

## 目录

1、关于估值的有趣想象 2005-08-07 .....	2
2、本人对短线、中线、长线的定义及操作原则 2005-08-10 .....	3
3、反身性原理的实际应用 2005-08-11 .....	4
4、自信的估值体系是资本市场成熟的标志——兼再论江淮汽车 2006-04-24 .....	6
5、术规律的总结与体会 2006-06-12 .....	8
6、轮回与复兴——山西汾酒 2006-06-15 .....	10
7、“投机”之辩 2006-07-10 .....	11
8、信用利差之推想 2006-12-04 .....	13
9、随便聊聊吧 2008-02-26 .....	14
10、未萌之机——本人的图表技术体会 2010-08-22 .....	15
11、再谈汾酒 2008-10-24 .....	17
12、关于卖出条件的讨论 2010-08-23 .....	18
13、对野史兄操作分类问题的答复 2010-11-06 .....	21
14、我眼中的股市游戏 2010-12-26 .....	22
15、谈谈白酒业 2010-12-04 .....	24
16、谈谈丽珠集团 2011-11-14 .....	27
17、对茅台的冷思考 2011-12-25 .....	30
18、白酒访谈 2012-10-08 .....	33
19、谈谈鄂武商 2013-07-31 .....	35
20、对操作策略和估值应用的一点思考 2013-09-27 .....	39
21、对市场的一点认识 2014-05-27 .....	42
22、市场的不可知与可知 2014-06-15 .....	44
23、白酒观点 2014-12-29 .....	50
24、谈谈西王食品 2014-12-30 .....	52
25、对研究的一些认识 2015-03-24 .....	54
26、高毅资产冯柳分享逆向投资核心方法 2016-10-10 .....	55
27、投研内训 2   冯柳：如何做好投研选择题 2017-01-25 .....	59

## 1、关于估值的有趣想象 2005-08-07

最近想到一个小比方很能说明估值方面的问题，能够帮助我们分辨周期、非周期公司以及不同稳定度下的公司价值选择，这里写出来和大家分享一下。

比方说有两个投资方案：A 方案是你投入 100 元钱，每年有一半的机会你会挣 100 元，还有一半的可能你要赔进去 30 元，这是轮流出现的各 50%可能；而 B 方案就是你投入 100 元，你每年一定能挣 20 元钱。那么这两种方案我们应该怎么选择呢？有的人会回答 A，有的人会回答 B，而我要说的是，这两个回答都不正确！

让我们分析一下两个方案在不同投资期限下的年复利回报，由于 B 是确定的 20%，那么 A 呢？

一、单年期， $A = (100 \times 50\% - 30 \times 50\%) / 100 = 35\%$

二、多年期下的偶数年，由于 A 方案是一年大赚一年小赔，第 2 年一定是 140 元，以后类推计算出的复利是： $A = 18.32159566198\%$

三、多年期下的奇数年且开始就赚，这种情况下 A 的第一年回报是 100%，然后一直下滑，到 29 年时回报将低于 20%

四、多年期下的奇数年且开始就赔，则 A 的收益率从第一年的负 30%开始一路上升，但最大不会超过 18%

以上我们可以看到，不同的条件下的 A、B 选择是不一定的，绝大多数情况下，稳定比高利润更重要，如果在足够长的时间段里来看，稳定的盈利能力则比一切都重要！另外，波动性项目的投资回报也不是客观孤立的，还要与投资期限、投资时点紧密结合起来。周期性及不稳定性公司分析难度比较大，市赢率只能用来衡量稳定型公司，对周期型的要把它分解成 PB/ROE 来分别观察，ROE 要分解为一般 ROE、超额 ROE 和低谷 ROE，三个要综合地看，然后再从资产价格上下手，还有时点选择很关键，不能太早，最好与复苏同步，这样对周期性公司的投资才有可能做好，当然还要看选择标尺是什么，如果是茅台、白药这样的，我想任何时候都不会有周期性公司的长期回报能超过它们！：）

现行估值的方法一般有 PE 估值法、PB 估值法、PEG 估值法、PS 估值法、EV/EBITDA 估值法和现金流量折现方法、期权定价方法七种，但就本人的实践来说感觉用处都不是特别大，因为企业最重要的三个指标：股东权益报酬率、留存收益比率、生息负债率没有被综合考虑进去，我们知道股东权益报酬率是企业核心盈利能力的体现，也是一切投资获利的根本所在。而留存比率又是决

定未来的回报是以单利还是复利进行、决定着同样盈利能力却完全不同回报结果的关键所在。而生息负债率呢？我们都知道，企业的未来现金流不仅属于股东，债权人比股东有更优先的索取权。所以我们在考虑企业整体价值的同时必须要进行债务的扣除和息税的调整。如此才可以避免相同盈利却不同资本结构所带来相同估值的可笑局面。所以在以上指标中我选择 PEG 进行一些改良用做估值判断，那就是对分子的 PE 进行含债调整、同时将分母的净利润成长率（有的地方是用税前利润成长率、营业利益成长率、营收成长率）换为权益报酬率，因为以上的那些成长率在目前的中国企业中波动实在太太大，而且这样计算出来的指标只适用于 IT 等行业的市梦率的疯狂依据，换为权益报酬率后不但可以体现企业的盈利能力，而且在理论上如果在其他商业条件都不变且全部滚存的情况下，企业的净利增长率应该是会等于权益报酬率的。那么用改良了的 PEG 计算后，我们会发现虽然 A 股跌了这么多，但其估值仍然偏高，而不是媒体报道所谓的严重低估。恰恰是那些这些年一直在涨的大牛股，在这个指标的检测之下显示仍具备投资价值！我想，这应该是很能够说明一些问题的吧！

## 2、本人对短线、中线、长线的定义及操作原则 2005-08-10

一般来说，大家对短线、中线、长线的定义是以时间长短来进行划分，三五天走的是短线，抱牢股票放几年的为长线。这种分类没错，但却没有意义，对操作没有帮助。

下面我要用的分类方法不是以表观时间进行划分，而是以其操作内涵来表现，也就是说，我所定义的短线可以做几个月也叫短线，中线可以只做几天也叫中线，为什么要这样呢？这是为了帮助大家对各种操作进行理解，从而选择适合自己能力的策略以及纠正那些与策略不相符的错误。

### 什么是短线？

短线就是尊重市场、顺势而为，它没有多少标的物的选择限制，只讲究高买然后更高地卖，对利润不设要求，但对亏损严格禁止，有 3 点以上赢利把握就可入场。它不要求对企业基本面的熟悉掌握，但需要良好的市场嗅觉和严格的纪律。其关键的一点是顺势，也就是说，如果势道不改，就可以一直持股，像过去的科技股牛市时，往往一涨就是几个月，这种时候你虽然报着短线的想法入场，但万不可因利润超过了想象或时间超过了预期而过早退场。所以说，敢于胜利、怯于失败是短线操作的精髓！

而**中线就不一样了**，它需要对基本面有充分掌握，对价格估值系统有良好的认识，它的标的物应该是那些经营相对稳定、没有有大起大落的企业，当市场低估时买进，高估时卖出，讲究的是低买高卖，预期利润目标在 20%以上方可入场，同时设 8%的止损位。它要求你是价格的发现者，勇于做大多数人所不敢做的事，要求你理解市场但不完全跟从市场。

### 那长线呢？

很多人认为这是最容易做的，只要买进不动就可以了，其实这完全是误解。在所有的操作策略中，长线的要求最高。他需要对企业有着极为深刻的认识，对自己有着更为坚强的控制，他了解积累和成长的非凡威力，清楚把握企业未来数年的发展趋势，以投资的心态分享企业的成长。他的标的物是千里挑一，他对利润的要求是数以 10 倍计，在这样的机会面前它不会惧怕任何亏损，不会设置除基本面外的任何止损指标，因为在十倍速股票的面前，哪怕 50%以上的亏损都是微不足道的，对它来说，买进不卖是最好的策略，自信、尊重客观价值、不理睬乃至勇于对抗市场是必备的投资品质，日常 20%30%的波动在这样的前景面前是不应去考虑的，不要放弃在大牛股上的部位，不在大牛股上做空是永远需牢记的训条。只有这样，股票才能够真正成为改变一生的东西。

最后，我们可以看到，仅以时间作为策略区分标准的，一定会容易走入误区。决定策略的只应该是股票本身的不同和投资者自身的素质，在该做长线的股票上做了中短线和该做短线的股票上做了中长线，都会是令人悔恨一生的。

## 3、反身性原理的实际应用 2005-08-11

我们都知道，一个有着不断融资需求、无止境扩张欲望的企业往往会遭到投资者的抵触，认为这种形式的企业成长和投资者利益增长是不一致的、甚至是严重对立的。大家都希望找到像贵州茅台、云南白药等靠自身充足的净现金流入来实现内生性成长的企业，找到最大限度使用留存资本并创造出更大市场价值的企业，通过与这些企业共同成长的同时再分享市场对该企业估值模式上移所带来的双重惊喜！的确，这是丰厚的、在一定程度上也是确定的。但是，我要说的是，在市场的某个阶段、在一些周期开始的时候，那些有着不断融资需求、无止境扩张、为投资者所反感的企业中有一部分带着反身性特点的股票会产生出比那些优质公司更疯狂的资本利润，这是在一种极大的金融幻觉下诞生出来的、永动机般的利润。它有别于一般企业的地方是：一般企业的股价上涨必然受限于盈利的增长和基于盈利上的估值模式变动这两个变量的相乘，股价上涨的速度一旦高于盈利成长的速度则必然带来估值模式的上移，而

估值模式的上移必然相应地降低该股的投资吸引力，所以在一定时间内该类型企业股价的上涨是能够在人们相对理解的范围之内的；而反身性股票则不然，除了上述的两个基本变量外还增加了一个变量，就是它的自身。也就是说这种股票价格表面上取决于企业基本面和相应的估值模式，实际上却是取决于其自身的运行价格，因为其运行价格会直接影响基本面、同时基本面再

反过来影响价格，这是一种互为表里互为因果的反身循环，它的价格上涨带有很强的自我支持和自我实现功能，所以我们很容易看到这类型股票越上涨估值模式反而会越低，股票卖的越贵而大家看上去却越觉得便宜，这里就形成了一个有悖常识的金融幻觉。当然，一旦价格的上涨无法维持预期、基本环境发生了决定性的变化、大众一旦清醒过来，这样的循环必然也会彻底地反转过来，会比当初上涨时更快地跌落回来，毕竟幻觉一定是会破灭的，但这并不意味着我们不去参与，因为其在一定阶段产生出来的效益亦会是贵州茅台等股票所远不能比拟的，问题的关键是我们自身的清醒。

**而什么样的股票会是带有反身性特点的呢？**

那就是低成本快速扩张企业中的资本需求型企业，主要是指盈利能力能轻易复制，生产以及销售规模可以迅速同步扩大，同时不会明显降低资本报酬率的企业。以银行、保险为代表的金融类企业则是其中的典型代表，当然还有商业类企业也有此特性

让我们以例为证：假设 A 银行正处于行业景气之初，该银行地位明显、有很强的竞争能力。随着社会对贷款的强烈需求，为提高资本充足率、满足快速扩张需求，该银行在其发展过程中每年都以市价增发新股，假定每次增发新股数量与老股相同，具体如下：

我们可以看到，不需要企业做任何的经营改善和留存运用，仅仅依靠 4 次增发，原股东和参加增发的股东就可以实现近 40 倍不等的回报，同时在结合成长性和市净率、市盈率等衡量指标来看股价比未涨之前还更有吸引力、好象还更便宜了些，而且理论上这个财富制造游戏还可以越来越快的继续下去，价格不断地上涨、基本面因价格上涨而相应改善并刺激市场参与者的预期进而再推高股价，如此循环无限！而其中只是需要以市价进行的溢价发行和之后的权益报酬率不降低，对于前者我们需要一点预期以启动其自身创造自身的循环，而后者前面已经给出了，那就是低成本快速扩张型企业，这样的企业并不少，在行业景气之时像金融、连锁商业类的企业往往能够在一夜之间扩大其生产和销售能力（其他类型的企业也可通过收购与兼并达到该效果），而且大多数还因为规模的扩大、费用的相对摊薄而出现权益报酬率上升的可能。也就是说这样的股价上涨神话在未来的某个时候一定会到来，届时它们将会战胜一切成为市场中的王者。

## 4、自信的估值体系是资本市场成熟的标志——兼再论江淮

汽车 2006-04-24

我们都知道资本市场的主要功能在于资源的配置与财富分配，而估值体系就是资源配置的导向标准，它决定资本以多大规模和兴趣向不同产业和企业进行转移和支持，各个国家有着不同的产业结构和侧重，它们间也有着不同的前景和竞争力，因此，估值体系的全球视野不仅是向国际看齐，还应有相应的比较和区别，对那些利基不完全重叠的产业，我们可以借鉴参考、保持相对的一致，但对那些动态的、优劣转换的产业，我们则应扬长避短、你消我涨。这种精神不仅针对于国别之间，国内的不同企业，如果有利基重叠和消涨关系的，那也不能采用同一估值，这也是我一直强调的定性重于定量的观念。打个直观的比方，像 98 年的双汇和春都，如果前者当时给 50 倍是合理的话，后者就连 5 倍都不值。因此，在估值的全球视野上，我们需要的不仅是模仿还应有思考，如果是因为强大的全球竞争力和无可阻挡成长速度在国外资本市场倍受追捧的话，我们国内的相关企业是否应该反向打折？而对那些在国外不具备比较优势、却向我国迅速转移的产业，我们是否应该和老外的抛售持相反立场进而大胆高估呢？毕竟，企业发展和国际贸易都是建立在比较优势的基础上，简单地对他国市场的估值进行跟随和模仿的逻辑并不成立。

让我们以汽车业为例，国际估值大致是美国最低、欧洲其次、日韩为高，而国内估值则参照低标准的美国，这实际上是一种严重缺失信心的表示，认识不到中国汽车业的前景和国际地位的变化趋势。我之前一直对朋友说，中国会成为世界汽车业的制造中心，它们中的优势企业可享有 30 倍的估值比。

有人认为是痴语，会列举我们与日韩的差距，但我认为，技术、品牌、行销等一切差距都只是细节，是最容易通过时间来弥补的，哪怕它们看上去有多么不可思议的距离；而资源、市场、国民特质以及国际政经形势才是更长远发挥效力的因素，日本是一个缺乏资源和市场的国家，过去欧美汽车业的转移并不能成为日本已经克服上述缺陷的佐证。因为，美欧有它们的立命之本，其资本市场与产业也进行着相应的结构调整，在美国发展科技信息文化等高价值产业的时候，你很难指望它们的汽车业能在资本市场中得到充沛的资本支持，也很难指望它们这个阶段的民众文化中会产生出符合制造业所要求的纪律、等级、服从、坚忍、热忱、敬业、奉献等制造业国民性格要素；而欧洲更是如此，香水、时装、酿酒等非精密的制造或许会更适合他们。日本则不同，天生的制造业国民特性，良好的银团财阀的资本支持，美国羽翼下的政经关系和贸易条件都促成了其产业崛起。然而，时至今日，中国将会使日本现有的制造优势消弥无形，高房价、高储蓄、低保障的社会环境造就了充沛的产业投资资本

和制造业劳工，大市场、宽资源的相对优势更使其难以企及，轻卡领域的锋芒已初步印证了该产业向中国转移的趋势。

所以，在全球资本市场给予汽车业低估值的今天，我们的资本市场是否能保持独立清醒的思考，将是决定我们的产业能否顺畅发展的关键当然，有朋友可能会说，汽车业低估值不光由于国际市场，更是从它的行业特性来讲，这是个比较难回报股东的产业，相对于食品饮料、医药、零售等行业来说，目前给予的估值并不太低。怎么讲呢，从整个行业来说，这个看法有道理，我也非常认同，但投资不能有偏见，对特别好的企业我们也需要具有个体估值的自信心。像电脑业、航空业，都是公认的毁损价值的行业，但其中仍旧出现了戴尔、西南航空这样的超级牛股。

所以说，认清行业特性，把握企业个性才是中肯之道。像江淮，就是个比较大的特例，这不是简单地基于它的历史盈利或成长，而是由于其无以伦比的团队管理和制造文化，如果我们深入了解它整个上下游链，我们可以发现其苦心孤诣打造出的超乎寻常的整体竞争力，这是一种渗透了各个环节、甚至所有供应商及合作伙伴的内功型竞争能力，是已深入骨髓的制造文化，因此也具备了相应的稳定性、延续性和难以复制性。而我们当前的资本市场最稀缺的是什么呢？其实不仅是品牌、行业等外化壁垒特征，而是由内致外的管理内功和上下一心的文化动力以及像股东一样思考和行动的管理团队，这样的企业无论在哪，都会成为其行业中的戴尔

另：过去给自己定过个规矩，就是熊市谈价值、牛市讲技术，在目前的市场氛围中过多的思考为什么和该怎样等类的问题或许会令人错失不少机会，而对一只表现不是太强的股票反复讨论可能也有些不合时宜，未必受人欢迎。但由于其他耀眼之物已为人所知，值得做的东西未必也同样值得说，而江淮，我之前开了个头，有些朋友在跟随，就觉得还有补充的必要，顺便提提我对全球估值的看法，希望能有所启发！

## 5、术规律的总结与体会 2006-06-12

前段时间有位闽发的王姓承德网友给我来信，谈到了他对一些技术规律的总结与体会，我当时应允其写贴回复，今日终于得闲，就谈谈我的一些看法，言错之处还请大家指正。

目前比较常见的技术分析理论主要有酒田法、趋势法、形态法、指标法和神秘规则法几种，主要是介绍一些简单的鉴别方法和概念性内容，就我个人的体会来说，这些都非常重要，像定式一样，属于非学不可的内容，只是在实践中我不建议去执著于它们的判断和结论，而应该去理解其中代表的信息及背后的所以然，以免陷入一些简单的线性思维中去。我想许多朋友都应该见过在反转K线和背离信息不断出现的情况下股价仍屡屡攀高的例子，这里其实不仅是技术适用的概率问题、也不完全是综合处理的问题，而是在不同情境下的信息理解和情理走势问题。

让我们举例来讲，像趋势后出现的孕线、十星之类，虽然都是有停顿迟疑和思考之义，但在具体的情势下亦可有不同的解读。如果是紧临重大作战关口的，我们可以把其认定为怯步和反思；如果距关口尚有数步之遥的，我们可以认为其在休养或蓄力；如果是已冲克阻力的，我们倒可以判断为巩固和中继。在这三种情况下虽然出现了同样的K线组合，但其未来的发展却可能会完全不同，而其中的关键就是判明何为异常、何为情理之中。还有像压力线突破的问题，如果在长期盘整后突破重要颈线位而不远方尚有其它如长期均线或密集成交等情况，我们就不要轻易确认其强势，因为连续作战需要持续的动因支持，冒进的多头易于自我瓦解。另外还有许多其他例子，比如说指标背离，如果这种情况是发生对立面薄弱位置或时期，如绝对新高等，那么背离所体现出的气力不足就不会遭到有效的对立面反击，这种背离就完全可以不用理会，因为它可能会一直持续下去。

### 为什么会这样呢？是情势！

技术方法的结论虽然是大数现象的总结，可以非常大地提高胜率，但因此丧失的小数在幅度上却恰恰是最巨大的，因为小数法则往往是在对立面最易失衡的情况下产生的。比如说反转线，一般是代表对立面力量加大，但亦可解释为对立面已被战胜下的主导方短时休养、分化、回潮。背离也是一样，虽然是代表了主导方结构失衡的气力不足，但如果已是无人之境的话，内乱一点又有什么关系呢。抛开股票，我们在历史中也可以看到相同的道理，有的内争不断却能中兴荣国，有的仅犯小误就被强敌窥隙而入。设想我们的文革如果是发生在划江之期结果将会怎样？所以任何事物的分析都必须到大情境中去体会。强



未必强、弱也未必为弱。而这个大情境可以是图表上的，也可以有图表之外的，包罗甚伟。

另外，多空实际上是一种动态的、结构性的、不断转化调整的复杂力量，在不同的区位及时间会有不同的多空分布及构成演变，它们自身的加强过程中往往还会孕育出相反的内容，因此，对它们进行拟人化的阶层分类和动机想象能够帮助我们对局面进行理解。

一般来说空头的成分构成是：套牢盘、兑利盘、搏差盘、和认为价值高估的投资卖单及内线消息人士；多头也是如此，具体为：投资性买单、内线单、补仓摊本盘、搏差回补盘、追市跟风盘和技术投机盘等几种，它们之间的进出力度和大致区间以及各种特征也是不尽相同的，在具体情况中我们可以通过技术理论对多空局面有个大概的认识，找出基本的节奏和强弱体会，然后通过各阶级的不同表现形式揣摩出是哪个或哪几个阶层造成的局面及信息。同样的无量，可以是无人卖、也可以是无人买；同样的射击之星，可以是遭伏遇险亦可以是处乱理变的短期中继，这就需要运用到多空内部的阶层分析及其前后动向的逻辑性揣测了。当然，作为操作来说，你的对立方构成越单一、力量越弱，你判断的难度也就越低，这就是为什么新高且有比较巨大涨幅后再突破创高的股票如此受人重视的原因，因为在没有对立阶层的情况下，哪怕主导力量再弱那也是强的。以上想说明的是，兵无常形，简单地对技术特征总结的方法不可取，从大局到细部多方研判、理解并感受运行之机远比结论和规律更重要。

## 6、轮回与复兴——山西汾酒 2006-06-15

前几天和大家提到自己新建的一个仓位，山西汾酒，13 元左右的成本，比去年的最低价算来高出了 3 倍有余。为什么要对一只这样大幅拉升过的股票进行建仓，还放弃了陪伴自己多年的茅台仓位而将其作为白酒板块中的唯一配置呢？原因是：

1、在我国白酒的五大香型中，除米香和兼香市场较小外，浓香、酱香和清香是属于比较受大家关注的几种香型。其中由于浓香型的制作工艺限于窖龄及窖泥的结合程度等因素，导致其不能轻松地调整产品结构及有效避免竞争，因此不能作为行业首选。而清香型和酱香型则不然，极高的出酒率、可控的品质工艺注定了其适宜投资的高贵气质。从它们的毛利对比上我们也可以看出，汾酒多年来一直是除茅台外毛利率最高的白酒企业，可至 70%。

2、熟悉白酒历史的人都知道，清香型白酒是中国酒文化的根源，其口味较贴近人类的自然要求，在数千年的时间里一直居我国的统治地位，并与世界各国烈酒口味相容，是最适宜承载中国酒文化走向世界的重要香型。而汾酒在 94 年之前一直是中国最大的食品饮料企业，建国后的数十年里始终比五粮液、茅台企业高几个台阶，并且目前仍然是我国出口量最大的白酒企业。前些年虽然由于山西假酒案和经营管理不当等原因衰弱下去，但群众基础仍在，且已经表现出明显的复兴势头。

3、浓香型酒目前的霸主地位主要是在近十几年中，由于中国经济突发性增长，人民群众对白酒的需求急剧扩大，浓香型由于其出酒快、勾对方便、扩产相对迅速以及低档酒较多可培养消费口味等特点很好地顺应了当时的市场要求，加上当时一大批如秦池、五粮液等浓香企业的积极营销创新等因素，使之迅速发展巩固。然而近几年我们亦可以看到，我国白酒的消费结构已趋内涵化、品位化，对历史的发掘与回归渐成主流，清香型酒文化的复兴和大众口味的归复自然与轮回，也应该是比较顺合情理的。如果是这样，作为龙头代表的汾酒所面临的机遇亦是任何企业所不能比拟的。

4、公司近几年正确了经营观念，优化了产品结构和层次，逐步走出山西收复失地，在河南河北多有出击动作，下星期在广州的专卖店亦会开张，全国战略已较有层次地展开。考虑到它目前的规模，简单地收拾下失地空间便已不小。

5、资本市场对其定价尚不充分，一般是作为白酒的细分龙头和区域垄断来认识的，短期的催化因素也仅停留在增长和税改受益等发掘上，对其全国性的

品牌和影响、相对较好的国际接受度及潜在的国际扩展可能以及市场开拓对其尚小的规模基础的增长拉动效应等尚没有充分的准备。有的还把其近几年行业的最高增长率判断为煤炭经济的周期性拉动，忽略了行业轮回及企业复兴的潜台词，故而导致虽然股价最高翻了 3 到 5 倍，但性价比依然为白酒板块最低。目前 2.5 倍的市销率尚远低于茅台的 12 倍和五粮液的 5 倍，而利润率及相关盈利指标并未有多少逊色，且增长率、增长潜能及空间还远大于后两位。

因此，综上所述，我认为目前持有茅台将远不如汾酒所可能带来的回报，虽然茅台的地位及品牌确定性尚强于后者，但就投资来说，我愿意面临一些不安和期待以获取更高回报。现在让我们做个比较，以本人 6 月 8 日的买价来计算，汾酒 56 亿的市值、茅台 405 亿的市值，5 年后再来计较两者的回报增长情况以定胜负。

另外，汾酒的产品及相关资料尚有很多，大家若有兴趣可以找来了解，我这里只简单解释下我的投资出发点，具体内容就不多谈了，下面贴张汾酒的数据表以供参考！

## 7、“投机”之辩 2006-07-10

文章的题目叫辩，为什么要辩，自然是想粉饰下其原本不好的形象，通过这种方式给大脑吹吹新风，表明对片面、拘泥的价值投资和计算的拒绝。

### 投机是什么？

有人说是脱离价值进行的价格思考，是搏傻。我觉得不对，那是自杀，没有讨论的意义。真正的投机应该是在价值的基础上进行的，只是搏得不是傻子的钱，而是投资者的钱、貌似聪明的钱。是通过充分的价值理解后，将其在不同人群或环境下进行切换来获益。它认识到价值有主观倾向性和个性化的特点，它可以在其中扮演资本商人和权益贩子的角色，做能够理解价值与交易之道的中间商。它知道价值不是个稳定具体的东西，也不存在用什么方法推算的公允值，它明白价值会在不同条件下产生出迥异的差别和波动，因为资本以及资本后面的人是丰富不同的，他们有着不同的成本和收益预期，在各种市场环境下也会有着不同的预期因子和贴现率，而这些在乘数和复利计算的基础下就会有巨大的差异。这也说明了为什么理性且信息充分对称的人之间也可以产生交易并实现双赢，其原因就在于他们有着不同的价值观、需求特点和满足感。

拿简单点的房产市场来讲，有人觉得月租 2000 元的房子在 38 万以下可以投资，也有人认为在 47 万以下也是可以考虑的价格。其区别就在于前者是以整体进行收益盘算，后者仅以按揭部分进行衡量，而首付现金的成本处理就成为了其中的分歧所在。至于我来说，由于机会选择的存在，使得这个房产要低于 30 万方能吸引我进行该领域的投资，这就是个性化和主观概念下的价值感，还有其他像楼层位置等问题的考虑上就更体现出各人的偏好和迥异的心理定价了。回到股市就更复杂了，其中涉及繁杂的定性、定量因素。理性并以价值为念的投资者同样会有着千差万别的定价。越跌越买的叫投资，越涨越买的其实也是投资，为什么？因为过程中有些环境在变化，相应的价值体会也自然在进行调整嘛。这样，在各个层面都会有着投资者理性并中肯的价值体会，他们扮演着供应者和需求者的角色。而投机者要做的就是用价值的理念武装自己，理解并体会出不同类型和不同情况下的投资者对价值的感受程度和界定范围，像商人对待商品一样，拥有价值但不消费价值，以技巧、方法和灵活的思路在供应者和需求者中间周旋。

当然，这里的投机是相对的，或有调侃之义，但商人般的思考习惯是值得倡导的，要在价值和市场中、理想与现实里、抽象及具象间寻求平衡，以免脱离市场和被边缘。要知道过分拘泥于计算很可能导致更无效益的投资，因为把资源配置在现金资产上是不产生任何回报的。高估就卖低估才买的做法会导致过早出局或无货可买，所以要充分认识到估值只是一个非常主观而且极其宽泛的区间，我们要做的应该是，把握这个区间、理解自己以及他人的不同，寻找那些符合你财富观和价值理念的定性定量研究，不拘泥于估值与计算，认识到全垒打的产生根源是理念和对未来的感悟，计算式的价值投资决不该成为重点，否则，我宁愿做一名投机者。

## 8、信用利差之推想 2006-12-04

信用利差是债券里的概念，是对不同信用情况给出收益率差额的补偿，也是描绘和观测市场对风险的认知和辨识能力的一个指标。打个比方说，美国和英国在同一市场同时发行两种相同币种及内涵的国债，英国的利率必须要比美国的高一些才能发的出去，这个高出的部分就是信用利差，是针对英国国力较弱于美国的一点补偿，但这个利差必须要有多少谁也说不清楚，毕竟都是以国家信用作为担保，如果确信都能到期支付的话，按理应有同样的收益率，或者说随着时间的推移、确定性的增加，两者的利差应呈缩小的趋势。像 94 年长期资本管理公司从事的就是这方面的业务，它依靠市场的信用繁荣和风险意识淡漠获取了利差缩小所带来的高额收益，也在 98 年俄罗斯债券危机所带来的全球利差扩大中全败。可以说，债券市场的核心就是信用利差。

联系到股票市场中，我们也可以感受到相似的内容，收益与成长会有着多样的估算理解，这就是不同的信用和风险补偿。当然，这方面的问题要更复杂些，我们得先谈谈市盈率的确定方法。我们都知道经典的市盈率公式是基础率加上成长率的乘积，像格雷厄姆给出的基础率是 8.5、成长乘数是 2。而现实当然没有这么简单，基础率和成长率的确定都需要考虑到一些其他情况，我的感觉是，基础率应该等于 2 至 3 倍的无风险利率（20 年国债利率）的倒数，也就是说如果无风险利率是 4.5% 的话，PE 基础率则应为 7.4 到 11 之间，因此这方面是跟国家利率政策相关联的。而成长率的乘数，我认为在 1.5 以下比较恰当，不过也可以联系当前的宏观环境来微调一下，像在目前的大国崛起道路上，我们可以更有信心些，定到 2 也不为过。至于成长率的估算则是 PE 中最重要的部分了，也涉及到对企业的定性认识和中长期把握，一般来说可以用 5 至 10 年的年均预期增长率来代，但要注意的是，不要高估目前的成长，也不要低估未来的增长，这需要一个平衡也需要一点悟性。回到之前的话题，在我们估算出股票的合理 PE 后，我们可以将之与市场对其定的 PE 做比较，得出的差额（或差比）就是市场贴水，然后将其与不同的股票（或大盘）的贴水横向比较，从中得出贴水差，这就是信用利差了，借此我们可以了解市场对不同品种的区分和对风险的认识与估价情况，以此把握和理解市场节奏。一般来说熊市中贴水和贴水利差都会呈扩大的趋势，牛市则相反，其中反映了市场对风险的态度。像最近这几个月里大贴水股暴涨就有这种味道在里面，其透露出的牛市信心也进一步刺激了前期调整股走出整理再创新高。就目前的市场情况来看，信用利差体系仍相对清晰，显示出市场对信用还存在辨识和区分的能力，并没有出现狂失理性的迹象，由此我们可以判断，牛市见顶之说可能确实是言之尚早！

## 9、随便聊聊吧 2008-02-26

经济的波动就像是剪羊毛，长好了就剪、剪完了再长，拿剪子的一般就是赢家，当然赢家之间也有互相剪的，所以就有大小赢家、长短赢家之分。就目前来说，很多企业都是赢家，所以才有现在的这轮牛市。毕竟我们上市公司中规模以上的企业还是占大多数，不少还是优势和垄断企业，甚至还有具备持续提价能力的核心企业。这样的一批企业群体在通货膨胀的过程中剪别人的羊毛真是件非常简单的事情。前几天央视二台有个关于农产品涨价的电视调查，里面谈到农民并没有享受到涨价的好处，相反利润还比去年缩减了一半，而中间商和零售商也出现了经营困难的局面，我想这种情况也应该广泛地存在于其他产业中，它们里面的优势企业将对各环节进行横向或纵向的强力吸血。像上面的例子里就是以盐湖钾肥为代表的公司通过化肥涨价剪了农民的羊毛、中石油这类的则通过运输成本的上升剪了中间商的羊毛、而农产品批发市场则通过租金和铺位转让费的上涨剪了零售商的毛，消费者则是被通货

膨胀剪去了羊毛。而这些公司在拿走通膨溢价的同时还对各环节中原本的利润规模进行了不同程度的挤压，通过产业中其它参与者的大量失血完成了其远高于经济增长率和通货膨胀率的大幅成长。然而我们需要认识到的是，无论你是拥有什么样特质的企业、无论你是否位居产业链的最高端，你都不可能脱离承载你的那个产业，这几年社会利润向规模以上企业的集中是不争的事实，规模以下企业的营商环境将会不久达到可承受的极限，皮之不存毛将焉附？优势企业的成长在无血可吸的社会性衰退中如何维持恐怕不会像我们想象的那样容易。

另外，由于我们是输入性的通胀，在主要大国减息的背景下进行单方面的加息有可能还会加剧通胀压力，这很可能会造成通胀非但没有得到制止，高利率引起的资金成本上升和通胀导致的实际税率升高的双重作用下，社会经济会面临更大的衰退压力。而降息虽然不能化解通胀问题但至少可以刺激经济的繁荣，使得我们在发展中解决问题。只是由于官僚文化下政策制定遵从政治阻力最低的原则，我们不大可能放弃与通胀的斗争，毕竟照本宣科就算捅了衰退的篓子也不会把帐算到个人头上，放弃与通胀的斗争倒有可能成为民众愤怒的替罪羊。当然，我们还有大幅减税的方法可以用，但考虑到国家刚刚受了灾，农业、医疗、教育以及社会保障等方面的投入还要史无前例地加大，这方面的空间也未必存在。那么剩下的还有什么呢？我想对外掠夺应该是个选择，也比较能够为各个阶层所接受，而金融话事权的争夺是这其中比较直接和有效的手段之一，那么大金融战略下的金融布局与扩张在目前的世界经济环境下应该是

值得考量的，我们的市场中或许会出现几个担任急先锋角色的企业，而这到底会是谁，我想这可能是下一步我们应该思考的方向。

具体而言，目前的市场我也有点懵，好企业不敢握、差企业更不可能去碰，心中乱的很，也不习惯去空仓等待，最近还犯了些比较大的错误，加上生活变动的原因来闽发也少了很多，有网友经常问起来，就在这里随便写一点进行交流吧，祝大家投资顺利早日寻找到方向。

## 10、未萌之机——本人的图表技术体会 2010-08-22

来闽发已快半年，认识了很多朋友，也感谢闽发给我们提供了这个交流场所。大家知道我之前主要是谈基本面，较少论及技术，有些价值派的朋友在得知我非常崇尚技术分析后感到很不屑，认为有悖投资之道，其实我倒不这么认为。虽然在巴非特眼里，图表分析和看后视镜开车一样都是无稽之谈，但对于中小资金来说，市场的力量还是可以利用的。并且，如果基本分析是从投资层面来进行判断和展望的话，技术分析就是在它基础上进行的交易层面的测试与确定。后者不但可以辅助前者，还可以提供原有投资机遇外的交易机会。因为图表是资金运行后留下的印迹，而这种印迹背后的逻辑往往是渐进和可延续的，这就使技术分析成为可能。

像很多不接受图表的人一样，我也曾经在大量的失败后产生过技术无用的看法，因为技术上的失效与变形实在太多，规整的形态也容易产生操作上的遗憾，因为技术确认需要一定的基础，进出两头的双向判断就容易导致部分时机的错失，掐头去尾就已近半，大行情往往变成了小机遇，如果再碰多几次误判，亏损则成为必然。

为此，我一直在想，怎样才可以见未萌而审坤一之机？技术的经典定式是怎样形成和演绎的？失效与变形的表象下又会传递着怎样的信息？我们是否不断的概括再概括的技术进步上远离了本源而导致了技术理解的偏离与迟钝？因此，我要倒推回去，把图表还原到最简单的K线及构成K线的每一笔的成交上。我们知道任何趋势和形态的构成都是由许多具体的改变所汇集而成的，它们是一笔笔的买卖及其力度与意志的连续。然而，大部分的成交和K线都是中性的，没有解读的意义，只有决定方向和酝酿变化的部分才值得重视，所以，我们需要一个概念来筛选，过滤掉无用的噪音，它就是“新”字，新方向、新价格、新幅度、新速率、新节奏、新成交量等等一切的新，这和新高新低的新是一样，只是我把它缩减到最小的维度上来对比，以此感受市场的延续与变化之机。当“新”字发生时，我会高度敏感和关注，因为这意味着有些东

西不同于之前，它们正在发生改变，我会非常重视这根带“新”的K线所产生的高点和低点，因为这代表该重要时间单位内的两个极点，是强弱酝酿过程中多空力量的极限所在，也是验明其后变化的延续性所在，若能够立即按相关逻辑演绎并对该极点进行突破，则突破点即为入场或出场信号，而另一个极点就自动成为纠正位，作为错误的补救。这种方法的核心在于简化，认识到一切技术图形的构成都是由K线演绎而来的，而我们的关键在于剔除杂音、找到资金态度转化和强弱酝酿过程中的那根核心

K线，它将是一条全息线，蕴涵着决定未来图形的某些重要信息和逻辑值，通过对它的理解和逻辑阐述，我们就可以最早的发现机遇，并将错误限定在一个单位内。并且，随着不同时间单位的切换，它适用于各种短中长的操作，分、日、周、月、季、年都可用来设定，不同周期还可以依序影响和支持，有助于确定次级周期的环境，从而综合决策。

再说变形与失效。前者的处理就是不要去猜，这也是技术分析的精髓，虽然在具体的位置上要保持不同的敏感度，但还是不要有任何观点，一切等市场告诉你之后再决定，然后再用上面的方法来处理。像水一样，流到哪就是哪，做个简单且机械的执行者，这样也比较容易梳理内心的争斗。至于失效，它并不会说明技术的无用，而是个强烈的技术信号，它表示有巨大的外力在抵消原有的形态力量，它催促你立即作出决定，无论盘面看上去有多么平静我们都不能麻木，因为巨变即将开始。

以上是我对图表分析的一点基本体会，需要指出的是，“新”并不等同于“变”或“异”，虽然它是由后面所引发的，但却比后两者有了更进一步的明确和固化，这是从操作的角度上要求技术分析的运用者，勿意、勿必，要见微知著，但亦不可被未遂之异所牵扯，落入变化的陷阱。所以，“新”字不但意味着变化和不同，更意味着明朗和更始，是市场微小但却明确的声音。另外，虽然我们强调简化，要求以基本的图表单位为中心，但并不是要弱化大图形来解读，只是想放大和重视基本单位所包含的信息，大图表的逻辑沿革和强弱区位对“新”字的选择和理解也起着至关重要的作用，它是个相对的概念，小环境的“新”放到大环境中去理解才能体会其中真正的含义。



## 11、再谈汾酒 2008-10-24

过去曾写过一个汾酒的帖子，目前看来是比较失败的。虽然翌年首季数据给了我们及时回避的机会，但亦不能因此否认当初认识上的错误，为此我也比较遗憾，并更加谨慎地观察和等待汾酒。

前几天公布的三季报让我感觉比较好，认为是一个契机，便推荐给许多朋友买入。也听到了一些不同意见，认为三季度业绩是促销压货而来，类似于去年末季，容易对下一季造成非常大的影响。我的看法是：不可能。首先从现金流上我们可以看出，去年是赊销而今年是现款。其次，去年单季毛利相对下降而今年是大幅上升。我们知道一般企业促销是有 5 到 8 个点的折让的，没有毛利越促越高的道理。而且就算是促销压货造成的增长也应该以积极的心态来看待，毕竟在今年体制变化和上半年销售萎缩以及价格大幅提高的情况下经销商敢于现款接货的行为本身也说明渠道的理顺和市场的认可。并且良性的促销本来就是企业主动出击的表现，这有利于产销关系的平衡、渠道资源的占据和经销伙伴重视等多个方面，毕竟任何商家对压住了资金和仓库的产品都会额外重视，所以我向来是以乐观的心态面对企业的促销“拳”的，当然，这里是不包含“赊销和记库”这两种恶性促销的，因为它不但不能吸纳外部资源还会导致自身资源的浪费和外流，是企业虚弱的无奈之举。

像汾酒去年末季就属于这样的恶搞，并以此导致了上半年市场的崩溃。还有，很多人把销售当作是一种稳定平衡的东西，认为这个季度多了下个季度就会少，这是完全错误的，事实上做过快速消费品的人都应该知道，增长本身会带来增长，因为增长意味着新的市场、新的合作关系、新的渠道方式和新的销售信心，并且产品本身的铺开是最好的营销宣传方式，它能够带来新增的消费体验和重复购买，这也是我过去为什么总是在消费品公司突破性增长后追高买入、在其停止增长时卖出的原因。

另外，关于管理的问题。无可争辩的是，市场对汾酒公司的管理评分是相当低的，对此我并不否认，其实我们稍加注意便可得知，在整个中国的白酒行业，除五粮液、泸州老窖外大部分白酒企业的管理素质都非常之低（其中包括茅台），毕竟大家都是落后偏远地区、都是国有机制和传统经营模式，谁并不比谁好到哪里去，但为什么汾酒在这个问题上就特别突出呢？原因在于汾酒的工商联合经营的方式较其他方法更混乱和难以掌握与梳理，这有历史原因造成的路径依赖，也有公司在落后情况下的缺乏自信有关，不敢高举高打、宁缺毋滥，从而不断地降低经销伙伴的选择标准。其实像价格混乱、渠道混乱等问题并不是完全靠企业能解决的，如果经销商缺乏铺货能力和客情关系、供需不能衔接，厂家的治理只会起到丢失市场的效果。所以汾酒过去的问题是台没搭好

戏就没法唱，里面更多的是决心和利益问题。今年的改革主要针对的就是这些方面，思路非常到位，也很正气，虽然付出了半年销售下滑的局面，但这是值得的，从三季度销售情况来看，我认为已经取得了初步的成果，企业敢放客户肯接这本身就表示对改革效果的肯定与自信，而且这样的调整只用了半年时间更说明汾酒的生命力。毕竟它拥有全行业最优异的自然禀赋：完美的出酒率、行业最高的投入产出比、灵活的生产能力和通行的香型口味还有众酒之祖的历史文化，在目前的经济波动中其他企业面临原有路径瓶颈、渠道和消费在经济起落中必然也会孕育新的机遇，这些都是我所期待的。因此，虽然熊市尚未结束但我依然选择买入并长期持有。毕竟，目前的价格在未来3年可能只有5到8倍的PE，我相信是极度安全的。

下面我把汾酒最新的数据分析贴出来，由于是电脑录入的，资产负债表中的个别项没有数据源，我的表格自动类比引用了过往数据，所以有些地方需要忽略来看。

## 12、关于卖出条件的讨论 2010-08-23

昨天在论坛做资料保存的时候碰到几个老MF，碰到我表现的比较意外，其实我虽然停留的时间少了，但都经常会来看看，只是都在原来的地方回复而已，可能大家没注意。没有跳出来是确实没有想说的话题，这一年多虽然也有些新跟踪的品种，但未形成有别于他人的独特认识，所以就没有说的必要了，因为挖掘和堆积非我所愿，正确与否亦在其次。有朋友要求我开新贴，正好昨天回复网友问题时有一个地方说了挺多，刚刚看了下倒可以拿出来做新贴，就放这里回应老朋友吧，其中把涉及讨论的公司名用\*\*\*替代，省的有误解。

pubmed 兄好，这两个其实差不多，估值肯定要结合成长才能进行、成长最终也要回到估值上来。你问的卖出条件应分两种，一个是梦想落空时的出逃；一个是达到预设后的收手。前者比较简单，什么时候发现就什么时候离开，不太计较价钱和时机，因为没有什么损失会比把自己困住丧失其他机遇来得更大。对于后者，老巴有句话，最好的投资是永远不用卖的，这个比较容易误导人，其实是指一直让你找不到卖出理由的才是最好的投资，因为有的企业可能在你整个投资生涯中都可以保持持续的成长，当然，这样最终的结果就是世界级的伟大企业，只是这一般都属于事后的总结而非预判，所以我们只能心里祈祷它是个永远不用卖的家伙，然后经常审视它现在是不是该卖了，在其发展的每一个关键时期都保持跟踪以修正自己的理解和阶段预期。

我们的世界是复杂多因素的，所以我们只能尽可能多地思考，在多元思维后简化、择选出易感知的方面，再做出不见得最正确但肯定更容易把握的决定。因为理论上只要你能确定会有下跌就可以算卖出条件成立，难点是你如何在多因素矛盾作用的情况下来确定，这取决于能力圈和赔率。我对自己的要求是，避免永久性资本损失，但对可逆的下跌不强求回避，也就是说会被中长期因素修复的波动可以不理睬，除非是有绝对理由和充分信心。很多人看老巴说保本重要又说跌 50% 不怕的话太矛盾，我认为不冲突，他指的应该是永久不可逆的损失，我曾把它分解成三个层面，一是估值倍数的不可逆，也就是说基本面对了，但现在的倍数以后不再会出现了。二是业绩的不可逆，就是和你预想完全不同，且不是短暂偶发因素导致的。三是时间的不可逆。这不是追求买入就挣，而是要求企业的内在价值必须有增长，允许延后进行集中体现，否则就算在倍数上和业绩上是可逆的，但时间已经损失了。我认为好的估值目标应该是有换位思想，从市场多生态多偏好的角度去解释对手双方和现在与未来，它必须是合理非偶发的，从结果上能达到需求平衡的区域，如果是寄托在失控和错误中，那么就算达到，也不能否认当初设想的侥幸。

另外，到倍数的理解上，我在以前的贴中也有谈到，认为我们对成长股需要担心的是错判而不是高估，也就是把不能成长的当作成长来估，因为真正的成长给再离谱的价格都问题不大。只是，这个世界是复杂多变的，先前确定的之后未必真会如此，所以我们在买入的时候要把不确定考虑进去，在理论估值和不确定率中间找到一个能接受的区域，这就是我对安全边际的理解。

并且，由于对事物的熟悉和认识程度因人而异、事物的可见性也随时间进展而呈现不同的特点，所以我非常赞成个性化和动态化的弹性价值评估，在一个微妙位置上的不同选择都可以理解为正确的，是不同的人针对自己能力圈和承受力做出的不同判断，只有抛开后验的思想才能够平心去想怎么做才是适合自己的，这本身也是市场多层次多流动的基础。

总之认清估值倍数的高弹性大跨度可修正的变化特点，再结合业绩增减的双重乘数效应，我们就更能接受和理解市场的大幅起落并参与其中了。

回到\*\*\*身上，我们必须明白市场对其业绩和倍数的选择及逻辑，同时拥有自己的业绩预估和倍数确立方法，在理解市场、尊重市场的前提下设想自己的估算被公司 and 市场实现的路径和可能，达到后则再设定新的预期审视新的持有理由，分解成各阶段可以帮助我们理解不同时期下运行的矛盾也有利于持股耐心的养成并避免价值反向变化时的过于麻痹。

比方说市场对\*\*\*今年的业绩预期大致是 1.2 到 1.3 左右，这个预期是从今年 2 月份开始形成，一季报后强化，所以市场今年给出的 36 和 39 几次底部区域也是结合 30 倍 PE 的简单算法，这个倍数是结合行业特质和成长率得出的浅

显表观合理值。而在 08 年底，我判断未来 3 年有 1 到 2 块的业绩打底，这样就很容易确定 30 元以上的第一目标位，这期间你可以不用怎么理会大盘整体估值的起落，基本属于低风险的决定收益。到 40、50 元以上时，我们一方面要审视静态表观业绩下的潜在业绩及可能业绩水平、另一方面要审视\*\*\*未来的提升空间、同时也可以适当加入大盘或板块因素，分别设想达到或未达到预期有可能会产生的影响。先谈静态可能业绩，我们知道\*\*\*的费用率和税率都高过行业水平，特别是费用率，高过其他非开拓期企业 10 到 15 个点，从静态看这就是每股 0.7 到 1 元的空间，也就是说，如果它能实现费用率的正常回归，其现有规模上的潜在业绩水平实际上是 2.2 元左右，再从稍乐观的动态预期来看，其后年的潜在业绩水平有 3.5 块以上，要是再加上大概率的提价，那么空间还会更大。

当然，这是往好里想，还可以有两种坏的理解，比如管理太烂费用率永远降不下来，这方面可能性不大，因为从全行业的历史来看管理不好的企业也都实现了高到低的下降。另外就是市场拓展的不进反退，新增人员和市场没有贡献反成包袱的话，那目前 1.2 元不保都有可能。这方面只能走一步看一步，警惕可以但也别乱吓自己，毕竟市场竞争是有迹可寻的，之前的定性研究可以帮助我们微妙时刻保持乐观和坚定的。有朋友从这次中报的省外增长比省内还低中提出担忧，认为用了钱的地方还不如投入少的。我觉得不要太急，因为任何良性整顿都一定是先从根基好的地方先反应出来，这和打仗一样，肯定是嫡系部队先响应，旁支看声势出来再附进。如果是省内低增长，反倒有可能是鸡血行情，是忽悠新客户带来的。

另外，任何市场都有个临界值，对白酒来说以单省 5000 万营收划分会比较妥当，否则容易有费用增加但效果欠显的不应期。所以从上面这些来看，中报的收入增长虽然很普通，但还不足以改变预期，只能得出尚未进入快车道的结论，而且考虑到上面分析的潜在收益水平，我们会发现目前的赔率仍然对我们有利，所以等待仍是上策。

### 13、对野史兄操作分类问题的答复 2010-11-06

野史兄好，你分类的票我有很多都不熟悉，乱讲就不太负责任了，还是就自己的操作来谈谈、分享下思维过程就好了。本来我有个小仓位是经常换股做短，但总体不是很理想，后来就比较少做了，这可能是和我的个性、能力以及勤奋度有关。我觉得短线应该是找到突发因素刺激导致预期有重大变化的股票，先不论这个因素是否合理，只要市场是承认这个预期就可以了，当然这个突发因素可以涵盖很多方面，可以是企业本身的也可以是市场心理的突然转向等等，总之它一定是个突变而非渐变的过程，它往往会令价值的判断有天翻地覆的变化，因此果断追高是最好的介入方式。这不像些慢票，是靠基本面和估值的逐渐明朗来推动，追高往往容易短套在阶段高点，因为相对于过去的预期总是显得有点贵，而新的预期又是在慢慢形成并逐渐被市场感知到的，所以在情绪冲高后一定会有个不断犹豫并反复确认的过程，体现在价格上就是进3退2，手法上自然以回落低吸而非追高为好，当然慢票的过程中也会间杂着些阶段性因素，这种时候追高的程度就要看我们对因素的衡量来定。

从我自己的失败经历来看，不敢追高和敢于追高都令我印象深刻，归根结底要看我们是否能理解市场正在发生什么，明白其背后的逻辑是最关键的，当然图形是逻辑的最好印证，所以我认为，长线就是先有逻辑再等图形，中短线就是先有图形再讲逻辑。

下面谈谈我最近的一个仓位操作，一个是横店东磁一个是格力电器。横店这个票7月份就有朋友向我推荐，当时没有太在意，也没放自选股里，所以20多块中报披露的时候亦错过了追高进入的时机，后来朋友30多出货时兴奋地告诉我挣了1倍后我很惊讶这么快时间翻番，故而把数据和资料拿来研究了，发现这个公司存量业务可以有6毛以上业绩，增量的预期有1块甚至2块左右，而且存量业务由于产品结构的向上在短期内能保持稳定，增量的太阳能业务在中报体现出了超预期的进度及效益性，因此我判断第一波为价值发现之旅，而非舆论归纳的妖股炒作，于是9月7日在29到30之间建仓，并说服朋友重新买回，认为在当前的市场气氛中可以有45到55的定位。不过非常可惜的是，由于这次的懒惰使我变的勤奋了些，在格力电器公布3季报的时候，我第一时间研究并把横店于38块多卖出换进了19块多的格力，由此错失了横店之后乃至以后的上涨，并基本买在了格力价格最高的时候，也成为了身边人取笑的对象。毕竟在横店里经历了比较长时间的调整和等待，在收获的时候又着急跳到下一个未知去确实不是个精明的选择。之所以选择格力主要是数据上看它过去没有体现出任何的周期性，一直保持比较高速的稳健成长，因此这样的估值就偏低了些，考虑到市场正在修正这种估值，所以才打算中线参与一下。

回到中长线的方法上，我觉得长线本身应该就是多个中线组成的，过程中的思考不会差别太远，唯一不同的是，如果说中短线在预期实现或自己不好把握的时候应该选择退出以保证主动和安全，长线则是在看不清楚或犹豫的时候选择坚持，因为能够承载梦想的企业太少，长线股票就是那些能不断让你有更高梦想和展望的企业，所以宁可做错不可错过是应有的原则，俏皮点讲就是，能忽悠别人的叫中短线，能忽悠自己的才是长线。只有把自己忽悠出信仰来，才能在别人牛股上涨中抵住诱惑、在自己股票下跌中顶过拷打。

## 14、我眼中的股市游戏 2010-12-26

对大部分股票来说，股市就是一场游戏，明白玩法往往比其他什么更重要。而趋势、预期还有参与者的交易行为无疑是其中最重要的几个。趋势和预期决定中长线、交易行为决定短线，它们互相影响并相互强化和改变，大部分时候你分不清楚谁更重要或更占据主导地位，但有的时候，一方演化的足够强大就可以改变另一方并最终影响自己，对这样的循环与反馈进行理解将会对我们的游戏参与带来莫大的帮助。为方便逻辑阐述，下面会用简单化的数据来表达，但这不代表该比方具备现实的适用性，因为不同股票的评价方法会有很大出入，所以声明下以免误导。

先谈趋势和预期，一般来说，趋势是由预期决定，但预期可以由趋势强化并反过来再影响到趋势上，形成正反馈直至极限。在形成期，预期是最重要的因素，在演变强化期，趋势是最关键的方面，而转折期，则往往是双方极限值共振的结果，考虑到趋势的多样性和变化性特征，预期极限值的作用会更大也更容易判断一点。

在我看来，技术分析主要是找出趋势和预期同向运动并强化的机会，价值分析则可以在反向运动但最终会被预期改变的机会上下注。另外，不管是预期还是趋势，它都应包含自身和环境两方面的衡量，这也就是很多人说的，大盘不好不做个股的道理，因为大制小、小印大，个体一般都会受整体的压制和影响，并在大部分时候会最终服从于整体，当然有些先于整体走好的个体则说明其静态预期就已足以抵消整体的压制，若环境压制不进一步加强则比较容易先走出行情来。

举例来讲，比如业绩在 1 元、增长率在不同条件设定下可以有正负 20%甚至极限到 50%的股票，考虑到事实的显现有一个漫长的时间过程，在这期间决定增长预期的选择除了基本面还有就是市场的阶段性情绪。我过去曾经说过，对股票买卖区域的设定一定要考虑牛熊市的前提，比如 20 元是这个票在不考虑条件值变化下的合理估算的话，牛市应该在 20 之上买入，熊市应该在 20 之下

卖出，因为牛市中大家会往好的方向想，总认为未来会更好，这样往往等不到合理估值区域就应该买入，而熊市中如果 20 是合理的话，这个价格反而是卖点，因为事情总是在不断变坏，这样合理估值点就容易成顶部。然后再考虑到条件值选择导致的增长预期变化，那么买卖范围就可以扩大到 75 到 10 元上下，也就是说 75 以上买乃至 10 以下卖都有其合理性的解释。

在阶段性投机中，有两种机会，一是涨出来的、一是跌出来的，就我个人的偏好来说，我不太喜欢后者，因为空间是由跌出来的幅度决定，相对有限。而前者呢，就是我们经常说的那种越涨越低估的股票，因为在 20 进入的时候，我们的预期是不到 20% 的增长，这样的目标价一般在 30 元，也就是 50 个点不到的空间，而一旦涨到 30 以上的时候，由于趋势加强导致对预期的更乐观推动，市场开始憧憬 50% 的增长速度，估值定价往往可以到 75 乃至 100 以上，这样就变成了原先 50 个点的利润目标在涨了以后反而扩大到 2 到 3 倍以上，而且由于趋势与预期的加强和明朗，后期目标的实现往往比前期更迅速快捷。当然，任何事物的发展都会有个极限值，在 75 目标实现后，理智的人会发现，如果说 20% 到 50% 增长率在理论上有实现可能的话，超过 50% 的增长则是很难预期的，这样在没有新增预期来推动趋势继续加强的情况下，趋势就会变的相对平缓，从而在技术上呈现顶部特征，继而引发重新思考和趋势与预期的反向共振，负反馈就开始发生。

所以说，能否产生新增的更高预期来维持趋势进一步强化是我们参与游戏的关键。就像前段时间有朋友对我说，通货膨胀这么厉害，他也想入市保值，我回复说，你过去已经犯了不入市的错误，现在就别再犯入市的错误了，因为当全世界都想通过股市来对抗通货膨胀的时候，也许拿着现金让其自然贬值会是更好的选择，除非你能找到明确的新增预期，否则凭什么指望别人以更高的价钱来购买已经给他人提供过保值机会的资产呢。当然，如果你选择的企业足够好，能够用时间换来更高的预期则另当别论，但这和之前信奉的理由又是两回事了。

再谈下参与者的交易行为，这是比较容易影响人持仓或空仓心态的方面，很多朋友对我说，自己是真的看多或看空，但有的时候看见无数坚决的买单或卖盘的时候就总受影响以至无法坚持，否则为什么那么多资金在坚决地做和自己判断相反的事情呢。我觉得不断审视并随时准备修正自己是非常好的习惯，但为了让自己不过于敏感就必须把短期行为放到大情景下去理解，牛市里的卖出是为了更好的买入，熊市中的买入是为了更好的卖出，牛市的阻力位与熊市的支撑位都是最容易坑害人的陷阱，同样行为后面的动机和后续补救是完全不同的，你只看到了他买的时候坚决，也许之后卖的会更坚决呢，所谓看大势挣大钱、辨别牛熊再投资是非常正确的经验之谈，这样可以不为细节所遮蔽。

当然，有人会说牛熊的判断才是最难的方面，其实只要看这个市场大部分股票是否已透支其极限预期就好了，不过这样需要对整个市场都有良好的认识，如果不具备这样能力的话，那么我的建议就是只关注确定性高成长的票，它们在牛熊中都不会有太坏的预期，主要取决于其自身的成长率和时间，与市场估值关系不大，这样比较省心但要考虑错判后的风险承受问题。我认为，资产就是金钱在不同时间下的不同属性，本质就是现在的钱和未来的钱之间进行交换，买入是用现在换未来，卖出则是把未来换现在，关键要想明白未来和现在谁更值钱就好了，牛熊市就是这样的一个判断依据，当然，对极少数的优异公司来说，未来总是会强过现在的，这就是比牛熊大势更大的大势。

## 15、谈谈白酒业 2010-12-04

很多朋友喜欢问我对某些白酒公司的看法，其实对其中大部分企业的观点在过去两个汾酒贴的回复里都陆续有提过，所以就不想重复做答了，这里就只谈谈行业的特点吧。

### 1、行业属性。

行业有共性与个性的区分，我过去提过，共性行业应选行业最低成本和较高管理能力的龙头企业，个性行业可以接受非龙头和低管理，但必须对其赢利能力和回报前景以及占属市场的发展有较高的要求。双方各有优劣。一般来说，共性行业的防御低进攻性强，比较适合优势企业迅速发展，个性行业防御高进攻性弱，但不容易快速扩大。所幸的是，白酒业兼具了共性与个性的双重特点。品牌及产品内涵上具备独特的个性，但从生产与流通的角度上又具备比其他消费品更强的共性，比较容易大规模生产和长途奔袭，相对与其他食品领域，白酒单位价值高的特点更适合长途运输，瓶装材料较塑料和纸质包装损耗更少且适合大规模仓储，无保质期的约束适合多环节和大面积的市场渗透、更方便厂家对渠道的管理、减少营销或生产失误对市场的冲击和后遗症发生，相对高的销期货期比重以及更大的渠道空间更使困扰普通消费品近地周转高率导致的产地渠道壁垒不复存在。也就是说，大部分的消费品是明处竞争激烈暗处步步为营导致的毛利不高费用高、攻城难守城更难的话，白酒正好全部反了过来。这种在消费者识别上的个性与生产营销上的共性结合起来，就成就了白酒业完美的商业属性。

### 2、行业体量与集中度。



在行业选择中，我最重视的就是体量大小与集中度高低了。这意味着潜在发展空间和安全边际。体量决定企业未来的发展空间，而食品饮料业最大分支就是白酒，数千亿的收入规模足以支撑巨型公司的形成。低集中度则令行业内的优势企业不容易受景气和宏观经济与行业政策的影响。对行业影响的任何因素都有可能演变为优势企业的利好，因为坏的因素总是最早作用于弱势企业，使之进一步丧失与优势企业的抗衡能力。就像白酒业最严峻期间从 800 万吨缩减到 300 万吨过程中恰恰是主要企业大发展并奠定地位的时期，当然，上面数据也可能是因为统计口径变化造成的失真，像最近几年的高增长实际上是统计内企业的增长而非白酒实际消费量的变化一样，但不管如何，白酒业没有任何一家企业超过 2% 的占有率决定了这个行业拥有任何消费品业都不具备的历史性机遇，而这是属于所有已上市白酒企业的共同机遇，在这样的集中度面前，白酒业还远没有到达面对面拼刺刀的阶段。那什么时候需要警惕呢，我认为，最简单的就是看省份产量排行，在山东与河南这样不拥有主流品牌的省份产量退出前三名之前都无需多虑。当然，还需特别提出的是，行业特点并不代表所有子类。比如高端酒这块的集中度倒可能是快销品中最高的，体量规模也相对较小，或许不久就会进入到拼刺刀阶段，因为这个子类整体只有 5 万吨的需求，而茅台一家的远景规划就高达 4 万吨乃至以上，这也是我之前从茅台转换到汾酒上的主要原因。另外从市场分类中我们也可以看到，南方也拥有远高于北方市场的集中度，当然，从经济的角度上看，南方市场的回报和可操作性暂时也高过北方不少，但我相信，随着时间的推移，北方这个白酒最大消费区域和最低集中度的市场才是中国白酒的未来，这期间一定会诞生出远超过茅台市值数倍的公司，当然，它一定是在更大容量和更低集中度的中档酒类产生，找出它是谁才是我们未来白酒投资的关键。

### 3、产品附加值。

在刚刚接触投资的时候，朋友教我，要找高科技的公司，因为别人做不了就可以拥有很高的加值空间，我当时开玩笑说，那茅台这类的白酒企业岂不是世界上最高科技的公司了，因为就算它的技术你能掌握，离开了那个地方也生产不出来。玩笑之后我又在想，消费者愿意对什么东西来支付更高的价格呢，答案应该有很多，但情感附加一定是最重要的，极端情况下人可以为情感付出生命，可以看出能够承载情感元素的产品就能够获取这个世界上最高的附加值，而所有优势白酒企业的背后都承载着相应的文化和情感属性，这就是它们整体拥有 A 股最高毛利率的原因所在，并且值得注意的是，随着时间的推移，这种附加是不断增加而非减少的。也正因为此，白酒业具备了大部分生意都没有的弹性操作空间，竞争的焦点不在价格上，对于投资来说该是多么惬意的事啊。

### 4、产品安全性。

对于食品领域的企业来说，安全性是最大的潜在风险，这方面的任何疏漏都可能是致命性的，也是最容易出现黑天鹅的领域，而白酒恰恰是所有食品生产中最具稳定性和安全性的那种，难道有比酒精更无菌的食品吗。

## 5、资本结构。

对大部分上市公司来说，股东支付的价格往往比看上去的高很多，因为企业的价值是由未来现金流贴现决定的，而我们知道，债权人有着比股东有更优先的索取权。所以我们看到的市值并不是你实际支付的价格，要完全拥有它还必须进行债务扣减和相应息税的调整。也就是说，有的票看上去是 15 倍实际上或许都超过 25 倍了。当然，也许有人会说，我只管自己能得到多少回报就好了，但要知道，没有发生不代表没有风险和相应的支付，所以大部分白酒的零生息负债使其成为最干净估值的板块。另外，很多伟大企业的诞生并不伴随的伟大投资机遇，就是因为它们的发展机遇被许多新增股东分享了，而白酒行业近乎没有的增发确保机遇留在了自己手中，对大部分人来说，自己权益的增长远比公司的伟大更具实际意义吧。

以上我们可以看出，从整体上，白酒业仍然是食品饮料里最适合资本投资的领域，过去是未来仍旧是，仅从集中度赢利性和安全性角度上看，乳业、啤酒乃至红酒从整体上都不具备与白酒抗衡的优势，这也是我多年来最关注这个领域的原因所在。最后要声明的是，以上只是交流本人过去的思路和看法，并非推荐，因为这个世界是高度不确定的，市场不会给我承诺什么，我又怎么可以去承诺和建议别人呢。

注：解释下近地周转率高导致的产地渠道壁垒概念，比如 A 产品的经销商有 3% 的利润空间，B 产品给它 6% 的空间亦未必会令其转向，因为 B 产品远地发车皮加上车站排期需 15 天以上到达，而 A 产品近地汽运当天可达，这样从渠道的资金周转角度上看，A 产品利润虽低但资金效率高，B 产品要达到同样效果可能要付出数倍以上的加价空间方可，而对大部分产品都不可能实现高过竞品这么高的渠道利润，而白酒由于其销期相对货期比重高，且加价率相对普通快销品大，因此周转敏感度也会低一些。

## 16、谈谈丽珠集团 2011-11-14

本来没打算专门写这个票，原本减持汾酒长仓后打算把资金加到7月初开的西王食品的中长仓里去，但不太容易买到又不想提高西王整体持仓成本，故而就转开了丽珠这个中仓，打算以此度过对汾酒的观察期，而之后与朋友的交流中遭到了一致的反对与质疑，既然有这么大的争议就干脆单独开贴聊下，也想借此得到医药行家的指点，毕竟跟贴交流的人少而我又确实是医药外行，希望论坛的医药达人能给予些帮助与指正。当然限于我对医药的认识不足，这个帖子只能从静态分析和估值的角度去思考，无法进行产业判断及竞争展望等长线定性，但我想从中线的角度上，静态分析和估值判断或许也是可以的。

总结大家不看好丽珠的几点理由是：

- 1、控制者人品差，之前对健康元假回购真减持的行为遭到市场唾弃；
- 2、下跌是由政策压制及利润负增长导致的，未必是中线机遇；
- 3、业务复杂，涉足面太多，科研及产品储备不足。

对这些异议，我的看法是：

1、人是个复杂体，对其评价要从私德与公德两个方面并结合利益相关的角度来进行。就像历史对ZEL的评价是私德完美但公德有亏，对同僚来说完美品行但对国家却没有发挥更应有的积极意义。而像苹果的乔布斯，就是公德完美私德有亏，对周围人品行不端但对苹果公司和世界做出了巨大的贡献。所以我认为，作为投资者我们应该是从他对公司经营和股权态度的公德角度来评价，我们可以看到，朱保国对丽珠是有着很大贡献的，他对丽珠股权的珍惜也是超过健康元的，从他90年代中期就接触丽珠表达参与意愿、到健康元一上市就将募集资金改投丽珠从而成为丽珠资本控制平台，到他参与丽珠经营后效益大幅度提升、各产业结构积极推进，以及多年来持续增持丽珠股权并在有资金需要时选择借款而非增发摊薄的方式等多个方面我们都可以看出他对丽珠的贡献和珍视，从这个角度，至少现阶段我们没有太充分的理由去质疑他作为丽珠管理者的品质和能力。

2、抗生素受政策压制以及整体业绩负增长的因素在估值上已得到充分体现，当然，如果公司没有可喜的展望，低估值也不能成为买入的理由，但今年负增长的因素在未来将减弱或扭转，并且在今年业绩不前的表象下却是有很好的结构调整及对未来的充分准备，那么这种阶段因素导致的下跌或许会成为中

线恢复性上涨空间。我们从中报分品种数据里看到，超过一半的收入部分都拥有 10%到 80%不等的收入增长，这部分业务的综合收入增长达到了 43%，而具有赢利和发展前景的中药制剂和促性激素的增长达到了 59%和 43%。前景业务的收入和利润占比分别达到了 52%和 64%，而市场最悲观的抗生素原料药的利润占比已低于 10%，收入占比亦已下降至 27%，可以说，丽珠已不能称之为抗生素类的企业，并且这方面的制剂在政策不利的情况下还是取得了一定的增长且赢利也有所提升，说明化学制剂领域的实力是强于行业平均水平的。事实上，当公司最大占比业务大幅度下降的同时，公司整体收入仍保持 2 位数增长，这已能说明公司结构调整的成功和平静表面下的激流。而利润负增长主要是由原料药收利双下滑、中药制剂成本大幅度上升、巨大的费用投放三方面因素造成，当然，对于超额费用这块，我也不是很乐观，虽然表面上看到三季报的超额部分是 0.48 元，但由于今年的结构调整到了高费用产品上，其中大部分应为合理伴生费用，不能从总收入的角度来区别超额，由于没有明细数据我只能从过去结构大致推测各产品费用情况，如此算出的非重复伴生费用超额部分应在 0.15 以下，考虑到去年 4 季度费用就有比较明显的结构调整的趋向，我估计全年超额部分也不会大于此。而中药材成本上升对今年全年影响的收益大概会达到 0.20 元，而中药材价格已全面回落，且过去的上涨是多年来各因素积累的偶发，不属于常态，故这块收益未来应会回到公司里。抗生素原料药经过今年的下滑利润比重已非常低，对未来的影响已可以忽略。所以我们可以看到，未来的业绩底线应该是 1.53 元左右，这还没有对其过半业务综合收入增长 43%的动态思考，而该部分业务对应的静态实际业绩可以在 1 元左右，考虑其新达产能及目前的高增长态势，该块业务按成长股估值亦不为过，也就是说，从静态角度看，把抗生素原料、抗生素制剂及没有增长能力但仍可担当现金牛的消化道药的资产全部归 0 处理，目前 20 来元、60 亿的市值仍旧有可能静态低估。

3、我过去说过自己不喜欢复合业务公司，因为你若想分享它明星业务增长率的同时却不得不把它整个都买下来，即便其它业务是平价甚至低价购得，但由于你没有重组变现能力，这部分业务就变成了不增殖的押金投入，这样就算吸引你投资的业务部分如愿高成长了，你到手的回报也要打点折扣，就好像一个 30%增长回报的项目却要压你 1 倍的押金在非成长资产上，那你的回报就只有 15%了。但目前的情况是，丽珠前景业务部分以现在整体市值来衡量依旧有相对吸引力，因此押金在事实上是未发生的，这种情况下，复合业务就没有那么难以接受。并且，据我对医药行业的浅显观察来看，丽珠在该产业的布局是相对最平衡和完备的，是少有的几个横跨中药、化学药和生物医药领域且在这几个方面都显示出一定的优势与竞争力的企业，这样的运营平台一旦搭建，对其整体经营效率及未来在医院和药店的发展都会有利，并且在国家把横琴特区生物制药作为支柱产业的规划中唯一已在横琴设厂的大型医药企业来说，可以有国外企业走进来的伙伴选择及我们走出去的政策便利，如果能像印度制药业一样能走向世界，丽珠就有一定的地缘优势了。当然，医药企业最重要的是研

发及项目储备，虽然说丽珠有在单克隆抗体及乙肝疫苗等方面的研发投入，但能否成功尚还遥远，而它一贯以来对研发和储备的忽视可能也是市场不满之处。但我认为，中国的医药企业谈及研发还都太奢侈，其中巨大的投入和不确定性是大部分医药企业无力承担的风险。在中国现阶段的研发最好的方式是交由科研院所，由企业与其结成战略联盟，让国家承担研发的大头，之后企业购买实行商业化，实现国家资源投入的转移，像恒瑞就是与国内一流科研学校中国药科大学的深厚联系与背景实现了科研成果的领先，而丽珠在医药行业的历史地位令其完全具备与一流科研院所的战略联姻的可能，事实上丽珠消化道主打药就是 20 年前向中国药科大学以 30 万元购买并带来过亿年利润的产品，这充分说明战略合作远比自身研发更有效益、迅速和安全

综合以上认识，我认为丽珠目前 60 亿市值是具有中线吸引力的，若大环境不继续走熊则 1 年内重新定位到 90 或 110 亿市值对应 30 到 35 元股价应为大概率事件，这还没有涵盖其前景品种中已达产和陆续达产的新增产能在未来可能提供的收益，当然，那应属于 35 元以上长线成长投资者的研究范围了。下面循例贴出丽珠的数据表，因为其业务的综合性，整体数据表的参考性会差一些，所以把中报分产品数据也放上面吧。

补注：下面我跟贴的部分内容请股天乐放在这里做个补充声明吧：我无意判别丽珠的长期发展，贴中也表明是个中线，无论它未来有多少空间，我都会在自己的预期利润实现后离场，因为我不认为自己具备从这个领域获取长线收益的能力。而从中线来说，我考虑更多的是原预期是否已不能继续延展、估值定价体系是否存有空间，从这个角度，反对者应先证明之前下跌逻辑的合理性以及该逻辑会继续保持、以及我对公司业务的结构分析与估值是不正确的，否则它有中线机会的判断就应该成立。。。。事实上长线分析只有通过商业判断才能达成，中线分析则应通过市场预期和估值体系的理解来达成，而我之所以希望得到医药行家的意见是担心自己不理解医药业的估值逻辑，毕竟估值体系是建立在不同企业和产品经营发展特点的基础逻辑上的，这一点在我过去熟悉的行业中有很明显的感受，而我认为一个好的行业投资者是能大概把握该行业的发展及变化可能、同时充分理解投资市场对不同企业之间的估值差异及其背后的逻辑，结合行业和投资两方面的认识来辨别投资赔率。

## 17、对茅台的冷思考 2011-12-25

最近茅台又有厂价上涨传闻，有朋友和我交流，说有 200 到 400 元的提价空间，并谈到其惊人的产销增长计划和巨大的批零价差，认为该股还有数倍上涨潜力，而此次提价传闻恰符合他们对批零差价可部分成为厂价上调空间的推论。就这个问题我是有疑虑的，他们的算法我也能理解，但那应在不愁卖以及可以在预期价格上卖掉的核心假设上进行的，而这两个前提逻辑现在是否还能成立我却有些怀疑。当然，考虑到我近两年对它跟踪的并不紧密，只能进行大致的推演，结论未必正确，但相信这样的思考过程还是会有一定的意义。

我承认，批零价差会反映供需情况，好的价差还可对渠道产生良性推动，帮助产品渗透进而加强消费扩大及需求培养，再反过来推动价差的坚挺，这是个正循环，很多企业亦是通过主动的价差管理实现渠道管理与扩张的。然而万事皆有度，过大的价差往往会导致疯狂的市场行为从而扭曲需求。并且，因巨大价差而欣喜于茅台供需缺口的同时，有没有人想过，为什么在过去茅台产量更小的时期、在高端供需缺口更大以至于边缘品牌都连带受益的时期茅台都没有这样惊人的价差呢，就常识上，我更倾向于过去更长时间内形成的价差才是真实供需矛盾及价格体系的反应，而在没有长效因素出现的近 1 年多形成的体系更有可能是泡沫下的价格幻觉，是不能作为长期投资判断的基础。各种经济活动中，价格强化及单边趋势演绎后的加速往往是泡沫出现的征象，这与长期平静下的价格突起所代表的定价觉醒是不可相提并论的。

另外，加大的批零价差可以催生专业渠道的诞生，这在初期对产品的深化及精耕有莫大的好处，但专业渠道相对混业渠道需要更高的投入和利润率维持（专业经营者淡季无其他产品维持且建渠成本高单量小需靠高利来维持渗透力及冲抵周转要求），而且在过大差价的刺激下，会有非常多不熟悉市场的外行资金加入、并带来更多不效率经营，这部分客户对高差价的依赖会比我们想象的更大，也就是说，即便目前的零售价得以维持，亦不代表可以把其中大部分转作厂家价格上调的空间，从某种意义上看，过大的批零价差或许是企业的负担而非资产。

再有，我过去说过，部分传统名优白酒拥有一个区别于普通快销品的一个最重要特性，就是没有保质期、且随着时间而增殖，这令其在市场起伏中受到的冲击和变数都要少，渠道在错判市场后不易慌乱，不会出现其他快销品逼期后的甩卖与践踏，周转的要求也可通过厂家提价来抵消，所以早些年我们经常看到白酒企业在旺季过后再提价，这就是为了稳定余货不造成渠道大起大落，并且这样的提价方式也可在保障渠道近期利益的同时实现企业来年利益，是少有的企业与渠道共同欢迎的提价行为，也正因为这种特性，具备提价能力的品

牌白酒在渠道资金的争夺上也远强于其他类型的白酒，我们知道，旺季前的资金争夺与备货铺货直接决定产品的消费拓展与市场占有，而品牌白酒的淡季护航属性及多区域消纳力可以给渠道带来比地方杂牌更安全的预期和稳定感，这是我之前判断白酒集中度仍有大提升的原因之一。然而，任何事物都具有两面性，在经过8年景气后，参与者不容易再有谨慎与风险意识，由此带来的抢购囤货以及惜售心理进一步形成紧俏推高价差，而社会上大量新资本的加入亦强化和助长了它，使其脱离原环节外延为社会性参与，任何泡沫都有其合理性的发生理由，但不能因为这个理由的合理而否认泡沫的存在，白酒行业是有各种安全特性，但过犹不及、这里有个度的衡量，这个度就是不合情理的批零价差和癫狂的商业行为。

至于它现在的零售价，像我这样对该品牌有不一般感情且具备一定经济能力的消费者都感到不好接受，而白酒香型与品牌是一个需要口味培养与习惯的过程，我很担心这样的价格会令其形成消费断层，待它的原消费群体收入及支出行为发生妥协或改变时，这种对品牌和口味的后续培养能否接力往往决定该企业的长远发展，而考虑到它始终在多产品多价格带上无所建树，我甚至担心其目前的消费规模能否维持。另外，从投资收藏的属性上看，它作为抵押品的价值已然下降，这一点在前段时间糖烟酒快讯上有过报道，称华夏典当的陈年茅台价格几近腰斩，考虑到之前拉菲价格跳水的新闻，我认为它零售价继续坚挺甚至上涨的可能性非常之低。而它的远景销量，市场预期还比较高，有人甚至认为其达产后可以占据高端酒市场70%左右，这点我也非常怀疑，因为快销品不同于其他商品，有一个多样性选择的人类自然天性，超过40%的占有率都比较罕见，超过的亦是由多产品多品牌经营的结果，另外考虑到奢侈品一般不超过总量1%原则（这个比例在中国白酒历史上都远未触及过），两者相乘我们很容易得出茅台的理论销量极限在3万吨的判断，要超过这个瓶颈必须进行产品定位的转型或延伸，这应该是基本的商业逻辑，也就是说如果它继续维持现有的定位及经营模式，它计划建设的远景产能被部分闲置应是大概率事件。另外有人根据茅台90%都是假酒的说法来推断市场需求超10万吨，这点我亦不认可，首先如果有如此比例的假冒品，一般都会导致正品的失信与迅速死亡，我认为这种说法的出现正是印证了其产品大部分未被真实消费，而是返回渠道再流通，这样统计社会零售量与出产量后自然会得出假品高比的结论，但这应该是流通环节多次重复计算的结果吧。

最后我们再梳理下它各渠道应有运营空间，而正常经营加价外的部分才可视为超额利润转为厂家空间，而除总经销是顺价15%到25%外，其他渠道都是倒扣加价法，也就是专卖店倒扣50%、便利店倒扣35%、商超倒扣25%加价，如此推算出，即便现有零售价得以长期间维持不影响销售，厂家可提升空间也没有看上去那么大，并且考虑到2000左右零售价仅为价格显现区，该部分真实消费比例在10%以下甚至更低（商超餐饮等渠道主要追求品牌货物齐备，并不追求

该部分销售，因为高来高走，其零售价不具备全链条指引作用），真实主销区价格应为 1300 到 1500 左右，那么专卖店的角度看，其能承受的经营进货价则在 650 到 750 之间，而经销商以便利店出货价 2000 倒扣 35 点为 1300 后再腾给二批渠道 200 元加价空间，再去掉顺加的 15 到 25 点即得出 800 到 1000 的正常可接受进货线，也就是说，如果茅台真按传言加价空间上提的话，若不能顺逼真实销售价上移，则其主要渠道将部分面临微利。有朋友可能会提出不同的例证，但那是炒作过程中的部分现象，要知道在囤积紧俏过程中，商家对个别单量价格的耐受度会提高，不代表它能接受这样的整体进货价。而以上计算还仅在现有销售价格能得到消费持续支持的情况下进行，若消费不能坚挺，则目前渠道暴利就有回落的可能，如果这之前厂家再大幅度提价令渠道没有回旋与软着陆空间的话，很可能会引发渠道对厂家的恐慌与抛弃，并且现今的紧俏有多少是提价预期支撑尚未可知，贸然提价很可能引发囤积兑现影响旺季销售，长期看也不利于给未来产量留出回旋，现在的出厂价对企业已有很高回报，没必要在阶段性热情中与人争利，并且最近这些年主导白酒发展的价格因素已演绎多年，消费很可能向务实转变，政商行为亦容易随经济政治环境而波动，这个时期应多给自己留些余地勿被捧杀。

总的来看，我觉得茅台未来在价量上都有不明朗因素，量虽仍有理论空间，但具体实现路径尚需推敲，且绝达不到公司的 4 到 6 万吨以及系列酒 10 万吨的计划，我甚至认为如果它明年继续实现市场增长预期，那么之后将有阶段性负增长可能，至少利润占比已不小的年份酒会如此，而过去多年的看计划即可推算未来的方法也应将步入失效期。有名家甚至把其未来利润算到了 500 亿，我实在是难以想象，没有人会根据细胞的分裂能力来说其有无限未来，为什么要这样去推算茅台呢。投资者的推演不可满打满算，更不能永远强调某些因素的单边作用，任何事物都应有正反两面的解读点，我们应根据不同阶段来选择侧重进行思考，强思危、弱思机才可帮我们平滑贪婪与恐惧从而达到冷静独立。



## 18、白酒访谈 2012-10-08

首先感谢盛情邀请，本来是谢绝了这次的话题，但刚得知访谈公告还是有自己的名字，也许是因为沟通中的差错，既如此那就随缘好了。为方便观点表达，我还是集中写写吧。

熟悉我的网友应该知道我在去年底就放弃了白酒转投医药，主要是我感觉白酒的主导逻辑在发生改变，从整体来看，未来一段时期内的成长速度和确定性都会有下降风险，个体发展逻辑还应会存在，毕竟这是个性行业，集中度也不很高，经营得当的企业总可以找到生存空间的，所以这里我只对整体进行阐述。

先看高端酒，我注意到很多人都是从内在要素的角度去总结并以此证明继续超长期持有的合理，比如品牌、定价权、壁垒、轻资产等等，其实这些只是助推器和安全垫，并不是高回报的全部主因，如果仅从这些方面着眼容易固执、会忽略大环境及时机，就像茅台，大家现在所赞美的一切特质过去都一直存在，但如果你是在 20 年前去投资它，前 10 年想必会比较郁闷，为什么呢，因为没有给予它特质发挥的环境，我经常和朋友打趣说别捧着金饭碗讨饭，就是怕他们过于注重内在要素而忽略所需要的激发环境，当然，这指的是过分决定论而非否认它们在长期投资中的关键作用。

其实高端酒要素的激活应是加入世贸后开始，之前消费者对品牌及价格并没有现在这样的接受度，而世贸后经济提升引致的政商活动增加才使其需求加速，而供给由于工艺因素等不能及时同步，导致缺口加大引致价量齐升，这个期间投资者不太需要选股，找到高档酒占主要比重的公司即可收获高额回报，是属于整体型机遇，具体是老窖、水井或是茅台在 04 到 07 年间差别都不是很大，关键是紧抓高档酒思路。但到 08 年初的时候，高档阵营分化，水井销售呈现疲态，这个时候就需要警觉，如果还要把高档行情吃完的话就需要以选股为重，只能挑茅台这样的王者。我过去常和朋友讲一个非周期行业投资理论，就是投资好股关注差股，当一个行业里最差的那个都很好时（不是泡沫效应尾声那种突然的好），就说明这个行业正处于高速发展期，可以乐观迟钝点，但当它们难过时，则有可能要进入平稳增长期，因为需求方有挑剔和选择的余地了。

中档酒当时的情况又不同，大致晚高档 3 年左右出现局部供需缺口，一是因为高档价格上移后的补位，再就是之前的经济发展逐步下沉惠及百姓以及城镇化所带来的消费力提升、品牌意识觉醒和营销传播与渠道渗透的改变，我们可以看到，08 年后所有二线白酒都是以惊人的速度增长并超过任何高档酒回

报，这个时候只要把投资思路转换过来，不用怎么去挑选和思量，随便选一个就可以获得远超同期茅台的回报，不需要费力精选亦不用操心估值等方面的论证。

从上面我们可以看出，股票选择不应光是对企业唯美唯优，对时机的认识也不可缺少，要先看需求供给的关系及变化特点，再看要素特性和资本参与形态，前面决定利基和时长，后面决定经济要素间利益分配及资本表现形式与回报效率。而白酒行业过去之所以有比其他行业更长的景气长度就是因为其优质供给被需求拉动时有比较长的时滞，再加上其需求内有一定的结构层次，供给又有个性化和低集中度等特点，使得这个行业总可以维持整体或局部的景气繁荣，因此会给有些人可以永远超越周期的错觉。不过凡事有度，经过这么多年的发展至少在一定的阶段内，供需矛盾已不是白酒主流，有朋友从宏观经济及政策以及白酒与腐败或固定资产投资的角度来分析，我觉得值得借鉴，但这些东西过于复杂庞大超出了我的把握范围，我只能从简单的介入点来观察，就是市场零售价和渠道行为，去年底我曾写过对茅台冷思考一文就是从这些点入手，本意不全在茅台，而是以其为观测口对整个行业的状态和玩法进行思考，当时的一些判断现已逐步得到验证，如果这些逻辑继续正确的话，那未来的情况可能是，高档整体停滞，中档寄望于个体奇迹，且要面临过程中的不确定与修正，投资难度肯定会加大。当然指望这个行业出现断崖般的需求下降也不现实，供应面虽有峰值般上升，但毕竟是轻资产行业，前期投入占比不会太大，即便闲置对行业也不会有伤筋动骨的损失，去库存的方式也不会很极端，只是利弊相随，这些优势也会耽误它之后的景气恢复速度。投资理论一般都讲要找简单易懂好把握的公司，时机选择也一样，先不论未来情况究竟是如何，至少今年来的密集争论已充分说明这不是一个容易被人辨清的时机，而任何长期投资都会有漫长的坚持与考验过程，期间的难度亦是须考虑的一环，否则不太容易坚持到收获时刻，我们应有非后验心态，就易拒难，无关多空。当然，不同投资者间的机会选择和收益预期不同、对事物难易程度的感知也不尽相同，不存在分辨输赢的基础，各自分享思路参考下即可。另外我才知此次的时间表，明日已作其他安排，就提前把自己的想法表述下，未展开之处因过去已有相关陈述就不再重复，有兴趣的把我博客和跟贴里回复的相关内容找出来看下即可。再有，考虑到我已有近一年没有白酒仓位，关注度理解力必然下降，为免误导大家，就不在这个的问题上进行交流和回复了，望大家理解，最后再次感谢邀请，谢谢大家。

## 19、谈谈鄂武商 2013-07-31

前些日答应\*\*编辑写点东西，今天得空便聊下我新开仓的鄂武商好了。之前我简单介绍过部分思路，也遇到一些反对意见，比如电商对零售的颠覆、行业供应加剧、新经济机会性选择成本、还有估值意义等方面的分歧，下面我分段论述下自己的想法，由于是第一次进入这个领域，有的看法会比较肤浅，就当抛砖引玉吧。

1、我们谈电商要颠覆零售旧模式时，首先你得判断这个新模式目前是否真具有颠覆力量，如果已走向传统，连自己都要费力去寻找生存和经营控制点的时候，你再指望它来颠覆别人其实是比较难的，这种情况下更应该的是补充融合而非替代与颠覆。那如何判断颠覆性呢，我觉得主要看其对旧模式的杀伤速度以及其自身是否有足够的经济效益，比方说汽车业在颠覆马车业的过程中，汽车业是有过全行业奇迹的，在马车业消亡之前汽车业内的大部分参与者都能迅速崛起，即便是经营不当成本控制不力的企业在旧模式被终结前都可以有个较轻松的发展期，爆发迅速、个体奇迹不断、以不可阻挡之力快速终结旧模式的我们才能说它是具有颠覆力量的新模式，这些我们在手机颠覆呼机的时候也都经历过，那也是众多小手机企业最滋润的时期。而目前，在电商已发展十年的情况下，9成卖家仍不能形成经营利润、生态链各环节不能与平台同步前进，你指望它再有颠覆性力量实在很难具有说服力。

2、实体零售的经营品类并非是一个固定的标靶，它完全可以通过调整品类等方式来完成应对，像万达计划减少服装类增加生活服务类、最近银泰又搞都市农场等特色体验等都是体现了实体零售经营风格的易调整特点，零售的品类转型和其他行业不同，不需要付出很多代价，除了地理位置不好转移外，其他一切都可以转变，综合体类型的更可以有多方向结合点，零售业是最早放开竞争的领域，品类和风格的动态调整本来就是常态。电商只能冲击个别品类，实体店的形式作为社会的必然是不可能动摇的，我认为未来电商和实体店应该是个分工、补充、配合协调以及共同提效的互动格局，新经济可以在与旧经济的结合中落地，旧模式可以在新模式的帮助下提效从而达到共同发展的局面，像O2O业务就是这样一个很好的结合模式。并且，像现在市场热衷的娱乐产业，其实也都需要有实体店作为载体来实现，更多更好的影院、玩具店、创意店、文化中心都是要与实体零售结合的。也就是说今年市场热衷的很多方向其实都可以是综合体类终端的新增长点。所以我们不光要看到新旧间的冲击，也要看到两者结合下所带来的新增长点和积极作用。

3、供应增加本来在目前的股价水平上本不应太担心，因为从实业角度上，新开发一个实体按投入算大致可做到1倍PS，成熟后比较理想的经营效果也最

多达到 0.5PS，其间还要面对较长时间的孵化导入期和经营上的不确定，并且新开发区域的位置一般比不上现存门店，所以从情理上来说不如直接在二级市场收购划算，只是由于国内好的百货大多为国营，都是地方金蛋，政府不愿意失去控制权，而中国的零售由于品牌的区块代理等原因还不到以全链优势为主要竞争力的环境，使得中国百货更多以地理位置和日常经营为主要的竞争点，这很大部分取决与政府关系和支持力度，也导致收购方一般不愿意违背政府意愿强行并购而丧失其该地的政府关系，这也是我不关注跨省域扩张百货的原因，而万达的成功虽然与其经营模式有关，但良好的地方政府关系也是很重要的因素。

所以，如果没有迹象显示国有股权的机制会有明显改变，我们就很难期望实业扩张行为受资本市场价格影响从直投改为并购，那么两套标准的并行恐怕还会持续较长时间。既如此，我们对业态、商圈和管理有可能被边缘化的企业即便股价再低也要回避，因为这里的低价或许是警示信号而非机遇。所以在目前高租金和业态转型的情况下我们应尽可能选择有大比例自有物业、且处于当地不可替代的顶级商圈和高消费者认知与区域最强竞争力的综合体和近两年存量业务增速明显好过同行的，那鄂武商很自然的就进入视线。虽然综合体业态未来供应计划较多，但考虑到其他业态及租赁店的收缩以及新增供应的后发劣势和过热供应仅在局部城市不会像其他行业有跨区域冲击问题，我们也不必过分担忧。至于武广附近未来两年将新增恒隆和万象城的分流，有人担心会产生广州太古汇对广州友谊这样的定位覆盖与冲击，但太古汇和友谊不在同一区位，友谊业态也较落后，而武汉广场这边却可以提升稳固商圈，产生集聚效应，毕竟由于物理限制，其他要素都可随需要调整，惟独地理位置是无法改变的命门，加上中国零售习惯与美国有很大不同，商圈发展的重要性是排第一位的。且武商有先发优势和多店的层次集群且已囊括绝大部分高中档品牌，不存在定位颠覆，况且目前股价进入的投资者有比实业对手更低的安全投入，只要股价低到能覆盖不确定，那不确定因素也就没有多少可怕，所以边走边看吧，不必着急下结论。

4、扩张成长方面，在过去市场对租赁扩张更偏爱些，认为速效快资金沉淀少转身容易，但优劣相随，近期不如意的也主要集中在这些群体。而自建模式对综合体类业态则更适合些，因为商业地产的门槛非常高，最好是先做商业规划再招商然后以此展开建设，这些自然在一个体系内完成比较好，而解决资金沉淀的方式可以通过出售相关住宅写字楼的形式完成，这样可以享其利而不受其害，特别是配套写字楼的方式我觉得更好，一来是可以保证非假期的餐饮客流，再可以缓解假期的停车高峰，像武商的武汉广场过去就这样的形式，只可惜公司未来好象没有这样配套开发的打算，只愿做纯商业部分，当然这样可以减少些非商业类风险，但在资金效率上就会打些折扣。

另外，有朋友借鉴美国 08 年后表现相对较好的商业股像梅西百货（美国时尚百货）和诺德斯特龙（中高端百货）而总结出要定位清晰、及时进入新业态和全国布局这三条，我对全国布局这条持反对意见，一是美国的消费习惯对商圈位置要求度低比较容易新店扩张，再就是上面表诉过的几点，就是中国零售还没有形成整链竞争优势和差异化经营重点以及良好的管理信托责任，而异地扩张又不容易拿到顶级商圈和政府支持，所以我比较赞同省内扩张，充分利用区域供应方支持和消费地理优势，何况我们的很多大省其实规模已经足够，无须过早分心它处。另外我们常说由俭入奢易由奢入俭难，大部分人不会因为收入的变动影响已养成的生活水准，这是人性的规律，解放前经济凋敝之时很多大城市的商业依旧极度繁荣，这说明商业风险是有低到高的传导顺序的，作为综合体类的高端百货，这个时候给予低于行业估值好象不太充分。

当然，对增量路径的论证，以我目前的能力还很难展开，但还是之前的那句话，在低位时，如果你不能证明它无那它就是有，在高位时，如果你不能证明它有，那它就是无，这是基本的赔率思考模式与事实无关，何况它目前的报表也表现出超越行业的增长能力了，况且在这样一个理论上可以有无边界成长空间的领域，即便不能充分证明它的路径也别去轻易否定它的未来。当然，商业地产对融资能力的要求非常之高，这是维持持续扩张的基本保障，而武商持续多年的股权争夺令其丧失了直接融资手段，但考虑到其充沛的现金流量和极低的生息负债率，这方面暂时还不构成发展急所，但我们还是希望能尽早看到问题的解决以便存量利润的释放和增量启动。

5、有朋友说，估值低的股票有很多，并且零售业从整体上看也不是清晰时期，为什么要选择鄂武商呢。对此我是这样看的，大部分表现估值低的公司主要有几个原因，要不是收入规模不能维持或者是需加大费用以维持收入、要不是已触及天花板沦为债券范畴非股权投资者所长、再就是利润没有现金流的支持导致估值基础不存在，毕竟估值的理论基础是长期自由现金流折现，如果我们不能大致定义出一个企业的未来现金流状态，仅建立在预期利润上的低估值只是没有投资意义的估值幻觉。而再把两市所有股票以市值除以去年经营现金流来比较的话，发现鄂武商排名第三，且今年的现金流还会更高，如果去掉结算期因素和毁损型资本支出类，鄂武商这个比值则居两市第一，且历史上它的资本支出都带来了更高现金价值，属于良性资本支出（注：因多数企业自由现金流不像经营现金流那样平滑可比期相较，所以排序上我们先采用经营现金流，然后再对资本支出项进行考核，若是可带来更高现金价值的，我们便认可市值与经营现金流的比对价值，这里涉及到主观定性而非单纯定量）。另外，从 PS 角度看，鄂武商与同类拥有大比例自有物业的中高端百货相比也相对偏低，我们以市值加生息负债之后的总市值计算的话，他在同类业态内属于估值最下区域，而它存量资产及业态形式却居于顶端，如果和金鹰的股价或春天百货的并购价比，它应在 30 元附近，和友阿、广州友谊和步步高 比它应在 20 元

附近，银座在加上生息负债后比值亦高过武商不少，当然也有估值接近的，但资产质量和这两年的增速却不可类比，毕竟仅从存量资产的角度看，武商拥有行业较强区域竞争力和品牌高度应该是业内共识，当然有人会不认可相对估值法，认为可以是参照系跌下来而非是我们涨上去，近几月其他主流零售相对跌幅远大过它也确实佐证了这个观点并可能进一步缩小相对低估幅度，但我认为从整体上看，零售即便还可以找出许多不乐观因素，但之前的下跌也部分体现了，对可以相对轻松调整品类和经营方向且占据不可替代商圈的零售来说硬要无限放大负面因素恐怕也过于末日情节了，何况从绝对估值角度像上面市值现金流比率的指标看它也拥有了绝对的安全性，我们再换个比方，如果现实生活中有商铺 50 万买下有 20 万的年租金流和 30 万的押金，我相信所有人都会非常心动，而把单位换成亿的话就是鄂武商的现状，难道仅仅因为它只能在股市交易就否定这个数字的绝对价值吗。当然有人以常用的 PE、PB 指标来看或许有不同的结论，但大众使用的方法我们只能作为理解市场的参考，我一向不赞成与大众用相同的方法做决策依据，否则机会又从何而来呢。

6、为什么不在强劲的新经济里找机会，其实我并不是对新经济持否定态度，我觉得从整体上市场的选择是正确的，因为长期来看新旧经济的增长与回报率还会有较大的差距，但对于个股选择我还是倾向于传统模式，这主要是从回报分布、易识别和可延续的角度来考虑的。因为传统模式里的要素更具像、稳定和可延展，投资者比较容易识别其中的佼佼者，这点其实不难理解，普通人在 20 年前就能确定宝洁、可口可乐等公司在 20 年后仍占据行业领先地位，但却很少有人能对新经济的领导者进行预判，并且这些不是提高专业能力所能弥补的，即便是这些领域里的顶尖人物、有着更深的行业理解，他们依然无法把确定性落实到个体上，这就是新经济在整体与个体上的回报悖论。并且由于新经济在回报分布上具有更大的不均衡性，使得整体的回报是由极少的超高回报和更多低回报的公司平均而来，而如果我们不能较确定把握超高的那个，那精选模式就会面临极大的不确定性和风险，这点我们从纳斯达克(美股)(美股)(美股)(美股)市场就可以很容易看到。而传统模式则不同，我们很容易在整体低回报中找出更高的机会，它们的优势更容易识别和延续，因此对稳健务实的投资者来说，尽管新经济很美、整体逻辑也够充分，但我还是觉得传统模式更适合我们一些。并且就目前来说，新经济类企业的中期估值已部分体现了它们的优势，虽然估值在投资中的作用可以很不重要，因为就个体而言，总会有一些极好的企业能打破一切估值意义，我之前常说，如果能在 20 年前买华为、娃哈哈，即便是 1 万倍的 PE 买入你依然可以获得傲人的投资回报，对伟大企业来说，定量远不如定性来的重要。但问题是，优秀可以在过程中判断，伟大却只是事后的结论，它的形成是需要机缘和太多意外因素的，事后总结出的确定性在事前都是不确定的，我们很难在那么久远的事前来确定这些，你只能通过进程中的不断观察来确认你的判断，这就存在一个维持和修正的过程，而一开始的过高价格实际上就剥夺了你修正的权利。所以我认为，即便你碰到的

是真正伟大的企业，但你所能支付的极限也只能到优秀为止，而优秀在估值上是有边界的，虽然可以有多因素叠加所带来较宽的乘数空间，但它仍然应该在我们的可理解范围之内。

## 20、对操作策略和估值应用的一点思考 2013-09-27

从接触投资以来，我思考最多的应该就是操作体系和估值方法的实际应用了，前者过去谈过些，今天再与后者结合起来理解下。

其实就个人而言，我是不赞成大家过分重视估值的，因为这首先是个博弈的市场，且具备明显的不对称属性，每个领域都存在更全信息、更深理解的内行人士，他们是影响市场的重要力量，我们虽可在一定范围内建立起能力圈从而达到半内行的标准，却很难成为最接近真相的人，所以我们必须在诗外寻找优势，在心智能力上锻炼自己，而成熟心智模式的基础就是敬畏市场承认自己的渺小，估值却从态度上就不符合这种精神，它更多是由内而外的划定而非由外及内的聆听。但即便如此，我们仍旧需要一个起码的工具来对市场进行标示，关键是分清主次，不要刻舟求剑。

为了方便阐述我要通过一个简化的例子来描述，虽然不能模拟真实的市场，但可帮我们提炼出主要的逻辑。比方说有这样一个盖碗下藏钱来交易的市场，碗下会放张面值 20 或 100 的钞票，这时候让你来投资该怎么做呢，如果其它信息都不掌握，那就会估值混乱，从 20 到 100 都可以，你只能给出基本边界然后随机地参与波动，只有在市场跌到极限边界 20 以下时才能出现确定性的投资机会。而如果我们知道两钞票是对半出现的概率后，我们就可以给出 60 的理论估值，低于这个是机会反之则为风险。在这个过程中可以有 3 种操作模式，首先是由情绪决定的短线波动交易；然后是由逻辑决定的中线估值交易；再就是由事实决定的长线翻牌交易。

然而现实市场和以上理论是完全不同甚至相反的，因为总会有一群能更大概率掌握碗下金额的内行人参与，你会发现实际操作中高于理论估值的才是机会，低的却是风险，当然这里还会有 20 和 100 的估值边界，在极限边界外我们依旧可以获得理论上的确定性，也就是说如果你有足够的耐心等到极限位操作你还是可以获得确定性机会。但现实往往更残酷，它还有可能会出现很值钱的纪念币或一文不值的假币，虽然这种几率很低，但偶尔也会出现或被引导出这样的假想。那么我们发现最大的波动往往是在突破绝对边界的时候，也就是说在你觉得极不合理的估值位置往往是隐含了最大的机遇或者风险。除非你退出不玩，否则最好的办法就是追逐趋势，达到与内行人一致的行动效果，但这

会使趋势导致趋势，从而产生假动作增加我们对市场揣测的难度，更被动的是这样的行为还可能被利用而营造出完全虚假的猜测从而出现把低值假币当作纪念币来炒作的荒唐局面，当然这可以通过提高技术能力完成对趋势起蕴和延展的阶段认识来分辨，但这属于归纳逻辑的范畴，其背后需有一整套仓位及交易原则相支持，不在我们今天推演逻辑下的确定原则内。

从上我们可以看出，现实与理论的差异是由于信息不对称导致的博弈行为复杂化，我们对估值的使用一定要从务实角度出发，先把它当作理解市场的工具，从它的异常中读出市场的思考和预期点、标识出此基础上的赔率分布、然后才是具体的价值估算。因为估值的前提是真相不被充分掌握，否则便是确值了，所以我们心里要清楚这只是一个随时会因情况而改变的概数，除非是在绝对边界下注且具备极端事件的排除能力，就像上例中你虽不能清楚金额但却可辨别真假的话，那在 20 以下你就拥有了相当确定的机会。其实这也就是格雷厄姆的思想核心，只是他用了安全边际这样不太清晰的词，从而让人误以为是低估折让的含义。另外他所追求的破产清算价值高于购买价的极端边界太难出现，所以巴非特才会转到另外方向，就是成为绝对内行、不熟不做，但这是他中晚年才达到的境界，是之前长时间的沉淀使他成为多领域内行的，就早期来说，我认为他还是理解了格雷厄姆关于安全边际的核心，寻找基本面与估值的极限位而非低估位下手，只是格雷厄姆的极限指的是破产清算，我们的极限可以是企业最坏情况被排除就可以了，当然这就涉及到你对极限的认识能力，但无论如何，排除总比彻底掌握要简单一些。

接下来再谈谈我一直提倡的个性化操作策略，就是针对自身的能力圈情况而非股价可能有的运行轨迹来制定操作依据和估值参考，这样的好处是能令人放下得失心与各种不必要情绪来返观自身，实现与世界的合理对接。我觉得市场是一个博弈游戏，大家一定要明白自己处在什么样的位置上，知道与其他人的优劣差距在哪里，然后才能相应的做策略选择。像我自己对白酒的领悟相对好点，算半个内行，所以敢等底牌做长线，哪怕当时在外人看来估值高到离谱，但我心里对未来有个大概认识，愿在里面参与调整，很多时候都是看了一个牌后再去等下个牌的揭开，中间有过很多次震荡，有时也会有担心，怕把到手的利润吐回去，但觉得自己能理解这个行业，所以也就克服了这些情绪坚持下来。而去年到医药里只是因为判断不该有更坏的情况出现，但对究竟能多好还不清楚，不敢过分展望前景，所以拿了一年多的中线就退出了，把保住利润放首位，不觊觎行家的空间。而后到科技股里时，更多的是感觉到市场会向这个方向去，因为年初很多票的估值在往上抬，出现了估值异常，但由于自己完全是外行，只敢按中短线的标准来顺势做，在突破时追高进，虽然也找了理由来佐证自己，但心里并不坚定，所以短短几月就放弃了，这也是为什么很多朋友质疑我风格大变，其实是我没太搞懂的原因。



综上所述我们可以看到，内行的机会是最多最大的，只要能看清事实，大部分时候都可以参与市场，可以低买亦可高买，所以扩大能力圈让自己成为更多领域的内行是投资最关键之处；而外行只能放弃思考，尽量跟随市场做中短线，在估值反常时下手，低于合理位卖、高于合理位买，同时需要一整套的仓位及交易策略和趋势判断能力为辅助，以此对冲掉归纳逻辑下所必然导致的较高失误率；至于中间状态的机会则最少，只能耐心等到边界处下手，极低位买合理处卖，且需对极端情况有足够的理解和重视，通过与市场的心智较量获得中线机会，同时在过程中加快熟悉以便得到更长期的理解。

最后再说段题外话，有人以市场不同阶段的巨大差异来论证市场错误的存在，我觉得是不恰当的，其实从上面的简例可以看到，无论过程中如何定价，待底牌揭开时都会与之前的逻辑定价不同，我们不能用翻牌后的结果来否定之前的估值逻辑，因为前后的信息量是不一样的，是决定市场的信息因素起变化了，而非市场错误，这也是我经常说的非后验原则，逻辑正确和事实正确是两码事，而这才是决定中线与长线区别的核心之处。并且，虽然我不想说市场永远正确这样的话，但即便它是错的，你也该假认它正确。不和能决定你命运的人去争执对抗傻讲道理是我过去读史时的体会，对错是由强者来裁定的，其他人只应去观察决定强弱的因素和其改变的契机，否则就是政治上的幼稚与迂腐。像有些票炒的很离谱，有人说应该去放空，认为不符合估值常识，我说那文革也很不合理，你刚开始就能找到无数经济和社会上的证据来否定它，但它也持续了 10 年之久，站到它对立面的人都遭到了巨大的打击，而如果你等到 M 逝世后再来表态或许还可从中获益，所以找到导致其癫狂的主因并等待其变化的时机远比评判对错更有意义。当然，也许有人会介意去忍受较长时间的寂寞与痛苦去等待光明，以此弥补掉我们有可能对时机的把握不足，但前提是你得避免毁灭性的打击以活到胜利到来的时刻，故而拒绝负债买入与决不做空是原则性前提，这也是巴非特的坚持，从这点来看，巴老对市场同样是存有敬畏的。

## 21、对市场的一点认识 2014-05-27

前几天看篇文章，里面关于一群人各自独立做出判断的集体智慧会超过最优秀个体智慧的描述和认知模式部分比较引我注意，昨日群主邀我进行阅读点评，就联系到投资谈下吧。

一般来说基本面研究解决的是强度、时长问题，市场研究解决的是节奏、人性问题，虽然理论上前者是基础，但实务中后者的作用会更直接些且知道作用力的外加方式也能起到辅助前者的功能。而要研究市场就得先建立恰当的市场观，也就是如何去处理自己与市场的关系。我们知道它是个互换需求的场所，特点是有较多的层次和维度，比如个体整体、短期长期、相对绝对以及衍生出来的不同策略和逻辑立场等，其核心是多样性，动机以及逻辑的多样构成了这个需求交换场所。大部分人都不傻，他们的思维行动和认知方式也是通过正反馈形成的，区别仅在于不同的出发点和评价反馈机制，所以我们要承认市场在不同维度上的合理性，这是市场该得到尊重的理论基础，而多维思维就是帮我们尽量理解各群体的出发点，站在更高维度比如整体长期绝对角度上去形成认知捕捉机遇。屁股决定脑袋是人的通性，改变维度立场往往比更聪明的思考更有效，当然这需要我们舍弃一般意义上的激励评价反馈模式。

另外，市场在不同阶段和方面是有其效率区分的，我们有必要对其进行效率区分来制定相应的判断和策略。一般来说低效市场的机会多，但实现的慢，高效市场则反之。两种市场对投资人的要求也不同，低效市场要求深度、耐心、毅力与自信，高效市场则要求广度和应对同时配以一定的纠错及跟随能力。所以要首先判断好自己参与的是哪类型市场，然后才能界定出自己与市场的相互关系。如果是低效领域就要明白正因为市场的低效才给了难得的机遇，就要经得起折腾和等待，不能在时间的消磨与反复中动摇了信心。如果是高效领域就得以市场为先，不能固执己见、要有开放的学习心态。

一般来说群体越多、思维方式越不同的市场效率会越高，因为参与思考和表态的人多，而市场是集体智慧的最好表达场所，只有在参与群体数量不足以完成集体思维表达、或是数量足但情绪同质化丧失独立性时对抗市场才会有意义。我常和朋友说顶底都是在大众整体正确时才显现的，这个时候往往伴随着最确定的信息和走势，而只有最确定的正确才能导致人群的一致性行为及维度坍塌，市场也就丧失了其宝贵的多样性与智慧表达，也就是说，当市场多样性减少时它就处于低效阶段，多样性完全丧失时它就处于无效的非市场状态，所以市场永远正确的定语是恰当的，因为它不正确时已不能称之为市场。

（注：上面说的大众整体正确是指单维度的，多维度上不存在对错概念，而是多状态的同时并存。信息有不同的确定性，如果某个维度的确定性突然提高到

一定程度，那其他维度的权重就会降低，大家就容易被更确定的维度吸引集中，一般来说短期因素导致的市场降维比较多，常见于定量分析、走势分析或短期利好利空信息上，这一般导致中期顶或长期底。长期确定导致的过度升维则容易导致长期顶或中期底，主要多见于定性的过分理解上。）

当然，市场研究需要借助多种工具，对工具的态度和使用能力也直接影响到我们对市场的理解。如果把基本面比作路况、情绪控制能力比作胆量的话，再路熟胆大也没手持电筒的陌路胆怯之人行走轻松，加上每个人在情绪控制上都有其生物局限，尊重而非挑战这种局限才是智慧之举，这就需要借助工具的力量。我觉得在实际思考中应以基本面为体、市场分析为用、估值图形等工具为变，只要在这个框架里不孤立或错维使用就不会造成表多不知时的局面，毕竟位点清晰是和坐标的多维相联系的。如果我们把涨跌看作是市场的思考结果，图形结构就是把这一系列思考串起来形成的思路过程，它可以帮我们了解研究对象被市场演化和理解的进程与阶段，解决不同条件下的思考着力点，因为投资之难主要在于多方向矛盾信息的同时呈现及不同条件下的主次转换，图形对市场状态的标记可以帮助我们进行侧重，它不该用于预测，而应是揭示过程及可能性、展现市场对事物信息的理解角度和程度、同时也方便认清自己在牌局中的位置。当然，图形理解和基本面研究一样，都需要有过滤杂音和低效信息的能力，这涉及到相关的知识和理解，不在这次的话题之内。

以上是我的一些简单认识，有些部分没有具体展开，希望不会影响到理解。最后顺便再聊下上面提到的牌局位置，老巴的牌局傻瓜说大家都听过，有人问如何联系到股市中来，我说很简单，对着图形进行前推沙演就好了，把自己代入到过去的时点，找到重要的顶底发生区域，如果在当时的信息情况下不能得出之后的演变判断，那就说明这个游戏里有比你更高明的参与者，我们只能在逻辑延展时进行跟随而非对抗。如果进程中还不能理解图形与基本面的解释对应关系的话，那就表示它已彻底超出了能力范围，不离开就会成为牌局傻瓜了。

## 22、市场的不可知与可知 2014-06-15

上月末接受了一个电话采访昨晚刊发出来的，其中对市场的看法部分可以对我上篇文章进行补充认识，就把对话部分贴到这里好了。

赣江汇：您虽然未在专业投资机构工作过，但已经有相对成熟的投资思想和理念，是如何做到的？

MT03：我 99 年大学毕业后做了几年基层销售，因为不太喜欢当时的工作就一直有辞职转行的想法，00 年听朋友谈起股票时就留了点意，后来在书店看到本《证券分析》，冲它比较厚才买的，无意中接触到了价值经典也以此开始了理论入门，因为在小地方工作，没有证券公司可以开户，自己也没其他娱乐，所以就泡了 3 年的书本，03 年到广东时才办的开户手续，不久就成为职业股民了。现在回过头来看，当时让自己苦恼的事其实是种幸运，因为没有在无知与准备不足时进入市场。

赣江汇：您从《证券分析》入手，因此奠定了价值投资理念的基础。

MT03：看这本书是个偶然，但接受价值理念应该是必然，因为之前一直喜欢看企业经营管理方面的书，企业家传记和各种案例学习的也比较多，所以价值投资方面的书比较容易打动我引发持续学习的热情。恰逢 03 年到 06 年期间也是 A 股价值投资的黄金时期，只要稍微学习过价值理念都可以在当时获得比较好的回报，在正反馈的刺激下自然会强化这种理念的信仰。

赣江汇：那时开始您就重仓消费品股票，特别是白酒拿过很多年。

MT03：我的涉猎面比较窄，主要关注的是身边能接触到的行业，因为散户有天然信息劣势，不太可能脱离自己的生活建立能力圈，所以主要是在消费品、医药和零售里，特别对消费品这样的行业，由于不太存在突发的长效决定信息，不会像别的行业那样容易被订单、政策或上下游情况左右，即便是公司高管也不总能知道某项经营措施的有效性和下一季的收入发展，这就能让我们处于相对公平的信息环境中。

赣江汇：消费品公司大家都很熟悉，您如何建立自己研究和理解的相对优势？

MT03：一方面，持续研究会有个积累，经营管理和企业案例的书看的多，对企业的经营发展就能有大概的认识，看谁的认识和理解更好。另一方面，要从市场中寻找帮助，建立一个比较好的行为认知习惯。

当然，行为认知习惯是由反馈模式造成的，就拿持股周期和耐心来说，如果你找一个最活跃的投机者来许诺其锁定资金后的惊人回报，相信不太有人可以拒绝，这就是认知反馈带来的改变。但市场的涨跌和企业经营进程不是均匀分布的，而我们的认知模式容易均匀化，这就容易造成反馈偏差，所以要建立认识和反馈的对应系统。比如你是做价值投资的，那你的反馈源就必须放到企业中去，以企业拥有者的角度从经营层面对你的认识进行反馈。如果你是以市场回报进行反馈的，那就必须拥有对市场的认识能力。

这两方面各有利弊，前者的特点是相对简单，主要由企业的长期发展和资本的合理回报决定的。后者的特点是机会增多、幻觉也增多，且需要在前者的基础上进行，难度更大，需对接两个系统，属于升级阶段，毕竟先有价值然后才有价值交换的场所，市场是价值基础上的衍生物，是价值通过人性的映射，它由价值决定但又会复杂于价值。所以对市场的认识必须在这个前提下进行，把两种反馈源协调起来，否则容易造成反馈错乱从而影响到自己的认识。

当然，如果你认为这样太难，为了避免混乱只以企业拥有者的态度进行反馈也是可以。这样会简单很多，但是也容易陷入主观，失去了市场对你提供的帮助。很多人说巴菲特不关注或蔑视市场，但我认为他只是不太关注常态市场，你看他在极端市场时比谁都兴奋和敏锐，很多人只看到他对市场先生的讥讽，却没有意识到这种讥讽出现的时点本身就是关注与利用的结果。

赣江汇：您说的常态市场如何定义？

MT03：市场是个生态系统，常态是多维并存和多维制约，各维正态分布且相互制约，这个制约的随机偶然性导致了常态市场的不可知，这期间我们很难利用市场，只能以价值投资为主线去参与并对该阶段市场进程做到事后理解以便未来形成连贯认知就可以了。

那市场可知状态是什么阶段呢，很简单，就是维度向两端扩散，相互间的制约关系弱化，这会形成阶段性行情的明朗，但也往往意味着市场进入非常态构造区间，它不是一个精确时点和绝对可知的概念，而是一个过程，长度由确定性的被认知显形速度决定，同时显形速度推动确定性进一步的被认知加强，直到过分的升维降维同时进行形成共振。比如都知道贵了，但高维的认为长期因素的明朗足以修复价格的高昂、忽视了这种明朗是市场演化尾声带来的错觉性加强，低维的认为短期能涨就行了忽视了个体逻辑不适用于整体的悖论状态，而正态分布的中间维则迅速萎缩，维度制约消失，市场也就完成极限构造进入可利用阶段，当然这些判断的关键还是在于维度确定性是否被错觉性加强，这就需要对基本面的把握同时借助图形长期结构的演变来帮助理解。

我们再以钟摆为例，任意给你张钟摆截图你是无法判断它下一步的摆向的，但如果给的是极限位置的图你就能很轻易判断出它未来的方向，当然这个极限位置需要你对该钟情况的了解，也就是它的基本面能支持它摆动到哪里，市场只是在此基础上参杂了更多不同维度的摆动使得呈现了更复杂的结构，但基本原理是一样的。

所以我们不能简单的得出市场是不可知或可知的，关键要看它处于什么样的位置结构同时对应的是何种的基本面和估值情况，顶底的构造区间一定是简单可认知的，这和我之前文章里说格雷厄姆的安全边际是极限概念而非低估概念是一个道理，没有什么比清算更极限的吧，而极限往往是简单确定可认知的，这才是信心和赔率的来源，市场认识和价值认识的方法其实是相通的。

赣江汇：对钟摆方向的判断是否就是所谓的最小阻力的概念？

MT03：最小阻力概念其实是市场在不同阶段的衔接过程，维度制约的随机偶然及复杂性导致了市场的不可知，而某些维度的强化或其他维度的弱化就会构成行情的明朗，也就是最小阻力出现，就会形成一个感官上最直接和确定性的行情阶段，这个期间一般不长，大部分时候会进入另一个维度制约期，如果支持它的因素强化或弱化到了绝对阶段，无法进入新的常态制约状态，市场就容易呈现极限构造特点。

赣江汇：您当时写了篇文章，“对茅台的冷思考”，您是如何精准地判断茅台零售价 2000 多元是个极值，是不是凭常识？

MT03：不完全是常识，你看我卖出白酒后写过两次相关内容，一个是 11 年底从经营层面上认为零售价有可能见顶，再就是 12 年底从股票层面上谈，其实都借助了市场层面的帮助，利用市场来修正了自己的思考侧重点，如果仅从基本面角度是不太容易在那个时点得出判断的，当然，任何时候你都可以有多向判断，毕竟多方向信息总是同时矛盾呈现的，恰当的判断还是需要理解的侧重与立足转换来完成。11 年底茅台零售价 2000 多元时我跟一个很大的白酒经销商吃饭，当时他跟我说茅台零售价会涨到 5000，现在看这是个笑话，但当时不是，那是行业共识，这些人在行业里很多年，是真正的内部人士，但依旧会错判。很多事情之后看是常识，之前并不是，当时看到的都是确定性，正因为这样的确定才会让行为走向极端，这也是我上篇文章里讲的顶底都是在大众正确中形成的原因，当然这个正确指的是错误维度上的正确，所以侧重和转换比深入思考更重要。

赣江汇：您个人是如何把对市场状态的识别应用于投资实践的？

MT03：我个人的投资经历有 3 个阶段，回报主要由 03 到 06 年以及 09 到 13 年 2 个阶段构成，这两个阶段回报比较惊人，中间的 2 年是转型期，没什么收益，也没沾过牛市的光，不过也正是那全面反思的两年，为之后的进步打下了基础。前个阶段主要是信仰价值理念的功劳，但也恰好是生逢在价值理念在中国普及的过程，机会多且识别简单，那时候只要你正经把价值大师的书都看一遍都可以取得很好的成绩。后个阶段虽然也都是长期持仓投资，但背后的心理活动不同了，进入到把价值放到市场理解中去审视的阶段。前个时期我是没有市场概念的，属于远离市场的纯价值派别，后个时期是我把市场理解反馈到价值判断的阶段，虽然两个阶段的表现行动差不多，但背后的决策判断数量有很大不同，过程的困扰后期也要少点。

另外，对市场认识可以帮助我们规避掉重大失误，但它对挣钱帮助不大，因为中间的不可知阶段呈现高度的复杂性，所以需要我们借助基本面的理解来度过常态市场。你像我过去主要买过白酒两次底和医药一次底，再就是去年中买的武商底，但这 4 次的回报就很不相同。虽然市场维度演变过程类似，但期间的逻辑并不相同，03 年和 08 年的白酒底以及 11 年的医药底都是杀估值的过程，并没有杀长期逻辑，这时一旦到了市场的极限区域，介入很快就能有大收益。但 13 年对武商底部区域的认识，就没有带来特别可观的回报，区别在于零售被行业长期逻辑制约，个体逻辑的显现需要一个更艰难的过程，这就在市场上呈现出一个高度复杂的中期结构，也就不容易收到快速成效。

赣江汇：如何用您的框架来分析现在的市场？上证指数和创业板指数走势的背离是否到了某种极值。

MT03：我对指数关注的少，就只谈谈目前比较热的成长股投资吧。我们可以把市场划分为低风险、潜在风险和绝对风险三个阶段，低风险阶段就是看错了也不会亏钱，像我去年初做大族时其实是判断错了它的业绩增长，但并没有影响到获利。而潜在风险阶段就是必须要判断对，对了一定赚钱，错了肯定会亏钱。绝对风险状态就是你判断对了也会亏钱的，哪怕达到或超过预期也会亏钱，比如 07 年的高端白酒和地产银行就是这样，虽然大家所有的增长预期都实现了，但这么多年下来依旧是负收益。我感觉目前的成长股投资应该还是处在潜在风险阶段，除非整体错判，否则应该还是有成功的机会。

赣江汇：既然成长股现在只处在潜在风险阶段，您为什么不参与？

MT03：我过去十年实际上是以高成长投资为主，去年下半年改投了低估值股票。并不是我放弃了成长理念，只是我认为万物皆有价，当价格补偿到了一定程度，则应该相应的转换立场。我可以为了企业的成长去等待，去憧憬企业的未来，但是我不会为这个憧憬支付太多额外代价，我把企业的成长当作安全边际，然后立足于当下来支付价格。过去的市场体系里的估值差对成长股有

利，成长 20-30 倍，非成长股也有 15-20 倍，市场没有区分开成长和非成长，投资人为成长支付的溢价不十分明显，但现在的估值差已经扩大到 3 到 5 倍之多，只有极度精准的成长判断才能够覆盖掉风险利差。

其次，过去的成长股大部分是在存量的基础上展望增量，而增量格局一般由存量格局来确定，这样在存量可见的局面下可推导性强、确定度高，所以集中投资模式是可行的。但现在这种新经济局势下就不太一样，主要由供给创造需求，以增量为主，没有存量作为参考，而增量往往爆发迅速，对外部投资者来说常常措手不及，要参与可以，要么撞大运要么分散投资，而一旦分散的话，整体平均后能给你提供的超额收益又不见得能弥补风险差了，而两难境界又恰好是我不愿面对的，这是我从成长投资转向防守的主要原因，当然从事后来看，这样的转换产生了一些遗憾。

赣江汇：文化传媒消费拥有巨大的市场空间，现在具备这样一个存量市场，是否可以去看增量市场？

MT03：这类股票存在的一个问题是，资本在利益分配环节里的话语权不强。我们投资时，不只是看供需，还得看利基市场最终由谁来占有分配。企业经营有各方面的要素，资本只是其中之一。过去传统的成长股企业，资本要素往往居首。你茅台炒再高也不能套现再办一个，因为品牌资产在公司，所以我过去一直很强调资本的参与形式就是这个道理。

赣江汇：根据您的分析体系，跌了七年的 A 股，是否接近大牛市大系统性机会的来临？

MT03：我目前感觉还不具备共振的基础，大行情是共振产生的，现阶段向上和向下的大的共振都不太会有。我倾向于仍处于分化延续阶段，个别传统经济里的价值股进入低风险期，新经济处于潜在风险期。既然前者进入了潜在收益期，我们就该耐心等待，因为市场收益的实现是不均匀的，两三年的等待，可能一个月就涨上去了，但折算成年回报率可能并不差，对于价值投资者来说目前应该算是不错的时机。

赣江汇：具体来说有哪些投资线索值得关注，白酒是否进入了潜在收益区？

MT03：我跟踪的行业并不多，白酒已经到了寻底阶段，大部分的股价风险应该是释放了，今年可能会呈现底部构造，只是基本面目前还没到最坏的时候，估计中报后陆续还会有让人不快的信息出来，但下半年出现最低区域应该还是大概率，只是和 03、08 年不同的是脱离底部的速度和强度会差一些，但行业集中的超长期逻辑还是存在的，可以慢慢来，不用像前两次那么着急。



白酒股我之前划分过三类，有的是作死也不会死的，不作死就可以把别人弄死；有的是不作死也会死；还有就是不作死就不会死。前者股价弹性差，所以我主要关注后者，只是很遗憾，这次的行业调整大部分企业都没有进行最正确的应对，走向乱出招的作死之路，现在只能看谁纠正和恢复的好了。

赣江汇：强周期股票的机会呢，很多都处在估值历史低位。

MT03：我不关心强周期股。我 05 年写过篇 “估值的有趣想象”，那里有我的基本指导思想。如果在足够长的时间段里来看，稳定持续的盈利能力比一切都重要。

赣江汇：说说您的“10-3 原则”，另外现在还能选出合适的成长股吗？

MT03：“10-3 原则”就是首先判断这个企业 10 年后也一定要存在，且逻辑上有更好的可能，这是前提，毕竟投资最大的风险是企业的消亡。然后就是论证出它 3 年内能出现盈利提升和估值提升，前者需要对企业有了解，后者需要对市场有认识。

至于成长股选择，我有个数据系统披露了很多年，主要是偏重于成长参数的，现在还是选能选出一些标的，但是选出来是一回事，敢不敢买是另外一回事，现在能让我投入身家的数据选出股不太有，我内心还是有价值信仰的，所以现阶段没有怎么使用这个系统。

赣江汇：前面您说到常态市场要坚守价值投资，但很多人认为 A 股因盛行炒作而缺乏效率。

MT03：我们不能仅从个人感官上判断，而是要以数据和跟踪测试来证实。从数据模型的测试披露结果看，只要长期坚持财务数据选出，还是能明显超越市场的，说明市场对价值有一个效率反映。如果加入市场阶段强度的配合选出，测试结果又更好些。这个测试覆盖了非金融类的所有股票，数据跑了 10 年，说明中国市场效率还是可以的，所以我们要相信价值投资在 A 股的适用性。

赣江汇：我们知道 A 股存在一些制度的缺陷，资本市场的双向开放是否会带来效率提升？

MT03：这个世界是混沌存在的，高效往往伴随着低效，可能有些方面是高效的，某些方面看又是低效的。比如去年的成长股，它是高效的吗？对应它的成长性 is 高效的，但从资本回报和长期存在能力看有些方面又是低效的。我们

不能一定说欧美和香港市场一定是高效的，他们可能在某一个层面是高效的，某个层面是低效的。你要清楚所在市场的侧重点在哪里，即所谓的市场偏好。

赣江汇：我看您平时关注的信息面很广，经常在朋友圈分享一些宏观的有大局观的文章。

MT03：我是个很微观的人，现在看宏观东西是属于缺啥补啥吧。就好像我当初学价值投资时，和朋友聊的都是价值理念和估值模型，现在不太聊是因为过了那个阶段，所以近来看宏观的会多一点，但骨子里还是微观思维。

赣江汇：您把股市看作是一个游戏，也很注重市场情绪和博弈的把握。

MT03：人性和情绪只是影响市场的一个维度而已，只是阶段性的约束，长期不是主导性的。我们对这些不能贴的太近。就像以前学小提琴，老师告诉我不要把耳朵贴音箱的太近，那样会觉得拉的挺好听，但别人未必觉得。市场研究和基本面研究一样都需要有个过滤无效信息和杂音的过程，任何一个企业每天都有现实层面的信息变化，如果你所有的信息都去处理的话基本面投资没法做。我们肯定要有自己的维度和框架去过滤杂音，这样价值投资才不会无所适从，市场研究也一样。索罗斯以前说每天上班的人其实并不清楚自己该干什么，这其实就是区分和过滤的意思。

## 23、白酒观点 2014-12-29

前几天老乡群主要我谈下对白酒的观点，我简单写了下，也到这里贴下好了。其实现在不是谈白酒观点最好的时候，因为市场已经过了确定期进入了复杂阶段，之前我判断今年会出现股价的底部，这个底部会长期有效，很难被实质性破坏，那个位置再坏的消息也应当好消息对待，但现在已经进入真实信息引导的阶段，已没有市场的额外保护了。并且我认为这次不会像前两次大底后那样走单边，过程应该会非常漫长、复杂和反复，远期看是还有历史新高的逻辑，但过程会很漫长和复杂，基本观点如下：

1、白酒需求高峰已过，未来人均与人次都没有太大提升空间，而这个行业轻资产低负债的特点导致供给不容易相应退出，所以应会有多次反复。

2、茅台的零售价格长期看可能还有下降空间，我们要假想它再下两个台阶后所引起的一系列格局变化（虽不见得一定成真，但需要做这样的推演准

备）。不能只看它一时的消化情况，要考虑到别人被它逼下去后的反拉扯，长期合理价应等于其目标消费群体四人饭局的菜金价格。

3、集中度提升的逻辑会长期存在，应对得当的以后就可能有历史新高，但这逻辑是把双刃剑，它意味着漫长激烈的竞争过程。

4、无论过程有多残酷，有特色的白酒品牌和产品都一定会留存下来，所以再难的时候都不要自己吓自己。因为白酒是一个附加了许多文化情感因素的特殊产业，这决定了它不可能形成其他快消品那样的少数品牌格局，因为市场的多寡细分是和情感含量正相关的，竞争改变不了这个基本的需求选择。

5、妥协式并购会是最好的手段，但不是国际酒业整合时那种扩张式并购方式，那容易消耗实力且增加被攻击点和包袱，毕竟我们的竞争格局和它们那不一样。

6、妥协式并购需要先有一个激烈竞争为前提，在交错地带发起打击对手利润规模的竞争，让它消耗费用过苦日子，然后以一个看上去的高价并购来消除竞争恢复利润实现高回报，所以并购时间不应该是现在，最好是2、3年后，从这个角度看，这两年大家也不会太难过。

7、正确寻找对手应成为行业默契，主要的名酒之间不应轻易开战，这会延长行业的低迷时间，最好是各自针对势力范围内的区域品牌实行局部战役，加大地面投入，把待并购的区域品牌引入费用消耗中，从而实现最终的妥协并购，要以长期增强而非一时的份额和收入规模为目的，否则容易陷入投入依赖的恶性循环。

8、未来白酒版图应该是以各自香型偏好区域形成割据，把容易经营好的割据地带稳固住、提升这些地方的集中度就可以了，混合地带不应成为主战场。

9、80到150价格带的产品是我最喜欢的，兼备了盈利、成长以及定位安全性，这部分的公司超长期看历史新高的可能性最大。

## 24、谈谈西王食品 2014-12-30

在帖里谈过新开西王的主要思路，今天有空就再发个主贴补充下，也希望得到业内专家的指点。

1、近期食用油降价引致西王股价疲软，但与市场认识相反，我认为食用油的降价周期已经结束，其实大宗油脂已走了7年大熊，下跌幅度和时间非常充分，特别是2010年后更是持续了4年的单边下跌，所有对空头有利的因素在今年基本全部高强度同时呈现，气候、库存、政策、油价、需求、汇率等等都处于罕见的同向配合阶段，包括进口融资这样的投机性行为也达到过高峰，空头很难再找到更强的新增力量。从技术的角度，近期的油价大跌也只是让食用油脂小幅度新低后便企稳，这和历史上油价大跌导致的油脂价格变动幅度差别甚大，反映出油脂市场在现阶段对利空的反应，符合底部特征。毕竟石油价格关系到农业生产成本、运输以及生物能源需求等一系列方面，与油脂的关联度不低，所以这样反常的强度背离应该值得我们重视。

2、虽然从多头角度暂时还没有高确定性因素，但考虑到空头大牌已出，哪怕是一些不能事先确定的事情也应纳入多头思考范围，这是黑天鹅投资法则。有人认为靠黑天鹅事件获利只是一件凭靠运气的事情，非投资范畴，其实不然，因为位置、阶段和赔率的选择是黑天鹅投资成功的前提，这些是可以相对确定的，只是黑天鹅的时机和幅度无从把握而已，就像前几月我和朋友讨论判断机械重工航空钢铁工程这些是市场底部后又认为基本面不够好加上自己不熟悉而放弃，谁能想到后面会有这样预想不到的意外改变呢，所以在两可位置盼望黑天鹅是意淫，在极限位置对黑天鹅进行考虑则属于正常的投资思考。而我心目中的油脂空头黑天鹅还有厄尔尼诺、人民币贬值、美国农业减产、印尼马来恢复执行出口关税、突发自然灾害等等一系列事件，每一个在现在位置上都可以不同程度逆转油脂趋势，而且我们还不用付出太大的代价和潜在风险来展望它们。当然，考虑到油脂大熊已久，即便是底部也会比较漫长，再传导到品牌油上还需要更长的时间，但不妨碍我们提早进行推演，更重要的是能够帮助我们对近期食用油降价导致西王股价下跌的事件作出恰当的性质判断。

3、玉米油区别于大宗油脂的是，它不属于贸易油种，不是成本定价模式，所以在油脂反转后能获取相对更高的经营利润，消费品属性会显现出来，大宗油脂下跌时会压制其定价呈现大宗属性，油脂上涨后却不会导致其成本上行，所以如果油脂价格反转玉米油弹性将被显著放大。并且由于玉米原料主要由国内提供，远高于国际市场，而导致玉米高位的最重要因素是国家收储，考虑到仓容已然不足，天量库存如堰塞湖压顶，加之中下游对市场化价格机制的呼声，国家很有可能由收储改为直补，如此则玉米下行将为大概率事件，即便其

它方面出现意外也可以放储来平抑，最坏也就是维持现状，而玉米价格一旦下行势必刺激加工行业，作为胚芽原料供应也可打开，有利于成本及规模改变。另外，由于玉米油只是玉米加工的副产品，其经济价值只占玉米产出的 10% 不到，且对原料依赖较高，所以不太容易出现改变现有生产经营格局的情况。

4、我们不能以近几年大宗油脂超级熊市时玉米油的表现来判断其前景，在过去油脂高位时玉米油曾经长时间实现了超高速增长，当时的增长逻辑仍然存在，只是因大宗油脂的性价替代性增强而暂时压制，若油脂见底反转的判断成立则高增长空间将被大幅度打开。

5、近几年粮油巨头相继进入玉米油领域，且相对西王定价更低，但由于它们仅是作为品类补充，原料及品质也都不具备优势，错开的定位其实是有助于培养消费者对该油种的认识，我觉得在前期巨头的加入是有助于做大品类的，后期则主要看大家各自的定位与经营，就目前来说西王尚不丢分。

6、作为三大健康油种之一的玉米油定价尚有挖掘空间，由于其附产品的生产特点，供给不受需求调节，在需求还没有被充分培养的阶段容易造成价格偏低，随着需求培养，价格模式有被改变的可能，加上玉米油消费比例较美国低出很多，而国内玉米种植面积连年增加，从油脂进口依存安全度的角度考虑也应该会提高玉米油的占比，未来还是存在价量逻辑的可能性。

7、公司今年清理整顿渠道等行为虽然导致出现了一个经营低点，但有利于未来轻装上阵，对山东本土渠道开刀也体现了公司的决心与魄力，加上其放弃散油将产能全部投入小包装以及在其它高端油种的品类外延行动也令我感觉非常正面，且这些外延都有助于公司品牌内涵的强化，我也比较看好橄榄玉米油的定位与细分市场创造，特别是今年大股东包揽 6 亿定增近期通过为大概率事件，联系到其一系列举动及近期表态我们有理由相信公司还会有较大的举措陆续推出，如果说前面那些分析能够让我们得出存量业务及环境目前处于不会再坏的情况，那就拥有了一个比较好的赔率去期望或许会有好的好事，这是我的主要思路，但由于其中牵扯到了较多的臆断，所以还是希望能得到行家的指正，谢谢。

## 25、对研究的一些认识 2015-03-24

研究有边际效益问题，要找效益大的地方投入，不同阶段有不同的研究要求，大部分时候只要同步于市场进行理解就可以了，但被市场多频次演绎后就得出在市场认识的基础上进行超越、要和市场比深度和远度，极端共识区域就得尽量找市场认识的相反点、要和市场比角度，这几个层次的难度是递进的，所以要有阶段认识能力相辅助才容易进行。

各方面都完美的系统是不可能长期存在的，放弃效率和短期安全的系统往往才会是长期安全和可重复的，这不太符合人性，也就保证了系统的独特和有效性，也有利于将精力放在长期要素和战略点的思考上。

研究有三个着力点，产品研究（可以帮助理解生意模式和估值模式）、格局研究（可以帮助理解发展路径和可把握程度）、股价阶段分析（可以帮助解决视角力度以及预期的程度理解）阶段分析能解决赔率分布问题，基本面研究可以解决空间、方向和信心问题，阶段认识是相对次要的辅助工具，不能夸大但也不能没有

守正出奇求变，研究上的“正”就是逻辑风格，这个要稳定，不能功利性的变来变去，但视角要灵活，这是“奇”，要不停的转换视角去看待问题。再就是要有挖掘变化的能力，这是超额收益的来源。

尽量寻找虚实结合的标的，实是落脚点和确定性，绝不能错；虚是展望、是臆想，也是大利润的来源，上面说的求变就是这意思，既然是变化中的那自然不能太追求准确，有个大概就可以了，对了是命好，错了就拉倒，所以要严肃活泼的进行研究，严谨的寻找确定性，也要敢于不那么严谨的拥抱不确定，冲它而来但别为它过分支付。

涨跌都能令人坚定的才是好标的，跌令实的更实，因为价钱便宜了，涨令虚处显得确定，因为得到市场的确认和佐证了，这就是虚实结合带来的效果，如果涨几十个点就让人有想卖的感觉，那就说明虚处不足，就不太可能是好选择，最后也许连那几十个点也不容易挣到。反过来也是一样，跌了不敢重仓加的就说明实处不够，要多检讨下自己对确定性的把握能力。一般来说，长牛好票都是那种能持续化虚为实、以实展虚且不断良性循环的。

研究时应先把前提定好，是战略考虑还是战术选择，如果是战略考虑那就不要去管什么价格包含或预期差，如果是战术动作就应对市场进行分析，着重于市场理解。战术战略一致性的机会实现起来会更简单轻松。战略决定期要以

企业质量为先，非战略决定期要以市场的预期包含程度为先。最好在跌的时候研究票，即便是上升过程也尽量选择回调的时候做研究，不是从操作角度，而是从研究的冷静客观和时间从容出发，负面情绪下得出的乐观判断也比正面情绪下的乐观判断更容易准确也谨慎。信息的价值与被市场演绎的频次负相关，但不能以市场是否都知道该信息来衡量其有效性，只要未对其进行恰当的演绎，则该信息是否被广为人知并不重要，毕竟会有很多因素压抑市场对信息的体现和理解。反之，即便是市场完全未知的信息，如果股价已经演绎过了，其价值仍旧要相应的给予折扣。顶底两端是最重要范畴，这个清楚了才会有方向感，所以要对各重要阶段的顶底进行标注，找出当时对应的基本面和估值体系，然后将其与当下对比，找出不同和相同的地方，建立基本面坐标体系，这样可以有参照，就容易有方向感，这需要对基本面和整个估值体系及逻辑和市场心理进行理解。顶底是一个范围，这个范围可以很宽，不能用一个数量来界定，关键看在你逻辑风格中是否可逆。不同投资周期的研究要求也是不同的，长线落脚点是事实与可能性，中线落脚点是预期与市场的匹配，短线落脚点是情绪及信息扰动，这三点经常会不统一，但有时会相通，只是呈现方式与周全性不同。市场在不断变化，企业也在不断变化，变化是常态，所以任何时候都要多方向的反复审视，对世界有敬畏心，这个敬畏就是要认识到事物总是在不断变化和出现意外的，所以要尽量让自己处于有保护的状态，尽量多的假设极端情况下的可靠性。

## 26、高毅资产冯柳分享逆向投资核心方法 2016-10-10

“这个世界是复杂且充满变化的，我们挣的是角度和变化的钱而不是纠正市场错误的钱，市场是永远正确的，关键是在其正确被反复证明后的逆向而行，一定要避开它的正确被展开的过程。”

在 A 股市场目前持续低迷的市道中，如何抓住稀缺机会以实现较好生存成为市场参与者关注的话题。高毅资产冯柳是知名的价值投资人，擅长逆向投资，本报记者就此专访了冯柳，就相关问题分享其投资方法。

上海证券报：逆向投资的核心要素是什么？

冯柳：核心是在负面思考的时候买入，下跌只是负面思考的表象，但不是所有下跌都代表充分的负面思考，有时不那么充分的上涨也可能是另一种负面思考。

这个世界是复杂且充满变化的，我们挣的是角度和变化的钱而不是纠正市场错误的钱，市场是永远正确的，关键是在其正确被反复证明后的逆向而行，一定要避开它的正确被展开的过程。

大部分事物都可以有不同的角度和理解，当负面被充分体现后正面解读便可展开，即便暂时没有，但当其负面被如此显著的呈现出来后，积极的变化也会自然而然。

上海证券报：市场永远正确这话怎么理解，它一会涨一会跌，到底是涨正确还是跌正确呢？

冯柳：都正确，涨的时候是往好的方面想，跌的时候是往坏的方面想，每个涨跌都是一个角度和思维过程，理解市场就是去理解它在涨跌中的思考及侧重，然后将其融入到自身的研究中，市场是集体智慧的体现，它可以帮助我们完善视角同时获得时间感和进程思维，因为市场在不同信息和状态下给出过非常多的定价、预期和思维过程，这里包含了极大的多样性和逻辑性，了解这些对我们的投资是非常有益的，可以更全面客观的去理解企业。

当然，永远正确只是一个强调，因为角度维度的原因必然会伴生某些方面的不正确，但你必须先认识到它的正确才能理解不正确。另外，我们不能用事后的结果去评判事前的市场，那是完全不同的信息基础和可能性，它的正确只在当下。

上海证券报：集中投资的核心要素是什么？

冯柳：是确定性，也就是概率，但由于你觉得确定的别人也会觉得，这就会降低“赔率”，这两点一般会相反，但偶尔也会有不同框架下的一致，因为我一向把“赔率”放在概率前面来思考，所以会分散买很多个股票来跟踪，只有发现两者统一的时候才会重点集中。

上海证券报：挖掘股票的策略是怎么样，选股的核心标准是什么？

冯柳：好的生意模式同时还符合可预期、可展望、可想象这三个要求，可预期就是要搞明白1年内的业绩和估值情况，可展望就是要能大致感受出企业三年的发展路径，可想象就是要能对10年后的未来有所期盼，可以很模糊，但得有想头。前两条决定企业的业绩及可持续性，最后一条决定能否在估值上升的情况下表达业绩。



另外就是要界定好是战略性还是战术性的投资，战略性的就买热点买龙头，买大家最想要的好公司，贵点都可以；战术性的就是买冷门，博弈打法，拣大家暂时不要但基本面并不差的公司，在价格的保护下等待变化产生。

上海证券报：在挖掘拐点型公司方面，您有哪些心得体会？

冯柳：我比较喜欢去抄底，但对拐点型公司没有特别喜好，我把下跌分为杀估值、杀业绩（经营节奏）和杀逻辑。杀估值的最好，因为跌下来后导致其下跌的因素就解除了；杀业绩的就其次，但只要针对其经营节奏和变化进行投资也是很好的机会；最要小心的就是杀逻辑的，这个一般不建议参与，很难抄对。

当然这三种杀跌有时会混在一起，有可能从杀估值开始然后业绩节奏变差最后发现原来是逻辑改变了，这就比较悲剧，所以一定要借助市场的智慧进行判断，用复杂去化解复杂，万不可自作聪明，这个市场最不缺的就是聪明，个人力量在巨复杂体系面前是微不足道的，要弃智和谦卑，用常识、信仰以及运气去面对。

上海证券报：您是集中持股、不控制回撤、不做对冲的方式，当遇到市场波动时，怎样应对？能否总结方法，并举个以往的例子来说明？

冯柳：我不去应对，就在里面不动，对我来说波动不是风险，虽然会影响点心情和机动性，其实很多市场风险都可以通过选股来化解，我大部分收益都是在熊市中完成的，你把个股想清楚就好了，当然碰到 08 年那样的系统性熊市就会比较受伤，但即便重来一次我还是会选择不躲避。

这样看上去有点蠢，但可让我处于一个简单的心理及思维环境中，降低投资的复杂度，很多人其实都是在各种纠结中错过机遇却没有如愿规避掉相应的风险。市场的方向简单但过程复杂，正是这种简单与复杂结合的特点才会导致人们去做那些自以为聪明的举动，只有承认自己不具备挑战复杂的能力及心性，把系统性的损失当作理所应当的义务来面对，就能平静安心下来做好个股，自然能够更坦然的去面对波动及考验，同时获得超越他人的情绪与心智力量。

上海证券报：如果市场长时间不认可您买入的股票怎么办，会考虑止损吗？

冯柳：在股市里时间是最不值钱的，方向和可能的变化才有价值，所以我不太追求效率，长时间的等待是我一直以来的经历，这并不影响回报。

但因为这个世界是复杂且多可能性的，很多事情即便你对了也可能会有不好的结果，结善缘开恶果的情形并不少见，何况有可能是真的错了，所以有一个提醒和纠正的机制是必要的，但这和耐心等待与坚持并不冲突，区别就在于有没有感到意外和不理解。

上海证券报：您是如何理解博弈论并结合投资实践的？

冯柳：我会做个划分，首选高关注度低购买度的，估值容易抬升；回避高关注度高购买或低卖出度的，这个估值有下行压力；低关注低购买或高卖出的估值虽低但提高缓慢；低关注度高购买或低卖出时估值不容易有大变化；关注度可以从报告以及交流热度上得知，购买度可以从图形阶段及筹码结构上得知。

上海证券报：您持股集中又长期投资，换手率应该很低吧？

冯柳：不低，我只是主仓不太动，但有很多小仓会经常调整，这是我与市场保持连接的方式，我的静是来源于动的，在我确立主仓前，我会与很多票建立连接，反复的试错，反复的开仓，通过增减来感受自己的内心。

我以前常说投资要听三个声音，一是企业的声音，就是了解企业基本面，二是市场的声音，就是前面讲的借助市场智慧完善认识，三是自己内心的声音，这是获得角度感和进程感的方式。

毕竟主仓事关重大，长期持有的过程中又会碰到许多考验，极端情况下一定会放大自己内心的缺点，倾听和体会的过程就是通过增减不断假设和变换角度，每个人都会有仓位思维，都会有被屁股影响的时候，这些都是很自然的人性，不用去对抗它，利用好自己的情绪，引动它的变化从而获得更多层次的思考与总结。

## 27、投研内训 2 | 冯柳：如何做好投研选择题 2017-01-25

本文为高毅资产董事总经理、投资经理冯柳与研究员团队作投研分享讨论的部分纪要。

（以下参与讨论发言的基金经理还包括：高毅资产董事长 邱国鹭；高毅资产首席投资官 邓晓峰；高毅资产董事总经理 孙庆瑞；高毅资产董事总经理 王世宏）

冯柳：我是那种研究领域较窄，且对新事物学习速度较慢的人，而很多机会是藏在新东西里，所以在研究支持方面，我希望研究员能多传递新的信息给我，平时我在独立研究方面花费时间比较少，主要是在市场已有的研究和结论基础上去做选择。

邱国鹭：可以讲讲你希望研究员怎么去做研究，或者你希望从研究员那里得到什么样的支持。

冯柳：因为我习惯做选择，能够在已有的范围内做出相对好的选择，所以，我希望能够看到更多的东西，这样我能更好地进行选择。我不太擅长琢磨大方向将往哪里走，这需要学习能力和对新东西的接受能力，这么多年，我很少独立做研究，因为不擅长，所以我从来都是做白马不做黑马。通常会把别人研究好的、我觉得有道理的东西全部列出来，然后从中挑选。如果让我独立做研究，我很容易走偏，拘泥于一处走不出来。有时候可能看到我有几处神来之笔，但也会看到我有一些股票会表现的很差。实际上，表现好坏都与我无关，主要是运气。我在学习新事物和方向感方面没有优势，所以我最希望能像孙总那样对大方向有所把握。我最开始见到邱总时也是这么说的，我是思考能力、选择能力不错，但是学习和独立研究能力不足，所以这么多年来我花在研究上的精力较少，所以研究经验的分享我真讲不出来。

邱国鹭：你对乳制品、博彩业、保健品的思考都算研究，你的研究效率其实很高。这怎么不算研究呢？

冯柳：这些都不算研究，都只能算选择。我会把所有的东西罗列出来，思考涨的理由是否可延展，跌的逻辑是否可被化解。2015 年底选择的那个标的，股价涨了一波后被业绩打下来，我觉得涨的逻辑还没有完全展开，而跌的逻辑在跌下来就可以消失，因此我是在做选择而不是做研究。

邱国鹭：这样很好！研究员们可以提供选择题给冯总，让冯总从 ABCD 中去勾选。

冯柳：我希望得到的研究支持不是结论，因为给了我结论反而让我不知道如何决策。希望大家把所有的可能性（无论好坏）都列给我，最好结合历史上涨跌的原因，然后我就知道如何选择。例如在大家都抛弃医药股的时候，我能够在医药股最底部时看多它，这种选择对我是很容易的，前提是要把好的坏的方面都罗列出来。我喜欢做关注度很高的票，因为关注度高，我能知道大家在想什么；对于关注度低的票，我不知道大家在想什么，因而无从进行选择。历史上我自以为是的研究基本都是错的，选择则基本都对。

我希望知道在股票涨跌的时候市场在想什么，最好有一个进程图，这样我就知道如何选择。不是我看到了别人看不到的东西，而是我觉得是市场展现出一个逻辑，又展现出另一个逻辑，我会思考倾向于选择哪一个逻辑。我们参与市场的时候，要听最强者的声音，尊重对手，跌的时候要听看空的人的声音，涨的时候听看多的人的声音。市场是不断交替的，多的理由和空的理由都存在，市场演绎多的时候，要记住那里还有一个空的理由，当多方的理由不充分时，就选择加入空方。这个过程中，没有我的研究见解，更多是我的猜测和选边。

这个世界没有真相，我们认为的真相往往是一种偏见或者说是一种阶段性的逻辑。这个世界太复杂，我们没有办法去认知。我认为市场都是对的，关键是我们什么时候去选择相信什么。所以，我不进行研究，一般做选择。

研究员能把一个公司好的方面和坏的方面罗列给我，同时有倾向性的观点，这样对我帮助更大，方便我更好地进行选择。我最需要的是全面的呈现，当然最好是和过去股票波动结合起来的呈现，这样我能够去做选择。我做这么多年股票，大部分的研究预测都没有实现，有的人奇怪为什么我经常能在股价的最低区域去买，认为我的研究超越了市场，但其实并没有，我也是读别人的研究报告，只是我在合适的时间进行选择。我非常重视主导趋势的逻辑，在下跌的时候应该把所有看多的逻辑放在一边，全面理解看空的逻辑，当觉得看空的逻辑已经体现后，再去想看多的逻辑，过早思考看多的逻辑容易出现偏见。

另外我是孙总（注：高毅资产董事总经理 孙庆瑞）的粉丝，因为孙总的方向很对，要站对大时代、大潮流，在鸡毛蒜皮里选择没有什么意义。所以，我最希望得到孙总那样的支持，同时我还希望研究员能带给我各方面全面的呈现，方便我进行选择。当然，我并不希望大家像我一样，因为我是散户出身，散户做研究的结果往往是靠碰运气，你以为研究对了，其实赚的是运气的钱，运气不好就会很惨。因为散户的研究大多很片面，并且容易陷入偏见，所以我自己不怎么做研究。我发现这样自己越走路越窄，因而希望能加入团队合作；

希望大家能够帮助我，像孙总一样指明方向，研究员帮我呈现细节，然后我进行选择。

我之前是站在散户的立场不赞成过度依赖研究，但是后来听了邓总、世宏总的研究后，感到很震撼，包括世宏总对地产股的研究，邓总对电力、汽车股的研究。我觉得他们这是很强的能力，拥有这种能力之后会很有底气。我是做长逻辑，所以持仓时间比较长，但是很多时候我自己不太有主意，但却时时刻刻在想别人的研究逻辑是否是对的。很多股票我自己不敢碰，因此错过了很多票，虽然我知道可能会有机会，但没底气，总希望市场呈现出一种力量后再给我机会，但很多时候等市场呈现了这种力量之后往往并不会给我机会，这样我会错过很多，以前我认为这种钱我是没法赚到的。大部分时候市场多种逻辑交互出现，这种时候我们只需分辨什么逻辑可以延展、什么逻辑是可以等其自身消除然后再介入，但很多时候市场并不给外行机会，这时候需要更透彻的研究。

不过我还是相信市场比个人有智慧，很多人否认这一点，因为他们看到过市场愚蠢的时候。但我认为，那根本不能称之为市场，那种时候市场的参与者变少，生态不丰满，被某些信息或情绪主导使得它的参与者呈现出某一种特质的思维方式，这时候市场就不成为市场。当它非市场化时，它是愚蠢的；但当它是市场时，它一定是超越我们大多数人的智慧。对那些高关注度、高参与度的股票，我们指望市场出错是非常困难的。从我自己的经历来看，我每次赚钱都是因为相信市场是对的然后我进行选择，每次亏钱都是我以为我的研究让我看到了别人没看到的。

投资很重要的一个出发点是你看见了未来，同时相信你所看见的未来。但我不相信自己能看见未来，所以会更多的基于赔率，市场会展现多种逻辑，当一种逻辑被反映了，我选择相信没有被市场反映的逻辑。当然，我希望以后在大家的帮助下，能够更多地做研究。你们有研究能力，可以这样去深入研究，但是研究完你们得问自己：为什么我的研究是对的，为什么我不是偏见。从我自身来讲，回顾我这么多年的研究，发现大部分都是偏见。

邓晓峰：为什么我们要看业绩基准？根据过去的教训，我发现人存在很多偏见。我们做研究或投资时如何克服偏见？国外通常会看与业绩基准的偏差，分析哪些做对、哪些做错、哪些是超额收益、哪些不是超额收益，我们国内市场也应该借鉴这种做法。每个人需要隔一段时间去检验对错，把市场实际发生的与你所假设的比照检验，分析你的回报率来自哪里。传统上归因分析通常是罗列出所有的行业配置，看在各个行业上的配置权重是否超配、低配，存在正贡献还是负贡献，这样的做法让你在更广的图谱上了解市场、认识自己对错的原因、分析需要加强完善的地方。

我们需要阶段性地分析或回顾这个市场发生的事情，做全市场的回顾可以帮助自己发现盲点和偏见，这个过程是不断提醒的过程。过去做组合投资的经验让我觉得，根据业绩基准去评判基金经理能力是有依据的。随着经济发展的不断变化，市场的业绩基准也在不断变化。我们至少半年需要做一次回顾，分析哪些是大家认识不充分、或者哪些是社会里你没有关注或理解的变化。

A股在有些方面特别有效率，大家对概念的接受程度比其他所有市场都快，也反应了市场对资源的配置能力和调动能力很快，因为上市公司天然地比非上市公司拥有更多的优势，他们能够通过融资重新配置资源。第一轮所有人扑进去，基本上赛道出来了，在股票第一波涨的时候我们可能还不清楚具体发生了什么，而待事情发生一两年之后，如果行业出现大发展，我们更容易把握。第一轮错过了没关系，但我们要去学习、反思并总结，去把握第二轮机会，第二轮赛道和公司个体都选出来了。中国的资本市场已经把一级市场的很多做法吸收进来，有很多人擅长做第一轮这些概念性的东西，可能他们自身具备这样的优势，但是对于我个人而言，参与第一轮可能有心理障碍，那就不妨参与第二轮，只要事情真的能成，机会还是会给大家的。所以，当有新东西出来时，大家需要互相提醒、互相多学习。这个过程也会比较有意思，不会在过去的知识框架里不断重复。

归根结底，市场有些时候很有效、有些时候很没效率，与基金经理的认知偏差、投资者结构等都有关系。大家与市场多接触，了解市场、了解自身，总体上使自己处于一种更清醒的状态。做研究了解更多一定是好事情，正如冯总所说，我们需要知道市场是什么样子，刚才冯总简单的总结里蕴含着深刻的智慧，值得大家借鉴。在中国市场，我觉得做投资比发达市场更容易创造超额收益，因为我们的市场不成熟的投资者比例更高，过程会放大。我们需要思考清楚自己的定位，不同人在不同阶段做出最适合投资的选择，这是基金经理顺应市场的生存技能，也是与研究有不同的地方。以后可以时常请冯总从最敏锐的直觉帮大家判断市场，利用多年的经验帮大家分析。

研究员：冯总，您看到市场的主逻辑造成了某种趋势的发展，请问如何判断主逻辑到了尾声？

冯柳：所有的研究报告里都有说明看多的逻辑和目标价，参照这些分析师推演的逻辑和力度来进行选择。把长逻辑和中逻辑分别罗列出来，尽可能地选择长逻辑，当中逻辑已经被体现，我就进场等待长逻辑做长线。这其中存在的问题是机会少，而市场未必给你机会，因此我不能轻易卖股票，一直握着钱可能就被市场淘汰，这时候我会选择有持有价值的股票。

我不在意是否有低估、是否有成长，因为成长很难判断其持续性，我在乎是否具备持有价值，是否长期屹立不倒，至少能够抗通胀。选择具有持有价值

的股票可以帮我应对找不到有机会的股票的困境，因为长期拿着现金肯定是亏，长期来看股权肯定赚钱，毕竟人类社会要发展资本就必然会获得回报。所以，永远要有仓位，选择相对更好的机会，做时间的朋友，至少不能是敌人。

所有的涨跌逻辑都是阶段性的，冲着涨的逻辑进入，必然会有逻辑消失的时候，如果没有新的机会，卖掉就只能持有现金，但是持有现金就违背了一个大逻辑，即超长期来看股权一定跑赢现金，所以我要选择具备持有价值的票，当它们有涨的逻辑时我持有，当它们没有涨的逻辑时我去找下一个有逻辑的，如果找不到我就继续持有原来的那只。

研究员：冯总非常敬佩孙总把握大方向的能力，请教孙总是如何把握大方向的？

孙庆瑞：过去这么多年我一直是比较粗放地思考，出发点是思考需求的满足程度到了什么水平。每个时间点我都选择成长行业，包括 07 年之前的周期股，08 年市场下跌之后的西部水泥，09 年之后全部转向消费行业。这是我过去所有逻辑的出发点，以需求端为引导。消费端的吃穿用住行和娱乐，作为正常需求的几个层次。根据需求是否满足及满足程度的多少去进行选择，至于需求什么时候爆发我并不确定，我只是认为它应该会爆发，之后具体选择什么公司就交给我们的研究员。

例如，12 年转向传媒，是因为传媒行业在移动端、智能手机开始普及，娱乐的满足程度在吃穿用住行中相对最低，基于这两点选择了一批传媒公司。今年我之所以非常坚定地选环保，是因为我思考当所有人的一般需求都基本满足时，环保是最没有得到满足而又最迫切需要得到提升的，例如空气、水的质量。但我这个思考程度是很粗放的，因为我无法确定爆发的时间点。不过这也没关系，只要在强需求拉动下，不管行业处于什么状态、生意模式是否好，即便短期可能缺少机会，我相信之后某个时点一定会有机会。

生意模式好不好也不重要，因为模式只有等发展成熟后再反过来证明判断好坏，但在企业规模小又面临强需求爆发时，所有模式都是 OK 的。根据这个选择标的风险不太大，只需要挑选行业里最好的公司就好。但是我也面临较大的挑战，过去在公募也不在意回撤，所以拿住了等它爆发就好。现在私募在意回撤和业绩表现，我会更顾虑什么时候爆发，是否会对收益率有拉低。

邱国鹭：孙总的分享特别好！研究员们可以看看各自覆盖的行业里是否存在还未满足的强需求、较大的成长空间，虽然不知道什么时间能够实现，但只要有点，总有人能够思考出解决方案使其得到满足。而且 A 股上市公司很能折腾，只要有机会，他们总能够折腾出来。

冯柳：孙总目前除了环保，还关注哪些行业？不看好消费品和医药？

孙庆瑞：就行业整体而言，站在这个时点不太看好消费、医药。最终消费就是个人或者政府采购，企业采购最终也是为了个人，所以我觉得站在政府端和个人端能够思考得更清楚。站在这个时间点，消费只有单品爆发的 alpha 机会，整个行业已经没有太多的成长性，去看看大行业下的各个细分类，更多可能是结构性的成长机会。当然医药行业会比食品饮料行业好一点儿。总体而言，我会更关注总量，当然在各个行业下也会看更细分的子类，发现结构化的机会。

王世宏：请教下冯总，历史上每次市场见底的时候，我们都可以找到许多好的投资机会。如果我们不知道是否已经见底了，这时候做出了选择可能是错的。这样的情形怎么办？

冯柳：抄底是为弥补研究能力的不足，所以希望在最负面的情境下进场。但是，抄底必须是站在最强者的逻辑上，把最悲观的逻辑列出来，当觉得最悲观的逻辑成立也不怕时，才可以去抄。用下跌的逻辑来证明跌不动，千万不能在下跌时通过对上涨空间的论证来证明跌不动，而是本身跌不动才可能有后期的上涨。我们的行为是站在了市场的对立面，但心要顺应市场、要理解它，把注意力放在现有趋势的主导逻辑上，放在最强者身上，这是对对手的尊重。

更多股票学习资源请上：<https://www.518513.com/>