唐书房给赞问答集

**目录**

**一、投资理念篇**2

（一）如何面对市场波动2

（二）如何评估企业价值4

**二、企业分析篇**22

（一）贵州茅台22

（二）洋河股份26

（三）古井贡酒27

（四）腾讯控股29

（五）分众传媒29

（六）海康威视35

（七）其他股票36

**三、人生感悟篇**37

2020年9月20日

**一、投资理念篇**

（一）如何面对市场波动

**FLYNN：**老唐好！我有两个不同开户名的账户，账户A资金较多，打新往往是额度超出最大申购上限；账户B资金少，打新还不能顶额申购。从增加申购新股中签率的角度考虑，我就准备从账户A搬点仓位到账户B。但现在的情况是账户A满仓，要搬家就必须卖出，持仓的股票多数在合理偏低的估值，少数合理偏高，要卖的话，我是倾向卖出合理偏高的股票的。卖出以后，买什么股票有点犯难了，因为我看中的股票都不完全在低估的击球区，但我也是及其不想持有现金的。请教老唐的问题就是，我该从账户A卖出后立刻在账户B买入同一只股票或者其他偏低估股票，还是持有现金等待机会呢？补充一点，偏高估的股票是最看好的，也很怕买不回来。

**唐朝：**我也遇到过这种情况，我的解决方法比较笨，不需要动脑思考：①单独准备一笔过桥资金，②A账户卖出过桥资金的等量，同时B账户使用过桥资金买入；③A账户资金次日可取后，重复①②，直至搬运完毕。

（2019/9/23）

**周洪涛：**唐老师，贸易战恶化之后，我空仓了几天，成功避过了一小波下跌，内心洋洋得意了，觉得可以掌控市场了，就起了投机的妄念。像贸易战恶化这种突发的宏观风险，大概率引起市场走弱，是不是需要规避，我知道唐老师是不会减仓的，可是价值投资就完全不care市场风险么？如果是2015年股灾这种情况呢？价值投资结合市场择时是我另一个妄念，望老师开解。

**唐朝：**在亏损金钱和反思体系之间，我还是祝贺你的反思吧。这些学费，市场会在未来合适的时机里加倍还给你的。关于你说的价值投资结合市场择时，确实是很多人的梦想。正好在2015年，我和释老毛曾经就这个问题有过一段很长的辩论，我2016年收在书房了，题目叫《价值投资vs趋势投资》，你可以翻来一读：https://mp.weixin.qq.com/s/IzkCVA-lm3gwkVXGbySiDg。这里单独再补充两句话给你：①“贸易战恶化这种突发的宏观风险，大概率引起市场走弱”是事后的结论。如果有个平行世界，你就会发现，事情并不一定演化成现在，股市也并不一定会成目前的样子。如果真有确定性，它早就成了华尔街电脑套利模型里的一个变量，从而带来数以亿计的财富。投资者千万不能让自己大脑的选择性记忆骗了； ②要论对宏观的判断能力，恐怕很少有人可以与宏观经济学鼻祖约翰.凯恩斯媲美，也很少有人能和《经济学》教材作者、诺奖得主保罗.萨米尔森并肩（可以说，几乎所有的政界和商界精英都是读他俩的教材完成经济学入门的，而且凯恩斯和主要国家的总统、国王、首相、央行行长等世界政要的关系，绝非一般小道消息可比，已经可以达到“影响”的地步），然而，凯恩斯是著名的长期持股、集中持股的基本面企业投资者，从不择时；萨米尔森是持有伯克希尔股票的大股东之一，几十年前就把几乎全部身家委托给了巴菲特。认真想想为何，应该有助于打消妄念，更好的认知自我。

（2019/8/13）

**周洪涛：**最近没听唐老师的话，投机了一把自贸区概念股，三个交易日就满仓暴跌20%，想问一下如何能说服自己割肉止损，一直下不了决心，觉得后面会涨回来，如果现在割肉了，后面涨回来会想扇自己耳光，唐老师，如何抉择，如何说服自己，求赐教，知道自己不该投机，现在就是非常后悔。

**唐朝：**在投资者的投资生涯里，危害最大的并不是赔钱，而是用错误的方法赚到了钱。如果这次你侥幸扛成平手甚至盈利，基本上可以肯定你未来一定还会照猫画虎，还会在“扛一扛就回本了”的梦想中，加倍甚至加十倍割给市场的——这是人性的弱点，概莫能外。我认为，从严格意义上说，这次投机结果是赔钱，是赔大钱，对你而言才是赚了，是整个人生的投资之旅中的真正大赚。它会成为你个人定制的永久性警钟，在你产生投机妄念的时候，警钟会在心中呼啸。另外，如果割肉后上涨，会导致你后悔，说明你内心实际并没有认为这次投机是错误的事——你可能只是认为套牢是错误。认真想想，你内心究竟是不是认为投机错了。如果这是一笔赚到大钱的投机呢，错没错？

（2019/8/12）

**蔡树东：**唐老师，想知道您赞不赞同那种95%价投，5%投机的想法，个人想过这么操作，或者把投机的比例降到1%， 但是这样很容易会导致自己的思想歪曲，且很有可能1%的投机带来100%的亏损，求解！谢谢！

**唐朝：**不太确定你对“投机”的定义是什么，我首先假设你的定义也是“基于对股价短期波动的预测而采取行动”。那么，关键看你的目的是什么。如果想挣钱，我理解1%的投机也没有必要。如果你是想娱乐，或者对投机盈利还存在梦想，拿交点费用玩玩也无妨，而且越早越好。张爱玲说，成名要趁早。老唐说，亏钱要趁早，早亏早死心，早亏早确定道路，早亏本少损失小，早亏剩余投资生命长……

（2019/4/17）

**清风：**近期大盘是不是即将处于强势调整中，需要降低仓位规避风险吗？技术派都建议空仓了，难道我们死拿坐电梯吗？

**唐朝：**我不知道大盘是不是即将处于强势调整中，我甚至不知道什么东东叫强势调整。我只知道一点，凡是告诉你大盘即将暴涨或者即将调整的人，要么是全能的上帝，要么是心怀叵测的骗子，要么是自欺欺人的蠢货，三者必居其一。

（2019/4/10）

**懿麟：**市场上大多数投资者在股价涨涨跌跌过程中都没有足够的定力。对自己持有的股票股价上下波动很纠结。您是怎么处理这种情绪呢？我有一个想法：按价值投资配股，但不满仓。然后将剩余仓位（比例较小）用于搬砖。这样既可以治疗多动症，满足交易的欲望，又不会影响总体收益，运气好还可以转一些股票波动的差价。您怎么看?

**唐朝：**我没有这种情绪。你说的方法，一般结果是付费（直接支付本金，或者损失持有股权的机会收益），但鉴于你的目的就是为了满足交易的欲望，那也挺好。付费娱乐嘛，知道自己在干什么最重要。

（2019/3/29）

**守正出奇：**你好老唐，巴老所说认准了就要下重注，像我们这种一路亏损过来的投资者，认准了下了重注，却还为成本心魔所困扰，持有的股票上涨一切价投理论皆为神启示，股票下跌就会反复检讨自己价投有用吗？我的公司是不是出现不为所知的负面消息？老唐我想问，在您初试价投时重仓某股时，买入后继续下跌怎样处理心态，做什么分散心情？

**唐朝：**第一，真的弄明白只要公司持续赚钱，股价越跌你赚的越多这个道理；第二，认真研究企业，确认企业经营正常；第三，适度分散，相信自己一定会有错的时候，错了就坦然接受，它也是投资的成本。就这么简单，然后等着收钱，收的多了，你说的这些疑虑自己就消散了。收的不够多的时候，疑虑时就学习呗，担心就去找信息呗，大家都这么过来的。

（2019/3/27）

（二）如何评估企业价值

**刘波：**请问老唐，能代替《证券分析》的书？证券分析好生涩。

**唐朝：**《可以替代<证券分析>的三本书》作者：唐朝，发表时间：2015年10月11日 。雪球文章删了，但居然当时在博客上也发过，供参考：http://blog.sina.com.cn/s/blog\_4c86979a0102vvfg.html

（2019/8/2）

**liu：**你好，老唐，请问中国的财务报表是否能粗略的反应公司的情况，用报表分析出的内在价值靠谱么？听很多人说中国的报表是很假的，请问您怎么看?

**唐朝：**能。不靠谱。财报是用来排除企业的。

（2019/7/19）

**宁静海：**老唐，在您的投资生涯中关注过炒汇吗？听朋友说基本可以做到一年一倍，我觉得这里肯定有很大问题。您怎么看这个投资？最大的风险在哪里？非常谢谢！

**唐朝：**立刻和这位朋友绝交。他应该说的是外汇期货，这个玩意对于非专业人士来说，不如去赌大小，输光的概率近于100%。其主要特点是高杠杆、大波动、长时间交易。这几个特点加起来，参与者基本包死。因此国内绝大部分炒汇平台干脆根本就直接和客户对赌，直接将客户本金变成自己的，和诈骗几乎没啥区别。

（2019/6/22）

**波爷：**唐老师，《实战》114页第三段，描述道：“假设一个企业符合三大前提，无风险收益率为4%，折现率为两倍无风险收益率……将这家企业视为一份债券，按照两段式折现法计算，今日价值可以表达为……” 我的问题是：既然下面假设企业的估值计算公式中用债券贴现率4%折现了，为何本段还要强调一次“折现率为两倍无风险收益率”？

**唐朝：**用一元钱换一元钱的事情，投资者怎么可以做呢？总要占点便宜才是投资啊！占多大便宜呢？师傅们告诉我们要占至少一倍的便宜，其中部分是安全边际，预防自己估算错误。剩余部分是便宜（也就是预料中的投资收益）。

（2019/6/8）

**魏冰：**老唐你好！我的问题是关于格雷厄姆烟蒂投资法，此方法在目前阶段的中国股市成功实践的可能性大不大？ 你是否推荐中小个人投资者使用这个方法？谢谢！

**唐朝：**我个人偏向于认为不大，许多条件已经发生变化了。所以，也不推荐。

（2019/5/30）

**梦想：**老唐好，经营性现金流好，自由现金流不好，分红少的企业，把赚来的钱用在维持和扩大经营上，是反应在净资产的增值上吗？这样的企业如何分辨好坏？

**唐朝：**是。看投入扩大经营的资本长期回报率是高还是低。

（2019/5/29）

**郑皓文：**老唐，三个月依次读完了价值投资手册，手把手教读财报1和2。价投世界从格祖开天辟地，再到巴神集大成，“道”相对容易理解。难就难在怎么操作，非常感谢你给大家分享你二十年研究的“术”。在舒适圈外学习，在能力圈内投资。现在沪深300相对低估，我打算投入本金（不算小），全部买入沪深300，放个30年，实现财富自由，我这个方案基于自己的能力圈与选择，只赚中国上市公司30年总体赢利，求评价一下我的选择。

**唐朝：**方法不赖，但我认为你大概率做不到。三个月内做出的“放个30年”的决策，通常都会被另外一个三个月的“反思”推翻，如此循环往复，最终才可能真正获得进步。这个真正的进步将体现在：不再考虑要一次去做管用30年的英明决策，而是让投资成为一种生活方式和思考习惯，就如同呼吸一样自然。

（2019/5/29）

**孙艳飞：**老唐您好，为什么沪深300的估值中枢在15倍左右的市盈率，如果把沪深300看做一只股票，按照您的估值大法给沪深300估值：1利润是否为真？（是），2利润是否可持续？（是），3维持当前利润是否需要大量投入？（不确定）。如果3是肯定的话那么3年后可以给予25倍的市盈率（因为长期来看沪深300的收益非常确定，且增长率大于无风险收益率），可为什么估值中枢确是15倍左右？这是什么原因呢？如果3是否定的也请告知原因，谢谢了！

**唐朝：**你困惑的原因就在于答错了第一个问题。第一个的问题的答案应该是“否”——300家企业并非每一家赚到的利润都是真金白银。长期估值中枢低于无风险收益率，表达的正是对利润含金量低于100%的折扣。

（2019/5/27）

**郑皓文：**我就是在510310和510300之间纠结。不知道这两者有什么区别，求老唐解惑。

**唐朝：**挂钩同一个指数，持股结构基本一样。510300规模大点儿，费用高点儿。510310相反。

（2019/5/24）

**郑皓文：**老唐你好，想咨询您一下，沪深300的长期年化收益能达到10%吗，能具体推荐一只沪深300指数基金吗？

**唐朝：**我认为能。挂钩同一指数的指数基金，基本都差不多，一般选择规模较大+费用低廉的，两个条件筛选下来，510310挺合适。

（2019/5/23）

**天行健：**老唐，在财报中看什么指标看出企业是赚的真金白银？

**唐朝：**资产负债表的应收账款。现金流量表的经营活动现金流入。

（2019/5/20）

**梦想：**老唐好，维持和扩大经营的支出，体现在现金流量表中的“购建固定资产无形资产和其他资产支付的现金”这个科目，那么这两项花费在另外两张表中体现在哪几个科目？谢谢！**唐朝：**资产负债表主要体现在固定资产、在建工程、无形资产、商誉、长期股权投资等科目里。利润表里只体现年度摊分支出，主要是折旧摊销和资产减值损失。

（2019/5/15）

**岩土远：**请教老唐有没有考虑用50etf期权认购/认沽来对冲风险呢，我记得您和巴菲特都讲过不会去做空，我也认为中国股市长期向上不应该做空，但是我想是否可以拿一小部分闲钱来做对冲，比如最近贸易战认为股市会下跌，那么股票里的主体仓位不动，只拿一点闲钱来做期权，赚了能赢数倍，输了也只是赔掉认购金，不知此思路是否可行，还望老唐指点。

**唐朝：**我不做空，也不碰衍生品。至于你的思路，只要是认为赔掉认购金关系不大，那就没啥问题。而且以我的个人经验说，这种思路越早尝试越好，反正迟早都是输，早点尝试可以少输一点。

（2019/5/11）

**梦想：**老唐好，请问三张表中的哪几个项目，指出了企业为扩张或维持经营所支付的花费？

**唐朝：**历年的现金流量表里的“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”。但这是扩张和维持经营所支付的花费总数，其中哪些是扩张花费，哪些是维持现有盈利能力的花费，需要我们读懂企业之后自行区分，无法从财报中直接提取。

（2019/5/11）

**大道至简：**成熟资本主义国家无风险利率如果是2%，难道股票的合理市盈率是50倍吗？

**唐朝：**对。但唯一要注意的是，对于没有外汇管制的国家，不能只看本国利率，重要的是资金「可以找到」的无风险投资回报率。 举个简单的例子，假设日本利率为1%，但该国的合理市盈率就不会是100倍，原因是该国的资金可以无障碍投资其他无汇管国家的无风险产品，比如假设美国十年期国债是3%，那么日本资金的无风险收益率同样要取值3% ——但也要注意，不包括汇管国家。比如中国无风险利率哪怕是5%，对于日本资金来说，这个5%依然是存在退出风险的回报率，而不是无风险回报率。

（2019/5/8）

**阿金：**老唐，您的投资组合里为什么一直没有出现地产股？如保利地产，股息率3%~4%之间，业绩几乎是明牌，利润增速每年20%以上，市盈率8倍，即使三年内市盈率保持不变也符合三年翻倍的预期，那么是什么因素导致老唐一直没有涉足地产股呢？

**唐朝：**两个原因：第一，我想不明白房地产企业的自由现金流，或者换个说法：唐朝2016-08-17 12:08 · 来自雪球 现金买地—建房卖掉换现金—拿卖回的现金再搭上一点借款去买入更贵的地—建房卖出换回现金—拿卖回的现金再搭上一点借款去买入更贵的地……周而复始，最终留给股东的，究竟会是一大堆现金，还是一大片荒地？一直没想明白，十年后，二十年后，房地产企业的终极形态究竟是什么样子呢？ 第二，我本人除了股票投资之外，还有价值不低的房产投资（2006年之前投的），从投资的风险对冲角度考虑，也避免将更多资金放入房地产行业。

（2019/5/3）

**一蓑烟雨：**老唐，本人作为一个2017年底入局的新韭菜，到目前总收益30%左右。对于技术分析一直是不相信的，因为我发现那是一个不能证伪的理论。对于价投，心里认可，但本金少，有点嫌慢。现在有个自作聪明的想法，请你点评下：用概率和赔率的眼光来看炒股:1、以烟蒂思维估计股票的底线，即向下的赔率，正常情况最多下跌20-30%，黑天鹅下40-50%；2、以价值回归或成长的思维估计股票的上限，两年或三年后2倍或3倍。3、寻找更多的符合以上条件的标的，分散投资，增大整体获胜概率。请老唐选择：a.这是一个作死的策略；b.这是一个有效的能挣钱的策略；c.这是一个无效的，没有可操作性的策略。

**唐朝：**你这里的问题是估值的准确性，如果你对企业的估值能估的八九不离十，当然是一个能挣钱的策略。反之，就是瞎折腾。不过，由于你好歹估过，而且加上了分散，不大可能全体都非常离谱，所以怎么也谈不上作死。

（2019/4/23）

**Lawrence：**老唐你好，在牛市的背景下，买高股息的股票是个好策略吗，如粤高速、长江电力？由于持有的股票大部分过去几个月涨了不少，大部分回到合理估值，（茅台，腾讯，格力，招商）但手头上有多余的资金，不知该买入什么。求解答，谢谢！

**唐朝：**第一，“牛市背景下”这个前提是错的。如果能知道未来是牛市，上杠杆买股指期货才是好策略，可惜没有谁真的知道未来一定是牛市，所以，投资策略一定不要建立在“牛市背景下”。第二，高股息策略本身是个不错的策略，但它建立的前提一定是分散化，高股息本身起到了筛选盈利质量的作用；第三，对于股息在投资中究竟起到什么作用，《价值投资实战手册》46页专门阐述过，很重要，建议你读。如果手头没有书，书房里有免费刊登过，题目叫《散打投资15》，找来看看吧！——当然，最好是看书，和同一章前面内容结合起来看，理解会更透彻。

（2019/4/23）

**王锦熠：**老唐，你好。请教一个问题，就是持仓比例是如何算的？①（当前股价x所持该股股数）÷所有股票的当前市值之和，②（买入时股价x所持该股股数）÷所有股票的买入成本之和，请问是上面两个中的哪个？

**唐朝：**我用的①。

（2019/4/23）

**付强：**老唐，一般有个说法，叫不要拿你的业余爱好去挑战别人吃饭的本事。也就是说业余的水平和专业的相差较大。对于投资，为什么很多专业搞投资的，比如一些私募，长期业绩，还不如业余的爱好者买入指数基金长期持有。理论上像专业踢球的，专业搞科研的等等，几乎绝大多数专业人士的水平都远远超过业余，为什么在投资界，专业人士的这种绝对优势并不那么明显？

**唐朝：**原因可能有六： 第一，投资这件事短期内很难区分运气和能力，于是有不少低水平选手也混迹于你说的'专业'团队； 第二，代客理财拿管理费这个体制，推动着他们走向不断努力接近乃至突破他们所能管理资金额的上限，导致失败； 第三，收益有提成+亏损不分担的体制，引导基金经理相对更倾向于下注高风险高回报投资对象； 第四，短期业绩及回撤数据排名，会影响基金的资金募集能力，也会让非专业的基金持有人产生不同的反馈，这种压力强迫基金经理考虑择时、平滑和投机； 第五，基金投资者水平低下，追涨杀跌。持续大涨之后申购基金，迫使基金经理高位买入。持续大跌之后赎回基金，迫使基金经理低位卖出； 第六，基金收取的管理费和分成费用，拉低投资者长期回报。

（2019/4/18）

**清壹：**老唐，请问您认为商业模式是什么？如何判断一家公司的商业模式？什么样的商业模式是好的商业模式？

**唐朝：**所谓商业模式，简单粗暴的说就是企业卖什么挣钱，挣谁的钱，凭什么挣到这笔钱。搞明白了企业这三个问题，就弄懂了企业的商业模式。至于什么样的商业模式是好的商业模式，很难一刀切总结。在我看来，能够提供别人很难甚至无法提供的商品或服务，是最好的商业模式；能够比别人以更低的成本或更高的效率提供同样的商品或服务是次一等的商业模式；只能提供同质化商品和服务就属于比较差的商业模式了。

（2019/4/17）

**李好广：**老唐您好！在唐书房的熏陶下对于紧握优质股票资产长期收益远远跑赢常规投资深信不疑，不过有一个困惑：我们是否有时候无票可买？那该怎么办？比如：您现在持有的六只股票，在市场先生极度疯狂下半年内都翻了三倍，触发您的卖出标准，在那样癫狂的状态下什么票都变得高估没有了投资价值，您会不会买入您最讨厌的“现金资产”，谢谢！

**唐朝：**会，all cash is equal，如果我能理解的股权都处于明显高估状态，我一样会选择持有类现金资产，等待股权估值的钟摆重新摆回合理以下。

（2019/4/17）

**姜伯格：**老唐，最近我在看《穷查理宝典》，书里写道芒格了解会通过财经报纸和杂志来了解宏观经济，想问一下你会去了解宏观经济吗，会通过什么方式手段去了解？证券市场红周刊杂志值得订阅吗？

**唐朝：**没有特意去关注过宏观，只是每天这些新闻都会被推送到眼前，也会随便看看。即便如此，其实我也看不出太多有用的东西，基本上也就补充一点吹牛扯淡的日常谈资。假设有些什么关键词或者某种服务，能帮我把这些内容全部屏蔽掉，我估计我的投资过程及结果也不会发生什么变化。至于红周刊，我好像没读过，不太清楚是否值得订阅。

（2019/4/17）

**吴：**老唐好，您选择股票会考虑国有控股和非国有控股这个问题吗？还有就是全流通或非全流通会优先选择哪个呢？

**唐朝：**股权问题上，我基本不考虑国有或非国有的问题，在管理层利益问题上，国有非国有问题多少会有些影响，会考虑。是否全流通我也基本不考虑，不过这俩选择如果真的摆在面前，我偏向于全流通。

（2019/4/16）

**大道至简：**请教老唐兄，您的估值表里写的2021年卖出（三年后）合理估值的150%就是卖出区，卖出区会不会太宽泛，例如茅台15000亿的150%基本上53倍市盈率了。

**唐朝：**不宽泛，挺合适的。我的原则倾向于最好不要卖出。除非太过明显的高估，逼迫我持有类现金资产，否则我尽量站在优质企业的股权里，做时间的朋友而不是对手。比如遇到你说的设定目标相当于53倍市盈率卖出，而事实45倍市盈率到顶下跌。可能在你眼里，是“好可惜，设高了，没卖到顶”，而在我心里可能是“还好还好，不用被逼卖出，又可以赖几年”——认真想想老唐为什么这么“蠢”。

（2019/4/16）

**胡勇：**老唐，请问，为什么同为极其优质的高ROE企业，平均市盈率相差这么大，恒瑞医药47，茅台24，而格力只有12不到？

**唐朝：**三个可能，或因盈利质量差别巨大，或因未来确定性差别巨大，或因市场强行送钱。

（2019/4/10）

**張鵬：**假设有500万，选择主动失业并且没有任何新进现金流的前提下，留50万用于两年的家庭生活开支，其余450万全部投入股票。问题是两年后如何再留取后面两年的家庭开支50万并以此滚动下去？ 我的理解是只能从股票收益中获取，但这样会减少持股数并形成收益递减的循环，无法达到滚雪球的目的。请老唐解惑。

**唐朝：**惑是什么？如果年化收益能做到15%以上，年支出25万并不会构成“收益递减”的循环；如果没有能力做到年化收益15%以上，哪来的胆子考虑主动失业？——另外，我相当不赞成为了投资而主动失业。投资本身并不需要专职。

（2019/4/10）

**德芙：**老唐，坚持价值投资，预期年化收益率多少是合理的，基本可以实现的？

**唐朝：**我的个人看法：以投资企业股权的角度去思考问题，在可以预见的未来，基本上持续获得10%水平是稳拿，15%要努力，20%是大师级水平，25%不仅要努力还要加运气，30%以上基本属于阶段性幸存者偏差或者别有用心讲故事。

（2019/4/10）

**菩提：**老唐您好，《手财一》读了一半，一直想找到《手财陪读》，不知为什么，按您的方法在号内搜“手财陪读”，总是找不到那200个问题，只跳出来2篇文章，都没有200个问题的文章。觉得自己很笨，一直不好意思问，我想找到文章。

**唐朝：**①书房发送“雪球旧帖”，里面有下载的，word版可以排版可以打印。或②直接到亚马逊去搜索《手把手教你读财报-陪读问答》，下载免费电子书——前提是要么你拥有kindle，要么你需要在手机上下载安装一个叫“kindle阅读”的APP。

（2019/4/10）

**儒子：**老唐，我很认同你估值时不考虑行业，只考虑自由现金流，参考无风险收益率给出自己的估值。我发现日本1989-1991年无风险收益率在5%-8%左右，股市市盈率却高达70倍；而2008年日本无风险收益率在1.5%-2%之间，股市市盈率却只有20-28倍；整个区间也是无风险收益率跟股市市盈率是正相关而不是我原以为的负相关，望解惑。

**唐朝：**无风险收益率是金融资产的地心引力，但并不能保证金融资产随时随刻都在引力范围内。正如股价长期看和企业盈利正相关，但并不是利润高的企业市值就一定高，利润为负的企业市值就一定是零或负数。你所说的时间区间，其实既不是正相关也不是负相关，它只是刚好和市场先生的情绪波动同步或逆向了，仅此而已。

（2019/4/10）

**枫：**老唐，请问长期定投沪深300或医药指数基金的话，长远看哪个收益可能更高？如果是你如何选择？

**唐朝：**这俩东西定位不同，没有必要也不应该去比较收益。沪深300指数基金是帮助被动投资者，在没有企业分析能力的认知下，为全部可投资资金寻找的、能够获取高于国家GDP+CPI回报的工具。行业指数（包括医药指数在内的各种行业指数）是主动投资者在自主投资个股的前提下，由于看好某些行业，而对个股前景无法确定时，做出的部分资金配置行为。

（2019/4/10）

**许峰：**当年万科因为有大量现金和股价低估遭到宝能的恶意收购股份，最后在证监会的调停下没有得逞，请问老唐，同样是想成为控股股东，宝能与格雷厄姆的捡烟蒂投资（清算企业资产）有何不同？

**唐朝：**无论出于什么目的，收购本身没有什么不同。宝能被叫停，本质不是因为收购，而是因为用低风险承诺换来老百姓的投保金，然后从事潜在风险巨大的数重杠杆下的股票投资。此类投资，万一出现风险，会引发社会动荡，迫使政府擦屁股。

（2019/4/10）

**曹杰红：**老唐，普通如我，目前没有修炼到老唐的武功，又想通过投资解决增值问题，目前看有两条路：1.边买指数边继续修炼；2.投一个或几个靠谱的私募产品长期持有享受复利。如果是后者，如何设定评价指标？道德风险如何规避？（规模小的过于激进，规模大的不思进取，只想稳稳收管理费）。老唐是否有认可的私募？可否列举一二投资理念彼此认可的管理人？

**唐朝：**不建议选什么私募，学习过程中直接投资指数基金就挺好，稳稳地超越大部分私募。个人觉得，不值当为了'莫须有'的超额收益，去冒你问题中提到的风险。具体理由可以再读一遍书房3月18日文章《聊聊指数基金的投资逻辑和误区》。

（2019/4/10）

**℃：**老唐好！我充分认可“选择好公司，在高安全边际时介入并长期持有，静待复利增长带来可观收益”这一投资模式。但该模式在早期似乎缺乏现金流回报，我反复思考，若不出售股份，似乎就只有分红这一现金流来源了，而生活品质主要取决于现金流。若想靠投资养家，结合之前您说“至少拥有家庭年支出额20倍的本金可考虑主动失业”，我想问：达到这一条件并主动失业的早期，应如何做好市值增长（每一分钱都是一粒种子）和现金流匮乏（影响生活品质）的平衡？

**唐朝：**这个问题的解决，不建议在“平衡”上打转。当头脑里还在纠结这个问题的时候，不要让自己失业即可。让分红和卖股之外的现金流去解决生活品质问题。

（2019/4/10）

**悦：**老唐你好，五常老爷子的经济解释啃的太吃力了，是不是要先看什么更入门的书？能讲讲你当年是怎么啃这本书的吗？

**唐朝：**《经济解释》的确不好啃，我先后读了五遍，花了大概两年时间，才算基本理顺。若要说更入门的书，张五常博客管理员李俊慧写的《经济学讲义：颠覆传统经济学26讲》上下册，可能会好懂一点。你试试？

（2019/4/3）

**刘奕松：**请问老唐，你对单只个股投资有没有设定一个仓位上限？如果有，那么是多少呢？

**唐朝：**一般是40%。背后没有啥逻辑支持，就是直接套用巴菲特的经验。犹如我D过去套用《资本论》脚注，将雇佣是否超过8个人作为判断是否是剥削阶级一样。

（2019/4/2）

**胡勇：**老唐您好，看您反复提及无风险收益率，眼下它是多少？如何确定的？参照十年期国债的收益率么？

**唐朝：**严格来说，是的。但实践中没有必要那么麻烦，本来就无需精确值。你随便点开一家银行的理财产品列表，看看一年期理财产品预期收益率，就足够了。比如当下民生银行理财产品慧赢添利一年期预期收益率4%～5%，我就取这个值。

（2019/4/2）

**知心你我：**唐老师，您好，拜读你书房后，认识到安全边际的重要性，想问一下你留的一年生活费放在那个理财？望告知具体名字。

**唐朝：**这个比较简单，因为是可能经常动用的钱，金额也不大，追求的是灵活性下的回报。所以建议直接放银行短期理财产品就可以了。比如我就放在民生银行的“天天增利”里，特点是工作日实时赎回，实时到账，没有额度限制，方便使用，目前年化收益率大约3.7%的样子。 基本上各家银行都有同类产品的，你的资金在哪个银行，就咨询哪家银行好了。如果你愿意放在证券账户里的话，可以选择511990华宝添益或者511880银华日利，收益会略高一点点。

（2019/4/1）

**万佺：**老唐，如果想现在开始系统的学习投资，应该做哪些准备，应该看哪些书？

**唐朝：**其实直接读《价值投资实战手册》和《手把手教你读财报》以及《巴菲特致股东的信》就足够了。之后就是阅读财报，实战公司分析了。

（2019/4/1）

**任踏实：**关于唐老师的估值方法，除了三个前提“利润是否为真，能否持续，是否需要持续投入”外，（除了您在书中说的近视）为什么选择三年作为时间维度，你觉得这种估值方法最大的缺陷是什么？

**唐朝：**三年的选取是一个经验值，如果将企业的内在价值看作钟摆静止时的中点位置，而两端为牛熊的高点和低点，那么大致上三到五年时间，股价一般都会有经过中点位置的时候，具体原理我没有深入研究过，可能和人类的心理与遗忘周期有关。我的估值法的最大缺陷是：适用领域比较狭窄，有很多企业都无法运用老唐估值法进行估值，这并不意味着它们没有价值或者无法投资，只是使用我的估值法会排除它们。

（2019/3/30）

**以梦为马：**老唐，您好，在您漫谈现金流折现文章中，设定某企业10 %折现率，5年后现金流保持3%的增长，第六年自由现金流为18.01亿，推算某企业的永续价值为257.3亿（18.01/10%-3%），请问括号里算式，是怎么得出来的？

**唐朝：**价值=自由现金流/（折现率-永续成长率），这个公式叫戈登模型，它是将一个很长的加法算式合并的结果。假定起始第一年末（你问题里提到的第六年）的自有现金为F1，以后每年增长3%，采用的折现率为10%，则 第一年价值V1=F1/10%，第二年价值V2=F1×1.03/10%，第三年V3=F1×1.03²/10%²，一直这样列到无限大（∞），然后把这些价值加起来，就是这家企业的价值V。V=v1+V2+v3+v4……V∞，这个公式经过合并简化和推算，最终的结果就是v=F1/（10%-3%）。 合并推导的数学公式很长，要写几页纸，我们记住结果就好了，合并的数学过程不会错的，毕竟它已经是每一本投资学教材里都有的模型，已经在全球广泛运用约70年了。

（2019/3/30）

**刘畅：**有人问假如沪深300指数五年前是5000点，经过五年的震荡，现在还是5000点，如果我再五年前一次性买进，那现在是不是不涨不跌。 您回答5年前5000点，5年后5000点，你的获利是300家成份股企业每年的现金分红，大约年化收益约2%吧。但实际查看了一些沪深300指数基金，他们并没有分红，这个年华收益2%如何理解，又如何提现？

**唐朝：**你把钱交给指数基金，基金帮你买成了300家成分股企业的股票，这些企业每年会有分红。分红到了指数基金手上后，要么分给基金的股东，要么变成基金的净值，再帮你买成更多股票。你的年化约2%指的就是这300家企业每年分红的大致比例。即：指数基金分红，你得到现金。指数基金不分红，你通过指数基金买到更多的股票，你持有的指数基金的净值会增加。

（2019/3/30）

**越越大人：**唐老师您好，在目前A股，您是选择性打新，还是所有新股都打，对于这种未知的新股，是否要做了解公司财报等相关功课，打新是否都是稳赚不赔的？

**唐朝：**所有新股都无脑打。我从来不去了解新股财报，这属于浪费时间。也不能说打新股一直是稳赚不赔的，期间也有过破发赔钱的案例，但印象里好像上次新股赔钱还是2011年之前的事情（记忆的时间不一定准确，但肯定是很久远之前的事情了），2011年之后，新股一直是稳赚不赔的。未来，除非证监会对新股发行规则做修改，或者新股因某种原因出现大面积破发行为，否则我会一直坚持无脑打。

（2019/3/30）

**走四方：**老唐好！我是上班族，业余时间有限，感觉有太多的好书要看，都是为了提高自己的投资水平，当看书与看财报冲突时，该如何取舍？

**唐朝：**这俩会冲突，没有那么夸张吧？真要安排到如此紧密了，我应该会先看财报吧，毕竟财报新出炉，先睹为快满足好奇心嘛！至于书，反正都出版很久了，早一日晚一日的，差别也不是很大。你说有道理不？

（2019/3/30）

**Andrew：**唐老师好，请问新股中签之后无财报可读，此时价值锚应该怎么去估算呢？钱很少，但是希望也能用正确的方法处理。

**唐朝：**新股，我从来不看财报，甚至连公司全称都没打算知道。我的原则就是开板就卖，卖掉就删自选，收一点制度红利就好了，不关心后续涨跌，不关心价值。

（2019/3/29）

**安静的力量：**唐师，针对股票期权的态度，巴老好像始终有介怀。像海康威视，没什么不能多给管理层薪酬让管理层从二级市场自己买股票，而要股权激励呢？唐师，您对股票期权怎么看待？

**唐朝：**说巴菲特不赞成期权，其实是个误传。巴菲特只是不赞成不加分辨的滥用期权。他对期权的核心观点就三句话： ①期权应该授予对公司整体收益负责任的人，而不是见者有份； ②期权价格必须考虑到留存利润带来的自然增长因素，以及资本本身的机会成本问题。只有管理层让股东的新旧资本都跑过了资金的机会成本，才配得上得到期权；③很多公司掌舵人完全不同意我的看法，他们将期权作为一种广泛的激励工具，也做的挺好。这样的公司不多，但确实有。我认为实践中做得好的期权，应当鼓励和坚持。 ——我的观点就是学的巴神，没有什么需要补充了。

（2019/3/29）

**谢晓红：**老唐您好，最近看了您的手财1和价值投资实战手册，深深被您的思想折服了，打算先从定投指数基金开始，走研究公司内在价值的道路，关于定投止盈的问题，在您的书里没有提到，想请教一下，定投需要止盈吗？如果需要，如何止盈您有什么建议？

**唐朝：**假如是沪深300指数基金，在当前的无风险收益率水平下，建议有三种情况可以考虑减仓甚至卖出：①沪深300指数市盈率超过25~30区间时；②自己有了收益率更高，确定性相当的投资目标时；③生活中需要动用大笔金钱时。其中的①类似你说的止盈。

（2019/3/27）

**李晨：**老唐叔，港股和A股同股同权下还差价这么多的原因是啥（除了变化多端外资情绪以外）？在看好某只股票的前提下，同一只股票，如果港股比A股便宜很多（折价30%甚至60%），是不是买港股一定更划算更正确？

**唐朝：**同样的土豆，在不同的市场也会有不同的交易价格。如果两个市场运输通道通畅，差价会比较快被商贩抹平，反之，则差价可能较长期的存在，AH股也是如此。 除此之外，还有红利税差异，打新权利差异，货币管制差异等，也是差价存在部分原因。 至于买便宜的那个，是否更划算更正确，取决于你是买什么。如果你是买“票”赚差价，答案是不一定，因为便宜的还可以更便宜，而贵的照样可以更贵，差价越拉越大也不是稀奇的事。如果你是买企业所有权的一部分，答案是“是”，同样资金可以多买到30%~60%的股份，一定是更划算更正确的。

（2019/3/27）

**Focus：**我是一名程序员，目前来说就是知道自己能力不足所以都是投资指数基金，但我想成为主动投资者，有两个问题我一直在思考：1.怎么确认自己喜欢投资？我觉得只有做自己喜欢的事才能成功。2.怎么样确认自己有能力走向全职投资？目前我就想考个CFA来验证自己的决心和能力。

**唐朝：**喜欢不喜欢，只有你自己最清楚。你是不是喜欢看公司财报，是不是喜欢分析财报背后的商战故事？如果是，大概就是喜欢，如果只是看见市值涨了才高兴，那大概不是喜欢投资，而是喜欢钱，喜欢发财。至于职业投资，我个人并不提倡。投资不需要职业，对于几十万，几百万乃至几千万资金而言，我觉着业余时间足够了。一天也就花三分钟看看股价，两分钟打打新股，花一两个小时看看公司财报，花一两小时读点儿杂书，仅此而已。 当然，财富达到一定数值，如果不想工作，愿意闲着，做点自己喜欢的事儿，这倒是挺惬意的，但无需扛着”职业投资“的大旗。 当然，如果你说的“职业投资”指的是代客理财，发行基金，那有能力募集到足够的资金，应该就代表着有能力“职业投资”了吧！

（2019/3/27）

**liyu：**老唐如果您最近有新资金到位，有最值得下手的猎物是哪只？

**唐朝：**这个问题应该很简单，不值当你花20元钱。你打开老唐2018年的年终总结《老唐的2018》，里面有持股的每一只股票的2021年具体估值数据，除以当前市值，得出的百分比排个序就一清二楚。看在你花了20元钱的份上，直接告诉你答案吧：现在若有钱到，我会加仓洋河和分众。

（2019/3/25）

**王志仪：**老唐，你说巴菲特每年的收益率是怎么得出来的，是记录收到的分红，是所投资的企业资产的增值还是其他什么。用的是权益法还是成本法？还有个问题是为什么现金流折现法会比其他的指标更受巴菲特和芒格的推崇，他好在哪里？是不是因为他是可以任由股东分配的钱？资产不是也应该是股东权益的一部分吗？资产的增加为什没有包括在内呢？

**唐朝：**巴菲特每年的收益率是直接用的账面净资产增幅数据。为什么巴芒喜欢现金流折现法，因为现金流折现是唯一具备商业逻辑的估值方法，它计算的是假如永远没有接盘侠来到的情况下，你买下一家公司究竟买的是什么。你付出的是金钱，买到的是企业从现在直到生命终结每年能够产生的自由现金之和，而由于金钱具有时间价值，未来的现金不等价与现在的现金，所以要折算成现在的现金来与付出现金进行比较。综合起来就是自由现金流折现法估值。巴菲特说好生意＋好管理层，段总说好生意模式＋好企业文化，本质上来说应该是一回事。

（2019/3/25）

**文刀哥：**请教老唐，你是怎么判断一家公司，生意模式是不是好的呢？ 或者说你持仓的茅台、腾讯、分众、海康，这些你眼中的好生意，它们有没有共同的特性？

**唐朝：**请翻开《价值投资实战手册》第49页至第54页，你要的答案完完整整写在那里。

（2019/3/25）

**David：**唐师，假如沪深300指数五年前是5000点，经过五年的震荡，现在还是5000点，如果我再五年前一次性买进，那现在是不是不涨不跌？

**唐朝：**不是，5年前5000点，5年后5000点，你的获利是300家成份股企业每年的现金分红，大约年化收益约2%吧。

（2019/3/25）

**xsy：**老唐您好！假设股市出现比2008年更大的利空，茅台、腾讯等全都跌到10倍市盈率以内，这种情况下适度运用杆杠资金，甚至卖房炒股，您觉得可行吗？毕竟这样的大机会可能是一生一遇的啊！

**唐朝：**我不赞成这种想法。别忘了在你有限的生命里，你已经遇到过多少次百年一遇的洪水，百年一遇的暴雨，百年一遇的台风，百年一遇的空难，百年一遇的恐怖事件，百年一遇的股灾，百年一遇的金融风暴，百年一遇的奇葩人物……为什么要用自己宝贵的本金，去赌并不重要的提前两年致富呢？

（2019/3/25）

**Eddie：**老唐您好，出于资产安全方面的考虑，想借鉴一下您资产配置方面的经验：例如股票占资产的比例（A股，B股，港股，总和即可）？房产占资产比例？现金类比例？其它债券，外汇，黄金等的比例？另外在多问一下，证券资金账户的安全性，有什么好的经验可以借鉴一下？

**唐朝：**我大概房产占1/4，其他都是股票，现金占比可以忽略，债券外汇黄金一概没有。证券账户挺安全的，我没有采取什么措施。

（2019/3/24）

**xsy：**老唐您好！假设现在您的所有持仓股全都暴涨翻倍，而银行股仍原地不动甚至略有下降，这种情况下您会卖掉买入银行股吗？谢谢！

**唐朝：**有可能。

（2019/3/24）

**xsy：**老唐您好！您在估值时，会仅仅因为公司已是大市值公司这一因素，而适当调低估值吗？因为大市值比小市值成长空间更小啊！

**唐朝：**不会。所谓小市值成长更快是一种错误的认识，是基于“炒股”的看法，背后的逻辑是认为股本小，更容易被人推高。如果不“炒股”，一眼就可以看出这个“成长”的荒谬。招商银行比洛阳城市银行大，茅台酒厂比乡镇酒厂大，谁的赚钱能力强？谁未来可以稳定持续的赚到更多钱？这些更大的企业，“成长”能力往往更强，才是商业常识。

（2019/3/24）

**Wilson：**请问唐老师，您说过，60倍市盈率在我的估值体系里，相当于要估算它三年内净利润要翻近5倍才足以支持。三年五倍，相当于年化71%的增长率，我的问题是，市盈率60倍和增长率71%是怎么推导出来的，请问原理和公式是什么？

**唐朝：**若当前每股收益为1元，股价60元。在我的投资体系里，意味着三年后25倍市盈率对应的股价应该在120元以上，即只有在判断三年后净利润接近5元才能在现在的60元买进。三年净利润五倍，意味着企业成长需要达到年化约70%。企业成长持续达到这样的速度是非常难的。

（2019/3/24）

**LuxJun：**能不能这么理解，长期来看，你持有企业的roe和你的年化收益率是大体一致的？如果一个企业可以连续40年每年的roe在15%左右，那你持有该企业的股票在这40年中，也大体能得到15%的年化收益率？

**唐朝：**对。因买入价≠净资产的原因，会略有差异，但差异伴随着时间推移，无限趋于一致。

（2019/3/22）

**黑仔：**老唐好，现在有观点认为中证500会边缘化，未来A股会像美股那样，大市值公司的溢价更高，收益更好。您怎么看？如果定投的话是买500低波动还是直接买中证500低波动收益更好？

**唐朝：**我认为买指数基金的本意就是为了长期享受企业成长的收益，而不是去赚取股价波动收益。所谓溢价或波动，在我看来，只能作为指数基金投资的意外之财，不能作为追逐的目标，更不能作为选择基金的准则。

（2019/3/22）

**王锦熠：**手头上有一笔近期不用的资金（大概只有两个月），请问如果想买货基的话，在哪买比较实在？比如是在券商还是在某些基金网站买？

**唐朝：**货基就直接在股票账户里买吧，最简单容易，资金出入也没手续费什么的。交易方法和股票一样，直接买卖就行。买511880银华日利或511990华宝添益都可以，收益率几乎没分别。二者的区别只是511880报价里包含了利息，看着直观。511990报价不含利息（利息满100元账户里到账一份511990），便利套利。

（2019/3/21）

**读书郎：**老唐，一个低估标的，你在买入时会加入技术分析吗？在阅读了你的文章后，我做了个实验，分别在均线附近重仓位买入了分众和随意买入了洋河，短期分众的确表现好于洋河，你怎么处理买入价格的时机的问题呢？

**唐朝：**我不懂什么技术分析，也不看。我眼中没有时机，只要目标处于低估区域，而我又有钱来，那就是天赐的买入时机。

（2019/3/21）

**文硕：**老唐您好，假如一支股票市值已到合理估值的1.3倍，还不到1.5倍预期卖出的价格，但此时牛市见顶开始转而向下，市值也跌到了1.1倍，在这种情况下，您是选择继续持股穿越牛熊还是卖出？还是持仓的好股票在牛市都会冲到1.5倍或更高，根本不会出现不到1.5倍的这种情况？

**唐朝：**我过去现在和未来都不可能看出来“牛市见顶开始转而向下”，所以从来不需要为这样的问题去困惑，更不会不可能存在的问题而浪费0.0000001毫升脑汁。

（2019/3/20）

**于彦卜：**你好，你的手把手教你读财报陪读哪里有卖的？亚马逊下载不了 。

**唐朝：**这个是免费的，没有卖的。亚马逊搜“陪读问答”，然后就像买电子书那样买就是了，0元。如果不愿意下载Kindle阅读APP，书房里发送“雪球旧帖”，可以收到自动回复，链接里面可以下载陪读的Word版，也是免费的。

（2019/3/19）

**ALEX：**老唐你好，您不买上市三年内的股票的逻辑是什么呢，如果估值合理的话公司IPO上市获得了一大笔的融资来拓展主业不应该会比已经成型的白马股有更强的成长性的机会吗？

**唐朝：**主要是咱们的上市公司IPO时，几乎无一例外地会有化妆行为，财报可信度太低，需要观察和验证几年数据，以避免踩雷。

（2019/3/19）

**LuxJun：**唐老师，您曾今多次为“如果一家企业的roe一直是6%，那么40年后你的年化收益率不会和6%有什么区别”这句话背书。我的观察，这两个指标的差异还是比较大的，请问怎么理解这句话？

**唐朝：**芒格这句话要表达的意思是，一家净资产回报率为6%的企业，40年里只能将10元变成102.86元，即便你期初按照净资产折扣买下来，回报率比6%也好不了多少。而如果你找到一家净资产收益率能保持18%的企业，40年里可以将10元变成7503元，即便你期初买价比十元高很多，你的回报也优于折价买入6%回报的企业资产。

（2019/3/19）

**CJ：**老唐在买卖个股时尚且会说，在价格处于明显低估状态时出手用桶接，在明显高估时卖出，除此外安心坐电梯持有，对此深以为然。为何在对指数上却认为以十年为期，有钱就买入是更好的选择呢？毕竟论估值，指数远比个股可靠的多，个股有判断错误的风险，而指数长期永远涨，在此基础上做一点依据估值的被动择时，比如市盈率处于历史极端位置10%以内的区间，比如股市收益率大幅偏离社会无风险利率，此时进行一些在个股遇见类似情况时会进行的操作，十年哪怕只能把握一两次机会，也能大大提高整体收益水平，岂不是更好？而且每月比较一下估值这种事真花不了多少时间，相关资料网络上已是唾手可得。

**唐朝：**“明显高估”时，我也赞成动一动的，你没注意到文中有这么一句吗？“十年内若有一元已经变成三四元以上的时刻，可以稍微花点时间研究一下是否有卖出需要。”。但我不赞成轻易动，因为企业利润是会增长的，高估不严重的情况下卖出，容易遇到卖出后横盘一段时间，然后被利润推着走，自己被迫长持类现金资产的情况。

（2019/3/19）

**Aa：**关于指数基金，如果全部投资沪深300，是否会过于集中，是否建议在估值比无风险利率低或者比沪深300市盈率低的时候部分投国外市场指数，比如恒生指数和标普500？

**唐朝：**分散投沪深300，恒生指数，标普500指数基金，我认为会是更稳妥的一个方案。当然，因为更分散可能收益会更平滑，波动更小。但我估计长期收益可能会低点儿，毕竟不是所有的经济体gdp增速都能像中国这样达到6%甚至6%以上。

（2019/3/18）

**不二：**唐老师，如果开始买指数基金，易方达沪深300ETF和易方达沪深300ETF连接应该选择哪一个，优劣在哪？

**唐朝：**一样的，几乎没区别。前者在股票账户买，后者在银行、微信理财通或支付宝里买。

（2019/3/18）

**孙杰荣：**我先是了解了老唐，再把段永平先生的网易博客重头看了个遍，现在正在啃巴菲特的历年致股东信。《聪明的投资者》、老唐的三本书均购买并已成为手中的工具书，相互验证，常翻常有收获；段总的博客就着《穷查理宝典》学习完成了；老巴的信结合杨天南先生翻译的《巴菲特致股东的信》，相对来说看起来也更有趣味。感谢以上几位投资大家，是你们教会了我对待股权投资真正的态度，最正确的认识，谢谢！看了这么多的东西，我也一直在总结，想要将这些东西融成一整套的投资专业知识体系，形成一套知识地图，奈何功力不够。特向老唐请教，什么是这套知识体系（武林秘籍）的纲呢？我抓住哪条线就能把所有的东西串起来呢？

**唐朝：**价值投资实战手册第一章和第二章合计短短118页纸，就是我理出来的纲。

（2019/3/18）

**欧阳义：**持有一只伟大企业的股票但估值出现明显高估时，是否需要适当调仓或者减仓换为其他投资资产（如货基）？巴菲特和芒格屡次表达一个观点，就是如果是找到一家伟大的企业，他们的持股期限希望是永久，而不论股价如何波动，比如伯克希尔对喜诗糖果和可口可乐的“呆坐”持有。 但是在我们实际操作的过程中，肯定会碰到股价高估之时，假设茅台在牛市PE达到40和50倍，按照老唐估值法，肯定是需要进行减持的。但是减持之后，如果找不到更合适的投资标的，会导致浪费很多时间成本。综上，遇到伟大企业高估时，到底是该呆坐还是按投资体系调仓呢？哪个体系比较适合业余投资者呢？

**唐朝：**答案非常简单，明显高估是卖，看不出来是不是明显，就持。

（2019/3/18）

**闻鸡起舞：**老唐，请问（经营现金流-投资现金流）与自由现金流的区别是什么？

**唐朝：**投资现金流里有部分资金是企业扩大再生产的投资，以及企业为提高闲置现金回报的投资，例如理财信托等，这些投资资金支出也是自由现金流的一部分。

（2019/3/18）

**无住：**老唐你做T吗？任老师曾有优秀企业一直不用卖的观点，我想了一下，海康好像是可以不卖的，几乎每年都新高，但是好多企业是有明显的高低pe空间的，但如果不卖要坐电梯，一些不那么优秀的企业会把收益跌完还倒赔，您是如何考虑的？

**唐朝：**对所谓做T降本，我的观点非常明确，四个字：自欺欺人。对于坐电梯，我的观点也非常明确：法定待遇。如果想赚钱，请克服自欺欺人，享受法定待遇。

（2019/3/18）

**Aa：**老唐，为什么读了一些书，比如你推荐的巴菲特系列，彼得林奇系列等等，到实战的时候还是两眼一抹黑，而且有些不同的书中的观点是相互冲突的，比较困惑。

**唐朝：**因为指导实战只有理念是不行的，必须要有对具体企业的估值，而对具体企业的估值没有捷径，需要你一家家企业一份份财报去阅读去思考，有时候阅读和思考了，也不一定就能有结果。这就是投资的难点，也是它超额收益的来源。正所谓心中若无估值锚，红也惊心，绿也惊心，再多道理也飘零。至于说书籍有相左的地方，那是大好事。逼迫你思考张三为何这样说，李四为何那样说，谁说的更有道理，谁的逻辑更符合当下我所面临的客观条件约束，为什么？这就是读书的价值所在。

（2019/3/17）

**wz：**近期有一笔10万的钱，可以长期不动用，准备投资分众传媒。您认为是相对集中投入好，还是以类似定投的方式投入比较好？ 市面上常有文章说定投怎么怎么好，理论上好像是这样，逻辑也说的通，但事实上却很少听过有定投成功的案例…… 您认为“一把梭”和定投这两种方式，最终的收益率真的会相差很大吗？

**唐朝：**如果确定要投，投资对象也处于低估状态，我个人的作法一定是一把梭。我想不出来分批买入的理由，把收益交给傻子们随机决定？但是，是否确定要投，是否低估，要你自己判断，我不能给你建议。

（2019/3/17）

**吴：**老唐您好。您选股会考虑股息率这个问题吗？为什么股票分红的话价格会下跌？

**唐朝：**一般不考虑，原因可以看看前几天刚刚发在书房的《如何看待铁公鸡》一文。如果不具备财务分析能力，长期持续的分红作为观测利润真实性的指标，有它的价值，至于更多作用，价值不大。分红除权，只是人为规定的一个规则，有些国家的股市分红并不除权的，它不代表什么。送你一个脑筋急转弯：如果交易所规定，分红股价不除权，且必须参照前一日收盘价以涨停板开盘，会如何？你会赚到这笔钱吗？

（2019/3/17）

**张勇飞：**老唐，我入市10年，估计看了60本左右投资书籍，但拿到年报依然只是看看表面的东西。 想成为一个像您一样的投资者，请教一个学习进阶的问题：读书少而精、多而广、少而精加实战。1.学习投资书籍少而精的读，例如就精读10本，读精读透；2.经典的投资书籍广泛的阅读，例如资产配置类，巴菲特相关类，宏观经济类等等，看个几百本再说；3.您的两本《手财》+《实战手册》读精，然后学习看年报，研究白酒公司入手，慢慢扩展到其他领域。 您觉得哪一种方法进步最快？

**唐朝：**必须是第三种啊！送分题。

（2019/3/16）

**xsy：**老唐您好！长期投资回报率会与长期ROE接近，背后的原理是什么？还是只是一种经验总结？假设有一天茅台已占领了所有的白酒存量市场，不再扩张产能了，利润全拿来分红，这种情况下您愿意多少市盈率买入茅台呢？

**唐朝：**原理是资本的逐利天性。这种情况下我可以给20倍市盈率。

（2019/3/16）

**Bitter：**老唐您好，您觉得如果想熟悉一个行业，更好的方式是先做框架性研究，比如一些券商发布的某某行业的行业框架入手，还是直接从个股的财务报表入手更好呢？

**唐朝：**我一般先自己看年报，提出自己的观点和疑问，然后再看券商研究员报告，看和自己理解的差异在哪里，原因是什么，谁的合理。

（2019/3/16）

**山水：**1.市场中随时（至少绝大多数时间）都有被低估的值得投资（或者说比股市之外其他投资方式收益率更高）的公司吗？尤其是在总体行情高涨的时候。2.巴菲特那么长的投资生涯，也仅仅在1969年到1972年进行过一次清算，老唐，依你的经历来看是怎么样的呢？**唐朝：**1.不是。2.他和我一样，在贵的不特别明显的情况下不卖。也就是说没有低估目标可以继续持有手中原有的合理偏高估的股权。持有期并不代表它低估。

（2019/3/16）

**文刀哥：**大资金5千万，哪怕收益率只有10%，500万，也足够一家四口过得舒舒服服了。而且“大佬”眼光可以放长远，一杆子支到5年10年后，因为未来收益不太影响当下生活。 而绝大部分人投资资金只有一百万甚至50、30万，收益10%，对生活改善也不大。这种情况下，是不是更应该投资赔率相对较高的，而放弃一定的稳定性？比如抄老唐的作业，茅台更稳定，分众赔率更高，急需改善当下生活的，应该多买分众少买茅台？

**唐朝：**市场从来不会因为谁穷就予以特别照顾。虽然我不赞成，但选择赔率高，胜率小的赌局，当然也是可以的。这也是彩票的主要消费者是穷人的原因——只是做好承受结局的准备就好。

（2019/3/16）

**牛逼仔：**现在都在喊牛市，假如老唐的持股都达到了设定的卖出条件，然后卖出，可是市场还是继续往上，甚至像某个“东方\*\*”一样达到近十倍，老唐如何面对这样的情况？是无动于衷苦等？还是翻财报看看是不是估值错了，然后提高估值买入？或是转身另寻找低估品种？

**唐朝：**卖出。但不存在所谓苦等，为何要苦？必然是寻找低估品种啊，并不需要限于股票，或许那时债券、房产更低估呢！

（2019/3/16）

**静水深流：**关于投资分散和集中的问题。投资大师们说要绝对的分散，相对的集中，就是说不能只投资一只股票，也不能投资太多的股票。那么我想请问老唐，您投资股票时最少会是几支，最多又会控制在几只？是否有一个标准？为什么？

**唐朝：**不低于3只，不超过30只。我个人习惯最少不低于3只，最多不高于10只。这个习惯没有啥逻辑，大致就是参考前辈的经验、自己的精力以及资金限制。至于不敢集中于一两只是基于对未知的敬畏，不超过30只是有研究证明超过30只基本就是模拟指数了，那不如直接买指数基金。

（2019/3/16）

**文刀哥：**巴菲特说如果他只有100万美金，他可以年赚50%，小资金为什么是优势？我从芒格的话中，大概能猜到一点，小资金可以非常集中甚至全仓一只股，而大资金讲究配置。请问老唐，以你自身经历来说，当你投资金额从100万增大到1000万时，你觉得最大的变化是什么？

**唐朝：**这句话被误解了。其实巴菲特合伙基金早期管很少钱的时候，13年里只有一年收益率超过50%。我认为他表达的意思是，如果他有后期对投资的认识水平，而资金量又比较少的话，他会发现很多机会。至于我，暂时没感觉到有区别，可能是一点点磨上来的，心理逐步适应了吧！

（2019/3/15）

**jin：**前面那个 50% 问题, "我认为他表达的意思是，如果他有后期对投资的认识水平，而\*\*资金量又比较少\*\*的话，他会发现很多机会。"请问，这个 50% 跟资金量少有啥关系？在资金多的情况下，完全可以拿出一部分小资金做他想做的投资。

**唐朝：**没有意义啊，时间和生命都是有价值的。今天你去给马云介绍一个投资一万，每年可以净赚一万的生意，直接前台就把你轰出去了，花一分钟听都是浪费生命。你说是不？

（2019/3/15）

**大道至简：**请教老唐一个问题，假设一个企业未来10年每年净利润不增也不减，每年净利润的50%分红，那么10年后合理的股价和现在比应该是多少? 一种算法是净利润十年原地踏步，那么PE不变的话，十年后股价应该和今天一样，投资人增收的是分红股息这块收入；另一种算法是除了分红股息收入外，每年净利润的50%计入净资产，那么十年后净资产将会多很多，届时用PB估值的话，同样PB情况下股价将会比现在高很多? 我觉得两种算法都没问题，那问题出在哪里?

**唐朝：**如果一家企业每年分红一半，然后留下一半，最终每年的净利润不变，实际上代表着这家企业的净资产收益率一直在持续下降。永续下降，长远看价值归零。这种企业，如果是我给估值的话，我只能给分红额的20~25倍，也就是市盈率10~12.5倍是它的合理价值区间。至于多少钱愿意买，要看你对他持续获得这个净利润的确定性有多高，以及自己当下有没有其它次优选择，然后给予一定的折扣。

（2019/3/15）

**佑：**唐老师你好，在价值投资的基础上，按照您这么多年的历史经验，您是更赞同满仓穿越牛熊做超长线投资呢，还是根据历史估值水平，做动态仓位平衡？（比如说，历史估值中位的时候开始建仓，直到历史估值低位极限的时候九成仓，并留有一成仓以应对破历史记录估值的情况。）

**唐朝：**类现金资产（债类，理财等）也是投资品，和股票没什么区别，放在一起比较就行了，同等收益拿确定性高的；同等确定性拿收益高的；比较不出来优先拿类现金资产。从这个意义上说，永远是满仓。至于为了保持某固定比例的动态平衡，我从来不做。

（2019/3/15）

**田一鸣：**请教老唐，假设未来无风险收益率（近似货币基金收益率）由3～4％降低为2～3％，老唐会把茅台目前30倍市盈率合理估值进行上调吗？如果会，会上调到多少？

**唐朝：**会。依然直接采用倒数即可。不过一定要注意，无风险收益率并不时刻等于货基收益率，还是要看现实条件下最高的无风险或约等于无风险类产品的真实收益率。

（2019/3/15）

**读书郎：**老唐你好，我目前重仓位在上证红利指数，同时想投一些500低波动指数，也在用百分之一的资金在学习投资个股。我的问题是关于指数的，根据上证红利的选股策略，是否会选入一些夕阳行业的股票进去导致股息率是高，但是盈利能力下降？对于500低波动指数，是否会选入一些垃圾股进去（不怎么波动的股票就是好股票？），同时如果改为注册制，500低波动的是否会因为壳价值而显著下跌？

**唐朝：**不值得做的事就不值得做好。如果不打算研究企业，只是准备投指数基金，倒腾那些和直接买入510310年化差异几乎可以忽略，何不省下那些心思和时间，想想别的呢？

（2019/3/15）

**范琛：**假如老唐目前的所有持仓股票因为误操作全部清仓了，现在需要重新买回股票，那么您的持仓比例会有什么变化吗？

**唐朝：**比例一定会有变化，但股票可能不会有变化。我会忘掉以前的持股比例，重新考虑买入问题。

（2019/3/15）

**大道至简：**问一个至今没想明白的问题，查理芒格说如果一个企业长期保持20%的ROE，那么你买入价是10PE还是20PE都不重要，20年后你持有这家公司股票的年化收益率就是20%（大意）。那么我想，我10PE买入和20PE买入这样一家公司股票，20年后以20PE卖出，前者可以享受双击盈利和估值双重提升的钱，后者只能享受企业盈利成长的钱，收益率怎么会一样呢?

**唐朝：**收益率不一样，收益额也差不小。芒格说的是“收益率差异不会很大”。

（2019/3/15）

**王士伟：**唐老师好，您觉得单一个股或行业占比不超过多少为宜？像白酒行业一直是您的能力圈，茅台＋洋河＋古井贡一起已占总体的一半了，当然，您对行业的理解很深刻，倘若再遭遇塑化剂风波之类的黑天鹅事件，单一行业占比过多，对整体打击较大。您觉得单一行业或公司对整体持仓占比多少较为合适？

**唐朝：**这个我也没有严格的规则，经验上说，适度分散，单只个股尽量不超过40%仓位就行，主要还是看对这家企业的确定性理解。

（2019/3/15）

**小叶：**想请教老唐，以你的经验，你新接触一个行业的时候，是通过哪些比较一般化的方法做到熟悉该行业，做到可以分析该行业内公司的估值的？（希望对行业的了解可以达到老唐对白酒，银行业的了解程度）。怕老唐没有理解我的意思，我就举个思路，比如先阅读该行业内公司财报，包括行业和公司介绍，对行业特点有个了解，其次阅读券商研报，看券商对该行业和公司的分析以及相关数据（忽略券商给的估值，买入等建议），最后关注相关公众号，论坛，书籍，慢慢地会接触到更多内容，就逐渐达到理解行业的水平，就能做到对行业内公司估值。不知道老唐是怎么做的？

**唐朝：**对，我就是你说的那样做。

（2019/3/15）

**探索自由之路：**老唐，如果看好一个公司，但价格一直比较贵，您会不会先买入一点观察仓，然后越跌越买？ 还是先加入自选股，然后等机会，没机会就是不碰？比如海天味业、恒瑞医药、爱尔眼科、宁德时代这些就一直没有便宜过。

**唐朝：**这个还是要区别，直观看就很贵的话，比如当年市盈率四五十，我一般只是放进自选股。但粗看大致合理，比如25或30倍市盈率，我会买一点观察仓位，以提醒自己。

（2019/3/15）

**小木鱼：**请教唐叔，当企业销售商品提供劳务收到的现金大于营业收入时，代表企业提供的销售或服务的资金全部收回来了，既然全部收回来了，那么很多企业怎么还会产生应收账款呢？还是因为现金流量表是含税的，营业收入是不含税的，由税收原因造成的？

**唐朝：**既有增值税的原因，收116元现金才产生100元营收；也有跨年度应收账款的影响，今年收回了去年的应收，同时产生新的应收，也能导致销售收现大于营收同时有应收账款的情况。

（2019/3/15）

**吉祥草：**看过老唐作序的《指数基金投资指南》，沪深300PE超过11倍钉总就把510310拉入正常估值区域不再定投了。我更认同老唐关于510300零星散在于唐书房的各种论述，但老唐没有专门和系统谈过，疑惑很多抓耳挠腮。简化一下我的问题，在仅投资指数基金的情况下，是否PE低于20倍510310可以随时买入？现在510310在12倍+是不是还是处于偏低估，手里现在有一笔钱是否适合一次性买入？

**唐朝：**我的看法是沪深300指数市盈率过25就算高估，不建议继续购买。这主要出于对部分成份股公司利润含金量的保守看法。同理可以给出经验性建议，15倍以下都算低估，适宜买入。20倍算合理，合理位附近是否买入，两可。

（2019/3/15）

**黄桢淳：**很多人说这次看到一些股票历史性出货，因为科创板的推出会降低整个市场估值中枢，请问老唐，这样对于你的估值体系（与无风险利率相比）有多大影响，会降低看好企业的市盈率目标水平吗？

**唐朝：**无影响。我的估值中枢只关心无风险收益率水平和企业真实利润的持续性。

（2019/3/15）

**K Life：**老唐，如果您买入股票后，股价一直跌，您是否有相应的止损点，如有止损原则是什么？如不止损，我觉得每个人的分析和判断都不可避免存在错误的可能和概率，经过长时间累积，错误就是必然发生。除了止损，是否还有其他方法或体系应对？

**唐朝：**如果止损指的是亏损某百分比就卖出，那么我没有止损体系。如果止损指的是看错了企业，那么当我认识到自己看错了企业的时候（错看了企业核心竞争力，或严重错判了企业盈利能力或利润含金量）我就会卖出，无论当时是盈利还是亏损。

（2019/3/15）

**牛蜗牛：**老唐，关于买入和持有的问题，假设按照买入三年后15-25倍卖出翻倍的法则，买入后半年涨了50%，这时候卖吗？还是耐心持有？

**唐朝：**如果短期极速上涨，我一般在当年市盈率40倍以下，倾向于继续持有。超过50倍倾向于卖出。其间，两可。

（2019/3/15）

**二、企业分析篇**

（一）贵州茅台

贵州茅台

**冷风：**老唐，茅台2015年年报库存只有9867吨，但2016年年报显示库存却有252506吨，这库存是咋回事，不解，求教！

**唐朝：**9867吨指的是商品酒，也就是灌进瓶子里，包装好，直接可以销售的酒。2016年年报披露的252506吨，口径包含基酒——茅台的生产流程是：当年产出的基酒，要分三种类型九种级别分别存储，存储满三年后进行勾调，勾调后再存储半年以上才能成为可以灌装出厂的商品酒。

（2019/8/2）

**孔：**请问，今天茅台换了总经理和财务总监，对茅台的影响是正面还是负面？

**唐朝：**中性吧，没什么大影响。茅台总经理一直都是李保芳代行职位，李保芳依然是董事长。至于茅台财务总监，对于一个不玩财技的公司，只能算一颗螺丝钉。

（2019/7/3）

**丁少波：**请教老唐，茅台集团的商标租金在茅台公司财务报表的哪个科目里？

**唐朝：**管理费用里。财报附注里面找“管理费用”的明细，就在那儿。

（2019/6/13）

**章：**老唐您好，如果您的投资组合内拿掉茅台这一块，截止目前会有多大的年化增长率？这样的组合是否有修正的必要？

**唐朝：**没算过，应该不高吧！不过，没懂你表达的“修正必要”是什么意思？是把其他都卖了去买茅台？还是把茅台卖了去买剩下的？或者是把自己看好的企业都卖了，去买些自己不看好或者不懂的企业？如果你问是上述三种意思，那么我的答案是：这三种所谓修正都太蠢了。

（2019/4/28）

**张亮：**老唐，茅台的净资产收益率达到34%，为什么你觉得它分红太少，而不是希望它少分点现金，把分红留在公司赚取更多的收益？拿到分红再去找其他投资收益高于茅台净资产收益率的机会，不好找吧？谢谢！

**唐朝：**因为现金留在茅台手里，只是拖累，并不能产生高达34%的净资产收益率，而是大约4%的收益率。今天茅台从手头1100亿现金里拿出1000亿分掉，每年赚到的利润还是400多亿，净资产收益率会超过134%。

（2019/4/28）

**David：**唐师您好，巴菲特曾说希望永远拥有三支持股：大都会、盖可保险、华盛顿邮报。即便这些公司的股价上涨到不可思议的高点，也不打算卖掉，就像我们全资拥有的喜诗糖果一样，无论什么人出什么价，哪怕远远高于我们认为的商业价值，我们都不会出售这些公司。请问唐师，茅台具有巴菲特说的这些公司的优点吗？是不是也应该看作永远都不会卖出的公司？记得您说过高估1.5倍会卖出，但是如果卖出后股价并没有下跌，而随着利润的增长市盈率会下降到合理甚至低估，这样的话卖出是不是有点不明智？

**唐朝：**我不认为茅台可以作为一个永远不卖出的公司，至少在管理层按照股东思维考虑问题，与股东同舟共济的问题上，茅台管理层与大都会、盖克保险和华盛顿邮报管理层还有差距。最明显的例子，是茅台账上过千亿现金，只能获取大约4%以内的低收益，却不愿意高分红或者在低位回购股票。后一个问题，如果你深刻理解估值只是一个比较（就是《价值投资实战手册》有个天平图的那章阐述的内容），那么你就能理解，只要你对企业增长速度的估算不是错的太过离谱，你在高估1.5倍时将其交换成类现金资产，已经赚了，这与其后的股价涨跌没有关系。至于卖出后是否能够等到合理位置以下再赚一次，我相信概率，相信人性的弱点，相信贪婪和恐惧会给机会的。

（2019/4/23）

**Lawrence：**以茅台目前940元的股价，算是进入了高估的区间，老唐会考虑卖出吗？还是会继续持有？

**唐朝：**高估是谁的认定？老唐不是早就写过了吗？2019年茅台净利润估计在420亿以上，950元股价对应1.2万亿市值，约30倍市盈率，合理估值，我不会卖。

（2019/4/10）

**David：**唐师，如果茅台产能达到5.6万吨不再增长，三年后每年净利润稳定在600亿，也不再增长，茅台还有持有的必要吗？我觉得每年600亿的利润对股东来说也是一笔好生意啊，最起码为了维持既有的利润不用持续的进行资产性投入吧，请谈谈您的看法。

**唐朝：**这个不能一概而论。按照你的假设，利润真金白银，但不再增长，也无需投入，它就变成类债券资产了。能否继续持有，取决于两点，①届时的市值，某些市值下值得持有，某些市值下不值得持有，②分红政策，分红比例大值得持有，分红比例小不值得持有。

（2019/4/1）

**洛门：**李保芳表示，将在2019年年底之前把产能提高到5.6万吨，但达到这个目标之后将不会再扩大产能。这是不是意味着茅台的产能会逐渐达到天花板，那么3年后茅台的利润除了提价，就没有增长空间了吗？

**唐朝：**今年年底产能达到5.6万吨以后，实际产能正常情况下大约在6~7万吨之间波动。目前中国高端酒的市场总容量也就六万吨左右（茅台3万多吨，五粮液约2万吨，1573+梦之蓝+其他高端合计不到1万吨），而六七万吨茅台基酒，大致已经能够产出五万吨上下的商品酒（记得大概是五六年前，我曾经在雪球写过一篇短文，好像是分析哪一年的三季报的，里面提出一个观点：“在茅台商品酒没有超过5万吨以前，我们根本无需为茅台担忧”），已经足够满足未来几年甚至十年内的需求了，所以从市场需求上说，未来数年也确实没有继续扩张产能的必要，否则高端市场整体会供需失衡。 至于增长，除了正常的提价之外，基本就是三块：一块是通过产品结构调整，用同样数量的基酒生产更多比普通茅台更高端的酒，比如年份酒，生肖酒，各类小批量茅台以及不同容量的茅台等；第二块是系列酒的扩张，这块目前势头很好，而且产能也在不断扩张，市场容量非常大，今年应该能做到百亿以上规模，大致相当于一个古井贡的规模，未来几年量还能增长超过一倍，价格还有提升空间；第三块是出口。前两块比较确定，第三块困难大一些。

（2019/3/30）

**乔：**老唐，茅台业绩发布了，依旧优秀的不像样。之前已经披露过2018年基酒产能4.97万吨，系列酒2.05万吨。这个数据增长有极限吗，极限在哪里？另外问下系列酒需要存储五年吗？

**唐朝：**关于茅台基酒产量，公司已经说了今年年底扩建到5.6万吨产能（实际产量可能在6～7万吨之间）后，一段时间内不会再扩产了。这个量可以视为几年内到极限产量。 系列酒里要分类，迎宾酒不存储，王子酒存储两年，王茂华茅赖茅仁酒汉酱贵州大曲没有披露过详细工艺，但也是需要存储到，具体时间，根据酒品档次推测，存储时间应在2～4年间。

（2019/3/29）

**赵：**老唐，问个关于在确定性和低估之间如何取舍的问题。茅台和洋河，茅台的PE长期在洋河之上，投资者投资茅台，很大程度也是看中了其长期的确定性，但洋河赚的也是真金白银，成长性不错，估值也比茅台要低。假如未来在茅台长期处于合理估值范围之内，洋河长期偏低估的情况下，不考虑自己已有的仓位，后续有新的资金，在这两者之间选择，您会选择哪一个买入？

**唐朝：**这个问题其实是因人而异的，主要是看投资者自己对哪家公司理解更深，并没有一刀切的标准做法。你说的情况下，我个人会更偏向于茅台。

（2019/3/27）

**秋风：**你在李保芳的小算盘文中说茅台将把供应量从四五年前基酒（2013-2016年基酒）的75%提高到85%，多提10%部分产生的增量来填平2015年基酒欠产缺口，这么处理以后，根据2013-2016年基酒产量可以推导出2017-2020年这四年市场的真实供应量应该大致相当.那么问题来了，2018年利润增长点来源于在2017年的基础上提价18%,2019年利润增长点来源于在2018年基础上增加生肖酒等调产品结构的方式来增长，如若2020年供应量与2018，2019年供应量相当，那2020年茅台的新利润增长点在哪里？另外，李保芳说2020年之后一段时间不再扩产，如若2020年之后三五年不扩产，老唐还会继续持有茅台吗？

**唐朝：**如果你看过基酒产量，就知道2020年供应量不会和2018，2019年相当。如果届时不是严重高估，我会继续持有的。

（2019/3/20）

**秋风：**请问老唐，去年茅台砍了部份经销商的经销权，收回的茅台酒供应量大部分用于自营，在茅台酒供不应求的情况下，茅台公司未来有没有可能将茅台酒扩产的增量部份都用在公司自营？如果有这种可能性有多大？因为在茅台酒供不应求的情况下，茅台公司并不需要经销商去开拓市场，茅台公司在城市里任意开一家自营店都可以卖断货，经销商似乎失去了存在的意义。另外增量部份用于自营，公司既挣产品的钱又挣流通销售的钱，可以扩大公司营收提升利润，尤其是未来存在产能扩张压力的情况下，每一瓶增量都比以前任何时候都要宝贵；另外公司这么做有利于加强渠道控制以及产品价格的控制。

**唐朝：**会有很大部分增量用于直营。但说供不应求就不需要经销商了，是错误的。供不应求不是天然的，它是在公司和经销商共同努力下才做到的。公司和经销商伴生做大才是长远眼光。实事求是的说，论销售能力，茅台直营部门和经销商的差距还很大。

（2019/3/16）

**xsy：**老唐您好！1.假设茅台持续增加产能，而饮酒人口占总人口比例没有持续增长，最后会不会茅台与洋河、古井贡正面竞争，影响洋河与古井贡的增长？2.假设现在茅台出厂价直接提到市场价，那在这之后，未来茅台的增长率能超过GDP增速吗？

**唐朝：**1.暂时不会，他们产品定位不同，就好比别墅和套二同样是房子，但其实并不形成直接竞争。2.这个回答不出来，真要提到那么高出厂价，利润能把人肥死，五年不增长又如何呢？

（2019/3/16）

**xsy：**老唐您好！巴神说过，如果选股只能看一个指标，他选择ROE。芒格也说过，一只股票未来长期的净利润增长率大致于它的ROE相当。分众的ROE高于茅台。是否意味着投资价值比茅台大？（暂不考虑护城河深浅问题）

**唐朝：**不能这么简单推论。前两句话你都有严重误解，非常严重，可能会误导投资体系的误解：巴菲特那句话并不是说看roe高就卖入，而是高roe是一个路标，指引他去挖掘该企业凭什么获得如此之高的roe，所以它是一个选股“指示牌”，而非高roe股就有投资价值。芒格那句话，说的是投资回报会和“未来的roe接近”，而不是“和历史记录的roe接近”，这是天差地别的两句话。

（2019/3/16）

**投资精灵：**问个关于茅台白酒产能的问题，茅台由于特殊的条件导致其产能存在瓶颈，当高端酒市场越来越大后，茅台不足的市场会被哪家占领更多？除了茅台之外，高端市场的占有率未来几年老唐是看好五粮液、老窖还是梦之蓝啊！

**唐朝：**我去年初写过，也收录在《价值投资实战手册》里了，现阶段的主要受益者是五粮液。

（2019/3/15）

**高丹：**按照茅台的目前现状，茅台股价到达多少老唐会考虑减仓，到达多少会清仓？谢谢！**唐朝：**当年市盈率到40~50倍之间，我会考虑逐步减仓。以今年举例，市值超过1.6万亿，我就会考虑。

（2019/3/15）

「2020年10月老唐注：注意，该回复发生于2019年3月，当时的无风险收益率大约为4~5%」

（二）洋河股份

**Andy：**唐老师您好！我看了洋河这两年的财报，2018年的货币资金占总资产比7.29%，同期的茅台和五粮液分别是69.85%和56.87%。就利润来说洋河的利润率也没低到和茅台五粮液这么大的差别，分红率也没多很多。投资来说洋河这几年投资确实很大，具体投资到哪里我也不是很清楚，这些投资对未来的业绩会有怎样的正面效果。麻烦唐老师分析下，谢谢！

**唐朝：**洋河的货币资金占比少，主要原因是将货币资金购买了理财产品，显示在其他流动资产科目里了，比如2018年财报，其他流动资产里有168亿短期理财产品。你用货币资金加上理财产品，去算占总资产比，和茅五的差距就很小了。

（2019/6/26）

**丁少波：**洋河2018年合并现金流量表中投资活动产生的现金流量里"收回投资收到的现金"和"投资支付的现金"都高达300多亿。不理解是什么，望老唐解惑。

**唐朝：**理财滚动到期，滚动投资的累计数。

（2019/5/11）

**丁少波：**老唐好，洋河2018年消费税因为缴税方式改变大幅增加，是与洋河的经销方式有关系吗？对洋河会产生什么样的影响？

**唐朝：**没有关系，没有影响。只是一个会计科目的调整，与生产经营无关。

（2019/5/8）

**Andy Lee：**老唐你好，这几天洋河发布了超高端的苏酒，绿色，集团的期望估计是在蓝色经典之上的。我认为是为了承接高端用户打造的，毕竟梦之蓝只能算中端，直接将梦之蓝提价市场也不会认可。但是明显苏酒头排酒没法量产呐，好看不中用，这样又添加了一个品牌，梦之蓝系列本身就是1369手工班好几个品牌，这样的多品牌运作，蓝色之外又加绿色，不是降低了洋河的识别度，对打造一款高端酒有好处吗？老唐如何看待管理层的这一举动？

**唐朝：**我暂时也还看不懂头排酒这个品牌的设计，需要再观察。不过，我相信我们想的这些问题，洋河管理层应该也会想到的。

（2019/3/24）

**德芙：**老唐，2018年业绩预报的白酒企业的利润增幅都比较大，茅台的增幅是受产能限制，五粮液，汾酒，古井贡等增幅都在50%以上，洋河的业绩预报只有不到25%，洋河每年一季报的利润大概占全年利润的40%，我觉得在白酒行业增幅普遍较大的情况下，洋河不太可能只有低于行业平均水平的增幅，是不是会在一季报有大的增幅，老唐怎么看？

**唐朝：**洋河一季报出现惊喜的概率不大。

（2019/3/20）

**秋风：**请教老唐，洋河上市后至2012年表现很棒，在2013-2015年的白酒行业不景气的时候，洋河在上市酒企中算是表现得很不错的，为什么在2016-2018年白酒行业处于景气区间的时候，洋河的表现反而在上市酒企中排名靠后？内在的原因是什么?

**唐朝：**如果你说的“表现”指企业经营，洋河并不靠后。如果你说的“表现”指股价涨幅，那只有鬼晓得，没理由的。市场嘛，就这样，任何理由都可以跌，甚至可以因为太优秀而下跌，可以因为爆雷巨亏而大涨。去操心它，不如看一会儿手撕鬼子……

（2019/3/20）

**范琛：**老唐，您说过白酒行业从整个行业来看基本已经见顶，投资的机会在于市场份额加速向优质龙头企业集中。今年的两会上，洋河的一位高管人大代表提出白酒国际化战略。您觉得白酒国际化成功的可能性大吗？是否能为整个白酒行业打开增长空间？

**唐朝：**国际化可能困难很大，更多取决于未来天朝经济政治的国际影响力。这部分可以不寄托希望，若有，当做意外即可。

（2019/3/17）

**宋春庆：**老唐你好，对比2018年终总结，以现在的市值来看，是不是只有洋河和分众还在买入区？正好现在有一笔新资金的话，老唐会如何具体分配操作呢？

**唐朝：**是。如果我现在有笔钱到，我会加仓洋河和分众，但绝不是推荐你同样操作，每个人对波动的承受力不同，已有仓位不同，资金回报率要求及投资期限思考不同，需要自己理性决策。

（2019/3/16）

**nightley：**请教老唐，随着蓝色同盟股东逐渐退休，老唐一直称道的洋河股权结构优势会否逐渐失去，另外老唐看好双沟威士忌吗？

**唐朝：**第一，蓝色同盟相关核心管理层全面退出时间还早，第二，即便等他们不继续参与经营管理了，股权结构的国资、前管理层内行与公众股东相互制约，同舟共济的格局依然还在。至于威士忌，只是一个试水，目前还看不出什么前途。

（2019/3/15）

**杨健：**老唐，请问在1700亿左右市值买入洋河，三年以后能实现60%以上回报的概率有几成？

**唐朝：**这个要求达成的概率应该很大，非要用数字来表达的话，我估计有八成。

（2019/3/15）

（三）古井贡酒

**吴漾：**老唐，您好！跟着您学习有段时间了。没想到刚入股市就能遇到您这么好的老师，真是幸运那！在《价值投资实战手册》中，您乐观预计古井贡16.8亿元的净利润不会晚于2020年，没想到这个数字在2018年就达到了啊！看看了2019年Q1的财报，同比还有大幅度增长。感觉完全刹不住车啊。只是销售费用占比非常高，但这也是您意料之内的。现在看市值有些超出了安全边际。但是考虑到这么猛烈的上升势头，不知道老唐会不会放宽一些安全边际呢？谢谢！

**唐朝：**当时保守估计16.8亿净利润不晚于2020年，结果2018年就达到了，这么好的发展也挺令人惊喜的。前年到去年，在古井B股价三四十港币的时候，我多次在书房文章里直言这是送钱的系统bug，截止目前虽然接近翻倍，但市值也仅仅折合约290亿人民币，距离500亿±10%市值目标还很遥远，暂无调整需要，静坐即可。

（2019/4/28）

**高丹：**老唐，古井贡的总市值是它的A股市值+B股市值么？A、B股是真正的同股同权，股东享受的是一样的权益么，比如股息率？如果是的，为何他们会有两倍的估值？如果以后B股转成A股，会按1：1的比例转么？

**唐朝：**1.不是，总市值有两个，A股股价×（a股总数+b股总数），或b股股价×（a股总数+b股总数），你买什么股就用对应的总市值数据。2.分红金额一样的，同股同权，3.股票既有股属性，又有票属性，即便ab股股属性一样（其实也有不一样，例如打新权利），股价也可以因票属性而不同。4.不一定。要看届时方案和股东大会表决情况，这本质是股东内部事务，自己商量，没有统一规定。

（2019/3/22）

**范琛：**老唐如何评价五粮液最近的一系列动作：发布超高端501明池五粮液，501清池五粮液，第八代普五升级等？管理层是在做正确的事吗？您觉得这些动作对提升五粮液的品牌和业绩有多大效果？

**唐朝：**是。方向对的，但很难量化，也没有必要量化。

（2019/3/20）

**高丹：**老唐，你好！最近我看了一下古井贡B和A，和A相比，古B便宜得变态。古A居然比古B贵了一倍多了。如果不是外币兑换方面管控的问题，你有没有可能古B买得比洋河多，甚至比茅台多？如果你现在的持仓股票有钱继续加仓，我觉得古B加仓的可能性排前列，不知道我猜对了没？

**唐朝：**有可能，猜对了。几个月前，有位微信好友问我同样的问题，我确实就是这样回答他的。

（2019/3/16）

**wkx：**1、古井贡B的涨幅一直落后古井贡，市值也越拉越远，请问唐师如何看估值恢复的是呢？B股有天然缺陷？2、白酒一直是您的根据地，按照您的估值体系，目前投资价值上古井贡B＞洋河＞茅台，B股因外汇难买，但是您为何没有减茅台而加洋河，是出于什么考虑呢？

**唐朝：**问题1是你的错觉，你打开股价走势图就可以看到上市以来古井b回报远远高于古井a，最近十年古井b回报同样远高于古井a。问题2，因为差异还不够大，不足以吸引我换股。

（2019/3/16）

**张文成：**对于白酒行业，水库欧成效好像有个大致的观点是说年轻人越来越不喝白酒了，就像现在年轻人不会像上一辈人对金首饰那么迷恋一样，所以长期来看茅台什么的没有价值。我个人也能感受到身边朋友几乎不喝白酒，都是啤酒清酒洋酒什么的，当然我的观察样本量有限，但是隐约感觉似乎的确有这种趋势。所以这种判断和买白酒股票的问题怎么理解呢，是我太以偏概全井底之蛙了吗，还是那种情况时间长度太长？

**唐朝：**这个问题20年前70后问，10年前80后问，现在90后问。其实就和幼儿园不消费安全套类似，时间没到。等进入社会，时间的价值逐步偏高时，在商务政务交往中，需要在较短时间内拉近人与人 之间的关系时，自然就需要白酒了。几千年的中华文明，那么多诗词歌赋，如果失去了产生他们的微醺状态，无法感知他们的状态，那将是一个多么无聊，多么无趣的世界啊！

（2019/3/16）

（四）腾讯控股

**董鑫昊：**唐朝老师，江湖救急。2019年6月24日，就是今天上午我353.2港元建仓了一手腾讯，买完了之后就显示亏损了7%。并且一天内这个买入汇率和卖出汇率是不一样的，买入汇率0.91，卖出汇率0.84。股价相同，买入和卖出价格也是不一样的。证券公司的人也说不清楚，请老师帮忙解答。

**唐朝：**别担心，这个并不是亏损，明天就恢复正常了。简单的说，你买卖腾讯涉及到人民币和港币的兑换，具体兑换汇率要等收盘后中登公司算出的准确数字。在此之前，券商会预防性地多扣买家和卖家一点钱，多扣的部分，明天就还给你了。比如你看到的0.91vs0.84，可能最终实际结算汇率是0.88，然后券商系统自动释放多扣买方和卖方的钱——另外提醒，以后截这类图的时候，注意将股东账号等私密信息马赛克。

（2019/6/24）

**李强：**美團上市后转为联营投资，腾讯占股19%，那美团2018年亏损1150亿是否对腾讯财报带来了对应的218亿亏损？

**唐朝：**联营公司的亏损将按照持股比例进入腾讯的财报，不过你可能看错了美团的年度亏损，没有那么多，美团年度亏损大约几十亿。估计你应该是把把IPO时的优先股转换权算进去了。这种“亏损”我曾经在去年5月雪球上聊过，原文拷贝给你：唐朝 05-03 10:46 · 来自雪球 回复@abcde1212: 一个会计记账手法而已，实际上一毛钱亏损也没有。大致意思就是：小米之前历次融资时，发行过可赎回可转换优先股，这些优先股被记录为一种负债。当小米公司公允价值上升的时候，上升部分被记录一种公司欠优先股股东的负债，因此，小米的价值上升越多，公司欠优先股股东的债务数字就越大，所谓的“可赎回可转换优先股公允价值变动”带来的亏损就是这么一回事。当优先股触发转股（一般就是ipo上市的时候），优先股会全部转成普通股，债主变股东，这笔“会计亏损”就一笔勾销了。

（2019/5/3）

**菩提：**请问老唐，您买入腾讯，除了是因为看好公司前景外，还有是考虑到未来汇率的影响需要保值的因素吗？毕竟人民币M2已相当大了。

**唐朝：**没有。实际上，通过港股通渠道购买腾讯，也无法实现汇率上的保值考虑。它其实依然是用人民币购买人民币资产，价值和价格都是人民币形态。

（2019/3/31）

**毛毛：**唐哥你好！1.茅台腾讯作为您的一二大仓位，请问这种占比是否与确定性来定位？2.在看不见边际的腾讯里面您说过，展望未来也是有钱就买的人英明，面对南非大股东减持等3大利空，您说是天降黄金雨在400多加仓！而面对当下您对腾讯此价格定性是不增不减，好像一年前还乐观多点，请问这是出于一种谨慎保守的考虑还是此价位上车达不到您三年一倍的标准，还是别的什么原因？

**唐朝：**1.是。2.别被报价迷惑了，400左右和现在370左右价格几乎是一样的，只是人民币兑港币汇率变了。至于为何一年前愿意买，而几乎同样的价格今天说不买不卖，一者一年前我腾讯仓位很低，加仓欲望更强一些。今天仓位重了很多，对买入要求略严格了一些。二者过去这一年腾讯的发展比我预想的略慢了一点，我调低了一点预期。

（2019/3/23）

（五）分众传媒

**朱寅俊：**唐老师，今天（2019年8月8日）京东宣布对分众的竞争对手新潮传媒进行10亿元的战略投资，你怎么看待？分众的护城河是不是变窄甚至消失了？

**唐朝：**新潮传媒获得近10亿元人民币的战略投资，由京东集团领投，本次融资的估值水平未透露。上一轮融资是2018年11月8日，百度领投21亿元人民币，估值约160亿人民币。对手有钱了，对分众当然算是一个威胁，解释为利空没有问题。不过这段短短几句话的通稿，实际上也藏着几点令人乐观的面，送给你做另一个角度的参考吧：a.此时是梯媒最惨的时候，在新潮已经爆出来净资产只有不足两亿元的时间段之后，融资估值虽未披露，但任何有常识的人应该都能肯定的说，是大出血形式的融资，估值一定很低，让渡股权比例比较大；b.融资额仅“近”10亿元，且不是京东一家投出，是京东“领投”，这种表述应该是多家机构跟投，一共凑了不到10亿人民币；c.即便在如此艰难的时刻，依然有人愿意试试新潮，其实也代表市场对线下流量价值的一种认可；d.新潮老股东，包括百度、成都市政府、顾家家具、红星美凯龙、2345等老股东，全部没有跟投。

（2019/8/9）

**孙艳飞：**老唐您好，最近在研究分众2018年年报，发现母公司资产负债表里的总资产和总股本远大于合并报表里的，这是什么原因呢？网上查到的信息是说因为子公司的亏损，股本的差异也是因为这个原因吗？

**唐朝：**为什么不查唐书房呢？书房在去年六月第一次写分众传媒时，就解释过这个问题，见《梳理分众传媒》上篇和中篇，向书房发送“分众”即可提取。

（2019/5/30）

**曾勇波：**唐老师，为什么分众的坏账转回这几年都是零？计提坏账多少能追回部分吧？

**唐朝：**按照时间计提的，无需转回。有收回来应收，只会导致同类型应收账款少提准备。而真的需要单项百分百计提的应收，我的理解就是没有收回来。这可能是分众乃至广告行业的特色：靠谱的大客户基本都按期收回了。而较小规模的客户，但凡能拖到需要单独计提的时间段，基本都没办法收回来，也不值当再花人力物力去追。

（2019/5/7）

**投资精灵：**老唐好，咨询个关于分众员工持股的问题，假设公司6元每股从二级市场回购股份，然后用N元每股的价格出售给员工，这里的N可以比6大也可以比6小，对于不同的取值对公司有何影响啊？ 如果N远远小于6，是不是公司变相给持股的员工发福利了，算不算利益输送呢？但是如果N要是大于6，持股员工为何不直接从二级市场购买股票呢？价格还便宜，卖出还不受限制。

**唐朝：**这个问题的核心是想清楚：公司给员工发工资（乃至奖金、福利、期权、股权），究竟算不算坑害股东利益？或者什么程度的福利就达到了坑害股东的地步。举个例子，你的公司今年给你发了一笔年终奖，是不是管理层和你一起坑了老板？想清楚这个问题，也就能理解股权激励了。

（2019/5/7）

**苏洋：**请教下分众的一个财务问题：2015年底，分众的应收坏账准备为4.1亿，截止到218年底增长到11.43亿。但从2016-2018年从未有过转回的记录。请问是从来没有回收过计提的应收账款，还是回收了计提的应收账款后直接做成了应收减少了？

**唐朝：**我理解是没有回收过。对于分众而言，大客户基本都按期收回了。而较小规模的客户，但凡能拖到需要核销的时候，基本都收不回来了，或者干脆不值当花人力物力去追了，这也是广告行业的特色吧！

（2019/4/28）

**张亮：**老唐，你在分众上安排的仓位比洋河更高，是因为分众盈利的确定性比洋河更高还是你对分众的理解比对洋河更深，还是因为分众目前股价的折扣更低？

**唐朝：**是因为我有了很多很多白酒，不仅有超过40%的茅台，而且洋河和古井B可以看作基本相同的投资对象，都是具有全国化潜力的浓香地方龙头酒企（洋河的全国化进展优于古井）。

（2019/4/23）

**吴名波：**老唐，您好！记得您曾经表示过：对于分众在美国上市期间，大量高价收购项目，金融危机后又低价卖给内部管理层这一事件。您认为属于江的认知问题，不是人品问题。后面也看到江南春的反思:认为分众那些年太急功近利，价值观不对。痛定思痛后决定做减法，砍掉不相关的业务，聚焦电梯媒体，重塑公司价值观。因此，我也是跟您的看法一致，认为是江的认知问题，而不是人品问题。但是，在分众回归A股后，成立投资基金，江南春又开始到处投资，先后投资了英雄体育，数禾科技等跟电梯媒体并不相关的领域。这些迹象是不是表明江好了伤疤忘了疼？请问老唐怎么看待分众投资基金的这些动作呢？

**唐朝：**一方面是借助朋友圈做一些小额投资尝试，为分众的现金流寻找一些出路；另一方面是给分众的主业带来一些创业企业的广告。总体来说，我的看法偏正面。

（2019/3/30）

**小申：**唐哥，你好：通过“你问我答集”提示，在分众招股说明书中找到营业成本核算方式，“但媒体租赁合同通常是长期合同，且媒体租赁成本均按照合同金额及期限按月均摊，并无显著的季节性”，“从营业成本角度来看，标的公司的营业成本主要是媒体租赁成本、折旧等，上述费用都是按月摊销，受到收入季节性的影响较小。”解决了我对收入成本配比问题（线性配比）的疑惑。另外，想咨询一下，假如成本、收入的核算规则发生变化，比如媒体租赁成本不再按月摊销，改为其他方式，会不会公告呢？

**唐朝：**会，这属于重要会计政策改变。

（2019/3/30）

**wz：**巴神说买卖股票，不应该基于宏观经济的预测。但对分众这样的B2B公司，尤其是广告业，事实上的确受宏观经济影响，一季报预告里也说了：此次净利润下滑，受宏观经济影响，广告市场增速疲软…… 请教老唐，是不应该太教条，具体问题具体分析呢，还是说这种受宏观经济影响的公司就不是巴神认为的好公司？

**唐朝：**巴神说不应该基于宏观的预测，主要说的是宏观变量太多，预测起来太难，不足以支撑投资决策——100名经济学家可以对宏观形势作出101种看法并提出102种解决方案。 至于宏观形势影响公司经营业绩，这是必然的，绝大多数公司都会受到宏观形势的影响。 但若稍微拉长一点时间看，宏观就是周期性地时左时右，互相可以对冲忽略掉，犹如巴菲特谈到农地时（参看《价值投资实战手册》116页）：“可以肯定，未来一定会有糟糕的年份，农作物的价格和产量都可能偶尔令我失望，但那又怎样？一样会有一些好的异常的年份。”

（2019/3/30）

**孙杰荣：**分众一季度预报出来，不少人被吓到了，早上跌了下。我们不应关注股价短期涨跌，而应把思考重心放在企业未来是否能够持续盈利上。从长远来看（3-5年起），我认同你的观点：分众传媒无疑是具有投资价值的，因为我目前也还没发现能颠覆分众模式的其他模式。 我想了解下老唐是否会抓住此次市场先生给予的机会（分众价格下跌）加仓分众呢？加仓的话是一次All in 还是分批定投呢？谢谢!

**唐朝：**对我来说，能否加仓主要取决于有没有钱进来。如果有，就会加，加仓我有一般是低估位置一次买入。

（2019/3/29）

**文刀哥：**老唐持仓中，茅台是确定性最高的，分众可能是“赔率”最高的。老唐曾说过，换仓的原则是有明显便宜可占。分众跌到5块的时候，老唐依然没有减茅台换分众，应该还是觉得不划算。分众跌到多少，老唐会拿茅台换呢？

**唐朝：**这个提问显示思维里的一种误区，你妄图一劳永逸的找到一个公式去解决问题，这是无用功。投资是动态的，公司是变化的，估值永远是比较。看见明显的便宜占，举手之劳，看不出来，呆若木鸡，就这么简单。 我现在告诉你一个准确数字，没有任何参考价值，比如我告诉你，现在茅台再涨一倍，或者分众再跌一半，我愿意拿茅台换分众。但这并不意味着下半年我还如此想，明年我还如此想。明年到这个差距，我或许又不愿意换了，因为公司可能在这一年中发生某些或好或坏的变化，或者我对它们的理解程度和想法也可能发生变化。

（2019/3/24）

**三千弱水：**芒格说过一段话，大意是人的一生难得碰到几次大机会，碰到了就要下重注。我理解2008年的伊利，2013年的茅台都是这种大机会，对于分众或者洋河来说，到多少市值才算是这种大机会呢？比如去年800亿的分众，1200亿的洋河？现价的分众算吗？如果是，买多少仓位才算是重注呢？

**唐朝：**所谓大机会就是那种你不需要问任何人也能清楚地知道这一定会赚钱，而且回报会很令你满意的机会。至于仓位，既然是大机会，当然是能买多少买多少了。

（2019/3/22）

**李好广：**老唐，我一直有投机的想法：比如对分众很理解，认为目前价格甚至9块以下买入都安心，但面对股价波动一直按耐不住投机的想法：计划长持有5万股，保持3万股仓位怎么波动都不动，股价大幅下挫就加仓，超过8万股就收手，涨起来再减持，甚至比买入点高3%-5%就卖，来回倒腾做波段，不知道会不会有好的收益。看过很多真正的价投，包括老唐，呆坐不动就有很好的回报，对于我这种多动症如何破？

**唐朝：**不会有好的收益。多动症，要么自己认真想明白赚短期波动不靠谱的底层逻辑；要么交费让市场先生慢慢治疗，会治好的。

（2019/3/20）

**wz：**通过之前的回答，老唐对分众的基本面看法产生了一些细微变化。 那么当前股价6.81对应市值999.56亿，老唐认为是低估还是合理？如果现在有新增一笔钱，比如稿费到账，是否会增持分众？

**唐朝：**低估。会——个人看法，完全可能是错误的，据此投资，风险自负。

（2019/3/19）

**懿麟：**老唐，分众2015年11月时最高股价18.16元对应上证指数3600点，今天股价6.85，对应上证指数3088点。请问您一下，通过分析年报，您觉得分众从2005年到2019年这个时间段是否盈利能力出现了问题或者挑战，而被市场低估了还是2015年被严重高估了?

**唐朝：**最近两年遇到了挑战，同时也经历了从高估到低估的过程，股价体现了基本面和市场情绪叠加的结果。

（2019/3/19）

**读书郎：**老唐，你的分众和洋河的成本分别是多少呢？可以透露么？

**唐朝：**去书房搜一篇叫《去掉你的成本心魔》的文章，去年发的。那里面不仅公布的有我的“成本”，还奉上了治疗成本心魔的药方。

（2019/3/19）

**xsy：**老唐，万一分众二季报业绩大幅下滑超预期，同时预告三季报继续下滑！，您会改变对分众的观点吗？

**唐朝：**完全有可能。对分众长期竞争力的判断不大可能会改变，但估值判断有可能跟随数据发生变化。

（2019/3/19）

**wz：**关于分众持股计划的解读，有截然相反的观点，有人认为是好事儿，有人认为是伤害股东利益。 请问老唐，关于员工持股以及回购这种事情，能否总结分类下： 哪种是有益股东，哪种是伤害股东利益？

**唐朝：**1.回购价格高，损害股东利益，回购价格低，增加股东利益。2.卖给员工太低，损害股东利益，3.低价卖给非核心员工，损害股东利益。4.卖给员工太高，损害员工利益，接着损害股东利益。5.合理偏低激励核心员工，多赢。

（2019/3/18）

**文刀哥：**老唐提过，分众传媒2018年扩张的点位，部分已经开始盈利，但还不足以抵消成本支出。而且快报中说一二季度依然会有影响。 老唐预测什么时候利润增速能跟上收入增速？三季报，还是要更晚一些？大家可能都比较关心这个时间点。夸张点说就是，分众什么时候能交出一份完美的证伪看空者的财报？

**唐朝：**我估计三季报应该就可以了。

（2019/3/18）

**文刀哥：**分众传媒好像有一些“周期股”的属性，比较依赖宏观经济环境。 如果今年真有牛来，出于两大段的估值提升：1.超跌回升；2.宏观经济好转，业绩恢复。分众传媒应该会有非常不错的表现，老唐怎么看？

**唐朝：**宏观经济总是有好有坏，起起伏伏交替而来，先好还是先坏，对我而言，没什么关心价值（关心着也没用，100个经济学家持101种看法的事儿，总是有人蒙对有人蒙错，不具备指导具体投资的价值），大约就是朝三暮四和朝四暮三的区别吧。

（2019/3/18）

**xsy：**老唐，您好！1.假设新潮登陆科创板成功，按科创板规则，可以一直不断再融资挑战分众吗？2.假设百度看中梯媒的价值，誓要分一杯羹，您认为至少要投入多少钱，才能成功？

**唐朝：**1.当然可以，只要有金主愿意给钱，不上市也可以持续融资的。2.金额很难估计，但现在给我四五百亿，我自认做不到分众当前状态。

（2019/3/18）

**曹学军：**老唐你好，看了你写的分众传媒文章，你在10多元开始买入，后面跌倒了5元。你认为这是估值偏高，还是安全边际不够，或是市场先生严重犯错？ 新潮传媒CEO说梯媒市场容量将来达到1000亿，你认为靠谱吗？

**唐朝：**都不是，正常波动而已。我觉着千亿市场规模一定会来到，从这个意义上说张继学没说错，但若没有给出大概时间的话，这只是一句正确的废话。

（2019/3/17）

**贾道宽：**老唐你好，非常赞成你简单粗暴的估值方法和持股逻辑，我的问题是如果时间验证了你对分众的成长分析，2021年分众的净利润达到了100亿，市场也给出了比较高的估值，分众的高成长阶段过去了，是继续持有还是卖出换确定性更高的公司？毕竟江总也说这是个二流的生意。茅台、分众对您应该有如可口可乐、比亚迪对巴菲特，一个是主力部队，一个是出奇部队。

**唐朝：**如果你认真读过《价值投资实战手册》，答案其实写在书里，那就是：当出现更有性价比投资对象时，我会换。没有更有性价比投资对象时，如果分众出现“明显”高估，比如当年市盈率超过50倍，我也会换入现成的、更有性价比的投资对象“货币基金”。

（2019/3/17）

**老赵：**请问老唐如何在当前持仓个股之间进行称重？比如茅台和洋河，海康和分众？把合理估值标的换一些到低估标的？目前看是否只有分众处于低估水平？

**唐朝：**把当前个股的估值范围写出来，除以现在的市值，得出一个百分比。比较这些百分比，如果一个和另一个之间差出一倍，就可以认为出现了“明显的”性价比差异，我会考虑实施调仓换股，就这么简单。

（2019/3/17）

**xsy：**老唐您好，假设现在您有一大笔新增资金，比如100亿，您将如何配置？1.全部买入茅台？（确定性高，但潜在收益率可能不是最高？）2.全部买分众？（潜在收益率可能很高，但确定性不高？）3.还是按比例复制您原有持仓仓位比例？谢谢！

**唐朝：**100亿太大了，没想过，会直接干扰股价了，换成100万吧。如果现在收到100万，我会加仓洋河和分众，原因在2018年终总结的估值表里。

（2019/3/16）

**寒阳：**唐师，咨询一下买卖点的问题：1.买点：2018年你加仓了分众10余次，达到12%的持仓。买点我都有记录，恕我愚昧，没找到规律。请问你在建仓的时间上怎么计划，一般是什么频率？下跌加仓好办，如遇股价上扬，你怎么处理呢？2.卖点：你说合理估值的150%以上是卖出区。还是拿分众为例，150%是指市值达到3300亿(2200X1.5)还是指5500亿(2200X2.5)？

**唐朝：**1.加仓有规律的：股价在我认为低估的范围内，我有一笔钱，当两个条件具备时加仓。2.指3300正负10%范围内。

（2019/3/16）

**文刀哥：**1. 2018年6月《梳理分众传媒》对分众3年后估值2100~2500亿，一半也就是1050~1250亿买入；2. 阿里入股，判断对分众盈利加强，从而调高买入范围至1200~1500亿，也就是调高估值至2400~3000亿；3. 年报快评中，估值又回到了2000亿左右，但时间上，相比较第一次，推迟了半年多。 老唐对分众的判断是不是发生了些变化？

**唐朝：**对，由于财报反映出来的经济形势及竞争加强等因素导致的客户账期拉长，上游成本提升等因素，期间对分众估值有小幅下调。

（2019/3/15）

**杨建平：**你好，老唐。分众目前市值992，你设置的买入点在990～1210以下，那么现在是值得买入范围内吗？还是等市值掉一下？

**唐朝：**在范围内。我个人不习惯等，因为我不知道是不是真的能等到。

（2019/3/15）

**zoe：**老唐，我跟我老公为分众一个问题争起来了。我老公认为将来万科、融创等高端地产商势必会分食分众的利润，比如大幅提高租金或者直接提出利润分成，因为这些高端楼盘定位的就是中高产阶级，是广告主的必争之地，因此有底气这么做。我认为分众不是没有谈判的本钱，比如客户获得能力，还有广告款回收的安全垫等，但他认为若谈不妥地产物业可以干脆不租，这方面的博弈是分众弱视，因为高端楼盘占据了最有利的位置。老唐有谈过这个问题吗？这个对分众将来的发展影响有多大？

**唐朝：**拥有一些电梯的使用权，或者拥有部分电视屏幕，和经营好广告公司，完全是两码事。在地产商的经营收入中，电梯出租利润根本不值得关注，只是一笔顺带的收入，如果让他们去经营，几乎确定亏本。如同高速公路业主，不见得有能力经营沿途的广告一样，你老公多虑了。

（2019/3/15）

**田一鸣：**茅台的确定性高于分众，但聪明的市场也很难再给出2013年的机会。按老唐估值大法，假设当下价格，茅台3年1倍，分众3年2倍，老唐会如何决策呢，会否大量调仓到分众呢？（鉴于茅台确定性高于分众）

**唐朝：**不会。

（2019/3/15）

**文刀哥：**近一段时间喊牛市的声音越来大，老唐对分众三年后的估值大约在2200亿左右，如果真是牛来，今年就站上2200亿，老唐是否会减持甚至是卖光？

**唐朝：**今年就上2200亿，我大概率会开始减仓。

（2019/3/15）

（六）海康威视

**胡勇：**老唐您好，您在2018年底认为海康威视在2021年合理估值为4000亿元（上下浮动10%），而它现在市值就有3400亿了，是否有必要进行重新评估？如果重新评估，那么数值会是多少？

**唐朝：**不需要重估。

（2019/4/1）

**罗君龙：**唐老师，我想问一个关于ROE的问题。比如海康威视业绩预告100-120亿左右，净利润增速10%-30%。海康威视的ROE33%-34%，分红并不高，我理解就是净利润基本都留存变成净资产了，这个净利润增速和净资产回报率之间的巨大差距应该怎么去理解呢？还是说我的理解存在偏差？

**唐朝：**差异主要是分红造成的。举个例子说，去年100元净资产赚33元利润，假设分掉13，留下20元。今年继续保持33%净资产收益率，120元净资产净利润为40元，40相对于33，增长20%左右。

（2019/3/15）

（七）其他股票

**王锦熠：**老唐，涪陵榨菜2018年报中列示银行存款：期初1.41亿，期末11.27亿，均值6.34亿，财务费用中利息收入0.028亿，那么他的存款利率是否等于0.028/6.34=0.44%？请问我这种算法对吗？

**唐朝：**不对。你没注意到财报里披露过货币现金多，是因为理财到期金额大的原因。也就是说，年底报表看到的银行存款，大部分在期间都是理财形态，产生“投资收益”，不产生“利息收入”。

（2019/4/10）

**炜健：**唐老师，民生公布分红方案为10派3.45元，现在民生银行H股股价为5.7港币，兑换成人民币乘0.85是4.845元，然后再用3.45除48.45乘100%约等于7.1% 意思就是，这个价格买民生银行H股，光股息就差不多有7.1的收益吗？

**唐朝：**除了忘记扣港股分红的红利税以外，其他计算没错。

（2019/3/30）

**还是风神：**银行股低估明显，但是今年以来涨幅并不明显，尤其是四大行和交行。老唐今年会不会考虑加入银行阵营，关于银行股，老唐对未来有什么判断。

**唐朝：**暂时不会。一者目前有更好的投资目标，二者认为本届对金融体系的干预倾向相对更重，不确定性是加大了。

（2019/3/23）

**洛门：**老唐，2018年你对宋城演艺的买入标准是240亿市值，文章里提到2019年可能是宋城演艺业绩滑坡的一年。个人理解为今年宋城可能有不错的买入价位。那么今年你对宋城的买入标准有变化吗？

**唐朝：**暂时没有。

（2019/3/20）

**太阳花儿开：**老唐看到您《价值投资实战手册》长安汽车一章，看现在长安B市值只有197亿，与您2017年写此文时430亿的时值少了一半，比A股市值便宜四成，这时的长安B有投资价值吗？

**唐朝：**我在《价值投资实战手册》第三章序言里，特意强调了这个经验和教训，建议再次阅读。简而言之，估值应该建立在“懂”的基础上，如果结论是“不懂”，却如老唐长安汽车文章末尾那样给出贵或便宜的判断，是错误的。

（2019/3/19）

**空白：**唐哥说银行的不良及拨备数据，是在一系列假设和估计下计算出来的，很难判断银行的利润是否为真钱，指的就是判断这些假设和估计是否可靠是很难的事。这个判断虽然很难，但是如果能判断出这些假设和估计至少有30%是靠谱的，是不是就能把利润的30%视为真钱呢？

**唐朝：**这个问题的答案和方法，我早就写在《手把手教你读财报2》的254～258页，请翻阅。

（2019/3/16）

**长风：**老唐是写过一本银行财报解读的人，为什么现在放弃银行股了？老唐说很难分辨银行赚的是不是真钱，我们看到如招行的财报，不良在下降，拔备在提高，净利润还二位数增长，还有央行和银监会二个婆婆严格的监管，很明显赚的钱是真的呀，目前银行的估值最市场最低，说明绝部分人对银行的预期都非常差，一旦时间证明银行并没有那么差，就会带来双击的效果，如果银行确实很差，这么低的估值也已经反映了这个预期，那么现在的分红率安全性也是很高的。为什么不买呢？

**唐朝：**第一，你看到不良及拨备数据，是在一系列假设和估计下计算出来的，我说的很难判断利润是否为真钱，指的就是判断这些假设和估计是否可靠，是很难的事。第二，至于目前不持有银行，主要是自己有了更心仪的目标，并不代表看淡银行。

（2019/3/15）

**三、人生感悟篇**

**本分：**老唐，你好，如果让你年轻二十岁的话，最想做什么事，还是和现在一样吗？

**唐朝：**一定会多生一到两个娃，男女不论。其他好像也想不出来要什么变化，我现在的状态，自己感觉挺满意的。

（2019/8/8）

**Syl：**做全职投资的人需要具备哪些条件？

**唐朝：**如果不是干代客理财的活儿，只是拿自己的资金做投资的话，本身其实不需要去“职业”，业余时间足够了。当然，如果性格上喜欢宅在家里，经济上有能力宅在家里，职业也没有什么坏处。需要的条件，我认为①有清晰的投资框架，有至少一轮以上牛熊经历，并获得了良好的收益；②有大约相当于家庭年度支出20倍以上的资金；③有独处的爱好，有自律的能力，有支持你独处的家人——大致也就可以了。

（2019/8/2）

**梦回唐朝：**唐朝兄，您怎么看余治国的《巴菲特阴谋》这本书，里面写的巴菲特的一些事情似乎和他的外在形象不符合，尤其是巴菲特是穆迪评级的大股东，恶意打压其他公司评级，被美国金融危机委员会调查，还撒谎说不知道穆迪在什么地方。唐朝兄，我相信价值投资，但是我认为巴菲特是复合的投资策略，并不单纯。如果需要书籍，可以加我微信，我提供电子版本。

**唐朝：**这是一本垃圾书，基本属于先有结论，然后断章取义拼凑各种不同情节而成。我有这本书的纸质版的，很久以前读过的。

（2019/6/10）

**好学：**老唐您好，我想问问CPA对价值投资大吗？或说价值投资需不需要很深的财务知识？

**唐朝：**投资需要财务知识，这是确定的。但是否需要考个CPA，我没经验，没去考过。按照我的理解，CPA系统的相关知识肯定对投资有帮助，但证书本身的作用主要是有助于就业，和投资关系不大——供参考。

（2019/6/8）

**kingroom：**截至目前，老唐的答复率是186/881=21%，也就是平均5个问题答复1个。可是我问了不下10个，老唐1个也没答，什么样的问题容易得到答复呢？

**唐朝：**第一，问题清晰明了，最好是“一个”问题；第二，我能够用很简短的语言予以回复；第三，我确认自己给出的答案能够让围观群众受益……

（2019/5/24）

**宋吉文：**老唐，你抽烟吗？

**唐朝：**11岁抽，14岁戒了，其后32年一根也没抽过。人生有些事，对于平凡人而言，总要经过了才能超越，抽烟如此，投机同样如此。直接就踏入正途的天才，总是极少数极少数，对不？

（2019/5/18）

**德芙：**老唐，请问您的投资策略存不存在您发现可以稍微改进的地方，但是您不屑于去改进的地方呢？

**唐朝：**没有。我尊重金钱，从来没有什么不屑于的说法。但凡我的投资策略里有不够完美的地方，那一定是因为我的学识所限，没有发现或者没有解决办法，而不会是不屑于。

（2019/5/7）

**国彦：**老唐，作为职业投资人，您是怎么处理社保的？您和夫人都缴纳社保吗？

**唐朝：**从来不交。不去想党国的便宜，吃自己的饭，流自己的汗，自己支付全额养老费用，自己支付全额医疗费用。

（2019/4/18）

**辉：**作为职业品股师，老唐如何保护眼睛（常年看文字，来回看反复看），有什么好建议，文石，纸质，少看手机？

**唐朝：**我买过一个文石note 10.3寸的电纸书，体验很不好，基本丢在抽屉里了。关于保护眼睛，只能说尽量多看纸书，多用kindle，时间允许的情况下，财报尽量打印出来读。其他好像也没什么好办法。

（2019/4/2）

**刘天马：**唐兄，如果有（且只有）一次让你穿越回过去待一天的机会，你会选择穿越回哪里？**唐朝：**为什么？北宋仁宗时期，我喜欢苏东坡。

（2019/3/29）

**刘奕松：**请问老唐，您是在什么时候意识到输出倒逼输入，并用书写的方式来理清思路的，从最初的尝试落笔，到最后轻松自如的表达这个过程花了您多长时间？您平时每天花在写字方面的时间上限吗？

**唐朝：**大概是2007年左右。我还没觉得自己已经达到轻松自如的表达，所以这个时间我也无法确定。我只在有表达欲的时候码字，没有给自己规定过时间，不过我有阅读的习惯，几乎每天都会读书，不读不舒服斯基，读书时偶有所想，会及时记录下来。

（2019/3/27）

**老马：**老唐您好，我是一名跟您学习价值投资的一名读者，对您实现财富自由非常羡慕。有一个很困扰我的问题，请问在您形成价值投资的知识体系的过程中，有没有在证券或者基金公司工作而形成的经验？您认为有在证券或基金公司工作的经历，对最终形成自己的价值投资体系是否有帮助呢？

**唐朝：**我没有证券或基金公司从业经验。我认为证券或基金公司从业经验对投资体系形成的作用很小，或者至少说作用难以评估。即便是有着同样的经历或看到同一件事情，不同的人或许也会得出截然相反的结论，“从业”这件事，对个人的投资体系可能有帮助，也可能有害处，最终依然取决于自己的思考方向。

（2019/3/27）

**陈果：**老唐，非常羡慕你家庭的和睦幸福，想问你家庭幸福和子女教育的秘诀是什么？另外，俗话说“男人有钱就变坏”，您在财富自由后是怎么克制“变坏”的欲望的？

**唐朝：**秘诀就是努力让自己值得让妻儿尊敬甚至崇拜。至于所谓“男人有钱就变坏”之说，我觉着坏不坏，不分男女，也不是因为有钱，而是心里有没有“坏”的种子和动机。如果有，钱只是让种子发芽了。 我的个人看法，是否“变坏”的关键点不在财务自由前还是后，而在于两点：第一，建立一些更高的追求，对更有价值更有趣的事情保持兴趣，而不是将注意力只放在本能欲望的满足上；第二，避免创造考验自己人性的机会。

（2019/3/20）

**张珩：**唐师，早先得头像是一幅手画的图像，现在是一头翩翩起舞的大象，请问是何原因？

**唐朝：**早先的手绘图是儿子小时候画的我。现在的小象没有任何含义，就是开设公众号的时候，随便找了一张看着好玩的图片。

（2019/3/20）

**姚柏强：**老唐，除了成都，在你去过的地方中选一个住下来你会选哪个，简单说说？

**唐朝：**好像前年的游记里说过：厦门。城市干净漂亮，有大海且空气里没有咸鱼味道。好吃的多。

（2019/3/19）

**文刀哥：**投资类书籍，如果只能推荐一本，是哪一本？

**唐朝：**《价值投资实战手册》，作者唐朝，2019年1月出版。

（2019/3/17）

**炜健：**您觉得购买保险，重要吗？或者说：您未来的孙子或者孙女出生时，您会买保险吗？ 因为我一个朋友告诉我，买保险，保险公司拿你的钱去投资，那不如我们自己投资指数基金，以后自己有钱看病不是更好？

**唐朝：**这个要分经济情况，随时能拿出百万资金应付疾病灾难的，我个人的看法是保险金自己收着，自己投资并承担概率上的疾病或灾难。反之，如果随时拿出百万比较困难，建议还是投保，花小钱防止小概率事件的毁灭性打击。之所以以百万做界限，大致上当下医疗界百万内解决不了的疾病，基本上已经没啥治疗价值了。而疾病之外的意外，百万也基本可以保证不至于狼狈不堪。

（2019/3/17）

**圆星星：**在我眼里，老唐是非常成功的人，不管事业还是家庭经营。你觉得你的成功运气和实力各占多大比例？作为过来人，如果你有成功秘诀要和儿子分享，你会说些什么？特别是当他处在逆境的时候。

**唐朝：**运气和实力的因素都不小，但很难做出区分。只不过，我清楚的知道，运气更喜欢光顾有准备的心灵，越努力就会越幸运，所以我愿意日拱一卒；我也清楚的知道，幸运或者不幸，和人的视角有关，所以我喜欢多看一二。至于写给儿子的话，2015年我就写过了，你可以直接向书房发送“儿子”提取。

（2019/3/16）

**众生相：**唐老师，您好，为什么很多人玩股票日日亏，年年亏，却还是有那么多人玩股票呢？**唐朝：**如同你的用词“玩”，反正是玩，估计内心觉得付费是理所应当的，偶尔有赚就像游戏里的宝箱道具，刺激他们继续付费娱乐。澳门，拉斯维加斯天天有人亏，不也照样生意兴隆吗？道理一样的。只有完全扭转‘玩’的心态，认真从底层逻辑上思考买股票究竟买的是什么问题的人，才可能成为长期的赢家，就像赌场的老板，看上去也同样在赌场混，也在赌桌上参与，但却总能稳定获利。

（2019/3/16）

**徐建洋：**目前资金量无风险利率可以覆盖家庭开支，爱好投资，想专职炒股理财怎么样？老唐认为专职炒股理财需要哪些条件？非常困扰，望解答，谢谢。

**唐朝：**如果是“炒股”我个人非常不建议，这是一条死路。如果是投资，其实不用专职的，投资花不了多少时间，就算是下班后能抽一两个小时做阅读，对于支持个人投资而言，绰绰有余了。当然，我不是说你一定要工作，你可以因为不喜欢、不需要工作而回家宅着——我就是这样——但「为了炒股」不建议，「为了投资」不需要。

（2019/3/15）

**snowball：**唐老师您好，我毕业后在家乡一家小私募工作2年了。公司主要是以技术分析来做短线投机，但是我工作后偶然了解到价值投资后就坚信价值投资才是做股票的正确方式，我也曾向领导提出建议，但是领导对价值投资不屑一顾，所以我做的工作一直是短线投机，只能利用非工作时间去学习研究企业，我很迷茫又挣扎想换个工作。家里长辈不理解价值投资这种理念，认为想做股票这行就不能远离市场行情。希望唐老师能给我点建议，面对理念是价投，工作却是短线投机这种情况我该如何做？不呆在这个行业里，利用业余时间去践行价值投资理念可以吗？

**唐朝：**如果不是面临生存危机，尽量不做自己不喜欢的工作，又不是没得选。浪费时间才是最大的成本。

（2019/3/15）

**散散心吧：**唐叔您好，问一下您是如何做到快速阅读的，我感觉您读书很快很有效率，网络上有专门训练如何快速阅读软件，但是我感觉不怎么靠谱，还请唐叔分享一下您阅读经验，谢谢。在一个问题就是，你说过您受张五常的影响才把自己的想法记录下来，我想问的是在以前没有公众号等分享平台的即时反馈的情况下您是靠什么来坚持自己写作的？

**唐朝：**快速阅读是需要训练的。训练方法很简单，你拿一套自己喜欢看的武侠小说，比如鹿鼎记之类的，然后尝试着一段一段的阅读，就是不要去逐行甚至逐字阅读，而是将一个自然段作为一张图片扑入眼睛那样阅读。反正是武侠小说，错过也没啥关系，这样练习，一旦习惯了，阅读速度就起来了。至于码字的地方，自从听了五常教授那句话，我就开了一个新浪博客，尝试记录思考。后来混微博，再混雪球，再到唐书房，没有中断。

（2019/3/15）

**槑赑：**唐叔叔你好，我想问您的是，像我们这样刚走出校园的小白，有什么好的建议？（任何方面的都可以）

**唐朝：**相当不建议刚出校门就花太多精力在股市，除非打算以投资管理作为职业。单纯论赚钱，很小的本金在股市（我说的小，指百万以下），对比同样的时间精力在职场和商场的付出而言，回报实在太不值当了。直接有余钱买入510310，不用大钱不卖出，省下的时间多放在自身的工作和学习上，是更好的投资。

（2019/3/15）

**刘天马：**唐兄对于子女教育路线可否给些建议？小孩即将上学，要在体制内教育和出国两条路线中抉择，我自己对应试又比较反感，但出国路线又很贵，经济压力山大。现在很犹豫，很彷徨，恳请赐教，感谢！

**唐朝：**在孩子的教育问题上，我一直采取的是放任态度。我的观点是，现在这个世界，已经不是吃上饭和饿肚子的区别，只是吃鲤鱼和鲍鱼的区别。只要我们接受吃鲤鱼也不是那么糟，为何不能轻松一点，更多地尊重孩子的兴趣呢？我从自身的经历感受到，兴趣是最好的老师，不一定只有在读书的时候跑赢别人才会过得好。当然，如果想强过别人，我觉着要求自己比要求孩子容易一些——仅供参考。

（2019/3/15）

**Riky：**大家都好奇老唐是自学成才，成为了一个名副其实的价值投资者，且实现了多数人梦寐以求的财务自由。 老唐能不能简单分享一下，您是如何通过自学获得企业分析的能力，如果一定要分出几个学习阶段的话，会是哪几个阶段呢？谢谢！

**唐朝：**我的阶段要混乱辛苦的多，但如果是现在，我觉着可以简单分为：1.《价值投资实战手册》阶段，2.《手把手教你读财报》阶段，3.大量阅读年报和商业人物传记及案例阶段。

（2019/3/15）

**俞贺年：**老唐，本次出游预算大概多少？

**唐朝：**经验估计可能15到20万之间应该够了。

（2019/3/15）

**周涛：**请问老唐有没有提前对唐公子进行财商教育，有没有考虑过以后让他通过投资获得财务自由然后像老唐这样自由生活？如果有的话，请问老唐是怎么做的？谢谢！

**唐朝：**财商教育是一定有的，多数就是平时聊天的时候说说一些基本理念，左右也就是书房那些。至于以后他是否做投资，我从没有设想过，也没要求过。

（2019/3/15）