧洲大陆出发，无论经大西洋到美洲，还是绕印度洋到亚洲，带给沿途各国人民从未见过的稀罕玩意儿，当然，不便宜。顺带收走当地土产，当然，不会贵。此地之土产即是异地之稀罕，一趟船跑回来，常常是数百倍的利润。然而，风大浪大、海盗出没，十艘船总有那么两三艘或沉没或被劫。怎么办？

对利润的追求，常使人类想出精妙的解决办法。十艘船的船主，放弃每人拥有一艘船，改为每人占十艘船总收益的  $1/10$ 。 $10 \times 1/10 = 1$ ，简单的等式，带来完全不同的获利模式。哪怕十条船只回来 5 条，只要每条回来的船，能获利百倍，每位船主都能够获得 50 倍的收益。一边是确定

赚 50 倍，一边是或赚百倍或血本无归，精明的商人，当然知道怎么选。于是，股的概念诞生了。至于为了鼓励监督船长和水手，而诞生的股权激励及监事会制度，此处略过。

船，就是企业。股，就是船的一部分。持股人享受船的收益，并以出资为上限，承担沉船风险。

船主们找到了规避风险的办法，夜夜安枕却赚得盆满钵溢，自然惹得旁人羡慕。一群或陌生或相互认识的人，写个合约凑钱买船、雇水手，新企业就建立了。

船出海了，那可要些日子才回得来。那时候，没手机没电报。出海后，是彻底的杳无音信。这期间，若有持股人急等用钱，只好找个见证人，将出资协议附上转让合同，出让于有意购买者。成交之后，这条船或带着百倍回报返航，或沉入大海，该占的份额，该冒的风险，都由买家一力承担了，与原出资人再无干系。票，也诞生了。

逐渐的，建立在股和票上，也有了两种不同的获利模式。一种是以返航回报为主要获利来源的股模式，另一种追求买与卖之间差价的票模式。

巴菲特说，企业的内在价值就是其生命周期内产生的自由现金流的折现值。这就是以返航回报为主要获利的模式，回报的产生不依赖新买家的

出价。正因为回报不依赖他人，所以巴菲特才敢放言即使股市从明天起关闭，其投资决策仍然不受影响。关于现金流折现获取回报的思路，笔者曾在《漫谈现金流折现法》(<http://xueqiu.com/8290096439/28126934>)一文中，进行过阐述。

而格雷厄姆一生进行的大部分交易，以及他所宣扬的主要选股规则，是买入市值低于净流动资产值 2/3 的企业，待股价超过净资产以上某比例后卖出获利。可见，格雷厄姆的回报，主要是依赖于新买家的出现，属于票模式。

1955 年，格雷厄姆作为证券市场著名专家，在美国国会一个证券市场委员会的调查询证中，被问道：“当你发现了某个特殊的情形，并且您仅凭臆想判断你可以用 10 美元买下，而它是价值 30 美元的，于是你买进一些。但只有当许许多多其他的人，认为它确实价值 30 美元的时候，您才能实现您的利润。这个其他人认为它价值 30 美元的过程，是如何产生的——是做宣传呢？还是什么别的？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？”格雷厄姆回答道：“这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但是我们从经验上知道最终市场会达到它的价值。”这个回答清楚的表明，对于价格终将回归价值的规律性原因，当时的格雷厄姆并不明白。

以现在的眼光看，市场价格终将回归价值，是因为资本的逐利性。伴随

着时间的推移，浓罩着高回报资产的未知因素，逐渐明朗。资本的逐利性，决定了高回报资产必将吸引资金进入，从而拉升该资产的市价，直至其回报率回落至社会资本平均回报率水平。价格就这样回归了价值。

## 赢在投机的起跑线上

投资的回报，主要依赖资产自身的现金流。投资者可以不关注资产交易市场的报价，却需要时刻关注企业的经营情况。包括但不限于企业自身的决策变化，所在行业的景气度变化，竞争对手的行为变化等等。投机，关注资产的价格变动。关注新买家何时出现，因何而出现，主导新买家的因素是什么。

投机与投资既没有水平高下之分，也没有道德高下之分。所不同的，仅仅是回报来源不同、关注因素不同而已。即便是意图从企业现金流获取回报的投资者，也免不了会受买家过高出价的诱惑，卖出而成为投机者。至于意图从股价变动中获利的市场参与者，则完全可以堂堂正正承认：我，是一名投机者！

那么，资产价格究竟是如何变动的，背后有没有可以掌握的规律呢？

以股票市场为例，股价（ $P$ ）永远等于市盈率（ $P/E$ ）乘以每股盈利（ $E$ ），这是数学，是永不会错的公式。因而，只要寄希望从股价变化中获利，

总也离不开预测企业盈利和市盈率——两者或两者之一的变化。如果对这两个指标全无概念，贸然入市交易，也许能有一时的好运，但长期看，关灯吃面的结局是免不了的。

企业盈利和市盈率，未来都有涨跌平三种可能，由此诞生了九种未来股价组合。能否从股票价格上获取差价，取决于今天在什么组合上买入，也取决于未来在什么组合上卖出。

企业盈利的变化趋势，需要学习和掌握的知识非常多。任何行业，都需要数年的持续关注，才可能做出基本靠谱的判断。浸淫行业数十年的业内顶尖人士，错判形势导致企业兵败如山倒，也是残酷商业竞争中常见的事。认识到这一点后，投机者应持保守态度看待企业未来盈利，将研究定位于排除盈利可能下滑的企业，并忘却对企业盈利的乐观预期，使股价变化的决定因素，落在市盈率的变化上。

市盈率的变化，本质上是市场参与者情绪的变化。亿万市场参与者情绪起落之和，神鬼莫测。牛顿在股市投机巨亏后，曾经发出过著名的感叹：“我可以测算天体运动的规律，却无法测算人性的疯狂”。然而，虽然规律难测，但高风险雷区却不难发现。

市盈率，是回报率的倒数。20 倍市盈率，代表着回报率为 5%。同时，由于股票投资回报，无人担保，购买者需要在无风险利率的基础上，加

一个风险补偿收益率，以弥补承担的风险。因而，即便乐观的假设风险补偿收益率为零，无风险的资金回报率，也已经天然的划出了市盈率的<sup>①</sup>上限。也就是说，在忘却企业盈利增长的保守假设下，若无风险回报为6%，能够接受的市盈率上限必须低于17倍。17倍市盈率以上的区域，就是高风险雷区，是大概率亏损的区域。

“反过来想，总是反过来想……我只想知道我将来会死在什么地方，这样我就可以永远不去那里了。”这是被巴菲特誉为“西海岸哲学家”的查理·芒格经常谈到的投资真理。只要能避开哪些致命区域，成功自然就会到来。无论面临的诱惑多么大，学会拒绝进入市盈率的高风险雷区，就赢在了投机的起跑线上。

美国投资大师、戈坦资本创始人乔尔·格林布拉特先生，仅仅依靠低市盈率策略，加上一个投资回报率指标，在其20年的投资生涯里，获得了年均40%的传奇收益。这些宝贵经验，被格林布拉特先生写成一本小书《The little book that beats the market》——中信出版社出版中译本名为《股市稳赚》，是一本薄薄的，定价仅18元的小书，相当值得一读。

---

后记：

1) 本文发表时，标题用了《投机有何不可？》；

- 2) 本文是比惨大赛后的“老唐 12 条”注水所得，其主要逻辑在 12 条里  
均已阐述；
- 3) 从上条可知，本文是一位“一朝被蛇咬，十年怕草绳”者的总结。对于  
擅长 50PE 买，150PE 卖的高手，本文分文不值，敬请忽略；
- 4) 文章最后一段，是为了以读书札记面目出现，随手从书架上扯了一  
本和本文主题相似的小书，而后加上去的。虽然生硬了点，但书真是值  
得一读的好书。作者用投资回报率和收益率组成一个简单的令人不敢相  
信的公式，取得了不可思议的回报率。
- 5) 和戈坦的神奇公式类似的「低市盈率，配上高 Roe，再加上分散」，  
是老唐认为的有逻辑支撑的体系，是能在投机战场上长期生存的可靠法  
宝。

老唐现在全“球”第二惨？多谢各位朋友的打赏，就不一一道谢了。被赏了  
那么多，多说几句吧，万一对哪位新朋友有点帮助，也不枉老唐自揭伤疤  
一盘。

1) 据说股市是一个“有经验的人，用经验换金钱。没经验的人，用金钱换  
经验”的地方，但通常来讲，象老唐这种用“自己的金钱”换经验的人，属于  
脑袋不太够用的。聪明人应该用别人的经验，换来金钱。既然“聪明的投资



者都在雪球”，那么这条帖子里列着的惨痛经验，那就是一堆钱胚子。南来的、北往的、投机的、摸狗的，但凡缺经验的朋友，一笑而过就划不来了。

2) 靠企业自身现金流拿回回报的投资者，基本无需考虑股价。市场出高价，是投资者的意外盈利，是风落之财。有，令人高兴。无，也不影响投资决定。这个话题，今天不谈。

3) 期望靠股票价格差价获利的朋友，总还是需要知道股价是如何涨跌的。绝对正确的公式是“股价=每股收益\*市盈率”——无论是今天的股价，还是未来某日的股价。所以，无论用什么手段获利，总也离不开预测“每股收益”和/或“市盈率”。如果你对这两个东西都全无概念，就敢下注，基本注定关灯吃面的结局；

4) 今天的每股收益和市盈率，都是确定的数字，没有什么好计算的，重点是未来某日的。以老唐几十年的人生经验，得出一个绝密经验：每股收益和市盈率，未来只会：变大，变小，不变。（一笑。臭鸡蛋就别浪费了）

5) 依据上条绝密经验，未来的每股收益和市盈率之间，会有九种组合。能不能赚到钱，取决于你今天下注在什么组合上，也取决于你在什么组合卖出。

6) 每股收益的变化，是需要你大量阅读企业年报，同行年报，关注企业产

品的生产和销售,这是需要做大量作业的。@东博老股民 演讲时曾谈到“能力比理念更重要”。老唐理解,这个能力,指得就是对企业商业模式的理解能力,对企业、企业上下游及其竞争对手的了解能力。如果你一旦喜欢上这个能力的练\*,恭喜你,你永远也不会觉得无聊,只会觉得时间不够用。任何一个行业,都够你花几年功夫。这方面,雪球上有拜不完的老师,各自对某个行业或企业,有自己的认识,自己挖掘吧。这也是在老唐看来,雪球最优吸引力的部分。

7)对企业、行业的研究,是为了避开每股盈利会下滑的企业。下滑的每股盈利,除非遇到上涨的市盈率,还有几分机会不赔钱。否则,遇到下滑的、或者持平的市盈率变化,都只能关灯吃面。这赢面就太小了,拿金钱买经验的概率大,不碰也罢。

8)市盈率,代表着市场上千千万万人乐观情绪与悲观情绪的博弈。问问自己,预测自己熟人的情绪变化容易吗?如果不容易,再仔细想想,预测全国那么多不认识的人,他们的悲观乐观,恐惧还是贪婪,容易吗?老唐觉得这几乎是个不可能完成的任务。好像牛顿也是这么觉得的,牛 sir 说过“我可以预测天体运动的规律,却无法预测人性的疯狂”。

9)那怎么办呢?老唐采用自认愚蠢法:永远选当前市盈率低的股票。当前市盈率低的股票,在市盈率和每股收益的九种变化组合中,去掉了市盈率下滑对应的三种可能。剩下的六种可能里,只有市盈率持平\*每股收益

下降,才有可能让你赔钱。这将\*\*增加在市场里获利的可能。以老唐个人有限的关注来看,这方面经验丰富的球友有:@佐罗投资札记 @管我财 @微光破晓 @编程浪子,各位不妨关注。

10)多低算低呢?这个还真不好说。老唐个人大体是这么看的:负债率低的企业,10~15 倍间算低,15~30 算合理,30~50 算偏高,50 以上算博傻。负债率高的,大概的打个六七折吧。

11)以不足一年乃至不足半年为期限进行交易的人,每股收益基本可当作持平看待,大致就是下注市盈率的变化。如果不是有内幕消息,就算是技术图形派吧!毫无贬低技术派的意思。所有的技术分析,无论k线均线成交量动能布林底背离……,千变万化,归根结底,无外乎意图跟踪先动手的聪明钱。

聪明钱或因价值而动;或因信息(不仅指内幕,也含宏观政策,行业变化,新闻事件等)而动;或全盘筹谋,布局行事。技术派同样有成功者,重要的是,你需要搞懂技术图形背后的心理学或统计学含义,并依据它来制定自己的对策。这个方面,老唐是失败者,只多叮咛一句“听别人的技术分析,注定是关灯吃面的命”,其他的就不敢多谈了。

12)以上纯属个人浅见,请各位持批判态度看待。在老唐眼中,雪球上对投资理论认识深刻的高手,除了上面提到的几位之外,老唐关注的还有@renjunjie @有智思有财 @每天发现一个更好 @水晶苍蝇拍 @金

石 @逍遥狂客 @刘马克 @每天发现一个更好 @中国资本市场 .....等  
人。各位曾经惨的，还在惨的，为了明天不再惨，偷他们几位的经验去换  
钱，那绝对是不可错过的事。

## 自由现金流折现法的意义

刚看见逍遥兄发文谈用未来现金流去估算企业没有意义（<http://xueqiu.com/5830916352/39838778>）

老唐本打算回复一下，但发现文字表述其实很啰嗦。

正好昨天球友@nicklau2015 给老唐推荐了一款制图软件 Edraw，

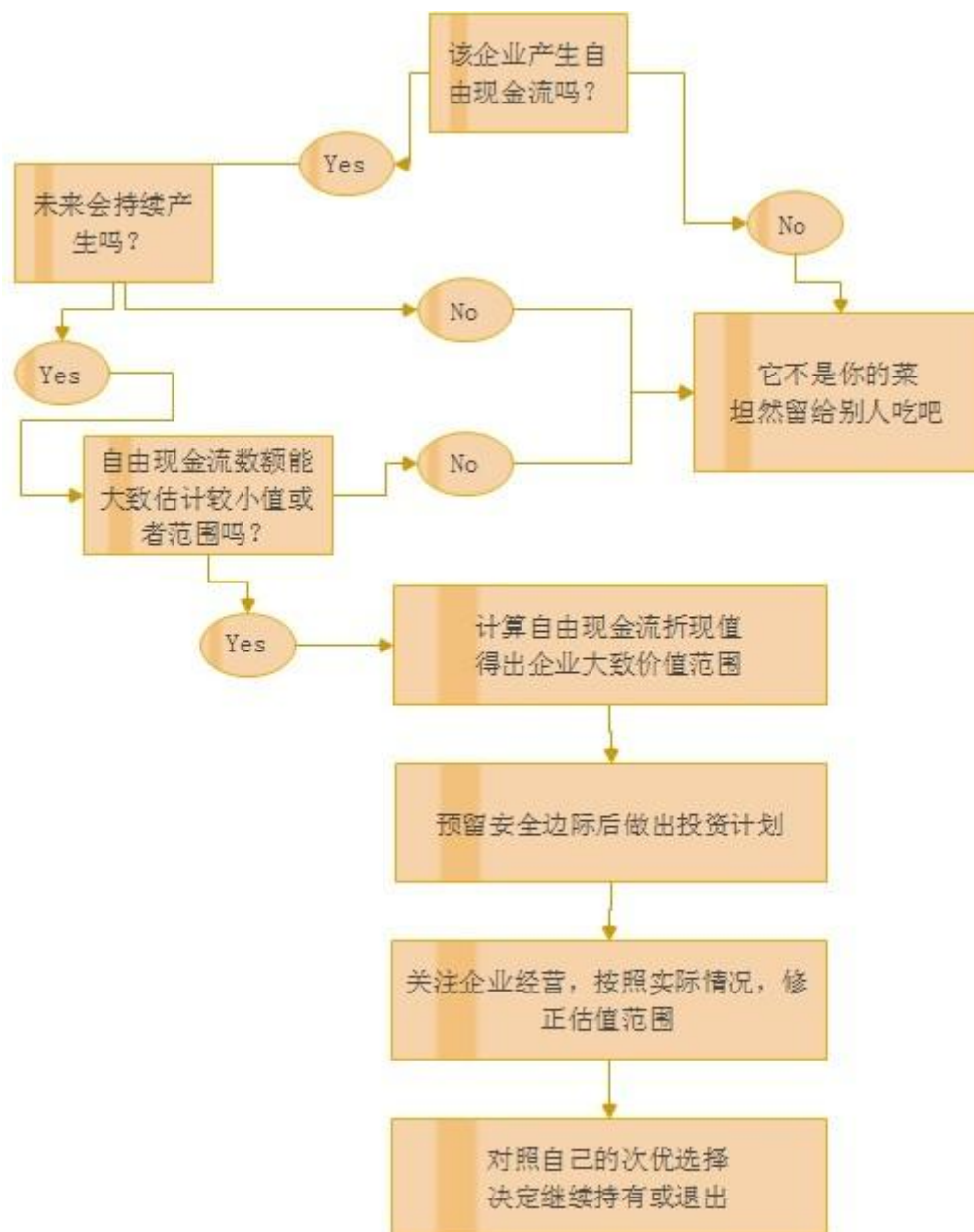
老唐尝试着用它来画了一份流程图，

表达老唐的“自由现金流折现是一种投资思路，而不是计算方法”的观点。

第一次用，有点张飞绣花的感觉，作的很简陋，请勿嘲笑。

必须承认，图表表达意思确实比文字简练。谢谢@nicklau2015

闲话不表，直接上图



接受自由现金流折现投资思路，就必须配套能力圈概念，  
知道有些别人可以赚的钱，却“不属于你的啦~”  
可能是击鼓传花游戏，你不够胆。  
也可能是别人可以看到的未来现金流，你看不见。  
你可以不断学习，拓展能力圈，  
拓展对不同累心企业商业模式的理解和预判能力，  
这都是正常的。

但——跨出能力圈下注，是注定要别人收割的——早晚而已。

详细文字阐述，感兴趣的朋友可以参看《手把手教你读财报》204~207页。

顺带也可以看看 207~209 页介绍的其他两种企业估值方法。

[问] 时间换空间：关于\$上证指数(SH000001)\$ ,对@唐朝 说：2015 最高点与最低点大概在多少？[答] 唐朝：这个计算量有点大，以老唐的电脑配置估算，大约 8400 个小时后出运算结果。届时一定分享。[问] 何毕：关于\$上证指数(SH000001)\$，对@唐朝 说：您觉得目前实体经济和股市背离的现象应该怎么看待？[答] 唐朝：正常现象，他俩聚少离多。[问] 啃 SAP：@唐朝 老师 您觉得现在购买指数基金可行吗？[答] 唐朝：可行。定额定投指数基金，从任何时候开始都不晚。[问] 舞网天下：对@唐朝 说：您觉得至少读多少家财报，才能算入门？1000 家以上么？[答] 唐朝：回复@唐朝：这样了解一个行业后，这个行业保持关注即可，费时就没有那么多了。接着可以进行下一个行业了，能力圈就可以这么一点一点的扩大。//@唐朝:回复@舞网天下:主要是深，而不是广，认真读完一家公司最近十年，及其主要竞争对手最近三年的财报，在这个行业里，

基本上就敢说话了。 [问] 乘风破浪的水手：@唐朝 大师的书已经爱不释手的看了几天了，能把财报专业性这么强的知识写的如此的简单易懂，是投资爱好者的福音。 [答] 唐朝：喊老唐吧，千万别大师。谢谢鼓励。 [问] 逻辑 XCY：关于\$上证指数(SH000001)\$，对@唐朝 说：请问唐兄，以你看过的报表来说，上市公司报表真实率大概多少？如果发现公司财务报表有问题，是否会回避该公司？ 谢谢！ [答] 唐朝：国内企业的财报，大部分有问题。通常有问题的企业，我本人是会回避的。 [问] 毛西南：对@唐朝 说：财报是用来排除企业的，那么不同类型的公司，在分析财务的时候 是否也有不同的排除标准？如果有，区别在哪里？ [答] 唐朝：既有通用标准，也有个性的标准。要根据对该行业和企业理解，来选择不同个性部分的标准。 [问] 牛股矿工：对@唐朝 说：对于畜牧养殖类股票，最看中的三个指标是什么？买这类标的，应 6 聪明的投资者都在这里 注意什么问题？ [答] 唐朝：为什么非要三个呢？投资没有什么三板斧解决的，还是要踏踏实实的当作一门生意去 理解才好。 [问] 牛股矿工：对@唐朝 说：对于科技类成长股，最看好的三个指标是什么？ [答] 唐朝：吐血，又是三个。矿工同志很喜欢“三”啊！ [问] 起子：对@唐朝 说：爆仓破产之后怎么挺过来的？（主要不是为提问题，是为了抽奖。:)) [答] 唐朝：肚子饿，必须挺（其实不是为回答问题，是为了帮助



你抽奖) [问] 似火： 对@唐朝 说：请教个问题，有时候看到有人算净资产把资本公积算在里面，请问 这种算法可行吗，适合什么类型的企业 [答] 唐朝： 适合所有类型企业，资本公积就是净资产的组成部分。 [问] 唱歌的鱼： 对@唐朝 说：券商 12 月报表靓丽，市场为何不买帐？ [答] 唐朝： 市场先生是癫的，要么不要试图去理解他，要么要和他一样癫。当然，癫错频率，无法形成共振，后果自负。 7 聪明的投资者都在这里 [问] pch521： 对@唐朝 说：请唐老师说对大盘走势的看法，及川投能源的看法。 [答] 唐朝： 大盘走势，不涨就跌。川投能源，天天发电，月月收钱。 [问] 沈潜：对@唐朝 说：老唐，您觉得\$泸州老窖(SZ000568)\$ 的合理买入或卖出的价位是多少？ [答] 唐朝： 我觉得当前价位上下 20%，都是老窖的合理买入价位，取决于你的次优选择是什么。 卖出嘛，不知道，要看未来企业的经营情况。 [问] 风动幡动心动不动： 对@唐朝 说：对商品期货还有兴趣么？我亏了老部分钱了，还是想着要继续。 [答] 唐朝：无。遭打趴下了，我认输，不再玩杠杆类投资品了。 [问] 雪人 1234： 关于\$上证指数(SH000001)\$，对@唐朝 说：老唐，请教一下，格力电器、青岛 海尔等国内家电企业，报表很好看，为什么股价涨的这么慢。 [答] 唐朝： 把自己预期降低一点，会觉得涨的还挺快的。 [问] skybjl： 关于\$上证指数(SH000001)\$，对@唐朝 说：请教如何看待像\$银江股 份

(SZ300020)\$ 、 \$ 盛 运 股 份 (SZ300090)\$ \$ 中 环 股 份 (SZ002129)\$ 类似的 需要前期资金大投入、资产负债率高、现金流一直紧张，但规划前景很宏伟、将来达 预期后的收益会很稳定丰厚的朝阳产业？关键看哪几个指标可以看清企业的发展潜 8 聪明的投资者都在这里 力、哪几个指标预示企业风险？ [答] 唐朝： 参看《手把手教你读财报》177 页蛮牛型企业介绍。 [问] 买好的更要买的好： 关于\$上证指数(SH000001)\$，对@唐朝 说：能说说泸州老窖的事吗？泸州老窖 还值得坚守下去吗？ [答] 唐朝： 参看《手把手教你读财报》262 页。是否值得坚守，关键看你目前有没有更好的选 择。 [问] 大红鹰： 关于\$上证指数(SH000001)\$，对@唐朝 说：请教老唐：每股净资产里面含不含 公积金啊？ [答] 唐朝： 含。 [问] 学习滚雪球： 关于\$上证指数(SH000001)\$，对@唐朝 说：老唐你好，作为 70 后，看介绍您 94 年便辞去事业单位这个铁饭碗投身于资本市场，当时应该也是很年轻的，那么您对年 轻人有什么建议么？基于您自己的经历，多谢。 [答] 唐朝： 今天这个世界，已经很难饿死人了，无外乎是草鱼和鲍鱼的区别，所以我认为年轻人 最重要的是去从事自己喜欢的行业、职业或事业，这样成功了是双丰收，失败了，至 少也干了自己爱干的事儿。 [问] yihan： 对@唐朝 说：如果个股引入做空机制后，财务分析是不是才能体现出真正的威力 ？因为感觉财务分析最大的

作用是证伪。 9 聪明的投资者都在这里 [答] 唐朝： 证伪和做空不是一回事，证伪是有疑而回避。做空是确定疑问而下注。做空最大的问题在于，很可能骗子在你破产后依然活得兴高采烈，那时，你会很痛苦的。 [问] 尚墨者黑： 对 @唐朝 说：前几年在港股市场买过一个股票，叫旭光资源，就是后来叫旭光高新 材料。那财务报表看起来觉得公司太好，这简直就是格雷厄姆—巴菲特之流的梦想，细看发现有一项60亿的无形资产—商誉，觉得很不可思议，这大成都没几个人知道这么个公司，这么个牌子的，他凭啥值60亿，于是赶紧卖出，小赚一点走了。现在这公司被做空机构揭示 造假被停牌快一年了，估计完蛋。中投砸进去几个亿，成都某大 V 还持有被关。我想问，我只是凭直觉不爽卖了，人家可是有审计机构审核的报表，怎么过关——或者确实他有其他原因导致商誉60亿，这些我很不明白。另外，对于商誉这块得弄虚作假，从哪几个方面去研究，容易鉴别发现，免的受害，谢谢！还没来得及买书，能签名赠送一本更有意思。 [答] 唐朝：虽然没有看过这家公司的财报，但老唐可以肯定，它一定不会是“格雷厄姆—巴菲特之流的梦想”。商誉部分，可以参看《手把手教你读财报》65~67 页。 [问] GD 三文鱼：对 @唐朝 说：每股净资产与每股收益是否存在一定的关联性，如何能更好的提前 预测每股净资产值？谢谢 [答] 唐朝：没有什么强相关性。熟悉一家企业后，预测每股净资产值不会是很难的。

事儿。 [问] 赤壁鏖战： 对@唐朝 说：一般而言,您最看重的财务指标是什么? 读懂财报很重要,您 认为这点占了成功因素的多少比例? [答] 唐朝： 10 聪明的投资者都在这里 如果只能选一个,我选 Roe ( 巴菲特说的 )。读懂财报,回避陷阱。芒格说,我只需 要知道我会死在哪里,然后我就永远不去那儿。读懂财报,大致可以部分达到这样的 效果吧!

[问] 兰花谷： 对@唐朝 说：请老唐谈谈持有过程中资金调配的问题和卖出的问题,谢谢。 [答] 唐朝： 不懂。我有闲钱,都买股票了,基本上长期满仓。卖出问题有点大,释老毛有段关于 卖出的文字,跟我实际运用的东西差不多,你可以回头找一下。

[问] Myself\_JGH： 对@唐朝 说：唐老师你好,对于一些企业他们内部一个账本对外一个账本,怎样才能发现他们那些是有问题的账目呢? [答] 唐朝： 我们不是查案子的,有疑问回避就是了。只跟信的过的财报打交道。

[问] 饭小米-： 对@唐朝 说：当时你从国投换到川投,没看懂您的持仓成本到底是多少啊?可否 讲下这两个公司? [答] 唐朝： 别去关心持仓成本了,成本跟获利与否一毛钱关系也没有。老唐觉得,投资者的成 本,应该永远看作比目前市价高一点点。国投川投,重在雅砻江。我大体对国投的估 值是 52%雅砻江+80 亿 对川投的估值是 48%雅砻江+0。要搞懂雅砻江的估值,多 读@跨越巅峰 @山行 @大杨 等人的文章即可,他们更专业。

[问] 帽徽： 对@唐朝 说：

老师好！财务报表方面的小白，看了贵大作能起到作用吗？能基本判断一家公司的价值吗？没啥信心啊！谢谢！ [答] 唐朝： 11 聪明的投资者都在这里 一个字：绝对有作用。老唐不会说自家瓜不甜的，所以，你问这个问题的时候，应该有心理准备，会得到这个答案。好吧，满足你 [问] 股道行者 008： 对@唐朝 说：请问老师，您是如何对股票进行合理估值的，有没有简单一点的办法供基础较差的股民参考？谢谢！ [答] 唐朝： 这个不是一句话的事儿，参看《手把手教你读财报》204~209 页。 [问] 天鹅海： 关于\$上证指数(SH000001)\$，对@唐朝 说：PB 与 PE 相左，如 1PB 的公司却是 50PE，10PE 却是 4PB，如何做选择题？对@唐朝 说： [答] 唐朝： 这样问的话，说明你对两家企业都不熟，建议两个都不要买。不过，在其他条件满足的情况下，我会优选 10pe+4pb 的企业。 [问] 骑着蜗牛猛发财： 对@唐朝 说：唐老师好，能不能分析下泸州老窖 [答] 唐朝： 老品牌、好东西、低估、会有强劲生命力，目前遇到暂时困难，不知道需要多久爬出来。 [问] eugene： 对@唐朝 说：想系统学一下预算表的编制，有什么好的书籍推举下么？ [答] 唐朝： 预算表是什么东西，老唐不会，所以也没书可推荐。 [问] 也想任性： 12 聪明的投资者都在这里 对@唐朝 说：书昨天才到，只看了 10 来页，感觉还不错，一点都不晦涩难懂，给了我很大信心。不知道唐兄接下来还有没有出书的计



划？以后还会支持。虽然买了一本，但是再抽一本给我送人吧 [答] 唐朝：抱歉，暂时没有接着出书的计划。关注老唐时间长的人都知道，这本书的诞生，也不是计划内的。 [问] 逍遥的投资：对@唐朝说：听说全世界的财务造假都大同小异，如何在财务报表中发现蛛丝马迹？国内环境下，有什么特点，如何在那些所谓成长股的报表中证伪它？谢谢@唐朝 [答] 唐朝：是的，全世界的财务造假都大同小异。老唐专门用了一章，阐述了你问的这个问题，参看《手把手教你读财报》253~274页。 [问] 万径千山：对@唐朝说：您好，对于看财报有一个困惑，各家的财报都似乎一样，可由于公司的类型不一样，从事的领域不一样，各个指标的意义其实也不一样，那如何通过财报来评估这个公司的优劣呢？ [答] 唐朝：如果你看着各家财报都一样的话，你可能需要先放下财报，先认真读《手把手教你读财报》。 [问] jxf521：对@唐朝说：唐老师好，还没有拜读过您的大作，有几个关心的问题：1.大家看财报，是用于测定上市公司的身家，或者有无潜在财务风险，但绝大部分人都不是学财务的也不是企业研究的行家，如何从最简单的几个参数或数据，先把企业先框住，来个定性判断？如企业是否稳步向好，还是盲目扩大生产销售致使风险扩大等等。2.无论是为了市值管理还是管理层为了拿期权，公司的财报都不可避免的受 13 聪明的投资者都在这里 到人为的影响和修改，

我们是否能从财报或者连续几份财报中发现这种修改，从而避开风险和发现机会？ 3. 关于财报的定位问题。对于普通投资者，判断一个公司的好坏，仅仅财报是不够的，就像医生看病仅仅听诊号脉还不够，除非是神医。这就涉及到，我们读财报，哪些信息是必须要获得和求证的？哪些可看可不看？哪些是需要长期追踪的？ [答] 唐朝： 喊老唐吧，别喊老师。 1. 没有统一的参数； 2. 可以； 3. 《手把手教你读财报》 27~30 页，专门谈了那些可以略过，那些必须认真关注。 后记里，谈了我们需要长期跟踪些什么。 [问] ijessie：对@唐朝 说：首先，我也希望能获得一本老唐的书啊，笑~ 因为是新手，自身定位在 Graham 所说的 defensive investor 这类，所以不打算投入太多时间在股票市场，现在也只是开始每个月支配一部分收入购买 ETF；不是会计专业，学投资理财看懂财报是必须的，前期读过《财报就像一本故事书》，在雪球这里读过老唐置顶的《手把手教你读财报》前面 1/3 部分，觉得老唐的文字更通俗易懂，很多细节也有指明。现在开的陪读帖也显示了老唐的热心。赞~ 还没选过股，也没分析过上市公司，暂时提不出有意义的问题。继续在雪球关注老唐。 [答] 唐朝： 每月定投 etf，是个相当不错的想法，就这一点，你可能已经跑赢大部分股市参与者了。这就是大师说的，重要的不是你能力大小，重要的是知道能力的边界，不熟的地方不去。 [问] 大豆逼：对@唐朝 说：



川投跟国投比,优势您认为是什么? [答] 唐朝: 便宜。[问] djwisom: 对@唐朝 说:会计上总说利润是做出来的,那么还要利润表做什么,直接看现金流量表好了,一个企业的现金流总做不了假,请问唐兄怎么看待这个做出来的利润表和现金流量表的问题。[答] 唐朝: 现金流同样可以作假,《手把手教你读财报》专门有一节谈现金流的操纵手法,261~263 页。同样,也展示了财报操纵可能在现金流量表上留下的痕迹,参看 269~270 页。利润表和现金流量表可疑对照寻找可疑迹象的。[问] 夜凉: 对@唐朝 说:由于上市公司披露财务报表有时间限制,所以像碰上上市公司季报年报密集披露的时候,年报太多不可能完整分析三大表,此时你会迅速关注三大表中的哪几项财务数据以及财务指标呢?多谢!(提问是为了涨姿势,再次是为了。。额,司马昭之心,哈哈)[答] 唐朝: 问题错了。任他溺水三千我只取一瓢饮,老唐只关注有限的几十家公司,其他两千多家公司对我而言,如梦幻泡影,发再多财报我也看不见。[问] Jason8167: 对@唐朝 说:唐老师,第一感谢您的心血之作;第二个人感觉,财报读懂很重要,靠财报炒股却很微妙。关键在运用,有的公司财报很漂亮,但你买了就是没有收益。反之的亦然。所以更希望听一听您在选股时除财报外的其它依据(尽量多说几点或几个方面哈),再次感谢!!![答] 唐朝: 股价等于市盈率乘以每股收益。财报只能解决每股收

益这方面的问题，市盈率方面的问题，要去投资大师们的理念中汲取。 [问] 科斯定理： 对@唐朝 说：请问唐老师，如何看待企业的每股公积金、每股净资产和每股未分配利润这三个指标对股票价值的重要性，这三个指标一般来说多少区间是合理的？谢 15 聪明的投资者都在这里 谢 [答] 唐朝：不需要单看这几个指标。 [问] 清曦快乐： @唐朝 像长江证券这样的无靓丽业绩的 为什么能涨在前列 [答] 唐朝： 因为市场先生是癫的。 [问] wetr19： 对@唐朝 说：你好，请问，对于一个刚入行的人，怎么读完枯燥的经济报，还有 读完后的思路能够开拓。谢谢！ [答] 唐朝： 经济报是什么，如果是经济观察报枯燥，只好不买就是了。如果是想说财报枯燥，试 着先读完《手把手教你读财报》，看看会不会发现财报变得有趣了。 [问] 赫尔墨斯守护者： 对@唐朝 说：唐老师您好，我想问下雪球上干货这么多确实令人受益匪浅，但作 为一个刚入市的小韭菜要怎么才能建立起自己的投资体系呢？盼回。 [答] 唐朝： 刚入市，谈什么投资体系。埋头认真学，态度好点，多听多问多怀疑多思考吧！ [问] 自由的慢跑： 对@唐朝 说：老唐，我提个问题：你如何通过财报抓住一家公司的盈利模式， 从而看出是不是胖子的？ [答] 唐朝： 慢跑兄本就是高手了，谢谢捧场。我的框架理解，先找 ROE 高的，然后搞清楚它 的 Roe 为什么高，能否持续；接着看其利润是否能顺利变成现金回来；最

后看看市盈率水平即可。 16 聪明的投资者都在这里 [问] roc08： 对@唐朝 说：唐兄，您对短线预测怎么看？除了基本面，如何把握买入点呢？ [答] 唐朝： 曾经会，后来破产了，就不会了，也不看了。 [问] yulanbb： 对@唐朝 说：老唐，看了你的新书后，还有无必要再看财务方面的专业书籍？ [答] 唐朝： 看了以后，你自己可能就有答案了。 [问] 两三只手： 对@唐朝 说：国投电力和贵州茅台，在目前的价位上，你更看好哪个？ [答] 唐朝： 茅台。 [问] 泉中有水： 对@唐朝 说：老唐，这书看完后接下来看哪些公司的报表好呢，或者实操性怎么 进一步呢 [答] 唐朝： 看你想看的公司财报。搞明白公司值多少钱，然后便宜就买、贵了就卖。 [问] Jamie1W： 对@唐朝 说：DCF 估值下的 WC&NET DEBT ADJUSTMENT，怎样才比较客观反映 EV？ [答] 唐朝： 不懂。 [问] 雪在烧： 17 聪明的投资者都在这里 对@唐朝 说：乐视的财报，有没有让我们重点关注的地方（财务粉饰或者造假）。 [答] 唐朝： 没看过。 [问] 郑 qq： 原帖已被作者删除 [答] 唐朝： 没看过，无法给出意见。 [问] zgdy： 对@唐朝 说：把财报专业性这么强的东东写的如此的简单易懂，巴适得板，读书 学习中，谢谢老唐！ [答] 唐朝： 巴适的板，一看就是老乡，不客气 [问] 虹口海老： 对@唐朝 说：“请教一下，对 AH 股同时上市的蓝筹股，折价或者溢价现象会长 期存在么？” [答] 唐朝： 除非两边毫无限制的自

由流动，否则折价溢价一定会长期存在的。因为 AH 股相同的只是其“股权”性质的一部分（有些还不是全部），而其作为交易对象的“票”性质的部分是不一样的。[问] 阳光 595：对@唐朝 说：茅台和五粮液他们的账面上现金都比较多，未来还会不断的有现金流产生，能否预测一下这两家会怎样利用这些资金，能否通过利用这些资金产生更好的效益（白酒扩张的幅度不大了，并购吗？还是用于别的），未来的增长前景怎么样？ 18 聪明的投资者都在这里 [答] 唐朝：这个只有且行且观察了。茅台主要是扩产，五粮液手法多样，不好猜测。[问] 肚脐 88：对@唐朝 说：很多上市公司的报表格式内容不一，甚至很多语焉不详，遇到这种情况怎么办？[答] 唐朝：看不懂，就丢了它。[问] Whoever：对@唐朝 说：唐老师，对于獐子岛这样业绩突然出问题的股票，如何通过报表或者其他基本面的分析提前发现问题？（您书的最后有财务做假的分析，我还没看到。）谢谢！[答] 唐朝：等看了以后，你就会知道了。[问] 另觅天空：@唐朝 会计准则规定折旧在不同行业是不同的，折旧出现的依据是什么？[答] 唐朝：权责发生制，是折旧概念产生的依据。[问] 青梅 VS 煮茶：对@唐朝 说：用自由现金流去对公司进行估值，存在哪些局限性，对于哪类公司来说，比较适用？[答] 唐朝：参看《手把手教你读财报》207 页表述。 19 聪明的投资者都在这里 [问] 丁满和彭

彭： @唐朝 唐老师，请问你对财务指标的判断，是做定量还是定性？ [答] 唐朝： 兼而有之。 [问] 胡狼猎人： 对@唐朝 说：唐朝大神 你如何看待券商接下来的走势？至少到年前 相信你对券商应该有所了解吧 [答] 唐朝： 抱歉，不了解。我不关注券商行业。 [问] james\_gatz： @唐朝 除了您自己的书，能再推荐几本好的财务书籍吗？谢谢。 [答] 唐朝： 看这个帖子 <http://xueqiu.com/8290096439/32326439> [问] BobShan： 对@唐朝 说：请问唐兄，《手把手教你读财报》有电子版的么？ [答] 唐朝： 编辑妹妹说 kindle 版六个月以后出。 [问] bigfatcat： 对@唐朝 说：@唐朝 的书，九浅一深，非常适合年轻人学习，也非常适合中国大妈分享。请问@唐朝，如果几年的财报对比着读，怎么读更好？哪些方面需要 特别注意？ [答] 唐朝： 兄台这词用的很有深意啊！ 我觉着将除了按时间顺序一份一份看以外，将几年的董事会报告，当作一份文件一气 20 聪明的投资者都在这里 呵成的看，也会很有收获。 [问] 打铁关小霸王： 对@唐朝 说：老唐，实体经济那么差，股票却那么好，相反觉得期货觉得更真实 点 多少人在说 今年要上 4500 上 5000，还有上万点的，结果前几天一跌，立马全部改口，说明大家心里都是发虚的，自己是从事钢铁行业，昨天钢坯到了 2010 元，到了 10 年前的价格了，加上货币贬值的因素，这价格还不如 10 年前，经济环境已经比 08 年还要糟糕，不知

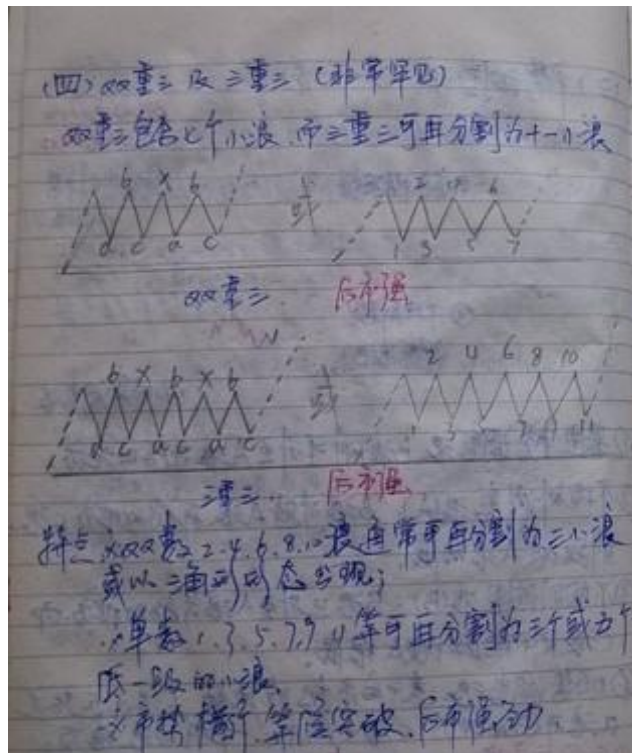
道你怎么评价两者的关系？[答] 唐朝：宏观这东西，热了，政府就会压，冷了，政府就会烧。长期看，宏观因素没太大关注 价值，或者说你关注了，也不解决问题。还是埋头看企业比较靠谱。[问] 范蠡先生： 对@唐朝 说：你好，财务小白向你请教，预收账款属于负债类科目，那么预收的 账款计入净现金吗？看每股净现金是否要剔除预收账款等科目。。。[答] 唐朝： 计入。不需要。[问] Qiuer： 对@唐朝 说：老唐，看你书中介绍：“唐朝 男，70 后，1994 年辞去事业单 位公职，1995 年进入期货市场”， 就按 70 年生人， 24 岁就全职炒股了？ 按 18 岁上大学，22 岁本科毕业，那岂不是只工作了 2 年，原始积累从哪来？ 或 者，94 年辞掉事业单位，找了另一家单位，一边工作一边炒股？ 不要意思，我就喜欢八卦！[答] 唐朝： 四点了，刷屏刷的遭讨厌了。拿你最后一个问题收尾吧。老唐没读过大学，17 岁就工 作了，21 岁辞职，但不是全职炒股。23 岁破产后，干过很多工作。33 岁当宅男，也不 是全职炒股，是闲下来后，闲着也是闲着，就买些收息的股权而已。谢谢各位了，今 天的访谈到此结束。顺带借着这个机会说一声：老唐没有代客理财的能力和兴趣，也 没有收费咨询的能力和兴趣，请谨防网络骗子。

## 痛苦的记忆









## 第二部分 波浪的特性

### (一) 第一浪的特性

第一浪为上升浪 通常不易辨认

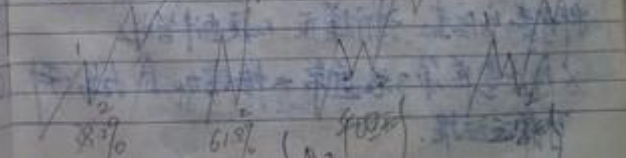
但第一浪出现后 更会构成可靠的或态或趋势 其他波浪将逐一露面 (注：以向上为上升浪，下同，熊市反方向行)

### (二) 第二浪为回调浪

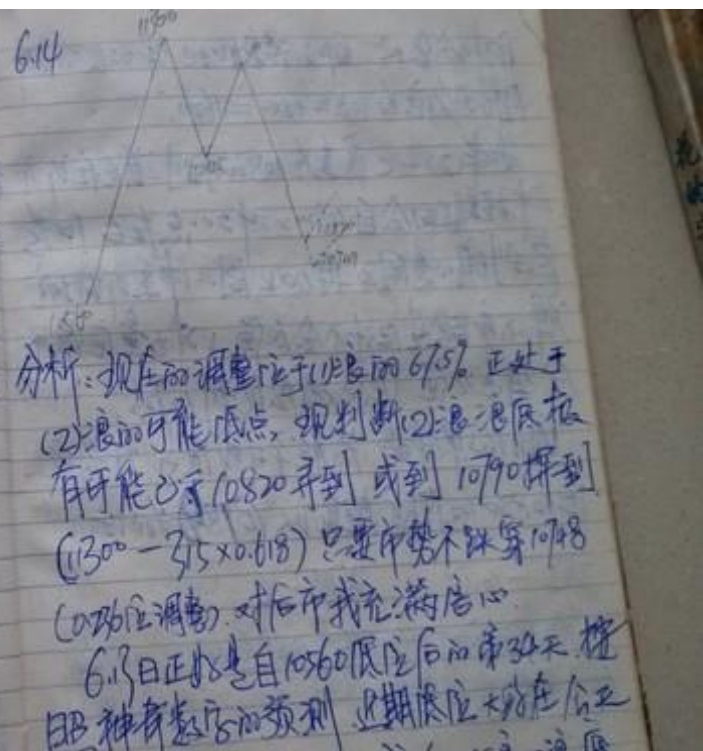
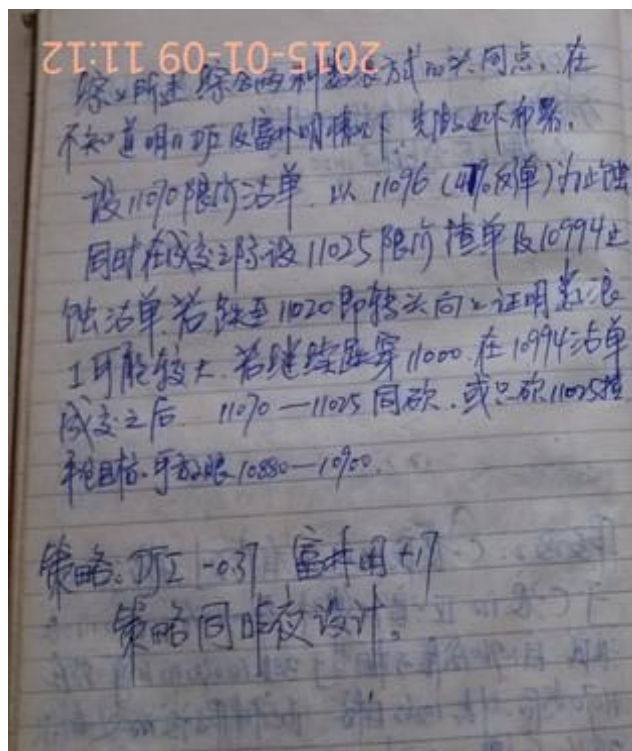
第二浪回调通常会在下列三个地区出现：

1. 可能调整第一浪的涨幅或61.8%
2. 可能以三浪形式出现，即如什么波浪或什么浪为平浪或五浪或三浪，波浪长度可能比第一浪相同；
3. 第二浪不可能回吐至第一浪内的第四浪

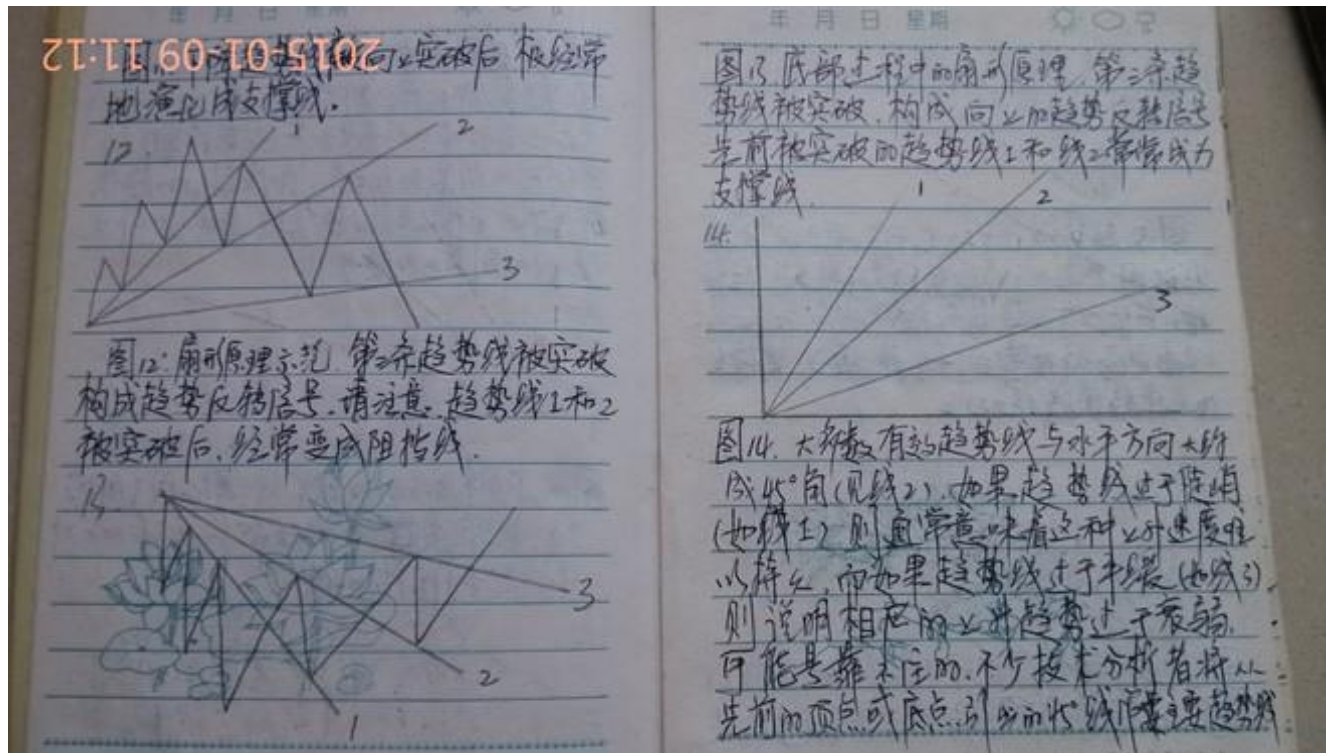
当第二浪运行至尾盘时，RSI, KD 等会出现超卖迹象



老唐认真地研究破产捷径：波浪理论。



煞有介事的推测市场走势。



各种趋势，画的专业吧，犹如一条通往地狱的光辉大道。



11.1 DJI 6029.38 +36.15 6041.31 5990.62

成交量 4.812股

K=31

D=33

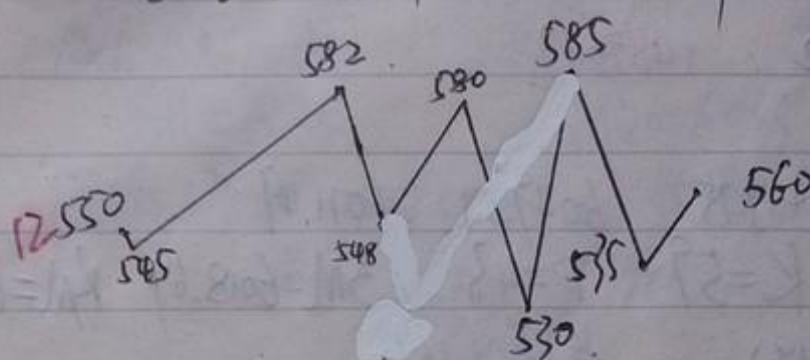
5M=6001.9

13M=6028

伦敦港股 12476 (-1)

港币 7.7318

长债 6.64%



K=61.26

D=50.88

现货: 12503 12529 12562 12494 成交: 72.96

5. 12373

10. 12417

30. 12171

合约成交: 10868 140 (11008)

未平仓量 40314 5065 (45379)

1.4 DJI 6021.93 -7.45 6057.71 5998.82

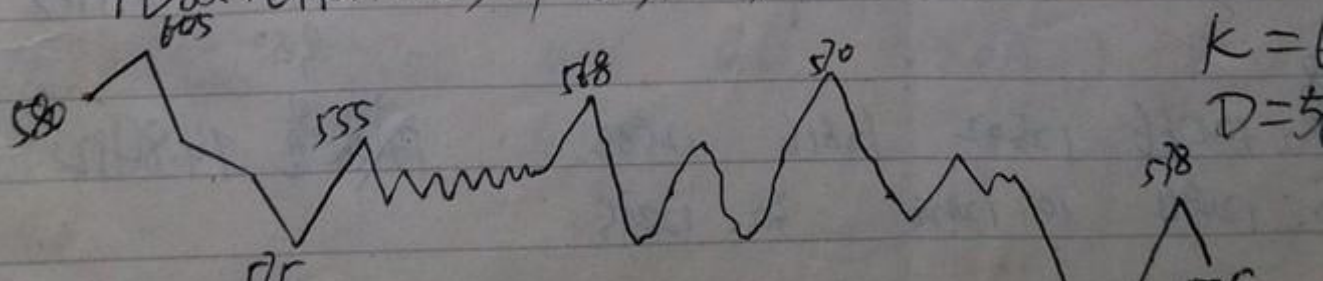
成交量 4.6412股

K=39

D=35

5M=6004.9 13M=6029

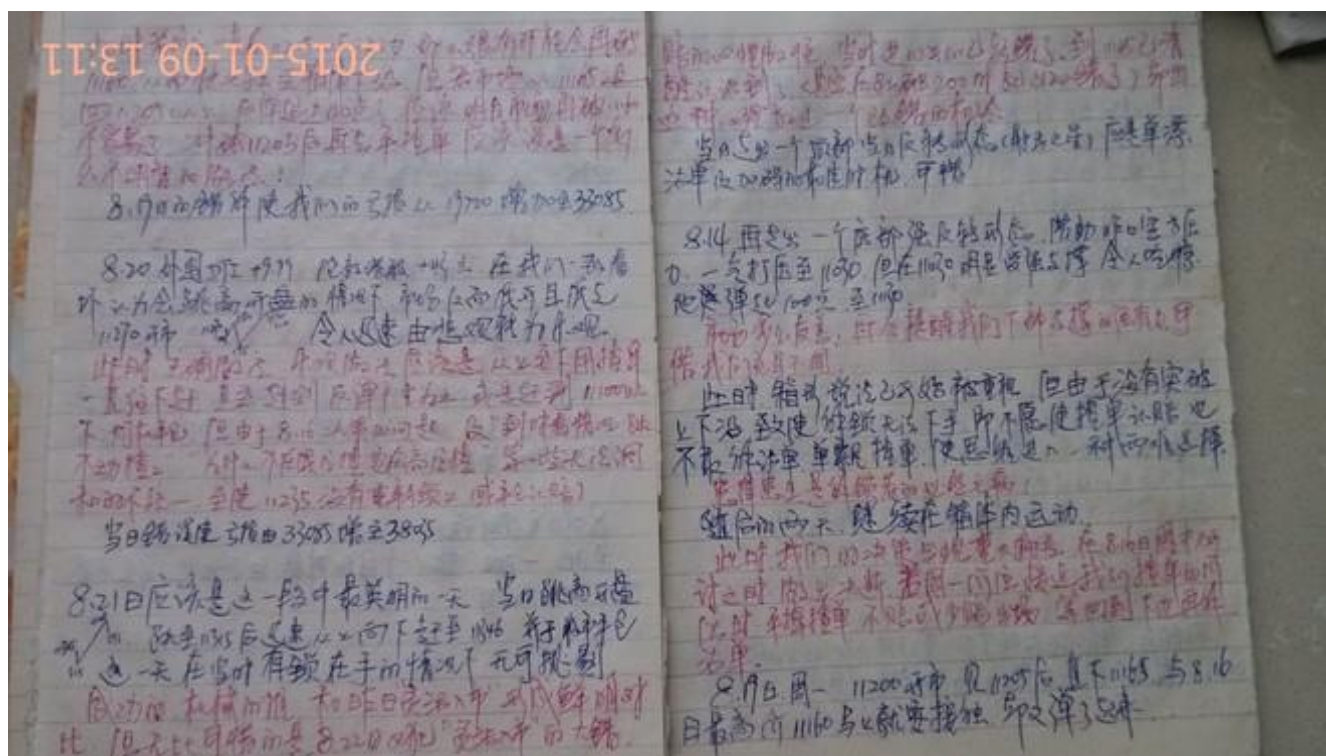
伦敦港股 12563.47 (+34.20)



K=

D=5

上面的回形针，犹如老唐的记忆：锈迹斑斑😁



神耶，自己都开始佩服自己了，居然还用两种不同颜色的笔做笔记😁。

补图~

## 老唐的技术分析观——与黄建平兄商榷

早上戳开电脑，看见@黄建平 兄说“没有一个人能在本文论据上反驳，全都绕开论据和机理瞎扯一通，这就是技术分析的通病，只能给自己打激素高喊口号：我能我行我一定成”。这显然意味着老唐昨天的反

对意见( <http://xueqiu.com/8290096439/37307978> ),黄兄是不认可的,认为没有针对原帖的论据,进行反驳。

那老唐再试试,反正闲着也是闲着。(等老唐间杂着吃早饭和喝茶、磨磨叽叽地写完后,发现黄兄将上面这段话删掉了,那老唐就单独发出来算了。黄兄原帖见 <http://xueqiu.com/9220236682/37306629> )

黄兄原文论据,有两段:

第一段原文说:统计这玩意儿的前提是机理上有相关性,否则所有的系数都是骗人的,因为样本都是局部的,鸡叫和天亮有统计相关性,但鸡叫并不是天亮的原因。用统计指导未来的前提是其中有规律在起作用,科学技术研究经常用到统计,因为其中有物理定律在起作用。

~这段话一共两句,重点强调统计必须有机理上的相关性,才可以使用,否则就是骗人的。

老唐反驳如下:大数据商业化应用第一人、数据科学家维克托·迈尔·舍恩伯格教授提出了大数据时代带来的三大思维转变:1.要相关,不要因果;2.要效率,不要精确;3.要全体,不要抽样。技术分析,实际上走的就是这样一条道路,追求现象之间的相关关系而不是因果关系,同时追求概率上的优势,而不是一一对应的精确。

拿黄兄自己举得鸡叫和天亮的例子说,如果长期统计数据显示,头次鸡

叫后大约一个小时内天亮。那么如果随机去一个小山村，我俩下注赌鸡叫后一个小时天亮没有。连续赌一年，我认为赌天会亮的人赢。期间有没有鸡乱叫的时候，一定有；鸡叫是不是天亮的原因，不是；靠鸡叫下注天亮，是不是纯扯淡，不是。

再引用张五常曾经在《科学说需求》一书中谈到的一个类似现象，今天我们已经知道了天狗食日或食月理论的荒谬，事实上宇宙中并没有一只天狗，月亮和太阳也从来没有被啃下去半边过。但中国古人用天狗食日理论，成功的预测出日蚀月蚀出现的时间，并以此为基础搞出农历历法，指导农耕文明的运转。天狗和日蚀的出现之间有没有物理规律对应？没有。天狗食日理论能否预测日蚀的出现，可以。

再看黄兄第二段原文：而股价是人情绪的投票结果，由于人的情绪投票结果又受到未知事件和人主观性的综合影响，人的主观性造成事件的过程和结果难以预测，一群人的综合结果就更加难以预测，而未知事件里面也包含人的不确定性因素，因此人的情绪投票结果是无法高概率预测的，股价短期涨跌的概率都接近 50%，股价的统计系数只能反映过去不能预测未来，因为其中没有必然的规律在起作用。

~本段一句到底，说股价是人的情绪投票结果，人的情绪无法高概率预测。

老唐反驳如下：技术分析的三大基本假设之一是“历史会重演”。这个假



设和黄兄所崇拜的巴菲特所言“我们从历史中学到的教训是，人们根本不会从历史中学到教训”，其实是相同意思，都在表达人类在面对诱惑和威胁时产生的贪婪和恐惧，过去和今天没什么不同。既然人的贪婪和恐惧没什么不同，那么在贪婪和恐惧之下产生的行为，也必然是有规律可循的（当然，寻找的难度是另一个话题）。

即便是价值投资的鼻祖格雷厄姆，也同样用历史统计来支撑自己的决策，例如 1955 年，格雷厄姆作为证券市场著名专家，在美国国会一个证券市场委员会的调查询证中，被问道：“当你发现了某个特殊的情形，并且您仅凭臆想判断您可以用 10 美元买下，而它是价值 30 美元的，于是您买进一些。但只有当许许多多其他的人，认为它确实价值 30 美元的时候，您才能实现您的利润。这个其他人认为它价值 30 美元的过程，是如何产生的——是做宣传呢？还是什么别的？是什么原因促使一种廉价的股票发现自己的价值呢？”格雷厄姆回答道：“这正是我们行业的一个神秘之处。对我和对其他任何人而言，它一样神奇。但是我们从经验上知道最终市场会达到它的价值。”格雷厄姆这个回答，不是也建立在“历史会重演”的假设之上吗？

逐句反驳了黄兄的论据，老唐借机阐述一下自己的技术观。

首先声明，老唐 19 年前靠技术分析破产过一次，属于技术分析的失败者，目前已经完全地彻底地放弃了技术分析手段。一年开不了几次券商股票软件，开了也是查基本面数据。持仓股票价格，只在打开雪球时，



被方总强迫看两眼。所以老唐对技术分析的看法，仅供参考仅供参考。如果伤到了哪位技术高手的系统，烦请直接当作屁话忽视。千万别来骂，浪费你的口水，浪费我的鼠标。

A、技术分析只能追求大概率对。技术分析有三大假设 1) 价格反映一切；2) 价格沿着趋势移动；3) 历史会重演。这背后是一种大数据操作模型，建立在大量历史统计的基础上，寻找人类在面对贪婪和恐惧时做出的类似反映，并以此做出决策。这种模式无法保证每次操作都对，如同价值投资同样要进行适度分散、巴菲特同样会在特易购上面犯错一样。它追求的是大概率对，因此技术分析一定要谈止损概念，即什么状态表示该统计失效。

B、技术面分析和基本面分析很难融合，顶多只能说技术面分析者可以选择在看上去经营的还不错的股票上实施技术手段。这背后实际上暗含着一种侥幸：万一错了，还有基本面投资者托底，不至于死的很惨。这种技术分析者，一般看上去兼容并蓄，喜欢被称为左手 XX，右手 XX。但老唐觉得，这大概是不纯粹的技术派，也是对止损概念理解不够的技术派。老唐认为的真正技术派，视股票为筹码，在其眼中，甚至无需看代码，只要有足够的股票价格数据，便可以展开交易了。

C、说两者很难融合，是因为在技术分析三大假设要求下，所有的技术分析工具，都要求紧盯着市场价格，并认同价格是判断系统正确或错误

的唯一工具，市场永远是对的，错的只能是我们自己。而基本面分析系统的基石，则基本建立在市场总是错的（对的时候犹如白驹过隙），不是过份乐观，就是过份悲观，基本面投资者要寻找的是价格与价值的偏差。一个系统说价格永远是对的，我们只是跟随（寻找反转点的技术分析，其实不过是妄图先人一步跟随新的趋势）。另一个系统说价格永远（或近于永远）是错的，我们只有在价格错的离谱的时候，才进行交易。~~所以，试图进行两者融合的，老唐担心最终走上精神分裂结局。

D、对于研读政策，预测热点，类似于[@唐史主任司马迁](#)兄这样的市场参与者，目前老唐还没有想清楚他们究竟属于何种流派，暂时搁置一边吧。这方面认识深刻的，老唐希望听见赐教。老唐和主任投资模式不同，但相互认同度很高，也彼此尊重，请阅读者不要误解本条表述。

E、技术分析本质上是市场跟随者。理论上说，你的每笔交易都从边际上改变着股价（或其他交易标的的价格），但影响分大小，当你的资金影响足够大的时候，或和你使用同样跟随技巧的资金总和足够大的时候，该技术手段将失效，因为你们改变了跟随对象，使其必然不符合历史统计规律了。这个影响的大和小的界定，是技术分析者必然面对的难题之一。

F、正因为如此，技术分析者往往随着资金量的增长，不得不将资金分散到更多的交易对象上，从而是自己的战线越来越长，精力的分配是个

大问题。很多技术分析者都是在精力分配过散，资金量比较大的时候，由于种种原因，被情绪影响而倒下的。同样，也正因为上条里所谈原因，技术分析者一般倾向于保密，公开的技术意味着失效或即将失效的技术。所以我们会发现如果一个成功的技术操作者，出现在公众面前之后，大概率会很快失败，因为他最顺手的道路上，很快会被无数跟随者挖出陷阱，埋葬这位始作俑者及其追随者。

G、我没见过什么技术分析的大成功者，不要说靠某某技术手段从几万奋斗到几亿，连从几万奋斗到几百万的，我也没见过一个拿出铁证的。但出于对未知世界的尊重，我愿意相信有这样的隐藏高手，且可能不少。只不过出于逻辑上的思考，即便他（或她）将券商交割单全部逐笔打印给我看，老唐也不会有兴趣学习和研究。老唐目前在雪球上最喜欢关注的投资者，是对某行业或某企业有深入研究的，或者先人一步有行业或企业经营信息的提供者。

H、最后打个破嘴：因为技术分析的逻辑基石决定了其必然出错，所以凡是宣称“我一直对，关注者无需关注他人、只需听我的即可”者，铁定是骗子。还好，截止目前，这种可以铁定判定为骗子的，雪球上我只看见过一两名，当然，也可能是我看的不够宽😊

# 股票的逻辑

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），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 元现金非要买你手头的 1 克黄金，明天他们又拿着 10 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，都有大多数人是正确的，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。

如果格雷厄姆和多德的著作是如此的广为流传和受人尊重，为什么只有少数自律的从业者听从他们的忠告？我认为，答案潜藏于三个人性特点之中，一，厌倦枯燥乏味，二，感性多于理性，三贪婪。

认真研究需要花费大量时间，并且很少能够得出大量买入的清晰结论。翻阅许多公司的资料后，最终只是发现大部分公司即无过人之处，又没有被大幅低估，这是件相当乏味的事。而同样乏味的，还有在很长一段时间里一直持有一家好公司的股票，即使股价表现很好，但大部分时间我们仍然感觉股价停滞不前甚至将要下跌。其中部分原因是由于公司股价在一天中的 6.5 个小时、一周中的 5 天、一年中的 52 周都在不断变化。同时，市场的流动性也诱使我们不断交易。

第二个挑战是，面对股价反映出来的过分悲观和乐观时，我们仍然要坚



持自己的信念。许多私营业主不会只关注企业的短期价值，这与公开市场不同。在公开市场上，股价上涨让我们为自己的聪明洋洋得意，而股价下跌则让投资者认为自己愚不可及。

第三个挑战是贪婪，它总是扰乱投资者行为。基金投资者总是不断地更换基金，试图跟随最新最热门的基金经理。高额的管理费促使基金经理采取赚快钱交易策略。他们赚的钱越多，吸引资金也就越多，靠不可持续的高额回报吸引投资者。基金投资者快速地将资金从一只基金更换到另一只基金，然后基金经理孤注一掷，以期每个月都能创出佳绩，这样就形成一个循环。~~by 格伦·格林伯格（~看着身边的灾难，我暗自发誓：绝不买那些如果股市暴跌会让我担惊受怕的股票~格伦·格林伯格）😊

## 牛熊市的伪概念

昨晚还是今早（抱歉，记性不好），有位朋友在一篇文章下面艾特老唐，让谈谈对文章的看法。老唐手机上瞄了一眼，看见“目前进入结构性熊市”几个字，立刻回复“但凡谈牛熊市的文章，老唐一概不懂、一概不看”。这会儿，抽午饭后休息的间隙，聊聊牛熊市之说。

牛市熊市用语，媒体天天有，各类大神的交易系统描述里也常见。例如

类似牛市采用 A 交易策略，熊市转用 B 交易策略（还有衍生品：猴市换成 C），或者牛市杠杆、熊市空仓之类的表述。听上去简单通俗，过瘾且有说服力，然而可是但是，细究起来，其实是一个伪概念。

什么是牛市？是之前一直涨的市场叫牛市，还是说未来会涨的市场叫牛市？如果是之前一直涨，那么昨天涨代表今天涨、明天涨吗？若是如此，数数 k 线图上阳线之后阴线多还是阳线多，当即毁灭梦想。如果说的是未来会涨，这不是阴谋夺取上帝的工作岗位吗？能知道未来会涨的人，哪有空闲在网络上吹牛，不是忙着找本金就是忙着收购美帝国主义~~~同样，什么叫熊市？是之前一直跌的市场叫熊市，还是说之后会跌的市场叫熊市？后面请自动脑补.....😊

所以，建议仔细想想类似“牛市如何，熊市如何”的言论或投资体系，是否会觉得有点荒诞，或者有点浪费时间？老唐的个人偏见，但凡有效的投资体系，一定是以假定自己对世界无知的。理性的夹头说“内在价值为某值，打 X 折，我买入，至于会不会成为 0.5X，我不知道，不关心”；理性的趋势说“我买进甲股（或甲题材），如果 XX，证明我对了，我会看至某处。如果 YY，证明我错了，我止损”；理性的逆向说“如果出现 XXX，我采取 planA。如果出现 YYY，我采取 planB”.....无论哪一种类型，只要是谈目前处于牛（熊）市，或者谈未来进入牛（熊）市，建议直接忽略，节约好多看肥皂剧的时间哦。世界那么大，时间那么少，少糟蹋于牛熊，多享受于美好。

文末彩蛋：剧透剧透，@renjunjie 翻译和整理的巴神致股东信，居然有四十多万字，绝对是今年年底最值得期待的投资界巨著（具体细节，不告诉你，就不告诉你）。老唐要整三本，一本放手边画线线，一本放床头安眠，一本放书架上 zhuangbility😎~届时非要从中找出怎么判断牛市熊市的标准来，要是找不出来，哼哼，去洗劫任教主家的酒柜🍷

## 流动性优势与流动性诅咒

投资没那么复杂。你只需要学习两门课程即可：一门是如何评估企业价值，一门是如何看待股市波动。前一门课要一生不断学习，不断积累，不断扩大自己的能力圈。而后一门课，老唐觉着巴神的几百字（见下文）就是全部教材了。几百字个单字儿，人人都认识，但串在一起，可能某些人五分钟就修够学分了，而另一些人则需要花一生时间挂科补考（以下文字由@renjunjie 翻译）：

投资者可以试着将股票市场的波动当作是你身边有一位和善可亲的人，他的名字叫“市场先生”。他还是你的生意合伙人，每天从不缺席地出现在你的身边，不时会报出一个价格：要么是想买下你手中的生意权益，

要么是想把他自己的权益卖给你。

即使你们所共同拥有的生意具有稳定的经济特质，市场先生每天还是会固定地给出不同的报价。不无遗憾的是，这个可怜的家伙有一个毛病，那就是他的情绪很不稳定。当他高兴时，往往只会看到影响生意的那些好的因素。每当这时，他就会给出一个很高的报价，因为他害怕你会把他手中的权益买走而剥夺他即将到手的收入。当他沮丧时，在他的眼里——无论是生意还是整个世界——就会变得暗淡无光，看不到任何希望。这时他就会给出一个非常低的报价，因为他害怕你会把手中的权益出售给他。

市场先生还有一个很可爱的特点：他不在乎被人冷落。如果今天他提出的报价不被接受，第二天他会重新上门给出一个新的报价。是否与市场先生进行交易，选择权完全在你的手中。基于此，我们可以说他的行为举止越是焦躁不安，对你就越是有利。

但是，就像灰姑娘参加化妆舞会一样，你务必注意事先的警告，否则一切将会变回南瓜与老鼠：市场先生只是你的侍从，绝不是你的引路人。你要利用的是他口袋里的皮夹子，而不是他的脑瓜子。你可以选择利用他或者不理他，但千万不要被他愚蠢的想法所吸引，否则你的下场会很惨。事实上，如果你不能比市场先生更了解所持生意的价值，你最好不要跟他玩这样的游戏。这就像打牌，如果你没有办法在 30 分钟内看出

谁是傻瓜，那么那个傻瓜就是你！

如果有一个喜怒无常的人拥有一个农场并恰好与我的农场相邻，每一天他都提出一个报价，或是想买入我们的农场，或是想卖出他自己的农场，价格则随着他的心情好坏而忽上忽下。那么我除了利用他的疯狂还能做些什么呢？如果他的报价低得可笑，而我又有些闲钱，我就会买入他的农场。如果他的报价高得离谱，我要么把自己的农场卖给他，要么不予理会继续去种自己的地就是了。

然而，股票投资者经常会被周边那些因为冲动而导致不理性行为的投资者所影响，最终让自己的行为也变得越来越缺乏理性。由于我们周边有太多预测市场、经济、利率和股价走势的噪音，一些投资者就认为应该听听这些专家的建议。更加糟糕的是——某些投资者认为应该根据他们的建议而采取行动。

那些拥有一片农场或者一座房产的业主本可以安静地持有它们数十年，但一旦他们让自己置身于源源不断的报价声流中以及当耳边不时传来评论员们含蓄的声音：“别光坐着，你得做点什么”时，他们就会变得头脑发热。对于这些投资者来说，证券的流动性已从一项优势转变成了一个诅咒。

# 什么是接地气的价值投资？

来自释老毛的雪球原创专栏

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，他不算价投嘛？🤔

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，现在嘛，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？😏

-----

@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，🤔

作者：释老毛

时间紧急，不多说了。既然艾特我，还是回复一下：

- 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

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:回复@释老毛:时间紧急，不多说了。既然艾特我，还是回复一下：

- 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。

作者:释老毛

## 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

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, 但干

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。

作者：释老毛

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，5555555.....，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「搬砖(现金和筹码之间,不同筹码之间)」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: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! 🤔



【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。

码字码得手酸🙄🙄🙄//@唐朝:回复@释老毛: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，5555555.....，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「搬砖（现金和筹码之间，不同筹码之间）」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。

作者：释老毛

## 信巴菲特，为何不直接买巴菲特挑的股？

（老唐注：一位球友的提问，聊出来点儿意思，觉得可以保存一下。围观群众也可以把巴菲特三个字换成你粉的某位大 V、高手或者股神的法号😎）

△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[\\$比亚迪\(SZ002594\)\\$](#)，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己作主

△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》

鸟兄列举的理由可以按需处理：

- 1、经济形势不好；

——看空：股市是经济晴雨表，经济不好，股市很难走好；

——看多：经济形势不好，可能引发刺激政策出台。股市是经济的领先指标，一般会领先 6 到 23 个月反映经济状况，经济不好就是股市上涨的理由，牛市可期。

## 2、汇率贬值预期；

——看空：汇率贬值预期，将引发资本外逃，诱发资产抛售浪潮，造成股市下挫；

——看多：汇率贬值预期，增强中国外贸竞争力，带动经济复苏，并加大境内货币投放。两者共振，牛市可期。

## 3、中小市值股价高耸入云；

——看空：从来没有树能涨到天上去，均值回归必将导致泡沫破裂，股市暴跌；

——看多：中小市值股价高耸入云，创造财富效应，刺激消费。同时，改变 A 股定价中枢，提高整体估值，牛市可期。

## 4、看空成主流，机构仓位普遍较轻；

——看空：主流资金避险思想严重，入市欲望不强。无资金推动，股市不可能上涨；

——看多：多头才是杀跌的动力，因为他们手头都是票。空头才是牛市的主力，因为他们手头都是钱。股市亘古不变的定律：多数人从来都是错的。

这次也不例外，牛市可期。

#### 5、IPO 和大股东减持政策恢复；

——看空：圈钱一触即发，抽血必将导致市场崩塌；

——看多：股市的核心作用便是融资，失去融资功能的股市是残缺的。此时管理层敢于恢复 ipo 和减持，足以证明股市恢复了健康向上的状态，且后续非常可能出台一系列保驾护航政策呵护融资的顺利成行。市场不缺资金，只缺信心和注意力，一旦 ipo 放开，市场注意力将被打新的赚钱效应吸引，引发存款搬家，推动市场上行。牛市可期。

#### 6、注册制制度实施逼近；

——看空：一大波吸血鬼来了，股市雪崩；

——看多：注册制下的良性竞争，才能使良币驱逐劣币，长期利好股市，牛市可期。

#### 7、严厉打击庄股和内幕交易（含调查公募基金）；

——看空：打击庄股和内幕交易，严重压制股市活跃性，打击市场参与热情，大资金必将逐步远离股市，促成股市进入长期下降通道；

——看多：严刑峻法才能促成良好投资氛围，让股市真正成为资本参与产业的途径。打掉依附在投资者身上的骗子和吸血鬼，市场的活力必将进一步提升，最终促使市场进入长期健康向上的道路。牛市可期。

8、 .....

结论：脱离了具体公司估值谈多空，都是“父在母先亡”的话术，怎么说都有对的，怎么说都有错的，怎么说都是有理的，怎么说都是没用的，怎么说都是浪费生命，怎么说都是自我麻痹……（换稿费除外）😓//@欢欢虎  
01:回复@听风-春华秋实:👉鸟哥的本意不是看空，看清楚未来的利空预期，对投资有帮助

时间紧急，不多说了。下周大盘的形势非常明朗：暴涨，千股涨停。理由简单地归纳一下：

一、10月银行贷款下降到5000亿，财政宽松政策箭在弦上。配合年前可能还有的一次霜降，大水蔓延，传统产业已经产能过剩、衰退和萧条，新兴产业能吸纳的资金有限，大水必将借着各种渠道进入资本市场。

二、大宗商品价格继续大跌，对于资源进口国的天朝，\*\*利好。进口通缩创造大肆放水机会，博士不能不用，不会不用。继恒鼎后，山水水泥债务违约曝光，亏损、债务违约、三角债，资金断流、破产等开始浮现，再不注入资金，恐实体经济崩盘潮将来临。

三、月底人民币加入特别提款权篮子，几乎板上钉钉，由此带来各国央行近万亿人民币配置需求，人民币升值之旅已成明牌，为对冲人民币升值

压力，放水已成为最紧急任务，股市必将搭上顺风车一路向北。

四、外围股市大跌，全球金融危机警报再次拉响。亚太股市早已跌回到了9月底，本周四、周五美股连续两日大跌，嘉能可股价又开始暴跌，情形很像雷曼兄弟破产前。更有传言俄罗斯可能全面国际违约和赖账。国际资金进入估值洼地避险需求强劲，香港及中国股市是首选目标，更是带来牛气冲天。

五、压缩融资杠杆政策出台。政策信号十分明显，对恶意做多的多头当头一棒，维护慢牛走势态度明显。原有融资政策不变，新融资政策明白稳定，初略估算，将增加融资4000亿以上。

六、新股发行紧锣密鼓，各种板都准备推出了。节奏超预期，显示政府对于后市走势有充分把握，放心大胆让各方圈钱抽水。

七、巴黎恐怖袭击案。引发新的不确定性和恐慌，对本已处于下跌态势的国际金融市场是雪上加霜。由此将直接促使国际热钱进入政局稳定，经济增速高达6.5%的中国市场避险，必将抬高中国资产价格。

八、时间窗口关闭，多头相互践踏。下周五，新股公布招股书，炒新开始，全体股市参与者获得天降打新红利，势必新发围观资金入市抢筹。12月初美联储议息，明年一月初，禁售令等到期。多头只能在此之前大玩跑得



快,争分夺秒拉高股市,获取年底吃饭行情。

九、恒指期货和 A50 期货都是大跌。下周有强烈反弹需求,估值和技术的反弹配合共振,下周红盘可期。

最佳策略就是满仓股票,千万不要手握必将贬值的现金,傻等笨司机抄底。

~~~~~以上为搞笑之作,拷贝主帖原文,用同样的理由作出完全相反的结论。如果你看后会心一笑,觉得好像也有道理,那就对了。说明你已经知道了,看这些和算命一回事,自圆其说就是高手😄😄😄//@释老毛:回复 @大隐无言: [不祥之兆] 时间紧急,不多说了。周末信息太多,都凑一块了,其实巴黎大爆炸对 A 股影响微乎其微,最多刺激炒一把安防股而已!

- 1) 最大利空是上周公布的经济数据,经济企稳已经被证伪,债务违约一个接一个。
- 2) 货币政策,我估计年底前至少还有一次霜降,然并卵,都知道饮鸩止渴,现在是饮鸩也不止渴了,经济得了消渴症,内分泌问题,喝再多也不解渴。
- 3) 人民币 11 月底审议 SDR,加入前会汇率维稳,这次入篮可能性极大,没悬念,加入之后,维稳需要弱化,尤其在明年 10 月新的 SDR 篮子生效之前,中国需要按承诺减少干预,开放资本项目,人民币汇率不排除会有一轮急剧贬值。
- 4) 股市的注册制改革,明年都会实质推进,抓姚刚是个信号,如果换汤不换药,股市对实体经济降杠杆化解债务危机没毛用,听***的口风,股市四

句话，融资是第一位，恐怕注册制力度超出市场预期。

5) 欧洲内乱一团糟，刺激资本避险需求，美元强势不改，美联储加息窗口也快了，亦非好兆头。

大隐说的宝宝好怕怕，是不是那位姓明的司机快来了？

长跑与投资

长跑和投资有颇多相似之处。

首先，它们都很简单。长跑就是穿上跑鞋迈开双腿。投资就是以划算的价格参与分享优质的生意。都属于一听就懂一学就会的类型，毫无门槛可言；

其次，它们都不容易。各种各样的原因和诱惑，会让我们莫名其妙地窝坐于沙发，沉迷于屏幕花花绿绿的画面和文字而忘记跑步；各种各样的原因和诱惑，也会使我们端坐于电脑前，沉迷于屏幕里红红绿绿的数字波动而忘却投资的本质；

再次，它们都很容易领先。只要你穿上跑鞋出门，坚持慢慢跑，最多两三年的时间，就足够你领先这个世界八成以上的人了。同样的，只要坚

持以划算的价格参与分享优质的生意，最多两三年时间，就足够你领先这个市场八成以上的参与者了；

最后，精益求精对它们而言都是困难的。当你跑上几年以后，你会发现有很多高手，他们总是比你跑的更远，跑的更快。你奋起直追时，才发现配速在现有基础上，每提高一秒钟，都需要你付出艰难的努力，而且越来越难。从 5 分配速提高到 4 分配速，需要的努力可能是你从 6 分配速提高到 5 分配速的十倍乃至百倍。而且，由于天赋和起点的原因，你可能无论怎么努力，也成不了特盖特（20 公里 56 分钟，全程马拉松 2 小时 4 分）了；同样，你也会发现很多投资高手，他们总是比你了解更多行业，比你复利回报更高。你奋起直追的时候，才发现回报率在现有基础上，每提高一个点，都需要你付出大量的思考和学习，而且越来越难。从年复利 20% 提高到 25%，需要的努力可能是你从 15% 提高到 20% 的十倍乃至百倍，甚至还需要额外的运气帮忙。而且，由于天赋和起点的原因，你可能无论怎么努力，也成不了巴菲特了；

最终你可能发现，你可以很轻松地穿上跑鞋，脚踏实地，慢慢跑起来，忘记那些千奇百怪地理由，轻轻松松领先这个世界八成以上的人，然后不要强求自己成为特盖特，只要和自己比，天天跑的爽，过几年一回顾，发现大有提高，就 ok 啦。同样，你也可以坚持投资理念，轻松领先这个市场八成以上参与者，并时不时地笑纳他们的额外供奉，然后不要强

求自己成为巴菲特，只要天天安心、开心，每过几年一回顾，发现市值又有增长，就 ok 啦！

段永平这段话倒是给老唐壮胆了

（老唐自己有个毛病，常常在估值“偏低”时，已经梭哈了。等到变态的极低价出现时，已经木钱了。一直不知道怎样才能合逻辑的纠正这个习惯。今天看到段永平的一些说法，倒是很有说服力，算是给自己壮胆了。）

Q:问段哥投资的事情：您投资账户中平时也是必留一部分现金吗？好像看老巴讲的东西,说随时都有能用的现金！

A:除非我找不到目标,不然我不能理解留现金干什么。需要现金时可以卖股票啊！

Q:日常家庭开支的现金,还是需要预留一些吧,或者是应急的。

A:投资用的是闲钱,不然就是投机了。

Q:段总,问个可能很肤浅的问题。很多人是留些现金作为预备队来对付

越跌越买的情形。从上面段总说的不留现金,您似乎是不考虑这种情况?

A:一般来讲,你说的这种钱大概最后都会用来追涨的。

Q:我的经历证明了,想买跌=追涨

A:当合适的价钱出现时,除非你知道等什么,不然你在等什么?其实从长期的角度看,一点点价钱的差异远不如公司好坏来的重要。

Q:一点点价钱的差异远不如公司好坏来的重要。-----以买生意的思维去买股票就能想明白您这句话,极端点讲:公司几年时间倒掉了,入股价格再低,股权也成零了。我看到老巴买可乐,用了七八年时间,除了首次股灾后买入,之后的买入也会选股价回调时吧?

A:大资金买某个公司有时候需要比较长的时间,有时候是因为成交量,有时候是因为机会成本----当你有新增加的资金时,你会比较所有标的,当没有现金增加时你甚至可以比较手头持有的公司的差异。如果自己觉得任何两家差异显著时(比如用 10 年或更长的眼光看),为什么不换到更合适的公司呢?我当年买网易就花了很久,而且在很长的时间里我都找不到对我而言比网易更好的公司。这几年的苹果也是。记得有次有人问到我能接受一家公司的仓位的最高比例时,我说我能接受 50%,但我目前喜欢的两家公司正好都叫苹果。A 股的茅台也是如此。

Q:喜欢的两家公司正好都叫苹果,国内指茅台吗?

A:我的意思是,我可以接受 50%买了苹果,另外 50%最后还是买了苹果。

Q:我一直都困惑于集中与分散投资的问题,在实际操作过程在也常常是困惑于一次买入还是分批建仓的问题,看了段总的回答,似乎明白了一些。关键还是自己对标的公司是否真正的了解,是否看懂了,如果真正看懂了就应该敢于下重手。

A:如果你没看懂的话,你下的是什么手?

Q:有时我遇到的经常是自以为看懂了,而实际上可能并没有真正的看懂,可能只是了解公司的部分业务,而对其未来发展和公司估值并没有真正的理解,在这种自以为看懂的情况下进行的投资,绩效却未必真正的好。我 4 年前买入过本地的一家医药公司的股票,由于是身边的公司,又有不少朋友在公司任职,对其管理层和公司业务算是比较了解,到现在 4 年的累积收益率只有 60%,而我其它一些持仓时间远低于它的股票收益率反而更高,但这几个收益率高的股票仓位却很低,所以整体绩效并不高。这也是我比较困惑的如何分配资金的问题。看过段总的回答后,我感觉还是应该提高自己的分析能力,对所持仓股票再比较,投资更加集中一点。可能影响投资绩效的关键还是自己的分析能力和对标的公司的理解,不知这样理解段总的话是否正确?

A:理不理解我的话无所谓,理不理解你要投的公司则要重要得多。4 年 60%应该也算过得去了,要能一直持续这个收益率你就应该可以战胜指数了,追求高收益率是危险的

巴菲特谈长期资本（老文节选）

整个长期资本管理基金的历史，我不知道在座的各位对它有多熟悉，其实是波澜壮阔的。如果你把那 16 个人，象 John Meriwether, Eric Rosenfeld, Larry Hilibrand, Greg Hawkins, Victor Haghani, 还有两个诺贝尔经济学奖的获得者，Myron Scholes 和 Robert Merton, 放在一起，可能很难再从任何你能想像得到的公司中，包括象微软这样的公司，找到另外 16 个这样高 IQ 的一个团队。那真的是一个有着难以置信的智商的团队，而且他们所有人在业界都有着大量的实践经验。他们可不是一帮在男装领域赚了钱，然后突然转向证券的人。这 16 个人加起来的经验可能有 350 年到 400 年，而且是一直专精于他们目前所做的。第 3 个因素，他们所有人在金融界都有着极大的关系网，数以亿计的资金也来自于这个关系网，其实就是他们自己的资金，超级智商，在他们内行的领域，结果是他们破产了。

这于我而言，是绝对的百思不得其解。如果我要写本书的话，书名就是“为什么聪明人净干蠢事”。芒格说那本书就是他的自传（笑）。这真的是一个完美的演示。就我自己而言，我和那 16 个人没有任何过节。他

们都是正经人，我尊敬他们，甚至我自己有问题的时候，也会找他们来帮助解决。他们绝不是坏人。但是，他们为了挣那些不属于他们，他们也不需要的钱，他们竟用属于他们，他们也需要钱来冒险，这就太愚蠢了，这不是 IQ 不 IQ 的问题。

用对你重要的东西去冒险赢得对你并不重要的东西，简直无可理喻，即使你成功的概率是 100 比 1，或 1000 比 1。如果你给我一把*，弹膛里一千个甚至一百万个位置，然后你告诉我，里面只有一发子弹，你问我，要花多少钱，才能让我拉动扳机。我是不会去做的。你可以下任何注，即使我赢了，那些钱对我来说也不值一提。如果我输了，那后果是显而易见的。我对这样的游戏没有一点兴趣。可是因为头脑不清楚，总有人犯这样的错。

.....

他们说一个 6 或 7 西格玛的事件（指金融市场的波动幅度）是伤他们不着的。他们错了，历史是不会告诉你将来某一金融事件发生的概率的。他们很大程度上依赖于数学统计，他们认为关于股票的（历史）数据揭示了股票的风险。我认为那些数据根本就不会告诉你股票的风险！我认为数据也不会揭示你破产的风险。也许他们现在也这么想了？事实上，我根本不想用他们来作例子，因为他们的经历换一种形式，很可能发生在我们中的每个人身上。

我们在某些关键之处存在着盲点，因为我们懂得太多的其他地方。正象

Henry Gutman 所说的，破产的多是两类人：一是一窍不通者；一是学富五车者。这其实是令人悲哀的。我们是从来不借钱的，即使有保险做担保。即使是在我只有 1 万块钱的时候，我也决不借钱。借钱能带来什么不同吗？我只凭我一己之力时我也乐趣无穷。

【价值只有一个：未来现金流折现】所有股票定价的背后，都是现金流贴现估值法，包括两派价投以及炒垃圾、炒概念的投机者，无一例外。否则解释不了我们买的是什么。

看资产的（格老门）和看利润的（巴神堂），相同点是两者都会把持有期间的分红折现，不同点是前者假设资产最终能以重置成本价格出手，后者假设利润最终会以社会资金平均回报率水平出手。

至于看资产和看利润之外的投机者，同样也用的是现金流折现法，他们只是折接盘侠付出价格的现值而已。

价值只有一个：未来现金流折现。所有股票定价的背后，都是未来现金流贴现估值法，包括两派价投以及炒垃圾、炒概念的投机者，无一例外。

投机者揣摩接盘侠的出价，并对该出价进行折现，衡量该折现值与买进付出的现金比较，从而做出决策。该决策是下意识的，由于投机者大部分持有时间较短，因而折现值和接盘侠的出价差异不大，下意识的大致对比了。一个投机者，如果你告诉他，持有一年包赚 3%，他一定不干。他会说“那我还不如买银行理财产品”，这就是下意识的使用了未来现金流折现法。

而价投（夹头）派，分为两种，一派是以格老和施洛斯这条线为代表，主要看资产。看资产的什么呢？看假如以资产的清算价格（重置价格）来衡量所获取的现金流，折算到现在价值几何；一派以巴菲特芒格为代表，主要对自由现金流进行折现。所谓自由现金流，就是可以从企业拿走却不会影响企业当前获利能力的那部分金钱。每年的这部分自由现金流，折现到现在后加总，就是这家企业的内在价值。

因此，第一个问题，我给出的答案是：

- 1) 内在价值是一个存在，是一个绝对数字，不是我们心中的“认为”。但投资者究竟有多靠近这个内在价值，要取决于投资者对资产清算价值或自由现金流的估计，这个估计会有或大或小的偏差。
- 2) 如果某一日，企业清算了，或者整体出售给一个买家了，这一刻，这个内在价值就清楚地兑现了，他就是一个精确到分的数字。但是，上市公司很少被资产清算或者整体出售，所以，我们知道这个内在价值一定存在，

但罕有机会揭开面纱得到准确数字。

3) 内在价值数字, 会随着时间、企业运营状况以及社会无风险利率水平波动而波动。市场参与者对他的估算, 永远随着人性的悲观和乐观, 或高于它或低于它, 只有很少的时候, 会恰好“经过”它。

关于第二个价格如何回归价值的问题。

投资活动中, 所有资金的目标几乎是一样的, 就是 more more more, 无论它背后有什么追求, 都首先需要追求获取社会资金平均回报率水平之上的回报。这样, 就给所有的资产定下了一条标准: 考虑到全部风险因素之后, 回报率水平高于社会资金平均回报的资产一定会被买进, 直至其回报率降至平均回报水平。反之, 回报率水平低于社会资金平均回报水平的资产一定会被卖出, 直至其回报率升至平均回报水平。这就是我们说的价值回归。用永续债来解释, 就是担保条件一样的债券, 资金配置会导致收益率水平会趋于一致, 无论他们初始约定的收益率是 0% 还是 20%。

假设所有信息对所有人免费而透明, 自然而然, 资本的逐利性会瞬间将所有资产的收益率拉至同等位置。然而, 讯息是有成本、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,有些人对某些资产或企业知道的多一些,有些人知道的少一些。如同方丈三文昨天说的,不研究的鬼当然不知道。而随着时间的推移,浓罩着高回报资产的悲观因素,逐渐明朗。越来越多的资本,发现了其回报率高于社会资金平均回报水平,于是开始进入。进入的结果就是拉升该资产的市价,直至其回报率回落至社会资本平均回报率水平。反之,笼罩着低回报资产的乐观因素,也逐渐明朗。越来越多的资本发现其回报率低于社会资金平均回报率水平,于是开始退出。退出的结果,就是打压资产价格的过程,直至其回报率上升至社会资本平均回报率水平。

价格就这样回归了价值,价格回归价值的过程,就是信息被时间证实或证伪的过程。

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。

秒懂估值

闲谈扯多了，谈点儿跟投资有关的吧！自9月4日起，连续在自己的公众号“唐书房”里，发了7篇谈估值的科普文，这是9月4号和5号的两篇。如果还有一点用，就算看老唐扯淡的补偿吧😁

聊聊估值

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，不过偶然自慰一下可以，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 XX 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 XX 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（Ebitda，芒格说 Ebitda 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，得出一个估值对象的“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，而不是一时癫痫病发作；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“可以”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。以上三个条件满足俩，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。

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 $5 / (1+10\%) \approx 4.55$ 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 $5 \div (1+10\%) \div (1+10\%) = 4.13$ 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 $105 \div (1+10\%) \div (1+10\%) \div (1+10\%) = 78.89$ 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，股市里可没有这么纯正的投资品。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。

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。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；

然而，由于这些东西都是你的估算，既没有国务院文件，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），最终，你可以买入的价格，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，被市场繁荣骗；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。

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。

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。

估值的误区 1

（本文 9 月 8 日发出，是个人公/众/号“唐书房”里 7 篇估值文章的第 5 篇。第 1 和第 2 篇合为 1 篇，以《秒懂估值》为题，9 月 29 日发于雪球）

估值的误区 1

所有的武侠江湖，都流传过武功秘笈的传说，一个关于盖世武功的传说；

所有投资教科书上，都有一个公式，一个关于现金流折现的公式。

公式的大意，是估值需要分五步：

①将企业的发展阶段分为两块,一是短期 N 年的高增长,例如三年、五年、十年;二是 N+1 年之后的永续稳定增长;

②对 N 年内高增长产生的自由现金流,逐年折现加总,得出价值 A。折现的方法,《聊聊估值(下)》里谈过;

③对永续增长产生自由现金流按照“N+1 年的自由现金流/(折现率-增长率)”数学公式,得出 N+1 年的企业价值,再将 N+1 年的企业价值折现到今天,得出价值 B;

④企业价值=A+B,

⑤打个 4—7 折,就是投资者买入价。

很清晰明白吧?然而,错的。

公式是对的。但套数据算,是错的。

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?

3) N+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？

5) 4—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？

.....

在老唐看来，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！

理解了这一点，就能理解巴菲特和比尔·盖茨是挚友，可以将数百亿美元的财富托付给盖茨，但为什么从来不买微软的原因：因为巴菲特知道微软今天赚钱，但不知道微软能赚多久钱，不知道何时会有新的系统、新的科技替代微软，从而导致微软瞬间和柯达一样，坍塌了；

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酱紫的，你们发现了一定要告诉老唐！

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流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”），甚至有类似风投依赖的“估值就是估人——投资就是投人”思路，那些一样可以赚钱，只是不属于现金折现思维的保守投资者敢去晃悠的江湖而已。

这话题挺有意思。看文中意思，财主是站在格老门里，鄙视巴神堂学徒了。翻了评论，人气很高，评论七八百了，基本一边倒超过九成赞成财主。老唐来发个杂音，支持一下老黄。

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,排雷排干平常心”,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,排雷排干平常心”。

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,当然排雷排干是第一要素,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，多嘢！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，怎么躲过老干，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。

散打投资 1

（既然扯到现金问题，老唐搬一篇 5 月 27 日发在唐书房的文章过来。文章开始有些啰嗦，为保持原样，一字未改）

标题里的散打，不是几秒时间里将太极宗师揍出鼻血的那种技击术，而是广泛流传于川渝地区的一种评书艺术。这种艺术形态由成都万人迷李伯清老师创造，特点是不依赖剧本，根据现场的情况而即兴表演。在川渝地区，李伯清老师的散打，不是万人迷，是人人迷。不过，由于方言的原因，风趣幽默的散打评书，基本上也仅限于川渝滇黔地区流行。

老唐今天之所以把标题写成散打投资，原因是抵达老家县城，领导打算休息半日，明天一早回去看爹妈。领导要休息，不需要老唐侍寝，正好这家酒店的桌子和椅子蛮舒服的，但时间又不够看一家公司的资料，索性就打开 word，摆个安逸的造型，庄严肃穆地将双手放在键盘上，打算如同李老师按照现场气氛自由发挥的特点，希望文字会随着手指自然流淌，让原计划的停更一周变成“不要停”。这创作模式够“散打”吧，正因为够散打，所以看完后如果觉得主题不明，似乎有点东拉西扯的感觉，别发懵，本来就是东拉西扯，里面如果有那么一小段话，让你有一点点感触，散打的目的就算达到了。

既然散打的是“投资”，肯定需要先搞清楚什么是投资。这两字儿，说起来似乎人人都懂，但细究起来好像也挺费劲的。你说啥是投资？买股票是不是投资，买房子是不是投资，买车子是不是投资，办工厂是不

是投资，买本老唐的《手财》来看算不算投资……答案恐怕莫衷一是，有时候是，有时候不是，有些情况下是，有些情况下不是。

有些朋友说，让钱越来越多就是投资，可是你若是拿着口袋里的 1 万人民币去换了 2 万日元或者 1000000 万津巴布韦币，钱是多了，但恐怕你家人不但不会说你投资成功，反而会担心你脑袋里进了太多的一氧化二氢，要送你去看看医生。说到底，钞票只是一张纸，甚至在 Pony Ma 和 Jack Ma 横行的今天，连张纸都不是，就一串电子符。你之所以会爱上她，不是因为她颜值爆表无敌，也不是因为她身材凹凸有致，纯粹是因为她能换来你所需要的东西。因而，让钱越来越多不是投资，真正的投资，是让你所拥有的购买力增加。套用巴神的话说：“投资是为了在未来更有能力消费而放弃今天的消费。”

从这个定义上说，同样的行为，可能有些是投资，有些不是投资。关键点是，今天的付出，会在未来为你换来更强大的购买力吗？如果是，那就是投资。拿买车举例子，有人买辆车来跑滴滴，那是投资；为了让合作伙伴或交易对手对自己的实力有信心，买一辆劳斯莱斯幻影，那也是投资；老唐买辆车开出去玩就属于纯消费而不是投资，因为支付出去的购买力，再也回不来了。

不仅买车，哪怕是养儿养女，也可能是投资。那些抱着养儿防老心态的父母，亲情的背后，也做着今日投下一口粥，期望未来换回一块肉的“生意”。更有曾经在乡间满墙刷屏的计生标语“要想富，少生儿子多种

树，少养女儿多养猪”，不就是赤裸裸地把养儿养女和栽树养猪做投资回报率对比分析吗？

买车跑滴滴是不是一定能获利，恐怕不见得；买辆幻影，生意是不是就一定能赚到钱，恐怕不见得；多养几头猪，是不是一定比养个女儿回报高，恐怕也不见得。投资是“意图”获取更多购买力，但这个“意图”是否能变成现实，还是要受多种因素限制的。心想事成，是一种语言祝福，是我们心中梦想的童话。

既然靠“想”搞不定，聪明的人类就要找方法了。不仅你找过，我找过，就是伟大的巴神也找过。你按照什么顺序找的，我是不清楚了。我自己反正先是一头扎进技术分析里面，k 线、均线、KDJ、布林线、薛斯通道、波浪理论、头肩底、头肩顶、上升三角形、阻力位、支撑位、趋势线、顶背离、底背离……balabalabala，研究的资料摞起来也差不多有自己这么高了吧！结局嘛，1996 年成功爆仓破产，个人资产走出一条华丽的闪崩 K 线。说起来都是泪，这泪啊，完全是往日里脑袋进的水，流出来人就舒服了。不说老唐这种小人物了，说巴神。

巴神也没少研究这些东西，好在人家天分好、头脑清楚，早早地遇上了格大 V 的《聪明的投资者》一书，一下子就觉悟了，没有像老唐这个笨笨那样，撞了南墙才晓得回头。巴神觉悟了啥呢？老唐觉着大道无外乎两条：第一，股票不是拿来炒的，它代表着企业的一部分，其价值由所代表的企业价值决定；第二，市场报价是群体性冲动产物，受悲观

或乐观情绪影响，人们会对股票背后的资产，给出过高或者过低的扭曲价格，因此，有效市场理论是虾扯蛋。这两点在后来被巴神演化为经典名言：投资只需要学习两门课，一是如何面对市场波动，二是学会给企业估值。

巴神想明白了以后，把天下的投资品分成了三大类：

第一类投资品，是现金等价物，包括银行存款、货币基金、债券等。这些资产表面上看起来很安全，但巴神认为，它们事实上是最危险的资产之一。原因嘛，当然是因为法定货币时代，现金及现金等价物是少数“购买力确定会不断减少的资产”，也就是说，一个投资者如果持有现金等价物，已经确定“包输”，差别只是输多输少的问题。

第二类投资品，是那些实际不产生任何收益的资产，但买家认为其他人未来会以更高的价格买走。巴神特意拿黄金举例，说全球黄金储量约 17 万吨，融化重铸的话，可以做成一个边长 21 米的立方体。这个立方体从地球上某处地底被挖出来，提炼融化后，再挖个洞埋起来，然后派一堆人站在周围守着（巴神后面说的这个洞，指的是银行的地下金库），如果让外星人看见，会百思不得其解，这帮地球人挖出来又埋进去的，玩什么幺蛾子呢？这个立方体永远不会产出任何东西，大家买它只是期望未来会有更多人会想要黄金。

按照巴神谈立方体时的金价（1750 美元/盎司），这个立方体市价 9.6 万亿美元，用这笔钱，投资者可以买下美国所有的农田、16 家相当

于埃克森美孚石油的公司，还能剩下 1 万亿美元左右的零花钱。全美的农田每年都会生产出大量的玉米、小麦、棉花和其他作物，16 家埃克森美孚每年分红就可达上千亿美元，不断地增加拥有者的购买能力。而 17 万吨黄金既不会规模膨胀，也不能创造任何产品，甚至你深情地抚摸她，她也不会对你回眸一笑，当然，也不会娇嗔一声“瞎摸啥呢，讨厌！”

不仅是黄金、艺术品、收藏品、古董等东西属于这一类的“投资品”，事实上，我们大 A 股大部分上市公司也是同类。他们的共同特点就是资产本身不产生回报或者产生的回报少的可怜。你如果买了，唯一的期望就是有更多的人想要它，从而抬升它的价格让你退出。透彻一点说，就是披着各色外衣的庞氏骗局，依靠后来者的本金给前面的人兑现利润，一旦后来者的数量减少，价格就出现“闪崩”。这恐怕也是很多正经人士认为炒股这件事不够正经的原因吧！

庞氏骗局中，一样有人赚到钱，正如索罗斯老师所说“世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。要获得财富，做法就是认清其假象，投入其中，然后在假象被公众认识之前退出游戏！”，多么赤裸裸，多么精辟啊！不知道你读到这句话是什么感觉，反正老唐最初读到这句话，立刻站在镜子前，问里面那位唇红齿白/玉树临风/腰缠游泳圈/一脸呆萌的中年胖子眼镜男：“你有什么能力，能够让你抢在众人之前进入，并在崩坍之前退出呢？”胖纸呆了很久，萌萌地回答：“不知道呢！”over，搞定。找不到自己的优势，还掺和进庞氏骗局里，那就是给索老师垫脚

的。记得索老师说过，他改变决策的主要依据是背痛。我估计大家是听岔了，他说的不是他背痛，是被他踩的人喊叫背痛……一笑。

第三类投资品，是有生产力的资产，也就是前面巴神说的农地、像埃克森一样的公司。这些资产“能在通胀时期让产出保持自身的购买力价值”，巴神说，投资有生产力的资产，长期收益将轻松超越无生产力资产和货币资产。

第一类投资品包输；第二类投资品你需要找到接盘侠一定会来的理由；第三类投资品最靠谱，因为无论有没有人接手，它都会给你带来回报。而能带来回报，本身却能成为接盘侠必来的理由。特别强调一下，在第二类投资品中，接盘侠不是不会来，但如果我们将投资回报寄托于接盘侠犯傻，那么我们有很大概率成为那位犯傻的接盘侠。

很多人容易犯迷糊的，是看见第三类资产常常变成高价，而错以为第三类资产同样是靠接盘侠才能兑现回报。这是个严重的错误理念，足以误导整个投资体系的建立。为什么这么说呢？——啪，惊堂木一响，中场休息，各位茶客可以站起来扭扭小蛮腰，方便方便，然后我们接着摆。

探秘茅台之完整篇

(本文发表于 2013 年 12 月 6 日出版的《证券市场周刊》2013 年第 71 期)

摘要：贵州茅台是白酒龙头、价值典范。今年以来，股价大幅下挫，多空双方分歧加大。本文从公开资料中，推算出其历年产销量和库存明细，提供了一份判断其内在价值的参考材料。

转眼间，贵州茅台（600519.SH）已经上市 12 年，拥趸众多，也一直是市场价值投资的典范。去年以来，伴随行业低迷，对于茅台公司的内在价值，市场分歧巨大。笔者根据公开数据，推算出 2000-2012 年间茅台的产量、销量以及库存明细，对投资者更好地判断其投资价值或有作用。

产量推算

表 1：历年生产量测算表（单位：吨）

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
王子酒		1000*	1290*	1301	1445	1274	1283	1266	1242	1752	1748	3024	3234
1000 吨		1200*	1576*	1525	1606	1515	1538	1492	1624	1607	1584	1575	1553
老五茅		400*	400*	1209	1199	1196	1204	1214	1876	1282	1972	1579	1203
700 吨			970	1224	1110	1053	1050	1206	1065	1040	1738	1037	1066
低度茅	1200		470	1583	1516	5144	6224	9685	12117	9114	9160	10759	12290
老线*	3800	5043	4791	3626	6438	3936	3819	2982	4174	4034	4052	4094	4029
自茅*										7000	8500	12900	14500
迎宾*		949	1173	1310	1696	1835	1977	2369	2979	3440	3858	4564	4949
其他*		18	16	16									
总产量	5000*	8610	10686	11794	15010	15953	17095	20214	25077	29269	32612	39532	42824
茅基酒	5000	6643	8207	9167	11869	12844	13835	16579	20856	24077	27006	31944	34641

注：带*号为估算数据，反之为披露数据。

第一列带*号，整列为估算数据。

红色数据为暂时无法解释的异常数据。

表 1 中，老线，指公司未单独披露的、上市前拥有的高度茅台酒生产线估算产量；

迎宾酒，是用经七次取酒后的茅台酒糟，加入曲和糖化酶酿造所得。可近似看作茅台的第八次取酒，产量可按茅台基酒的 1/7 计算；

当年总产量减去王子酒、迎宾酒、其他酒产量，剩余即为茅台基酒产量。其中 2003 年 9167 吨，似乎与公司 12 月宣称的茅台产量过万吨不符。但因总产量 11794 吨及王子酒产量 1301 吨，是公司披露数字，则茅台及迎宾的总量 10493 吨是确定的。而当年迎宾酒销售收入 5611 万，相比 2002 年增幅 93.5%，其销量没有降至千吨以下的可能。因此，合理解释是：公司对外宣称的茅台产量过万吨，包含了王子或迎宾酒的产量。

另，2011 年 11 月 9 日新华网的报道《贵州茅台未来 20 年将打造世界蒸馏名酒第一品牌》中，写到“统计数据显示，2010 年，茅台酒产量 26284 吨”。总产量和王子酒产量已知，若采信 26284 吨茅台的数据，

则迎宾酒产量将高达茅台基酒产量的 17.5%，非常反常。所以，估计这 26284 吨是不同的统计口径，此处不予采信。

自筹，代表公司自筹资金投资的产能，自 2009 年起有完工投产项目。

表 2：自筹资金项目建设进度表（单位%）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
A1000	35	55	76	88	89	92 完工	完工	完工	
B2000		16	33	43	53	57	60 完工	完工	
C2000			26	46	77	80	83 完工	完工	
D2000				21	58	63	69	78	
E2000					33	74	90	101 完工	
F2000						40	63	74	
G2000							75	98	
301							34	75	
H2600								68	
王 2000								32	
I2500								2	
系万吨									5
K5800									19
系 7806									

注：A~K 代表茅台酒项目，数字代表项目设计产能吨数；

301，指位于仁怀二合镇的 301 车间，推测产能为系列酒 3400 吨；

王 2000，代表王子酒项目 2000 吨；系万吨，指*酒镇万吨系列酒项目，含 6400 吨高档酱香和 3600 吨中低档酱香；

系列酒 7806 吨项目，2013 年开工。

其他项目公司未披露 2012 年进度，按正常速度推算，除王 2000

和 12500 外，其他项目应完工或接近完工。

再来看一看表 1 数据推算过程。

招股说明书 39 页称，“已经具备年产 4000 多吨茅台酒的生产能力”；112 页称，“目前企业已具有 5000 吨生产能力”，说明企业上市前产能可能是 4000 多吨，可能是 5000 吨。招股说明书 56 页称“制酒生产设备，生产能力为 5000 吨/年”、“有低度生产线一条，生产能力为 1200 吨/年”，说明企业真实产能上限有三种可能：高茅 2800 多吨+1200 吨低茅、高茅 3800 吨以内+低茅 1200 吨、高茅 4000 多吨+低茅 1200 吨。

招股说明书附录 212 页介绍，“1）茅台酒销售总量按 3000 吨计，老酒配兑比例按 6.5%计，每年需用老酒 195 吨。2）2002 年至 2006 年五年间老酒总用量 975 吨，老酒损耗量 25 吨”。此处提示茅台酒加入老酒比例为 6.5%，与附录 47 页介绍生产高茅需 14.86%老酒、低茅需 11.7%老酒、年份酒需要更多老酒的数据似有冲突。实际无冲突。简单理解就是平均需要 6.5%向茅台集团购买的“老酒”，以及约 8%比购买的“老酒”年份短，但又长于 5 年的较老基酒。同时，此处提示，老酒存储过程，年损耗 0.5%。

按照招股说明书附录数据，王子酒 2000 年吨成本 4.26 万元。参考股份公司和集团公司采购老酒协议价格年递增 4%考虑。王子酒 2001

年的营业成本 1665.4 万，代表着销量约 376 吨。

2001 年总销量 5204 吨，去掉王子酒、迎宾酒、其他酒，茅台酒的销量约 4057 吨。根据茅台工艺特点，基酒约有 25%作为老酒留存及损耗。剩余 75%在三年后加回约成品总量的 15%老酒，存放一年后销售。照此推算，每 100 吨基酒，会有 75 吨基酒加上约 13 吨老酒，形成第五年的约 88 吨茅台商品酒。因此，2001 年销售 4057 吨茅台，意味着 1997 年茅台基酒产量约 4610 吨。从这里可以看出，上市前有“高茅 3800 吨以内+低茅 1200 吨”的生产能力，比较可信。

2001 年，王子酒产量未披露。但根据 2002 年公布的累积产量 2290 吨，及其后数年产量均在 1300 吨上下，估算 2001 年为 1000 吨。

2002 年披露千吨茅台技改项目，累计生产 2776 吨，未披露 2001 年产量。此处依据其后数年产量均在 1500 吨附近，取值 2002 年为 1576 吨，2001 年为 1200 吨。

其他酒，数量很小且 2004 年后不再公布。销售量是根据报表中其他酒营收，与 2000 年的吨单价，简单计算所得。

老区茅台酒扩建工程 2001 年产量 400 吨，为估算值。估算依据是招股说明书附录 116 页，对老区茅台酒改扩建工程的目标描述“改扩建后

达到新增 800 吨茅台酒生产能力”。结合项目完成后年产量 1200 吨左右，估算扩建前产量为 400 吨/年。若不估算这个项目的产量，则 2001 年老线产量高达 5191 吨，不合理。

其余年度的数据，均可按照总产量 A 减掉当年王子酒产量 B，得出茅台及迎宾酒产量 C。C/8 得出迎宾酒产量 D，D*7 就是茅台酒产量 E。E 减去各披露项目当年产量，得出老线产量 F。

2010 年，低茅项目产量披露数据，突然从 2009 年的累计 45852 吨（当年 9114 吨），变成累计 9160 吨。以现有资料分析，有两种可能性：

一是低茅生产线本身不产酒，仅仅是对高度茅台酒进行加水降度，其产量弹性极大。依据也有两条，其一是招股说明书附录 127 页“本项目主要原料为茅台酒股份有限公司生产的高度茅台酒和各轮次基酒”，其二是招股说明书附录 50 页“工资费用预测表”显示，低度酒车间仅有 23 名工人。按照茅台生产工人人均年产量看，23 人每年最多酿造不足百吨酒。若采用这种可能，无法解释公司投资 1.38 亿元建设一个仅仅进行加水降度的车间，无法解释至 2009 年累计 45852 吨的低茅产量，无法解释从 2010 年 9160 吨，锐降为 2011 年的 1599 吨和 2012 的 1531 吨的过程，也无法解释总产量和高度茅台产能之间的巨大差额。

本文采用的另一种可能性是，公司自 2010 年起，低茅生产线披露的“累计生产量”，由“历年累计量”改为“当年累计生产量”。根据招股说明书提示，低度茅台生产设备，预计能正常使用至 2006 年左右。可能是原生产线经过技改后，坚持至 2009 年底报废，导致 2010 年改变了口径。致电公司，未能联系上董秘或证代，工作人员答复是统计口径变了，具体不详。但也有一个疑惑待解：低茅销量最高时，也就 2000 吨左右。公司为何会乐观到安排年产万余吨低度茅台？

销量推算

表 3：历年销售量测算表（单位：吨）

年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
茅台	3430	4057	3984	4817	5973	7670	8284	10189	9680	9835	11967	13848	16040
王子	176	108	150	120	293	303	470	1505	1144	1710	1720	2819	4726
迎宾	130	967	1189	1326	1696	1835	1977	2369	2979	3440	3858	4564	4949
合计	3736	5204	5323	6263	7962	9808	10731	14063	13803	14985	17545	21231	25715

注：2000-2002 年、2011 年和 2012 年，销量合计数据是公司年报披露数据，其他年份为推算数据。

其他酒的量小，且仅披露了三年，归入迎宾酒；汉酱和仁酒等，自 2011 年报才提到市场开拓和导入，截至 2012 年前，销量非常小，归入

王子酒。

茅台包含了高度茅台、低度茅台和陈年茅台三大类。低度茅台年销量大体介于 900 吨-2100 吨间。陈年茅台则是公司最难解的谜。简单粗暴的办法，是从 2001 年的 93 吨，到 2012 年的据说 600 吨之间，拉一条平滑增长线。忽略期间的波动，大约年增长 18.5%，会对茅台酒销量数据产生最小 500 吨、最大 3000 吨的扭曲。暂无解决办法，搁置。

相对于茅台和王子的基酒而言，迎宾酒不值得公司占用宝贵的储酒库。本文假设公司会尽最大努力，优先将迎宾酒发给渠道。而对比自 2004 年开始披露的母公司报表，与同期合并报表中的系列酒成本，基本可以佐证系列酒处于尽产尽销的假设。

表 4：系列酒营业成本对比表（单位：亿）

系列酒	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	合计
合并表	0.49	0.51	0.87	1.95	1.78	2.72	2.80	4.56	6.44	22.12
母公司	0.49	0.50	0.90	1.75	2.02	2.47	3.15	5.38	6.63	23.29

以招股说明书附录的 2001 年销售预测表数值为基础，在保证迎宾酒优先出售的假设下，从披露总销量 5204 吨里，减去迎宾及其他酒 967 吨，减去王子酒 180 吨，剩余部分为茅台酒 2001 年销量 4057 吨。

2002 年王子酒营收 0.3 亿，对比 2001 年 180 吨王子酒营收 0.37 亿

元，可知 2002 销量约 150 吨。从披露总销量 5323 吨里，减去迎宾和其他酒 1189 吨、王子酒 150 吨，剩余为茅台酒 3984 吨。

2003 年 10 月，飞天茅台提价 23%。按照当年四季度营收占比 35.2% 计算，相当于全年加权平均提价 8.1%。假设王子酒在市场开拓初期，没有提价。那么当年王子酒营收 0.24 亿元，意味着量萎缩约 20%，销量为 120 吨；以茅台酒加权平均提价 8.1% 计算，营收 23.2 亿元，同比增长 30.7%，说明量增加 20.9%，达到 4817 吨；加上迎宾酒 1326 吨，当年总销量合计 6263 吨。

2004 年末调价。1696 吨迎宾能带来营收约 7250 万元。王子酒营收 5850 万元，折合销量约 293 吨；茅台营收共计 28.8 亿元，同比增长 24%，说明销量增幅约 24%，约 5973 吨。当年总销量合计 7844 吨。

2005 年末调价。系列酒营收 1.39 亿元。迎宾酒 1835 吨，对应营收约 7844 万元。王子酒完成营收 6056 万元，折合约 303 吨；茅台酒出厂价不变，营业收入和成本同比增长 30.9% 和 31.8%，显示茅台酒销售量的增长约 31%，折合约 7670 吨；当年总销量合计 9808 吨；

2006 年 2 月提价 15%。系列酒营收 2.05 亿元，按照系列酒同比例提价估算，1977 吨迎宾酒，带来营收约 9700 万元；王子酒营收 1.08 亿元，折算约 470 吨；茅台酒营收增长 23.7%，考虑到 15% 的提价因

素，对应销量的增长约 8%，当年茅台酒销量为 $7670 \times 108\% = 8284$ 吨；总销量合计 10731 吨。

2007 年 3 月提价 16%。首次出现了茅台酒销量上升而成本下降的现象（见下表），对照营收增幅和成本降幅，可以推算高茅单位成本降低了 25%-30%，低茅单位成本降低了 20%-27%。2003 年前后，未发生高粱小麦价格大幅下降的现象，那么成本的下降，只能是使用自制基酒的结果。系列酒营收 5.36 亿元，按同比例提价测算，2369 吨迎宾营收 1.35 亿元。王子酒营收 4.01 亿元，折合约 1505 吨；茅台酒营收 67 亿元，42.8% 的收入增幅，约相当于 23% 的销量增幅。茅台酒销量为 $8284 \times 123\% = 10189$ 吨；

表 5：2007 年茅台营收成本对比表（单位：亿）

	2004	2005	2006	2007
高茅（营收/成本）	24.5/4.07	33.5/5.53	40.5/6.12	56.5/5.61
低茅（营收/成本）	4.26/0.79	4.46/0.83	6.3/0.97	10.5/1.15

2008 年 1 月提价 22%。当年全球金融危机，消费萎缩，假设系列酒没有提价。则系列酒营收 4.69 亿中，迎宾酒 2979 吨约 1.7 亿元，王子酒营收约 3.05 亿元，对应约 1144 吨。茅台酒提价 22%，营收同比增长 15.9%，证明量萎缩约 5%。当年销售茅台酒 $10189 \times 95\% = 9680$

吨。当年总销量为 13803 吨。

2009 年元旦提价 13%。系列酒营收 7.53 亿元，若当年同比例上调出厂价，则 3440 吨迎宾酒营收 2.21 亿元。王子酒营收 5.32 亿元，对应销量 1710 吨；茅台酒营收同比增长 14.8%，证明销量增幅为 1.6%，茅台酒销量为 $9680 \times 101.6\% = 9835$ 吨。当年总销量为 14985 吨。

2010 年末提价。系列酒营收 7.83 亿元中，3858 吨迎宾营收约 2.48 亿元。王子酒营收 5.35 亿元，对应 1720 吨，茅台营收同比增幅为 21.7%，销量同比增长，约 11967 吨；当年总销量合计 17545 吨。

2011 年元旦提价 24%。系列酒营收 14.51 亿元，假设提价比例相同，则 4564 吨迎宾营收约 3.64 亿元，其余 10.87 亿元，对应王子酒 2819 吨。年报公布总销量 21231 吨，去掉系列酒 7383 吨，茅台酒销量为 13848 吨；

2012 年 9 月提价 32%。若假设年内生产成本不变，当年年报营业成本 20.44 亿元，1-9 月营业成本 16.29 亿元，可知 10-12 月销量占全年的 20.3%。再将前九月均分，大体可知 9-12 月销量占全年的 29.2%。全年量的 29.2%提价 32%，可近似看作全年同比提价 9.3%。系列酒营收 24.23 亿元，同比增幅为 67%。按照全年提价 9.3%估算，4949 吨迎宾营收 4.31 亿元。王子酒营收 19.92 亿元，对应销量约 4726 吨。年报

公布总销量为 25715 吨，去掉系列酒 9675 吨，茅台酒销量为 16040 吨。

库存推算

表 6：茅台公司库存明细表（单位：吨）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
当年生产	16000	6643	8207	9167	11869	12844	13835	16579	20856	24077	27006	31944	34641
外购老酒	343	1500	300	800	2428	400	300	404	130	80	20	0	0
提存老酒	1000	1329	1641	1833	2374	2569	2767	3316	4171	4815	5401	6389	6928
当年销售	3430	4057	3984	4817	5973	7670	8284	10189	9680	9835	11967	15079	16040
使用老酒	515	609	598	723	896	1151	1243	1528	1452	1430	1795	2262	2406
使用基酒	2916	3448	3386	4094	5077	6520	7041	8661	8228	8360	10172	12817	13634
应减水量				235	153	1776	2126	3340	4651	3451	3454	4190	4838
基酒库存	12430	15465	20045	24641	30948	35269	39704	44053	51631	63284	75995	90185	105546
老酒库存	824	3029	4350	6228	10083	11841	12597	15710	18466	21822	25320	29300	33653
茅台库存	13254	18494	24395	30869	41031	47110	52301	59763	70097	85106	101315	119485	139199
生产王子	6983	1000	1290	1301	1445	1274	1283	1266	1242	1752	1748	3024	3234
销售王子	176	108	150	120	293	303	470	1505	1144	1710	1720	1588	4726
王子库存	6807	7699	8839	10020	11172	12143	12956	12717	12815	12857	12885	14321	12829
库存总计	20061	26193	33234	40889	52203	59253	65257	72480	82912	97963	114200	133806	152028

表 6 中，当年生产，指当年生产的茅台基酒。数据来源于表 1。起始数字，由 2000 年产量 5000 吨，加上 1996~1999 年累计量 11000 吨构成；

外购老酒，指股份公司从集团公司购买的老酒。其中 2006 年后的交易，公司仅披露了总金额。此处根据协议价按年递增 4%的条款，计算所得；

提存老酒，按照当年茅台酒产量 20%的提存；

使用老酒，因高茅需加近 15%老酒，低茅需加 11%多老酒，年份酒平均需过半老酒。总体按照当年销量的 15%估算；

使用基酒，按照当年销量的 85%计算；

应减水量，低度茅台是用高度茅台基酒加水降度后存储半年销售，可近似看成当年完成产销。对于低度茅台当年产销差，存储应无需加水。所以，产销差部分需要折算为高度茅台基酒看待。

按照招股说明书附录 47 页提供的低度基酒吨成本 8956.8 元，与高度基酒吨成本 16302.5 元对比，大致可以认为低度茅台中大约含 45% 水。这些水量，是多计入产量里的，需要从基酒里减去。

当年低度茅台销量估算，是按照低茅出厂价约为高茅的 3/4 做假设，然后按照低茅占茅台酒营收比例估算所得。

没有加入 2000-2002 年，是因为这三年低茅产量低、销售好，几乎没有余量存下来。

2012 年，公司不再单独公布低茅数据，沿用了 2011 年的比例。

表 7：历年低茅产销差对应含水量（单位：吨）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
当年茅台产量	9167	11869	12844	13835	16579	20856	24077	27006	31944	34641
当年低茅生产	1583	1516	5144	6224	9685	12117	9144	9160	10759	12290
当年茅台销量	4817	5973	7670	8284	10189	9680	9835	11967	15079	16040
低茅营收占比	16.6%	14.8%	11.7%	13.6%	15.7%	13.8%	11.3%	9.3%	7.2%	7.2%
低茅销量估算	1060	1177	1197	1499	2130	1781	1475	1484	1448	1540
低茅产销余量	523	339	3947	4725	7555	10336	7669	7676	9311	10750
余量对应含水	235	153	1776	2126	3340	4651	3451	3454	4190	4838

表 6 中，基酒库存=（当年生产-使用基酒-应减水量）*95%+去年基酒库存。基酒在生产、运输和存储过程中，会有约 5%的不合格产品和存储损耗；

老酒库存，没有区分外购老酒和提存老酒使用明细。直接用外购老酒及提存老酒累计总量，减去当年使用老酒量，再去掉 0.5%的存储损失；

茅台库存，是老酒库存与基酒库存的累加；

库存总计，是茅台库存与王子库存累加。

另，库存中的产成品忽略，相当于将其还原老酒和基酒看待了。

关于集团公司的老酒，招股说明书 71 页显示，截至 2001 年 3 月底，集团公司共计拥有老酒约 5300 吨 ;招股说明书附录 211 页“在勾兑过程中，加入一定比例的以前年份经勾兑过的酒，俗称老酒，其储藏期一般

在五年以上”，证明截至 2001 年三月底，1996 年 3 月以前的酒累计只有 5300 吨。

2002 年 2 月，天一会计师事务所对集团老酒的评估报告显示，截至 2001 年年底，集团老酒数量为 4657.54 吨。2001 年 3 月底至 12 月底，集团老酒减少 642.46 吨。期间股份公司买走 1843.13 吨，证明集团公司又“产生了”1200.67 吨老酒。然而，自股份公司设立日起，集团已丧失全部茅台酒酿制资产。因此，这些酒只能是由 2001 年 3 月底还不满五年的基酒变成的。

1996 年 3 月前生产的、截止 2001 年 3 月底满五年的，是老酒，没有投入股份公司。招股说明书附录 71 页，谈及集团公司投入股份公司资产时，也未提及老酒。1996 年 3 月后生产的基酒，有部分没有投入股份公司，依然在集团的酒库里慢慢变老。那么，这部分有多少呢？

股份公司自 2000 年之后，共计从集团公司购买老酒 6705 吨。证明自 1996 年 3 月后，集团至少保留了 $6705 - 5300 = 1405$ 吨（考虑十年的损耗和不合格基酒，总量应有 1500 吨）基酒未投入股份公司。

如果以 1996 年公司产能按照 3500 吨估算，每次取酒平均约 500 吨。1995 年重阳（11 月 1 日）下的沙，在 1996 年 3 月底后，还能取酒 3 次。1996 年重阳（10 月 20 日）下的沙，当年取酒两次。合计 1996 年取酒 2500 吨左右，去除集团公司保留的 1500 吨左右，带入股份公司的基酒约 1000 吨。

依据茅台酒产酒周期自重阳到端午的特点，可信的推测是，1995 年重阳下沙至 1996 年端午踩曲间生产的酒，归了集团所有。而 1996 年重阳下沙以后的基酒，就是股份公司最老的酒。

招股说明书附录 24 页，1998-2000 年资产负债表显示，公司在 1999 年以前，没有在建工程。1999 年也仅有在建工程 25290 元。因此，基本可以将 1997-1999 三年的产量合计估算为 10000 吨。因此，1000 吨产自 1996 年重阳后的基酒，加上 1997-1999 年累计所产万吨基酒，便是我们推算股份公司存货的开始。

本文很多思路和数据来自 [@中国资本市场](#) [@有智思有财](#) [@renjunjie](#) [@如酒人生](#) [@hbwhzs](#) 等兄台的提点，再次表示感谢。当然，本文的错误，都是老唐自己造成的，跟酒仙们无关。还请雪球上一众酒仙酒神继续给予指导。谢谢。

茅台未来三年利润推算

贵州茅台目前市盈率不足 10 倍，算得上便宜，但是否足够便宜，要看未来其盈利能力。

本刊特约作者 唐朝/文 (本文刊发于 12.20 日出版的《证券市场周刊》75 期)

12 月 17 日，贵州茅台 (600519.SH) 董事长袁仁国在供应商大会上介绍，2013 年 1 至 11 月，集团白酒产量 81420 吨，其中茅台酒产量 38452 吨，实现销售收入(含税)347.6 亿元。结合上半年集团实现销售收入 (含税) 179 亿元看，7-11 月实现了销售收入 168.6 亿元，月均 33.7 亿元，比上半年月均 29.8 亿元提高约 13%，显示了下半年市场景气度略好于上半年。

然而，这距离目标——416 亿元或 436 亿元——仍有不小的差距。本年度仅剩一个月，袁仁国称“预计今年主要目标能够较好完成”，不知信心来自何处。笔者猜测，依据今年飞天茅台销售较好、其他酒受挫较大的情况看，如果将茅台酒相关或利税相关的目标算作“主要目标”，的确有可能做到“较好完成”。另外，袁仁国提供的数据显示，公司的生产形势很好，茅台酒同比增产近 5000 吨，系列酒及其他酒也同比增产近 7000 吨。

12 月 18 日，在经销商大会上，贵州茅台宣布截至 12 月 15 日，茅台酒销售收入增长 28.1%。2012 年全年茅台酒营收 240.33 亿元，假如 2013 年 12 月后两周和 2012 年持平，全年茅台酒营收将确定超过 300 亿元。系列酒 2012 年营收 24.23 亿元，同比按照萎缩 7 成的断崖式滑

落计算，公司全年营收至少在 307 亿元以上，增长 25%以上。

根据公司 2012 年股东大会提出的《2013 年财务预算方案》，2013 年的经营目标是：营业收入 317.46 亿元；营业总成本 88.88 亿元，其中营业成本 23.5 亿元、营业税金及附加 28.3 亿元、销售费用 15.93 亿元、管理费用 25.35 亿元（财务费用-4.2 亿元）。

假设营收比预期少了 10 亿元，按 307 亿元计算，而成本和税金等仍按照 317 亿元营收的对应比例估算，则营业利润约 218 亿元，税后净利润为 163.5 亿元（ $218 \times 75\%$ ），归属母公司净利润则为 155.3 亿元（ $163.5 \times 95\%$ ），如此，每股盈利 14.96 元。

以目前股价计算，市盈率不足 10 倍，算得上便宜。但是否足够便宜，要看未来盈利情况。

目前读到最悲观的看法，是泸州老窖（000568.SZ）总裁张良 11 月称，“自 2012 年以来，行业进入大调整时期，预计该调整期将持续 3-5 年，明年白酒将会更冷，2014-2016 年将是行业寒冬”。按照这个悲观的看法，我们推测一下未来三年茅台情形，可能有助于“酒鬼们”猫冬。

贵州茅台主营单一，产品分为系列酒和茅台酒两个大类，通常系列酒占比不足 10%。为保守估值，我们可将系列酒看成安全边际的一部分，

假设其系列酒部分净利润为零。那么，贵州茅台市值，可以依靠茅台酒数量和出厂价格两个因素测算。

图：贵州茅台历年产销量 单位：吨



图中是茅台公司历年茅台基酒产量，以及与之对应的可售茅台酒数量。从尽可能保守的角度考虑，基酒产量选取笔者推算数据、公司厂志公布数据、公司经销商大会公布数据三者中较小者。

可销售商品酒数据，是 5 年前（2008 年 1 月生产的基酒 2012 年 1 月可销售，说四年或五年均可）基酒产量的某固定比例。经过按照 70%-88% 的不同比例分别模拟，再用已知数据拟合，尤其是考虑 2010 年茅台供不应求的状况。拟合的结果，73%-75% 间是最可能的比例。考虑到季老曾在《告诉你一个真实的茅台陈年酒》中说过「每年出厂的

茅台酒，只占五年前生产酒的 75%左右」，季老此处所谈的 75%，应当指已加入老酒勾兑完成的商品酒，而非用 75%的基酒再加老酒进行勾兑（此处推翻了笔者上一篇文章中 88%的看法，下划线部分被编辑删了，此处补上）。此处选择可售茅台酒为 5 年前基酒产量的 75%。

可售数量确定了，接下来考虑出厂价格。逻辑推到尽，只要价格足够低，任何商品都可以出清。是保价减量，还是降价出清，取决于哪一个对企业更加有利。我们可以近似的将保价减量的状态，等同于更低价格出清的状态对待。

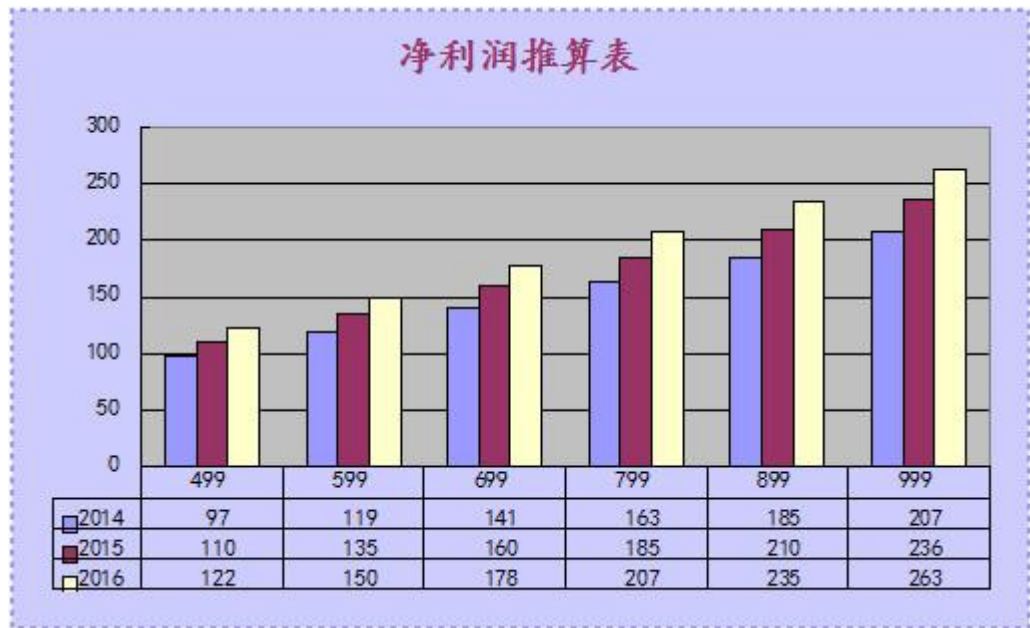
如果我们选择公司公布过茅台酒销量的 2010 年为基准年，当年含税出厂价 499 元，销售茅台酒 10141 吨，对应合计 108.5 亿元的营业收入。我们可将出厂价设定在自己认为可以出清的任何价格，通过对比销量和价格的乘积，减去营业成本，管理费用、销售费用、财务费用和税收，再去掉少数股东权益，最后得出股份公司净利润。

笔者尝试按照如下 4 条假设进行模拟：

- 1.能够出清的出厂价设在 499~999 之间（更悲观的可以设更低）；
- 2.平均吨营业成本以 2012 年为基数，年递增 4%。2012 年销售茅台酒按 15326 吨计算，营业成本 14 亿元，吨单价折合 9.13 万元。
2014-2016 按 9.88 万元、10.27 万元和 10.68 万元计算；
- 3.三费占收入比，2012 年为 13.72%，此处取最近 5 年均值 15.58%；

4.营业税等占收入比 ,2012 年为 9.73% ,此处取最近 5 年均值 10.96%。
模拟结果如下图。

2014-2016 年茅台净利润推算 (单位 亿)



最后，我们可以很轻松的按照自己的看法，对未来三年里公司的市值或者股价，给出自己的估算数字，并衡量是否值得投资。例如：若我认为 茅台酒在 2015 年会降价到 699 元才能完成其 22500 吨酒的销售，且市场只给 10 倍市盈率，在将系列酒利润视为零的情况下，公司总市值约为 $160 \times 10 = 1600$ 亿元，或者茅台股票价格为 $160 \times 10 / 10.38 = 154$ 元。

12.21 日补充：根据茅台集团党委书记陈敏的最新口径「今年集团预计

收入突破 400 亿」，也可以换个角度推算今年的情况：

去年是 353 不到，其中股份公司贡献了 309（ 264.5×1.17 ）出头，*酒 30 亿，技术公司 5 亿，保健酒 3.8 亿，葡萄酒及其他渣渣合计约 5 亿。今年酱香系列酒营收是下降 19%。葡萄酒的大气候，今年估计也不会有增长。

假设悲观算，下降的全是股份公司的系列酒，*酒、技术公司等其他公司保持持平，股份公司约 356 亿以上，折合报表收入 304 亿以上。

假设稍微乐观点看，是所有系列酒平均降低 19%，那么股份公司报表收入应该在 364 以上，折合报表收入 311 亿出头。所以，股份公司今年报表上的营业收入，至少会落在 304~312 之间，至于会否在这之上，取决于突破 400 亿，是 401 还是 416、436，太乐观的东西，这样的环境下，懒得去想了😁

2014，茅台的倒春寒

（本文发表于 3.28 日出版的《证券市场周刊》）

预期增长创下前所未有的新低，股息率骤降，贵州茅台靓丽业绩中犹有阴影，事实上，茅台现在要做的，就是留足粮草，现金为王，静候市场的春天。

本刊特约作者 唐朝/文

贵州茅台（600519.SH）2013 年报显示，实现营业收入 309.22 亿元，同比增长 16.88%；归属于上市公司股东的净利润为 151.37 亿元，同比增长 13.74%；基本每股收益 14.58 元。同时公司拟向全体股东每 10 股派送红股 1 股并派发现金红利 43.74 元，共分配利润 46.45 亿元。

自茅台上市以来，只有 2002、2012 和 2013 年没有完成预定增长目标（分别完成预定增长目标的 96%、95%和 97%）。但在哀鸿遍野的白酒股中，已然是一枝独秀。正如 3 月 23 日 1919 董事长杨陵江向近百位研究员透露的部分后台销售数据所展示的那样：“现在买茅台的消费者，60%是以前在 1919 门店购买五粮液和国窖 1573 的消费者。从开具的发票抬头看，大量的是公司消费，个人消费有增加。现在 1919 买五粮液的消费者，恰恰是以前买水井坊、沱牌舍得，以及其他中高端产品的顾客。”虽然仅是一家公司的数据，但由于 1919 门店分布较广，具有一定的代表性，完全可以管中窥豹，2013 年市场的真相是：**茅台终**

端零售价的下降，抢了五粮液和国窖 1573 的市场。而五粮液则顺势下沉，挤占了其他中高端白酒的市场。

2013 年也是茅台首次在营业收入上超越五粮液（000858.SZ）的一年。自此，茅台在营业收入、净利润、出厂价、终端售价、净资产收益率、高端销量、总资产、净资产、消费者心智定位等几乎所有观测指标上，全面超越了五粮液，成为了高端白酒的唯一王者。

茅台营收从 2000 年末约五粮液的 27%，到 2013 年末的超过 125%，同一期间，净利润从不足五粮液的 1/3，到近两倍。这个市场竞争过程即展示了行业龙头强大的竞争力、无人匹敌的品牌拉力，也为茅台管理层的能力作了不容置疑的背书。

但这份靓丽的报表，有两处异常引起投资者的关注：一是管理层预计的 2014 年增长 3% 的数据，前所未有的低；二是在现金余额继续增长的情况下，股息率从 2012 年的占当年净利润的 50% 陡降至 2013 年的 30%。

财报数据静悄悄的告诉我们：隐藏收入已用完，2014 年腾挪空间有限。市场的春天还没有来到，需要预留现金棉袄过冬。

令人担忧的增速和分红

1 月下旬，董事长袁仁国曾表示，2014 年集团的增长目标为 12.5%。就在两周前的两会期间，还是袁仁国，将集团 2014 年的增长目标改口为 9%。依照历史数据，集团的增长主力无疑是飞天茅台。股份公司的增速，通常不低于或高于集团目标。然而，两周时间，股份公司年报出炉，预计增速居然定在 3%，令人大跌眼镜。

管理层释放这样一个预期，究竟是希望影响资本市场，还是形势所迫呢？答案是后者。公司在 2008-2011 年隐藏的收入已经在 2012 年和 2013 年的“冬天”里用光了。

表 1 展示的是公司每年实际销售收入和报表展示收入之间的差距。最后一行中，正数为当年隐藏的收入，是当年实际销售情况好于利润表展示数据。而负数是当年消耗的隐藏收入，是当年实际销售情况低于利润表展示数据。

表 1 中的“销售收到的现金”，是现金流量表中，当年公司销售商品收到的现金。“应收款项增加”，是公司增加或减少的应收（票据和应收款）。这二者之和，是公司当年实际完成的含税销售收入。将其折算为不含税销售收入后，与报表展示的收入进行对比，便可以发现公司隐藏或释放的收入。

从表 1 数据可以看出，在 2008-2011 年供销两旺的时间段里，公司未

雨绸缪，隐藏了约 50 亿元的销售收入，用于等待白酒“冬天”的到来。

2012 年和 2013 年，共计释放了 43 亿元收入，让报表不至于显得很难看。感兴趣的投资者可用同样方法统计 2002-2007 年收入，会发现同样的轨迹：2002-2006 隐藏了约 13 亿元收入，2007 年释放了 10 亿元收入。

至此，公司的隐藏收入仅有不到 10 亿元，供管理层腾挪的空间已然不大。这就是为何会定出一个上市以来最低增长目标的缘由。

表 1：贵州茅台财报隐藏（释放）收入

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013
销售收到现金	113	118	149	237	289	332
应收款项增加	0.5	2	-2	0.5	-0.3	0.8
当年实际收入	114	120	147	238	289	333
折合不含税收入	97	103	126	203	247	284
报表展示收入	82	97	116	184	265	309
隐藏(释放)收入	15	6	10	19	-18	-25

单位：亿元，数字经四舍五入

至于分红小气，是相对于此前三年的阔绰而言的。如果我们站在当家人的角度，看看公司的现金家底儿后，也许能理解。

年报显示，公司现金 252 亿元，其中约有 30 亿元是关联公司的存款，

剩下约 220 亿元，2014 年的规划投资需要 70 亿元左右，还剩余约 140 多亿元。再看现金流量表，会发现公司 2013 年的原料采购、职工开支、广告运输等费用合计超过 82 亿元。手中有粮心不慌，作为公司当家人，怎么地也要考虑留个百亿现金在手。

所以，可供分红的现金，只能 40 多亿元！相对上一年度 66.5 亿元的分红，2013 年挣的更多了，却分的更少了，怎么办？送股。送股对投资者而言，纯属负收益的数字游戏。但市场喜欢。记得某知名投资人曾建议公司拆股，以便“让更多小投资者可以分享茅台的成长”。笔者当然反对。拿出两万元都困难的人，应该“珍爱生命、远离股市”。

简化报表 梳理 2013

将公司资产负债表和利润表简化一下，可以看出其 2013 年的经营状况。

表 2：贵州茅台简化资产负债表。

现金	255	关联公司存款	28
预付建设款	43	预收	31
存货	118	应付	55
固定资产	90		
土地	36		
其他	13	净资产	441（归股份公司所有的
资产合计	555	净资产	426）

单位：亿元，数字经四舍五入。

茅台当前市值约 1700 亿元，是净资产的 4 倍。这吓退了很多只喜欢在净资产值附近购买资产的“价值投资者”。

1990 年 4 月 18 日，沃伦·巴菲特在斯坦福商学院演讲时说：“如果一家企业赚取一定的利润，其他条件相等，这家企业的资产越少，其价值就越高，这真是一种矛盾。你不会从账本中看到这一点。真正让人期待的企业，是那种无需提供任何资本便能运做的企业。因为已经证实，金钱不会让任何人在这个企业中获得优势，这样的企业就是伟大的企业。”

净资产这东西，要倒过来看。经济学告诉我们，由于竞争的存在，世界上从来都不存在“利润”这回事。所谓“利润”，都只是某种禀赋的租（对经济学陌生的朋友，可以简单理解为利息）。20 世纪最伟大的经济学家欧文·费雪开创性地称，“所有可以产生收入的都是资产。收入就是资产的利息”。而投资者要找的，便是可以持续的、不可替代的生租资产。巴菲特给这禀赋起了个名字叫“护城河”。

用茅台举例，可以从两个角度理解净资产。其一，假设某甲以现价从现有股东手上买下所有茅台股票，再以原价卖回给原股东。资产负债表上净资产会如何？会变成 1700 亿元，PB 为 1，市盈率不变。PB 从 4 降为 1 的过程改变了公司价值吗？没有。其二，假设公司现在向银行贷款 400 亿元，向所有股东按照每股 50 元，发放合计 520 亿元的特别股息。其他条件不变的情况下，公司的总资产为 435 亿元，总负债 514 亿元。

资不抵债，净资产为-79 亿元。然而，手持 135 亿元现金，其他资产不变的贵州茅台，创造利润的能力被降低了吗？没有。它仍然每年创造一百多亿元的净利润，甚至因为税盾（贷款利息税前抵扣）的存在，给股东创造的价值更大了。可见，不考虑公司性质，简单以净资产倍数来考虑投资价值，是有重大缺陷的。

单看白酒主业，我们可将茅台的利润表简化如表 3：

表 3：贵州茅台简化利润表

营业收入	营业成本	营业税金等	三项费用	营业利润	营业外净额	所得税	净利润	归股份公司股东净利润
309	22	28	43	218	4	55	160	151.4

单位：亿元，数据经四舍五入

如果不考虑前文谈到的平滑，这算是一份寒冬里靓丽的成绩单。唯一令人担心的是三项费用的增长速度。相对于上一年度的 30 亿元，三项费用的增幅超过了四成，似乎有失控的表现。不过细看其构成，我们会发现，这恰恰是一个值得庆贺的信号。

三项费用增加额由 6 亿多元广告宣传及市场拓展费用和 6 亿多元管理费用构成。广告宣传及市场拓展费用，从 2012 年的 12.2 亿元增加到 18.6 亿元，从占当年营收的 4.6%增加到 6%。比例增幅不大，但绝对数不小。这恰恰体现了管理层面对白酒寒冬，积极进取争夺市场的态度。这是做

生意必须要花的钱，也是会给股东带来更大回报的投入。

而 6 亿多元管理费用增加额背后，藏着一个厉兵秣马、大举进攻的茅台兵团。2013 年，正值市场低谷，茅台进行了史上最大规模的招兵买马。其员工总数从年初的 13717 人增加到年末的 16800 人，新增人员中，78% 为生产一线员工。同时，当年吸纳大学本科及以上学历的员工整整 800 名。员工增加额和增加幅度均为茅台历史之最。回看 2001 年茅台初上市时，不过 3526 人，所以，仅今年新进人员，对应的生产能力已经不低于 2001 年的上市公司了。

缩小万倍，体会下 2013 年的成就吧：阿茅采购了 22 万元的原料，花了 19 万元费用，卖掉收回 309 万元现钞。被税务局征税 83 万元，剩了 185 万元。阿茅领了差旅费、工资和奖金合计 28 万元，剩下的 157 万元就是你这个当老板的了。经阿茅申请，你决定拿 47 万元去花天酒地，剩下的 110 万元扩大规模投入再生产，让阿茅来年给你赚更多的钱！

高基数导致的倒春寒

2013 年，公司生产茅台酒基酒 38452 吨，系列酒基酒 14035 吨。当年生产成品商品酒 26034 吨，销售商品酒 25177 吨。

根据集团 2014 年 1 月 10 日年度工作总结会公布的数据，“2013 年茅台

酒的销售量增加了 4.96%”，再根据年报中茅台酒成本同比上升 12.4%，收入同比上升 20.95%，可计算出均价提升为 15.23%，制造成本上升 7.1%。均价提升比例低于 2012 年 9 月 2 日茅台酒提价 32%的比例，这是因为 2013 年年份酒、自营店以及计划外的高价格销量同比均有大幅下降所致。

茅台酒及系列酒合计总销量由 2012 年的 25715 吨，降低为 2013 年的 25177 吨。可知，系列酒的销量降低 1200-1300 吨（约 12%），销售收入减少了 23%，意味着系列酒真实出厂价同比降低约 13%。同时，系列酒成本减少 4%，远低于销量减少的比例，推测滞销的系列酒，主要是成本最低的迎宾酒。

2013 年，按照 819 元的出厂价销售计划内茅台约 1.22 万吨（推测数），带来约 181 亿元（ $12200 \times 2124 \times 819 / 1.17$ ）报表收入。公司还按照 999 元的价格释放了 3000 吨计划外产品，带来报表收入约 54.4 亿元。茅台酒总收入 290.55 亿元，减去这两部分收入，再去掉使用的隐藏收入 25 亿元，余额约 30 亿元。去掉未知的、大约是很小的一笔自营店利润，就是年份酒的销售收入，对应不足 300 吨的销量。

2014 年，管理层面对的挑战，一是对年份酒的增长无信心。年报中说到“从政策方面看，对酒类产品尤其高端产品的消费限制性政策态势将常态化和制度化”；二是无法肯定 2014 年能否再次向市场释放 3000 吨

的量；三是手中没有了隐藏利润可供调节。因此，对于公司而言，民间消费的春天来了，但首先要面对的，却是因 2013 年高基数带来的倒春寒。

从年报及管理层的表述看，面对上述计划外 3000 吨留下的 50 多亿的“大坑”，管理层准备了三板斧：抓市场、打假酒、推系列。

抓市场，是稳住自己的客户的同时，继续争取五粮液和 1573 的消费者；抓市场，是开展定制酒去创造原本没有的市场；抓市场，是不仅面对国内，也要充当中华文化的使者，走向世界。这一块，看见 3 个 10 亿元不难；

打假酒，是夺回以前因产能无法满足而漏出去的市场份额，至少要争取到那些想买真酒却被骗的消费者。这方面，从辨伪防伪的技术上，从购买的便利性上，茅台公司依然大有可为。这一步，1 个 10 亿元，应该行；

推系列，是要去更广阔的天地锻炼队伍，以应对未来系列酒的产能释放。年报说，公司至少要打造两个系列酒品牌，成为全国化中高端品牌，实现中低端市场的有效扩张。系列酒生产及销售部分，拆分出来，成立独立的公司运作，是非常值得期盼的动作。同时，赖茅品牌的回收启用，也许与此有关。如果用汉酱和赖茅两个品牌，来整合下属系列酒子品牌，

应该是步好棋。毕竟，鱼龙混杂、有人使用没人维护的赖茅品牌，一年也能做百亿销售额。现在给赖茅品牌灌入品质更稳定可靠的王子酒和迎宾酒，再加上茅台的背书保证，应该有希望接手原赖茅的市场。这一块，潜力很大，一个到多个 10 亿元，都是很可能的事情。

倒春寒之后是明媚春光

说倒春寒，是认为短暂的寒流后，紧接着是明媚的春天。春天的脚步，可从以下迹象窥见。

首先，分开看 2013 年四个季度的销售数据，我们会发现，对于茅台而言，无论同比环比，均可见本轮衰退已经自 2013 年三季度触底反弹，并在四季度有加速迹象。

表 4：贵州单季营收对比表

	一季度	二季度	三季度	四季度
2012	60.2	72.4	66.7	65.2
2013	71.7	69.6	78.1	89.8
同比	19.10%	-3.87%	17.09%	37.73%
环比	9.97%	-2.93%	12.21%	14.98%

单位：亿元，数据经四舍五入

在茅台产能跟上来以后，预收款指标基本失效。但大致还可以发现公司的生产，被经销商的付款推动着前进的繁忙景象。

三季报预收款 19 亿元，年报预收款 30.5 亿元。茅台的年销售额平均到每周，大约 6 亿元。根据跟进的部分经销商反馈信息看，2013 年公司已经可以做到打款后两周左右提货。因此，三季报的 19 亿元预收款，大约是收款后两周内完成生产、发货到中转仓及经销商提货，而后一周左右票据返回入账。

年报预收款 30.5 亿元，是截止 12 月 31 日的数据。在 2014 年 1 月 28 日，媒体报道的关于茅台销售公司物流中心的文章中透露：“12 月中旬以来，物流配送中心发货量更是明显增大……临近春节，茅台酒销售市

场向好……每天经他们配送的茅台酒及系列酒净重就达 180 多吨”。据此推测，30.5 亿元，也仅仅是十余天的款项。

茅台地处西南一隅，交通不便。从公司发货到全国 9 个中转仓、一千多家专卖店，通常需要数日的时间。加上经销商提货，票据返回等时间，相当于十余天销售额的预付款，可以理解为产能和市场需求高度吻合，交钱后就刚好轮到安排包装、发货的状态。这种被钱推动着生产、且能生产出来的企业，是印钞机。

茅台酒的设计产能，在十一五期间，以每年两千吨的速度增加。十二五期间，以每年三千吨的速度增加。2013 年，公司计划基建投资 83 亿元，完成投资 54 亿元（放缓了）。剩余部分加上新增投资合计约 70 亿元，将在 2014 年继续投入。整个十二五的投资规模，合计约 200 亿元，产生约 1.5 万吨茅台酒、约 2 万吨系列酒产能。这将是茅台有能力靠量推动，再次进行高速增长的家底儿。对股东而言，是花 200 亿元买一个新茅台，没有什么并购的回报率能与之相提并论。

由于茅台酒的生产特性，根据以往年份的基酒数据，可以推算出 2014-2018 四年间，每年可供销售的茅台酒数量（见 2013 年 12 月 20 日本刊发表的《茅台未来三年利润推算》一文）。从量的数据上看，2014 年-2018 年，公司很大概率将重演 2008-2012 年四年的高成长的故事。所不同的是，前一个成长，主要是靠价格驱动。而接下来的成长，将主

要靠量的驱动。

量的增长，是否能够被市场消化，是很多对茅台心存疑虑的投资者的担心所在。

在 2012 年以前，茅台的大部分消费来自于公款及相关消费，这才使得出厂价 619 元的茅台，被哄抢至 2000 元以上。只不过，作为投资者要思考的是，究竟是因为戴上官帽，才会爱茅台了？还是因为有了官帽，在抢购茅台的竞争中占据了优势？如果是前者，反腐无疑就断了茅台的销路。如果是后者，只是换另一拨优胜者而已。好酒，不会在竞争中剩下。

管理层在年报里称，白酒行业是中国传统行业，发展至今有四个没有变：一是白酒作为国人情感交流的载体没有变；二是白酒作为中华民族文化符号之一没有变；三是白酒作为国人偏爱的消费品没有变；四是国人消费白酒的传统风俗习惯和文化习惯没有变。

只要这四个没有变，市场的容量就是巨大的。据中国烹饪协会相关统计数据显示，2013 年中国餐饮业，尤其是高端餐饮业严重受挫。前三季度全国餐饮收入 18178 亿元，限额以上餐饮企业收入 5842 亿元，是二十多年来首次陷入负增长状态。

限额以上餐饮企业，指年营收 200 万元以上、员工 40 人以上的餐饮企业。这个档次的餐饮业消费者，有相当部分是有能力进行茅台酒消费的。以 2013 年前三季度“严重受挫”的 5842 亿元计算，全年约 7700 亿元。按 770-1100 元一桌估，也有 7-10 亿桌。而茅台酒目前的年可销售商品酒不足 0.4 亿瓶，尚不能满足每 20 桌一瓶茅台。

市场空间巨大。至于怎么争取市场份额，交给公司团队去操心吧。作为股东，笔者提醒自己：牢牢记住茅台酒是好喝的酒、高档的酒、越放越香的酒、难于仿造的酒，然后在市场风浪中，坐稳扶好即可。

（声明：本文仅代表作者个人观点）

后记：

1. 感谢编辑何凌枫女士给予老唐的鼓励和帮助；
2. 文章最后的“好喝的酒……难于仿造的酒”，借用于@renjunjie 兄，谢谢任兄。任兄的原文为：“1、最好喝的白酒；2、最高档的白酒；3、最能放的白酒；4、最难学的白酒。”，此处去掉了“最”字，并非在下不认同“最”，是希望躲避涉及价值判断的口舌之争；
3. 篇幅原因，本文省略掉了根据财报及公开资料，估算当年报表中茅台

酒及系列酒销售量的过程。我的大体估算是 1.52 万吨茅台，接近 1 万吨系列酒；

4.在“在 2012 年以前，茅台的大部分消费来自于公款及相关消费”一句，原为“在 2012 年以前，茅台的大部分消费，与全国 60 多万个县处级以上干部及其关联消费有关”。出于都懂的原因，发表时删掉了这个数据；

5.对于 2013 年终端销售，除了公司出厂的酒以外，还消化了传说中数量巨大的“渠道库存”。这部分渠道库存的消失及其可能的补库行为，是 2014 年茅台销售的潜在利好。但一者因为渠道库存数据不详且不可知，二者以[@管我财](#)兄为代表的一些朋友，认为茅台在 2013 年，通过更大面积的铺货，在渠道上积压了更多的库存。未避免陷入无法统计、无法证伪的“去库存、加库存”之争，这部分，也没有在本文中出现

茅台的春天

（本文发表于昨天出版的《证券市场周刊》）

财报数据显示，贵州茅台实际市场销售情况已经明确反转，且在高端白酒市场上的占有率进一步提升。展望 2015 年，公司的经营目标

却明显低调，或许是为即将开始的股权激励作铺垫。

本刊特约作者 唐朝/文

市场也许已经预料到了会很好，但一定没有预料到会这么好！

2014年3月28日，笔者在《证券市场周刊》发表了名为《2014，茅台的倒春寒》的文章，提出“对于茅台公司而言，民间消费的春天来了，但首先要面对的，却是因2013年高基数带来的倒春寒……短暂的寒流后，紧接着是明媚的春天……2014年-2018年，公司很大概率将重演2008-2012年四年的高成长的故事”的看法。2014年5月16日，依然是在《证券市场周刊》，笔者发表了名为《贵州茅台，销售的喜与报表的悲》，指出“未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情”。

一年过去了，伴随着2014年报以及2015年一季报的公布，贵州茅台（600519.SH）的股价创出历史新高。我们需要再次审视一下公司发生了哪些变化。2014年公司实现酒业销售收入315.73亿元，实现净利润153.49亿元，同比分别增长2.11%和1.41%。2015年一季度实现营业收入85.45亿元，实现净利润43.64亿元，同比分别增加14.69%和17.99%。笔者在拙作《手把手教你读财报》一书中，曾对上年度茅台财务数据进行了详细的分析，那么，最新的年度财报数据背后，又隐藏着些什么秘密呢？

强者恒强

茅台实际市场销售情况已经明确反转。这一点，被上市公司利用预收款的调节作用平滑掉了。如果剔除预收款的影响，将能够更直观的看到实际销售的变化趋势。我们用“营业收入+（期末预收款-期初预收款）/1.17”来展示剔除预收款影响后的实际销售。计算结果如图。

图 1：剔除预收款影响的季度销售数据图



从图中明显可见，本轮危机中，茅台的真实销售已经在 2014 年 1 季度触底，并在 2014 年 4 季度创出接近于 2013 年 3 季度的销售巅峰。要知道 2013 年 3 季度的销售额，是通过额外释放了 3000 吨（999 元/瓶）茅台，“出售”茅台酒经销权才换来的。更喜人的同比增长，是 2015 年 1 季度，其真实销售的同比增长居然高达 55% 以上。在这个所谓的白酒冬天里，真是摔碎了一地的眼镜儿。

再结合全国春季糖酒会经销商座谈记录上，多地经销商反应的断货情况，以及最近淡季里，居然也出现了部分经销商断货的情况，我们完全可以大胆推测：茅台的春天真的来了。

春天，是行业的春天，还是仅仅是强者的春天？笔者将最近五年来茅台的营业收入和净利润，与五粮液（000858.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、洋河股份（002304.SZ）、山西汾酒（600809.SH）四家传统第一集团军白酒企业的营业收入和净利润之和进行对比，结果显示：经历了冬天以后，茅台愈发强大了，市场占有率强势扩大。五粮液、洋河、泸州老窖、汾酒与茅台的差距越来越大了。

图 2：茅台与五洋老汾营收、利润对比图



很显然，茅台的营业收入与其他四家营业收入之和的比率，从 2012 之前的 40%左右，提升至 2014 年底的超过 70%；净利润之比，从之前

的 60%左右，飙升至超过 136%。茅台的领先优势进一步扩大。

更值得称赞的是，在销售增长的情况下，广告宣传及市场拓展费用反而从 2013 年的 16.6 亿元降至 2014 年的 14.9 亿元，降幅超过 10%。对比另一位酒业巨头五粮液，茅台的销售费用不足后者的 40%，但对应的营业收入是后者的 150%，这可能就是品牌拉力的不同吧！即使合并管理费用一起看，茅台合计约 50 亿元，占当年营收的不足 16%。五粮液合计 63 亿元，占当年营收的 30%。差距很惊人。

显然，茅台的管理层清楚感受到了春风拂面。在 2014 年财报中，董事会这样描述对 2015 年的展望：“2015 年将是白酒行业发展困难较多的一年，也是发展形势较为严峻的一年”，用了相对温和的“较”字。

对比 2012 年财报对 2013 年的展望：“2013 年政策压力加大，各种危机事件频发，白酒行业产能过剩、市场需求及价格下跌、库存增高等日益显现，受经济下行压力加大等因素的影响，白酒行业高景气增长态势结束，将进入中低速发展的调整期，行业周期性波动和政策层面限制对白酒行业的调节将在 2013 年完全显现。白酒行业面临前所未有的压力。”

以及 2013 年财报对 2014 年的展望：“从政策方面看，对酒类产品尤其高端产品的消费限制性政策态势将常态化和制度化。从行业发展看，目前行业仍处于深度调整中，复苏时点难以把握，行业未来将会是挤压式‘缓增长’阶段，即使有所恢复，也难以再现高增长，预计 2014 年将是

白酒行业发展更加困难的一年”。

从展望对比中，我们能明显感觉到茅台管理层在 2014 年末，对于市场和未来，开始展示积极乐观的一面了。

保守的业绩预测

在情绪转乐观，且已知 1 季度销售极好的情况下，管理层却作出了“预计公司 2015 年度实现营业收入较上年同期增长 1%左右”的经营计划。这又如何理解呢？

公司的确做出了 2015 年普通茅台不增量的承诺，这是意图在 2015 年回报风雨同舟的经销商了。但即便在普通茅台不增量的情况下，春节前后多地断货的年份酒，仍可能给茅台带来部分增量。又或者忽略掉年份酒的增长，公司 2015 年的重头戏“酱香系列酒”，已经单独成立了赖茅酒业和酱香酒营销公司，隆重推出“一曲三茅四酱”（贵州大曲、华茅、王茅、赖茅、汉酱、仁酒、王子、迎宾），并计划在 2015 年获取超过 25 亿元的营收，这将带来约 15 亿元的营收增长。

由于 1 季度系列酒增长迅猛，销售额同比增长高达 137%。对于系列酒全年完成 15 亿元营收增长，有理由持乐观态度。所以，仅仅确定的 15 亿元系列酒营收增长，相对于公司总营收而言，也应该有近 5% 的增长。

系列酒是 2015 年的重头戏。2014 年财报中，公司首次提出了“做强茅台酒，做大系列酒”的战略定位。这当中既有公司对未来白酒消费将

向大众消费发展的战略预判，也有飞天茅台的旺销使企业有能力、有可能将资源向系列酒倾斜的原因。更重要的是，自公司 2011 年开始大规模扩张系列酒产能以来，2014 年首次遇到了销售的大幅度下挫（见表 1）。

表 1：系列酒产销困境简表

系 列 酒	2011	2012	2013	2014
产量(吨)	9500	9220	14030	19990
销量(吨)	约 9200 吨上下			5900

截止 2014 年底，酱香系列酒配套技改投入已经完成 66%，301 车间技改项目已经完成 99%。伴随着这两个项目的陆续完工，2015 年系列酒的产量还将进一步提高。系列酒一方面面临销售压力，一方面也从量的角度具备了大展拳脚的可能。因此，系列酒必将从 2014 年以前的“搭头”角色，升级成为公司未来重要的增长力量。

那么，在最低可能达到约 5% 的增长情况下，为何公司管理层仅仅提出 1% 的低增长目标？笔者猜测，可能与公司即将展开的股权激励方案有关。

公司曾在 2014 年 7 月公告称，将于 2017 年 12 月底前实施对管理层和核心技术团队的股权激励。从流程和时间上推算，至迟 2016 年底，方案应该会诞生。那么方案的参照基数，只能是 2015 年的营收和利润。

对于在茅台工作和奋斗了大半生的管理层和核心技术团队，这可能将

是他们一生中最大的一笔收入了。为此，有控制 2015 年营收和利润基数的打算，可以理解。

作为股东，笔者也期盼股权激励早日出台，让整个核心团队，包括已经 75 岁高龄，为茅台做出过卓越贡献的季克良老先生，有机会参与分享企业增长的财富中去。管理层持股与不持股的不同，可以参照近几年五粮液与洋河的发展轨迹。股权激励的出台，让核心团队与股东利益同心，这是推动茅台继续高速成长的重要原动力之一。

这份财报，也有令人不满意的地方：分红方案。

截至 1 季度末，茅台持有现金超过 280 亿元，2015 年计划新增投资 47.6 亿元，公司却仅仅拿出 50 亿元进行红利分配，大量资金低效沉淀。受地理条件所限，茅台的扩张除了中华村以外，在可见的未来，并没有新区域可供扩张。而茅台每年将产生至少 150 亿元以上的现金。这部分现金如何处理，分红、多元化还是继续支持本地银行？这将决定茅台产能达到天花板以后，企业价值的多寡。

当然，这一天还比较远。看一组最近五年存货中的自制半成品数据，可以让我们畅想一下茅台未来几年的成长空间。自制半成品，指茅台的基酒，它将在酒库里存放四年后变成可售商品酒。

表 2：自制半成品库存 单位：亿元

年 份	2014	2013	2012	2011	2010
自制半成品期末余额	112.4	85.8	63.9	47.3	35.8

这个数据告诉我们，2014 年，公司从 2010 年价值 35.8 亿元的自制半成品里，拿出 20 亿元左右灌装销售，换回超过 300 亿现金。然后又生产了超过 46 亿元基酒，放回酒库。可以想见，到 2018 年，公司就可以从今日的 112.4 亿元自制半成品里，拿出 50 亿元、80 亿元甚至更多来灌装销售，届时将换回多少现金呢？

贵州茅台，销售的喜与报表的悲

本文刊发于 5 月 16 日出版的《证券市场周刊》

数据显示，贵州茅台的半年报会让市场产生极大分歧。悲观者会认为，去掉预收款调节，即便二季度真实销售同比增加 33%-41%，显示在报表上，也不过是 0%-3% 的增长，股价会跌；乐观者会认为，即便半年报显示增长为 0%-3%，也代表着公司的真实销售同比增幅达到可观的 33%-41%，产销两旺。

本刊特约作者 唐朝/文

5 月 10 日，贵州茅台（600519.SH）公布了即将在 5 月 18 日年度股东

大会上表决通过的 2014 年财务预算报告。通过这份财务预算报告，可以大致勾画出管理层对 2014 年酒业经营的估计。

表 1：2014 年预测利润表

单位：亿元

	2013 利润表	计划增长	2014 利润预测
营业收入	309.2	3%	318.5
营业成本	21.9	11%	24.3
营业税及附加	27.9	9%	30.4
销售费用	18.6	1%	18.8
管理费用	28.3	3%	29.1
财务费用 注 1	-4.3		-4.3
营业利润	217.9		220.1
营业外支出 注 2	3.6		1.2
利润总额	214.3		218.9
税后利润	159.6		164.2
归属股份公司股东的净利润	151.4		156.0

注 1：2014 年公司持有现金量会略高于 2013 年。此处保守估计，依然按照 2013 年的财务费用计算；

注 2：2013 年的营业外收支净额中，有 2.47 亿元为发改委罚款，2014 年无此项支出。其他主要是公益捐赠，暂时按 1.2 亿元估算。

那么，贵州茅台每年发布的财务预算报告，与最终的报表吻合度有多高，是否值得相信呢？用同样的方法统计过去五年（2009 年-2013 年）预算报告与最终财报数据（见表 2），很容易看出茅台管理层在 2011 年和 2012 年的信心膨胀。正因为如此，茅台 2014 年的预算计划将遭遇挑战。

表 2：预测利润与实际利润对比表：

单位：亿元

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
营收增长计划	8%	8%	45%	51%	20%	3%
计划净利	41.7	43.4	79.2	141.4	160.5	156
报表净利	43.1	50.5	87.6	133.1	151.4	?
报表/计划	103.4%	116.4%	110.6%	94.1%	94.3%	? %

“跑步前进”留遗患

茅台管理层在 2011 年和 2012 年信心满满，一方面来自当时对市场供不应求的乐观估计，另一方面来自公司供应能力的提高（见表 3）。

表 3：可售商品酒数量增长表

年份	基酒产量（吨）	可售商品酒（吨）	可售量同比增长
2009	23004	9375	108.5%
2010	26284	10380	110.7%
2011	30026	12650	121.9%
2012	33600	15320	121.1%
2013	38452	17250	112.6%
2014		19700	114.2%
2015		22520	114.3%
2016		25200	111.9%
2017		28840	114.4%

注：可售商品酒按照 4 年前基酒产量的 75% 估算。

观察表 3 数据可以发现，正是 2010 年超过目标 16% 的战果，以及 2011 年、2012 年将连续出现可售商品酒量同比增长超过 20% 的历史最好状态，管理层得出了判断：2011 年和 2012 年，企业经营将出现罕见的价格同步上升带来的叠加高潮。

2011 年公司的销售证实并加强了管理层的这个判断。从现金流量表数据可以看出，公司 2011 年完成的真实销售超过 202 亿元。不但比 2010 年报营业收入数据高出 74.2%，也比自设的 45% 高增长目标还高出 20%。

这样的情况下，不乐观是困难的。

然而，这次管理层犯了经验主义错误，错误的估计了新任领导人的反腐决心和能力。2012 年初，公司提出了 51% 的增长计划，营收要达到 278 亿元。不幸，当年实际完成的销售不足 247 亿元，同比仍然增长 34%。受乐观情绪驱动，管理层动用预收款，强行将营收增长做到 44%。这笔给 2012 年的锦上添花，却必须要艰难的 2013 和 2014 还账。

假设公司 2012 年按照 247 亿元真实销售（同比增长 34%）、2013 年按照真实销售约 285 亿元（同比增长 15%）制作报表，资本市场将会喜悦的发现，贵州茅台在市场寒冬中，傲然地带着超过 70 亿元预收款进入 2014 年。那样，2014 年公司要达到 20%-25% 的增长，应该容易。

管理层的一次乐观决定，把 2010-2014 年的增长曲线，从持续成长型扭曲成日落西山状。对于长期投资者而言，五年总和利润不变，企业内在价值也没有变。然而，对于紧盯短期成长的资本市场而言，预期天差地别。

挤占市场是出路

正因为 2012 年的乐观，给 2013 年和 2014 年带来一个必须啃掉的硬骨头。通过加总 2013 年各季度实收现金与应收票据及账款增加值，可以

得出各个季度的真实含税销售额。还原成不含税销售额后，与报表营业收入数据进行对比，我们发现 2014 年茅台报表面临着挑战。

表 4：2013 年季度真实销售与报表销售对照表				单位：亿元		
2013 年	真实销售	报表营收		2014 年	真实销售	报表营收
1 季度	51.5	72		1 季度	62	76
2 季度	49	69		2 季度		
3 季度	88	79		3 季度		
4 季度	95	89		4 季度		

表 4 数据显示，2013 年上半年，公司管理层忙着稳定 1519 的终端零售价，最终将大好市场拱手让给了其他先行降价的酒企。上半年仅取得约百亿真实销售额。是发改委的罚单让企业清醒，并开始放下身段参与市场竞争。

当年下半年数据显示，一旦茅台卷起袖子参与战斗，半年环比真实销售数据增幅高达 82%。即便全部扣除 3000 吨招商行为带来的约 55 亿元营收，下半年环比增长仍然高达 28%。

问题来了。2014 年一季度真实销售 62 亿，同比增长 20%，报表体现营收 76 亿。上半年如果报表营收增长要达到 3%，在不动用预收款的情况下，意味着二季度的真实销售至少要做到 $(72+69) \times 1.03 - 76 = 69.2$ 亿元，季度真实销售同比增幅需超过 41%。即便动用预收款，由于一季度末预收款仅剩余 16.2 亿元，假设动用 10 亿预收款，也至少要完成同比超过 24% 的真实销售成绩，才能在报表上实现 3% 的营收增长。

因此，市场对半年报的分歧会极大。悲观者会认为，去掉预收款调节，即便公司二季度真实销售同比增加 33%-41%，显示在报表上，也不过是 0%-3% 的增长，股价会跌；乐观者会认为，即便半年报显示增长为 0%-3%，也代表着公司的真实销售同比增幅达到可观的 33%-41%，产销两旺。

更大的争议，会出现在对下半年的看法。下半年，由于 2013 年同期释放 3000 吨造成的高基数，要想达到 3% 的报表增长，价格不变的情况下，同样需要在计划外释放近 3000 吨（含定制酒新增）。如果公司真的如同 4 月 29 日，袁仁国以《开足生产，扩大市场销售，确保超额完成年度任务》为题，向以贵州省副省长王江平带队的国资委监管企业观摩团领导所做的汇报那样，公司将确保超额完成年度计划，其全年真实销售将至少达到 13% 以上的增长，股东应该会觉得欣慰吧！

乐观想，回看表 3，会发现，若公司今年顺利完成 3% 的营收增长计划，历史旧账就算还清了。自 2015 到 2017 年，可售商品酒每年增加百分之十几。由于茅台的忠实消费者基本是在各自圈子中，拥有较大影响力的人，其口味往往是社交活动中的酒品选用的主要参考。因而，在一定范围内，茅台具有类网络效应，即“越多人使用，会导致更多人加入使用”。因此，一年百分之十几的供应量缓慢增长，基本由消费群体的自然扩大所对应，对茅台的销售不构成压力。在价格不变的前提下，量的自然增长，将带来公司营收百分之十几的年增长。考虑到当前不足 11

倍的市盈率，笔者大胆估计，未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情。

悲观想，2013 年下半年的真实销售额，即便去掉招商行动带来的营收，还有 128 亿元营收。考虑到 2013 年渠道或多或少的降库存抛售行为，以及政务消费的基本归零，2013 年下半年真实销售减去招商营收的部分（ $88+95-55$ ），可以视为当前价格、当前环境下，茅台的民间真实需求。以此推测，茅台年销售收入很难低过 250 亿元，对应不低于 125 亿归属股份公司股东所有的净利润。

至于增长，就要一靠居民收入的增长，带来的产品升级；二靠对其他高端白酒的市场挤压；三靠系列酒及定制酒的扩张了。

继续扩充经销商，增加消费者可接触渠道，争抢庞大的浓香、清香及其他香型的市场，这在本质上取决于酒质。酱香市场份额目前在全部白酒中仅占约 3%。通过企业产量及渠道铺货量的增加，从其他香型的消费者中，吸引部分尝鲜型消费者，并最终固化一部分成为酱香型白酒的忠实消费者，是飞天茅台、茅台系列酒及其他酱香酒厂家必然要走的道路。

后记：

1) 感谢周刊编辑何凌枫女士对本文进行的润色和修改；

2) 本文实际上是用上周日(5月11日)雪友聚会时，老唐在饭桌上的海吹，整理而来的。感谢@刘马克@易水不寒@欢欢虎01@青城山中鸟@stpeace 老范等兄台在饭桌上与老唐的辩论；

3) 本文只是那场聚会中最不起眼的饭桌话题，刘兄马克和易兄不寒的投资体系分享，才是那场聚会最优价值的部分。有兴趣的朋友，可以参看易兄的速写 <http://xueqiu.com/7938552283/29196824>

4) 饭桌上，几乎所有的朋友，都认同茅台的价值，但同时对茅台的产能释放有担心。这个问题，老唐拍脑袋的看法，茅台在满足百分之一人1瓶/年，千分之一的人1瓶/周之前(对应约4万吨商品酒)的产能，毫无担心的必要；至于其后嘛，要看到由于新厂区的建设，最终茅台将有40多万吨的储酒库，未来十多年的产能里，相当部分会成为陈年酒的储备，对市场的供应压力，会被推到十多年以后去了。至于十多年以后的供求，老唐不敢预测，我只知道十二年前中国年产销汽车200万辆，今天每月产销汽车200万辆。

5) 茅台是老唐的第一重仓股，受禀赋效应的影响，也许老唐的看法中许多自家娃儿好的偏见，请各位看官警惕

茅台半年报初判(刊发于8月1日《证券市场周刊》)

从2013年全年数据看,报表营收和真实销售的数据已基本接近。资本市场可能要从2014年报数据开始,才会重新发现和评估茅台的高成长性。

本刊特约作者 唐朝/文

近期,白酒类上市公司,陆续发布了中期业绩预告。从预告内容看,市场调整没有完结的迹象,上市酒企依然哀鸿一片。

2013年,市场有三家上市酒企获得正增长,分别是贵州茅台(600519.SH)、青青稞酒(002646.SZ)和伊力特(600197.SH)。而截至7月25日,预告2014年半年报亏损的已经有水井坊(600779.SH)、酒鬼酒(000799.SZ)和皇台酒业(000995.SZ)三家。沱牌舍得(600702.SH)、洋河股份(002304.SZ)、老白干酒(600559.SH)、青青稞酒、山西汾酒(600809.SH)、金种子酒(600199.SZ)、今世缘(603369.SH)七家公司,则分别预告了

10%-90%不等的净利润下降。泸州老窖（000568.SZ）、五粮液（000858.SZ），业绩基本确定下降。至于依赖2013年同期合计1.8亿元的资产减值损失和财务费用造成的低基数，而获得2014年一季度营收下降、净利增长的伊力特，半年报收入实现正增长难以期待。至此，以白酒为主业的上市公司，留给市场唯一的悬念，就是行业龙头贵州茅台，能否“龙抬头”了。

销售向好

近期的两则消息，提升了市场对贵州茅台半年报的乐观情绪。

其一，2014年6月25日召开的茅台集团与全国各省贵州商会会长座谈会上，贵州省政协副主席、茅台集团公司党委书记陈敏介绍，茅台集团2013年共生产茅台基酒38599吨，销售茅台酒15000吨，目前已有2600亿元的存储量价值。2014年上半年，茅台酒的销售量与销售收入，分别较2013年同期增长了15%和16%。

其二，2014年7月24日，贵州日报以《顶住压力 保持动力 稳中有进 稳中向好》为题，刊发了贵州省上半年工业经济发展综述。文中引用贵州省经信委的数据：“烟酒行业稳步发展。茅台酒产量同比增长25.7%，包装量同比增长107.9%，拉动白酒行业增长14.7%。”

这两则消息，相互映证着同一个信息：2014 年上半年，茅台酒销售情况良好，同比增长幅度约 16%左右。市场对此信息也以乐观态度：自 6 月 25 日收盘至 7 月 24 日收盘，茅台股价上涨了 15%，同期上证指数涨幅不足 4%。

然而，意图博取半年报行情回报的投资人，需要特别警惕一个问题：2014 年上半年茅台酒销售的增长，和半年报业绩的增长，可能会出现较大的背离。而此背离完全可能引发市场预期的落空，从而使股价出现大幅震荡。

报表数据趋同于真实销售

笔者通过数据，分三步来解释这个背离。第一步，依据报表营业收入，与期内预收款变化值，计算 2013 年上半年真实销售数据；第二步，估算 2014 年上半年真实销售数据；第三步，对比报表数据的增长。

下表中是过去五年，以半年为周期，茅台公司的预收款余额变化数据，以及在此基础上测算出的真实销售收入。

表：茅台真实销售收入变化表（单位：亿元）

	预收款余额	预收变化	报表营收	实际营收	实际含税营收	同比增长	环比增长
2009 年上	6.56	-22.8	55.46	35.97	42.09	注：期初预收款 29.36	
2009 年下	35.16	28.6	41.24	65.68	76.85	-0.34%	82.59%
2010 年上	19.68	-15.48	65.87	52.64	61.59	46.33%	-19.86%
2010 年下	47.39	27.71	50.43	74.11	86.71	12.83%	40.80%
2011 年上	49.35	1.96	98.26	99.94	116.92	89.85%	34.84%
2011 年下	70.27	20.92	85.74	103.62	121.24	39.81%	3.69%
2012 年上	40.45	-29.82	132.64	107.15	125.37	7.22%	3.41%
2012 年下	50.91	10.46	131.91	140.85	164.79	35.93%	31.45%
2013 年上	8.35	-42.56	141.29	104.91	122.75	-2.09%	-25.51%
2013 年下	30.45	22.1	167.93	186.82	218.58	32.64%	78.07%

注：1）实际营收=报表营收+预收变化/1.17；2）实际含税营收=实际营收*1.17；3）此处忽略了数量极小的可抵扣进项增值税（下文同）。

表中数据显示，茅台的真实销售收入在 2013 年上半年经历了近五年（也是上市以来）最大的一次考验。真实含税销售收入仅仅 122.75 亿元，同比下滑 2.09%，环比下滑 25.51%。考虑到 2013 年上半年，公司正逆势而动，忙着坚守 1519 元的零售价，并声称降价的经销商将被严惩，收获这样一个五年最大降幅的业绩，并不值得惊讶。

然而，同期报表却披露了 141.29 亿元的销售收入，折合含税销售收入 165.31 亿元。这与真实销售收入差额 42.56 亿元，是靠动用预收账款而获取的。真实销售收入与报表销售收入相比，足足高估了惊人的 34.68%。这个高估数据，意味着如果不动用预收款，2013 年上半年真

实销售收入，要同比提高超过 34.68%，才能在报表上体现出收入的正增长。

认识了面对的挑战以后，可以来推算一下 2014 年贵州茅台的半年报业绩了。

根据上文所引述的报道称，“茅台酒销售额提高了 16%”，“拉动全省白酒行业增长 14.7%”，从这两个数据中可以大致推测，上半年茅台酒真实销售数据同比增长应略大于 16%。此数据仅仅谈到的是茅台酒，至于系列酒是否有增长，并没有提及。

2013 年上半年，系列酒报表销售收入为 7.38 亿元，折合含税收入 8.63 亿元。如果考虑到系列酒很少有预收款，且占总销售收入比例很小的情况，可以假设系列酒销售收入为真实销售收入。因此，2013 年上半年的真实含税销售 122.75 亿元中，可以近似的看作 114 亿元茅台酒销售收入及 8.75 亿元系列酒销售收入。

按照 2014 年上半年茅台酒销售收入同比增长 16%，系列酒持平的假设推算，上半年公司完成的真实含税销售收入约 141 亿元。考虑到年初还有 30 亿元的预收款，则上半年以此假设的含税营收上限为 171 亿元，对应能够进入报表的营业收入数字为 $171/1.17=146$ 亿元。（不含财务公司营收，下同。已知上半年财务公司营收 2.94 亿，净利润 1.12 亿）

假设公司保持年初预收款数字 30.45 亿元不变，半年报营业收入将是 $141/1.17=120.5$ 亿元，同比下降 14.7%。参照 2013 年同期净利率（不考虑营业外收支）计算，净利润为 63 亿元左右，同比下降约 13%。

假设公司保持一季度末的预收款数字 16 亿元不变，意味着动用了约 14 亿元预收，则半年报的营收数字将是 $(141+14)/1.17=132.5$ 亿元，同比下降约 6.3%。参照 2013 年同期净利率（不考虑营业外收支）计算，净利润 69 亿元左右，同比下降约 5%。

假设公司参照 2013 年半年报预收款数据，保留 8 亿元左右预收款，则半年报的营收数字将是 $(141+30-8)/1.17=139.3$ 亿元，同比下降约 1.5%。参照 2013 年同期净利率（不考虑营业外收支）计算，净利润 72.5 亿元左右，同比持平。

通过这样的计算，理性的投资者应该知道：当茅台半年报公布时，无论销售收入同比数据是多少，其上半年营收的真实增长= $(\text{报表营收} \times 1.17 + \text{预收账款} - 30.45) / 122.75$ 。股东判断管理层上半年表现的正确标尺，是这个计算结果，而不是报表数据。

我们再顺便看看 2013 年下半年可喜的转变。

在被发改委开出巨额罚单以后，茅台管理层终于被迫转变了思想。在上一心的努力下，在茅台品质及品牌的强势拉动下，2013 年下半年，茅台的真实销售取得了同比 32.64%、环比 78.07%的高增长，成就了茅台有史以来销售业绩最好的半年。仅仅半年的真实销售收入，居然达到了惊人的 218.58 亿元。甚至比市场最火爆的 2010 年下半年和 2011 年下半年真实销售收入的总和，还要高出十亿有余。即使去除出厂价上调的影响因素，这也是茅台历史上最辉煌的销售成果。这样的辉煌，居然是在行业的冬天获取的，怎不让股东和同行击节叫好。只可惜，除了股价悄悄上涨了四成多以外，市场舆论似乎并没有关注到平淡数字掩盖下的茅台辉煌。

幸好，2014 年半年报一过，人为垫高业绩的历史旧账基本还清了。从 2013 年全年数据看，报表营收和真实销售的数据已基本接近。资本市场可能要从 2014 年报数据开始，才会重新发现和评估茅台的高成长性。对此，笔者坚持《贵州茅台，销售的喜与报表的悲》一文（刊发于《证券市场周刊》2014 年 5 月 16 日）中，对茅台股价的展望：“未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情”

茅台三季报十大印象

秉承老唐一贯简单粗暴的作风，直接说十个要点吧：

1) 前三季度，酒业销售（不含财务公司营收）带来的营业收入 217.2 亿，同比下降 0.99%。营业总收入（含财务公司营收）221.7 亿，同比增长 0.77%。归属股份公司股东所有的净利润 106.9 亿，同比下降 3.41%。扣除非经常性损益后净利润 107.9 亿，同比下降 4.64%（去年同期被发改委罚款 2.47 亿）；

2) 前三季度营收 217.2 亿，其中动用预收款 $30.5 - 8.6 = 21.9$ 亿。故前三季度实际销售为 $217.2 - 21.9 / 1.17 = 198.5$ 亿。相对于 2013 年前三季度实销 192.5 亿而言，实际销售同比增长 3%；

3) 在确认的营业收入同比降低 0.99% 的情况下，母公司营业成本增长 14%。显示补库行为开始，销售公司历史库存已经清理至低于合理库存的程度，需要母公司额外生产来填补；

4) 毛利率略降，从半年报的 93.1%，降至三季报的 92.67%。原因究竟是年份酒销售继续下滑，还是三季度里系列酒略有起色，数据不足，

暂时还做不出分析；

5) 三季度单季营收 74 亿，预收增加 3.2 亿，实际完成销售 76.7 亿
($74+3.2/1.17$)，环比二季度实际销售，增长 29%。但同比去年三季度，降低 12.4%。原因是去年第三季度按照 999 元单价释放经销商资格，致使单季度实际销售暴增至 87.6 亿 (同比增长 36.6%，环比 67.9%)，抬高了基数；

6) 令人欣慰的是，在市场寒冬中，营业收入持平的同时，销售费用还出现了不小的降幅。从去年同期的 11.7 亿，降低为 9.8 亿，降幅约 16%。这与其他白酒企业通过增加销售费用来促进销售，产生了鲜明的对比，产品竞争力高下立判。至于管理费用，由于其中包含固定资产折旧和无形资产摊销，必然随着公司固定资产无形资产的增加而扩大，无需在意；

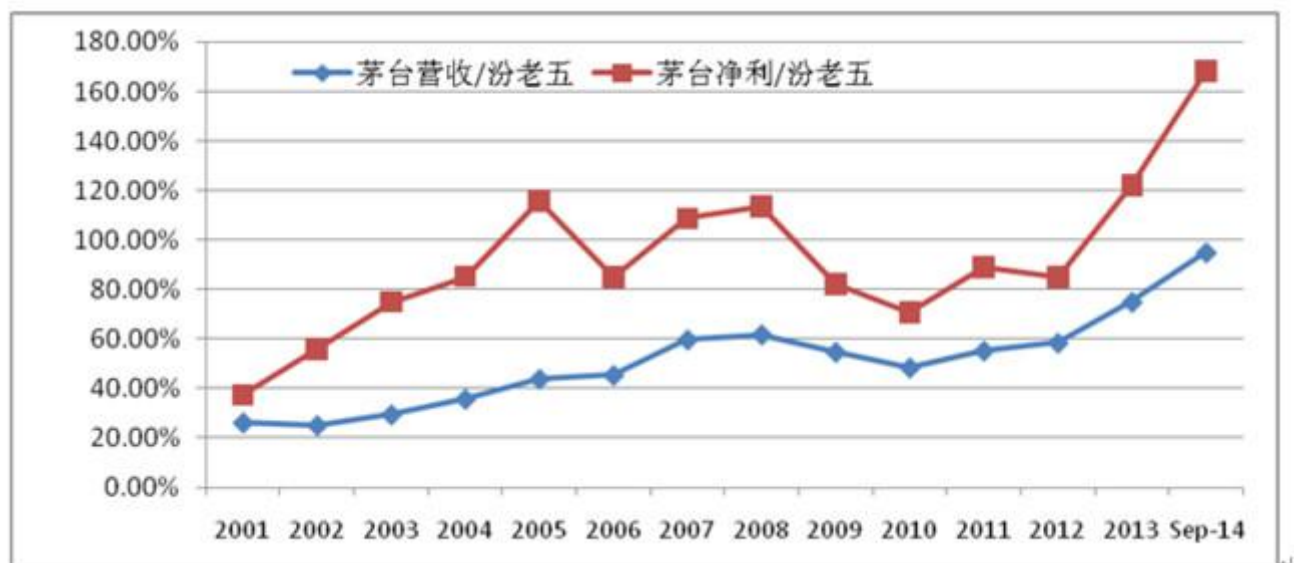
7) 前三季度销售收到现金 220 亿，同时增加银行承兑汇票 11.6 亿，合计 232 亿，足额对应 198.5 亿报表收入 ($198.5*1.17=232$)，同比去年前三季度收现 222 亿，增长 4.5%。银行承兑汇票，可以看作打折的现金，算是茅台对于个别资金紧张经销商的扶持政策。即便如此，银行承兑汇票也仅占销售的 5%。先款后货的现金交易，依然占比超过 95%，茅台酒在市场面前，依旧受人追捧，牛气冲天；

8) 如果全年要达到 3% 增长，四季度需要完成销售约 98 亿。即便考虑

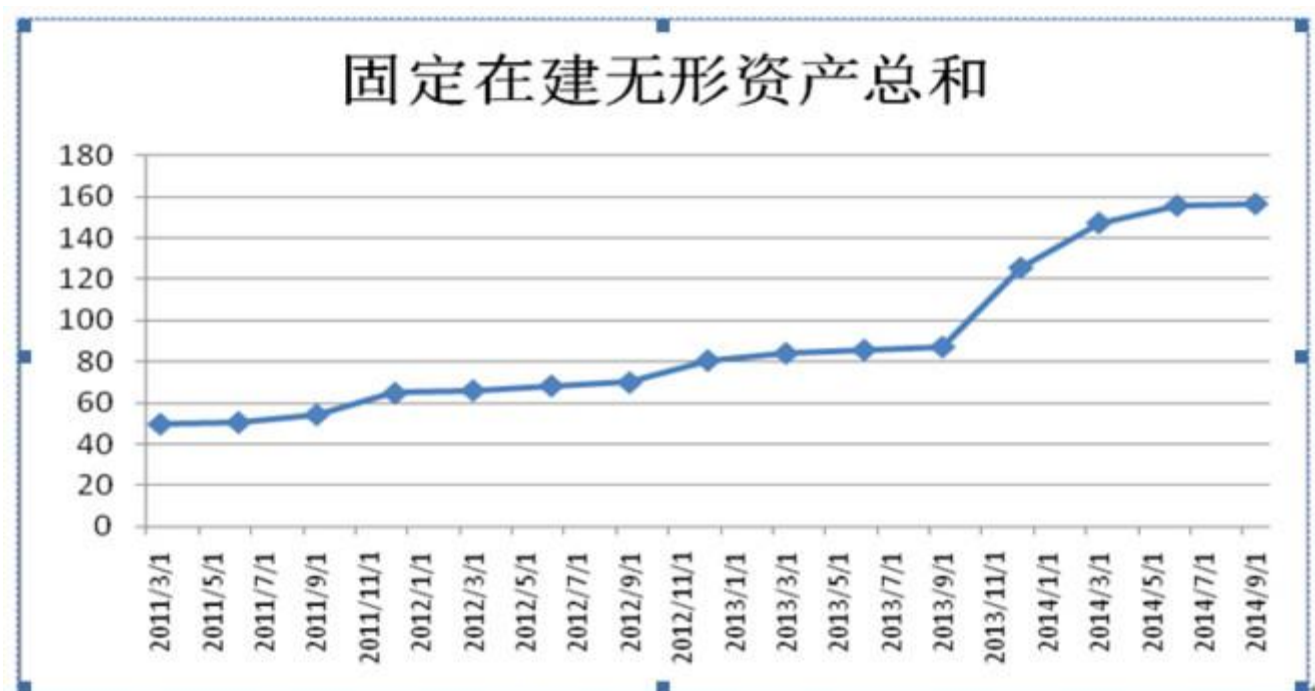
到预收可以释放两三亿，财务公司营收能帮衬一两亿，起码四季度单季要完成 95 亿左右（对应普茅约 6400 吨），即需要保证同比单季真实销售下滑不超过 5%（去年四季度真实营收 99.3 亿），如果年份酒没有起色，这个销售额应该说难度比较大。但最坏情况，四季度如同三季度一样，做 77 亿左右（全年营收 298 亿），应有把握。也就是说，2014 年年报营收，推测上就是-4%~3%之间（净利润大约 $\pm 3\%$ 吧），不会大惊喜，也不会很失望。

9）沧海横流，方显英雄本色。市场的危机，正是强者的机会。本轮调整中，茅台的营收和净利，与原第一集团名酒五粮液、老窖、汾酒营收及净利润总和，逐步拉开了差距，显示茅台的市场份额扩张惊人。见下表（洋河上市比较晚，无同口径数据，未纳入）。白酒主要是社交产品，具有强者愈强的特点（喝的人越多，越容易被选择），茅台的消费者群体，才刚刚冒出扩大的迹象，好日子还在后面呢

~



10) 给茅粉们打打气：茅台上市十多年，固定资产、无形资产和在建工程真正开始大幅增加，是从去年三季末开始的，也就是说，产能的扩张，才刚刚开始。再重复一遍，好日子还在后面呢~！老唐拍脑袋说，在茅台可售商品酒连五万吨都没有的时候，不用我们帮着袁仁国着急销售。5万吨是个什么概念呢？农村不算，城市7亿人，约2亿家庭，有1/3的家庭，能够在年夜饭上配一瓶中国最好的酒——茅台酒，慰劳自己及家人。1/3家庭，每家每年一瓶，折合3万吨出头，加上现有消费1.5~1.7万吨，就是近5万吨。这之前，让袁董去扣头皮吧，我们安心熬就是了……



暂时就看了这么点内容，后面有新东西再说……

刚跑步回来,就看见赵兄炮轰老唐的爱股“茅台”😁

赵兄的几个问题,很有意思。或许收藏起来,等茅台跌破 100 元或涨破 400 元时,再回头来讨论,可能会真有收获。雪球的几位资深茅粉,大概对这几个问题已然疲了,懒得说话了😁,老唐麻起胆子,回复一下赵兄几个疑问:

赵兄观点 1): 茅台历年分红率均值 30%,不但不高,反而算是“吝啬”。

老唐答:历年分红比率不高,是因为挣的太多了😁。同样投 100 元,一个挣 10 元的企业分 3 元,另一个挣一元分八毛。前者分红率 30%,后者分红率 80%,孰优孰劣?

如果将所有投资人看作一个人,从茅台上市至今,一共投入进去 20 亿现金,13 年到手红利共计 80 亿。剩下的在公司里,按现价有 625 亿属于这个人。或者索性按现价打个对折估算吧,属于这个人的还有超过 300 亿。分红比率的高低,不过是 625 亿(300 亿)和 80 之间的朝三暮四 or 朝四暮三游戏而已。

赵兄观点 2): 贵州茅台当前之股息率约 2.7%,不具备安全边际。

老唐答:想起来刘兄马克传达的巴菲特精神:成长是价值的安全边际。看

的见成长，就看的见边际；看不见成长，就看见无边无际……

赵兄观点 3)：用 156 元买入 3 倍 PB 的贵州茅台，“真实”ROE=13%，不高。

老唐答：赵兄其实是在用 pe，无需新概念“真实 Roe”。资产负债表里每行数字都充满着估计和假设，“B”只是个记账数字，与企业价值关系非常小。

重资产企业和 轻资产企业的 B，含义有很大的区别，用 PB 指标去换算“真实”ROE，得到的是一个更加虚假的 ROE。个人意见，PB 只适用于银行和破产清算企业。广告：老唐下月出版的《手把手教你读财报》一书中，有一大段专门谈这个。

赵兄观点 4)：贵州茅台的经营能力达到 Diageo 水平，可能性极低。

老唐答：这个问题老唐没答案。既不了解 Diageo 的经营能力，也不知赵兄谈的“股权机制，公司治理，管理层可信度与能力，产品线与市场占有率，品牌推广与营销能力”，其中哪条是茅台的强项，哪条是茅台的弱项。弱项中有多少是不可改变的宿命？所以，对可能性究竟有多大，是否需要变得像 Diageo，都没有确定答案。

茅粉老唐回答完毕，请赵兄批评👏🍺

茅台 2015 的增长预估

以这两天茅台经销大会的信息看，2015 年贵州茅台公司里大致能估的东西：

1) 普茅不增量不调价，维持在 1.7 万吨左右的量，营收大致会与 2014 持平。2015 年普茅的主要任务，是让茅台经销商挣钱，让市场零售价格维持在千元以上；

2) 年份酒已经差无可差，不会更坏。0~10 亿的增加，估计不离谱；

3) 高端推出百年辉煌等几款新品，估计能有一点点增长，但目前不好判断前景。暂时按零对待；

4) 系列酒团队净身出户，成立独立公司，独立营销，主推贵州大曲（很突兀，这个东西以前是集团的）加茅台四酱。公司给的任务是 25 亿，相当于同比增长约 15 亿。老唐对这块比较乐观，加上和中石化合作的赖茅合计看，粗略估 20 亿增幅吧；

5) 定制酒还没有找着发力点，但增长应该会有。随手拍胸口算三亿吧。

6) 最好的推销员满世界晃悠，结果茅台的出口部分，居然还没有找到增长点，令人很不舒服。也暂时保守看零增长吧。

以上六大块，合计营收比 2014 年增长 28 ± 5 亿，即 2015 营收约莫 343 ± 5 亿。

至于净利润嘛，大致上，以今年口风看，专卖店及经销商可能会给增加部分工资房租补贴什么的，系列酒开拓市场费用也会适当增加，营业利润率按照 69% 左右估算，最终折合归属股份公司净利润 168 ± 2 亿净利润

吧 ,每股收益 14.7 ± 0.2 元 ,同比增长 7%~8%(估计 2014 年净利润 156 ± 1 亿) 。以当前价格看 , 对应 2015 年市盈率 13 倍以内。

12.24 日晚 10 点最新消息：茅台系列酒计划将拿出 39% 的股权，根据 2015 年 12 月 31 日的经销商的销售排名启动股改。其中，15% 引进全国大型连锁商超，12% 用于经销商激励，这部分排名前 15 家经销商才有可能参与，余下的部分用于各总经销品牌单体销售最大的可以获得股权。——然后就是茅台酱香酒股份有限公司上市，经销商们，为了原始股，冲啊~~猴子给给🐵

茅台年产商品酒五万吨之前无需担忧销售

在去年 10 月，茅台三季报出来的那天，老唐发表了一篇名为《茅台三季报十大印象》的文章（[原文链接 http://xueqiu.com/8290096439/32566640](http://xueqiu.com/8290096439/32566640) ）。那是的茅台股价刚刚从坑里爬出来。主流的声音，是下跌过程中的反弹且反弹已经结束（从七月的反弹高点 170 一路阴跌至十月的 150 元出头），凄风冷雨中。老唐文中，给茅粉打了打气，写下这么一段话：

10) 给茅粉们打打气：茅台上市十多年，固定资产、无形资产和在建工程真正开始大幅增加，是从去年三季末开始的，也就是说，产能的扩张，才刚刚开始。再重复一遍，好日子还在后面呢~！老唐拍脑袋说，在茅台可售商品酒连五万吨都没有的时候，不用我们帮着袁仁国着急销售。5万吨是个什么概念呢？农村不算，城市7亿人，约2亿家庭，有1/3的家庭，能够在年夜饭上配一瓶中国最好的酒——茅台酒，慰劳自己及家人。1/3家庭，每家每年一瓶，折合3万吨出头，加上现有消费1.5~1.7万吨，就是近5万吨。这之前，让袁董去扣头皮吧，我们安心熬就是了……

茅台半年报简析

茅台半年报，大概的翻了一遍，和预测基本一致，一份非常精彩的成绩单：营收增幅10%，净利润增幅9%。如果考虑到预收款增加了约8.6亿（16页），说营收增幅为15%，净利润增幅14%，也是恰当的。

即使不考虑增加的21亿银行承兑汇票（15页），单纯看收到的现金，同比增加超过20%（21页），已经非常漂亮了。随着中华村项目的进展，公司的资本支出有减缓迹象（22页）。未来如何面对大量现金，

是茅台及茅台股东都会异常关心的问题。目前手持超过 300 亿现金(15 页) , 头痛啊。钱多的让人脑壳青痛 , 当然 , 还是比钱少要舒服一点点。

母公司营收大幅增加 (20 页) , 显示生产和供应都很紧张 (因为母子公司之间的结算价格基本稳定) 。运输费及运输保险费用 , 从去年同期的 3676 万大幅增加为今年的 5673 万 (55 页) , 产品旺销场面完全可以脑补。营收增加的情况下 , 广告和市场推广费用居然下降 (55 页) , 品牌拉力显露无遗。

营业成本增幅 18% , 大过营收增幅 (19 页) , 主要原因应该是 2011 年茅台酒异常紧俏 , 高端白酒市场异常火爆时 , 有机高粱大提价造成的成本增加。

美中不足的有两点 : 一是 , 系列酒目前尚未看见有明显起色。系列酒的 25 亿营收目标 , 时间过半 , 任务才完成 20% 。全年能行吗 ? 有点玄~~希望刚成立的酱香酒营销公司团队 , 能让人惊艳一下。也希望一曲三茅四酱能争口气。当然 , 目前系列酒也就是个锦上添花的角色 , 好与不好 , 都影响不了大局 ; 二是 , 去年下半年和今年上半年 , 基酒产量都不太景气 , 据说是气 (shen) 候 (mi) 原因 , 希望不会持续。

继续维持发表于 2014-3-28 日《证券市场周刊》上的《2014 , 茅台的倒春寒》<http://xueqiu.com/8290096439/28510507> 一文的结论“对于茅

台而言，无论同比环比，均可见本轮衰退已经自 2013 年三季度触底反弹.....2014 年-2018 年，公司很大概率将重演 2008-2012 年四年的高成长的故事”的看法。

继续维持发表于 2014-5-16 日《证券市场周刊》的《贵州茅台，销售的喜与报表的悲》<http://xueqiu.com/8290096439/29298138> 一文中提出的“未来三四年内，贵州茅台将迎来市盈率和净利润共同增长、推动股价上升的戴维斯双击行情”判断。

继续维持 2014-12-24 日发表的《茅台 2015 增长预测》

<http://xueqiu.com/8290096439/34458461> 一文的“2015 年的营收 343±5 亿，净利润 168±2 亿”预测。出于对系列酒推进速度的怀疑，倾向于上述预测的下限。

继续维持目前四成多仓位茅台不动的策略

茅台是因为红军路过茅台镇才偶然红了的吗？

(重发@[华尔街 518](#) 兄的精彩评论)

茅台是因为红军路过茅台镇才红的吗？

1、A、事实上，红军经过的不仅仅是茅台镇。红军长征是用脚一路走过去的。而不是直接飞到茅台镇的。并且，也不是永远停留在茅台镇。其他经过的地方几乎都有名酒，江西、湖南、四川、陕西、山西……且，江西、陕西、山西（八路时代）停留的时间是**超过茅台镇的，四方面军更是常驻四川，茅台镇只是小住而已。为何现在的汾酒、老窖、五粮液（当时地位还低。）甚至西凤没有茅台酒的地位？可见是舌头的原因。

B、或许，误读者还要问，茅台的发展，离不开周总理的大力支持。当然支持的力度是大的。而总理支持的白酒不仅仅是茅台。江西的“四特酒”还是总理起的名。同样，对于茅台，还曾复制过---珍酒，为何珍酒不曾达到现在茅台的地位？还是舌头的原因。

C、不仅仅是红军的原因。早在民国时，就曾茅台、汾酒，谁是白酒之王（白酒之祖）打过“官司”，官司打到了蒋中正先生那，可见，茅台早就成名。远在红军还未到遵义时，大家就盼着喝茅台了（总理的望梅止渴之计？），可见茅台成名在红军路过之前很久了。

2、权贵们也好，平民也好，喜欢茅台，就是舌头的感觉，无他。与帝

王将相宁有种乎无关。

3、清香型生产周期短，产量高，粮食不够，先选汾酒是有道理的。之后随经济的发展，运输的改善，泸型酒产能跟上，选泸型酒。再往后，随着物质的极大丰富，最耗粮的酱香，才有机会提升产量，满足舌头之选。这不是舌头变了，是条件变了---嘿嘿，因果得搞清楚。

结论，如今，各地方酒种充分发掘，通过舌头的充分筛选，才有茅台为王，绝非偶然。中国白酒之王在目前看不到有谁可以替代它。因为舌头还是那个舌头。当然，没有哪个“王”可以永恒，变才是永恒。只是，沧海桑田，在这白驹过隙之中，谁还确保有机会再见另一个白酒之王？

茅台 2015 年 3 季报速读

刚陪我家领导散步回来，已经有人催解读三季报了。三季报实际上信息量不大的，不要报太大期望。老唐匆忙但还算认真的看了看，就说五句话：

1) 2015 年的情况，可能比老唐去年年底做的预估要好。去年平安夜老

唐给 2015 年全年做的预估是 168 ± 2 亿净利润，以目前看，实际经营情况比这个要乐观点儿。去年的帖子在这儿

<http://xueqiu.com/8290096439/34458461> ；

2) 前三季度营收 237 亿，归属净利润 114 亿。预收由年初的 15 亿不到，增加到 56 亿，调节意图明显。假设报表维持年初预收额不动，意味着营收应该多出约 35 亿 ($41/1.17$)，归属净利润将超过 130 亿，同比增幅将超过 21%。

3) 除了关注预收款之外，还要特别注意到应收票据也大增近 65 亿。预收款数据变化结合销售收现实现的 245 亿看，今年前三季度内搞定的销售，已经达到鼎盛时期的 2012 年全年数据了。如果年底，公司妄图坚持年初预告的 1% 增长的话，财报上将不得不继续在预收账款和应收票据两处，鼓出两个巨大的黄金包；

4) 应收票据增长 65 亿，有里外两种解释。从公司角度，是让利经销商。收银行承兑，相当于帮助经销商低息贷款了。同时，也是在市场比较关注的预收账款科目已经鼓包严重的情况下，公司的一个“甜蜜的无奈之举”；从经销商角度，使用承兑付款，在茅台酒市场承接不错的情况下，可以套出现金从事其他有利可图的投资，也是一种低风险套利活动。这种出于套现目的的迅速抛售，可以解释茅台酒一面销售迅速，一面一批价低迷的现状。这种情况需要保持关注和警惕其背后的衍生风险；

5) 茅台这样的公司，每股股票背后都是一堆盈利前景良好的硬资产支撑，基本上不需要怎么操心，我们负责坐在边上鼓掌便是了。老唐偷偷算过一下，每手茅台股票背后撑着的，是 3000 元现金，1250 元的固定资产，外加 24 瓶飞天茅台。至于品牌使用权、遍布全国的销售网络、上市公司资格、茅台镇独一无二的微生物环境，以及那些酒师技工，统统白送😁

茅台增长态势良好

(注 本文完成于 10 月 24 日，刊载于前天出版的《证券市场周刊》)

本轮白酒行业调整中，贵州茅台是最快恢复增长的。最新的三季报显示：公司销售商品收到的现金创出历史新高。同时，通过适度放松销售政策，预收款大幅飙升，为业绩的进一步增长奠定了良好的基础。

本刊特约作者 唐朝/文

10 月 22 日晚，贵州茅台公布了三季度财务报告。2015 年前三季度公司实现营业收入 237 亿(四舍五入，下同)，其中酒业销售收入 232 亿。实现净利润 114 亿元，同比增长近 7%。公司总资产达到 776 亿，其

中现金及银行承兑汇票合计约 388 亿。

虽然三季报信息量远不如年报和半年报，但依然有两个数据引起了笔者的关注：应收票据和预收账款。从这两个数据入手，抽丝剥茧，能够发现企业经营思路一些有趣的细微变化。

观察合并资产负债表的应收票据科目，该科目从年初 18 亿出头增加到三季度末的 83 亿，净增加近 65 亿。如果回头细看应收票据各个季度的变化，会发现增长正好始于一年前。在去年三季度以前，应收票据余额长期维持在 3 亿元以下，从去年三季度飙升为 12 亿以后，逐季增加。其变化趋势如下图：



如图所示，预收款数额从 2011 年底达到顶峰后，伴随着本轮白酒业的整体调整，公司依赖前期积累的预收款平滑报表的同时，应收票据科目并没有发生显著波动。这代表公司的销售政策保持稳定，未发生变化。

2014 年三季度，公司预收账款数据扭头向上。与以往历次预收增加时的情况不同，这次应收票据数额也出现同样的趋势。很明显，公司销售政策发生了松动，对票据付款的接受程度放松了。

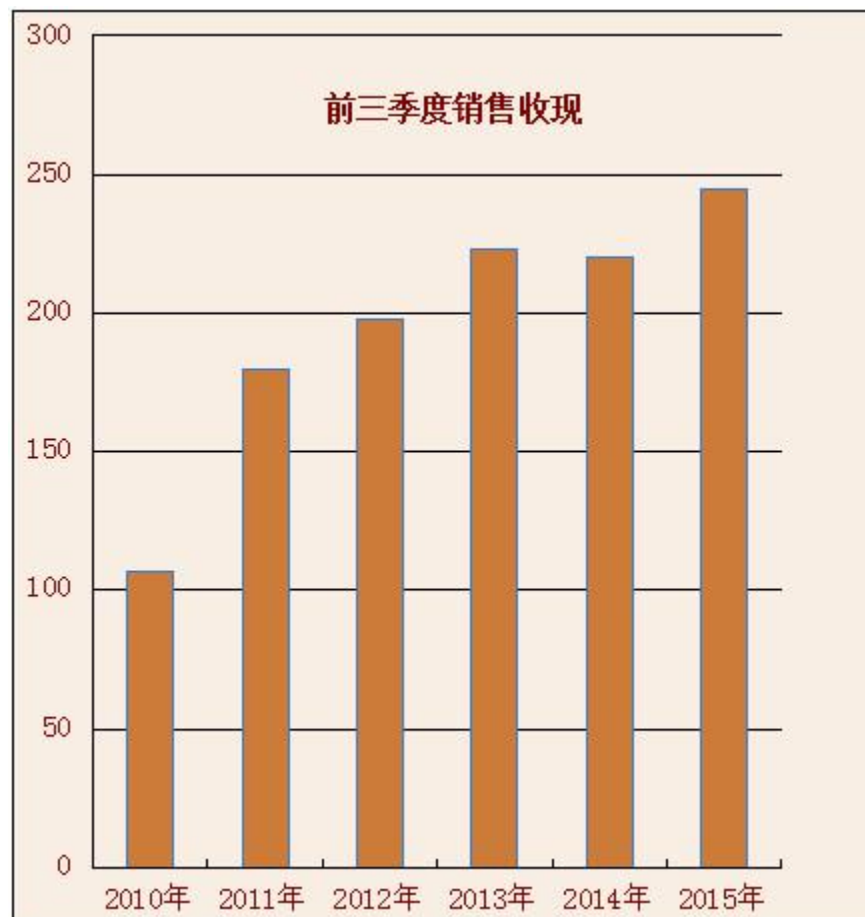
该状况目前有愈演愈烈的趋势：去年下半年增加应收票据约 15.5 亿，今年上半年增加 21 亿，而三季度单季增加额，就超过了过去四个季度的总和，达到了 43 亿多。那么，这个数据变化应该怎样看待呢？背后又揭示着些什么呢？

茅台所收的承兑汇票，全部是银行承兑汇票，没有变现风险，等于略打折的现金（打折幅度取决于贴现率，参看拙作《手把手教你读财报》41 页）。而经销商用承兑汇票付款，相当于从银行拿到低息贷款（承兑汇票的成本低于短期贷款利率）。这样，茅台愿意收银行承兑汇票，类似在出厂价上对部分经销商作了少许优惠。而经销商则通过信誉良好的茅台酒贸易背景，获取银行承兑，拿到打折的贷款。其间甚至不排除有部分经销商，提货后在承接良好的茅台酒一批市场迅速出清，换取现金在承兑到期之前从事其他投资，赚取利差。这很可能是造成市场旺销和一批价低迷（仅高于出厂价 20 元上下）共存之矛盾现象的重要原因之一。

由此，通过放松销售政策，茅台刺激了经销商的付款提货欲望，边际上增加了当期营业收入或预收账款。虽然具体比例无法得知，但可以肯定，若没有这个销售政策上的放松，公司三季度财报的应收票据和预收账款

的数字，应该会同时缩小。

那么，销售政策的放松，是否意味着茅台的增长质量并不可靠呢？笔者的答案是：NO。即便我们完全抛开预收账款，单纯将前三季度销售商品收到的现金，与过去五年的同期做一个对比，我们仍然会发现茅台取得了令人心动的显著增长，其销售收到的现金超过了白酒业景气巅峰时刻，创出了历史新高。确实要为这台功率强大的印钞机点赞！



前期，有券商调研报告称，大约有八至九成经销商已经用完全年度度，财报数据佐证了该调研结果。按照公司 2014 年财报数据及规划的 2015 年增长 1%，推测 2015 年计划营收为 319 亿左右。目前，已经确认的

营业收入 231.5 亿，加上经销商已经付款、即将提货的 56 亿预收款（对应 $56/1.17=47.8$ 亿营收），占比已接近 319 亿的 88%。这使公司在四季度具备了很大的政策腾挪空间。

然而，由于年初承诺的三不政策（不增量、不扩商、不降价），使四季度茅台的销售政策充满了压力和变数。2014 年四季度，由于老经销商增加计划量叠加公司扩招新经销商，四季度的销售达到了创纪录的百亿以上。今年四季度，面临经销商基本用完计划，同时承诺不扩招新经销商、不新增计划量。在此种情况下，四季度获取增长的可能性相当之低。

公司管理层明显考虑到了这一层。观察三季报的母公司营业成本和合并报表营业成本，我们会发现母公司生产并交付了成本为 18.84 亿的商品酒给销售公司。对照三季报 92.45% 的毛利率，可推算这部分商品酒，对应的营业收入应为 249.5 亿。而合并报表确认了 17.47 亿的营业成本，对应营业收入为 231.5 亿。这意味着大约有成本 1.37 亿（或出厂价 18 亿）的商品酒，或积压在销售公司，或已完成销售未入账。由于公司持续流入现金，并持有大量新增预收款，积压不符合逻辑。依此推测，预收款中有大约 35 亿属于正常生产销售周期中、尚在生产调配以满足需求的正常预收款，而另外约 21 亿（ 18×1.17 ）则属于母公司已交货，只是尚未确认为当期收入的销售。

这 18 亿已完成营收，基本保证了四季度销售情况只要大致稳定，最终

四季度报表营收同比下滑会控制在个位数。反之，若四季度需求强劲，就可在单季度微增的情况下，为明年一季度留出空间。综合以上因素，笔者推测，公司全年营收数据预计在 335~345 亿之间，同比增长 4%~7%。每股收益约 13~13.5 元之间，对应当前市盈率约 15~16 倍，仍然属于偏低估值区间

速评 2015 茅台财报

茅台的财报出来了，知道很多朋友等的急，老唐先迅速扫了一眼，比较安逸，快速分享几个主要观点吧：

1) 2015 年茅台的成绩，超过了我乐观的估计。在 2014 年 12 月 24 的这篇《茅台 2015 的增长预估》里（链接在 <http://xueqiu.com/8290096439/34458461> ），文中我对茅台 2015 年度估算是：

【2015 营收约莫 343±5 亿。至于净利润嘛，大致上，以今年口风看，专卖店及经销商可能会给增加部分工资房租补贴什么的，系列酒开拓市场费用也会适当增加，营业润率按照 69%左右估算，最终折合归属股份公司净利润 168±2 亿净利润吧。】

事实上，今年报表营业收入是 334 亿，其中酒类营收是 326 亿（差额是财务公司的），似乎看上去比我的 343±5 亿少，但事实上，我们看一眼预收款就知道了。预收创出了历史新高，已经超过了之前历史鼎盛时期的 2011 年（当时是 70.3 亿），达到了 82.6 亿，比年初的 14.8 亿整整高出了近 67.8 亿。

这 67.8 亿，如果进入利润表营业收入项目，将直接增加营收 58 亿。远远的超过了我 2014 年底估计的上限 348 亿。同样，按照归属母公司净利润占营业收入的比例折算，58 亿营收至少增加 27.5 亿以上的净利润。所以净利润也远远超过了我 2014 年的估算上限 170 亿。实际上，这 58 亿营收，是已经完成了的。母公司利润表营业成本和合并利润表营业成本之差有 4 亿。母公司卖了 29 亿成本的酒给销售公司，合并报表说完成了 25 亿成本的销售，然后画外音“公司木有存货，公司零库存”，这就出卖了财务总监了🤡。4 亿成本的酒，按照毛利率 93%反推，就是 58 亿营收，财务总监，哪里走，站住，保证不打死你~~

2)利润的含金量依然极高，现金流量表的销售商品收到的现金高达 370 亿。这还是在扶持部分资深经销商，放松付款条件，接受银行承兑票据的情况下做到的。应收票据 85.8 亿，比年初增加了 67 亿出头，且全部是银行承兑票据。关于票据问题，可以看我在 2015 年三季报出来后，写的《茅台增长态势良好》一文中的分析，链接在这儿

<http://xueqiu.com/8290096439/58842984>

3) 分红比率**提高了，这对茅台股东及资本市场来说，都是特别开心的事儿。分红金额高达 77.5 亿，分红比率达到了 50%。老唐曾在《手把手教你读财报》一书的第 16 页写过【贵州茅台，于 2001 年 8 月上市。上市前，公司净资产不足 5 亿元，上市募集资金近 20 亿元，其后再未从市场融资。历年已实施的现金分红超过 220 亿元，其中近 80 亿元为公众股东所得。目前，公司净资产超过 450 亿元，市值约 1800 亿元，其中 35.1%为公众股东所拥有】。

这段数据的“历年”之后部分，今天可以改成【累计实施现金分红 300 亿，其中近 110 亿为公众股东所得。目前，公司净资产超过 640 亿，市值约 3000 亿，其中 35.8%为公众股东所有】，这就是茅台传奇，简单理解，当日认购新股的所有股东看作一群人，这群人就是投了 20 亿，持有了 15 年，分到手现金 110 亿，目前股票值 1070 亿，就这么个账。至于这群人之间买来卖去的，那没法算，也没必要去算了。

4) 还有一个好消息，出口部分出现了高达 33.6%的增长。这是一个非常令人惊喜的增长。同样在《茅台 2015 增长预估》一文里，老唐还埋怨过【最好的推销员满世界晃悠，结果茅台的出口部分，居然还没有找到增长点，令人很不舒服。】今天看到这个 33.6%，舒坦多了。

5) 报表强制性的压成这样，预收款蓄水池已经要溢出来了，而且更恼火的问题是，据说一季度销售爆好。公司依然定了一个营收增长 4% 的目标，现在估计头痛的是，怎么样才能把 40% 作成 4%，哈哈哈哈哈。2015 和 2016 定的低目标，老唐在去年 4 月的文章《茅台的春天》（链接在这儿 <http://xueqiu.com/8290096439/41954532>）里写过，猜测上和股权激励有关，原话是

【在最低可能达到约 5% 的增长情况下，为何公司管理层仅仅提出 1% 的低增长目标？笔者猜测，可能与公司即将展开的股权激励方案有关。

公司曾在 2014 年 7 月公告称，将于 2017 年 12 月底前实施对管理层和核心技术团队的股权激励。从流程和时间上推算，至迟 2016 年底前，方案应该会诞生。那么方案的参照基数，只能是 2015 年的营收和利润。

对于在茅台工作和奋斗了大半生的管理层和核心技术团队，这可能将是他们一生中最大的一笔收入了。为此，有控制 2015 年营收和利润基数的打算，可以理解。

作为股东，笔者也期盼股权激励早日出台，让整个核心团队，包括已经 75 岁高龄，为茅台做出过卓越贡献的季克良老先生，有机会参与分享企业增长的财富中去。管理层持股与不持股的不同，可以参照近几年五粮液与洋河的发展轨迹。股权激励的出台，让核心团队与股东利益同心，这是推动茅台继续高速成长的重要原动力之一。】

这个比较敏感，不深入聊了。反正投资者的都明白，肉在锅里，早吃晚吃早晚要吃。至于投机者，投机者看不上这种蜗牛吧😁

6) 最后，老唐要说个不好的消息：继 2014 年茅台基酒低产，2015 年可能情况更糟糕。茅台基酒及系列酒产量居然比 2014 年少 8000 吨。据茅台集团的数据，2015 年茅台基酒仅仅完成 3.22 万吨，比 2014 年减少约 6500 吨，减产比例高达 17%。这是个重大问题，直接关系到茅台的未来。虽然老唐曾多方打听，但由于茅台酒的生产过程的部分因素，仍是科学的未解之谜，目前也就归于天气。

茅台基酒的产量，直接关系到四五年以后，究竟能生产多少茅台酒来销售。让我们期盼 2016 年风调雨顺，茅台基酒产量过 4 万吨吧。再次重复一下老唐 2014 年 10 月发表的文章里的一个观点：在茅台商品酒产量不足五万吨的情况下，根本无需担忧其销售（链接在这儿 <http://xueqiu.com/8290096439/32566640> ）。商品酒产量五万吨，代表需要茅台基酒年产七万吨以上，扩产扩产扩产，想尽办法扩产😁

大致就先这样吧，各位先品着。我也才花了几分钟翻了一下，还没来得及细看呢，且待我慢慢看来，若有新东东，明天再写。你若看到什么新东西了，也可以直接在这下面补充。

刚刚抽空看完了，再补两个小截图，其他好像也没啥要补充的了。

第一张，应收账款截图。直接看前面三行空白即可。每年三四百亿销售，连续三年没产生一分钱应收款遗留，揭示的东西很简单，一看就懂。

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	41,307.99	16,523.20	40.00
4 至 5 年	588,526.00	382,541.90	65.00
5 年以上	2,981,784.04	2,981,784.04	100.00
合计	3,611,618.03	3,380,849.14	93.61

第二张销售费用截图。关注两点，

1) 在实际销售增长高达两三成的情况下，公司的广告宣传及市场拓展费用还降低了 2.6 亿，降幅高达 17%以上。这里涉及到老唐曾经多次谈到过的关于企业产品或品牌的拉力和推力的问题。有拉力的，经营轻松，护城河日日扩大。靠推力的，需要时刻警惕，随时绷紧弦。当然，不是说推力不好，而是拉力企业和推力企业需要关注不同的东西。

2) 运输费用及运输保险费用增长 3100 万，增幅达到 36%。运输及保险，简单理解就是和公司发货数量同比增长。在我的《手把手教你读财报》第 6 页，提到了通过运输费用等细节关注企业销售的真实情况的方法，这些一般是财务部门很少注意到，也很不容易抹掉的痕迹。

当然，由于产品销售结构不一定完全相同，同期运价也不一定完全相同，所以不能直接靠此去推测销量，但配套其他数据中得出的真实销售增长在两到三成之间，

这个运输及保险费的增幅，可以作为一条细节证据。

36、 销售费用

单位：元 币种：人民币

项目	本期发生额	上期发生额
广告宣传及市场拓展费用	1,231,606,744.51	1,493,135,352.99
运输费用及运输保险费用	117,065,865.85	86,005,826.10
营销差旅费、办公费	43,486,842.34	37,996,484.94
其他	92,802,066.51	57,595,787.03
合计	1,484,961,519.21	1,674,733,451.06

主要内容基本还是昨晚的《速评 2015 茅台财报》谈过的

<http://xueqiu.com/8290096439/66447642>

再补一段和@草帽路飞 兄聊天引发的对今年茅台会否涨价的看法（注意，这个纯属个人推测，不是财报内容）

路飞：请问茅台什么时候提高出厂价？

唐朝：我个人估计今年不会。

路飞：为何？现在市场在倒逼提价。

唐朝：一者去年和今年的增长计划，赤裸裸地是压低基数，这个事关管理层和核心员工几十年的奋斗有没有回报的问题。二者经销商已经过了几年苦日子了，从营销的角度考虑，也要给他们留点空间，这样队伍才能持续和稳定。如同李嘉诚说的，合伙的时候，如果合理是我 6 他 4，我一定会做 55，让伙伴“捡到便宜”，才会有更多人送来更多的 5（大意）。个人理解，仅供参考。

路飞：有道理，等股权激励计划出来后，提价才会上日程表。

茅台的供给侧之忧

（成文于 2016 年 3 月 26 日，刊发于 2016 年 4 月 1 日的《证券市场周刊》）

贵州茅台 2015 年财报数字靓丽、分红金额喜人，然而背后隐藏的产能、原料及战略方向等问题，也颇令人担忧。

本刊特约作者 唐朝/文

经过三年的酒业寒冬，茅台在中国高端白酒的市场份额，已经从三年前的不足一半，扩张到今日的三分天下有其二了。2015 年的茅台集团，风光无限。公司利润占整个贵州省国资委监管及参股企业利润总和的 87%，上缴利税占全省公共财政预算收入的 11%，为贵州省首次突破万亿 GDP 贡献了卓越的力量，受到了省委书记陈敏尔及代省长孙志刚的大力表扬。

3 月 24 日，贵州茅台（600519.SH）又交出一份靓丽的成绩单。2015

年度实现白酒销售收入 326.6 亿元，同比增长 3.44%；实现归属于上市公司股东净利润 155 亿元，同比增长 1%；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 61.71 元(含税)。

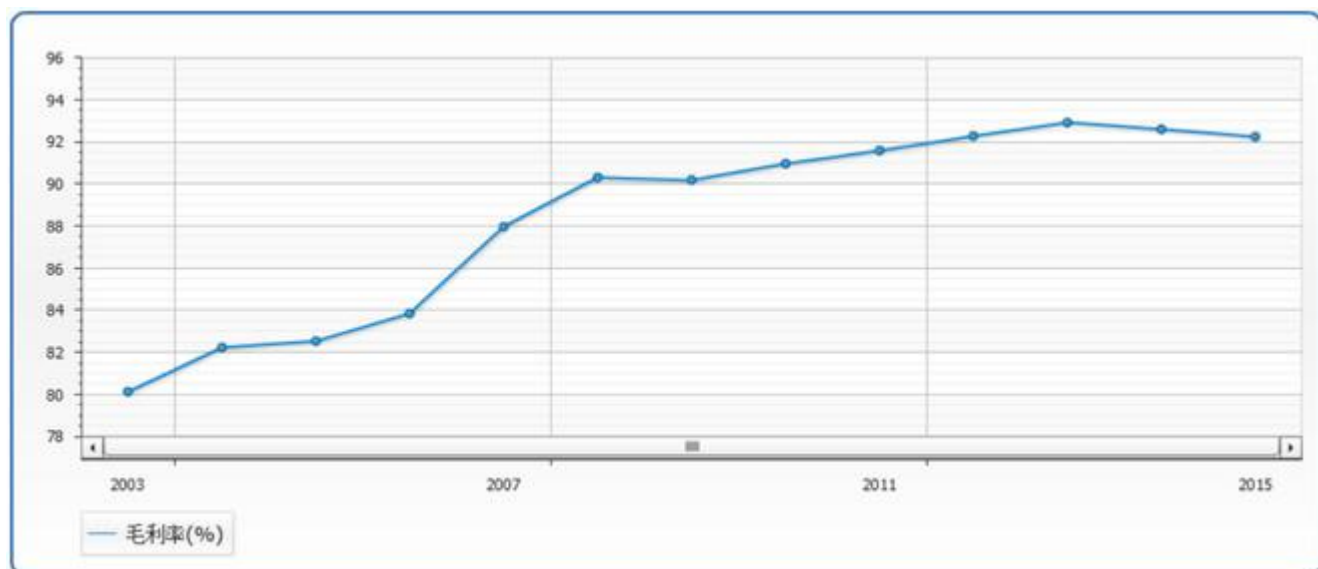
真实销售增幅超两成

单看报表数据，分红率提升、分红数额巨大，令股东欣喜，但个位数的增长似乎并不足以用靓丽形容。然而，若我们假设公司产品运输中转速度基本不变，将年终预收款 82.6 亿元与年初预收款 14.8 亿元对比，会发现当年有高达 67.8 亿元（含税）新增销售收入，并未在 2015 年财报确认。

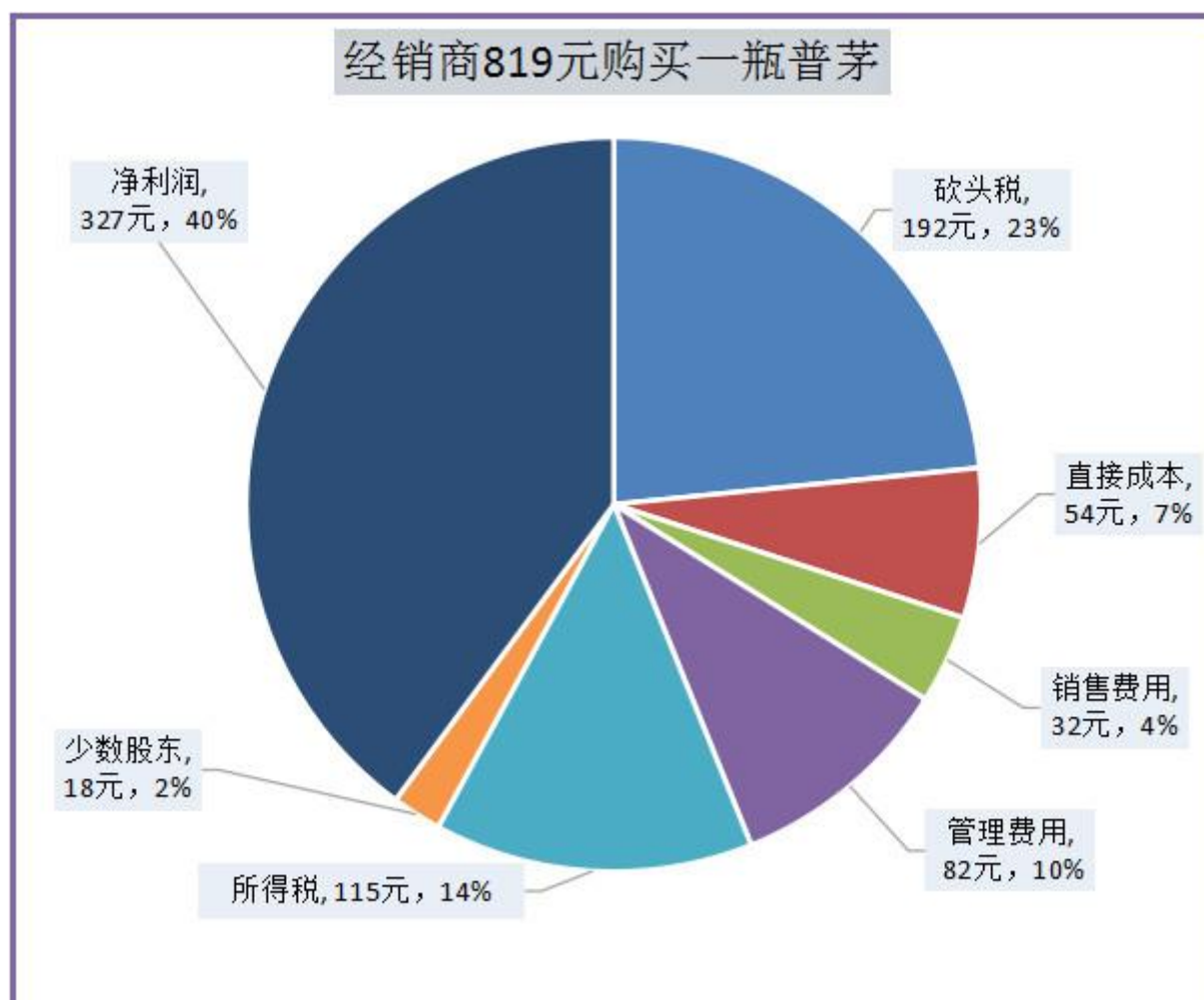
稍作市场调查就能知道，2015 年底，茅台酒供销两旺，公司基本零库存。这部分营收仅仅是出于调节需要，被人为地放在了 2016 年一季度的销售中。考虑到此因素，2015 年的真实营收及利润增长均超过两成，足够靓丽。

毛利率及净利率微降

2013 及 2014 年度，公司均有“购买一定数量、单价为 999 元的茅台酒，即可获得经销商资格”的招商政策，2015 年无此政策，故加权平均出厂价略低。受此影响，毛利率微降至 92.23%，略低于 2013 和 2014 年，与 2012 年度水平基本持平。



受《贵州省国税局关于核定部分白酒产品消费税最低计税价格的通知》影响，公司消费税税基提高，净利润率降低 1.15%至 50.38%。以 2014 年营业税金占营业收入之比 8.83%，2015 年为 10.56%估算，一瓶出厂价 819 的 53°飞天茅台，综合考虑所得税、消费税、城建税即教育费附加等因素后，因上调消费税税基导致的单瓶税收，大约增加了 10 元左右。下图以一瓶出厂价为 819 的普茅为例，展示 819 元的具体流向。



图中砍头税，指无论获利与否，只要生产就需要缴纳的增值税、消费税及城建税、教育费附加等；直接成本指原料、人工、能源、制造费用等；销售费用包含广告、运输、差旅等费用；管理费用包含资产折旧、商标许可及公司管理支出等；少数股东指公司下属非全资子公司中的小股东持股对应的利润。

销售费用率大降

伴随着销售收入的增长，销售费用率连续出现可喜的下降势头。销售费用率的降低，主要是广告宣传及市场拓展费用的大幅下降。2015年该

项费用为 12.32 亿，而 2014 年为 14.93 亿，2013 年为 16.6 亿，同比大幅降低 17.5%及 25.8%。

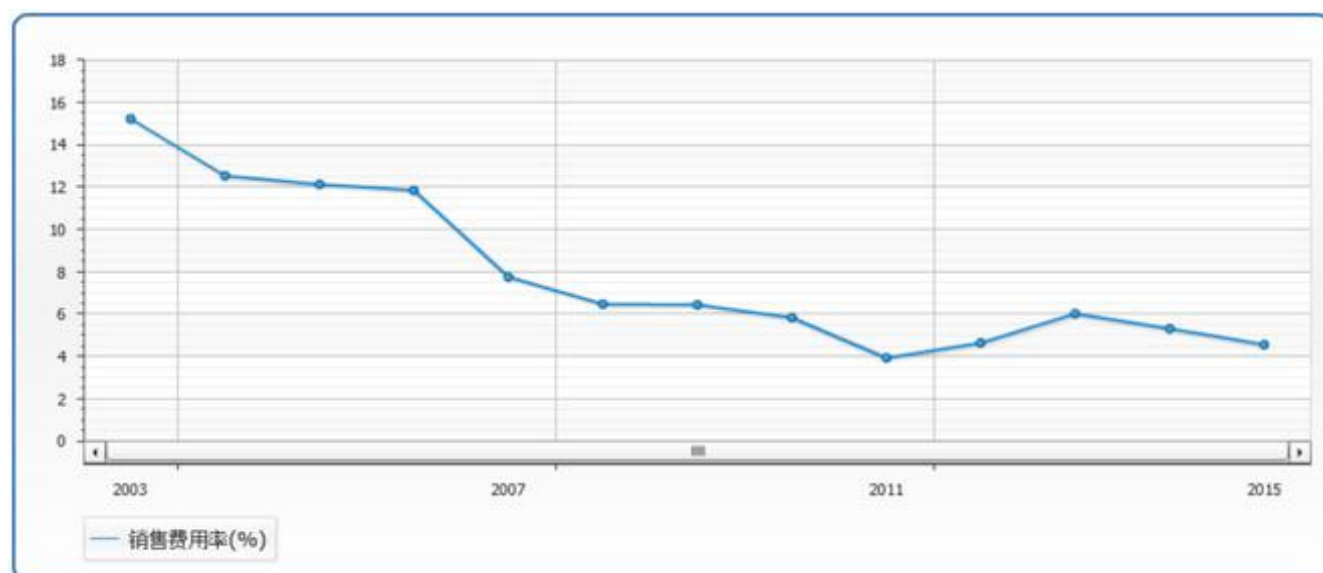
36、 销售费用

单位：元 币种：人民币

项目	本期发生额	上期发生额
广告宣传及市场拓展费用	1,231,606,744.51	1,493,135,352.99
运输费用及运输保险费用	117,065,865.85	86,005,826.10
营销差旅费、办公费	43,486,842.34	37,996,484.94
其他	92,802,066.51	57,595,787.03
合计	1,484,961,519.21	1,674,733,451.06

（备注：销售费用中运输费用同比高达 36%的上升，也佐证着真实发货量的上升。）

在酒业寒冬突然降临的 2013 年，公司加大了广告及市场促销费用投入，销售费用率略有反弹。但很快国酒茅台的强大品牌拉力就显现出来了。2015 年，在营业收入创出历史新高的同时，销售费用率已经降至上市以来的次低点，仅略高于 2011 年的全行业巅峰期。



出口大增

2015 年，茅台公司以纪念茅台酒“金奖百年”为契机，加强文化传播，提升品牌形象。分别在香港、莫斯科、米兰、旧金山等国际城市举办茅台酒金奖百年纪念活动，邀请国际名流、政要、经销商代表参加，扩大了茅台品牌的国际影响力，也带来了出口量上的突破。2015 年，出口销售收入超过 16 亿，同比增幅高达 33.62%。但即便如此，境外销售收入依然仅占茅台总销售收入的不足 5%。距离袁仁国董事长在 2014 年提出过的“茅台境外销售要占总销售的 30%”的宏伟愿景，还有广阔的空间。

2016 的低目标之谜

2016 年开年，销售火爆的局面不仅没有终止，反而愈演愈烈。根据公司披露，2016 年前两月茅台酒销售量同比增长超过 50%。同比销量超过 50%，加上 2015 年预留的 82.6 亿预收款，公司 2016 年一季度乃至全年营收的高增长，已经基本在管理层掌握之中了。

正因为此，公司管理层在财报中也表达了对市场前景的乐观，财报写到“我们也谨慎乐观地看到，我国白酒产量约占世界烈性酒产量的 38%左右，但国际市场份额不到 1%，白酒国际化具有较大的发展空间。尽管我国经济增速放缓，但经济基本面是好的，不会有大的波动。白酒作为中国人情感交流的载体没有变，作为中华民族文化符号之一没有变，作为中国人的日常消费偏爱没有变，消费白酒的传统风俗习惯和文化习惯也没有变。这些，都为我国白酒产业的持续健康发展提供了土壤。”

管理层对市场的回暖判断，是从 2014 年度结束后出现的，比较谨慎。事实上，即使单纯从财报数据分析，也能清楚地发现自 2013 年三季度起，茅台就已经大踏步地行走在复苏的道路上了。在《2014，茅台的倒春寒》（刊发于《证券市场周刊》2014 年 3 月 28 日）一文中，笔者就提出了“对于茅台而言，无论同比环比，均可见本轮衰退已经自 2013 年三季度触底反弹，并在四季度有加速迹象。”的结论。

用 2015 年财报中管理层对未来市场的判断，对照 2014 年财报的“2015 年将是白酒行业发展困难较多的一年，也是发展形势较为严峻的一年”，2013 年财报的“预计 2014 年将是白酒行业发展更加困难的一年”以及 2012 年财报的“白酒行业高景气增长态势结束……白酒行业面临前所未有的压力。”来看，管理层看好 2016 年的态度是非常明朗的。

然而，一边是明确的看好态度，另一边，管理层又在财报里非常小心谨慎地提出了营业收入增长 4% 的低目标，令人困惑。这个问题，推测上似乎只能与大股东于 2014 年 7 月承诺的 2017 年 12 月前推进管理层和核心技术团队的股权激励有关。

国内上市公司的股权激励方案，通常会以方案出台前一年或三年的净利润为基数，通过同比增长率高低决定股权激励的多寡。如果方案在 2017 年初出台，基数可能是 2015 年净利润或 2013-2015 三年平均数。如果方案在 2017 年底出台，基数可能是 2016 年净利润或 2014-2016 年三

年平均数。作为与管理层及核心员工几十年奋斗息息相关的股权激励，基数的微小差异，可能会带来巨大的财富落差。如果这个猜想成立，那么 2016 年保持平稳增长，尽可能不抬高基数，在 2017 年及其后释放业绩，保证管理层及核心技术团队能够顺利达成目标，完成股权激励，就是可以理解的事情了。

期盼股权激励方案早日出台，让茅台管理层及核心团队，能成为分享企业成长的公司股东，能站在股东立场更长远地畅想和规划茅台的未来。期盼股权激励方案实施后，茅台能够以国酒的先天优势，加上洋河团队一样的同心同德，打造出中国酒业的梦幻组合。

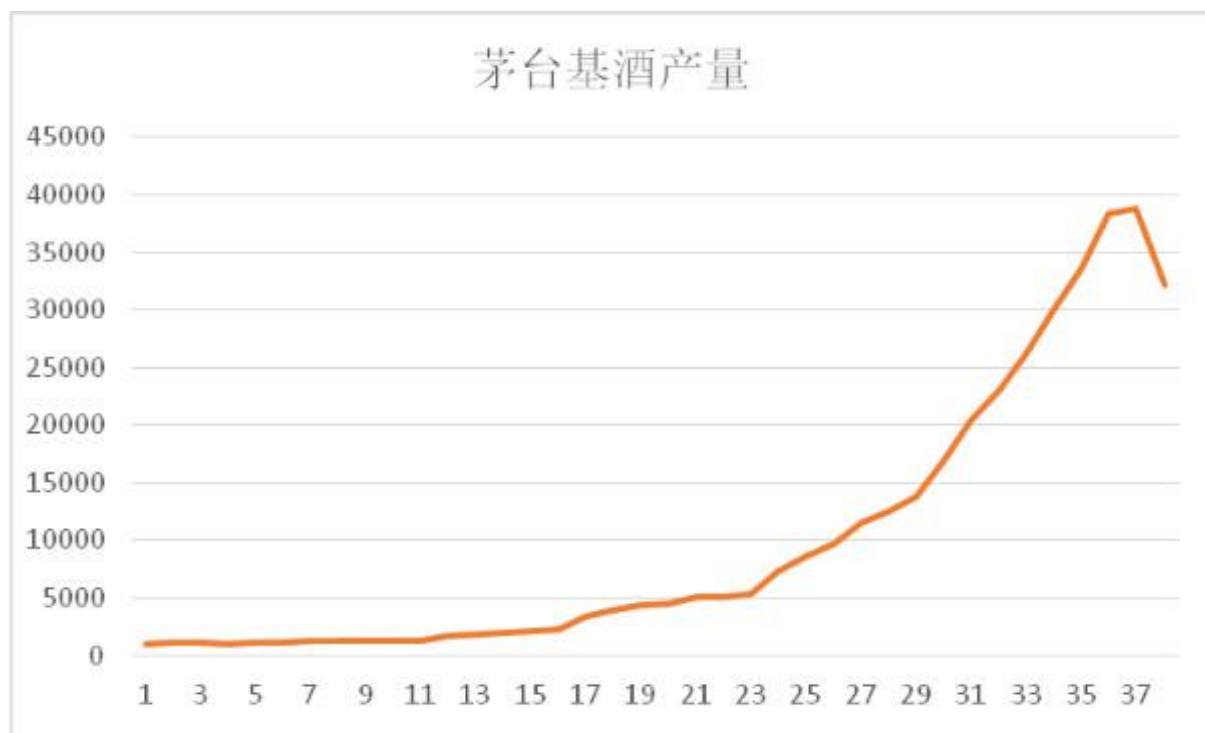
靓丽背后的隐忧

靓丽的财报数字后面，却也暴露了公司在供给侧急需考虑的几处可能影响公司未来成长的隐忧，主要有三方面：基酒产能、高粱供应及产品结构。

基酒产能问题

过去五年，公司新建投产了制酒十九、二十、二十一车间及配套制曲、储酒等设施，新增茅台酒设计产能 8500 吨/年，增加储酒能力 15 万吨。自 2006 年之后，茅台基酒的产量基本以年均 3000 吨左右的速度增长。2014 年和 2015 年，突然出现了异常现象。2014 年茅台基酒产

量只增加了 200 多吨，而 2015 年，干脆出现了高达 6566 吨的巨量下滑。下图是改革开放 37 年来，茅台基酒产量走势图。高速增长过程中的突然刹车和掉头下滑，非常刺眼醒目。



数据来源：公司披露数据（单位：吨）

由于茅台酒生产周期较长，每年重阳开始投料，历时一年，经九次蒸煮、八次发酵、七次取酒，再经三年以上酒库存放后精心勾兑，然后再存放一年左右才能包装出厂，整个过程耗时至少五年。按照 2010 年基酒产量 26284 吨和 2011 年基酒产量 30026 吨的数据，依照茅台前董事长季克良老先生在《告诉你一个真实的茅台陈年酒》中介绍过的“每年出厂的茅台酒，只占五年前生产酒的 75%左右。剩下的 25%左右，有的在陈放过程中挥发一些，有的留作以后勾酒用，有的就留存下去，最终成为 15 年、30 年、50 年、80 年陈年茅台酒”的比例计算，2015 年可

售商品酒的上限约在 2 万吨~2.25 万吨之间。而据笔者估算，2015 年公司茅台酒销量已经超过 2.1 万吨了，触及了生产能力的上限。

而 2016 年，可售商品酒的上限大约在 2.25 万吨~2.52 万吨之间。正因为如此，鉴于茅台一季度销售过于火爆，茅台销售公司总经理已经在春糖会上宣布：2016 年下半年最多只能供应 8000 吨普茅，希望经销商警惕下半年的断货情况，并提前考虑预案。

由于茅台酒的生产过程中，仍有一些未被完全认识的谜，基酒产量的下滑，有归于天气原因的，也有归于粮食原因的，但至今没有明确的、权威的统一结论。那么基酒产量连续两年的不正常，究竟是天气或者其他偶然因素，还是出现了某种不可逆的变化？这是需要每一位长期投资者高度警惕和关注的重要因素，它直接关系到茅台未来的成长能力，直接关系到茅台未来的战略方向。2016 年，茅台公司定的目标是基酒产量超过 4 万吨，比 2015 年产量提高约 25%。是否能够完成？我们只能拭目以待了。

高粱隐忧

产能的增长，需要原料的保证，高粱种植是白酒生产的“第一车间”。酿出优质的酱香型白酒，需要贵州本土的一种名为“红缨子”的糯高粱。与其他地方普通高粱不同，只有它能做到历经八次的蒸馏翻炒而不散。

茅台集团通过与种植户签约并承担部分成本的方式，控制有机高粱基地约 67 万亩，年产有机高粱约 15 万吨。按照每生产 1 斤茅台需消耗高粱 2.4 斤的比例，约能满足 6.3 万吨左右的酱香酒生产能力。目前茅台基酒产能 4 万吨加上茅台系列酒产能约 2 万吨，基本已经逼近此数。贵州山多地少，扩种不易，加上茅台及系列酒的产能仍在扩大，再考虑到如果市场好转，省内大小近两千家的酒厂对有机高粱的需求，茅台的原料供应依然绷得很紧。

茅台发布财报次日，贵州省纪委宣布，已经退休一年多的茅台前董事、副总经理谭定华涉嫌严重违纪，正接受组织调查。据说谭及其夫人涉嫌在茅台粮食采购中收受巨额贿赂。该事件的进展，会不会爆出一些关于原料管理上的漏洞，也是茅台投资人需要持续关注的。

产品结构隐忧

公司在 2014 年末首次提出了“做强茅台酒，做大系列酒”的战略新定位，并计划系列酒到 2025 年要做到 10 万吨规模。为此，公司陆续成立了独立的赖茅酒业和酱香酒营销公司，隆重推出“一曲三茅四酱”（贵州大曲、华茅、王茅、赖茅、汉酱、仁酒、王子、迎宾），并计划在 2015 年获取超过 25 亿元的营业收入。2015 年 1 季度，系列酒增长迅猛，销售额同比增长高达 137%。然而，后继乏力，全年仅实现 11 亿营收，同比增长仅 18%，大幅低于预期。

而据部分经销商反映，今年的成都春季糖酒会上，茅台系列酒受到的追捧程度，依然远不如厂商合作的高端定制酒。“一曲三茅四酱”依然是小配角，市场对于茅台品牌的延伸，最容易接受的方向依然是向上。这种情况下，系列酒的远景规划是继续坚持还是做出修正？是听从市场的召唤，通过定制酒的探索，向上延伸发展，还是倾斜资源，坚持深挖中低端系列酒市场？

据最新信息，2016 年茅台系列酒定下了 20 亿的销售目标。其中，迎宾酒目标为 5500 吨，目标销售额 6.7 亿元；王子酒保底 4000 吨，销售额 7.3 亿元。按此估算，整个系列酒目标销量将达到 1.1 万吨以上，同比增幅超过 40%。为达此目标，公司加大 2016 年系列酒推广费用预算至 6 亿，同比增幅高达 87%。但有趣的是，新任总经理李保芳三个月前在茅台经销商大会期间提出的系列酒全面大幅降价的措施，本次春糖会没有谈，似乎茅台高层内部对此有一定的争议。

这些措施，究竟是开拓进取，还是逆势而为？茅台系列酒会在中低端打出自己的一片天，还是在无情的市场面前碰的鼻青脸肿，稀释茅台品牌在消费者心中的国酒定位？作为投资者，我们只能选择安静地旁观，并希望下一个财报季继续为茅台人喝彩。

日子咋这么爽呢？

阿茅的情况，都知道很好，其实也没啥好说的。但不夸两句，好像也对不住员工们大半年的辛苦！还是夸夸🇨🇳——竹板这么一打啊，别的咱不夸：

- 1) 去除预收款调节，传统淡季二季度，实际销售情况居然跟包含春节的大冬天一季度几乎持平（-3%），市场需求强劲的无以伦比；
- 2) 系列酒同比增长 56%，李保芳说的系列酒酒质要提高，落实了。营收增长 56%，成本增加了 78%，推测是增加了优质基酒的比例；
- 3) 国外市场在去年同期增长 36%的基础上，今年上半年再次同比增长 70%，走出国门似乎有点盼头了。顺带说一声，法国鬼子真黑，所得税率还是 33%，我天朝已经从三抽一的蛮荒进化到四抽一的文明时代了，鬼子得鄙视🙄；
- 4) 这样的增长情况下，销售费用同比降低 35%。其中广告和市场促销费，同比降低 41%：中国有两种白酒，一种叫茅台酒，一种叫其他白酒🙄。去年上半年销售增长的同时，销售费用也是降的，-8.5%；

5) 运输及运输保险费用增长 37%，你说这是啥意思呢？

6) 销售收现 257.5 亿，去除承兑汇票到期的因素之外，预收款增加了近 30 亿，池子里存着 115 亿，小日子美的冒鼻涕泡泡👉。要知道去年同期预收款池子里可只有 23 亿，这一年，没耽误报表增长，没耽误股价 biubiu，也没耽误深挖洞广积粮；

7) 消费税税基调整真狠，本期消费税直接从 10.7 亿增长到 16.7 亿，56%啊，党国的刀磨得飞快👉！

8) 眼看着资产过千亿了，一年轻轻松松赚 200 亿含金量十足利润的资产，目前 4000 亿市值，基本上属于忽略增长的情况下的合理市值，跌一半涨一倍都是市场先生一转念的事儿。赖在车上不下去的，没啥感觉，下去再上来，决心不容易下；

9) 缺点？没看见，非要说，也就一个字：不便宜。

顺带说，我家洋洋也挺给力，半年过百亿了，茅五洋三强组成的第一集团军，已经把后面的队伍甩的看不见了。洋洋靠脸吃饭拼不过阿茅，但胜在将士拼命。眼看着省外市场快和根据地平分天下了，这增长潜力 YY 起来，也是杠杠滴。另外就是管理层利益一致，对账上的钱生崽能力，比起阿茅五娘上心多了，基本不存银行，不仅做理财，还试水 pe，

有你们操心，老唐可以放心跑步。反正你们都说了，前三季度 5%~15% 的增长，安心等着就是了。看好你超过五娘的那一天！

再夸夸咱大成都的天气啊，今天突然就凉爽了，已经进入离开空调房也可以思考的时间段了（zhuangbilityO(∩_∩)O 哈哈）连跑步的配速都自然而然地起来了

酱香系列酒公司会议现场信息

酱香系列酒公司会上，李保芳首先对 2016 年工作进行了总结。

据其透露：截止 12 月 20 日，完成系列酒销售 1.37 万吨，同比增长 86%，实现销售收入 23.1 亿元，同比增长 88%。整体超额完成计划，几近成倍增长。其中，王子酒销量近 4800 吨，销售收入超 8.7 亿，同比增 99%、95%；迎宾酒销量 5500 余吨，收入近 6.5 亿元，同比增长 55%、59%；汉酱：近 430 吨，2.3 亿元，增长均超 200%；仁酒：超 300 吨，7000 万，增长 920%、570%；贵州大曲：近 300 吨，6900 余万，增长 150%、180%；赖茅：1200 余吨，1.8 亿元，同比增 248%、

130%。——李总伟大伟大伟大，第一次收到这么详细的销售信息披露🤔

2017 年，酱香系列酒公司的目标为：完成全年销量 2.6 万吨，销售收入 43 亿以上。

公司用以系列酒勾兑的茅台基酒储量约为 5 万吨，存储时间最短的超过 5 年，最长的超过 8 年，足以维持保障系列酒勾兑需要。另外，股份公司 201 厂、301 厂专门生产系列酒基酒，年产能 1.8 万吨以上。2017 年要突出抓好王子酒迎宾酒。确保完成王子 7000 吨，迎宾 10500 吨，分别实现 13 亿元以上。同时持续深耕市场促赖茅增长，深化和中石化合作，完成赖茅销售 3000 吨以上，销售收入 4 亿元以上。

2017，茅台的明牌

（茅台一股跌掉 40 元，好惨。搬一篇 5 月 20 日发在唐书房的茅台文章过来给同好们打打气😄，后续还有 6 月 11 日的《茅台藏宝图》，有闲的时候慢慢搬😎）

周五，茅台成功突破 440 元，触及老唐以前推送过的“440~480 元之间，我可能会逐步降低对茅台的持仓”估值的下沿。

挺高兴的，从 2013 年 12 月 6 日首次在《证券市场周刊》发表《探秘茅台》一文开始计算，前后“鼓吹”了三年半时间，各种评论不算，仅长文就发表这么多，

第四部分：关于茅台

- 1) 探秘茅台 <http://xueqiu.com/8290096439/26447162>
- 2) 茅台未来三年利润推算 <http://xueqiu.com/8290096439/26720878>
- 3) 2014，茅台的倒春寒 <http://xueqiu.com/8290096439/28510507>
- 4) 茅台的春天 <http://xueqiu.com/8290096439/41954532>
- 5) 贵州茅台，销售的喜与报表的悲 <http://xueqiu.com/8290096439/29298138>
- 6) 茅台2014半年报初判 <http://xueqiu.com/8290096439/30584221>
- 7) 茅台2014三季报十大印象 <http://xueqiu.com/8290096439/32566640>
- 8) 回复“炮轰茅台” <http://xueqiu.com/8290096439/33425774>
- 9) 茅台2015年的增长预估 <http://xueqiu.com/8290096439/34458461>
- 10) 无需担忧茅台酒的销售 <http://xueqiu.com/8290096439/37833975>
- 11) 茅台2015年半年报简析 <http://xueqiu.com/8290096439/55497320>
- 12) 茅台是因为红军路过才红的吗？ <http://xueqiu.com/8290096439/29344747>
- 13) 茅台2015三季报速读 <http://xueqiu.com/8290096439/58259559>
- 14) 茅台2015三季预收与票据解读 <http://xueqiu.com/8290096439/58842984>
- 15) 速评茅台2015年财报 <http://xueqiu.com/8290096439/66447642>
- 16) 茅台2015年财报阅读补充 <http://xueqiu.com/8290096439/66484529>
- 17) 茅台的供给侧之忧 <http://xueqiu.com/8290096439/66933441>
- 18) 茅台2016中报速评 <https://xueqiu.com/8290096439/74107148>
- 19) 2016年系列酒销售披露数据 <https://xueqiu.com/8290096439/7930832>

陪着我家阿茅从复权不足百元的低谷爬到了现在的 440 元，总算伸手摸到了合理估值的边。那种感觉，仿佛你一直努力帮着某个被冤屈的

人洗刷污名，最终伸张了正义一般，很爽。更不用说，这期间茅台还帮我赚到了一笔不小的财富。于是，很不厚道的嘚瑟了一下。

嘚瑟的姿势不够帅，结果招来一大帮因为购买和阅读了《手把手教你读财报》而跟进茅台的朋友追问：“现在怎么办？”、“减仓之后买什么？”。其中不乏老唐的线下朋友。逐一回答太累，这里统一谈一下我个人的看法吧，算有始有终。

首先，440 元我还不准备开始减。前面谈到的 440~480 元，是我对 2017 年全年的规划，现在已经是年中，怎么地也要赖过区间中轴以上才会动手，甚至随着时间的推移，要考虑去上沿；

其次，即便是到了 480 元，我可能也就减掉 10%左右的茅台（所持茅台股数的 10%）。茅台仍将继续是我的第一重仓股。

再次，减仓后究竟买什么，我现在脑袋里也没有清晰计划。银行和国投，都是高杠杆企业，仓位已然不轻，不打算继续增加了。比较看好的海康威视略贵，只能继续持有着 1%仓位等跌。而腾讯，我比较看好的另一家公司——最近一直在学习和思考它，自己觉得大致有些轮廓了（以后会考虑抽时间把对它的粗浅理解写出来）——估值基本合理。一直想加仓的，可惜自从今年 1 月份在 197.3 元买进 2%仓位之后（见《[1 月小结](#)》），它就一路涨、一路涨，不断创出历史新高，现在已经到 270 元了，加仓实在是有心理障碍。

所以，最期望的是茅台今年别过 480，也就无需费心去创什么新目标了。随着时间的推移（正所谓时间是好企业的朋友，是烂企业的敌人）明年一提高目标，又可以赖一阵子了。当然，有个利好消息：出游已经八十多天，天气也热了，我们夫妻已经行走在回家的路上，预计再有 10 天左右就能回到成都啦！届时，研究公司的时间可能会多一点，或许有机会找到放钱的新地方。

那么，茅台当前的股价到底贵还是不贵呢？在已经涨了三倍多的此刻，是否有必要先出来，等出现调整之后再买回来，做个波段呢？

先聊第一个问题，茅台当前的股价到底贵还是不贵？说现在贵不贵，免不了要对照着这家公司今年的净利润来说。茅台这家公司，好就好在业务简单，数据透明，基本上稍微有一点点深入学习，对它的业绩都能估个八九不离十。比如说 2017 年吧，至少有这么几个数据是可以视为已知的了：

已知因素 1：茅台酒销售量。

2017 年，茅台酒公布的计划销量 26800 吨。当前市场形势供不应求，市场价格一千多，819 元从厂里提到货就是钱，没有任何必要去怀疑这个计划销量完不成。最终供应只会略多，最终总有些重点客户需要照顾照顾，出现一些计划外销售量（我算过，最大可供应量比 26800 有富裕），所以，以 26800 吨来估算 2017 年茅台酒的销售量，已经是比较保守的做法了；

已知因素 2：茅台酒的出厂价。

普通茅台出厂价格维持 819 元未调整 ,而今年由于鸡年生肖茅台的意外火爆 ,以及厂里为了回避 500ml 普通茅台的透明价格而加大的其他规格小批量茅台的投放 (50ml , 100ml , 200ml 等等) , 总体平均出厂价格肯定是略高于去年的。这个也是能够确定的。高多少不好说 , 就保守的按照高 1%估算拉倒 ;

已知因素 3：酱香酒的销售量和销售收入。

茅台酱香酒 (报表上的系列酒) 自从 2014 年 12 月 24 日独立出来以后 , 获得了非常好的发展。尤其是去年 4 月原股份公司副总李明灿出任酱香酒公司董事长、总经理以后 , 股份公司对其进行了资源倾斜 , 重点培育 , 酱香酒增长迅速。销售量从 2014 年的 5200 吨 , 飙升到 2016 年的 14200 吨 , 销售收入从 2014 年的不到 10 亿 , 提高到 2016 年的 24 亿多。

2017 年 , 酱香酒公司的计划是销售 2.6 万吨 , 销售收入 43 亿元以上。一季度公布数据 , 已经完成销售量 4790 吨 , 同比增长 191%。而酱香酒原计划于 6 月 30 日结束的全国招商活动 , 已经由于“各品牌签订合同量已超过全年任务” , 被迫于上周一 (5 月 15 日) 发文停止发展新经销商了。据透露 , 截止 5 月 11 日 , 签约经销商达到 1076 家 , 合同量近 3 万吨 , 已经超过了公司的生产能力。

贵州茅台酱香酒营销有限公司文件

黔茅酱司通〔2017〕59号

关于近期合同签订及有关事宜的通知

各省区、后勤各部门：

近日，各品牌签订合同量已超过全年任务，现将合同签订有关事宜通知如下：

一、即日起，原则上不再发展新经销商，不再增加合同量。

二、特殊情况需要签合同的，必须满足以下条件：

（一）各品牌事业部要加强合同的审核，优先考虑任务未签完、网络数量少的省区，报分管领导审批。

（二）坚持按照“一个城市一个品牌一家经销商”原则，优先发展空白市场。

（三）各省区严格按照“十个力”要求考察经销商，优先选

这等于已经明确说了，今年“销售收入 43 亿以上”酱香酒的计划，只会多、不会少。这里，我们就按照 43 亿来估算，折算成不含税的报表营业收入约 37 亿。当然，这里说的是卖给经销商的量，至于经销商能否成功卖给消费者，我们这里先不去讨论它了，暂时存疑观察。

接下来可以计算茅台 2017 年酒业部分的营业收入了：

①已知，2016 年茅台酒销售量约 22700 吨（报表公布销量 36944 吨，减去酱香酒销量 14200 吨），营业收入 367 亿。则，2017 年酒业收入= $26800 \times (367/22700) \times 101\% + 37 = 475$ 亿。

②然后，营业收入里除了白酒收入之外，还有财务公司利息收入。2016 年净利息收入 12 亿，今年一季度已经达到了 6 亿。我们此处保守的将 2017 年可能获得的利息收入，依然按照 2016 年的 12 亿计算。

③茅台公司 2017 年营业收入= $475 + 12 = 487$ 亿 相比 2016 年的 401 亿，增长 21%+。

④因高净利润率的茅台酒增加了约 70 亿，综合净利润率应该比 2016 年的 44.6%高，我们仍保守采用 44.6%估算。则公司 2017 年净利润 = $487 \times 44.6\% = 217$ 亿。其中归属少数股东损益 6.8%，去掉 15 亿，则归属股份公司净利润 202 亿，同比增长 21%+。

今年年底到明年，还有三大潜藏利好因素：

①按照大股东书面承诺，今年内股权激励方案要出台了，个人预计会以 2016 年净利润或者 2014~2016 年平均净利润为基数，设计股权激励的计算公式。2017 年财报，管理层失去了压低报表利润的动力；

②茅台酒提高出厂价的必要性，已经很迫切了。鉴于当前茅台酒供不应求，出厂价和一批价之间差价高达三四百元，茅台酒基本确定要提

价了，最合适的时间窗口大致是中秋至春节之间。鉴于茅台管理层说过了“今年不提价”，就按照 2018 年元旦提价考虑吧。

③由于基酒产量的原因，2018 年将是茅台未来几年里可销售量的巅峰期——参看 2016 年 4 月 1 日发表于证券市场周刊的《茅台的供给侧之忧》一文。

提价+增量+报表释放，三者叠加，2017 到 2018 年茅台利好因素较多，正如老唐 2014 年 3 月 28 日在《证券市场周刊》公开发表的《2014，茅台的倒春寒》一文中，白纸黑字提出的“2014 年-2018 年，公司很大概率将重演 2008-2012 年四年的高成长的故事。所不同的是，前一个成长，主要是靠价格驱动。而接下来的成长，将主要靠量的驱动。”判断，2018 年可能将是茅台利润表更肥美灿烂的时刻。

于是，结果就出来了，2017 年净利润约为 202 亿，预计 2018 年依然会有不错的增长。当前市值 5500 亿，市盈率约 27 倍。贵不贵呢？我个人还是持 2014 年 10 月 29 日发表的“好日子还在后面呢”看法，继续作为第一重仓股持有。注意注意：纯个人看法，仅供参考。您需要有自己的判断！

10) 给茅粉们打打气：茅台上市十多年，固定资产、无形资产和在建工程真正开始大幅增加，是从去年三季末开始的，也就是说，产能的扩张，才刚刚开始。再重复一遍，好日子还在后面呢~！老唐拍脑袋说，在茅台可售商品酒连五万吨都没有的时候，不用我们帮着袁仁国着急销售。5万吨是个什么概念呢？农村不算，城市7亿人，约2亿家庭，有1/3的家庭，能够在年夜饭上配一瓶中国最好的酒——茅台酒，慰劳自己及家人。1/3家庭，每家每年一瓶，折合3万吨出头，加上现有消费1.5~1.7万吨，就是近5万吨。这之前，让袁董去扣头皮吧，我们安心熬就是了……

唐书房

需要提醒的是，2019年，由于2015年基酒减产的原因，可销售茅台酒总量将锐降17%左右，而价格又在2018年涨过，除非市场火爆的超乎想象，否则很难再提高价格。量确定减少，价格难涨，这两大因素造成的坑，单凭酱香酒很难填上。所以，2019年，可能会是茅台增长相对困难的一年。

那么 知道它2019年会困难 我们需要找机会出来“做个波段吗？”。这个话题，我本来写了一段，然而，又要涉及到对所谓“做T”的批评，说不定又会引来吵嘴。想起去年，已经因为否定做T，导致某做T高手拉黑老唐，并信誓旦旦地造谣说老唐是因为跟买了融创被套才“抨击”别人。做自己的投资，试图说服别人是很无趣的事，还是删了这段。

万科年报印象

（注：本文以“该不该买万科？”为题，发表于 3.14 日出版的《证券市场周刊》）

如果看好房地产业，买入万科是不错的选择；如果不看好房地产业，但希望获取股价价差，也可以买入万科；但如果既对房地产市场不乐观，又着眼于从企业本身得到回报，那么，万科的吸引力还是不够。

本刊特约作者 唐朝/文

万科（000002.SZ）2013 年净利润为 151 亿元出头，早些时候将要公布的贵州茅台（600519.SH）年报，估计其业绩比这个数字也多不了几亿。然而，即便在高端白酒成为市场弃儿的今天，茅台的市值仍然为万科两倍左右。这当中，大概既有市场偏好因素，也有生意模式差异的原因。毕竟，茅台的自由现金流稳定且容易预测，而房地产企业，很不容易想像这类企业的终极形态是什么：现金买地—建房换现金—现金买地—建房换现金—现金买地……周而复始。实在不知道最终留给股东的，究竟是现金，还是一大片荒地？如果始终不产生或者很少产生现金流，投资者的回报，必须寄期望于牛市来临，这很难让保守投资者夜夜安枕。

幸好，万科变了。2014 年，万科大幅度提升分红比例，董事会报告这么表述：“公司 2013 年度分红派息预案已经大幅提高了分红派息力度。年度现金红利占合并报表净利润的比例同比上升了接近一倍，每股股息

同比增长 127.8%。未来公司将在今年现金分红占合并报表净利润的基础上，稳步提升派发现金红利占合并报表净利润的比例。”

无论万科究竟是因为 B 转 H 股而需要吸引境外投资人，还是真的像总裁郁亮所说：“我们有钱嘛……B 股转 H 股之后，万科没有 A 股（融资？）计划，也没有其他计划。目前的利润已经能支持万科的发展，也能够派息了。”如果郁亮这个表述属实，万科未来的扩张所需资金，无需继续靠股权融资（坦率说，笔者怀疑这一点），那么，万科以后每年现金分红占当年净利润的比例，将至少不会低于 30%。这无疑增加了万科的吸引力。

究竟万科的吸引力有多大，我们还是通过简单梳理 2013 年财报来寻找答案吧。

靓丽账面

2013 年，万科销售面积共计 1489.9 万平方米，销售额达 1709.4 亿元，在全国商品房市场所占份额为 2.09%。其销售分布如表 1。

表 1：万科各区域销售情况

	销售面积 (万m²)	面积占比	销售金额 (亿元)	金额占比	均价(元)
广深大区	429.9	28.85%	523.9	30.65%	12187
上海大区	339.7	22.80%	460.5	26.94%	13556
北京大区	405.4	27.21%	454.0	26.56%	11199
成都大区	314.9	21.14%	271.0	15.85%	8606
合计	1489.9	100%	1709.4	100%	11473

2013 年全年完成结算 1231 万平方米，结算均价为 10787 元/ 平方米，结算收入 1327.9 亿元。

地产公司的结算收入，参考意义不是很大。毕竟，公司管理层可以通过加快或降低交房速度进行调节。2012 年报显示，截至 2012 年末，公司已销售未结算面积已经有 1354.9 万平方米，对应合同金额 1436.5 亿元。2013 年只是把其中绝大部分竣工交付了而已。有参考价值的是，截至 2013 年末，公司尚有 1437.4 万平方米已售而未竣工结算，合同金额合计约 1623.3 亿元，较 2013 年初分别增长 6.1%和 13.0%。从万科以往年份的结算速度看，若无意外发生，2013 报表上的未结算部分，多则全部，少则八成，将成为 2014 年报表收入。

2013 年的销售均价比当年结算均价（主要是 2012 年的销售）每平方米高出 686 元，其净利率应该可以恢复到 2011 年 13%以上的水准。即使保守按照 2013 年净利率 12.01%估算，1623.3 亿元的已销售未结算

金额，对应隐藏着约 195 亿元净利润。

万科 2013 年新增项目 104 个，使得总规划建设项目达到 398 个。对应建筑面积 4495 万平方米，总体楼面地价 2767 元/平方米，大约可支撑未来两到三年的销售。

2013 年新增项目中，万科按比例占地 757 万平方米（约 11355 亩），对应建筑面积 2148 万平方米，楼面地价 3516 元/平方米（总计平均约 665 万元/亩）。拿地价格较前两年提高不少，这与 2 月份王石的“2014 年房地产前景不妙”公开言论两相映照，似乎心口不一。

地产公司的一大特点是，资产的大头是存货。万科总资产 4792 亿元，其中存货 3311 亿元，占总资产的近七成。存货中，现房 177.2 亿元，在建项目 1886.8 亿元，尚未动工的 1243.7 亿元。现房及在建合计 2064 亿元，其中部分已经作价 1623.3 亿元卖掉，并基本收了全款（当然，税收和费用要对应扣掉约 14%）。按照 2013 年公司约 31.5%的毛利率估算，已经卖掉的部分，在报表中对应存货约 1112 亿元。也就是说，实际属于公司自有的存货，大约是价值 952 亿元的在建项目及价值 1244 亿元的土地储备。

将资产负债项目整理，并缩小简化后，大致能得出表 2。

表 2：万科简化的资产负债表（单位：亿元）

资产		负债	
在建	1887	欠工程款	470
土地	1244	欠土地相关款	700
现房	177	预收款	1558
其他资产	1037	其他长短负债	1010
现金	444		
资产合计	4792	负债合计	3738
		净资产	1054

备注：此处将应付各项目公司的款项归入土地相关款。

数据显示，万科净资产为 1054 亿元，其中归股份公司股东拥有的净资产为 769 亿元。

价值考量

一般来说，估一个企业的价值，问一个问题就够了：假如这家企业不是上市公司，按照现在的市值，你有足够的钱，愿意将其全部买下来吗？

为了回答这个问题，笔者常常喜欢将上市公司按比例缩小，以便让自己的思考更现实一些。现在，这家净资产 769 亿元，资产状况如表 2 所示的公司，要价 800 亿元。按照自己金融能力范围的数字，将其缩小千倍、万倍、或十万倍，例如：净资产 769 万元的地产公司，开价 800 万元，值得买下来吗？

一个口碑不错的市场龙头，基本以净资产价格出售，看上去蛮划算的。至少，在投资万科的房子和投资万科的股票之间，后者明显划算一些，相当于购入了开发商成本价售出的房产。当然，考虑到持有房产额外具有三大优势：一是可以利用按揭杠杆；二是没有 MR.market 时刻在你面前乱报价格，扰人心神；三是因不便利售出而被迫进行的长期投资——究竟股票和房产哪个更容易使自己赚到钱，却要因人而异的。

接下来要考虑的是，对目前不持有也不打算持有房产的投资者，净资产出售的万科，吸引力足够吗？

以 2013 年年报看，万科当前净利润率约 12%-13%。大体测算，如果房价同比跌幅超过两成，万科将无利可图。当然，是一到两年的无利可图。房价的下跌，最终会传导到成本上，存活下来的地产公司会重新回到有利可图的位置。

根据国家统计局数据推测，截至 2013 年末，中国城镇住房总面积约 175

亿平方米，大约折合 2 亿套。其中 1998 年-2013 年竣工的房屋约 110 亿平方米。同样截至 2013 年末，中国大陆总人口为 136072 万人，城镇常住人口 73111 万人，乡村常住人口 62961 万人，城镇化率 53.7%，比上年提高了 1.1 个百分点。

根据发达国家城市化经验，城市化率在 30%-70%期间是加速城市化的时期。这大概是郁亮在 3 月 7 日的业绩说明会上，说“房地产未来还有十到十五年好日子”的底气所在吧！城市化每增加一个百分点，大约会新增对应当前年城镇住宅新增竣工面积四成左右的需求。

以万科在房地产行业中的优势，以及目前专注于主要的人口流入城市的战略布局，在未来十到十五年的城市化进程中，逐步扩大市场占有率，应该是大概率事件。万科的估值难点，在于当城市化加速发展期过后，它的未来在哪里？目前，已经看见了万科人的探索，无论是万科的“幸福社区”计划，对旗下小区业主数据及其日常生活需要的开发；或者是万科在海外的试水，虽然项目都还非常小；又或者在致股东信中表示的对移动互联网的关注等等。这些探索目前收入占比都还微不足道，但它拓展了万科的视界，给了万科股东以长远的希望。

当前价格的万科，对不同类型投资者的引力值亦各有不同。

万科是一家优秀的地产公司，当前按照净资产在资本市场出售。对于所

有看好房地产市场的投资者而言，买入万科股票是个很不错的选择；即便对房地产市场不乐观的投资者，如果将希望从万科股价中获利，目前 5 倍出头的市盈率，加上已售未结算的业绩锁定，以年为单位看，满意回报也是大概率事件；遗憾的是，对于笔者这种对今后房地产市场不乐观，且着眼于从企业本身得到回报的投资者，万科股价的吸引力尚不足够

老窖的成长困境（本文发表于 4.18 日出版的 《证券市场周刊》）

泸州老窖走轻资产道路，在行业冬季里，倒也轻松自在。但也因此，老窖失去了靠量推动营收和利润增长的空间。除非再次遇到不断上调出厂价的市场环境，否则，获得跟随或略高于通胀的增长不难，超额增长却很难再现。

本刊特约作者 唐朝/文

泸州老窖（000568.SZ）2013 年实现营业收入 104.31 亿元，同比下降

9.74%。这是本世纪公司首次出现的营业收入下降。归属于上市公司股东的净利润 34.38 亿元，同比下降 21.69%。公司计划在 2014 年实现销售收入 116.33 亿元，较 2013 年增长 11.52%。与此同时，公司却又发布业绩预警：2014 年 1 季度归属于上市公司股东的净利润为 4.57 亿-5.71 亿元，同比下降 50%-60%。

年报与 1 季报预警，展示出一幅矛盾的画面：首先，2013 年 4 季度，营收同比跌幅 1/3，净利润同比几近腰斩。全年净利润降幅超过两成；其次，2014 年 1 季度，净利润同比下降 50-60%。按照公告净利润上下限，参照 2013 年 4 季度 32.5%的净利率考虑，1 季度营收不足 20 亿元；这两个数据对比，意味着到现在，管理层居然信心满满的认为，公司在 2014 年后三季营收将超过 96 亿元，平均季度营收超过 32 亿元，取得远超老窖历史最好水平的 2012 年的成绩(2012 年 2-4 季度合计营收不足 84 亿元)。

加总现金流量表中销售商品收到的现金，与资产负债表中应收票据和应收款项的变化额，能够了解公司当年的真实含税销售收入。将其折算为不含税销售收入后，与报表营业收入进行对比，可以发现公司隐藏或释放的收入（参见发表于本刊的《茅台的倒春寒》一文）。通过梳理泸州老窖的现金流量表，可以发现，公司当年收到的现金、票据及应收款，合计仅 98.2 亿元，折合税后收入约 84 亿元，与报表营收 104.31 亿元有很大差距。

年报显示，公司预收款尚有 15.6 亿元。2014 年计划营业收入 116.33 亿元，假设 2014 年底预收款项仅保留 5 亿元，也意味着真实营收同比必须超过 25%。在当下这个时间点，这样的增长信心完全可以用爆棚形容。那么，管理层爆棚的信心来自哪里？

个人推测，无外乎三种可能性。可能一：公司看到了销售好转的迹象，或者拿出了自认能够扭转销售困局的措施；可能二：收购。通过收购大股东某酒业资产或其他白酒企业，获得并表营业收入；可能三：卖家当。尤其是手持两家券商一家银行合计账面 11 亿多元的股权。后两种获取营业收入的方法，一是忽悠一是败家，算不上是给股东创造了真实财富，希望管理层写下 116.33 亿营收目标时，不是计划拿这些把戏愚弄股东。此处，笔者梳理一下迄今为止掌握的、公司为 2014 年准备的措施，至于这些措施能否构成“可能一”，则需要动态观察了。

中档酒成支柱

老窖的信息披露一直不错，2013 年对国窖 1573 系列和特曲系列分别进行了披露。这将**有助于股东更详细的了解公司经营信息，值得表扬。总体来说，目前，高档酒是困局，中档酒是希望，低档酒可以放心。

先看国窖 1573 的困局。

通过对比老窖集团 2013 年和 2014 年债券募集说明书披露信息，并对照 2013 年泸州老窖年报数据，可以发现 2013 年高档酒营收大幅下滑，其真实原因正是由于 2012 年 4 季度公司将大量国窖 1573 压入渠道造成的。

表 1：2012 年高档酒（特曲及以上）数据明细。

	2012 年前三季度	2012 年全年	2012 年 4 季度
销售量（万吨）	1.8	2.26	0.46
销售均价（万元）	29.56	33.63	49.26
销售收入（亿元）	53.35	76.01	22.66
营业成本（亿元）	10.08	14.06	3.98
毛利（亿元）	43.27	61.95	18.68
毛利率（%）	81.11	81.5	82.44

表 1 数据显示，2012 年 4 季度共销售 4600 吨酒，销售均价高达 49.26 万元，比前三季度均价高出 66.6%。这只能有一种解释，4 季度大幅增加了国窖 1573 系列的销售，降低了特曲系列的占比。事实上，反腐反三公，正是从 2012 年 4 季度开始的。这批在 2012 年 4 季度压给渠道的国窖 1573，无疑是造成 2013 年财报高档酒营收降幅 35%的主要原因。如果考虑到“生命中的那坛酒”营收据说超过十亿元，那么除了那坛酒之外的 1573，同比销量应萎缩过半。

综合历史数据推测，2012 年 1573 系列销售量同比增幅 12%达到约 3700 吨，2013 年同比降幅超过 4 成。而 2014 年，暂时还看不到破局

之道。从年报表述看，公司可能准备对 1573 系列进行降价，零售价格大约介于五粮液和茅台之间。即便如此，在茅台和五粮液的两头围堵之下，营收能否增长，估计仍然要依赖于定制酒——“生命中的那坛酒”和 2014 年计划推出的“曾娜大师酒”——的差异化竞争。

中档酒，是老窖能给股东带来希望的地方。从中档酒的营业成本同比增加 33.19%推测，在 2013 年降价抢市场的过程中，泸州老窖特曲系列的销售量增幅应在两到三成间。依据经销商大会的反馈，中档酒市场潜力巨大，在 100-400 元的销售区间里，泸州老窖特曲及窖龄酒具备明显的品牌优势。目前的主要矛盾是混乱的价格，如果能系统性解决，老窖中档酒还能有大的飞跃。出于这一认识，2014 年公司计划将中档酒的工作重心放在理顺价格上。而产品，除了传统优势的特曲外，将重点推动 30 年窖龄酒和 60 年窖龄酒的销售。

为此，公司在年初将原市场部和打假办民营化，成立了专业的服务公司——泸州老窖知识产权服务公司，改行使权力为提供服务。在对窜货、低价倾销、直接或变相销售品鉴酒等违约行为的打击中，提供服务，获取收入。任何经销商一旦发现窜货等违约行为，即可通知知识产权公司进行取证，并对知识产权公司的服务付费。根据知识产权公司的取证，泸州老窖按照每瓶加价 20 元对违规产品进行收购，再由窜货经销商支付惩罚性价格买走。通过让参与打击违约行为的各个环节均有利可图，达到理顺价格，改变“货好销，没钱赚”的局面。

为推动窖龄酒的销售，全国窖龄酒前 17 名核心经销商，于 2014 年元月下旬，联合出资组建了“泸州老窖窖龄酒销售股份有限公司”。再以此为主体，成立省级、地级窖龄酒销售公司，由片区职业经理人团队以参股的形式参与。没有条件参股的一线销售队伍，直接并入经销商团队。由泸州老窖承担基本工资，成为经销商的合作伙伴。双重管理加利益捆绑，真正让一线团队建立以客户为中心的销售体制。在渠道上推进“1685 工程”（以县级市场为单位的 1 条形象街，6 家核心名烟名酒店，8 家团购单位，5 个动销乡镇），通过渠道下沉，推动销量增长。

同时，自 2014 年 3 月 5 日起，全国范围的针对 30 年窖龄酒和 60 年窖龄酒的平价行动，也已经展开。第一目标是将一批价分别拉上 150 元和 200 元，并通过计划中的三次后续行动，最终将一批价保持在 200 元和 260 元之上。

至于博大运作的低档酒，在目标人群中口碑优势明显，基本上是稳定增长趋势，令人放心。由于其采用固液法或液态法生产，其产能可以视作没有限制。只是净利润率偏低，以报表列示的博大酒业营销公司的少数股东权益推测，博大酒业 2013 年净利率不足 6%。即便博大将 2014 年销售做到 60 亿元，其给老窖增加的净利润也不过千万级别，影响甚小。从表 2 数据可以观察，2013 年 4 季度，低档酒毛利率和销售均价有降低趋势，该趋势需要在 2014 年 1 季报中进一步确认。

表 2：2013 年低档酒销售明细表。

低档酒	上半年	三季度	四季度
销量（万吨）	9.25	5.17	5.15（推测值）
均价（万元）	2.18	2.18	1.76（推测值）
营收（亿元）	20.14	11.31	9.08
成本（亿元）	13.55	7.58	6.96
毛利（亿元）	6.59	3.73	2.12
毛利率（%）	32.72	32.98	23.35

有点遗憾的是，公司年报没有对特曲老酒的失败进行总结，似乎管理层尚未给特曲老酒找到定位。特曲老酒，本是公司 2013 年拟重点推广品牌，以“一生情，一杯酒”为主题，全国范围内举行了 14 场周华健个人演唱会，却仅仅形成了一亿多元的销售额，不能不说是重大挫折。对于特曲老酒的下一步动作，未见公司有效的表述，也不知 2014 年将如何运作特曲老酒。

难有大幅增长

通过对老窖的资产负债表进行简化处理，可以得出表 3 的数据。

表 3：泸州老窖简化资产负债表（单位：亿元）

资产		负债	
现金及等价物	83.5	应付	15.3
存货	24.2	预收	15.6
股权投资	11.2	负债合计	30.9
固定资产	11.1		
在建工程	2.5	净资产	106
无形资产	2.6		
其他	2		
资产合计	137		

表 3 显示了老窖的轻资产运营特征。如将现金和股权投资合计约 95 亿元去掉大部——例如仅保留 15 亿元现金——公司的经营获利能力丝毫无损。

然而，这张资产负债表是有严重缺陷的。公司最主要的资产：窖池和品牌，均没有体现在表内。

泸州老窖拥有 440 年窖池 4 口、300~400 年窖池 94 口、200~300 年窖池 344 口、100~200 年窖池 1177 口，百年以上窖池合计 1619 口，垄断了全国浓香型名酒企业 90% 以上的老窖池。另有百年以下窖池 8467 口。

窖池的年龄，决定了其优级酒的出酒率。20 年以内新窖一般产不出优级品好酒，20-50 年的可以生产 5%-10%的优级品好酒，50 年以上的才能产出 20%-30%的优级品好酒，百年以上老窖优级品率更高。属于泸州老窖所有的 10086 口窖池，在财务上已经折旧归零。但正如中国古建筑泰斗罗哲文评价的：“别的设备越老越没用，唯有这种设备越古老越好，这就是始建于 1573 年的国宝老窖池。它是全国重点文物保护单位，是同行业唯一的‘活文物’、‘中国第一窖’，以其独一无二的社会、经济、历史、文化价值成为世界酿酒史上的奇迹。”

有位酒仙对浓香和茅台的局限做过一个精彩点评，“浓香的局限是时间，茅台的局限是空间”。茅台的扩产，最难的是找到具备同样风土条件的地方建厂。而浓香酒质量的好坏，要取决于窖池时间的长短。由时间雕琢出来的老窖池，是再多金钱也无法复制的，是泸州老窖最宽广的护城河。

老窖的品牌价值，最直观的例子，是年报 116 页显示，公司收到品牌使用费 1.16 亿元。仅仅允许别人有限制的、仅在某区域或某产品上、非独占性的、使用一年“泸州老窖”四个字，其交易对价高达 1.16 亿元，这块资产的价值之大，可见一斑。更重要的是，泸州老窖品牌，是完整属于股份公司所有，不同于茅台、五粮液租自集团公司。

因此，虽然当前市值 250 亿元，相对于报表显示的净资产 106 亿元，

PB 达 2.36 倍，但若考虑老窖池和品牌价值，笔者个人看法，可大略地视为 PB 为 1 倍。

当然，仅就业绩而言，老窖的天花板明显。老窖走轻资产道路，多年未投资于产能，在这行业冬季里，倒也轻松自在。也因为此，它失去了靠量推动营收和利润增长的空间。

国窖 1573 系列的产能，股份公司的口径是 1573 产能约三四千吨，而集团公司连续两年的债券募集说明书均声称 1573 产能 0.85 万吨。从采购的有机高粱数量上，可以推算出股份公司口径更符合事实真相。2013 年年报 28 页披露的关联交易中，有采购用于生产 1573 的有机原粮 5540.13 万元的关联交易，占同类交易的 63.11%。该条数据说明，2013 年采购生产 1573 的有机高粱共计约 8800 万元。2013 年收购价格不详，大体按照 2012 年农民获得的价格 4.37 元/公斤，上浮 10% 当作 2013 年供应商的成本，老窖按照供应商成本上浮 15%，收购价约 5500 元/吨，那么，8800 万元对应约 1.6 万吨有机高粱。按照老窖酿酒约八成高粱两成曲，三斤粮一斤酒，国窖群优级品率平均按 50% 估算，对应优级品基酒约 3500 吨。未来数十年，这一产能不会有太大的增幅。如果只能维持当前价格，就算年年尽产尽销，上限也不过增加 20 亿元营收，留给市场的想象空间不大。

特曲系列虽然受市场欢迎，但产能也只有 2.5 万吨左右，2013 年销售

量已经超出 2 万吨了。若 2014 年销量继续增长的话，产能天花板触手可及。

至于低档酒，倒是容易扩产，却利润微薄，对净利润帮助不大。

由此可见，对老窖而言，除非再次遇到不断上调出厂价的市场环境（目前看，难），否则，获得跟随或略高于通胀的增长不难，超额增长却很难再现。当然，目前估值水平进入，仍可以享受其高分红率，或等待股票市场牛市的来临，享受估值提升的回报。

今天有位朋友私信问起本文的第 7 条里，关于外包和消费税节约之间的关系，随口给他举了几个数字解释了一下，记录于此。

一、假设老窖自产一批酒，需原材料 1000 万，生产制造及相关费用 1100 万，而后按照 4000 万卖给销售公司。

则：1.消费税： $4000 \times 20\% = 800$ 万

2.增值税： $(4000 - 1000) \times 17\% = 510$ 万

3.税前利润： $4000 - 1000 - 1100 - 800 - 510 = 590$ 万

此处忽略城建税教育费附加等小税种。

4.所得税： $590 \times 25\% = 147.5$ 万

5.税后利润： $590-147.5=442.5$ 万

销售 4000 万，原料 1000，生产费用 1100 万，税收 1457.5 万，利润 442.5 万。

二、其他条件不变，将员工及生产部分单独申领一张营业执照，例如叫“苦力灌装厂”（简称苦力）。

则：1.原料：1000 万

2.加工费：1200 万（多给苦力 100 万毛利）；

3.付苦力代缴消费税： $(1000+1200)/(1-20%)*20%=550$ 万

4.付苦力代缴增值税： $1200*17%=204$ 万

5.老窖缴纳增值税： $(4000-1000)*17%-204=306$ 万

6.因为是委托苦力加工而后直接销售，按税法规定，无消费税。

7.税前利润： $4000-1000-1200-550-204-306=740$ 万

8.所得税： $740*25%=185$ 万（忽略小税种）

9.税后利润： $740-185=555$ 万

10.利润增幅： $(555-442.5)/442.5=25.42\%$

销售 4000 万，原料 1000，生产费用 1200 万，税收 1245 万，利润 555 万

五粮液半年报情况，应该算是好于市场预期吧。正常推测，市场估计会给

面子，向北运动。大部分内容没啥好聊的，五点印象深刻的地方，留个记号。

1) 上半年五粮液营收 116.6 亿，同比下降约 25%。但去年上半年的 155 亿销售，是动用了超过 30 亿预收款的结果，即去年上半年真实营收大约 129 亿。而今年预收增加了 3.6 亿，对应真实营收接近 120 亿，同比下降不超过 7%。经销商活力复苏明显。

2) 高端酒对这轮市场调整反应的早，也结束的早，目前比较难过的是中低端了。这一点从五粮液的毛利率提升上也可以看出来。毛利率提升 3.7 个百分点。当前市场环境下，不可能是价格上调造成的。虽然公司解释是成本控制，但推测是高端酒占比加大原因的可能性大些。五粮液这种国企，不习惯干以次充好的勾当。也不具备向管理要效益，大幅节约成本的能力。

3) 现金流入虽仅仅 68 亿，大幅下降。但由于应收票据增加约 53 亿，且全部是银行承兑汇票，基本等于是现金，是照顾经销商的资金头寸而已，基本不算放松市场政策。相比某些酒企大幅增加商业承兑汇票和应收账款销售，五粮液依然牛气冲天。

4) 公司渠道扁平化的努力，宣告失败。去年同期前五名客户占比约 17%。经过一年的改革，前五名客户占比超过了 27%。这是国有老爷的顽症。

信誓旦旦的战略，遇到困难，会毫不犹豫的滑回老轨道去。选择降价或补贴费用给大商，让他们去流臭汗，去想办法，比较符合国营大企业销售部门的工作习惯。除第一名大商（估计是银基）进货额有 10%左右下降以外，2~5 名大商的进货额，提升显著。

5) 报表 64 页那三个子公司，真是红果果的显示管理层居心不正，看着刺眼。三家公司总计多加两亿多投入，就可以全部变成控制子公司，进入并表披露范围。五粮液缺两三亿咩？显然不。但偏偏就是要少一点点，尤其是那个城市建设公司，多加 201 万，就并表了，就不加，就是要 49%，49%，36%，就是不想告诉你们这几家企业的经营情况，气死你😏。这种公司，最有可能就是永远都有盈亏数字入账，永远不会分红，永远白使股份公司的本钱

五粮液降价？（本文刊发于 5 月 23 日《证券市场周刊》）

五粮液的出厂价看似大幅降低，但由于取消了之前的补贴政策，其真实出厂价明降暗升，其实质是更好地理顺和掌控渠道系统。

本刊特约作者 唐朝/文

关于五粮液（000858.SZ）5月17日武汉营销大会下调出厂价的信息，市场解读不少。然而，大部分观点都错误的将五粮液的“涨价”行为，理解为“降价”了。

5月17日销售会议主要精神，可简单概括为：核心产品52度水晶瓶五粮液出厂价调整为609元/瓶，团购价659元/瓶，零售指导价729元/瓶；1618五粮液出厂价调整为659元/瓶，团购指导价729元/瓶，零售价809元/瓶；取消以往实施的补贴政策。

此次调价之前，五粮液的出厂价为729元/瓶，零售指导价为1109元/瓶。看上去，这次的确是降低且大幅降低了出厂价。然而，若是仔细看看调价前后真实出厂价的变化，我们会发现，五粮液不但没有降价，反而是上调了出厂价。

2013年3月24日之前，五粮液的出厂价为659元/瓶。按照此出厂价进货的经销商，另外享受季度返利和年度返利。季返按照10%执行，年返为1.5%-5%之间（见下表）。

表：五粮液年度返利标准

年度销售额	年返比例
大于 100 万元	1.5%
大于 300 万元	2.0%
大于 500 万元	3.0%
大于 1000 万元	3.5%
大于 3000 万元	4.0%
大于 5000 万元	4.5%
大于 1 亿元	5.0%

综合季返和年返后，经销商的进货成本实际位于 560-583 元之间。2013 年 3 月 24 日，五粮液将出厂价从 659 元/瓶提高到 729 元/瓶。并在打款的同时，给予 70 元/瓶返利，实际价格仍然是 659 元/瓶。同时季返和年返政策照旧。

因此，2013 年五粮液的一批价基本维持在 580 元/瓶附近。这个价格，部分大经销商可以做到维持运转费用不亏损，而小经销商则基本处于亏损状态。也因此，许多小经销商放弃从公司拿货，转从大经销商手中窜货。从厂家角度看，对大经销商的依赖度更强了，渠道失控的风险在增加。

由此，我们很容易看出，在 5 月 17 日武汉营销会议上，五粮液的出厂价表面上是降低了 120 元/瓶，但由于补贴政策的取消，实际出厂价是从 560-583 元/瓶的区间，统一上调至 609 元/瓶，上调幅度约 26-49 元/瓶。

背景变了

五粮液为何要选在此时上调出厂价？又为何敢于在此时上调出厂价呢？笔者认为背后既有允许上调的背景，也有五粮液管理层对产品的战略重定位。

背景变化之一是，经过 2013 年的遇冷，四川省及宜宾市政府对五粮液集团的期望值降下来了。在股东大会上，公司董事长刘中国谈到了政府对五粮液营收任务的调整：“对五粮液集团的目标从 2015 年实现收入 1000 亿元，调整为 2017 年 1000 亿元；1000 亿元营收构成，也从原定的集团 400 亿元、股份公司 600 亿元，调整为集团、股份各 500 亿元。”原目标若不调整，意味着 2014 年和 2015 年，五粮液年复合增长均需达到 44% 以上。这在当下市场环境下，几乎是一个不可能完成的任务。而调整后的新目标，不仅使五粮液面对的销售压力陡减，而且获得了比较充裕的回旋时间。在这样的背景下，公司才有可能以平常心面对市场，重新思考公司的竞争策略。

背景变化之二是库存的降低。不仅是公司库存的降低，更重要的是渠道库存的降低。据刘中国在年度股东大会上称，截至 2014 年 3 月份，公司库存是最近 4 年的历史低点。同时，五粮液最大的经销商、香港上市公司银基集团（00886.HK）的财报也显示，2013 年 4-9 月半年间，银基集团营业收入合计仅 1.14 亿元，而 10 月和 11 月两个月，营业收入

已达 1.04 亿元，市场销售明显回暖。将银基视为五粮液经销商的一个样本看，渠道库存大幅降低，应该是事实。另据广发证券一份未介绍数据来源的报告称，当前五粮液渠道库存仅千吨上下，不足高峰期的两成。

一方面，政府给五粮液管理层减压；一方面，渠道库存情况给五粮液管理层壮胆。正是这两种力量的合作，五粮液才敢于大胆的做出提高真实出厂价的决定。

战略换了

五粮液管理层对产品营销的战略也发生了一些改变。

首先是产品的重定位。本次调价，五粮液将自己的竞争对手从飞天茅台调整为除茅台以外的其他白酒，变“上马”对“上马”为“上马”对“中马”。

2013 年以前，五粮液的竞争主要瞄准茅台，目标是在高端酒里形成双雄争霸的局面。其价格和品牌构建，始终以飞天茅台为比拼对象。然而，当公务消费大部分消失后，市场供需将飞天茅台放在了 900 元价位以上，而将五粮液留在了 700 元价位以下。曾经以为公务消费是茅台的主要构成，而商务和民间消费是自己传统强项的五粮液管理层突然发现，当茅台挤占商务和民间消费时，五粮液品牌远没有想象的那么强大。

扛着一个自我安慰性质的出厂价和零售指导价，坚持了一年，却无法改变市场的真实成交价，五粮液管理层开始接受现实了。通过拉开约 300 元的零售差价，将自己的市场定位放在了 500-700 元区间，从力争“中国最高档的白酒”的定位目标改变为“次高端第一选择”。笔者认为，这个区间里，五粮液是无敌的。因为，有竞争力的产品，无量；有量的产品，无竞争力。

从这个意义上说，五粮液通过拉开和茅台的差距，放过最高端人群的大部，重新定位消费群体，构建次高端人群或者浓香口味的第一选择乃至唯一选择，是明智决定。

依据中国食品工业协会白酒专业委员会常务副会长兼秘书长马勇的统计，在公务消费断崖式下滑的 2013 年里，单价 300 元以上的白酒，约有近 25 万千升的销售量。如此广阔天地，即便放过高端三五万千升，还有近 20 万千升销量对应的消费群体，不考虑收入增长伴随的消费升级，五粮液的产能也仅能支撑占领其中 10%出头的市场份额，完全可以称之为大有可为。退一步，海阔天空。

此前五粮液的经销模式更依赖大经销商，这和贵州茅台（600519.SH）有很大区别。年报数据显示，2013 年五粮液前五名客户完成公司近 15% 的销售额，而贵州茅台前五名客户仅完成公司 5.2% 的销售额。五粮液大经销商模式，造就了银基集团、华泽集团、安徽百川、金榜题名、广

西翠屏、广东粤强等一个又一个赫赫有名的白酒经销企业，其中部分甚至已经拥有了自己的生产企业和白酒品牌了。大经销商模式，一方面缔造了五粮液的辉煌，另一方面，也使五粮液对渠道掌控能力日渐衰落。

本次调价之前的政策，很明显的驱动了小经销商通过大经销商进货，做大了大经销商的销售额，使渠道从五粮液获取了更多的年度返利。

小经销商进货带来的批发需求，一方面削弱了大经销商深耕市场的动力，另一方面，使五粮液的经销商，转化成了大经销商的经销商。一旦大经销商出于某种原因，转向竞品阵营（例如银基成为茅台经销商），对五粮液而言，失去的不是一“个”，而是一“串”。

本次取消返利政策，统一出厂价格，使大小经销商站在同一个平台上，不仅有助于驱动大经销商更加注重终端销售，也使得五粮液公司和经销商之间的层级减少，增加企业与经销商的直接接触，提高了渠道的稳定性和可控性。这是笔者猜测的五粮液管理层本次调价背后隐藏的另一战略变化。但这个猜测是否靠谱，还要看五粮液后续是否能够坚持无返点的经销政策。毕竟，和更多的、更小的经销商打交道，需要公司上下更多的动脑动嘴动腿，去观察、了解乃至迎合市场需求。对于国企员工而言，这当然远没有直接给个折扣，让大经销商的员工去动脑动嘴动腿、自己做甩手掌柜来得轻松。坚持对渠道的掌控力，不仅需要管理层的思想转变，更需要有灵活的激励体制去推动。

总的来说，五粮液本次调价，使白酒市场的竞争格局更加清楚了。五粮液放弃和茅台在高端的竞争，转而向下与其他较弱的对手抢市场，对五粮液而言，是经营层面的重大利好。而市场反应，也许需要一段时间去理解消息背后的含义吧！

古井贡酒半年报印象

1) 营收增加 3.6%，净利润降幅近 15%。和去年年报情况差不多，情况稳定，没有恶化。

2) 依赖购买的 10 亿银行理财产品带来的 0.54 亿利润，净利润降幅收窄为不足 5%。从数据上看，算是份漂亮的报告，市场应该会给点掌声吧。

3) 这样的市场环境下，没有通过降价（毛利率没有下降）竞争。销售费用/营收，也仅仅从 26.8% 小幅上升至 29.5%。其中广告投放同比未增加，仅仅增加了约 1 亿的宣传促销费用（推测是补贴经销商或终端的可能性大），便保住了营业收入的稳定。显示企业产品在所定位的价格

区间和销售区域里，有良好的认知度和比较强大的竞争力。

4) 现金流情况正常，应收情况正常，预收还增加 1 亿多。

5) 管理费用增幅有点大，同比增加了超过 1/3，多了六千万出头。主要增加是工资和损耗，不知是管理部门加薪还是加人。半年报没公布员工数额，要等年报看。

6) 总的来说，算是寒冬里一抹亮色。看上去，在古井贡主打的价格定位区间里（100~200），似乎没有受到比较大的影响。在古井贡的传统市场范围内，也没有收到外来名酒的挤压。无论经销商、员工还是管理层，小日子过得还算滋润。祝古井贡的股东，小日子也越来越红火。

ps：前天，老家来亲戚了，要 19 日才离开。老唐现在是全职地陪一名，只能简略的看看。错漏之处，各位球友指正补充。顺便解释：同样原因，这两天咨询老唐财务或酒业问题的朋友，大部分没有得到解答。不用私信了，这种情况八九天后自动缓解。

关于保险业的讨论

刚刚看见逍遥兄和球友关于保险业的一些对话，和老唐看法一致。
赶紧收藏。一者便于以后快速回复询问老唐为何不投资中国平安的朋友，
二者建议保险业投资者试试看能否回答逍遥提出的问题：

@逍遥狂客:回复@流水白菜:想请教一下，
全球最大的保险集团 AIG，目前的市值是多少？
它的新业务价值模型又是怎样定价的？
它的全球市场占有率又是多少？
当初巴菲特为啥不愿意在 AIG 困境时候收购它？
莫非它的浮存金不如盖克么？

~~~~~

@市场敬畏者 回复 @逍遥狂客：

嗯，找到了。AIG 找过老巴，《大而 不倒》里面描述还蛮精彩：

“沃伦！”弗劳尔斯拨通了巴菲特的电话后热情地问候道，就好像他们是最好的朋友一样。他向巴菲特提起了他们过去合作过的交易，接着便谈到这个电话的目的。他说手上有一份报告，显示美国国际集团很快就会面临资金短缺。他还告诉巴菲特这张数据表过于简单粗糙，“或许我本该用它来跟踪我的杂货账单。”



巴菲特被他这话逗乐了，弗劳尔斯继续说道：“他们就是一群白痴！”在这里，他故意停顿了一下：“但公司的价值还是很高的。”他解释说想让巴菲特给美国国际集团投资 100 亿美元，事实上，他希望他们能一起投资。

然而，巴菲特并不怎么想蹚这趟浑水。“你要知道，我现在的身家可不比从前，”他笑着说，“我手头也有点紧张。”他也不确定自己是否想介入汉克·格林伯格和艾利布罗德（Eli Broad）间的争斗，他们两人现在都在发起对美国国际集团的收购攻势。他告诉弗劳尔斯，自己唯一有兴趣看看的就是美国国际集团的不动产和意外伤害险业务。

“或许其中真存在好机会，”弗劳尔斯表示认同，“请至少允许我让维伦斯塔给你打个电话。”

弗劳尔斯回到会议室告诉大家，巴菲特不太可能参与进来，但他还是敦促维伦斯塔与巴菲特联系一下。

维伦斯塔从未见过巴菲特，他随即打了电话并开始他的推销，但还没等 he 说到重要部分，巴菲特就打断了他。

“我看过你们的年报，”他说，“你们的公司过于复杂，我没有足够的自信。听着，我们是不可能合作的，不要浪费你的时间了。你还有许多事情要

做。”

但巴菲特仍给维纶斯塔留了最后一丝希望：“如果你想出售其中的一些资产，我或许会有兴趣购买……不过也说不准。”

维纶斯塔对他能抽时间听听自己的想法表示感谢，随后便沮丧地挂断了电话。

~~~~~

@逍遥狂客 回复 @市场敬畏者：

呵呵，有没有考虑过，巴菲特希望要 AIG 的哪些资产？

而又对哪些资产比较希望避免？

开谜底，逍遥也对此说过很多次了。

他只要产险，短期就能判断盈利与否，而不希望纳入寿险资产。

他并没把握打理那些寿险浮存金。

~~~~~

@草帽路飞 回复 @bigfatcat：

把保险比作包含三家子公司：营销子公司、运营子公司和投资子公司，

那么平安资管就是投资子公司，负责资产端的所有配置问题。

~~~~~

@唐朝 回复@让子弹飞一会 20: 简单说，就三个字：看不懂。

复杂点解释：保险公司，对我而言，仿佛一个黑箱。其销售保险的收入，仅仅是类似于生产企业的采购部门，采购现金。采购有没有买贵，涉及到无数假设，核心是赔付率和利率。这些假设及其计算，读八年保险精算专业的人才，加上大量数据（还得假设数据是真实的）支持，也未必搞得正确。

确认采购部门没有买亏，然后才谈得上考虑生产部门能不能赚钱。保险公司的投资，就是它的生产过程。判断其每笔投资，是否正确，需要自己了解投资对象，能够评估其价值。这个能力圈要求，实在太太，老唐做不到。

对保险公司的投资，就老唐的看法而言，要么就是信念性的无条件相信管理团队的能力。要么就是赌牛市来临，享受保险公司用别人的钱买股的高杠杆收益。至于分析什么内涵价值云云，自得其乐的天书吧。

老唐既没有无条件相信管理层能力的信念，也因怕杠杆之害而愿弃杠杆之利，因而，包括平安在内的所有保险公司，都不是老唐的菜。

@唐朝：以老唐浅见，投资保险业的投资人有真懂保险业的（可能万中无一），但绝大多数人，可能觉得保险股要么只需记得“浮存金杠杆

+ 牛市到来”，要么“信念性的相信公司投资能力 + 中国保险普及度极低的现实”，就基本决定了保险股的九成收益（我拍脑袋乱估的），其余的一成，读书破万卷且还不一定能得。性价比太不合算了。

~~~~~

关注保险业的，@草帽路飞 兄的四万字科普，是不可错过的大餐。

不要因为是免费的就忽视了：

## 海润光伏的阳谋

刚准备关机睡觉，瞟到@黄建平 兄发的关于海润光伏的股价图，太有意思了，这局做的黑。这个局，利用了市场普遍的误区，以为高送配是在利润比较好的情况下，才能实施。实际上，翻开《手把手教你读财报》108 页，倒数第四行，清清楚楚地写着：「企业也可以利用资本公积转增股本，无需考虑是否有利润。有资本公积没利润，也是可以转增股本的。」

做局者利用了市场投资者的惯性认识，在 1 月 22 日，很策略地按照常见的高送转表述模式，发布了利润分配预案预披露，原话如下：

“基于海润光伏科技股份有限公司（以下简称“海润光伏”）未来发展需要并结合海润光伏 2014 年实际经营状况，为了积极回报股东，与所有股东分享公司未来发展的经营成果，在符合利润分配原则，保证正常经营和长远发展的前提下，公司前三大股东 YANG HUAIJIN( 杨怀进 )、九润管业、紫金电子提议海润光伏 2014 年度利润分配及资本公积金转增股本预案：以海润光伏 2014 年 12 月 31 日股本 1,574,978,384 股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 20 股。”

前面一段标有下划线的，是诱饵，也是预披露主要想让投资者看见的东西。强调的是“结合实际经营状况（没说亏赚），为了积极回报股东（暗示是大赚），与所有股东分享（暗示是赚），符合利润分配（暗示有利润进行分配）”。后面一段的“以资本公积……转增”（注意：不是用盈余公积或未分配利润送红股，也没有分红），是埋伏好的退路。

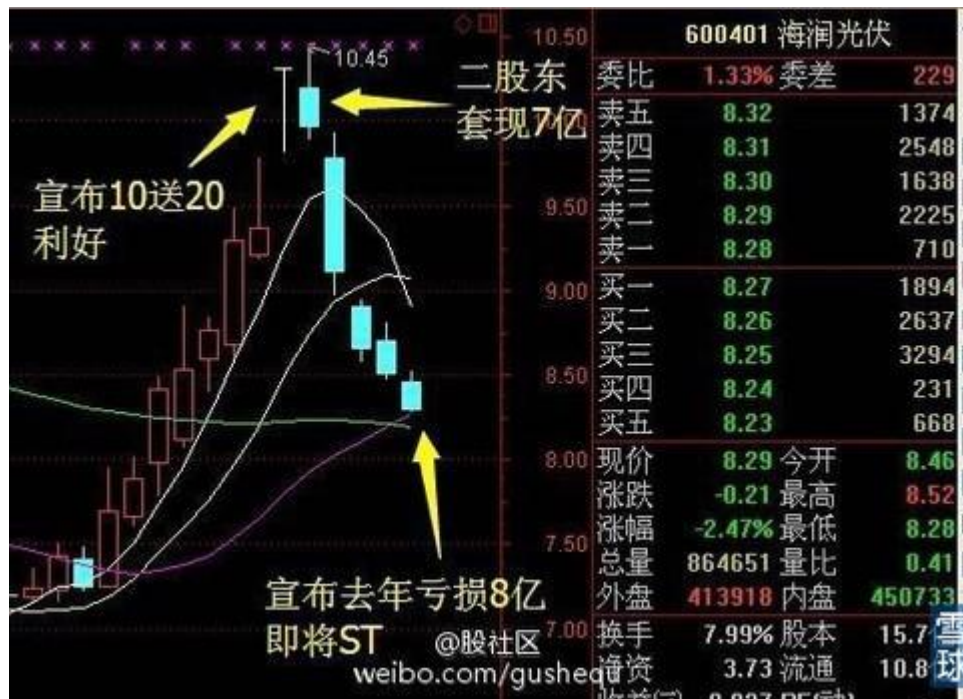
预案披露以后，二股东夺路而逃。把那些等着被积极回报的股东，留在了高高的山岗上。

现在报亏损 8 亿，可能 ST，证监会能怎么着？人家完全合规合法的进行了披露，并且二股东套现，也同样进行减持股份的提示性公告，所有程序合规合法，没有任何应披露未披露信息。是你们自己贪婪+无知，怪谁？（最终能揪住把柄的，也就是减持股份的二股东，其控股股东是上市公司现任董事，构成内幕信息嫌疑。这计划，可能是在连续大涨以后赶急作出来的，实在没有时间换二股东的名义持股人了，还是留了个尾巴。暴利面前，坚持拉下脸，赤膊上阵一次了😁）

悲剧，昨日有、今日有、明日还是会有，不用知识武装好自己的头脑，

在资本江湖里，不是踏进这个坑，就是掉进那口井。

对于被高送转题材诱惑进去的投资者，只能说.....深表同情、爱莫能助.....晚安！



补摘一段《手把手教你读财报》上的话，24 页：

「送红股这个过程，公司并没有真拿钱出来。股东的持股，也因为所有股东同比扩大而价值不变（一个饼分 100 份时占 10 份 和这个饼分 110 份时占 11 份，一样多），反而要损失税款。唯一得利的，只有税务局。只是因为资本市场喜欢这个数字游戏，也就有人乐此不疲」——不过要备注一下，书中这段话是写在用盈余公积和利润送股部分的，所以提到了唯一得利的只有税务局。海润光伏这种用资本公积转增股份的，不纳税，税务局没糖吃。

# 雷锋在哪里，雷锋在哪里，雷锋就在那财务报表里！

刚刚一位叫@格道 的球友 ,发帖询问老唐说 :看了一下 XX 网 2014 年财报，在合并利润表中有一个少数股东损益:-2.35 亿元，直接让归属于母公司所有者的综合收益总额从 1.29 亿变为 3.65 亿，财报中却没有任何详细说明。希望万能的雪球能够解开谜底！

老唐答复：

这个不奇怪，虽然老唐还没有来得及学习这份报表（老父亲住院十多天了，没抽出时间看），但给你举个例子，你就会明白如何可以达到这种效果：

- 1 ) 假设上市公司格道网和自然人雷锋共同成立格雷公司，上市公司格道网 51%控股，雷锋持股 49%；
- 2 ) 格道网将除所得税以外全部成本合计 70 的部分地雷散件，作价 100 卖给格雷公司；
- 3 ) 格雷公司增加各项成本 40 元后，组装地雷成功，按照 100 元投向市场，成功卖给了老唐，格雷公司利润-40；
- 4 ) 财务做账，上市公司格道网母公司利润表营收 100，营业利润 30。合并利润表营收 100，营业利润-10；



5) 格雷公司股东雷锋占比 49%，承担  $40 \times 49\% = 19.6$  元亏损，归属母  
公司股东利润为  $30 + (-40 \times 51\%) = 9.6$  元，就这样，合并报表归属母公  
司股东所有的利润就大于了营业利润；

6) 因为格雷公司亏损，由此还可以产生可抵扣递延所得税资产，导致  
格道网当期合并报表所得税费用为负，还可以增加点报表净利润；

7) 格雷公司为什么愿意亏？呵呵，你猜你猜你再猜！可以肯定，格道  
网要么对格雷增加股权投资、要么借钱给格雷，要么就是会产生大量应  
收账款，反正得有人出钱；

8) 老唐未阅读本文涉及公司财报，上述举例，仅限于讨论财务知识，  
与具体公司无关，谢绝跨省😁

补充：

1) 别问老唐买地雷干嘛，问者必被鄙视😏

2) 这种手法不算造假。这是明牌，上市公司已经履行了必要的披露义  
务。当然，如果是因为你看不懂而做了错误的判断和预期，那与上市公  
司毫无关系；

3) 必须强调的是，上市公司盈利或亏损，报表好看或难看，和明天的  
股价涨跌并没有可靠对应关系，此答复不涉及任何股价判断，请勿恶意  
揣测。

商誉这个东西有时想想挺荒诞的😏, 比如这个案例:

“根据公司与东阳市花儿影视文化有限公司签定的《现金及发行股份购买资产协议》中约定本次交易标的资产价格为 90,000 万元, 其中: 公司支付现金 27,000 万元, 其余部分以发行人在定价基准日前 20 个交易日的股票交易均价 29.57 元/股为基础, 发行数量为 21,305,377 股, 确认为公允价值。大额商誉形成的主要原因: 公司购买日支付对价 899,999,997.89 元, 购买日净资产公允价值 152,414,732.42 元, 确认商誉 747,585,265.47 元。”

简单说, 就是花儿影视净资产的公允价值 (不是账面值, 是公允价值, 账面值更低) 1.5 亿, 乐视付 2.7 亿现金给花儿原老板, 然后再送 2100 万股乐视股票。因而, 造成乐视公司的资产多出来 7.5 亿。要是只给钱不送股票, 乐视公司净资产就要少 6.3 亿😏如果拿上菜刀逼花儿老板再收下 3000 万股股票, 乐视公司净资产会再额外增加 9 亿的。~老唐要是花儿的老板, 铁定愿意牺牲自我, 为乐视股东谋福利, 帮人帮到底, 咬牙再收几千万股票, 只要卖的够税款就行😏

## 国投、洋河、招行一锅烩了

国投，略低于我的预期，半个月前经营数据出来的时候，以为会是个位数增长（见 <http://xueqiu.com/8290096439/57821362>）结果是个富二（-2%）。但也可以接受，火电利用小时下降，恰逢雅砻江来水不好，再叠加上降电价，三者加总还是赚 45 亿，自由现金流更是远高于 45 亿，对于一家六百亿市值的公司，仍然是一台马力强劲的印钞机，夫复何求？等雅砻江水电公司三季报拿到手的时候，两相对比，就可以看出火电到底有多惨了！也就更容易理解老唐为何只能给予火电部分 80 亿估值了。

洋河，意料之中的稳定增长，另一台印钞机。很巧，前三季度也是赚 45 亿，目前市值 950 亿。对比国投，市场给出了部分成长溢价。其实国投的销售更简单，应收账款更少，自由现金流更高，只是马上面对增值税返还减少、电价下降预期、未来三到四年水电部分无增长、所得税优惠部分依次到期等负面题材，压制了股价。当然，洋河和国投不是一个行业，还是跟白酒比吧！洋河的预增，早已按照中小板的要求，提前预告了，所以也没啥惊喜。但三季报的质量，还是亮点。总体而言，增长质量次于茅台，但已经优于五粮液了，毕竟五粮液主要靠费用上的腾挪，创造了增长，免不了会让人担忧其多少为了混改，做了些粉饰。洋河的发展态势，五粮液的老二，地位危急啊！

招行，我看鱼兄已经做了分解，而且还是“随便聊聊”。随便聊聊都聊的那么好，欺负我们嗦🙄~老唐就偷懒学习了，链接在此，要看的自己过

去 <http://xueqiu.com/2074020838/58723473> 银行业同质化的时代，正在跟我们慢慢 say goodbye 😊

## 五粮液混改，混的不理想啊！

公司拟以 23.34 元/股向公司员工持股计划等 5 名特定对象非公开发行不超过 1 亿股，募集资金总额不超过 23.34 亿元。

**员工认购：**员工拟通过国泰君安资管计划认购不超过 2200 万股（约 5 亿出头）。该员工持股计划参与对象不超过 3000 人（员工人均约 16 万元或 7000 股），其中公司董事、监事和高级管理人员共计 11 人认购比例为 8.53%（约 188 万股，人均约 400 万元或 17 万股）。该计划存续期为 48 个月，其中前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期。

**经销商认购：**君享五粮液 1 号拟认购不超过 1800 万股，该计划由公司部分优秀经销商以自筹资金不超过 4.20 亿元认购（4.2 亿，远低于预想。对于五粮液经销商的财力和数量而言，等于说捧场者寥寥无几！按照方案刚出来的时候说的，经销商参与的最低起点是 50 万股，最大的经销商出资超过 1 亿，推测最终参与的经销商估计最多也就二三十家的样子）

**基金认购：**泰康资管、华安基金、凯联基金拟筹建和管理的私募投资基金拟分别认购不超过 3400 万股、1500 万股和 1100 万股，其与公司均不存在关联关系，且以现金方式认购后股票锁定期均为 36 个月。（最终大头还是被基金吃进了，14 亿基金，占比这次所谓混改方案的 60%，增发给基金有毛用啊，五粮液又不缺钱🤔）

员工的容易安排，跟原计划数量基本没变。而按照 10 月 25 日五粮液发言人在经销商沟通交流会上说的：“目前，已有 10 家以上的基金公司主动找到我们，希望认购剩余部分。”口径，基金公司是认购经销商放弃的“剩余”部分的。估计当时五粮液考虑经销商怎么地也要认购个 10~15 亿，万一不够，由基金补缺，以免面子上不好看。结果经销商不捧场，基金成了主力😏

## 存：关于银行前景的一次聊天记录

.....

唐朝：鹿公，你随便拿一家银行报表，假设个极度恐怖的不良率，然后假设个回收率，试试看能对银行净资产造成多大伤害？我随口拿据说最

可怕的民生举例（没开电脑，记忆数据，希望没有错）：三季报公司贷款 1.2 万亿，个人贷款 0.75 万亿，拨备前利润 700 多亿，公司净资产 2900 亿。假设公司贷款 10% 坏账，坏账损失 70%，个人贷款 5% 坏账，坏账损失 50%，假设这些不良三年内全部爆出来，之后的“干净”银行按照 1.2 倍市净率估个值，再对照当前市值，看看恐怖不？（备注，当前民生 h 约 0.8 倍市净率）

目前市场恐惧的，是爆发的不良与息差之间的不匹配，忘记了银行只有在不良超过之前的估计值时，才会“意外”受损，而只要不良到了新的高度（哪怕是 10%），银行贷款的定价水平也会跟着变的。皮条客不剥皮，那是不可能的。至于你前面说的拨备率的问题，拨备本就是逆周期管理工具，拨备就是供这个时候用的，需要的话，拨备监管要求降到 100%~70% 之间，也不意外 😊

giftone：坏账率 30% 呢？是什么情况？

唐朝：嗯，那就死定了 😊。四大行当出纳，地方政府和国企借到就是大爷，银行技术性破产的时代，不良率最高到过 24% 😊 😊

鹿公：那时候的资产跟现在比，扩大多少倍，你还想扩大多少啊，学津巴布韦吗？

唐朝：这不是扩大多少倍的问题，是贷款的审核条件天差地别。我坚信，目前上市银行的整体不良，决然到不了 10%，这就是我坚持持有民生 h 和招行 h 的底气。

鹿公：我们银行业的问题如果光是坏账，俺认为问题也是不大，但是现在的问题在于坏账叠加利差缩小，坏账现在在陆续爆出来，利差 1 季度你可以看到会怎么缩小

唐朝：银行的贷款定价原则可以简单理解为：资金成本+预期不良率+预期利润。对息差大小的认识，根子上还是对资金供求关系的判断😊我认为，以我国的经济发展水平和现有资源，在可见的将来，资金依然是供不应求而不是供大于求。

鹿公：呵呵，所以我们的分歧可以集中到一点上，安全回报的收益是供大于求还是供不应求。如果供不应求，SHIBOR 怎么会在短短的一年内跌掉 30%

唐朝：这是供求程度的变化，供求差没有以往大了，这是事实，但银行新发放贷款依然是银行占据主动地位，是供不应求，这也是事实。



## 坏账与股价之银粉说

1) 银行的本职工作是经营风险，其预期损失是业务成本，没有任何可怕的。目前的上市银行，拨贷比基本都在 2% 以上，含义是说，银行已经按照二点几的预期损失定价，加在之前的贷款里了。在这个比率范围内的坏账，只是让预提的成本实报实销，捡不到预期利润之外的“额外便宜”了。

2) 非预期损失，才是银行的损失。即坏账率最终超过拨贷比的部分，会对银行股东权益造成威胁。非预期损失有个特点，资产相关性越高，非预期损失波动可能越大。所以，业务比较集中在某些行业或者某些较小区域的银行，非预期损失兑现的可能性较大。反之，贷款覆盖行业越高，分布地区越广的银行，抵御非预期损失的能力就越强。这个很容易理解，就好比买的都是同一个行业股票，或集中在较少的几只股票上，自然是波动幅度会比较大，涨跌幅度都可能比指数更大。

3) 股价反映市场对银行的坏账预期，例如民生 H，约 0.75 的市净率，其代表的含义大约是去除当前已经暴露的不良资产，其他未暴露的，大约已经占了民生银行净资产的 35%~40% 左右，即另外还有 1000~1100 亿坏账等着银行股东承受。简单粗暴计算方法：假设没有坏账的干净民

生银行，值 1.15pb~1.2pb（获得一家银行牌照，然后进行业务布局直至产生盈利的过程，需要付出一定的成本），列方程  $1.15 \times (\text{净资产} - \text{隐藏坏账}) = \text{市值}$ ，民生净资产 3000 亿，按 H 股股价计算，总市值约 2250 亿，得知市场先生目前估算民生银行另外还有隐藏的坏账约 1050 亿出头。

4) 按照民生银行目前 1.25 万亿公司贷款，0.73 万亿个人贷款，合计接近 2 万亿贷款，考虑抵押品折扣之后，按照坏账产生 50% 的损失估算，1050 亿隐藏坏账，意味着市场目前大约对民生银行隐藏坏账率估计约 11%（包含报表上的，大概就是总坏账约 13% 的样子吧）。

5) 最后，坏账这东西，永远没有准确数字，强总手头木有，小川手头木有，郑万春手头木有，你认识的那个分行行长木有，你朋友在民生柜台工作她也没有……，投资的难点就在这里，你要对你的“估算”下注。

6) 股价永远不是反映现实，而是反映现实与预期的落差。关键不在于现实好不好或者坏不坏，而在于现实比预期更差还是更好。银行经营的产品比较难以清晰透明，无法摆出来一一验证，所以预期波动大是长期的和一定的，这也给投资者带来的巨大的潜在利润空间，只是~市场预期可能需要时间去调较，调的更烂或变成更好。

7) 个人浅见，仅供参考，依此决策，风险自负。老唐个人持有民生 H 和招商 H。over。

回复@云蒙：云蒙妹妹提了两个很精彩、也很有价值的问题👍，我分答如下：

问：老唐，您说的也许有道理。那么问题来了，您觉得该怎么算，把不良贷款改为逾期贷款还是加上关注类贷款，又或者统一改成大家臆想的 6-10%的不良贷款，还有是不是损失改为 90%或者 100%？】

答：关于我个人怎么算的问题，在去年 11 月份的这篇小短文里，我写过。  
<http://xueqiu.com/8290096439/60847738>

是非常粗糙的方法，背后的思路，可以用斯蒂芬·彭曼教授下面这段话阐释：一个估值模型的关键问题，不是计算出“正确”的价值是多少，而是模型是否能够帮助投资者更好地理解隐含在市场价格中其他投资者的想法，并对此进行质疑。投资者在同市场价格“谈判”的过程中，其责任不是要提出预测或者完成价格估算，而是理解那些能解释市场价格的预期信息，从而决定是否自己接受市场报价。

问：不相信报表，不相信银监会数据，那还分析财报干嘛呢？

答：正如《手把手教你读财报》的副标题：财报是用来排除企业的。我的看法：财报不是拿来“相信”的，而是拿来“怀疑”的。银行（或者还是缩小范围说我国的上市银行吧），由于监管（无处不在的两大婆婆）和激励（没有花街的薪酬制度，管理层造假风险性价比不划算）的原因，做假账的可能性非常小，从这个意义上说，报表和银监会的数据是可信的。

然而，由于银行经营的是金融产品，其“完全真实的报表”中也充满了无数的估计、概率、假设、预测（甚至毫不夸张的说，有些可以叫做猜测），报表的每一个数字，都是含水量十足的，是绝对不可以直接去“相信”的。从这个角度说，我个人认为，读银行财报，不是以【假设报表数字为真，则其价值为 X】为方法，而是寻找市场给予银行低估值的理由，寻找情况究竟有多大概率真有市场看待的那么糟，寻找真的有那么糟、我将承担的损失（金钱或时间损失）的极限，这是我认为分析银行财报的意义所在。

或者干脆简单一点说，银行财报的核心价值，就在于两点：一是对“贷款与垫款”科目下的贷款减值项的理解，二是对该银行战略方向的认同与否。至于计算或预测营收、利润及净资产数据等问题，可能更多的是一种自我心理安慰。用心理安慰一词，听着可能不舒服，但我没找出更温和的词汇，还请相信老唐无恶意。我也是银粉，也才持有银行股，在对银行估值

问题上,你我没有大的分歧。这里的粗浅看法,仅供参考。最后,感谢云蒙妹妹的认真研究,无私分享🍎 //@云蒙:回复@唐朝:老唐,您说的也许有道理。那么问题来了,您觉得该怎么算,把不良贷款改为逾期贷款还是加上关注类贷款,又或者统一改成大家臆想的 6-10%的不良贷款,还有是不是损失改为 90%或者 100%?

不相信报表,不相信银监会数据,那还分析财报干嘛呢? \$中信银行(00998)\$ \$建设银行(00939)\$

## 对国投增发案投反对票的理由

这两天,由于国投电力的股价低于预计增发价格,有些朋友动摇了,以为让大股东以 7.95 买入,可以期盼大股东想些提振股价的措施。这个想法 too naive 了。老唐今天从炒股和投资两个角度,简单聊聊我们为啥应该对国投增发投反对票。

1) 单纯从炒股角度看,股价由股票的供应量和对该股票的需求资金之间的力量对比决定;

2) 如果增发通过,股票供应加大,市场资金被国投公司抽走建电厂了。

市场股票数量增加，资金总量减少。供应增加、需求减少，股价会怎么走，显而易见；

3 ) 如果增发被否决，股票供应量不变。如果这些人愿意锁定一到三年在 7.95 元认 ( jie ) 购 ( xue )，也完全可能直接到市场来买入更便宜的、不用锁定的筹码。他们若买入，会推高股价，对炒股者有利。即便他们不买入，股价也不过是沿原有趋势行走而已；

4 ) 所以，如果你是一个炒家，应该对增发方案投反对票。且由于国投股东数量极其分散，大股东又必须回避表决。所以，这次小散们若投反对票，是完全可能否决这个提案的；

5 ) 有种奴才，没事儿就大谈中国需要民主，等选票真给他，又作高深状，说然而并没有什么用。这里提醒一句：你有权放弃，但请勿阴森森地来这里丢几句“然并卵”什么的，挖苦打击行使权利的其他股东。这样做，会被拉黑的；

6 ) 从投资角度说，就要看估值了。国投的价值，可以大体看作三部分组成：水电、火电及其他；

7 ) 水电，主要是雅砻江水电的 52% ( 其余 48% 由川投持有 )、云南大朝山水电的 50% 和甘肃小三峡水电的 60%。三者加起来 2015 年售电

740 亿度；

8) 不讲高深的理论，按照最粗暴简单的方式毛估估：长江电力年售电 1050 亿度电，且售电价格比国投所辖水电售价低。所以，水电这块，国投下辖水电价值，至少应该大于长江电力市值的 70% (  $740/1050$  )，长江电力当前市值 2080，那么国投水电部分，价值应不低于 1400 亿；

9) 国投按控股比例分摊，刚好占比全部所辖水电的 52%，所以，水电这块，可以简单看成  $1400 \times 52\% = 730$  亿。老唐也用过其他估值模式，大体差异不大；

10) 特别提醒：考虑到水电公司的资产实际可用百年以上，但报表里一般按照 30~50 年计提折旧。即便是资产真的损毁重建重购，主要的移民搬迁、道路及配套建设等都不需要再花钱，所以，“折旧”费用中的绝大部分实际是隐藏的真金白银，水电公司真实的现金利润，是远大于报表利润的；

11) 雅砻江中上游还有两百多亿的在建工程、以及总计约 1500 万千瓦的开发权（当前雅砻江已经投产 1455 万千瓦），这个比长江电力等大股东修好电站加价卖给股份公司要有优势的多。算搭头吧；

12) 火电部分，装机容量约 800 万千瓦，2015 年售电 360 亿度，约等



于上海电力的售电量，但售电价格低于上海电力。上海电力目前市值 230 亿，我粗暴地打个对折去零，按照 100 亿算；

13 ) 或者按照目前火电的造价，大约每千瓦 0.4 万~0.5 万元算，大约 300~400 亿重置成本，国投占一半以上权益，怎么折也超过 100 亿；

14 ) 几十万千瓦的新能源部分，白送。财务公司，运输公司啥的，白送；

15 ) 综上所述，国投公司的价值至少不低于  $730+100=830$  亿，即每股不低于  $830/67.86=12.2$  元；

16 ) 按照国投公司提出来的增发方案，接受增发的（大股东等人）拿出 90 亿，认购 11.32 亿新股，占新公司  $11.32/(11.32+67.86)=14.3\%$  的股份，全体老股东占有的资产价值，从 830 亿以上减少为  $(830+90) \times (1-14.3\%)=788$  亿，即新股东一把从老股东腰包里掏走超过 40 亿；投反对票，可以帮助遏制贫富差距，哈哈！

17 ) 同时，国投增发募集资金，主要是投向新的火电项目。那么这里有两个判断，如果火电值得投，则前面算的现有火电价值还应该增加，增发价导致的老股东割肉更多；

18 ) 反之，如果火电不值得投，那么完全没有必要增发。更何况，国投

公司根本不缺钱，银行授信还有 1500 亿额度没有使用，如果要用 90 亿资金，分分钟就可以贷到款或者发债券。近日，许多上市公司发债的利率已经低至 3% 左右，这时候卖股权筹资，完全是崽卖爷田的败家子行为；

19 ) 所以，无论从投资还是炒股的角度看，增发方案的否决都是只有收益没有损害的。反之，增发方案的通过，对投资者和炒股者都是有害无益的。不会投的，表怕，到时候，会有《手把手一起投反对票》教程的；

20 ) 既如此，咱们就认真把自己当做公司老板，说一次不。即便白说了，情况也不会更糟，反正市场已经当做增发消化了。如果居然否决了，不仅捍卫了自己的钱包，也给市场一个意外，以后还可以拿出来  
zhuanbility：劳资当时就说了不同意！

21 ) 最后，说句题外话，国投要投的火电，没市场想的那么悲伤，基本都是电价高企的区域。价格反映供求状态，电价高企是可以作为电力供应木有过剩的证据的。看图中标红色的部分，对应的就是国投要投的新

火电。

| 地区   | 项目   | 上网电量   | 2014上网电量 | 电量同比    | 上网均价  | 2014上网均价 | 均价同比    | 控股比例   | 增发拟投  | 投资总额  | 2015营收    | 2014营收    | 营收同比    | 2015新投产 |
|------|------|--------|----------|---------|-------|----------|---------|--------|-------|-------|-----------|-----------|---------|---------|
| 天津   | 北疆   | 92.68  | 106.62   | -13.07% | 0.403 | 0.422    | -4.50%  | 64%    | 2x100 | 119.1 | 37.35004  | 44.99364  | -16.99% |         |
| 安徽   | 宣城   | 44.38  | 32.13    | 38.13%  | 0.403 | 0.429    | -6.06%  | 51%    |       |       | 17.88514  | 13.78377  | 29.76%  | 66万千瓦   |
| 广西   | 钦州   | 34.2   | 46.6     | -26.61% | 0.443 | 0.466    | -4.94%  | 61%    | 2x100 | 69.44 | 15.1506   | 21.7156   | -30.23% |         |
|      | 北部湾  | 23.45  | 26.62    | -11.91% | 0.453 | 0.47     | -3.62%  | 55%    |       |       | 10.62285  | 12.5114   | -15.09% |         |
| 甘肃   | 靖远2电 | 38.32  | 46.66    | -17.87% | 0.277 | 0.318    | -12.89% | 51.22% |       |       | 10.61464  | 14.83788  | -28.46% |         |
| 福建   | 华夏   | 44.19  | 58.99    | -25.09% | 0.402 | 0.444    | -9.46%  | 56%    |       |       | 17.76438  | 26.19156  | -32.18% |         |
|      | 福清湾  | 38.12  | 22.57    | 68.90%  | 0.469 | 0.488    | -3.89%  | 51%    | 2x100 | 67.67 | 17.87828  | 11.01416  | 62.32%  |         |
| 新疆   | 伊犁   | 23.52  | 31.92    | -26.32% | 0.253 | 0.251    | 0.80%   | 60%    |       |       | 5.95056   | 8.01192   | -25.73% |         |
| 贵州   | 盘江   | 21.81  | 12.73    | 71.33%  | 0.356 | 0.384    | -7.29%  | 55%    |       |       | 7.76436   | 4.88832   | 58.83%  |         |
| 火电合计 |      | 360.67 | 393.86   | -8.43%  | 0.391 | 0.411    | -4.87%  |        |       |       | 141.02197 | 161.87646 | -12.88% |         |
|      | 南阳   |        |          |         |       |          |         | 51%    | 2x100 | 62.5  |           |           |         |         |
| 地区   | 项目   | 上网电量   | 2014上网电量 | 电量同比    | 上网均价  | 2014上网均价 | 均价同比    | 控股比例   | 增发拟投  |       | 2015营收    | 2014营收    | 营收同比    | 2015新投产 |
| 甘肃   | 小三峡  | 31.3   | 35.31    | -11.36% | 0.26  | 0.251    | 3.59%   | 60.45% |       |       | 8.138     | 9.1806    | -11.36% |         |
| 云南   | 大朝山  | 55.51  | 64.75    | -14.27% | 0.206 | 0.207    | -0.48%  | 50%    |       |       | 11.43506  | 13.3385   | -14.27% |         |
| 四川   | 雅鲁江  | 652.82 | 595.2    | 9.68%   | 0.299 | 0.306    | -2.29%  | 52%    |       |       | 195.19318 | 177.9648  | 9.68%   | 45万千瓦   |
| 水电合计 |      | 739.63 | 695.26   | 6.38%   | 0.29  | 0.294    | -1.36%  |        |       |       | 214.4927  | 201.6254  | 6.38%   |         |

## 手拉手投个反对票

本文以 1 月 29 日召开的国投电力 2016 年第二次临时股东大会为例，简单粗暴地介绍一下股东表达反对权利的途径。

一、投反对票的理由，前面已经写文章说过了，没看过的朋友，请点击<http://xueqiu.com/8290096439/63697343>

二、有权投票的人：截止今天（1 月 23 日）持有国投电力的。同一个身份证号在不同券商开的户，用任意一个账户投一次就行了，后面再投的无效。下周账户股票的卖出买入和划转，均不影响你的投票权。

三、信用账户，请周一（必须是周一，再晚可能来不及了）通知你的券

商代替你投票(老唐以前建议的可以提前一天划转到普通账户上,抱歉,是老唐错了,实在是没玩过信用账户)。据有些朋友反映,某些券商要为代理投票收费 2000 元。自己看吧,觉得值就给,觉得不值就算了。也有部分券商系统先进,可以直接在信用账户里自主投票,问问你的客户经理吧,信用账户,老唐实在是不熟;

四、普通账户投票有五种途径,老唐依次说。

1) 现场投票。首先,1 月 26 号(星期二)上班时间,带上身份证和股票账户卡,到北京市西城区西直门南小街 147 号楼 1201 室公司证券部做个登记。如果你还要帮其他人投,还要带上人家的身份证和股票账户卡,并让人写好一份委托书。委托书的格式附在文末。

不想跑腿的话,可以把身份证复印件和股票账户卡(以及委托书)发个传真到 010-88006368,发完了,最好打 010-88006378 确认一下。

然后,1 月 29 日(周五)下午两点半之前到达上面这个地址的 207 会议室参加股东大会,并按照引导投票即可。

2) 交易系统投票方法 A。1 月 29 日交易时间内,跟你平时买卖股票一样,委托五笔买入单,买入代码都是 738886,买入数量都是 2 股(注意,不是 2 手,不是 200 股,就是 2 股),买入价格分别填 1 元,2 元,3 元,4 元,5 元。确认。搞定。之后在委托查询里,无论显示的是废

单还是委托成功，都不用管，已经搞定了。

3) 交易系统投票方法 B。1 月 29 日交易时间内，跟你平时买入股票一样，委托一笔买入单，买入代码 738886，买入价格 99 元，买入数量 2 股，确认，搞定。这种方法，很多公司都用过，但老唐没有肉测过，也没在正式文件里看到过介绍。个人建议还是用 A，稍微麻烦点，但比较靠谱。实在懒得委托五笔单，那就照 B 法委托一笔吧。

4) 交易系统投票方法 C。如果你按照上面两条中任何一条买入 738886，你的交易系统均提示你代码不存在或者代码错误什么的，证明你的券商系统智障。你需要在 1 月 29 日交易时间进入交易系统，在“股票---其它业务（或者可能叫其它交易）”里面找到一个“网络投票（或者可能叫新网络投票）”，点击它之后，里面会有一个选项叫“股东大会”，点击之后，会显示当天所有召开股东大会的上市公司。在其中找到国投电力，点击最后一列的“投票”。在弹出来的选项里面，通通勾上反对，点击投票，确认，搞定。

5) 交易所互联网投票平台投票。如果你拿着放大镜也没在你的券商交易系统里找到网络投票选项，那你的券商就不是智障，直接属于脑瘫痪了。你肯定搞她不定了，换个地方搞吧。去交易所搞的股东大会互联网投票平台，网址 <http://vote.sseinfo.com/home>

这里要稍微麻烦一点，需要先注册。混互联网的，都注册过无数的网站，没啥好说的，今天就去注册呗！注册一次，以后所有的上市公司股东大会，都可以通过这里完成。点击注册，按照指引一步步的该填啥填啥，就可以注册成功。放心，这是交易所的平台，大胆填你的股东卡号，手机号好了。

注册成功了，等到 1 月 29 日，点击这个网址页面上的“会议列表”，就可以看到国投电力的股东大会，跟前面说的方法 C 一样，勾选反对，点击投票即可。

#### 附件 1：委托书格式

国投电力控股股份有限公司：

兹委托 先生(女士)代表本单位(或本人)出席 2016 年 1 月 29 日召开的贵公司 2016 年第二次临时股东大会，并代为行使表决权。

委托人持普通股数：

委托人持优先股数：

委托人股东帐户号：

#### 附件 2：本次股东大会需要审议的议案

- 1.《关于国投电力控股股份有限公司符合非公开发行股票条件的议案》
- 2.《关于调整国投电力控股股份有限公司非公开发行股票发

行方案的议案》

3.《关于国投电力控股股份有限公司本次非公开发行股票预案（修订稿）的议案》

4.《关于本次非公开发行股票募集资金使用可行性分析报告（修订稿）的议案》

5.《关于提请股东大会授权董事会全权办理本次非公开发行股票相关事项的议案》

备注：如果你想对某议案投赞成票的，那就把买入数量改为 1 股，其他不变。如果你想对某议案投弃权票的，你一定是闲的蛋疼，还是收拾收拾出门打小怪兽吧！

附件三：

反对的理由简述：A、国投不缺钱，还有 1500 亿左右的银行授信没有用，用钱完全可以直接贷款或者发 3%左右利率的企业债，不需要发股票摊薄我们的每股收益；B、大股东想要更多国投股权，请自己去市场买入，不要强行平均抢劫每个股东的；C、在全国火电机组开机时间大幅下降的时候，募集资金投资建设新火电机组，必要性存疑。

附件四：答短线炒家问

看企业价值的投资者，很容易理解低于企业价值的增发，是对老股东的掠夺。而盯着股价的短线炒家，可能无法理解这种思维，再加上不怎么



阅读企业公告，于是有了一些很纯很天真的看法，老唐在这里附上对炒家错误认识的解答：

1) 炒家：现在的股价还不到 7 元，让大股东 7.95 元认购增发，大股东就有动力拉抬股价，使我们解套或者获利。

老唐：这部分增发认购的，短的锁定一年，长的锁定 3 年。即便像你想象的一样，有动力拉抬股价，那也是一年到三年以后的事儿，你确认你会等到一到三年以后吗？

2) 炒家：7.95 元的增发价远高于净资产，让增发通过可以抬高每股净资产。

老唐：就不解释复杂的水电公司净资产应该怎么看的问题了，简单举个极端的例子，如果你一分钱没投，直接从银行 5% 利率贷了 1000 万，建了一个水电站，电量和电价确定，因而基本确定每年税后收入是 150 万（这实际上就是国投旗下雅砻江水电缩小一万倍的数据），你的净资产是不是零，我拿 10 万买你一半股权你是不是巨赚了，你的净资产是不是被我抬高了很多？

3) 炒家：我测算过，国投必须增发获得部分资金，还掉银行贷款，这样才能够降低银行利息支出，抬高每股收益。

老唐：说明你没看增发资金的用途议案。这部分钱不是拿去还银行贷款的，而是要去新投一些项目。这些钱不仅不能减少银行贷款，可以预见的是，新投的项目必然还需要增加新的贷款配套。

4) 炒家：公司有新项目才能够增加未来的每股收益，提高公司股价。

老唐：增发募集投向的项目，能不能赚钱，我们先不说。就算是能赚钱，最快也要两年以后才能产生效益，而新发的这 11 亿股将直接摊薄今年和明年的每股收益高达 14%，所以，如果你关注短期的每股收益和股价的话，赶快学习本文并投出你的反对票吧！短线炒家想解套，必须要投反对票😁

@今日话题 @山行 @归隐林地 @跨越巅峰 @大杨 @释老毛 @胡涂的森林 @唐史主任司马迁 @丹书铁券 @黄建平 @东博老股民 @小小辛巴 @草帽路飞 @那一水的鱼 @不明真相的群众 @江涛 @.....我艾艾艾艾不完，记不到该艾谁了，没艾上你的，你看见了，也帮着转一下呗！谢谢啦🍎😁

## 再谈两投估值

早上被时间紧急先生捞起了投国投电力反对票的文章，文后不少朋友又在质疑文中用长江电力为标杆来估算国投电力价值的可靠性。说过了，估值的方法很多，便于理解，选择了一种最简单易懂的写。

这里，再举另一种粗暴的方式：

1 ) 国投或川投的估值，关键就是估算雅砻江水电公司的价值，因为两家公司的主要资产分别是雅砻江水电的 52%和 48%；

2 ) 雅砻江水电公司，大致可以分成三块。a.建成的 1470 万千瓦下游电站；b.中游两河口近 300 亿在建工程；c.中上游其他电站独家开发权；

3 ) 雅砻江水电负债近千亿，现金及类现金的流动资产 50 亿左右。假设我们此刻将中游在建工程和中上游其他电站开发权，毛估估算 350 亿价值；于是雅砻江水电，就剩余 1470 万千瓦下游电站和 600 亿负债，其他的忽略；

4 ) 国投川投两家公司当前总市值约 760 亿。其中包含两投下辖的火电及其他几处水电资产。我们保守的将雅砻江以外的水电和火电合计按照 60 亿算，也就是说，我们用 700 亿现金加上承担 600 亿负债，买下两家公司，我们就得到了 1470 万下游已经建成投产电站（有一台 15 万千瓦机组的马上投产，其他的已投产），每天白花花的江水路过，变成白花花的银子出来；

5 ) 接下来的问题就简单了，去问问业内人士，这样的已投产水电站每

千瓦收购价是多少，乘以 1470 万，这就是最简单的估值法。至于两个上市公司的壳，送你了，拿去换茅台喝了吧；

6) 每千瓦多少钱？不告诉你。自己找切，这只是思路展示，不是荐股，你懂的，老唐短跑速度不行.....

## 国投 2015 简评

没注意今天披露财报，下午喝的有点晕，看财报特别慢，晃悠悠晃悠悠，到现在才把国投的财报看完，川投的还没顾上看。先简单扯几句。

总体来说，受火电电价下调及需求不振影响，收入从 329.6 亿降低为 312.8 亿，减少了 16.8 亿，微降。同时煤价降低和降息带来的好处也基本这么多，本来刚好两抵的。适逢公司调整折旧政策，对机器设备等加大了计提，增加了当期折旧 2.45 亿。结果，营业利润从 99.3 亿降为 95.6 亿。（2016 年利润表能从这上面捡一点点便宜，建筑房产类的都稍微的延长了折旧年限，会略减少每年折旧数额，增加当期利润）

火电的情况，依然要取决于经济增长情况，总体来说不乐观。2016 年靠得住的增长，就是桐子林去年底投产的 45 万千瓦和即将投产的 15 万千瓦。虽然 2016 年规划发电量增长约 5%。但考虑到今年雅砻江锦屏一级、锦屏二级都将从 2015 年的免征所得税，提升为减半征收所得税；增值税从超过 8%的退，变成超过 12%的部分退。总体来说，业绩增长没有什么盼头，略微下滑是正常的，股价主要是看市场估值水平的提升了。

目前国投持股 52%，川投持股 48%的两家公司主力资产雅砻江水电公司，2015 年 78 亿净利润，100 亿左右自由现金流（2016 年，雅砻江水电可能有的变化，除了自然来水的影响，外送通道的协调之外，正面的有桐子林全年出力，负面的有所得税率提升和悬而未决的电价下降，综合来看，可以暂时看作无变化）。加上国投及川投火电新能源部分，合计总计百亿净利润，超过 150 亿自由现金流，以当前市场无风险利率 5%左右的水平看，2000 亿以上估值是可以给的，或者悲观一点，将雅砻江以外的部分看成零，继续坚持去年写的雅砻江合理估值 1500 亿的看法 <https://xueqiu.com/8290096439/46745756>。当前市价基本在对折左右。

报表中有个表述不明的营业外支出--其他项 2.1 亿，推测上跟上面的营业外收入有关，或者是什么工程物资损毁之类的，谁记起来了，明天可以打电话问问公司。顺带告诉他们财报 35 页把南阳发电公司持股比例

写错了。正确的是持股 51%，写成持股 55%了。

大致就这样吧，脑袋晕晕的，也不知道有没有闹笑话，还请@山行 @  
跨越巅峰 @丽春院 @黄建平 @大杨 @胡涂的森林 .....指教

## 国投划算，还是川投划算？

本文是写给两投投资者的，不谈论国投川投此刻值不值得投资，只讨论假如我们对两投有兴趣，目前价格投国投好，还是投川投好。

首先看川投。川投的资产比较简单，母公司体系包括的田湾水电站、天彭电力、康定仁宗海公司、嘉阳电力、交大光芒，包括合营公司长飞四川，全部加在一起刚好抹平总部日常开支。作为投资者估值，我是直接忽略当零对待。因此，川投公司真正有价值的东西，就只有雅砻江水电 48%的股权和大渡河电力 10%的股权（2015 年分红 1.22 亿）两块。

然后看国投。国投，粗暴的将水电资产独立出来，将火电、新能源及其他投资打包，这样就分成了两大块。水电这块，一共有三处，雅砻江水电 52%股权，小三峡 60.45%股权，大朝山 50%股权。其中小三峡 2015

年净利润 2 亿 ,大朝山 2015 年净利润 5.2 亿。都是水电站 ,小三峡 50% 股权的盈利能力正好拿来抵川投大渡河电力。

于是 ,我们可以将截至此刻 ( 2016 年 4 月 11 日收盘 ) ,两投的市值差 , 看成市场给雅砻江水电 4%股份 ( 52%-48% ) 、大朝山水电 50%股份 以及国投全部火电新能源及其他投资的报价。国投市值此刻是 457 亿 , 川投市值此刻是 375 亿 , 两者相差 82 亿。那么我们看看 , 究竟是 375 亿买 48%雅砻江划算 , 还是多加 82 亿再买 4%雅砻江、50%大朝山和 国投全部火电新能源及其他投资划算。

先说 4%雅砻江水电的价值。按照川投估值反推 , 可大致算出 4%雅砻 江股权价值为  $375/48\% \times 4\% = 31$  亿。大朝山 2015 年盈利 5.2 亿 , 50% 股权归属净利润是 2.6 亿 , 就按照川投今天市场给的市盈率 9.68 倍算 , 值 25 亿。

$82 - 31 - 25 = 26$  亿 , 这就是目前市场拍卖国投电力旗下全部火电及新能源 及其他投资的喊价 , 划不划算呢 ? 我们还是看了资产负债数字再说。

国投 2015 年财报里 , 水电这三家公司 , 代表总资产是 1337 亿 , 负债 960 亿 , 净资产 377 亿 , 归属国投股东的净资产是 196 亿。2015 年营 收 184 亿 , 净利润 85 亿 , 归属国投股东净利润 44.3 亿。从国投财报总 数据里减去水电这三家公司后 , 剩下的资产负债及盈利情况 , 就是火电



及新能源的。减出来是什么情况呢？

控制总资产 498 亿，负债 362 亿，净资产 136 亿，归属国投股东的净资产 70 亿，营业收入 129 亿，净利润 16 亿，归属国投股东的净利润 10 亿。

是的，2015 年经济的确不好，发电小时也在下降，电价还被强制降低了，但这家净资产 70 亿，年净利润 10 亿的资产包，目前卖价 26 亿。问问自己，是该恐惧，还是该贪婪，是该回避，还是该扑上去抢？

至于说国企的扩摊子冲动，两家都是国企，大哥不说二哥，乌鸦不要笑猪黑。况且两家公司的核心资产雅砻江水电的实际控制人是国投电力，怎么地也该还有个几亿元的控制权溢价吧？这白送

以上分析，有错误否？还请[@跨越巅峰](#) [@山行](#) [@丽春院](#) [@大杨](#) [@糊涂的森林](#) .....不吝赐教

~~~~~

补记：另一种悲观一点的算法。田湾河和小三峡两抵（都是 7 亿营收，2 亿利润）。雅砻江 4%股权和大渡河 10%股权两抵（都代表 27 亿度电）。82 亿买大朝山 50%股权、全部火电、新能源及其他投资。其中大朝山 50%依然作价 26 亿（极度低估），意味着火电新能源及其他投资部分，出价 56 亿。这种算法也没问题，只提醒一点，目前的其他投

资里，有了上市公司赣能电力的 33.72%的股权，买入价 6.56 元/股，目前市价 8.69 元/股（当然，锁定至 2.19 年 2 月 2 日）

回复@TheOneToBeStar: 不一样啊，银行对投资者能力和判断力要求高多了，看看@云蒙 每天算的帐、推的理、担的心就能体会到了。水电简单啊，适合老唐这种懒蛋儿。比如雅砻江吧，有数据可查的六十多年，来水基本稳定，有水库以后，更稳定。建好的 1470 万千瓦电站，一年发电 650~750 亿度，基本死数。每度电价格固定，两个一乘，就知道一年的进账了，就算偶有电价上下调整，也会公开告诉你。

江水流过银子流出，近乎零成本。由于有税收优惠以及税盾效应，我党抽头 20%~25%（所得税增值税水资源费库区管理费各种名目），然后还了债务本息部分，剩下的就是利润和折旧，这基本就是净落头了。几乎不需要跑销售，没存货，没坏账，真正五分钟搞懂。银行股，我也有，但要说雪球上有谁彻底搞明白银行的利润，我是不信的，那是操多少心也不可能彻底明白的，大家都是毛估估  //@TheOneToBeStar:回复@唐朝:这要看机会成本了

碰到我这种觉得买银行的机会收益率是 15%一年的可能就比不上雅砻江

确定性足够，但是我贪 😞

扯多了闲淡，送张有用的东西：国投电力企业资源总图。

需要的拿走，也欢迎国军阵营的挑错 🌹



几乎一股脑的评论都说“川投简单些，不乱投钱”，川投真的简单咩？的确简单，不过可能也不是你想的那么简单，还是上图看看川投的投资项目吧 😄（备注，老唐很看好川投的投资价值，只是反驳川投简单论） 😞



可怕的执行力！

洋河年报出来了,经营数字上因为预增早就公告过,没什么好聊的。而白酒业的复苏,老唐在 2013 年底鼓吹的时候,质疑的人挺多。今天谈,可能没什么人质疑了。共识聊起来就没什么乐趣了,扯扯洋河那令人恐惧的执行力吧。

从资产负债说起。洋河总计 338 亿总资产,105 亿负债。细看 105 亿负债,全是经营中的各类应付款项,以及经销商的返点和保证金什么的,

没有有息负债。也就是说，洋河地位强势，占着别人的钱自己用。报表上的净资产数据，实际是低估了，只要企业存续，这种占便宜的事情，洋河必将会滚动着做下去的。

资产的主要构成，现金及现金等价物和银行理财产品加起来约 100 亿，固定资产、在建、土地等加起来又是 100 亿出头，存货 111 亿，12 亿其他投资，简单明了。

销售上，去年卖出去 21 万吨酒，营收 160 亿，位居白酒业老三。这个不可怕，毕竟咱们也是城墙上的麻雀，见过茅台五粮液的。但可怕的是，这家企业卖出去 160 亿，居然 99.5%收到的是现金（2015 年销售收现 195 亿），0.5%收到的是银行承兑汇票，只有几乎可以忽略的 600 万左右的应收账款（即使把计提的坏账准备加回去，也才 800 多万）。难以想象吧，不要说五粮液，就是茅台也做不到。做不到啊！

从这个数据上看，洋河在财报里说自己【深度管理 700 多家经销商，直接控制 3 万多地面推广人员】那真是牛皮不是吹的、火车不是推的。这执行力太吓人了。你可在生活中见过卖 190 亿产品（含税），只有 8000 万用银行承兑汇票付款，只有 600 万应收账款的企业？

酒好不好喝，是个性的话题，但洋河卖得好却是铁的事实。论品牌号召力，客观说洋河和五粮液甚至老窖都还是有差距的。但她怎么就卖的这

么顺畅呢？看看员工构成，也许能发现一些端倪。

洋河员工合计 13291 人，其中销售人员 4088 人，占比约 31%，2015 年卖了 21 万吨酒。再看五粮液，2015 年卖了 13.8 万吨酒，营收 216 亿（显然五粮的销售均价要高出洋河一大截）。五粮的销售人员有多少呢？财报数据是 488 人，占员工总数（25940 人）不到 2%。大量的人员是干什么的呢？生产。五粮的生产和技术人员合计 24307，占比近 94%，看上去更像是一个庞大的生产车间。洋河呢，生产和技术人员合计 7650 人，占比约 58%。

从人员数据上可以明显看出，对于销售活动而言，五粮更依赖于经销商，而洋河则更依赖于销售员工的参与。再想想那个应收票据和应收账款数据，意味着每位销售员，一年产生约 460 万的销售额（含税），只有 2 万多元是用银行承兑汇票付款，只产生不到 1500 元的应收款，其他的都是现金，现金。狼，群狼，一大群狼。

而且，洋河产品的毛利率其实不低的。报表数字上虽然只体现约 63%，但由于洋河报表是把消费税及附加是算进营业成本里的。如果按照五粮液的同口径算的话，洋河的毛利率约 75%，比五粮液的 73%还略高。

要说这执行力哪里的来的，恐怕看来去还是要回到股东名册上去。在洋河的股东组成里，有两个角度可以看到这家企业狼性的来源。

一是持股，前董事长杨廷栋直接持股 1400 万股，对应市值近 10 亿。加上实际由百余名管理及技术核心人员持股的蓝天贸易公司和蓝海贸易公司，合计持股超过 3.37 亿股。再计算上没进前十大股东的部分高管持股，整个公司的核心人员有大约 230 亿身家是上市公司股票。公司多赚的每一分钱，都会通过市盈率的变压器，让他们直接计算出自己身家的增减。

二是股权结构。国资委控股的洋河集团是第一大股东，但控股仅 34.16%，而第 2~第 6 大股东（公司管理层及合作伙伴）合计持股 41%。很明显，没人可以独大，国资委不可以，管理层也做不到。双方形成了相互制衡的股权结构。

这可能就是洋河狼性的来源，也是洋河在其品牌号召力、产能、产品等方面并不占明显优势的情况下，杀进中国白酒业三强，不仅远远地将其对手远远地甩在后面，而且其杀气已经直逼老二的颈项了。市场之所以会给洋河一个基本等于五粮液的估值，这个股东名单及其带来的执行力，恐怕是真正的原因。

~~~~~

老唐补记：本文无一字谈估值高低，没说过洋河值得买。仅仅是谈了企业执行力的来源，请不要因本文而做任何投资决定。老唐持有洋河，文



中很可能有爱屋及乌的情绪，请睁大双眼，警惕阅读。股市有风险，决策请谨慎。除了你，没人会为你的决定负责

## 解密洋河高成长

（本文是 4 月 25 日晚上写的《可怕的执行力》一文的扩充稿，发表于 4 月 29 日出版的《证券市场周刊》）

十年间，洋河股份迅速成长为白酒行业三强，在品牌、产品等并不具备先天优势的情况下，其高成长的秘诀在于大股东和管理层相互制衡的较为理想的股权结构及其带来的强大执行力。

本刊特约作者 唐朝/文

4 月 25 日，洋河股份（002304.SZ）发布了 2015 年财报，全年实现营业收入 160.52 亿元，同比增长 9.41%；实现归属于上市公司股东净利润 53.65 亿元，同比增长 19.03%。同时，洋河还发布了 2016 年一季度业绩报告，实现营业收入 68.43 亿，同比增长 9.32%；实现归属于上市公司股东净利润 24.56 亿元，同比增长 10.28%。

早在 2 月 26 日，公司就发布过业绩预告，就经营业绩而言，是市场已知的信息了。经营数据中，除了省外销售出现了超过 22% 的可喜增长，首次在洋河的营收中占比达到 40% 以外，其他数据平稳有余、惊喜不足。然而，了解企业经营数据仅仅是阅读财报的第一步，数据后面隐藏的企业核心竞争力的变化，才是更宝贵的信息。

## 洋河的高成长

洋河股份于 2009 年上市，可信的经营数据最远可以追溯至 2006 年。那时的洋河，不过是一个营收 10.7 亿元的“小个子”。当时白酒业上市公司的营收座次是五粮液（000858.SZ）、茅台（600519.SH）、泸州老窖（000568.SZ）、山西汾酒（600809.SH）。十年后的 2015 年底，这座次已经变成了茅台、五粮液、洋河、泸州老窖、山西汾酒。

表 1：著名白酒上市公司营收对比（单位：亿元）

| 营业收入 | 2006 年 | 2015 年 | 年化增长   |
|------|--------|--------|--------|
| 茅台   | 49     | 326    | 23.44% |
| 五粮液  | 73.9   | 216    | 12.66% |
| 老窖   | 18.7   | 69     | 15.61% |
| 汾酒   | 15.2   | 41     | 11.66% |
| 洋河   | 10.7   | 160    | 35.06% |

数据来源：各公司年报

洋河 2006 年营收只有汾酒的 2/3，今天则是汾酒的近 4 倍。洋河人用了十年时间，成功跻身营收过百亿的中国上市公司白酒业三强，并将其竞争对手远远地甩在了另一个数量级。复合年化增长率高达 35%，不仅远远超过五粮液、老窖和汾酒，连当之无愧的白酒业老大茅台也得俯首屈居第二。

归属于上市公司所有的净利润数据同样闪亮。

表 2：著名白酒上市公司归属净利对比（单位：亿元）

| 归属净利 | 2006 年 | 2015 年 | 年化增长   |
|------|--------|--------|--------|
| 茅台   | 15     | 155    | 29.63% |
| 五粮液  | 11.7   | 61.8   | 20.31% |
| 老窖   | 3.4    | 14.7   | 17.67% |
| 汾酒   | 2.6    | 5.2    | 8.01%  |
| 洋河   | 1.75   | 53.7   | 46.29% |

数据来源：各公司年报

2006 年，五粮液和洋河的净利比是 100：15。2015 年，变成了 100：87，洋河的净利年化增长率达到了惊人的 46%。震惊之余，我们也会好奇：同样的市场环境下，洋河靠什么做到如此大幅超越同行的增长呢？

强大的控制力

截至 2015 年底，洋河总计 338 亿元资产、109 亿元负债。资产的主要构成简单明了：现金、理财产品及大致可以看成现金等价物的资产加总约 110 亿元；固定资产、在建和土地约 102 亿元；存货 111 亿元，其他投资约 12 亿元。至于 109 亿元负债，除了财报没有披露来源的 21.8 万元长期借款，剩余的全是经营中的各类预收款、应付款，有息负债近于零。也就是说，洋河在整个产业链上具有强大的控制力，通过占据产业链的核心地位，以预收应付等多种方法，控制并运用着远超企业净资产的资源为企业创造财富。只要企业存续，这些预收应付会持续滚动下去，报表净资产数据，实际是低估了。

洋河在 2015 年卖掉了 21 万吨酒，创造了 160 亿元的营业收入，还原成含（增值）税口径看，是 187 亿元，2015 年销售商品收到的现金高达 195 亿元。同时，银行承兑汇票只有 0.8 亿元。至于应收账款，仅 600 万元出头，占比几乎可以忽略。

银行承兑汇票相当于略打折的现金，企业收到汇票后可以到银行贴现，得到扣除贴现利息后的现金。当企业允许经销商用银行承兑汇票付款时，类似于帮助经销商获取了银行贷款，或者是等于放宽了经销商的付款期限，又或者干脆相当于变相降低了出厂价。通过观察这些名酒企业对经销商以银行承兑汇票付款的接受程度，也可以看出企业对渠道的实际控制力。

为了同口径观察，笔者将上述五家企业期间贴现的未到期汇票金额加回，对比其在营业收入中的占比，结果如下：2015 年的营业收入中，各家企业所收的汇票占比分别为，洋河 14.4%、茅台 26.4%、五粮液 45.8%、老窖 37.3%、汾酒 48.8%（值得注意的是，汾酒所收票据中，居然有部分未获银行承兑的商业汇票——通俗理解，就是买酒企业打的白条）。这组数据同样可以看出洋河对现金付款要求最高，对渠道的控制力在几大酒企中遥遥领先。这种控制力又是通过什么手段获得的呢？

## 独特的经销模式

洋河年报介绍企业核心竞争力的部分，除了谈到自然环境、绵柔技术、中华老字号和产品的系列化四大优势以外，还谈到了企业的团队平台优势：“公司拥有一支理念新、执行力强的营销团队，深度管理 7000 多家经销商，直接控制 3 万多地面推广人员”。在笔者看来，恰恰是这最后一条，才是洋河不同于茅、五、老、汾的控制力源头。至于环境、技术、品牌和产品系列化程度，洋河与上述四家企业相比，并不占据优势，甚至可以说处于劣势。

各大名酒企业，其销售主要通过经销商完成。但在与经销商的关系处理中，又分为以经销商为主和以企业为主两种不同的模式。茅台、五粮液等企业，走的是以经销商为主模式，企业与经销商是买卖关系，经销商给钱，企业发货，交易完成。至于如何完成销售，那是经销商的事情，

企业顶多在费用或媒体宣传等方面给予适当配合。这种模式，对于酒企而言，销售人员少、市场事务少，管理链条短，能力要求低。

而洋河走的是另一条以企业为主的道路。依靠洋河自设的分公司和办事处，在当地招聘和培养业务员，由分公司和办事处直接管理，按照洋河的“522 极致化系统”进行市场推广和产品销售，当地经销商主要起配合作用。在市场的拓展过程中，经销商必须严格按照洋河的要求运营，否则随时可能产生二批商取代总经销、二批商直接被淘汰乃至业务员变身二批商的局面。通过这种模式，洋河牢牢地将渠道和市场掌握在自己手中。这就是年报表述的“深度管理+直接控制”。

这种模式管理链条长、管理层级多、人员事务繁杂，对运行制度、利益分配体系和员工的主观能动性要求都非常高。因此，洋河正式在册员工 13291 人里，销售人员高达 4088 人（并通过这 4088 人控制地面推广人员 3 万余名），占比超过 30%；而茅台员工总数 21115 人，销售人员仅 642 人，占比 3%；五粮液员工总数 25940 人，销售人员 488 人，占比不足 2%。

## 控制力的源头

不说管理 3 万多人，就是管理 4088 人，也一定比管理 488 人辛苦的多、复杂的多。为什么洋河管理层不选择和其他企业一样的轻松道路呢？笔

者通过深度挖掘，认为秘密隐藏在洋河的股东名册里。在股东名册中，我们可以从两个角度找到这家企业高速成长背后的强大控制力源泉。

一是从持股数量上看，企业经营情况直接关系到公司核心管理人员和技术人员的财富值。前十大股东里，前任董事长杨廷栋个人直接持股 1400 万股；另由一百多名管理及技术核心人员持股的蓝天贸易和蓝海贸易公司，持股 3.23 亿股；再加上没有列入前十大股东的部分高管持股，整个公司核心人员加总，有大约 230 亿元资产与上市公司经营状况息息相关。公司赚的每一分钱，都会通过市盈率的放大效应，使相关人员的财富值出现约二十倍的变化。

二是从股权结构上看。国资委控股的洋河集团是第一大股东，但持股仅 34.16%。公司管理层及其合作伙伴位列第 2 至第 6 大股东，持股 41%。很明显，在洋河，没有人可以一股独大，国资委不可以，管理层也做不到。这样的股权结构，形成了一种约束和平衡，使得对企业有利的决策，容易被支持；对企业有损的决策，有足够的动力去质疑。同时，使大约 25% 的公众股股东的立场有了争取价值。

这可能就是洋河营收及净利润高速发展的原因；这可能就是洋河建立庞大销售团队的动力；这可能就是洋河在品牌号召力、产能、产品等方面并不占先天优势的情况下，能杀进中国白酒业三强的秘密武器。市场之所以给洋河一个基本等于五粮液的市值，其股东结构及其带来的强大执



行力，可能就是原因。笔者甚至可以断言，若五粮液不尽快在股权结构及管理机制上作出重大改革，洋河很可能在未来三五年内，从营收和净利润上全面超越五粮液，成为中国白酒业浓香老大。

最后，奉送各位读者一个彩蛋。2015 年财报里，洋河五次谈到行业并购和集中化程度的提高，并在 2016 年经营计划里提出“探索资本运作的突破，促进公司加快成长”，推测 2016 年洋河可能会有行业内收购行动。

（声明：本文仅代表作者个人观点，作者持有洋河和茅台公司股票）

后记：本文实际上还有一小段，写洋河的理财收益，是追求对现金的高效利用带来的结果，以及因洋河将消费税及其附加纳入营业成本内，同口径毛利率实际要略高于五粮液。因版面原因，没保留。

## 老窖，呵呵

那啥，八十老太靠墙喝稀饭

1) 4 月 27 日，年报分红预案说：按照规定，公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中

所占比例最低应达到 80%。公司本次分红 , 现金分红所占比例为 100%。

10 派 8 元 , 现金分红总额 11.22 亿元。很明显 , 截止年报发出时 , 公司要么没有规划重大资金支出安排 , 要么就是年报说谎 ;

2 ) 5 月 4 日 , 继续停牌公告 , 策划非公开发行股票。5 月 17 日 , 方案曝光 : 按照不低于 21.86 元/股的价格 , 非公开发行约 1.372 亿股 , 新发股份占原总股本近 10% , 募集资金 30 亿元。而公司 2013~2015 年 , 累计现金分红分掉了 40 亿元 , 其中约 22 亿被大股东及其关联人拿走 ;

3 ) 募集资金计划投入基酒产能扩大项目。该项目位于四川省泸州市黄舣镇 , 项目分两期进行 , 其中一期工程为本次非公开发行募集资金投资项目 , 总投资 33.41 亿元 , 拟使用募集资金 30 亿元。一期工程 2016 年开始征地 , 2017 年 1 月开工建设 , 预计 2020 年 12 月竣工。该项目总投资占公司最新一季报净资产的 1/3 以上 , 毫无疑问属于重大资金支出 ;

4 ) 依照项目建设需求 , 项目整体所需资金 33.41 亿 , 2016 年仅仅是开始征地 , 整个建设期高达 5 年 , 2016 年绝对不可能需要用到 30 亿资金。我们武断地按照 2016 年需要支出全部投资的 1/3 去猜测 , 只需要将 2015 年的现金分红方案修改为送红股方案即可搞定项目所需资金。且白酒企业一贯现金流极好 , 2016 年本身还有高额净现金流入。无论从哪个角度说 , 都没有增发新股、稀释老股东股权的必要 ;

5) 已披露的定向增发对象，泸州酒业投资公司，为泸州酒业产业园区管理委员会全资子公司，成立于 2016 年 5 月 11 日，定增合同签署于 2016 年 5 月 15 日，拟出资 2 亿元认购新发行股票。该产业园区管理委员会地址位于黄舣镇，产业经营和园区地址与泸州老窖集团全资子公司泸州酒业集中发展区高度吻合。一个镇上搞出两个几乎一样的产业园区，概率极小。所以参与定增的企业，高度疑似泸州老窖集团公司一致行动人；

6) 如果 4 月 27 日年报披露分红方案时，公司关于无重大支出的表述不是假话，那么该定增扩产方案就是五一大假期间匆忙策划出来的。且接受定增的企业，恐怕是度身定做的，跑完手续成立仅四天后就和老窖签署了 2 亿的认购股份合同；

7) 因此，这个事情我个人的理解就是先搞高额分红，派掉股份公司的现金( 其中大股东及其一致行动人拿走了近 55% )然后火线挖坑做项目，让集团及相关利益人入股，明目张胆地强行低价卖掉全体小股东约 10% 的股份（而且，后面还有二期工程等着的）；

8) 当然，也许市场喜欢。毕竟内部人如此不加遮掩地这么做，能说明这个位置的确低估，今天市场以暴涨应对也说不定。呵呵；

9) 申明：老唐纯属路见不平、碎嘴几句。本人目前不持有老窖，且至少在今年内也不打算买入。

## 万科管理层对资本市场规则的四大破坏

一个多小时以前，老唐发文说，万科事件里面实际上有三层逻辑：

1) 从宝能登上舞台至今，王石及其所代表的管理层错误连连、昏招倍出，违背了资本市场基本规则，侵犯了大股东和小股东的利益，导致情况恶化成目前这样；

2) 现在闹成这样，后果可能很糟，是所有人全输的结局，无论宝能、华润、安邦还是管理层或者小股东，只有损失没有收益；

3) 从万科公司的利益角度说，王石等管理层存在的价值远大于宝能和华润，如果整个管理层滚蛋，让宝能或者华润实质性控制，万科将元气大伤。

~以上是三件事，对于后两件，辩论各方其实没啥争议，我没看见过一个人说，宝能或华润执掌万科会比王石郁亮做的更好。争议是集中在 1

上，挺王派以二三做依据来论证 1 正确，是典型的没逻辑，没是非观，屁股指挥脑袋。

~~~~~

林兄及其他几位朋友质问我万科管理层破坏了哪些资本市场规则。老唐对此比较震惊，原因不提也罢，以免有小看人之嫌。咱们对事不对人，不说什么轻视油条君，你不够格做我的股东，我不需要民企之类的低水平言辞，直接说违规之处。

违规之一：在并未有真实重组事件发生时，谎称正在筹划重大资产重组事件，自 2015 年 12 月中旬停牌至今，严重损害小股东权益。这个停牌，对宝能、华润实际上并没有什么损伤，因为即便继续交易，宝能也无权卖出所买进的股票，华润更是没有出售股票的打算。损害的是什么，无外乎阻止了宝能继续高价买入股票，同时扼杀了小股东将股票卖给宝能或其他意图买入者的利益。高达半年以上的停牌，受害的是小股东。之所以说其是谎称，今天我们都已经清楚，华生也质问过，这个所谓深铁重组，明显是停牌以后才去现找的。此为违规之一。

违规之二：作为一个要求所有股东一起出售 20.65% 股权、交易标的额高达 456 亿的重大资产重组案，管理层有义务在提交董事会表决之前，与准备出售的资产所有者取得沟通，获取原则同意后提交表决。（即：问问资产所有者，我要卖你们东西，你们什么意见？）而事实上，管理层在长达半年的停牌时间里（注意停牌时间里，不涉及什么内幕交易问

题)，就要求华润、宝能、安邦等所有股东出售他们持有股权的 20.65% 这个事件，并未与华润等达成基本一致意见，同时也没有与独立董事进行沟通，就在不得不最后表决的时间里，仓促提交董事会表决，这就是大家说的不尊重股东权益。此时，管理层有没有想到过提案如果通不过，怎么办？无论是直接复牌还是将管理层与大股东矛盾激化，都是**损害万科公司乃至万科全体股东利益。管理层有为股东想过吗？还是说，管理层认为十拿九稳一定表决通过？

违规之三：当议案在董事会引起华润 3 名董事明确反对的时候，管理层有理由知道，这个议案即便在董事会通过，最终在股东大会依然会被否定。道理很明显，司马昭之心路人皆知，王石自己也说过，就是要赶走宝能。所以，宝能必然是反对方（难道管理层会认为宝能会投票同意赶自己走？），加上华润的明确反对，该提案已经确保拿到 40% 的股东大会反对票。而按照万科公司章程，这个提案必须要拿到 2/3 赞成票才能通过，也就是说，哪怕全体股东通通都来投票，宝能和华润的反对票，已经确定了此议案确定被否。

此时，如果是负责任的管理层，应该怎么做？当然是想办法再沟通、再修改方案，力争获取华润的同意。且当时有两大台阶，一是关于回避的独立董事是否计入分母的问题，二是华润并不否定和深铁的合作，甚至连作价也没有否定，只是就用股权收购表达了自己的反对意见，回旋余地还很大。然而，管理层是怎么做的？公开与华润对撕关于回避独董是

否计入分母这一人咬狗话题，引发全国媒体集体关注，使管理层与股东之间的矛盾公开激化，直接造成后面万科公开信说的恶果：“部分待签约项目出现解约或终止签约情况；部分已售未结的项目面临退定和交付风险；客户由于焦虑而质询的情况每周成倍增加；银行和评级机构在重新评估公司的信用风险；部分项目合作方对经营前景深表忧虑甚至调整商务条款；猎头闻风而动，频繁联系公司员工，人才流失风险上升”，

为什么会这样？对银行稍有了解的朋友都知道，银行对客户贷款由正常下调为关注，或者由关注下调为不良的条件里，就有“管理层与股东出现重大分歧，可能会影响到公司经营与贷款归还”此类条件，这是什么行为？是损害公司信誉和公众形象的行为，对于资本密集型的地产企业，筹资能力是其重要的竞争力之一，损害公司信誉和公众形象的行为，就是损害公司价值，损害股东利益的行为。

不仅如此，王石本人还在微信朋友圈里，直接攻击大股东，谈论撕下最后一块遮羞布，谢幕不着急之类的言论，进一步将矛盾扩大化；

违规之四：虚假信息披露。当宝能宣布将对议案投反对票的时候，公司管理层对外发言是：事发突然，暂时没有需要对外公开的事项，公司需要研究以后再发布信息。这要么是赤裸裸的虚假信息披露，要么是管理层渎职。原因同上，宝能投反对票，是任何头脑正常的人都会想到的。管理层在长达半年的策划期内，没有做出如果宝能投反对票怎么办的预

案，我宁愿相信是虚假信息，也不愿相信他们智商欠费；

在面对为什么不用现金买的询问时，谭华杰的回复是：深铁会接受吗？注意，不是说“我们尝试过现金购买，深铁拒绝了”，而是一个反问句：深铁会接受吗？稍微有点阅读能力的都能知道，这说明管理层并未向深铁提出过现金购买的方案。道理也简单，其实他们压根就是需要找个新的国企股东，来坐大股东位置，根本不是一定要买深铁的地。然而，在公众继续询问时，谭华杰的回复变成：给股权是为了和深铁长期捆绑，这事关万科的未来，事关万科的生死。这回答，不仅改变了前面深铁不接受的解释，同时，还将万科贬低为要靠三块深圳土地才能生存的地步，这不仅是虚假信息披露，还是严重损害万科公司商誉的行为。

然而，事情还没有完。这样一个在管理层口中事关万科生死未来的事情，现在也变成无关生死了，因为万科将迎接下一个非深铁的重组方，一个也许不涉及股权交易的重组方。这岂不是再次打了管理层的脸：你们又说谎！

这些你们都能否认，认为管理层没有违背资本市场基本规则，没有违背职业经理人的基本职业操守吗？

~~~~~

6.29 日晨补发的回复（因为回复淹没在评论里，太多人质问老唐管理层究竟违反了具体哪条法律法规，不胜其烦，干脆把回复补在正文里拉倒！）

一觉醒来，发现评论八百多，匆匆翻了一下，最后补几句了事，翻篇不谈了：

1) 老唐本文无论是林本木提问，还是老唐的解答，都谈的是“管理层违背资本市场基本规则，违背职业经理人职业操守”，一群反对者看见四条分类简写为“违规之 X”，如获至宝地要求老唐解释违背了哪条国家法律，违背了哪条证监会规定，否则就是啥啥啥的。呵呵，动动脑，如果违背国家法律和部门规定，就不是在这里聊；

2) 那么什么是资本市场基本规则呢？简而言之，就是这个市场内默认的，大家都知道或者应当知道的游戏规则：股份公司属于股东所有，人们按照约定投票权决定事宜；股份公司是资金聚合体，不是人员聚合体，取得上市公司股份无需证明自己的智商、颜值、人品、职业、道德水平、个人爱好等条件，只需要你是最高出价者即可；职业管理人受托管理公司，具有以股东利益最大化为出发点考虑问题的义务，具有向股东如实披露信息的义务。如果反对者连这些基本规则被践踏都认为无所谓，还是别涉足股市了吧，真的好危险的，随时为卖掉自己的人喝彩👏；

3) 关于违规之一，很多人说停牌是筹划，你老唐连筹划的字义都不懂。呵呵，看看万科 H，为什么停了 10 个交易日就复牌了？很简单的证明了，截止 2016 年 1 月 5 日，万科公司拿不出任何可以向港交所证明所谓“筹划重组”存在的资料，就复牌了噻！只有 A 股一众小散，硬生生地

被从 24 元以上，停到现在忐忑于会面对几个跌停板的问题，被剥夺了以 24 元乃至更高（赤裸裸地说，突然停牌就是为了防止宝能继续追高买入）用脚投票的权利。这是不是侵害股东利益，是和尚头上的虱子--明摆的事儿，不知道这些人拿所谓的长远利益来证明王石等人没有侵害股东利益的时候，脸红不脸红😏；

4）有几位长篇大论地驳斥老唐，说公司只是增发新股，不是卖公司股东股票。这种无知的言论实在不值一驳，只能晒晒了事；更有甚者，态度是对付流氓必须更流氓，这算什么，中国资本市场比这严重的多的违规行为，也没见被怎么样。这就是属于你说鸡蛋坏了，他说隔壁鸭蛋更烂你咋不说呢。纯属浪费时间；

5）还有用所谓企业的长期价值来说事儿的，表明自己是资深价值投资者，不在意短期股票涨跌（意思是油条君带来的从 14~24 对价值投资者没好处？）。这种人在面对重组提案的时候，就不谈长期价值了。管理层设计的重组提案，是用万科自今日之后直至企业灭亡的那一天为止，所有利润及资产的 20.65%，换取了深圳的三块地以及一句臆想中、没有任何合约固定下来的、甚至连口头保证都没有的深铁优先合作权。这三块地按照公司自己公布的计算（是否乐观先不管），是截止 2027 年能给公司带来五百多亿的利润。这些价值投资者，对万科企业这辈子能挣到的所有钱的 20%，折现到现在以后，估值就这么点儿，对于万科的未来远远不如油条君看好嘛！估值这么点儿，好意思说看好万科未来，

好意思在市值 2600 亿的时候不离场？

6) 至于拿油条入主、华润入主会给公司带来毁灭性打击，公司管理层对万科价值无限大之类的观点来反驳老唐的，是连问题在哪儿都没摸到。老唐文章起始就说过了，万科管理层对万科价值的重要性，我没有不同看法。对于油条和华润控盘万科后，若赶走现有管理层是对万科企业价值的伤害，我也没有不同意。但这不能拿来证明王石及其背后的管理层在这件事情中，遵守了资本市场基本规则，做到了职业经理人的诚实守信及维护股东利益。万科事件中讨论的不是现有管理层该不该走，现有管理层和宝能华润可能委派的管理层哪个更优秀的问题，我们争论的是，他们设计操作此项重组案的过程，是否侵害了包括你在内的大小股东的利益。我是要告诉你：是的，他们侵害了股东利益。Over。

## 规则

在宝万之争的讨论中，我想起了昨天的一件小事，模糊地感觉到可以拿过来，类比违法违规和违背市场约定俗成的商业规则之间的关系，

但是我想的不是很清楚，尚不能准确地表达出来。先说事儿吧：

大家知道，昨天收到朋友送的手机，多了一部 vivo x7，图个乐呵，就在雪球搞了个猜上证指数送手机的活动。捧场的朋友比较多，其中有朋友就发现了一个规则漏洞，来问老唐：说我把每个数字都转发一遍，不是包中吗？我当时想了想说：确实，如果规定一人只能转一次，会比较公平，但是由于雪球没有这样的功能，我或者其他球友又不可能具备这样的能力，监督某人的多次转发（因为周五收盘后，此人完全可以删掉所有的不正确答案，然后再通知我）。所以，这个没法解决，只能说希望大家以娱乐心态对待，照顾大家约定俗称的习惯，一起乐呵乐呵就好。实在要有争议问题，反正老唐包邮白送自己的东西，拥有活动最终解释权。

吃完晚饭上雪球，还真发现有位两万多粉丝的朋友，从 2900 点开始，每个点转发一遍，一直搞到 3100，并且他确实也说了，是发现了这个规则漏洞，就是来钻规则空子的。怎么办呢？我也不能说无效，对吧？毕竟规则没有这么明确规定禁止这么做。

就如同万科管理层在没有有效的重组对象的情况下，紧急停牌，然后去找重组方；或者如同明知道方案通不过，也放上董事会赌一把，赌大家不敢撕破脸否定，导致股价出现宝能（或其他人）无法接受的大跌；当分歧出现以后，大张旗鼓推波助澜的炒作股东与管理层分歧，以伤害公

司经营的焦土抗战为手段，迫使对方退却；或以对方资金为短期为由，发难股东持股能力问题；或者以对方自身历史劣迹为由，传播宝能作为股东会掏空公司的看法；又或者明知道有些左右市场的信息发布违规，但可以通过让“不小心”被媒体知道了的所谓内部讲话、私人社交媒体、不盖公章的举报，来发布一些对股价有负面影响的信息，给对手方或监管层施压……等等。

这些东西，你要说违法违规吧？确实我承认，好像也没有明确的条文规定不准这么做。你要说合法合规吧，作为市场参与者，我们又能明显地感受到不对头。尤其是作为公司聘请的管理层，编造莫须有的“宝能将危害公司利益”言论（实际上宝能作为持股 25%左右的股东，依然有管理层持股、华润持股、其他股东持有的制约，万科董事会 11 名董事的组成，明确规定有 3 名管理层、3 名独立董事、1 名外部董事，宝能即使成为 29.99%的大股东，也很难控制董事会，干出所谓“掏空”万科的行动），利用一切手段打击股东宝能，作为在市场长期生存的投资者，很难没有危机感，捍卫资本利益几乎是唯一合乎逻辑的立场。

截止目前，我们可以看到的宝能在万科收购战中所做的事不多，发出的声音也不多，总计也就是：1）找钱买万科；2）反对万科以 20.65%股权换三块地；3）提议改选全部董事。这三件事里，最后一件事“也许”对公司有损，至少全部换，应该是有损（重申，我也同意现有管理层的经营能力是优秀的，宝能人可能是比不过的），但前两件事，就是一个

股东的正常反应。

反观万科管理层做了些什么事呢？1 )公开宣称宝能不配做万科股东；2 )股东大会批准的百亿回购资金，在股价极其便宜的时候，吮大拇指呆坐，放纵其他人（含万科管理层设立的资管计划）高杠杆买入万科股票；3 )当宝能大笔买入推高股价后，紧急停牌半年，寻找符合管理层要求的重组方，且无法提交港交所认可的所谓重组意向，导致 H 股复牌交易，A 股丧失交易权利的不公平局面；4 )以万科未来所有收益的 20%换取深圳三块地；5 )将管理层与大股东的纷争尖锐化暴露于天下，损害公司经营和融资能力；6 )通过非信息披露渠道，举报大股东资金来源“可能存在非法性，涉嫌操纵股价；……

如此等等，怎能用一句“你老唐给我找出他们违背了哪条法规？找不出来，你就是油条君的水军”来了结？？

扯远了，说说那个每个点转发一遍的人吧：老唐轻轻地拉黑了他。是的，规则没有说逐点转发不可以，但规则也没有说老唐拉黑人需要一个别人认可的明确理由。我就是手一潮，拉黑了他，导致他周日将无法将中奖的那条转发艾特给我，于是他“自动放弃”了中奖资格。等下周一，我会解黑他，当做什么也木有发生。这就是人心里的规则。做的对不对呢？我也不晓得！但是我的心告诉我，必须这么做🙄



什么是正义？一百个人可能有一百零一个答案。推到尽，结果正义的支持者，必然归宿是「我之蜂糖，你之蜂糖。我所做的一切都是为了你好」之道路。程序正义的支持者，则认为「你之蜂糖，我之砒霜。程序本身就是正义，至于结果（哪怕是错误的结果）只是程序正义的成本」。老唐为什么成为所谓的倒王派，正因为我抵触那些为了实现他心中的“高尚”目的，可以不择手段的价值观；抵触那些信奉“成大事不拘小节”、为了正确的目的可以“我是董秘我也说不知道”的策略😊

~~~~~ . .

宝万之争（叫宝王之争更合适，是宝能和王石争夺万科控制权问题）话题的争议之所以激烈，是因为其本质是「结果正义 vs 程序正义」之争，这个古今中外都是口水战的经典话题。

老唐荐书汇总 1：投资类书籍

4月23日是世界读书日。各大网络书商必不可少的推出了各种剁手活动，很多朋友迫切地需要找可信的书凑单。老唐在这里将自己曾经在雪球上推荐过的投资相关书籍做个汇总，各位看着对胃口的，直接拿走。

投资类书籍很多，各人口味不同，老唐的推荐必然是挂一漏万。选择的主要原则一是重要，必须读；二是好读易懂，有趣味。

1) 《**聪明的投资者**》(本杰明·格雷厄姆著)。格雷厄姆是巴菲特的老师，是证券投资的鼻祖。是他建立了投资分析的体系，第一次让股票投资脱离了玄学和赌博。这本书是投资必读读物，是《证券分析》的科普版，是投资的“道”。重中之重是第八章和第二十章。直达链接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=BfXGbf&come=appmessage>

2) 《**投资中最简单的事**》(邱国鹭著)。此书道理浅显直白，结合中国实践，从投资理念、方法、系统、风险等各个方面分享了作者的经验，虽然其中也有部分观点，老唐是不完全赞同的，但真的是本开卷有益的好书。直达链接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=9fzWOv&come=appmessage>

3) 《**投资最重要的事**》(霍华德·马克斯著)副标题叫“顶尖价值投资

者的忠告”，巴菲特的推荐语是“这是一本难得一见的有用的书”。也是雪球里很多高手枕边书。直达链接

<https://union-click.jd.com/jdc?d=5OzHE4&come=appmessage>

4) 《**股市真规则**》(帕特·多尔西著) 副标题叫“世界顶级评级机构的投资真经”，以具体操作的“术”为主，属于上手就能用的。直达链接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=siBls1&come=appmessage>

5) 《**巴菲特的护城河**》(帕特·多尔西著)，本来英文书名跟巴菲特一毛钱关系也没有，起了个哗众取宠的中文名。但书真心不错，薄薄一本儿，详细阐述护城河理论的。直达链接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=DiScwD&come=appmessage>

6) 《**巴菲特致股东信——股份公司教程**》(劳伦斯 A.坎宁安著) 这是分类整理了历年巴菲特致股东信的精华(提醒一下，注意看作者名，叫类似书名的，还有本垃圾书加了个“精华版”，别买错了)，但据很多精通八国英语的朋友反映，翻译的不顺溜，有很多别扭之处。直达链接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=rO4qhb&come=appmessage>

如果不急的话，关于巴菲特的书籍，还是建议等@renjunjie 的新书出版。老唐已经读过初稿，可以负责任的说，是中文世界里关于巴菲特投资思想最好的书，没有之一。任老师前些年出了一本奥马哈之雾，也非常棒，不过已经绝版了。有新书等，可以不用再去找旧书了。

7) 《巴菲特之道》(罗伯特·哈格斯特朗著) 这本书的译者杨天南 , 雪球 id : @天南财务健康谈。本书不仅展示了巴菲特投资理念的变迁 , 也阐述了巴菲特购买企业的 4 个维度 12 条准则 , 并用了 9 个巴菲特真金白银下注的案例 , 挖掘了巴菲特在做出这些投资决定时的思考和计算过程。已经脱离投资理论范围 , 直接具备了操作手册的价值。

8) 《低风险投资之路 第 2 版》作者徐大为 , 雪球 id @David 自由之路。大为在这本书里分享了他行走低风险投资道路的各种兵器 , 每样都不算深入 , 但非常能开阔投资者思维 , 尤其是会让你真正理解市场中总是存在一些可以精确计算出来的捡钱机会 , 并养成随时挖掘价格与价值差的习惯。大为已经发行了他的私募基金 , 据说是雪球规模最大的 , 约 1.7 亿 , 其中大为本人出资 2300 万。榜样的力量是无穷的 , 他分享的工具 , 你 , 值得拥有。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=hnaGh6&come=appmessage>

9) 《乱世华尔街》作者渔阳。这本书是写作者自己 2006~2010 年间作为华尔街债券交易员身份 , 经历那场金融海啸的故事。但有趣的是 , 它并不是严谨的自传体 , 而是以演义或者小说的形式写出来的 , 是我读过的最漂亮的微观角度看次贷危机的书。作者的文字功底令人佩服 , 我读着感觉比小说还精彩。把有关债券、股票、金融衍生品、次贷危机等等大把的专业术语 , 写的非常生动 , 让人边读边笑边长知识。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=BCPDPL&come=appmessage>

10) 《大败局 1+2》作者:吴晓波。十多年前的老书了。讲述了中国第一批的明星民营企业,在最好的日子里,一个一个轰然倒塌的故事。那些企业曾经给人们带来了最好的产品,却没能活的更长久。在令人激动的年代,很多企业在冒险和风险中,做出举世的成绩,但却逐渐膨胀,让成功在瞬间便灰飞烟灭,这是一部警世之作。讲成功经验的书籍太多,才衬托出这本失败经验的可贵。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=fp8tQE&come=appmessage>

再来几本财务类的。

1) 先自吹自擂一下,推一下自己的《手把手教你读财报》。无论投资投机,都需要会看财报。否则连自己买卖的是啥都不知道,恐怕容易“投”出自己的钱去“资”助别人,或者“投”出自己的钱,给别人创造致富良“机”。不过,能看老唐帖子的,基本上可能都买过了,这个推荐估计用处不大。

直达链接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=PeI7vf&come=appmessage>

2) 《亚洲财务黑洞:揭秘亚洲财务欺诈手法》,作者陈竞辉。全书分七章,分别从操纵收入、操纵费用、操纵经营现金流以及公司治理框架几个方面展示了上市公司进行财务操纵的手法。难能可贵的是,作者利用其丰富从业积累,除第一章外的其他六章,每章都展示了三个真实案

例分析。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=Rw1INP&come=appmessage>

3) 《从报表看企业 数字背后的秘密 (第二版)》，作者张新民。张新民教授有个八集公开课叫《企业财务报表分析》，用格力电器报表做样板，展示了对企业财务报表进行分析的过程，在网易公开课里可以免费下载观看。可以当做这本书的配套视频，如果看书费劲，可以直接听老师讲课，更容易明白。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=GhletD&come=appmessage>

老唐荐书汇总 2：投资之外

有朋友看了老唐推荐的投资类书籍后，强烈要求老唐再推荐些跟投资无关的闲书。闲书这东西，量就大了去了，口味差异也大了去了。既然大家这么信的过老唐，老唐就把自己认为非常经典、可能几十年以后依然会有人购买阅读的一些闲书，做个整理。如果其中有你没看过的，又觉着属于自己喜欢的类型，别客气，直接拿走。

历史小说：

1) 《明朝那些事儿》当年明月著，这个不需要简介了吧，我儿子把全套七本，每本都看了四五遍以上，并由此喜欢上了和明代历史人物有关的一切书籍，当年明月的写作风格，太有魅力了。现在出了个增补版，全套有9册了。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=VLED93&come=appmessage>

2) 马伯庸三国系列

《三国配角演义》，《三国机密：龙难日》，《三国机密：潜龙在渊》，《风起陇西》。马伯庸真的是个鬼才，网络人称亲王（绰号来源不明），他的小说以跌宕起伏、悬念迭出著称，小说与史实混杂，能搞的天衣无缝，看完以后往往以为他写的东西更真实、更合理。这三部都非常精彩的小说笔法，抽丝剥茧，连缀成文，让最深藏不露的三国配角，以及他们隐藏了一千七百多年的秘密阴谋，全都呈现在读者的眼前。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=4rzLbA&come=appmessage>

3) 曹昇（曹三公子）秦汉系列

《流血的仕途》写李斯与大秦帝国的。《嗜血的皇冠》写汉光武帝刘秀的。故事生动，文笔精彩，爱不释手。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=G09IFr&come=appmessage>

4) 李亚平的帝国政界往事系列

《帝国政界往事：公元1127年大宋帝国实录》

《帝国政界往事：大明王朝纪事》

《帝国政界往事：大清是如何拿下天下的》

三本里面，我个人认为大宋帝国实录写的最精彩，其他两本稍次。当然，比起其他历史类书籍，可读性和历史观都要优秀许多了。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=hrhCIm&come=appmessage>

战争小说

5) 《狗日的战争》冰河著。多年前，我看这本书的时候，书名还叫《无家》，作者笔名还用的是雪夜冰河。整本书阅读过程中，眼睛就没干过，是我看的最令人唏嘘的战争小说。后来好像被禁止出版了，2013 年又被以《狗日的战争》名，分成了三本出版。据说还可能被拍成电视剧，期待啊！直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=R9YFE8&come=appmessage>

官场小说：

6) 《侯卫东官场笔记》小桥老树著，目前出版的一共 9 本。作者应该跟我同龄，生活经历也像。小说前面几部非常棒，等主人公在第 7 部里奋斗到副市长以后，可能作者的生活经历不太能驾驭了，之后的就要稍差一些了。这本书出版艰难，据小桥老树说，书稿交了很多，但一直无法出版，你懂的……。第九部直接改名《巴国侯氏》偷鸡，结果出了一本以后，也出不了了。遗憾。九本我全部都看过两遍以上，非常值得珍藏。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=m3gjc6&come=appmessage>

这人还写了一套《侯海洋基层风云》，出了三部以后，也因故太监了，后面的故事情节，主人公全部改名，地名也改，全书更名为《静州往事》，目前正在每天更一篇，我正在傻追中，直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=ryr9kW&come=appmessage>

7) 《二号首长》黄晓阳著。黄晓阳就这一本书精彩，出了1和2两本，也没完。也是交稿以后因故出版不了，太监了。不过这作者比较奸诈，二号首长红了以后，出了好几本烂书，坑俺钱。二号首长，第一章主人公由一个记者突然被提升去给省委书记当秘书，比较生硬，当时我翻了翻就放下了。幸亏后来朋友推荐，继续看了。原来就这么点不得以的瑕疵，书中也牵强附会地做了解释，其他部分相当精彩。就官场权谋而言，比侯卫东官场笔记写的还精彩。

罪案小说

8) 《余罪-我的刑侦笔记》常书欣著，目前出了三本。马伯庸推荐的。确实写的好玩，套用一句烂俗的形容词说，叫接地气。警校混混的奋斗史，非主旋律、不高大上，把小人物的行为和心理特征，写的特真实。里面夹杂的推理元素，水平也很不错。拿来让人欲罢不能。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=USG2g1&come=appmessage>

心理学：

9) 《乌合之众：大众心理研究》法国人勒庞著。这是本经典巨著，就不做简介了，网上到处都是。个人觉着读了能增加对人性、对投资的理解。此书版本很多，我买的是封面漆黑的那本，其他版本如何不太清楚。

直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=wEFkXL&come=appmessage>

10) 《影响力》[美] 罗伯特·B·西奥迪尼著。这是心理学类的另一本我认为非常经典的书籍。在这本书中，心理学家罗伯特·B·西奥迪尼博士为我们解释了人的说服力来源于什么，什么样的人容易上当受骗，有六大心理秘笈导致一个人会顺从他人，同时讲述了这些策略的运用。听上去是不是挺可怕的？哈哈。但提醒注意，同名的、近似封面的烂书很多，认清作者。还有，别买《影响力2》，封面做的非常相似，是本烂书。

直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=C2dm3t&come=appmessage>

经济学：

11) 《自由选择》诺贝尔得主弗里德曼著。弗里德曼被邀请拍摄一部电视系列片的讲稿整理而得。因为电视受众的关系，此书比较口语化，把经济学的一些基本原理讲的特别清晰易懂。一不小心，成了弗里德曼所有著作中销量最高的一本。这书前些年是禁书，以前搞到手挺不容易的。

近年来我党胸怀开放了，哈哈，算我们有福吧。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=VtikXV&come=appmessage>

12) 《一课经济学》〔美〕亨利·黑兹利特，这本书出版于 1946 年，直到今天，估计也是经济学老师推荐给经济学学生的首选读物。写的很简单，一点儿也不艰涩。全书深入浅出地讨论了涉及现实社会经济生活的诸多问题，例如公共建设工程、税收、政府信贷、就业与失业、关税、最低工资、进出口、价格体系、房租管制、工会、最低工资、利润、储蓄、通货膨胀等，解读这些复杂的经济问题背后的真相、不同经济政策下，人们会做出什么样的反应。总体来说，套用薛兆丰一句话说：经济学原理必须学才能会。它非常反直觉，此书会用无可辩驳的逻辑，将你的很多直觉打的体无完肤，读过以后，人的思辨能力会上一个台阶。直达链接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=9jK4RI&come=appmessage>

13) 《经济解释》（及张五常的一切中文书籍）这个比较专业了，适合对经济学有深度兴趣的人阅读。一套四本，港版和大陆版我都买的有，前后加起来，每本书都读过四五遍。写过无数笔记，烧死无数脑细胞。相当具有思考的乐趣。目前出了修订版了。直达链接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=3vUsjl&come=appmessage>

如果购买经济解释的话，建议一并购买张五常博客管理员，中山大学讲师李俊慧的《经济学讲义》上下，可以算是《经济解释》的配套材料。

直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=87N3zi&come=appmessage>

其他：

14) 有没有人对诗词感兴趣，我看过很多大师讲诗讲词，最喜欢的是《蒋勋说宋词》《蒋勋说唐诗》，如果喜欢诗词的话，可以买来一读，一缕阳光、一杯清茶、没有目的、随便翻翻，那 feel 特爽！《蒋勋说红楼梦》也很棒，但我最喜欢的还是他说唐诗宋词。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=g4RBG3&come=appmessage>

15) 《雪隐鹭鸶-金瓶梅的声色与虚无》格非著。金瓶梅是本奇书，但这本书其实和海淫海盗没啥关系，这本书最棒的地方在于，会让你发现不一样的读书方法。它堪称精读的典范，读完后你会自卑的发现，你看见了西门庆投壶，人家看见的是思想史和社会史；你看见的是 XXOO，人家看见的那是无数资料，无数人际关系、官场构造、农业商业经济社会……，哈哈，别怕，这本书绝不是板着脸孔的道学先生，相反，写的非常有趣。直达链

接 <https://union-click.jd.com/jdc?d=53MaiM&come=appmessage>

再推荐几本网络硬工业意淫小说吧！

所谓硬工业，我的理解就是没有网络小说里常见的后宫争斗、种马交配、神侃鬼扯，而是将文笔主要放在某行业的发展变迁、技术进步，以穿越

者的眼光，寓教于乐的完成了某行业的初级科普。看乐呵、学知识两相宜的那种。推荐三本，都是完本。最早是超级鹿鼎公推荐我看《超级电力强国》（以前我不看穿越小说的，我家领导特迷），看了以后，发现不错，又陆陆续续看了不少，精品不多，目前就发现三本不错，分别是：
《超级电力强国》写电力行业的、《超级能源强国》写石油行业的、《材料帝国》写材料行业的。

够看了吧？真所谓买书犹如水推沙，看书好比针挑土。当前时代，买书钱已经不是最大支出了，看书付出的时间才是，排除烂书，多读好书，祝读的开心！

读书对投资到底有没有帮助？

今天@东博老股民说“我没有完整的读过一本关于投资的书，但我依然在投资”。可朋友们不要忘了，老股民曾在某次访谈中说到，他在199X年就发现“把钱交给做生意比我厉害的、资源和人脉比我丰富的人去做生意，比我自己做生意强多了。所以我就开始以这样的思路买股票了”（记忆中的大意如此，我刚刚去翻了半天原文，没找着）。

所以，道理很简单，如果你也能理解老股民这句话，也能按照这种思路去思考投资，那么“投资理念类书籍”，真的没必要读了，一本都没有必要读了。顶级水平的投资类书籍，也就是在反复的、重复的、一遍又一遍的阐述这句话而已。昨天，老唐和一位球友私信分享的“如果能建立股票代表公司的概念，以你买入的公司是未上市公司的假设入手，才能真的知道企业价值，不受股价干扰。如果是从买股票卖股票的角度看，几乎无人能控制价格波动的影响的。毕竟，那是一大笔自己的钱。”说的同样是这个意思（<http://xueqiu.com/8290096439/37902198>）

一旦真的理解了这点并将其成为自己的投资准则，剩下的就是读财报，读商业杂志，了解行业，了解企业，了解企业家……，至于投资理念类的书，老唐也同意确实没有必要读了。所以老股民刚刚又及时补充到：

“在这里有必要说一下的，我虽然并没有读投资相关的书，但其他的书可不知道读过多少，我甚至可以自称我读过的书超过一般的教授，也敢自称“读书万卷”。想当年，每天至少读书两个小时，哪怕没时间睡觉也必须坚持，通宵达旦读书是家常便饭，如此坚持了三十年。而且我可以一目十行的看，不过看过大多数就忘了，把有用的融入血液中，成为自己的东东，大脑保持空仓状态，随时接受新事物。

试想，当我有收入以后的三分之一是花在读书上的，大家有没有那么多

呢。

所以，说读书对投资的帮助并没有想象中大，仅针对投资这一块相关书籍，读书，更多的是让人明智、明白与开拓思维境界，更多的让人明白事理，如何做人做事，这将促进投资能力的提高。”

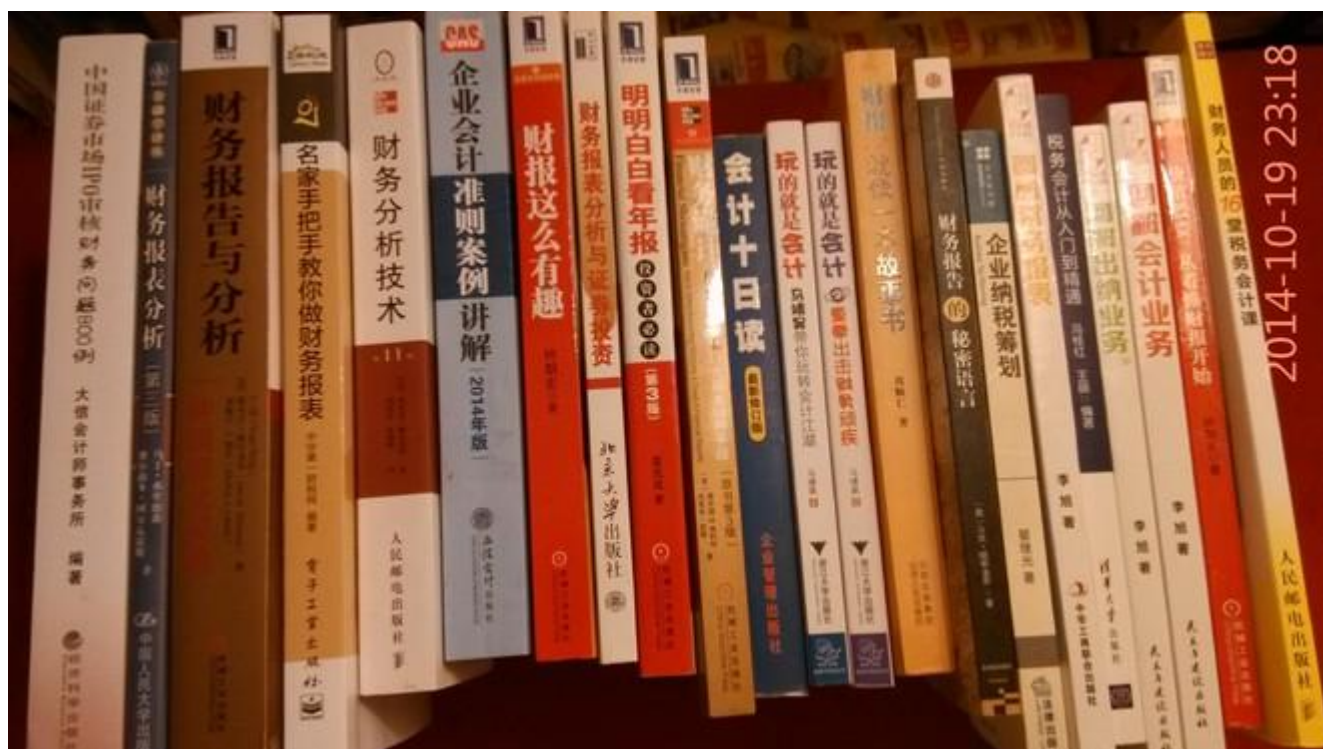
~~~球友们，真言要听全，听一半漏一半是要出事故滴~😁

PS：附一份老唐自己的@多看阅读 阅历，与朋友们共勉。

春节前后读电子书少，纸质书多。这份阅历，仅仅包括开始使用多看后的 702 天里的阅读，不含纸质书及很少的其他电子阅读平台阅历。

## 老唐读过的部分财会书籍

有朋友期望老唐介绍一下自己读过的财务书籍，并推荐其中比较好的。刚刚去书架翻出手边的纸质书拍张照片上来。



这其中，左起第二本《财务报表分析》（马丁·弗里德森 著），第三本《财务报告与分析》（丁远和两个老外合著），第五本《财务分析技术》（埃里克·赫尔福特著），第六本《企业会计准则案例讲解》都是不错的深化学习书籍。

《财报这么有趣》（钟朝宏著）、《明明白白看年报》（袁克成著）和《价值投资，从看懂财报开始》（孙旭东著）都是不错的入门书籍。

——当然，敝帚自珍，老唐马上要出版的《手把手教你读财报》，自然也是极好的😎

另外，有些书是从图书馆里借来看的，不在手边。记忆比较深刻的入门书籍，是张新民的《企业财务报表分析》（张新民教授有个同名的八集公开课，在网易公开课里可以下载。如果看书费劲的话，可以直接听

老师讲课 ) 和特雷西 ( 美 ) 写的《挖出财报的秘密》。

翻了翻 ipad 里的电子书，还有几本，其中《财务智慧：理解数字的真正意义》（卡伦·伯曼著）、《一本书读懂财报》（肖星著）都不错。

## 推荐一本好书

又很久没有读到好书了，昨天终于遇到一本。

好到什么程度呢？这么说吧：

如果不是因为它比《手把手教你读财报》晚两个月出版，老唐会觉得《手把手教你读财报》第八章 欺诈与反欺诈 是摘自这本书；

如果不是因为这本书的作者拥有巨响亮的头衔和经验，老唐会觉得他是  
以《手把手教你读财报》第八章为提纲展开写的。~~作者头衔：对冲基金周刊评选的“全球绝对投资前 40”，新加坡政府授予的“杰出的金融业认证专业人士”、《财富杂志》授予的“最佳亚洲对冲基金管理人”。

书名叫《亚洲财务黑洞：揭秘亚洲财务欺诈手法》，机械工业出版社

2015 年 3 月出版 ( @机工出版社 , 假装不在咩 😊 社里广告费预算有富裕的不? )。懒得拍照片, 直接放张网上的封面在后面。

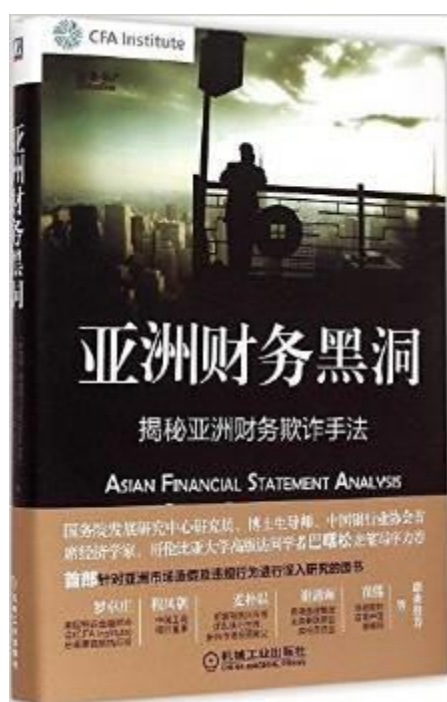
全书分七章, 分别从操纵收入、操纵费用、操纵经营现金流以及公司治理框架几个方面展示了上市公司进行财务操纵的手法。内容简介老唐就不写了, 各位可以直接看《手把手教你读财报》254 页至 274 页。难能可贵的是, 作者利用其丰富从业积累, 除第一章外的其他六章, 每章都展示了三个真实案例分析。这下子, 老唐当初写《手把手教你读财报》时, 积累的“欺诈与反欺诈”原始材料, 可以删掉了。不可能有机会写成书了, 因为不会比这本书更好。

特别推荐的是, 书中 233~236 页的检查清单。清单总结了全书的内容, 归纳了发现每种财务操纵手法的检查步骤, 简明易懂, 对照着就可以上手, 实在是居家旅行杀人越货~哦不对, 是企业分析排除陷阱~必备良品。在老唐看来, 就这四页纸, 早已千倍于书价了。

很有趣, 作者跟老唐一样, 涉及到的国内公司, 一律用字母替代, 然后给个网址提供字母和公司实名对照( 老唐的对照, 在陪读贴对应页面里 )。当然, 作者还谈到了一些亚洲其他国家和地区的公司, 这些没有打马赛克。原因嘛, 你懂的。

老婆要带老唐去逛超市, 不多说了 😊。总体而言, 以老唐个人看法, 投

资无外乎“理解企业的商业模式”和“用财报排除企业”两件事。前者，财务只能起到少量辅助作用；后者，读《手把手教你读财报》和这本《亚洲财务黑洞》基本足矣。有点小贵，老唐买的 51 块。但两本加起来不足百元支出，可以解决投资活动中一半问题，消费者盈余是大上天的😁



后记：

本想等编辑浮出水面的时候，告诉你书里两处错误。结果编辑肺活量实在太好，始终不露面。算了，两处错误放在这儿了，编辑若看见的话，加印的时候改过来吧：

两处错误分别在 59 页和 134 页，老唐直接上照片了

- 对这 9 030 万人民币，DFL 在一个月之内向外支付了 8 390 万人民币，对应的收款方如下：

- ◆ 百盛：940 万人民币。
- ◆ OPC：813 万人民币。 *M*
- ◆ 深圳某投资公司：63.5 亿人民币。 *? X 6350 万*
- ◆ 东莞某担保公司：2.8 亿人民币。 *? X 280 万*

深圳某投资的股东是首席执行官王某（28%）、朱某（22%）、赵某（10%）以及马某（10%）——而上述人员同时也是百盛的

- 失去投资者信任的...  
LN 高估销售并且其声称的销售合同其实并不存在) 以及 CG (Citron 的研究中显示：CG 的审计机构德勤解释称，在对管理层的表现失去信心后辞去了审计工作) 的负面信息也使得市场对于 HT 持有相同的观点。

- 特殊委员会缺乏透明度，选择相对优秀的审计机构，尽管收入显著增加但是现金流却为负，预付顾问费以及交易中涉及的土地价格过高，这些都导致大家认定管理层存在虚假陈述和财务欺诈。

- 然而，首席执行官杨某对于 HT 私有化的提案似乎很慎重，并且认为每股 24 美元的收购价格能够...

## 一个拆穿假财报的案例



4月7日，老唐曾在雪球发帖调侃说

“怎样度过牛市？安静地等待；好好睡觉；锻炼身体，无论何时好的体魄都用得着；和相同价值观的朋友聊聊影视剧；多读书，看些传记，增长知识，顺带还可瞧瞧别人倒霉的时候是怎么挺过去的”。

这股票涨啊涨的，真心没啥看头。还是扯点闲蛋，分享一个《亚洲财务黑洞》里揭露上市公司财务造假的故事吧。

很多朋友可能觉得上市公司财报，那都是大把钞票请来的高手做的。要揭穿其造假，肯定是特别高科技的事儿，起码脑壳上要有三顶博士帽才搞的定吧！其实不然，看看国际著名投资机构香橼研究是怎么揭穿大湖建某上市公司的把戏，并从中获取暴利的。

DN 公司，纽交所上市，最高市值 24 亿美元，主营业务为中国金融机构提供软件解决方案和服务（稍微关注过财经新闻的，基本能猜到是东南融通啦）。香橼怎么发现财务造假的呢？

很简单，第一步，发现该公司毛利率和营业利润率都显著高于同行。还记得吗？老唐的《手把手教你读财报》137 页原文「为了衡量公司的毛利率，你需要将其与同行比较。毛利率比同行高很多的企业，要么属于业内强者，要么就是造假的骗子」。香橼就是这么干的。他们对比了 DN 公司和同行的毛利率和营业利润率，发现明显偏高。公司的财报毛



利率 69%，同行基本在 15%~50%之间。公司的营业利润率 49%，同行基本位于 10%~25%之间。

第二步，分析毛利率和营业利润高的原因。从财报上看，是因为营业成本中的人力成本远低于同行。那么，为何公司的人力成本会偏低呢？这就是读财报的要诀了：**发现异常项目，要去寻找有说服力的原因。**香橼发现，公司之所以人力成本偏低，是因为有约 80%的员工，是和一家人力外包公司签署的雇佣合同。而 DN 公司则接受该外包公司廉价服务。DN 公司宣称，该人力外包公司与 DN 无关联关系，无需并表。

这是真的吗？第三步，香橼公司调查了该人力外包公司，发现

- 1 ) 该公司使用和 DN 相同的公司名称，相同的办公地址，相同的邮箱；
- 2 ) DN 公司和外包公司之间的合同，如果 DN 公司违约无需支付任何罚金或费用；
- 3 ) 外包公司唯一的客户，就是 DN 公司。外包公司提交给中国政府部门的报表，与 DN 公司报表显示支付的报酬相差甚远；
- 4 ) DN 公司董事长在上市四年间，将自己持有 DN 股份的 70%赠送给员工及朋友，怀疑可能是偿还潜在债务；
- 5 ) 其他关于 DN 公司董事长及 CEO 法律背景上的灰色信息。

第四步，发布以上信息。

第五步，四个月内，DN 公司股价跌去 97.5%。

这个难吗？不难吧！即便由于国内法治环境，使我们更可能是天地侠影而不是香橼研究，这种四个月跌去 97.5% 的钱，我们吃起来容易磕着牙。但任何具有财报阅读常识和基本怀疑心态的投资者（击鼓传花的就别管这个了），避开这种陷阱，让自己不在这上面栽跟头，其实非常容易。

让我们再次回忆《手把手教你读财报》封面语：**财报是用来排除企业的。**这样的故事，《亚洲财务黑洞》一书里面，还有不少。版权原因，老唐就只好一个个摘出来了。还是上午荐书时的那句话：

以老唐个人看法，投资无外乎“理解企业的商业模式”和“用财报排除企业”两件事。前者，财务只能起到少量辅助作用；后者，读《手把手教你读财报》和这本《亚洲财务黑洞》基本足矣。

最后，@机械工业出版社 编辑和销售经理，你们是肺活量太好，还是脸皮薄？打广告费，不用那么不好意思嘛😏😊

# 理论与实践结合的投资指导手册——读《巴菲特之道》有感

刚听说@金石杨天南 兄翻译的《巴菲特之道》第3版即将上市时，老唐很是期盼。想看看伴随着时间的推移，作者又加进去一些什么新的思索，想看看由成功的投资家翻译的投资书籍，和学院派翻译的会有什么不同。

激动和忐忑中收到了书。出乎意料的是，老唐无法做出对比。原因是，之前的版本，老唐根本没有看过。之所以有看过的错觉，是书架上曾经读过的两本书造成的：一本是该作者写的《巴菲特的投资组合》，另一本是玛丽·巴菲特和大卫·克拉克合著的另一本《巴菲特之道》。

虽然身处美剧《绝命律师》和国产剧《平凡的世界》的干扰中，老唐还是忙里偷闲地将这本书读了两遍。一遍阅读和品味，一遍做笔记。这是一本让人后悔读晚了的书，这是一本会让你写满密密麻麻笔记的书。这样的书，今天不多。

几天前，老唐刚刚看完序言部分，还没有阅读到正文时，就急不可耐的发帖推荐说：“就凭前面霍华德·马克斯、比尔·米勒、彼得·林奇、肯尼斯·费雪写的四篇序的内容，就足以值回书价了。严重推荐”，是的，

今天老唐依然很肯定的说，序言部分的价值就已经值回书价了。尤其是橡树资本霍华德.马克斯、传奇投资家彼得.林奇和肯尼斯.费雪(巴菲特视为老师的菲利普.费雪之子)三人写的序。这些序言，不是友情推荐，而是大师借机阐述自己的投资思想以及对巴菲特理论体系的认识。正好，这三位和巴菲特走的不是同一条路，且都是他们自己道路上的大师。一个门派的顶级高手对另一个门派的顶级高手的评价，实在不是一般学者所能比拟的。从这个角度说，说它值回书价毫不夸张。

这本书很有意思，厚厚一本，但其实正文部分不算夸张，只有 267 页。厚的原因，是有 10 篇序。除了天南兄的自序、上面四位大师级人物写的序以外，还有 5 位国内成功投资人写的序，他们分别是：李剑、一支花蛤、陈理、杨宝忠、张可兴。这五位，除了杨宝忠先生老唐知之甚少以外，其他四位都在雪球。序言的内容老唐就不剧透了，只告诉大家，老唐仅序言部分做的笔记如下图（别讨清晰图，不给😊）：



的，“犹如一道闪电”，整个投资体系瞬间发生了天翻地覆的变化。后来，发生了什么？

看看今天这些写序的人的生活就知道了，十几年后，沿着这本书指出的体系前进的他们，基本都实现了财务自由，进入了为兴趣工作的境界。在那个时间遇到那本书，从而被改变了命运的人，除了他们，雪球还有不少，名字就不一一列举了。

现在问题来了？1995 年~1997 年，市面上一定还有其他投资理论类书籍出售，当时读过它们的人，今天在哪里？老唐孤陋寡闻，没听说几个沿着那条路走到今天依然成功的人。老唐只知道，自己在 1995 年，正在苦读许沂光的《风险投资实用分析技巧》、约翰·墨菲的《期货市场技术分析》、《日本蜡烛图技术》（作者忘记了）、江恩理论、波浪理论、趋势线理论，KDJ 分析、MACD 分析、布林线分析……，结局大家都已经晓得了，破产了。同期学习这些的，最终有没有成功的呢？可能也许大概或许有吧。有没有象学习巴菲特路线这样批量成功的呢？没有，没听说过。

一条是无数前辈实践过的可复制的道路，一条是无数白骨展示的危险重重的道路。怎么选？似乎是不言而喻的。真的吗？又好像不是。直至今日，在这个号称“聪明投资者都在这里”的雪球网上，最受欢迎的干货是什么？是明天什么会涨，是下周什么是热点，是哪只股票已经收集

筹码完毕、只待拉升……。没有不敬的意思，分享这些东西的朋友，付出的也是心血，应该收到敬意。但追捧者有没有想过，为什么今天我们看到的世界范围内的或者天朝范围内的成功者，绝大多数走的不是这条道？他们都在这个“不合适巴菲特道路的 A 股市场”，选择并成功地实践了巴菲特的道路。

老唐的观点：如果自认资质不是万里挑一，还是建议走走绝大多数成功者踩出来的平坦大道，虽然无聊，不够刺激，但有钱收啊！当然，来市场是 for funny 不是 for money 的，可以例外。如果你有那么点儿想走有钱收的坦途，或者哪怕只是想看看它究竟是什么样子？打开钱包，咬咬牙，掏出四五十元，拼了😁，来一本《巴菲特之道》。

这本书，不是仅仅介绍理念或者讲巴菲特人生故事那么简单。正文部分分了 8 章，其中第 2 章挖掘了巴菲特投资理念的变迁轨迹，展示了如何从格雷厄姆的烟蒂投资，一步步进化到今日的巴氏风格，期间哪些理论、哪些人、哪些投资经历，起到了决定性的作用。巴菲特说他的身上有 85% 的格雷厄姆，老唐一直理解的不够清楚，认为可能是巴菲特谦虚，或者是因为是早期的表达。读过本章后，老唐觉得巴菲特不是谦虚，费雪和芒格的影响的确很大，但那只是深化或细化了格雷厄姆思想，并不是跳出格雷厄姆的理论框架。从这个意义上说，85% 格雷厄姆，不夸张。

第 2 章不是最重要的，老唐觉得本书的精华在第 3、4、6 章。第 3、



4 两章，不仅详细的阐述了巴菲特购买企业的 4 个维度 12 条准则，并用了 9 个巴菲特真金白银下注的案例，挖掘了巴菲特在做出这些投资决定时的思考和计算过程。这部分，已经脱离了单独阐述理念的境界，进入了操作手册的层次。第 6 章，是谈论在面对市场波动的时候，参与者常见的心理误区，以及如何改变或利用这些心理误区的。如果你能够回忆起巴菲特的一句名言：投资只需要学习两门课，一是分析企业价值，二是如何面对市场波动。你自然就知道，为何 3、4、6 三章如此重要。

第 7 章，老唐觉得算是第 6 章的延续。不懂为何要分成两章，而且很不幸，第 7 章 236 页全页都没读懂。后面再向各位前辈请教。

绝没有说第 5 章不重要的意思。第 5 章是谈如何建立自己的组合，多少只股票合适，为什么，决定的标准和流程是什么。很意外的是，居然还有谈凯利公式的！如果说 3、4 章是谈买什么的问题，那么第 5 章就是谈买多少的问题。重不重要？

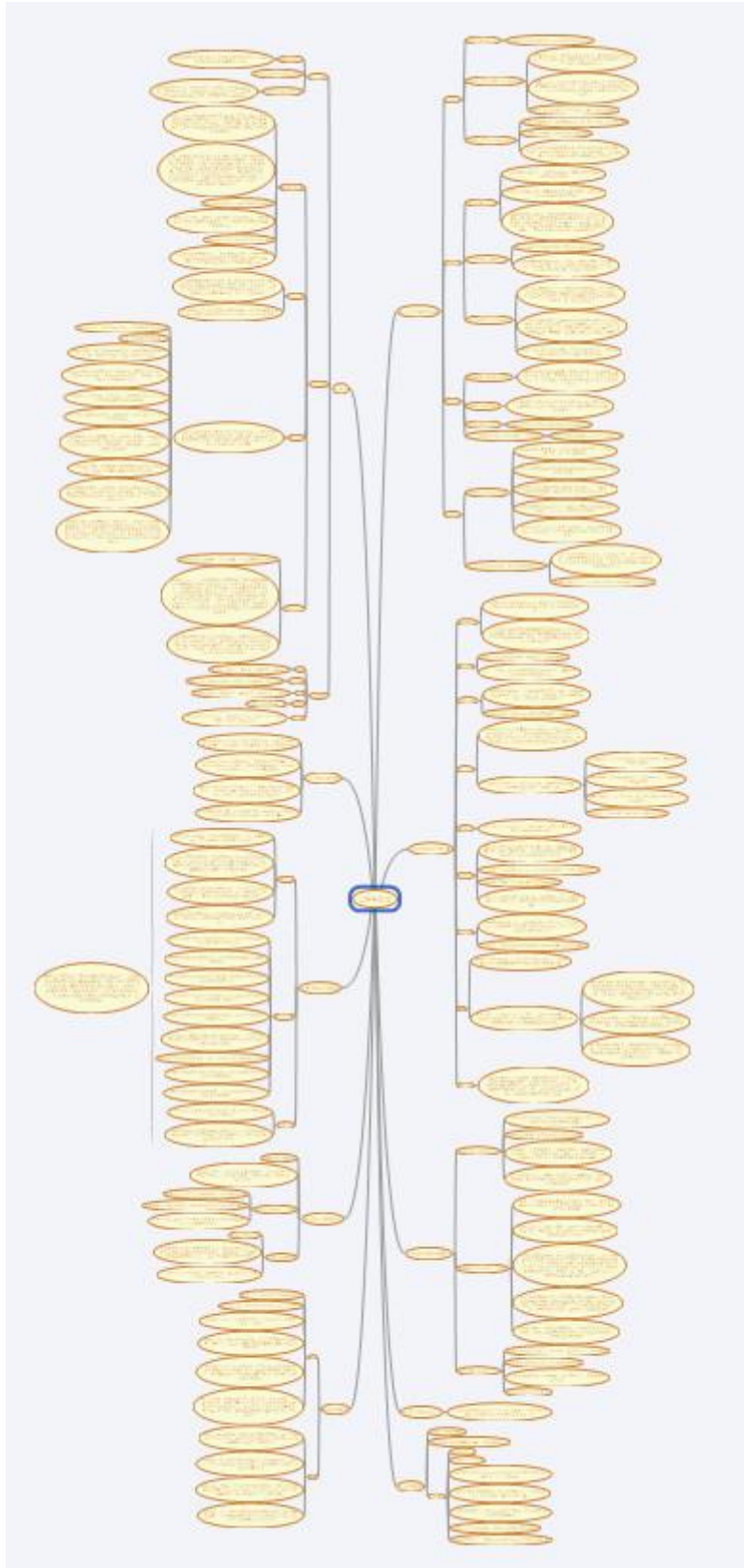
老唐重读了一遍自己写的感想，广告味十足。但实在没办法了，它确实就是这么好（@[华章书院](#) 如果有意付点广告费的话，请一定一定不要不好意思 😊）。但必须提醒，读这本书，不能让你成为巴菲特，它顶多也就扩大了你在投资的道路上获胜的概率而已，不要寄希望一夜改变命运。前面那些写序的高手，也是用了十来年才自由的了。

最后提醒一句：巴菲特从掌控资金 10.5 万美元的时候，就采用并实

践着书中谈到的这些理念，从而由此积累出巨大财富的。不是先搞趋势技术，挣了大钱以后转向这条道路的。

附上老唐笔记全图，反正老唐是这么仔细的读了，是否值得你花几十

元加几天时间 ,自己判断。再说一遍 ,别要清晰图片 ,不会给的 ,侵权。



# 会计、金融、经济专业必看的 20 本书籍

刚刚球友@[陆卜红](#) 转了份 CMA 的推荐书单给老唐。

看了下，书单挺靠谱的，共享给大家。

（如果你非要说老唐是给自己打广告的话，也对😁）

2015-09-15 Feeling CMA

一、会计类必看的 7 本书：

《公司理财》

作者:[美]斯蒂芬 A.罗斯/[美]伦道夫 W.威斯特菲尔德/[美]杰弗利 F.杰富

豆瓣评分：9.3

这本书是财务管理学的权威著作，赢得了世界范围的声誉。书中几乎涵盖了公司理财的所有问题，包括资产定价、融资工具和筹资决策、资本

结构和股利分配政策、长期财务规划和短期财务管理、收购兼并、国际理财和财务困境等，并且在最新的版本中，增加了股票和债券的内容，是非常有名的国外公司理财书籍。

### 《让数字说话》

作者:金十七

豆瓣评分：9.0

这本书的副标题是：审计，就这么简单。从副标题就可以看书这是一本专门讲审计的书籍，审计作为财务工作的一部分，是对数字进行再鉴定的行业，这本书让你发现数字工作的乐趣，通过审计挖掘到数字背后的故事。高顿财经 CPA 研究中心研究员表示，对于热衷于考注册会计师、ACCA，想进四大的财会大学生，在会计师事务所工作的人，这本书比800+页的 CPA 教材更有趣，建议先看这本书，再看注会教材。

### 《公司财务原理》

作者:理查德 A.布雷利/斯图尔特 C.迈尔斯

豆瓣评分：8.9

这本书是一本公司财务理论和实务相结合的书籍，书中内容包括风险及风险管理、价值、资本预算的实务问题，财务计划于短期财务管理，公司兼并与治理等等。既可以作为财会类专业学生的教材，又可以作为财会职场人床边案头的实务参考书，这本书语言诙谐有趣，是可以引人入胜的权威著作。

### 《手把手教你读财报》

作者:唐朝

豆瓣评分：8.9

本书的作者是一位久经沙场的老股民，有多年的投资经历，更明白财务的意义，更知道投资者读财报的目的。书的内容从财务的三大报表说起，从资产负债表、利润表、现金流量表一一谈起，并以贵州茅台的财报为例，因为作者不是专业会计出身，文中没有难懂的晦涩术语，可以让零基础的人轻松读懂财报，读懂财报背后的密码。对于投资领域人士和企业财务经营者而言，都是难得的佳作。

### 《世界上最简单的会计书》

作者: (美) 达雷尔·穆利斯/朱迪丝·奥洛夫

豆瓣评分: 8.7

这是一本会计入门书籍, 非常简单。书籍开头以一个小男孩开设柠檬汁摊为场景, 用小男孩做生意经历的资金起起落落, 来介绍公司财务处理情况, 在一个个小故事中就学到了会计的资产、负债、盈余等专业术语, 浅显易懂, 层层深入, 不知不觉之间就学到了很多知识。

《审计学: 一种整合方法》

作者: Alvin A. Arens/Randal J. Elder/Mark S. Beasley

豆瓣评分: 8.6

这本书是美国最经典的审计学教材之一, 为全球很多著名大学采用。书籍从审计职业、审计过程、审计过程在销售与收款循环中的应用、审计过程在其他循环中的应用、完成审计工作、其他保证和非保证服务六个方面入手, 主要关注财务报表审计和财务报告的决策过程, 书中首次提出“切块审计”备受审计理论界、教育界和实务界推崇。

《小艾上班记》



作者:陈艳红

豆瓣评分：8.6

这本书的副标题是：真账实操教你学会计。这是一本有趣且实用的会计书，记载了一个会计在职场的成长过程，有做会计的经历，有创业的经历，中间职场、生活和爱情穿插其中，手把手教你做账的同时，还可以把你培养成一个高情商的会计人。

## 二、金融类必看的 7 本书：

《摩根财团》

作者:[美]罗恩·彻诺(RonChernow)

豆瓣评分：9.4

这本书的副标题是：美国一代银行王朝和现代金融业的崛起。有人说这是一本恢弘而壮美的华尔街史诗。以摩根财团的视角，看整个华尔街、现代金融业的兴衰更替过程。可以说，摩根财团 150 年的发展过程其实

就是一部资本市场发展过程的活教材，可以帮助金融从业者提升金融分析能力，企业家可以从中学到如何把握政治格局和市场变化，规避风险，监管部门可以从研究如何加强金融界和实业的管理，并且让他们保持持久的活力。

### 《穷查理宝典》

作者:[美]彼得·考夫曼(编)

豆瓣评分：9.0

这本书的副标题：是查理·芒格的智慧箴言录。这本书收集了查理在过去的 20 年里的公开演讲，查理·芒格虽然没有巴菲特那么有名，但同样对伯克希尔·哈撒韦的业绩作出了重要的贡献，这本书全面展现了这个传奇人物的聪明才智，查理·芒格同巴菲特一样，能引领你做出最好的投资和决策，。

### 《聪明的投资者》

作者:本杰明·格雷厄姆/BenjaminGraham

豆瓣评分：9.0

巴菲特说，这本书是有史以来，关于投资的最佳著作。如果你的一生，只读一本关于投资的书，那么毫无疑问是这本书。这本书是格雷厄姆专门为业余投资者所著的书籍，为投资人提供了一个投资决策的正确思维方式，就像书中的核心观点一样，想要获得投资的成功，不需要顶级的智商，超凡的商业头脑，或者秘密的信息，而是需要一个稳妥的知识体系作为投资决策的急促，并且能控制好自己的情绪，不要对这个体系造成侵蚀。

### 《股票大作手回忆录》

作者:埃德温·勒菲弗

豆瓣评分：9.0

这是一本非常精彩的人物传记，讲述了一位金融市场交易与投资天才杰西·利弗莫尔的传奇故事，作者将众多经典做空表演娓娓道来，非常精妙。在梦想、事业、财富的故事中，一个好的投机家该如何做？一个好的投资者该如何战胜人性的弱点？文中主人公以交易为事情追求成功，情结跌宕起伏，非常好看。不管在投资交易的哪个阶段看这本书，都会发现新的共鸣。

## 《货币金融学》

作者:弗雷德里克·S·米什金

豆瓣评分：8.7

这本书是一本很经典的金融经济学读物。这本书有点厚，但是读起来不难，很多读者表示简明易懂。最新版保留了畅销书优点的同时，也增加了很多新的内容，文章阐述了宏观经济的基本原理，基础的金融知识，对利率、金融机构、金融市场、货币政策等有详细而深刻的介绍。

## 《投资中最简单的事》

作者:邱国鹭

豆瓣评分：8.7

投资本来是一件复杂的事情，宏观上设计政治、经济等，微观上公司战略、财务状况、公司治理等等，本书化繁为简，直接追问投资的本质。作者从多年的投资经验说起，表达了对于大部分人而言，只有价值投资才是真正可学、可用、可掌握的观点，并且也分享了一些普通投资者学习和操作的投资方法。这是一本去繁就简，阐明“投资中最简单的事”的

诚意之作。

### 《穷爸爸富爸爸》

作者: (美) 罗伯特·T·清崎/莎伦·L·莱希特

豆瓣评分：8.2

很多人都知道这本书，也知道这本书中的两种爸爸。这本书是一个真实的故事，作者的父亲与朋友的父亲对金钱的看法截然不同，这使他对金钱产生了浓厚的兴趣，并且最终接受可富爸爸的观念，不做金钱的奴隶，要让金钱为我们工作，并且最终成长为一名具有传奇色彩的投资家。

### 三、经济类必看的6本书：

#### 《经济学原理》

作者:[美]N.格里高利·曼昆

豆瓣评分：9.4

这本书的副标题:微观经济学分册。可以说,这本书是世界上最流行的经济学教材了。书中充满了浓厚的人文情怀,没有复杂的数学公式,并且将图形和曲线用到了极致。如果是别的专业在校大学生,建议一定要选修经济学课程,了解宏观经济学和微观经济学的常识。曼昆教授的著作让无数有志青年自然会对经济学心向往之。

## 《国富论》

作者:[英]亚当·斯密

豆瓣评分:9.0

《国富论》远远不是一般人认为的经济学术书籍,是了解资本主义的基础读本,讲述国民的财富,并非国家财富。如果不是专业的研究者,普通读者可以选择人民日报出版社 09 年 4 月出的版本,如果是专业的学术研究,可以读原著,更好的理解其中的精髓。亚当·斯密并不是经济学说的最早开拓者,但首次提出了系统而全面的经济学说,是经济学的主要创立者。

## 《凯恩斯传》

作者:罗伯特·斯基德尔斯基

豆瓣评分：8.8

这是一本经济学家的人物传记。书中详细记载了 20 世纪最著名的经济学家凯恩斯的传奇一生。书中重点讲述了凯恩斯在公共生活中对经济学的贡献，但同时包括了他的家庭、朋友、个人兴趣爱好，以及人生哲学。凯恩斯对西方的经济学造成了巨大的冲击和影响，他的创新精神激励着无数后人。

### 《金融炼金术》

作者:[美]乔治·索罗斯

豆瓣评分：8.4

作者乔治·索罗斯也许是知名度最高的金融大师，这本是索罗斯的投资日记，书中分享了索罗斯对于个股的选择，对市场机遇转变的把握，面对不利市场的调整等等，通过一系列手段，教你在风云变幻的市场中立于不败之地。

### 《激荡三十年》



作者:吴晓波

豆瓣评分：8.8 分

本书分为上、下两册，讲述了中国企业 1978-2008 从计划经济到市场经济的转变。

上卷记载了从 1978-1992 年间的企业变革，重点描述文革后，在新的经济大环境中，企业和个人命运的沉浮。下卷中记载了 1993—2008 年的时间段里，中国国企和民企改革中崛起，中间讲述了一些成功案例和悲剧人物，书中生动地介绍了经济体制改革中，民营企业的突围与奋斗，是一本可以看出中国经济三十年变迁的书籍。

## 《大败局》

作者:吴晓波

豆瓣评分：8.3

这本书中讲述了中国第一批的明星民营企业，在最好的日子里，却一个一个的轰然倒塌。那些企业曾经给人们带来了最好的产品，却没能活的更长久。在令人激动的年代，很多企业在冒险和风险中，做出举世的成

绩，但却逐渐膨胀，让成功在瞬间便灰飞烟灭，这是一部警世之作。

阅读是一种智慧的选择，对于会计、金融、经济专业的认识，更要多读几本让人终身受益的好书，大财经人，不要让忙碌成为拒绝读书的借口了。遇到好书，千万不要错过。

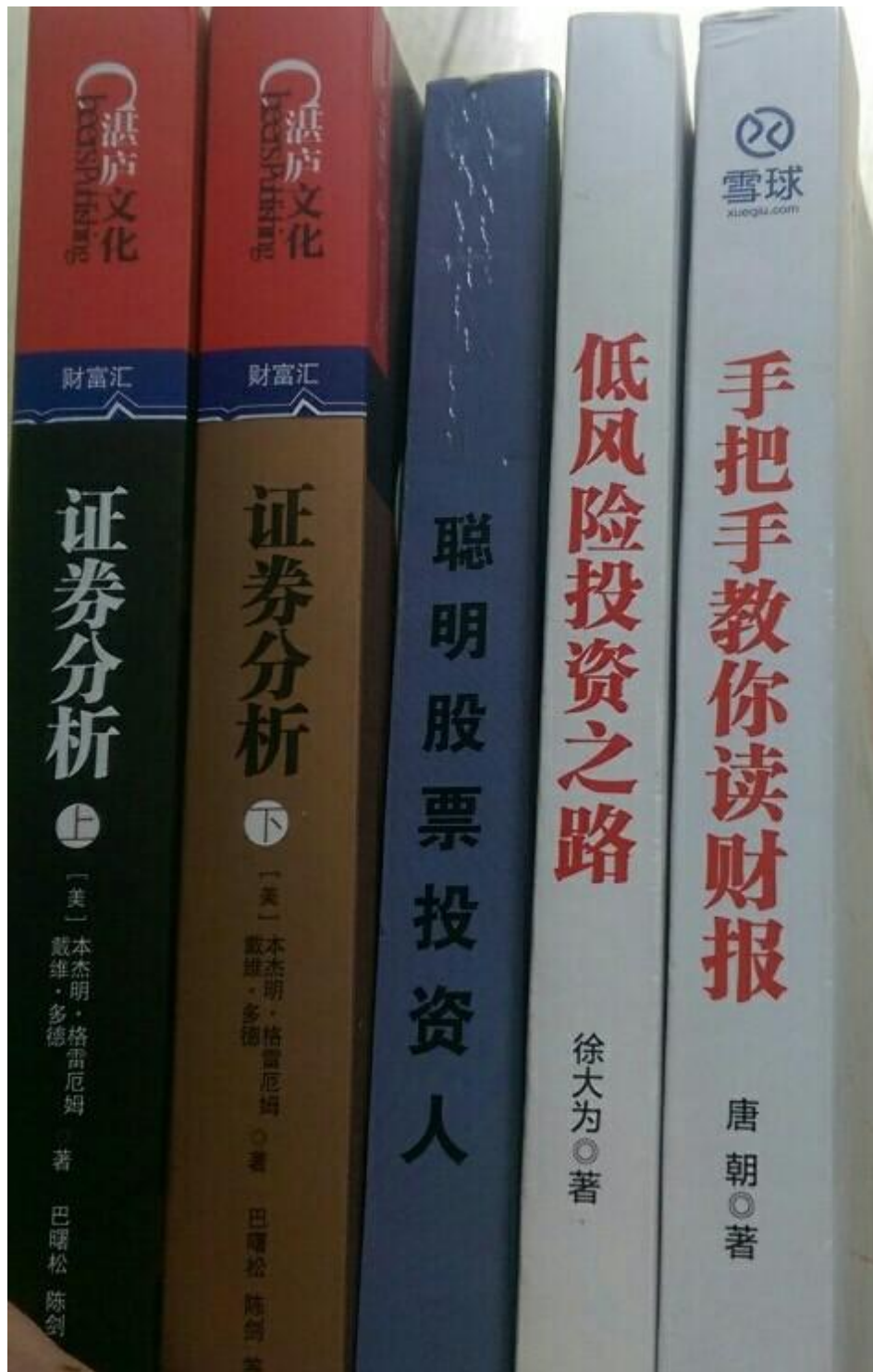
## 可以替代《证券分析》的三本书

这几天抽空又读了一遍新版的《证券分析》。巴曙松主持翻译的这个版本依然生涩难懂。老唐不懂 E 文，没读过原版，所以也不知是翻译问题还是原文风格问题。对于绝大多数读者而言，不说领会，单说读完，也是一件很困难的事儿。

书的前三章主讲债券和优先股的分析 and 投资，这部分估计就能让一半读者睡着，哈哈；第四章讲股票的估值理论。上世纪三十年代划时代的醍醐灌顶之论，今天，混迹雪球的你，读来已经很难有触电感了（反而更可能以老生常谈待之）；从第五章之后（整本下册）主要讲财报的分析方法，如何从财报数据中过滤那些带有欺骗性的数字，以及如何根据财报作出估值判断和投资计划。很精彩，很可惜和今天的会计政策差异很

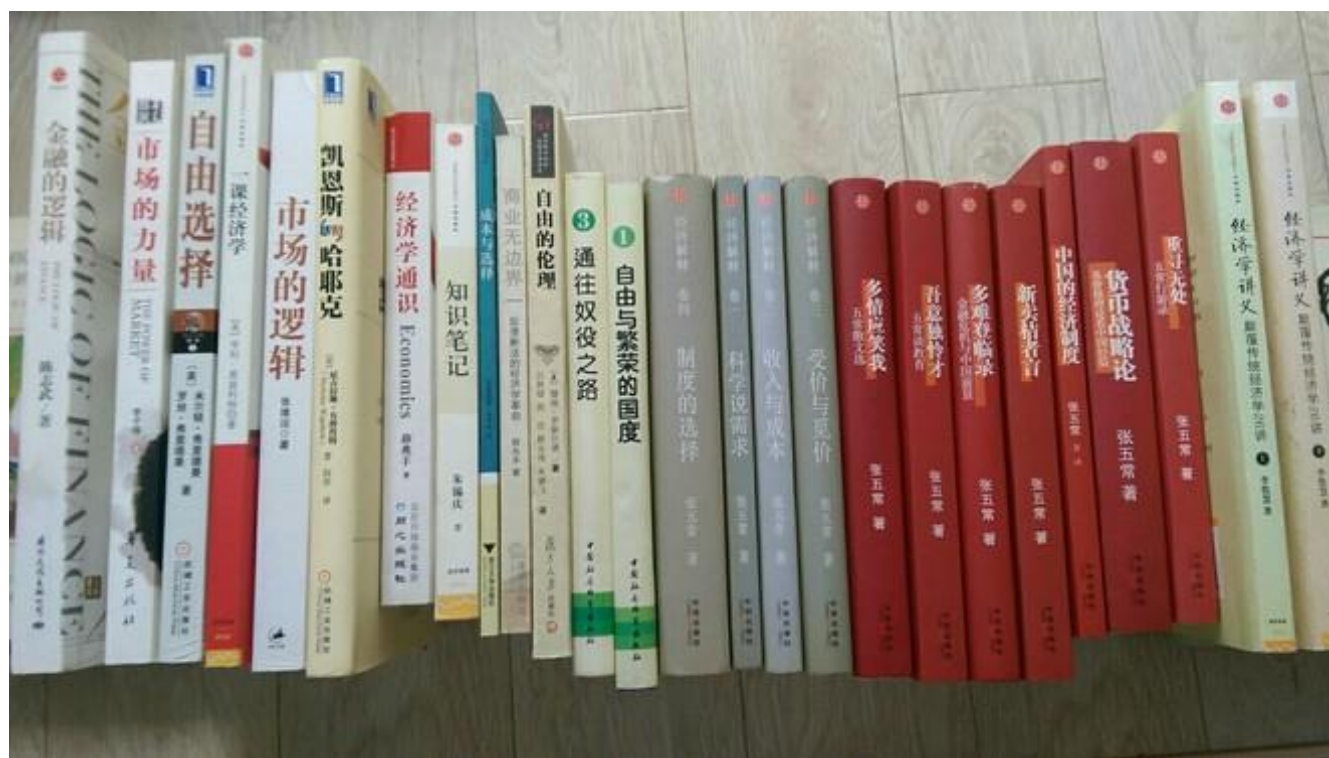
大，精神可以景仰，技巧却不能照搬。

事实上，老唐觉着，被标榜为“投资圣经”的《证券分析》，其全部内容可以通过三本书，更轻松的获取。第一，阅读格雷厄姆的另一本传世巨著《聪明的投资者》，理解“股票代表企业的一部分，市场先生只可利用不可信任，安全边际是任何投资行为的必要条件”三个理念；第二，阅读@[DAVID 自由之路](#)的《低风险投资之路》，理解市场中总是存在一些可以精确计算出来的捡钱机会，练\*拒绝信任市场价格，并养成随时挖掘价格与价值差的习惯；第三，阅读老唐的《手把手教你读财报》，学会分析财报的技能并深刻领会《证券分析》的核心精神：证券分析的关键是防范不利因素=财报是用来排除企业的。



有囤书党想要投资之外的书籍推荐。好吧，老唐推荐几本经济学的好书，有木有对经济学感兴趣的朋友嘛，拿走拿走，保证本本精彩，就看你有木

有时间看😄😄



## 推荐几本元旦消闲读物

昨天的总结里推荐了几本投资类的书籍，今天有朋友说，马上就要放元旦假，打算在家里躲雾霾、躲人流😁，要老唐再给推荐几本闲书看看。刚好手头有几本近期读过的闲书，就给大家添个元旦娱乐项目吧。

昨天的国投下调增发价事件，让人挺堵心的。但有本可以学到大量电力知识，了解火电厂前世今生发展的网络意淫小说，蛮好看的。是@[超级鹿鼎公](#)推荐给我的，叫《超级电力强国》。主人公是个生活于 2015 年

的电厂职工，不小心穿越回 1990 年了，然后借助自己对未来电力事业的发展方向的了解，大展宏图，获得人生和事业双丰收的 YY 故事。

作者显然是位电力行业内人士，写的生动有趣。让读者可以一边参与 YY，一边学到许多电厂和电网的知识（故事里还直接写到了某前任中堂大人家族😁），这种寓教于乐的形式，老唐很是羡慕。目前还没完，依然在网络连载（补充：老唐 out 了，经其他跟踪的朋友反馈，昨天完结了），但已经可以下载来看的故事，放在 kindle 上也有一万多页了，够你打发几天假期了。至于后面的跟踪嘛，请致电度娘。

不喜欢看穿越文的，喜不喜欢看励志奋斗史？老唐最喜欢的官场小说《侯卫东官场笔记》作者小桥老树，写了一本《侯海洋基层风云》，但不知道啥原因，不仅侯卫东在 9 之后太监了，连侯海洋在 3 之后也太监了，实在是婶可忍叔不可忍！最近突然发现小桥老树在网上连载一部叫《静州往事》的书，基本上就是接着《侯海洋基层风云 3》写的，只不过里面的地名和人名全部换掉了，也许是躲真理部？🤔

刚开始读着稍有点别扭，脑海里老是把主人公王桥替换为侯海洋，但坚持读上几章以后就扭过来了。今天最新的更新是 264 章，也够过元旦了。最近说书名要换成特别俗的《大亨风云》，吐！书是在起点收费阅读，但是你懂的，天朝到处都是霸王餐，下面省略 50 字。没看过《侯海洋基层风云 1~3》的也不妨事，需要的情节都有概要回顾，不影响阅读。



喜欢手捧纸质书感觉的朋友，可以看一本老唐很久以前推荐过、后来绝版了、最近又重新出版的好书《乱世华尔街》，作者渔阳。这本书是写作者自己 2006~2010 年间作为华尔街债券交易员身份，经历那场金融海啸的故事。但有趣的是，它并不是严谨的自传体，而是以演义或者小说的形式写出来的，是我读过的最漂亮的微观角度看次贷危机的书👍。

作者的文字功底令人佩服，反正我读着感觉比小说还精彩。读完后老唐脑壳青痛啊：渔阳能把有关债券、股票、金融衍生品、次贷危机等等大把的专业术语，写的如此生动，让人边读边笑边长知识，我的《手把手教你读财报 II：读懂银行》能做到吗？自我感觉好像做不到🙏

不仅是在笑声中学到金融知识，书中还有不少作者对投资和商业的理解，也很精辟。特别有趣的是，作者用赤壁之战的连环计来解释次贷危机的微观发展，用虚构的华尔街顶级投行超盛证券人物牛老大、猪哥靓、关西铁、柯户多、常达包、郝大丹、栾亚宝、蒙哲来，去拆借杜邦公式，分析一家企业的盈利模式，生动活泼，笑声中的记忆特别深刻。前几日重读，我怀疑我的《手把手教你读财报》一书中谈杜邦公式，谈企业的盈利模式分茅台模式、沃尔玛模式和银行模式，很可能就是来源于四五年前读过的这本书。

（这里要顺带惭愧一下：按很多作者的习惯，参（chao）考（xi）了什



么文献，应该在书的末尾致谢并罗列的。但老唐从来没作过作家梦，也没有写论文的经历，写书纯属一时兴起的偶发行为。所以，以前读书时，没想到过未来要引用，没记录过出处。即便是做过笔记的，也只是大概记录内容，没记下出自哪里。以后要改)

懒得打字了，随便拍两张照片附在后面。更多精彩之处自己看吧，肯定足够你过一个欢乐祥和涨姿势的元旦了，哈哈。对了，这位作者还曾经写过一篇关于凯利公式的文章，天南兄曾在雪球转发过，也非常值得一读，链接放在这儿 <http://xueqiu.com/8290096439/43323422>

1。

# 赌场到华尔街

我的华尔街之路，是从赌场开始的。

若干年前，我坐在赌场里对着一大堆红红绿绿的筹码计算得失，给自己挣点零花钱；若干年后，我管理着数亿美元的交易账簿，为银行创造着以千万美元计的利润。这之间的跨度不可谓不大，却又似乎不是很大：都是赌，赌注不同而已。

关于赌，我应该很有些遗传：据说我太爷爷就好赌，我太姥爷还开过麻将馆。我继承了两边的基因，然而由于生在新中国，长在红旗下，我的好赌本性很长时间内受到了压抑，以致转而热爱数学，并且混进了北京大学。不过大学四年我只学明白了一件事：数学这个领域太过艰深，而我真正精通的只有算术，还是扬长避短，找个与算术关系密切的职业比较稳妥。

毕业后我随着出国大潮“盲流”到美国，踏着前辈们的足迹转学了电脑，却没有顺理成章地奔硅谷，而是温打温撞进了其

下，投资银行越来越多地从事利用自有资金投资获利的行为，前文提到的高盛“一鱼三吃”策略、鲁西银行扩展自营交易的方针，都是实例。

为了便于读者了解投行的经营模式和业务发展的脉络，我们不妨通过一个基于实际的虚拟剧本，看看“超盛证券”是如何围绕创造利润、提高净资产回报率的主轴发展业务的。



地点：超盛证券，华尔街老牌投资银行

人物：牛老大：超盛首席执行官（CEO）

猪哥靓：高级顾问，军师

关西铁：负责投资银行部（Investment Banking）

柯户多：负责资本市场部（Capital Markets）

常达包：负责资产证券化与结构化产品（Securitization and Structured Products）

郝大丹：负责自主投资、自营交易（Principal Investment and Proprietary Trading）

栾亚宝、孟哲来：交易员，危机前离开超盛，自己开了对冲基金

钱聪聪：交易员，危机前离开超盛，自己开了对冲基金



借10亿美元投资；摆在面前的2.4亿美元卖身契……施瓦茨的心中未必没有过“鱼死网破，同归于尽”的念头，但想想贝尔斯登这份家业，真宣布破产可能带来的各种官司……也罢，卖身契上把名签。

摩根大通漂亮地以2.4亿美元的总价拿下贝尔斯登，合每股2美元，与2月份贝尔斯登90多美元的股价相比，打了个98%的折扣。“曹操”真黑呀！

有摩根大通担保，贝尔斯登的投资者信心问题应该是解决了，美联储也终于松了口气。这一轮博弈以戴蒙“通吃”收场，然而下一轮博弈马上又将开始。各位读者不妨思考一下，被双方协议定为2美元的贝尔斯登股价会如何变动？

※

3月17日，星期一，贝尔斯登股票在2美元的收购协议价左右开盘，之后却开始神秘地上涨，星期二竟达到了每股8美元！很多人都感到奇怪，这太不合常理了。网上一些“聪明人”发帖嘲笑购买贝尔斯登股票的“傻瓜”们：花8美元买将被2美元收购的东西，难道不是傻瓜吗？

假聪明人只看眼前，真聪明人棋能算到数招之后。被协议“定为”2美元的贝尔斯登股票就是真聪明人发财的好机会。开始我也没搞懂，打了一圈电话收集消息后才恍然大悟：原来又是



# 经济学的流派（老唐五年前稚嫩的读书笔记）

读书笔记：经济学的流派 (2010-05-14 14:14:21)

正如以对上帝的信仰程度可以将人分为四类：完全相信从不怀疑；非常相信偶尔怀疑；半信半疑；完全不信。经济学也可以依据对「无形的手」的相信程度划分为四类：奥地利学派；芝加哥学派；凯恩斯主义；马克思主义。几大流派的思想都继承和发扬于现代经济学鼻祖亚当斯密的《国富论》。《国富论》最大的贡献是发现了并提出了「无形的手」。

从经济角度，斯密认为：只关注自己所得的自私个体，受「无形的手」引导，可以带来他所没想到的社会财富。「我们的晚餐，不是因为屠夫、酿酒师和面包师的善心，而是因为他们对自身利益的追求」

对于政治体制，斯密这样描述「每个人，只要他不去破坏公正的法则，都有按照自己的方式获取自身利益的完全自由，都有携其产业和资本与其他任何人或统治者展开完全竞争的自由」。依据此，斯密提倡自由贸易——无论是国内还是国际。

对于君主或政府，斯密认为，君主和政府只需做好三件事：1.保护社会不受其他独立社会的侵犯；2.尽可能保护社会任何成员不受其他任何成员的侵犯或压迫，即设立完全公正的司法机构；3.建立和维护个人或小组不感兴趣投入的某些必要的公共设施和公共机构。

以上思想演化为奥地利学派和芝加哥学派的主要思想。在相信自私有利于社会这一点上，两个学派是共通的。区别在于芝加哥学派认为政府应该做好斯密所说的三件事，并负责维护货币的稳定。而奥地利学派更为激进一些，他们认为，包括国防、司法和货币都可以由市场自由竞争提供。他们认为最理想的货币是 100%的金本位制。

除了中央银行提供信用货币和使用 100%的金本位货币之争外，芝加哥学派和奥地利学派还有两个重大分歧：

1 是方法论的分歧。芝加哥学派认为「不存在确定的知识，只有被检验的假说」。任何理论都必须经事实验证，理论上有被证伪的可能性但没有被证伪，说明理论是有效的，一旦被证伪，理论就需要推翻和发展；奥地利学派则认为，经济科学应该采用极端的演绎推理方法。首先建立首要原理，而后利用演绎推理即可，不需要经验和事实的帮助。「经济学的定律不是来自对事实的观察，而是来自于基于人类根本行为的演绎推论」。奥地利学派认为，人类行为的不确定性大过因果关系，因此很少有人能够做出准确的预测，事物的特征也难以被辨别清楚。在此基础



上，奥地利学派全面否定中央计划经济的可行性，最大限度的抨击政府对经济的任何干涉。

2 是对于大萧条的解释。奥地利学派认为，处于生产前端的资本品受错误的货币政策影响，产生了比处于后端的消费品更快的增长。当货币政策不可持续时，危机必然发生。这在信用货币制度下是不可避免的经济周期。芝加哥学派认为，实践中不存在奥地利学派所说的资本结构。大萧条的根本原因，是因为在此之前的美联储实施了错误的紧缩政策，导致了货币体系崩溃。总结经验，大萧条是可以避免的。

总体来说，以上两派共同的地方多过有争议之处，他们共同的敌人是凯恩斯主义和马克思主义。

凯恩斯主义对「无形的手」的信仰摇摆不定。他们相信「无形的手」经常起作用，但同时提出了「市场失灵」学说。认为市场有的时候是无效的。在市场无效的时候，政府应该采用财政或货币政策「逆周期熨平市场波动」，在政策起到作用后，退出干预，让「无形的手」继续主导。翻译成指导行动的语言：当私人部门陷入经济不景气时，政府应当有更多的支出；当私人部门经济过热时，政府应该减少支出。其总体思想是：宏观层面上，主张加强干预实施大政府政策。在微观层面上，主张相对的个人自由和自由放任。

斯密在《国富论》中提出劳动价值论，攻击地主阶级，认为政治家，音乐家，演员等人是非生产性、无关紧要的职业，将生产划分为为利润的生产和为使用的生产。这些思想经过马尔萨斯、李嘉图和穆勒发展为劳动价值理论、生存工资铁律和敌对性分配政策，并最终成为马克思的阶级斗争学说和危机理论的来源。他们认为，利润的增加只能以牺牲工人的工资为代价，让工人的工资趋向于维持生存的标准水平。马克思认为竞争是一记铁拳，打碎了工人阶级的梦想，使工人阶级的生存条件变得恶化。在马克思主义者看来，面对危机和不平等，解决的方法就是彻底革命。当然，事实证明，革命后建立的公有制，是将原来劳动者可以售与无数家公司的劳动力，变成只能售与一家超级公司（政府），消费者可以面对无数家公司的讨好而挑剔，变成了只能面对一家超级公司（政府）而顺从。在经济学领域内，马克思主义已经事实破产，苏联和中国的实验史无情的粉碎了其理论基础。今天，世界还剩下北朝鲜，古巴，委内瑞拉等为数不多的几个马克思主义实验室了。

从界定政府权力来说，马克思主义是主张政府包办一切，扼杀所有市场自由；凯恩斯主义主张政府根据情况「灵活」干预市场；芝加哥学派主张政府仅限于干好已界定的几件事；奥地利学派让政府滚蛋。包办一切已经被证明是恐怖和悲剧的，滚蛋又不甘心且没有成功案例，于是世界总是在凯恩斯和芝加哥之间摇摆。

经济学博大精深，本文只是自己粗浅的认识，必定有很多疏漏和错误之

处，各家门派的高手若不小心经过，请不吝赐教。

~~~~~

原文链接：http://blog.sina.com.cn/s/blog_4c86979a0100i9op.html

想起把本文捞起来，一者是正好今天在看《凯恩斯大战哈耶克》；二者是因为@唐史主任司马迁兄的一段精彩评论，让老唐顺带关注了一下关于救市的雪球争论。说到底，救市之争，依然是凯恩斯与哈耶克的思想之争。

致即将踏入大学校园的儿子

（见谅，又是跟股票无关的东西）

儿子，无论你是否做好了准备，从此刻起，你成为了社会学意义上独立的“人”。父母的角色，从无微不至的监护人，变成了网络另一端的顾问。在此送你 12 句话，希望能为你新的人生旅途，助上一臂之力。

1) 人生若要活的智慧，活的有成就，“省”字最重要。不是节省，是反省，吾日三省吾身：反省今日所做事，若重来该如何做；反省今日所未做事，是否有漏掉应做的，若有，如何弥补；反省今日所见所闻，有何经验教训可供汲取。

2) 青春遇到爱，是美妙的体验。真爱，是为所爱之人的长远幸福着想。爱一个人，是结伴奋斗，相互鼓励，而非沉迷享受、得过且过，互成拖累。除非已经组成家庭，确认自己想成为一名父亲，并为此做好了精神和财富准备，否则绝不在没有安全套保护的情况下发生性行为。

3) 不吸毒，不酗酒。学习着拒绝违背自己原则的东西，学会拒绝人生负能量的朋友。会拒绝，承诺才有价值。碍于情面勉强自己，答应一些自己很难做到或很不愿意去做的事情，不仅自己难受，慢慢的也会让别人失去应有的尊敬。大学四年，是你的人生中难能可贵的一段交友经历，你将和没有任何利益冲突的同龄人长达四年的待在一起互相了解，以后可能再也不会会有这样的机会了。所以，希望你学会挑选具备优良品质的朋友，充满人生正能量的朋友，他们很可能会是你一生的好朋友，甚至未来的商业伙伴。当然，物以类聚人以群分，要吸引正能量的朋友，你自己最好成为这样的人。

4) 大学的优点，是图书馆的书读之不尽，任何课都可去听，行业顶级的教授可以敲门去问。然而，你若不读，图书馆不会过来找你；你若不听，不会有人强迫你听；你若不问，教授不会屈尊了解你是否明白。

5) 选书很重要。一周精读两本书，整个大学生涯，也只能读 400 本。选择经典书籍、可信的人推荐的书籍，不要把时间浪费在低水平的图书

上。新东方创始人俞敏洪曾这样谈过他的大学生活：“大学四年读的 500 本书，是真正决定我人生和未来的关键。这四年没有荒废，未来四十年就能开始的从容些”。顺带提一句，读书一定要存疑，书上说的不一定是正确的。要尝试去怀疑，习惯使用网络搜索工具，寻找感兴趣的问题的正反论据。

6) 大学四年有个简单而重要的任务，就是找到自己的兴趣。前面十几年，也许还可以东试试西试试，不断寻找不断放弃。进入大学，到了最后抉择的时间了，必须确定自己喜欢什么，未来将在什么行业发展。确定以后，就需要将精力放在自己喜欢的领域里深度挖掘，以求在此领域内获得与他人的比较优势。若实在找不出自己究竟爱什么，那就先去琢磨赚钱吧。多赚点儿钱，无论何时想明白了自己爱什么，金钱有助于你在爱好上走得更快更好。

7) 永远不要抱怨。不喜欢就拒绝。没有拒绝、不能拒绝或不愿拒绝的事，就拼全力去做好。既要去做，又要抱怨，是非常愚蠢的事。套用一句民间粗话说，叫“切鸡鸡敬神--苦也受了，神也得罪了”。政界商界有个识人的要诀：“所谓人才，就是你交给他一件事情，他全力以赴做成了；你再交给他一件事情，他又千方百计实现了。所谓蠢才，就是你交给他一件事，不但没有做成，还能找出理由是别人的原因，和他本人无关”。希望你努力做人才。即便某事上没达到人才的境界，也尽力不要让自己成为推卸责任的蠢才。

8) 永远不要将时间浪费在后悔之中。若认为自己某事处理不妥，马上考虑怎么弥补。立刻行动起来，是最重要的。年轻的好处就是有很多弥补遗憾的机会（当然，这种机会将越来越少）。哀叹自己过去不够努力而错过了机会，却不行动起来去抓住现在的机会，是 loser 给自己找借口的典型特征。

9) 学会挣钱，是获得独立人格的基础条件。大学除了结交良师益友以外，也必须要学习从商业角度思考问题，靠自己去挣读书和生活费用，为独立生存奠定基础。学校汇集着数以万计的年轻消费者，他们的需求接近，尤其是每年的新生入校时间。只要稍事观察和思考，赚钱应该不是难事。

寻找并把握赚钱商机，是人生很重要的一项本事，大学四年是你锻炼此项能力的好时间。作为缓冲期，每个月老爸将按照大一 3000 元，大二 2500 元，大三 2000 元，大四 1500 元的标准补贴你。这个补贴标准，包含了除学校所收学费和住宿费以外的其他一切费用。如果你大四决定考研读硕（国内外不论），大四及硕士期间生活费标准回升至 3000 元/月。如果这样的标准下面，你出现了周转不灵，可以向老爸申请动用你的股票本金。目前，你 2012-2013 年间投入的 2.1 万元本金，已经升值为 4 万元。从今日至 2021 年 7 月（毕业一年后），没有动用的部分，老爸保底 5 倍合计最多 20 万返还给你。

10)如果大学期间 ,你才有了出国留学的意愿 ,无论北美澳洲还是欧洲 ,老爸都负担全部的学费及大部分生活费用 (另外小部分 ,同样希望你自己去挣)。前提条件只有一个:拿到听说读写均不低于 7.5 分的雅思成绩或同等标准的托福成绩 ,以证明愿意为梦想付出努力且具备学习能力 ,不是三分钟热情。

11) 无论爱或不爱 ,选修一下逻辑吧。相信老爸 ,它能让你受益终身。其次 ,建议选修法律。无论未来是象牙塔里搞研究 ,还是现实生活中创业、投资 ,基础的法律知识 ,总是必要的。

12) 自己独立生活了 ,要保证自己的贴身衣物天天换洗 ,床单被罩半月更换清洗一次。练*着将自己和自己工作生活的环境收拾整洁 ,是一种有教养的表现。整洁的衣着容颜和起居环境 ,是对身边人的一种尊重 ,表示你在意别人的感受 ,也更受他人欢迎和尊重。

爱你的老爸老妈

~~~~~



## 独裁的诱惑

今晚看了洋穿越电影《希特勒回来了》，不知为啥，心中久久不能平静，似乎被一种莫名的悲观情绪笼罩。又想起多年前看过的一部类似题材的电影《浪潮》，当时还写过一篇观后感，也是这种淡淡的忧桑。去博客上翻出当时写的文章，重新回味一下，真觉得人性中恶的部分，释放起来比我们想象的要容易的多。这个世界，也比我们以为的要脆弱的多。

### 独裁的诱惑 (2009-03-20 01:26:04)

今晚刚刚看了一部电影，看后心情久久不能平息。强烈推荐给大家——一部德国电影《浪潮》（有译作《恶魔教室》）。尤其是喜欢思考民主与独裁体制的朋友，更应该看看这部令人深思的电影。

根据片头介绍，这是根据一个真实事件改编的电影。讲了这么一个故事。文格尔老师被临时指派，代替另一个老师去给大学生（或者是高中生，不是很清楚）讲独裁政治这门课程。第一堂课上，学生们认为，在今日的德国，因为没有民众基础，因为纳粹不得人心，所以独裁专制不会重演。

为了让孩子们深刻了解，什么是独裁。文格尔计划利用一周时间，搞一个独裁的体制的实验。他们首先在班上“民主”的选举了一位核心领导——当然，就是文格尔自己。然后引导孩子们适应纪律，比如申请发言要举手，被同意发言后要起立，要称呼老师为文格尔先生（这之前他们直呼其名‘赖呐’），座位变成学习成绩好坏搭配（之前，他们和自己喜欢的人坐在一起）等等。这样，这个集体开始强调纪律，并提出团结就是力量，纪律凝聚力量的口号。他们开始变得有些共同点了。

紧接着，团体内，用【民主】的方式统一了服装，又给起了一个响亮的团队名号——【浪潮】，制作了浪潮的 LOGO,设置了浪潮成员打招呼的标准动作。并由此创造了一个平等的、互助团结的氛围。这个氛围中，人与人之间抹平了相貌的美丑差异，不同民族不同宗教的差异，学习好坏的差异，贫穷与富裕的差异。他们互帮互助，因为他们同属于一个团队——浪潮。以前受欺负的人，因为浪潮而寻找到了力量感；以前空虚堕落的人，因为浪潮而觉得自己正在参与一件有意义的事业；以前的小混混在浪潮里找到了存在的价值；缺乏家庭温暖的人，在浪潮里感受到了爱……一切都那么美好。

紧接着，专制主义的另一面开始显现了。浪潮的积极分子们，希望得到更多的认同，希望有更多的人参与进来。开始排挤没有穿浪潮服装，不懂浪潮手势的人。在城市各处涂刷他们的 logo。出于纪律的推广，他们要求更多的服从，对不同看法的人显露出敌意和攻击性，并在一场和其

他团队的水球比赛中产生了一场斗殴。这开始让这场试验逐渐走向失控。

更重要的是，文格尔先生也开始喜欢上专制体制的高效率，开始迷恋那种一呼百应，想法迅速贯彻，不用接受各种各样的质疑的状态了。绝对的权力犹如海洛因一般让人迷恋。

这种状态，引发了其中几位学生的反思。明显不适应的人还有文格尔先生的太太。身边人以及校方的注意和压力，文格尔决定解散浪潮。在最后一次集会上，文格尔把独裁的魅力推向了高潮，在他可以媲美希特勒演说的煽动下，浪潮成员们愤怒的揪出了团体中的反对者，并宣誓要用浪潮席卷整个德国。他们在文格尔先生的引导下，将反对者逮捕并揪上演讲台。这时，文格尔先生大声质问学生们“如果我让你们杀死他，你们是不是也会照办？”学生们终于意识到了，纳粹离我们并不远，独裁和专制随时都可能从我们心中升起。

文格尔先生宣布解散浪潮。这时，一位激进者无法接受这结果。他曾经爱过的这一切，曾经给他带来成就感和价值感的这一切，都化为了泡影。疯狂中，他开枪打伤一名同学，而后自杀。这个悲剧性的实验就这样结束了，文格尔先生被警察抓走了。

演员演技一般，德语也听的别扭。不过，这故事实在是发人深省。我也热爱民主，但真遇上七嘴八舌的不着调的意见，你东我西的不向一个方

向使力，还是恨不得大喊一声：都给我闭嘴，听我的。如果奏效，那感觉，很，爽。很惬意。更重要的是事务的效率会\*\*提高。

民主永远都得忍受别人，永远都那么拖沓。而，专制和独裁体制，可以让自己不喜欢的人和言论——滚开，多么有成就感；可以崇敬的跟着一位智者前进，无需费心思考，多么有安全感；身边看到的是同样的价值观，同样的生活方式，没有差异，很舒服，不会焦躁……这就是潜伏在每一个心中的专制萌芽，碰到合适的种子会迅速生长——因为它很让人舒服。

犹如今日的世界。眼看着股票被腰斩，资产缩水，社会贫富分化严重，很多人失意茫然。这时，有一群人跳出来，首先找个目标，而后引导公众进行攻击泄愤。公众有了泄愤的对象，也就忘记了关心事实的真相和逻辑的推理了。某人再大喊一声：我们需要打倒这些坏人富人，对社会财富进行重新分配。这一招很凑效，不乏追随者。因为这会让人感觉很爽很惬意。

扪心自问，你我真的能接受民主吗？能尊重别人表达不同看法（哪怕貌似弱智）吗？愿意理智的寻求利益妥协的解决办法吗？亦或者是，身处整齐划一的声音中会觉得特别舒服？跟自己意见相左的人，立刻痛骂并鄙视之？

民主的道路，说说是容易的，履行是需要高度智慧的；独裁专制听起来是臭臭的，滑进这轨道却是轻松快乐的。不信，你看看这部电影。

## 莫让概念扰人心

昨晚看了《希特勒回来了》发了些感慨，今天开机看见很多朋友的讨论，其中有很多是关于民主的。这个话题，老唐一般很谨慎谈，倒不是“莫谈国是”的小碎胆，而是这个概念外延内涵非常不清楚，讨论中一般是正方往框里装好的东西，反方往框里装烂东西，最后吵得一塌糊涂。我更愿意以“权力应受监督”这个角度去理解政治体制的发展。下面也是一篇我 2009 年写的小文章，里面也展示了老唐一贯对中国经济的傻乐观，今日对火电、对银行前景的看法，说不定那时就已经播种在心中了



莫让概念扰人心 (2009-03-08 00:00:51)

暴风过后，又是暴风。华尔街金融危机席卷全球。风云变幻中，资本主义各主要大国，纷纷伸出了【国有】的那双温暖而宽厚的大手，将一个个大腹便便的资本家拉入了国家的怀抱。一时间，许多网友乃至一些专

家学者开始为国有体制大唱赞歌，并以眼前的例子为佐证，试图重新证明资本主义是腐朽的、没落的，并在不久的将来进化为社会主义，从而完成【原始社会-----封建社会-----资本主义-----社会主义-----共产主义】的社会进化链条。还有更愤青的，不提也罢。

政治，不懂。也不愿评述。可惜这进化链条中有太多概念，显而易见的错误，使很多朋友心灵急躁，忘记了对今天的中国而言，最核心任务仍然是经济发展。

封建社会，显然是个误读。教科书一直告诉我们，辛亥革命以前的中华大地是一种【封建】的制度。近年来才搞懂，所谓【封土建国】的封建制度，已经被一个叫做嬴政的人打倒了。自始\*\*之后，中华大地上已经不是所谓的【封建】制度、【封建】国家了。

社会主义是误读。曾以为社会主义就是一大二公，引导人类放弃私心，最终走向按需分配的共产主义。学过了经济常识才知道，地球上的资源，再多也是有限的；心中的欲望，敞开就是无限的。妄图以有限的资源去满足无限欲望的按需分配，天然就是一句荒诞的口号。《资本论》只是粗浅的看过一下，却不认为马克思是描述了这样一个缺乏逻辑支撑的乌有之乡。

也曾误读过民主、人权和自由。曾以为 1776 年杰斐逊向世界宣读了那

伟大的《独立宣言》后，美国人民就拥有了民主、人权和自由。听了奥巴马的竞选获胜演讲才知道，在《独立宣言》后的一百多年后，民主和人权依然仅仅是一部分人享有的。女人在嫁人的时候，依然需要发誓服从丈夫的；

曾以为亚伯拉罕-林肯是解救黑奴的英雄，一定对奴隶主恨之入骨。读了《解放宣言》才发现，林肯总统签发的宣布所有奴隶自动成为自由人的总统令中，是有两个括号的。括号中写着（以下地区除外，圣伯尔拿、普拉奎明、哲斐孙、圣约翰、圣查理、圣詹姆斯、亚森湘、亚森普欣、得里保恩、拉伐什、圣马利、圣马丁以及奥尔良等郡，包括新奥尔良城在内），（除去西佛吉尼亚四十八个郡以及柏克立、阿康玛克、诺珊普顿、依利萨伯、约克、安公主、诺福克等郡包括诺福克和朴茨茅斯两城在内）。

读美国历史，我看到，直到日本鬼子践踏我东三省的时候，美国的黑人和白人性交还是被定为犯罪的。很多百货店和电影院依然是不允许黑人入内的。甚至连胡佛总统安排阵亡军人的母亲活动，黑妈妈们也不能和白妈妈们坐在同一条船内；传奇的麦克阿瑟将军的坦克和机关枪，也曾从讨要退役金的退役军人身上碾过和穿过（1932年），芝加哥工人罢工也曾引起警方的大屠杀（1937年）；那时的美国电影面对的审查，现在看已经恍若昨世了：不准有长时间接吻的镜头，不得叙述通奸行为，不能有裸体婴儿，已婚男女必须两床并列，各睡一床……这一切现在看



来滑稽可笑的审查，就在七十多年前的美国。是的，只是七十多年的变化。

曾以为美国作为世界强国很多年了。读美史才惊讶的发现，1932 年的美国，全国也只有 132069 名军人，这十三万多是包括军队机关人员、边境巡逻的、海外驻军等全部军人在内。那时的美国，沙尘暴比今天的北京还大，农民的土地常常被大风刮成沙坑。几乎美国境内所有的大江大河一样的泛滥成灾。“起来，饥寒交迫的奴隶”的声音也一样的被传唱。“这样的一天总会来到，USA 再加一个 S，变成美利坚苏维埃。土地归农民所有，工人是工厂的主人。我们掌握大权，USA 变成 USSA”也曾是许多美国团体为之奋斗的目标。

概念的误读，给我们设置了太多的阻碍。认知的东西各不相同，你表述的民主和他表述的民主也许都不是一个东西。争论许久，无异鸡同鸭讲。抛开概念，胡锦涛在 2005 年纪念抗战胜利 60 周年大会讲话时指出，

【自由、民主、平等、公正都不是资本主义的专利，也不是社会主义的独创，不是马克思主义特有的东西，是全人类的共同的追求】。温家宝在 2007 年 2 月也发表过一篇文章讲到，【科学、民主、法治、人权都不是资本主义的专利，而是全人类共同的价值追求】。这些共同追求其实和公有制或者私有制没有关系，与社会主义或者资本主义没有关系。

如果我们能承认一个事实：世界上永远会需要一批人来维持和管理社会

公共事务。那么，这就意味着【任何时候都将存在统治者和被统治者之分，必将有一些人拥有另外一些人所没有的权力】。根据这个事实，我认为人类的制度完全可以简单划分为 1.权力被监督和制约的社会制度；2.权力不被监督和制约的社会制度。

如果可以这样分类，我们就没有必要在意识形态、公私体制、什么主义上面去费口舌耗时间。任何体制、任何主义，只要权力能被有效监督，都有可能会发展成一种优秀的社会体制。世界不是只有一种模式，民主和人权也不是只有一种套路。多花点儿思想在权力的监督体制上，努力在现有基础上，循序渐进的建立对权力的监督体系，也许是符合最广大中国人民利益的想法。

说句激进者容易拍砖的话，我们如果能看到中国的改变，给中国多一点儿耐心，伴随着经济的发展，人权、民主、自由这些价值观会拥有越来越广泛的民众基础的。中华民族几千年的历史证明，我们是有强大的基因的。

## 三分钟科普财会的借与贷

有朋友说，财务书籍里的借记 XX，贷记 XX，要把人看晕，问问老唐有没有简单快速的记忆方法。确实，除了《手把手教你读财报》之外，我没看见过哪本财务书籍，不讲借记、贷记的。也许专业人士看借贷是常识，如同  $1+1=2$  一样，但外行心里苦，外行没地儿说啊！至于原因嘛，不仅因为借和贷的中文意思近似，更重要的是，财会账本里的借贷二字跟借贷的中文意思毫无关系。

大概是前年吧，微博上的财务大拿马靖昊老师，曾经讲过一个左右手记账法。老唐这里在马老师的基础上，简单粗暴提炼一下，力争让你三分钟之内，搞明白这个财会专业大学生需要浪费一学期时间学习的玩意儿。

1) 借贷这两字无任何意义，完全可以用左右替代。借=左，贷=右；

2) 还记得老唐说过的“资产负债表的左边，代表钱的去处。资产负债表的右边，代表钱的来源”吗？记得就好！以后，所有代表钱的去处的财务科目，一律用左手对应。所有代表钱的来源的科目，一律用右手对应；

3) 然后大拇指大，代表增加；小拇指小，代表减少。左=借，右=贷。

如图：



4) 哪些东西代表钱的去处呢？资产、成本、费用。因此，所有资产，成本，费用的增加，就是借记。相应的，减少就是贷记。举例子说：当你发现一本书上写着：借记 银行存款 贷记 应收账款，因为银行存款和应收账款都是企业资产，所以，把它翻译成人话就是：减少了应收账款，增加了银行存款，表示收了一笔欠账回来；

5) 哪些东西代表钱的来源呢？股东权益、负债、收入。在右手代表钱的来源，大拇指代表增加，小拇指代表减少的设定下，所有股东权益、负债、收入的增加，就是贷记（右手大拇指）；反之，减少就是借记；

6) 大学财会专业第一学期所学内容，讲完了，现在宣布放暑假。以后

遇到借贷不清楚的，伸出你的左右手，done；

7) 这是老唐个人粗暴理解，若是理解有偏差，欢迎球内财务专业人员指正；

8) 对，没错，这双手就是老唐的，字儿也是老唐现写的。

## 什么是 SLF,MLF,SLO,PSL？

新闻说央行向金融机构开放 MLF 需求报送窗口，引发有朋友问老唐：啥是 MLF？奉送一份老唐的小笔记，一次分清 SLF,MLF,SLO,PSL 这些央行常用流动性调节工具的意思。

SLF，酸辣粉。银行用合格抵押品从央行借款的手段，期限一般为 1~3 个月。目前央行接受的合格抵押品有国债、央行票据、国开行及政策性金融债、高等级公司信用债（当然，必然是打折抵押）。

MLF，麻辣粉。跟酸辣粉一样，靠合格抵押品从央行借款。期限比酸辣粉略长，一般都是 3 个月的，且允许到期展期。但麻辣粉一般都有贷款

投向约束限制，也就是说，借这笔钱的银行要承诺把钱投向央行要求的某特定领域，例如三农领域、小微企业等。

SLO，酸辣藕。央行的七天以内短期流动性调节工具，基本就是更短期的正回购、逆回购，利率采用市场招标方式。正回购是央行卖各种票据，从市场中收“钱”回来，是收缩流动性的手段。逆回购，是央行花钱在市场买票据，是投钱到市场的扩张流动性行为。

PSL，胖死了。就是央行向银行放贷款，期限一般是 3~5 年。由于时间比较长，银行可以用这钱再放贷，息差吃到胖死了🐷。它和央行再贷款类似，但略有区别：再贷款不需要抵押，一般含有金融稳定意义，银行获取再贷款，容易被市场认为出现流动性危机了。而胖死了需要抵押物，是银行正常的资金获取手段。央行使用 PSL，不仅可以向市场释放流动性，还能起到引导市场中长期利率的作用。