投资的护城河

【1】投资的护城河1：跑赢股票市场的三个要素

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲投资，找来一本研究巴菲特的书，叫做投资的护城河，副标题是晨星公司解密巴菲特股市投资法则，晨星公司是全球领先的投资研究机构，这个大家都应该用过，他们经常会对基金，股票做出最专业的评级，我们买基金的时候，也是要参考晨星的指标。

这本书凝结了世界知名评级机构，晨星公司的投资精髓，目的是解读巴菲特的护城河投资理论和估值分析方法，主要讲到了无形资产，转换成本，网络效应，成本优势以及有效规模这5个维度，来研究公司的基本面分析。其中也会有很多的案例。也分了几个行业，能够帮助大家，从基本面来了解评估价值的方法。老齐总说，心中有价值才能持股不慌张，读完这本书，对那些致力于买个股的朋友，应该很有帮助。

众所周知，巴菲特的投资思路就是价值投资，长期投资，即便是金融危机到来，他老人家也基本上不做短线操作。就是因为他非常坚信自己所投资的公司有非常明显的价值护城河。拥有护城河的公司虽然也会遭遇到挑战，但是他有能力维持他的收益。即便在行业产能过剩毁灭性技术变革的时候，这些公司也能够赚到原来的利润。

当然有的公司呢是有护城河的，但是这个护城河并非一直会存在。比如中国石油。金融危机之前他一度高达万亿美元。但是随着油价大跌和技术革命，中国石油就不再拥有经济护城河了。还有一些明显的政府管制行业原来是具有护城河的，但是政府解除价格管制之后，护城河也随即消失。总之呢，护城河是靠人工长期建造起来的，随着时间的推移，有的公司护城河会变宽，有的会逐渐变窄甚至消失。而投资者在投资的时候有必要辨别护城河。并时刻跟踪他护城河的表现。

这本书呢分为16个章节。第一章晨星公司从事股票研究的指导原则，第二章护城河的五项来源。第三章护城河的趋势。第四章管理对经济护城河的影响。第五章护城河在红利型投资中的应用。第六章公允价值的评估。第七章护城河评级可用来预测股票收益率吗？第八章护城河与估值的结合应用和投资组合策略。第九章到第十六章，分别讲了基础材料行业，消费品行业能源行业。金融服务行业医疗保健行业，工业，技术行业和公用事业。下面我们先来看第一章晨星公司从事股票研究的指导原则。

跑赢股票市场的三个要素，就是可持续竞争优势，估值以及安全边际，非常重要，大家跟我重复一遍，可持续竞争优势，估值以及安全边际，通过这三个维度可以解决买什么，和什么时候买2个终极问题，晨星公司认为，伟大的公司能够抵御竞争，也能够维持高的资本回报率，盈余会不断提升，也会向股东回报现金。内在价值实现复合增长。要想投资股票，你必须要站在一个所有者的角度去考虑问题，而不要站在一个交易者的身份，所有者身份会让你看透价值的本质。

巴菲特在1999年的财富杂志上刊登了文章，他说投资的关键在于确定一家公司的竞争优势，有护城河保护的公司。将会获得丰厚的回报。这点很有启示，在一个完全竞争的市场里。竞争产品必将让商品的超额利润丧失，比如诺基亚，他是功能机的王者，但是苹果将手机带入智能机时代，诺基亚的生意就发生了变革。还有游戏机行业，比如任天堂，原来也是标志性的公司。但后来微软的Xbox和索尼的ps推出，抢了他的生意。所以你投资这种公司就比较危险。你说不好，哪就出现一个竞品，然后就把利润吃没了。即便管理者再强，有的时候也无能为力。因为时代的趋势，你靠一个人往往是挡不住的。

所以投资其实道理很简单，哪家公司能够维持一个较长时间的，高投资回报率，就会为股东创造更多的价值。老齐解释一下。为什么在资本市场上有的公司估值高，有的公司估值低呢？就是因为他们的回报持续时间不一样。你像高端制造业一般呢都估值比较低。因为这东西谁也说不好几年之后大家还要不要用。比如电视机行业其实也就火爆了十年。手机行业呢，估计也差不多。所以尽管格力非常优秀，市场估值也并不高。而相对来说医药行业，特别是那些中药，比如什么云南白药，同仁堂，这些公司已经存在了上百年。所以他们再存在个上百年也是很有可能的。这样市场就对他们的估值比较高了。大不了我多等几年也总能够收回成本。

还有一些公司，市场估值并不高，但是现金流很稳定，比如电力行业，他们基本上没有竞争对手，都是几家国有企业在干，肯定会长期的经营下去，但是由于人为的压低了利润，所以也没什么利润空间，对股东的回报率非常低，但难得的是他很稳定，你只要投资了，就一直有钱赚。所以我们看到李嘉诚，就到欧洲，大规模投资这些基础设施。

我们再来看看护城河的来源都有哪些？第一就是无形资产，比如品牌专利或者政府牌照。也就是说这个事，只有你能干，或者你很特别，那就是一个护城河。第二，成本优势，你比别人的成本更低，比如干开发商，你如果拿地不花钱，估计很快就能超过万科。第三，转换成本，也就是用户从你这搬走的成本有多大，比如微信，你要让大家不用微信了，用网易的易信或者阿里的来往，那么这个就成本巨大。所以微信拥有护城河。同样的，你让淘宝店主离开淘宝到微信上开小店，也似乎没那么容易。第四网络效应，也就是越用越强，还比如微信，人越多，他就越强大。你就越是干不掉他。还有一些制造业企业也如此，产品销量越多，他的规模效应越大，成本就越低。第五有效规模，说的是新的竞争对手很难加入。比如电视机行业就不是一个有效规模行业，现在谁都能干，而空调相对来说，格力和美的控制的很好。这五点听不懂没关系，后面我们还会详细的来讲，并且列出更加详细的案例。

在了解了护城河之后，我们还得评定护城河的等级，这种优势能够持续10年以内的，就算是狭窄的护城河等级，能持续20年以上的，就算是宽阔的护城河等级。作者研究了全球无数的公司，认为能达到宽阔的护城河等级的公司，不超过200家。

第二个问题何时才是投资这些伟大公司的最佳时机？作者说只要你能发现这样的公司，你都应该买入，并且只要该公司的竞争优势保持完好。就应该一直持有下去。这些宽阔的护城河公司会给你的投资组合带来更多的阿尔法值。也就是不管市场怎么样，他们都能取得超越市场的正收益。但是他们也承认只有当价格低于公司内在价值的时候购入股票，这样价值才会显现的更加清晰。老师给您翻译一下啊，作者的意思大概就是说，好公司，你拿着它一定会赚钱。所以什么时候都可以买，大不了就等上很长时间。但是只有在价格低于价值的时候买入，你才能够赚到更多的钱。所以公司的估值在投资中是极为重要。

比如一栋房子，如果值50万块钱，那么你是不愿意为她花65万元的。即便房价能涨，你也得等上很多年的时间。而这期间呢也会发生通货膨胀。所以你的盈利，也会发生购买力贬值。理想的状态下是花45万块钱买一套50万的房子。这样你的收益呢？不但来自于。房价本身的增值，还可以赚到一笔交易的钱。

那么下一个问题呢，就是如何计算它的公允价值？这个确实比较困难，一般的做法呢，就是研究这个公司未来的现金流模型。也就是把他未来几年的盈利扣除的必要的成本之外，能够被股东拿走的钱都加在一起。举个例子，比如说一个人一个月那能挣1万块钱，一年就是挣12万块钱。他吃喝用度基本上的每个月是5000块钱，也就是说每个月攒下一半，一年下来攒6万，他做这份工作做十年是没有问题的，也就是说保守估计他将有60万的存款。然后我们还要把这60万折现到今天，看现在的价值是多少。如果按照折现率5%算，今年肯定还是6万，明年的6万相当于，6X（1-5%）=5.7万，后年的6万是，1-5%的二次方，相当于5.42万，以此类推。最后再相加。得到的结果是51.74万，也就是说，一个年薪12万的人，他的市场估值大概就是51.74万。低于这个价格，你就有钱可赚了。明天我们继续来讲安全边际的意思，以及详细的说明护城河的来源。

【2】投资的护城河2：护城河的五项来源

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，投资的护城河，昨天我们说到了公允价值估值，一般就是测算未来的自由现金流，把自己当成公司的所有者，看能从这个公司拿走多少钱，你能够看的到的，肯定能拿到的钱，就是这个公司的公允价值，也就是大家一般都愿意相信的价值。下面我们来看，安全边际，这是巴菲特和塞斯卡拉曼提出的理论，他们认为，公允价值计算经常会犯错，所以只有以明显的低于公允价值的价格购入证券才能够提升投资的成功概率。不同公司他们的安全边际也不完全一样。可测量收入的公司，安全边际可以相对低一些，而如果周期类的不可测量收入的公司，安全边际要更大才能保证成功率。

所以投资股票是有一整套流程的，先要寻找护城河确定公允价值，然后给自己留下犯错的空间。下面我们就来说说护城河的五项来源，具体来说说护城河到底是怎么回事？

先回忆一下护城河的五项来源，无形资本，成本优势，转换成本，网络效应以及有效规模。我们要投资一个公司，要确保他们的投资回报率也就是roic，超过行业的平均回报，这样才能说明他们在这个行业里面是属于翘楚地位。而且我们还要自己估算这个优势能够保持多长的时间。如果能保持20年以上，那么这就属于是，宽阔的护城河公司了。

先看无形资产也就是品牌，专利，和牌照，品牌就相当于定价能力。也意味着，相对于它的竞争对手，公司的产品定价上可收取多高的溢价。比如茅台相对于其他白酒来说就无疑具备了极强的品牌优势，都是白酒，但是茅台却能够卖到1500以上，而且还供不应求。老齐解释下，怎么才叫品牌呢？就是你的产品，跟同类产品比较，有更高的毛利率和净利率。这就叫品牌。比如茅台毛利率在90%以上，净利率在50%以上。这个优势极其明显，而且未来10年20年可能仍然不会有太大的问题。所以他肯定是一个宽阔的护城河公司。

书里也举了几个国外著名公司的例子，比如迪士尼，这就是一个大IP，通过品牌实力支撑着公司不断地拓展它的特许经营权。从电视电影到主题公园。创造了一系列产业链，而且你还模仿不来。

还有星巴克，它的品牌优势成就的它的高定价。要比同类的咖啡，成本更低，价格更高，投资回报率达到20%。星巴克的股价也是一路上扬，10年最少涨了10倍，但是老齐补充一点，在中国星巴克遭遇到了瑞幸咖啡的挑战，这个烧钱的竞争对手，正在复制星巴克的路线。

下面我们来看专利。这也是公司可持续竞争优势的来源。只要市面上没有替代品，专利就会阻止其他厂家参与同质化产品竞争。这家公司可能在一段时间内都保有一定的定价能力。

在考虑专利问题的时候，一定要考虑它的专利到期日。也就是说这个专利能维持多长时间？然后还要看一旦产品专利到期，竞争对手进入这个市场的难度到底有多大？还要考虑替代品有没有可能产生。最好是那种我不但有专利保护，而且你还模仿不了的公司。一般专利主要应用于科技公司和制药类公司。比如赛诺菲公司，他在胰岛素和罕见病的生物制药市场有着牢固的领导地位。在前期投入了高昂的研发成本，创造了规模效应。这样他在后期只需要付出低廉的胰岛素生产成本就可以了。这个公司的竞争力应该还是比较强的。即便他的专利到期，其他的公司想要进入这个领域也不是那么容易。

还有一家智能机器人公司。艾罗伯特，最早生产那些扫地机器人的。市场上确实有竞争产品，但是呢价格并不会太高，而且质量比较低。无法撼动他的地位。另外一家公司是孟山都。这个大家都知道是做转基因的。他们的专利种子使用了该公司开发的独特技术，他在这个领域没有对手。所谓的竞争者都要通过他的许可才能够进入这个行业。

还有就是监管准入，这个你就要考虑政府的意愿，未来会不会开放这个行业，以及是否可能被技术打破垄断，比如电视行业这个肯定不会被开放。但是后来互联网出现了，出现了明显的替代效应，所以电视行业整体就都不行了。

下面我们看成本优势，一般来自于，工艺优势，地理位置，规模效应等等，你生产的多就会比别人单件成本低。所以你的市场越大，优势也就越明显。比如伊利相对于其他的乳业品公司来说就具有这种成本优势。至于地理位置呢，就比如中东开采石油。据说使劲往地下一挖，就咕噜咕噜往外冒油，中东开采一桶石油的成本不到20美元。而美国即便页岩油革命，技术突破了，也要50美元。所以我们看到沙特阿联酋那几个国家，真是都富得流油。

本书举例，美国经济的第一次腾飞，是铁路革命，大量铁路公司在美国出现，而铁路运输让成本大幅下降。这就成为了美国早期的经济护城河。而且这个效率还在不断的提升。当然现在从运输成本来看，中国的优势要比美国还要大。在中国花十块钱基本上可以把邮件送到任意地区。这在当下的美国都难以想象。所以大家都在说，制造业完备的产业链已经转移到了中国。至于东南亚那些国家，你别看他人工很便宜，但是它其实乱七八糟的运输成本加起来，也未必就比咱们这儿有优势。有些老板撤资到东南亚去投资建厂，结果亏了。最后回来总结那边的基础设施建设实在是太差了。

下面我们看转换成本。也就是客户从你这儿离开，换一种替代商品，它所需要付出的成本。转换成本越大，说明护城河越深。之前我们举例从微信转换到其他软件，用户的成本就极大，所以腾讯才有恃无恐。苹果也是如此，苹果的iOS系统跟安卓系统完全不互通。所以你要是放弃使用苹果的设备去使用安卓的设备的话，那么转换系统或者传输数据就会很麻烦。所以使惯了苹果的人其实都很难在离开他的系统。还有投资，如果你十分相信一家资产管理公司，那么你就愿意在他这儿一直投资下去，而不愿意轻易的转换门庭。但是像喝蒙牛还是喝伊利。喝百事还是喝可口？这种转换的成本就几乎为零了。

下面我们来看网络效应。也就是用户越多你的价值越大。比如网游就属于是这种网络效应的公司。所以他后来免费了，用的逻辑就是免费用户来给付费用户充当道具。还有像一些自媒体平台，比如微博，微信。用户越多，他每天产生的信息量就越大，它也就越值钱。所以当今天下社群的生意是最好的。因为它可以创造一个生态自然的增长。

再看有效规模，也就是是不是能够阻挡新的竞争者加入其中。跟之前所说的市场准入是不一样的。那个是能干但是不让你干。而这里呢是可以干，但是你不想干。比如输油管线这种生意，需要投入巨资，搭建基础设施，而且客户就那么几家，都在政府手里垄断，即便向民间开放了，也不会有人愿意干这种生意。还有飞机场这种生意，前期投入实在是太大，而且航空公司很稳定的掌握在别人手中，你根本就无从下嘴。一般这种活都是政府主导，政府不说干，没人会想到盖个机场玩玩。

下面我们看护城河趋势，作者说在他们的公司样本中，大约有16%的公司呈现出负面趋势，只有8%的公司，呈现出正面趋势，有13%的公司，被授予了宽阔的护城河评级，这也就意味着，正面趋势比宽阔的护城河更难得到。在技术行业，消费行业，金融服务行业，工业负面趋势评级都要远远高出正面趋势评级。只有在能源和公用事业两个行业，正面趋势比负面趋势要多。可见政府牌照管理，还是相对靠谱的。

他们还做了个业绩对比。获得正面趋势的公司，业绩能力远远跑赢标普500指数，年均复合增长率高达14.7%，而获得负面趋势评级的公司，就要差的多了，年均复合增长率只有2.1%。这里边儿最好的是宽阔的护城河，加正面趋势评级，最差的是没有护城河加负面趋势。这也是晨星评级的基础。明天我们再来讲讲晨星公司，并不以roic也就是投资回报率为基础。有的时候投资回报率改变，也并不必然影响他们对投资护城河趋势的评定。

【3】投资的护城河3：研究公司的基本面！必须要回答的6大问题

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天的我们继续来讲这本书投资的护城河，我们继续来看护城河趋势，一般评级机构都会以ROIC为基础，也就是投入资本回报率， 也就是息前税后经营利润与投入资本的比值，它是用来衡量，投资资金的使用效率，就是我把钱给你，能为你的企业带来哪些税后利润。跟我们之前熟悉的ROE净资产收益率不同，净资产收益率是衡量自有资金的使用效率。

ROIC上升，通常对应的就是正面护城河趋势，也就是说，投资者越来越赚钱。你投下去的钱，产生了更多的利润。当然也会有例外，ROIC上升，可能源自于其他的周期变动，跟护城河关系不大。这时候其实就是假象。甚至不排除极端情况，ROIC还在提升，但是公司已经对应负面护城河趋势了。比如一些公司，为了让投资回报上升，就减少了自己的产业链投资，将那些短期看不到效益的项目砍掉，这其实反而破坏了他的护城河，我们最常见的就是砍掉研发费用，这笔钱肯定是短期见不到效果的，但你如果长期不投入研发，那么未来肯定就堪忧了。反而你短期大力投入研发，重视基础产业链打造的时候，短期ROIC会下降，但是长期会增厚你的护城河。所以知其然，还要知其所以然。

那么护城河趋势，到底怎么判定呢？还是那五项关键性因素，首先就是无形资产，比如专利到期了，肯定就是护城河负面趋势，比如2019年中国的带量采购政策一出。很多医药公司可能就不具备原来的护城河了。作者还提到了宝洁作为全球最大的快销品牌，宝洁正在逐渐的失去创新能力。竞争对手正在快速的缩减和他的差距。它在美国的市场和全球的市场份额正在逐渐下降。所以他们对于宝洁给出了负面的趋势评价。究其原因，是因为他们的CEO为了维护投资回报率，宣布削减100亿美元的开支计划，研发支出也受到削减。最终影响到了创新。负面趋势评级的例子，还有石油公司，在60年代的时候，七姐妹控制了世界石油储量的85%，形成托拉斯垄断。但到了今天，这些权利大部分都被中东国家收回了，现在几家石油巨头只控制了储量的6%，而中东控制了90%。

而正面趋势评级趋势的例子，是联邦快递，他们在90年代末就一直控制着空运市场。而他的对手ups则控制的地面投递市场。后来空运市场逐渐的萎缩，地面投递市场随着电商的兴起，则越来越大。所以联邦快递迅速的建立自己的地面投递业务，联邦快递还通过员工激励，建立了多劳多得的薪酬体系以及出色的技术系统优势。逐渐产生了成本优势。

至于网络效应评级正面趋势的公司，有亚马逊和Facebook，这种公司用户量越大，网络效应就越是明显，整个网站的价值也就越高。随着互联网基础设施的建设下沉，农村和落后地区也逐渐通网，用户量还在增长。所以网络公司的市场价值也就还在提升。那么大家可以顺着这个思路往下想，未来老龄化人口会越来越多。这是一个不可避免的基础变量。那么在这个趋势上面的生意，又有哪些呢？

在做公司基本面研究的时候，有这么几个问题，一定要分析到，

1、公司在其行业，市场份额是在上升还是下降

2、现在的营业利润率是更高了还是更低了。需要跟行业平均比较，也跟自己的历史比较。

3、边际投资回报率，比当前的投资回报率是提升了还是降低了。

4、该行业的在整个工业利润中的利润占比，是提升了还是降低了，也就是说你得分析出，这个行业是在发展还是在收缩。

5、价格趋势是上升还是下降，如果商品价格持续下降，那么就肯定不是什么好事，比如电脑，家电等等。

6、公司最大的机会和威胁是什么，他有没有机会扩展品类，到别的市场。比如格力虽然很伟大，但是一直受困于品类单一。除了空调，他没有其他的爆款商品。

老齐认为，这些内容，大家都应该打印出来，贴在墙上，在想研究公司的时候，应该随时对照查看。然后再去研究护城河的5个来源，看看无形资本，成本优势，网络优势，转换成本，有效规模，拿这两张清单屡一下思路。强迫自己，全面的思考问题。老齐多说一句，投资做研究，就应该跟开飞机一样，在飞机起飞之前，有一张详细的清单，需要机组人员，一项一项的对照检查，ok一项，就在一项后面画勾，这么做的目的就是创建一个严密的流程。半点马虎不得。投资也应该如此。你经常买错股票，就是因为没有流程，太随心所欲了。听个消息就买进去了，然后再研究，怎么研究怎么不对。越持有越担心，最后精神崩溃，亏损卖出。

下面我们看，管理，对于经济护城河的影响，比如我们常说，如果有个英明神武的管理者，能不能把这企业带向巅峰？巴菲特反正是说，公司管理者配置资本的能力，对企业的价值有着重要的影响，晨星公司也认为，管理层配置资本的决策，也会影响到公司的护城河评级。

但这个事，也不确定，就像投资者买到好公司一样，短期内可能也会遭遇重大损失，而管理者非常优秀，也可能出现一些不可抗力的因素，让公司蒙受损失。比如地震了，或者出了个新政策，打击了公司的业务能力，这其实跟管理者关系不大。所不同的是，这些英明神武的管理者，能够具有很强的业务调整能力，他们会逐渐适应新的变化，从而在长期内获得一个较好的效果。就像我们在一级市场投资一样，主要其实是投创始团队，至于他们说的项目，其实没那么重要，十有八九，这个项目是干不下去的，或者至少是跟他们之前预计的完全不一样。投资的保障来自于，这些人边打仗边调整的能力。

在晨星的评级体系中，只有9%的公司的管理层，被评为模范，84%都只能算是合格，也有7%的公司，被评级为糟糕。管理层都喜欢扩充规模，因为规模越大，他们就理所当然的拿到更多的薪酬，但是规模并非越大越好，要看公司价值是否提升，护城河是否拓宽。如果一个公司总是什么都想做，偏离了他的核心价值，那么这个公司就值得商榷，从A股上来说，老齐经常告诉大家，如果一个公司，你都不能用一句话说出他是干什么的，那就千万不要投。好公司，都有明确的优势业务。比如腾讯就是互联网社交和游戏，阿里是互联网电商，华为是通信硬件制造，格力是造空调的，茅台是做白酒的，伊利是卖牛奶的，负面的例子是多伦股份，一开始是卖建筑陶瓷的，后来趁着网贷的妖风改名匹凸匹，然后一看不行了又改名岩石股份，st岩石，我现在也不知道他到底是干嘛的？这种公司天天就是在蹭热点，也肯定好不了。

老齐多说一句，甚至在同一个领域里过于分散，也不是什么好事，比如15年以前，五粮液是力压茅台的，但后来五粮液找不到北了，出了好多集团产品，把产品线弄得越来越多，口碑和品牌越来越差，反而茅台一直在飞天这条路上坚持，结果最后实现了对五粮液的超越。

还有的公司，到处高价投资，结果收了一堆高商誉的公司，一旦这些公司业绩不佳，就要造成大幅度的商誉减值。另外，一个好的管理层， 还会不断地发放红利，以及回购股份并注销，比如我们都知道，格力每年的分红都会很给力。董明珠毫无疑问是一个很出色的企业家，而巴菲特的伯克希尔虽然从不分红，但是他却在股市低迷的时候，回购公司股份。也增加股东权益。所以伯克希尔的股价也一路上涨。那些很少分红，也不回购，还玩命配股增发的公司，你就要考虑一下了。

作者说，如果一个公司的管理层薪酬太高，他们也通常不看好，有一家投资公司CEO，一年薪酬达到7090万美元，大约占到全年营收的20%，这就意味着，这是一个一言堂的公司，通常都并不稳定。而且，有的薪酬设计很不合理，公司赚钱了，管理层得到很高收入，而一旦发生风险，则拍拍屁股走人，留下股东承担损失，雷曼就是这么倒掉的。所以这点也是要格外警惕的。

另外要关注，公司的所有者结构，看看管理层的行为是否代表自己的利益，如果大小股东的利益对立，管理层只代表大股东发声的话，那么也回很糟糕；。明天我们具体来讲讲，如何对管理层的管理，进行评级。

【4】投资的护城河4：先分析业务前景，再去研究业绩，最后才是算估值

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈。今天我们继续讲，投资的护城河，今天我们看，晨星公司是如何考核管理层的管理的。他们目前已经对全球1100家公司做出了管理评级，在拥有宽阔的护城河的公司里，有接近25%的公司，获得了模范管理评级，这个比例要明显高于狭窄的护城河公司，在没有护城河的公司里，基本上不存在模范的管理层。

虽然管理本身，不能够被视为公司的护城河，但是他却可以建立和拓宽公司的护城河，也就是说管理只是手段，护城河才是目的，如果有人说我们公司管理很好，但是却并未创造任何护城河优势，那么这种管理也是一文不值的，只是为了管理而管理，相反，优秀的拥有护城河的公司，更加能够吸引管理人才的加入，从而形成正向反馈。

如果分行业来看，能源行业中，出色的管理占比更多，其次是金融服务，医疗保健，和日常消费，在工业和基础材料行业中则最少。比如在消费品行业中，可口可乐就是一个模范样本，他们永远在做远期规划，做品牌投资，维持高定价地位，保持可口可乐的非酒精饮料的全球领先地位。IBM也是一个正面的例子，在传奇管理者郭士纳的操刀下，蓝色巨人积极转型，从卖硬件的公司，转变为卖服务的公司，让他的销售业绩出现明显的复苏，而且增长越来越快。

相反的例子是一家叫做迪安食品的公司，他的管理层为了降低负债杠杆，不断地在出卖优质资产，所以公司越来越差，赚钱的业务越来越少，最后杠杆也没降下来，利润还大幅下降。还有金融行业里的野村控股，这是日本最大的投行，你很难想象这么一家金融巨头，他的资产配置能力极差，10年中的权益投资收益，极少能超过10%，而且在金融危机之后，为了弥补财务亏损，他还极大地稀释公司股东权益，而且还一而再再而三的更换CEO，还经常爆出内幕交易丑闻。还有大家熟悉的西门子，这几年也很糟糕，经营停滞，投资回报率降低。还有著名的黑莓公司，一开始他是有巨大优势的，但自打苹果出来之后，他的决策失误连连，并没有紧随趋势而转型到智能机市场，现在变成了为生存挣扎的公司。已经严重的落伍了。

老齐也可以给大家总结一些国内的例子，比如之前我们提到的，五粮液是白酒中最强的，结果由于战略错误，盲目扩张品类，让口碑越来越差，反而茅台在高端上一直坚持。还有剑南春，当年也是号称茅五剑之一，跟茅台五粮液并称，但是这几年品牌做得也十分不理想，现在剑南春的只能算是一般的白酒。同样还在服装生意上，比如10年前，李宁是国内运动品牌的第一，但是非要在金融危机的时候去国际化，挑战阿迪耐克，结果惨败，回来一看，国产第一的位置也被安踏给拿着了。弄得一个高不成低不就的形象。换了几个CEO，折腾好多年之后，现在还稍微的有复苏迹象。

还有这几年的国美，在别人都在扩充线下的时候，他的表现是完全蒙圈的，先是要打线上，花了大价钱收购当年跟京东其名的库巴网，然后与国美在线合并，但几年下来玩残了，又开始回收线下，明显就是跟不下去的节奏，原来跟国美其名的老对手苏宁，2020年初的市值已经是国美的6-7倍。更不要说跟阿里，京东，拼多多去比了，完全不在一个层面了。当然还有阿里，虽然他已经如此成功，但是在马云第一次交出CEO的时候，却出现过明显的错误，他第一个接班人是陆兆禧，老陆的战略是跟企鹅去拼社交，做个来往去硬杠微信，结果动用了全公司的资源，却还没开战就全军覆没。反而微信推出的抢红包，一下抢走了支付宝小一半的支付业务。这才逼着马爸爸不得不挥泪斩马谡，扶正逍遥子张勇，而张勇力挽狂澜，放弃了跟企鹅的正面冲突，强力打造手机淘宝，总算稳住了阿里帝国大厦。阿里也实现了对于腾讯的再次反超。

说了这么多，就是让大家要先形成一个思维习惯，也就是在判断一个投资的时候，一定要先考虑一下，他的业务前景，老齐总是说，要先分析业务前景，再去研究业绩，最后才是算估值。有人拿到一个股票代码，甚至连他是干什么的都不知道，就着急看他的市盈率， 然后就断定他能不能投资，这是完全错误的逻辑。

下面我们来看，护城河在红利投资中的应用，也就是你的投资，是基于对方分配的红利的时候，应该问自己三个问题，1红利安全吗？2红利会增长吗？3未来红利前景预示着多高的总收益水平。有些朋友买的所谓的红利公司，乍一看红利很高，但其实都是周期股，今年股息能到8%，明年可能一分钱都没有了。这种公司就不能用红利的思路去投资。他并不符合刚才说的三个原则。

一直以来对于红利，投资界都有异议，有人认为他很好，因为是可以拿走的钱，也是我们可以不通过交易，而退出投资的唯一手段。但是也有人反对，他说红利如同你得到了一笔贿赂，诱惑你对那些缓慢增长的公司感兴趣，而这些公司也总是很懒惰，他们从不考虑用这些钱投入到更有效率的项目中去。老齐解释一下， 他的意思就是说，这些分配高红利的公司，基本都是因为投资渠道匮乏，不知道该干什么挣钱，才会把钱分给股东。巴菲特就是你这个意思，她一直认为，钱在他手里会更有效率。所以他始终拒绝分红。

但这个事也要分开来看，毕竟红利是小股东唯一的抓手。而且一家公司成长缓慢，也并不意味着他就一团糟糕，价值型公司，也可以给投资者带来非常稳定的回报，特别是那些需要现金回流的投资者，红利可以确保他们在熊市里也有很好的收入。

支付红利能够为股东提供直接可见的回报，在5种现金流配置当中，他是唯一一个具有这种优势的。即便是回购股票，让股东权益增加，但作为投资者来讲，也可能完全感受不到。比如在熊市里，公司回购股票，股票短期上涨，但是由于市场太悲观了，很快又跌下去了，甚至跌的更深，那么投资者就很难感受到这种善意。支付红利虽然不直接创造价值，但是他却有这么几方面的正面效果。

1，红利支付给投资者提供了有价值的信号，表明了管理层有回馈股东的意愿。这个很重要，老齐也一直说，公司有没有自由现金流，你就看他有没有持续的分红，一般持续分红的公司，都会有自由现金流。

2、红利是对公司的约束，只要支付了红利，市场的期望就是每年红利增长，他要想再取消红利，就会遭到大小股东的集体反对。比如2018年格力决定不分红，一下就捅了马蜂窝，让他短期内大跌掉了270亿市值。后来董小姐也扛不住压力，还是继续分红了。

3、发放红利，还是吸引长期投资者的最好方式，这些期待红利的投资者，一般不会为了短期波动而抛售股票。比如你10年前买入格力，现在基本已经靠红利收回了全部成本，这样格力在你手上就是一张长期饭票，是一只会不断下金蛋的鹅，你也就不会再抛售了。还有万科的个人大股东刘元生，他持有万科30年，持有1亿多股，早就收回了投资，现在万科的分红基本上就是1股1块钱，也就是说，刘先生每年靠分红就赚1个亿。而30年前，他买万科一共才花了360万。所以这就是红利的力量，只要一个公司长期增长，还大比例分红，我们只需要坚持10年的时间就能靠红利收回投资，之后就全是躺赚了。

西格尔教授，也就是写股市长线法宝的那个人，根据他的研究，美国精选红利指数的复合收益率，要明显高于标普500指数3.2个百分点，假设从1991年投资1万块钱，2012年红利指数能有10万的收益，而标普500只有6万。所以红利指数长期跑赢标准指数是确定的事情，如果你只投资一个指数，那么红利指数显然要比普通指数更好。但放在组合里却不一定。

当然红利指数也有缺陷，那就是一些新经济的公司，他总是完美的错过，比如谷歌也从不支持分红，阿里和腾讯的股息率也很少，所以你要买红利指数，对于这些新经济的配置就过少。那么对于未来来说，也就有更大不确定性。明天我们就站在公司的角度上，去好好研究一下护城河对于红利的影响。

【5】投资的护城河5：超额收益或者利润，最终都会遭受侵蚀

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，投资的护城河，昨天我们说到了，红利长期能够跑赢指数，那么今天，我们就来看下，如何站在公司的角度，去分析护城河对于红利的影响。再考虑一下红利型公司的时候，要提前问三个问题，红利是否安全？红利还会增长吗？未来红利的前景预示着有多高的总收益水平，这里老齐要提醒大家一句，很多周期型的公司，是不具备红利投资条件的，他周期好的时候，红利充足，而当周期下行，可能会亏出翔。

书里举例，有一家叫做高乐氏的公司，做家庭卫生用品的，老齐经常用他们家的洁厕灵和洗衣粉，这家公司2013年上半年，净利润5.72亿美元，采取现金的方式发放红利，3.37 亿美元，占到利润的59%，这家公司拥有品牌无形资产的护城河，他也在不断投入研发，虽然他一度增长并不理想，2003年到2013年甚至平均增长率只有3%，但是他依旧有稳定的现金流回报，并把大约60%的利润都分给股东。增强股东的信心。虽然他的增长很差，但是红利却每年都增加。老齐也解释一下，这种名牌产品的消费类公司。一般都有很强的持续分红能力。无论经济好与坏，他们的利润总是逐渐的增长。所以这种公司，一般是红利型投资的最好标的。

预期公司的红利变化很重要，根据晨星的统计，红利削减的公司里，在81%的持仓时间，都是亏损的，剩下的19%也是由于其中3只股票是周期股，在后期出现了红利大幅增长。换句话说，如果红利削减，那么股票大概率是要亏本的。相反，股息率不变的一组投资，在67%的时间里都会获得正回报。而股息不断增加的一组公司，89%的时间跑赢市场。

然后针对红利削减型公司，他们又做了研究，在没有护城河的公司中，削减红利的可能，要比宽阔的护城河公司，大两倍还要多。总结一下， 也就是说，没有护城河的公司，就不要去做红利型投资，像超市里那些不知名商品，一般就不要投了。比如伊利和三元，光明比，肯定是伊利有护城河，茅台跟山西汾酒和口子窖比，肯定也是茅台有护城河，记住老齐说的，红利型投资，只投消费品类中，数一数二的品牌，数一数二的公司。

晨星公司也做了2个红利组合，如果只考虑股价，不考虑分红的情况下，走势略微跑输标普500指数，但是如果加上分红收益，比标普指数平均每年高2.9%。而这些股票，主要来自于，消费品行业，公用事业行业，通信服务业和中游的能源行业。作者说，之前股市不怎么重视分红，但是随着人口老龄化社会的到来，很多人可能会依靠分红来生活，所以未来红利收益率会越来越多。而投资者在选择这些公司的时候，务必要从护城河的角度考虑红利的持续性。

下面我们来看，公司的公允价值评估，巴菲特总说在别人贪婪的时候要恐惧，在别人恐惧的时候要贪婪。这种投资理念的灵魂就在于股票价格始终围绕着公允价值波动。如果你能看清楚一家公司的公允价值，那么自然没什么恐惧和贪婪的。用老齐的话说，你必须要知道这家公司值多少钱。在投资圈呢，都用了巴菲特那句名言，价格是你付出的，价值是你得到的，买东西我们通常都货比三家。菜市场大妈也随时都知道，他要买的东西，到底该价值多少。所以当猪肉从19涨到35的时候，他们就会嫌贵而骂街。但是这些最朴素的法则一旦在投资市场上就完全失灵了，一家猪肉公司的股票从19块钱涨到35。反而更多的人不断的买入，大家普遍的做法是，生活消费品是买跌不买涨，而投资品的是买涨不买跌。想不明白这个道理就是你投资亏钱的最主要原因了。

晨星公司做了一项研究。他们用过去十年，全样本公司的股价与公允价值作了一个比较。在2008年之前，公司的股价一般都大于公允价值，基本上是1.1倍，在2008年和2011年，出现两次大跌，价格跌到了公允价值之下。而且低估了很多。2008年那次，几乎是公允价值打七折促销。

大家常用的一个估值方法就是PE，也就是市盈率方法，股价/每股收益，把他的历史市盈率算出来，然后找到中位数，显著高于中位数的时候卖出，显著低于中位数买入。当然一直跟老齐学习的朋友应该都知道，市盈率估值有他自身的缺陷，那就是对那些业绩呈现周期变动的公司，就会失灵。比如那些矿产公司，钢铁公司，证券公司，基本上市盈率就没有用了。他没办法确定一个有效的市盈率区间。甚至结论完全是相反的。

这时候就出现了一个更加专业算法，也就是DCF模型，现金流贴现法。不过这其实一样很难算，因为他的业绩起伏不定，你即便考虑到了周期的因素也无法准确的预估他们的现金流。一般要求分析师做5-10年的现金流测定，但其实可能连3年你都算不明白。有人说，是不是你不了解这个公司呢？其实不是的，就拿老齐自己的公司来说，今年能赚多少钱，我其实也不知道。过去三年对于业绩我们都预计错了。实际业绩都比我们预估的还要好，甚至每年都超越预期80%以上。所以你能说我不了解公司吗？显然不是，只是这个社会变得越来越不线性了。

另外一种估值方式是我们之前提到的投资回报率ROIC，也就是息前盈利，除以投入资本，用这个跟加权平均成本比较。投资回报高的就买入，低于平均了就卖出。

在晨星，他们是在传统的估值体系中，进行改良，整合了护城河的研究方法。理论依据是，超额收益或者利润，最终都会遭受侵蚀，唯有护城河可以延缓。所以在有护城河的公司里，做DCF模型，容错率就会更高。即使你算出的结果，错得离谱，可能也问题不大。

他们会将dcf模型扩展为三个阶段。第一个阶段就是对现金流做出详细的分析。并作明确的预测。而在阶段二呢，他们假设超额收益遭到竞争的蚕食。而最后在阶段三，则假设完全没有超额收益了。也就是增量投资回报率就等于加权平均资本成本。这里面关键就在于阶段2的时间，他们一般会假设狭窄的护城河公司会有10年的阶段二。而宽阔的护城河公司会有20年。

算出这个数字之后呢，他们就求出现值，然后再减去债务价值。最后除以股票发行数。就会得到公允价值。

说的比较绕，老齐给您大概翻译一下，他的做法其实就是不再把世界看成线性的，而是假设未来肯定会有衰减。比如你开个水果摊，一开始就你一个人干，有超额收益，过几年就有人跟你竞争了，你就有压力了，再过几年，电商就送水果上门了，你的生意就再也没有超额利润了。但是这里老齐也要再强调一下，即使如此，也并不意味着任何一家公司，都可以用现金流去估值，甚至可以说，能够被估值的，能够测算现金流的公司整体上非常少。大部分公司都不能估值，投资基本靠蒙。

对于股票的估值来说，他并不是一门科学，而是一门艺术，没有标准方法，只是一种想法，一种计算逻辑。不要问我为什么跌到你说的估值底了还要跌，这个太正常了。说明我算出来的估值，绝大部分人都不认同。只有当你算出来的估值，绝大部分人都认同的时候，你的推测才能被证实。所以也可以说，估值的过程，就是一个猜大多数人怎么想的过程。你能不能率先想到，其他人将要想到的东西，这是能不能赚钱的关键。这句话太重要了，再重复一遍，就是你能不能率先想到，别人将要想到的东西。

另外，对于晨星这种专业机构来说，他们还引入了情景分析，也就是要考虑三种场景，一种是基本行情之下，股价会怎么样。还有在熊市行情下怎么样，以及在牛市行情下又会怎么样。所以对于一家公司的评估体系是这样的，先看基本面，也就是他是干什么的，业务前景怎么样，然后再看经济护城河，有没有我们所说的5种护城河保驾护航，再然后是算估值，看公允价值在什么地方，最后是不确定评估，在熊市牛市震荡市，分别会有怎样的表现。

他们的结果是通过星级来给出的，值得投资者重金买入的，会给5颗星，如果一只股票严重高估，通常都是一颗星。明天我们再来看看，公司的护城河，是否可以预测股票的未来收益。

【6】投资的护城河6：股票未来的收益！是否可以预测？

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书。投资的护城河，昨天我们说到了晨星的评级系统，他们除了测算股票本身之外，还会测算环境，如果在不确定的环境当中，只有当股价低于公允价值50%的时候，才会给到5星评级，这虽然是晨星的自吹自擂，但是我们也要看出门道，这是一个很重要的思路，也就是说，一定要带着胜率去看市场，带着市场环境去看你的个股估值，老齐总是说，在特别亢奋的市场环境之下，你去算估值是没有任何意义的，因为基本上都会高于公允价值。大家都抢着买的情况下， 不太可能出现低估，相反，在大家都想卖的行情之下，就会有大量低估的存在，此时你去算估值才更有意义。所以估值和环境二者缺一不可。就比如2020年的市场已经开始逐渐的升温了，现在这个时候再去算估值其实就意义不大，估计很少有公司处于估值先以下。

所以很多人都在指责老齐，说你的投资思路变了。几年前听你说书的时候，你还说鼓励我们投资价值股票，然后长期持有。但是2018年你又改指数定投了，2019年你又说配置，弄得我们很晕，不知道该怎么去投资了。这不是老齐变了，而是整个的市场环境发生了变化。2016年，如果你听我们读书的时候，那个阶段呢，大量的消费类股票还处于价值低估阶段。所以我们鼓励长期持有，价值投资。因为你能算的明白，也能找到长期投资的好品种。但是到了2018年，消费类股票已经涨的不便宜了。反而科技类出现了明显的低估，但是这部分公司无法测算价值，我们也就只能用指数去定投。到了2019年，市场又变了，两波上涨，基本回到了价值中位数，低估的公司很少了，所以在这个阶段，无论价值投资还是定投，你都已经无从下嘴，这时候只能通过构建股债配比去投资。吕氏春秋里讲世易时移，变法宜矣，这句话用在投资上最为合适，外界环境变化了，你的策略就必然要随之变动。你们想去寻找那种一针就好的投资方法，其实并不存在。即便是我们给出的几个优秀的组合，在错误的时间， 他们的收益率也都会比较低。只是长期收益还说的过去罢了。

本书举例，可口可乐，美国运通，亚马逊，第一太阳能，希腊国民银行，这几个公司对于环境的思考完全不一样，比如可口可乐就不需要预测什么政治因素，和石油价格变动，也不用考虑监管问题。而美国运通，就需要考虑消费支出波动的影响，亚马逊则要考虑盈利再投资和规模扩张。但是有的时候再投资的收益率却并不高。至于第一太阳能，非常依赖政府的补贴，一旦补贴退坡，他就完蛋了。这点在咱们这已经领教过了，曾经的无锡尚德，连首富施正荣都能破产。这几个公司之中，希腊国民银行则具有更高的不确定性，甚至晨星公司不能够确定未来十年内希腊还是否是一个完整的国家。

所以根据这些不确定性，在晨星的评级体系中，就会有明显的区别对待，可口可乐可能只要低于公允价值，就会给很高的评级，而希腊国民银行，可能要低于公允价值50%，才会给予投资评级。这个很好理解，但是反过来，在卖出决策的时候，他们认为高不确定的公司，卖出价应该更高，假设公允价值都是20元，那么可口可乐可能25就要卖了，而希腊国民银行应该到35才卖。为什么会这么考虑，作者说，主要是因为高不确定性的公司，计算的公允价值通常并不准确，所以应该给予更加宽泛的操作空间。

下面我们看投资护城河评级，可以用来预测股票的收益率吗？相信结论，大家应该都会知道宽阔的护城河公司会带来更高的回报。

但是晨星的研究诉我们，相比于宽阔护城河公司的股票，那些没有护城河的公司，可能会出现更大的超预期收益，老齐解释一下，也就是说，有护城河的公司，反而表现的相对稳定，不会很糟糕，但是也好不到哪里去，大概都能够算的明白。而没有护城河的公司，则存在着突然黑天鹅的可能，那么这就有两个方向，一个是好的黑天鹅，一个是坏的黑天鹅。所以只投资宽阔的护城河公司，我们不太可能暴富。

晨星根据，宽阔的护城河，狭窄的护城河以及没有护城河，做了三组股票。2002年到2013年期间，发现狭窄的护城河公司和没有护城河的公司累计收益，要高于有护城河的公司。上涨的阶段，没有护城河的公司涨幅更快，当然他们跌的也很快。但是这十几年虽然中间有一次金融危机，但总体上来说还是牛市，所以宽阔的护城河公司，由于业绩确定，反而因为失去了想象空间而吃亏了。当然，收益高不代表你能赚到钱，没有护城河的公司，明显波动更大，所以即便他的收益更高，但是你也很难拿的住。这就是波动率的意义。如果波动率风险调整后，那么还是宽阔的护城河收益更高。也就是相同风险下，宽阔护城河公司的收益更好一些。

老齐简单给大家总结一下， 就是说，对于有宽阔护城河的公司，预测他的业绩更加靠谱，当市场需要业绩的时候，往往是熊市或者震荡市，这时候靠的是真金白银，所以这些护城河公司表现更好，但是当市场进入牛市，特别是疯牛市，市场靠吹牛逼活着，这时候这些老老实实本本分分的护城河公司就吃亏了，因为他没有什么可吹牛逼的空间。所以在牛市里通常都是成长优先，价值一般，中小创上天，而大蓝筹虽然也涨，但是速度不快。相反，一旦危机来了，或者股灾刚过之后，大家都被打怂了，这时候就除了业绩，什么也不信了，于是那些价值股就成了唯一的抓手，我们看格力和茅台，基本都会在股灾之后开始表现，而到了牛市，他们的表现就一般般了，甚至有茅台不倒，股市不涨的说法。

作者还简单提到了资本定价模型，也就是大名鼎鼎的CAPM模型，专业投资这基本上都会提到，说的就是任何风险，都可以通过资产组合分散掉。而你不愿意分散风险，才是唯一的风险。如果你使用合理的资产组合，并选择那些有宽阔护城河的公司作为投资标的，那么可以帮助你有效的降低系统性风险。这其实也是老齐给大家做的4个半自动组合的理论依据，我们就是找到那些精选个股的基金，然后通过资产类别的搭配，从而让系统风险更低。相当于就是用到了基金的选股能力。而在DIY组合之中，我们就没有使用主动基金，也就是没有精选个股，所以DIY组合就没有降低投资的阿尔法值，DIY组合对于市场更明显，全靠股债的灵活配比调节收益。所以我们经常比喻，DIY是手动挡，半自动组合是自动挡，当你驾驶技术不熟练，油离配合生疏，且听不出发动机转速反馈的时候，还是去开自动挡的车比较好。这时候对你来说，自动挡更稳定，而手动挡适合老手，他会让动力更加直接，特别是高转速下的动力表现，是自动挡永远做不到的。对于投资来说，就是在疯牛和疯熊这两个阶段的表现，我们的DIY将会明显好于半自动组合。疯熊我们会加大权益资产比例，做到抄底的效果。而疯牛会降低配比，甚至完全清仓权益资产。所以没有好与不好，只是适不适合你而已。

下面我们看护城河预估值的结合运用，投资组合策略，晨星他们自己做了个组合，就是在他们研究的具有宽阔的护城河的股票中，选择最便宜的，也就是偏离公允价值最大的20家公司，做出一个指数。在2002年到2013年期间，平均获得年化回报达到15.9%，而同期标普500指数的回报只有8.8%，而且更为难得的是，除了05年持平，07年，和2010年这2年明显跑输之外，其余时间都要超越标普500指数，总结规律就是，在一波上涨的尾声，宽阔的护城河公司，跑不赢指数，其他时间胜算都很大。反过来说，当宽阔的护城河跑不赢标普500的时候，就说明市场快要了大跌了。这条规则在A股也是适用的，当大蓝筹在某一段时间明显干不过中小创之后，往往会预示着市场的下跌即将开始。在晨星，他们也建立了乌龟型组合，以及兔子型组合，这又分别代表什么意思，这两个组合的表现，又能告诉我们什么投资秘诀呢？咱们明天接着讲。

【7】投资的护城河7：乌龟组合和兔子组合

各位书友大家好，欢迎大家继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，投资的护城河，昨天说到了晨星公司的乌龟组合和兔子组合，乌龟型组合就是保守的组合，大多都有宽阔的护城河，这些公司增长稳定，且在行业中的优势足够明显，牛市中的表现滞后，但在熊市中，则实现反超。

而兔子组合则更多选择一些激进型的股票，他更是成长的代表，这些公司通常也有护城河，只是大部分拥有狭窄的护城河，也就是10年能看得到，20年恐怕就未必还能看到了。这个组合的业绩表现，要远好于市场。

对于投资者来说，在决策中，排除掉个人情绪的影响因素，是一项重要的能力，这点老齐非常赞同，其实投资的知识就那么多，你读大学念个研究生也就基本都学完了，那么优秀的投资者，强在哪？其实就强在用所学的知识，平复自己的情绪上面。这就好比，你能背下来九阴真经，跟你练成了九阴真经是两码事，什么时候，你能够不被市场情绪所动，稳定的输出你的知识，把所有的决策都做对了的时候，你才算是真正练成了九阴真经。跟金庸小说不一样的是，现实社会中很多人其实都会背诵，但是穷其一生，可能连第一层都练不到。一看见行情波动，就连自己姓什么都快忘了。太极剑的精髓在于无招胜有招后发先至，而投资的精髓也差不多，啥时候你能做到不看盘去投资了，说明你就已经找略窥门径了。

作者说，他们建立组合的依据是适度分散化，而不是过度分散，也就是说，他们选择有限的行业和资产进行对冲，之所以只挑选20只股票，是因为他们发现挑选40只，也并不比20只风险更小。而一旦他们挑选好组合，就全仓持有。不再进行短期调整。2002年到2012年，乌龟型和兔子型组合，换手率只有每年17%，也就是说平均持有期都要超过5年。根据老齐的经验，股票持有5年，这中间通常都会有一次很好的获利机会。基金组合也一样，只要你买入的位置基本正确，5年之内一定有很好的收益表现。这是大概率事件。

下面我们就分各个行业来讲，首先是基础材料行业，也就是金属矿业，有色煤炭这些。这个行业所谓的竞争优势护城河呢，其实就是你所在的矿区。我们常说的家里有矿，这就是你的护城河所在。你的原材料越是不可或缺，开采成本越低，经济的护城河也就越深。比如中东十几美元，它就能把石油挖出来，在全球来说，成本最低。所以那边当然也就富得流油。而在我们国家呢，那几年煤炭价格大涨的时候，煤老板也是各种炫富。成为最富阶层的代表。但是这种东西呢，随着经济周期的变化，他也并不确定。一旦商品周期回调，利润也必然会大幅降低。这时候只有那些宽阔的经济护城河公司，也就是成本最低的公司。能够挺过商品周期的扰动。护城河不深或者根本没有护城河的公司，就会被洗牌掉。

所以这类公司投资的关键就在于成本，你要看他有没有较低的资本成本，有没有较低的建造成本？比如本书举例化工业的巨头巴斯夫。就是一个有狭窄护城河的公司，它的护城河呢，主要来源于成本优势和无形资产。之所以是狭窄的护城河，是因为巴斯夫的成本优势是通过一体化流程来实现的，而并不是因为他可以获取低廉的原材料。说的通俗一点儿就是巴斯夫效率比较高，而并不是因为他家里有矿。它的成本优势主要体现在降低了运输成本和减少了能源消耗上面。然后通过不断地研发投入，创造了专利。让别人无法模仿。但是很显然，这种护城河并非不可逾越，也许是一个新技术，也许是物流网络科技化升级，就可能让巴斯夫的优势荡然无存。所以他也顶多算一个狭窄的护城河。跟那些家里自己有矿的肯定不能比。

本书还举例，加拿大萨斯克彻温省钾肥公司。这是少数几家拥有宽阔护城河的公司之一。它就属于是家里有矿的了，得益于低成本的钾肥资产和高行业进入壁垒。但是老齐多说一句，让人感到很意外的是中国的钾肥公司，盐湖集团，刚刚成为2019年的亏损王，一年时间亏损400多个亿。成为历史亏损之最。在过度开采和经济周期下行的相互作用之下，盐湖钾肥已经连亏3年，连400多万的债务都还不上了，结果被法院冻结了资产，只能变卖自己的家当为生，一笔500多亿的资产，却根本无人问津，当地政府花30亿接走，一下就造成了400多亿的资产减值亏损。所以这也给我们一个启示，即便是家里有矿，也架不住败家子儿。所以这种行业最好还是要洞悉周期。如果你实在看不懂周期，那就最好不要投资金属能源这个行业。这也不是一个可以长期持有的行业。即便护城河很宽阔，他也可能十几年不涨。

下一个行业是消费品行业。包括饮料业，日用消费品，烟草餐饮，仓储式零售等等，这个行业毫无疑问，他的护城河主要来自于品牌。比如同样的白酒贴不贴茅台的标。价格将差距巨大。当然有些公司呢，成本优势也是一个常见的护城河来源。比如那些大型的饮料公司，他们由于产量极大，所以购买食用糖，果汁儿和包装材料的成本也会要比同行更低。通过规模产生成本优势。这个行业里宽阔的护城河公司占比可以超过16%，而狭窄的护城河公司可以超过45%。也就是说，60%的公司，都会或多或少有护城河保护。

饮料行业是一个出牛股的地方。因为品牌越响亮，忠诚度也就越高，现在，消费者对于这种品牌已经到了癫狂的程度。就比如说我们的茅台，明明是同样的酒，放在飞天的瓶子里。他就卖1499。如果换个生肖的瓶子价格就能涨一倍。而且并不会因为提价而影响销量。所以最后，利润只与产量和定价有关。在产量恒定的情况，只要提价就能维持增长。像这些公司你都不用算，他的投资资本回报率一定会大于平均水平。而且不光是茅台在中国排名前几名的白酒企业，都有这个宽阔的护城河保护。所以你只需要考虑相对于竞争者公司品牌能不能带来价格提升，他的销售系统会不会被复制？有更多的竞争者加入之后，市场会不会被抢夺？这些其实你简单的想一下就知道了。像茅台，五粮液这种，基本不可能被竞争对手挤压。利润率也绝对高于行业平均。他们甚至跟普通的白酒分属于不同的市场。所以这种公司的质地是肯定没有问题的，你只需要找一个价格便宜的时候买入就可以了。那什么时候是价格便宜的时候呢？一般在股灾发生的时候或者是大熊市里面。你就想都不用想算也不用算，直接买这些东西肯定会赚很多钱。

再说日用品消费行业。这个行业呢，就不太具备品牌护城河了，替代性就会很强。比如某些领导只喝茅台，但是你很少听说，喝牛奶只喝伊利，蒙牛三元光明完全不能喝的。所以对于这些行业来说，宽阔的护城河公司一般呢都具有无可匹敌的规模经济。也就是规模出效益。伊利她全国卖牛奶，那就比三元在北京，光明在上海，更加有优势。所以对于这些日用消费品的品牌来说，你一定要找那些数一数二市场份额的公司。最好是市场上就这么一两家大公司。比如美的和格力几乎就垄断了空调市场。然后就是要考虑。投资资本回报率要高于行业平均水平以及平均资本成本。但其实之前那几部如果都实现了，那么最后这一条其实你根本就不用去计算，应该也问题不大。如果简单来测算的话， 可以看看毛利率，净利率，和净资产收益率，是否都高于同行，如果这些也都如此，那么投资回报率肯定是高出资本成本的。这是老齐总结的一个投机取巧的方式。

至于餐饮业，就只有星巴克和麦当劳，具有宽阔的护城河，因为他们的品牌家喻户晓，他们开店选址，原材料采购，也会得益于品牌而让成本更加低廉。所以拥有行业领先的利润率。餐饮业的投资要考虑，他有没有定价能力，是否能规避劳动力和成本的价格上涨，在价格战中是否有成本优势，这种餐厅，是否轻易被复制。他自身的特许加盟，是否富有粘性。明天我们继续来看，仓储行业，以及金融服务行业，到底该怎么去考虑他们的护城河，明天见。

【8】投资的护城河8：不同行业的护城河在哪？该如何估值和投资

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，投资的护城河。我们来看仓储式零售，也就是超市电商，成本优势和无形资产是仓储式零售业构建护城河的关键驱动力。最典型的公司就是沃尔玛，他就是通过规模压低成本，又通过压低成本来提升规模。走的是低毛利，高周转，快速收钱，慢慢付钱的经营模式。还有的超市比如Costco，他基本不赚商品的钱，将毛利压倒了最低，靠的是会员费收入。这些公司都能够拥有明显的宽阔的护城河，不过老齐也多说一句。到现在电商时代之下，这种护城河是否还存在要打一个问号了。因为有型超市跟无形超市去比较的话，最大的一个劣势就在于电商拥有强大的长尾销售能力。你的超市再大空间也是有限的，但电商的空间却是无限的。所以这种仓储式零售的生意，基本全都要降级，即使沃尔玛Costco这种宽阔的护城河公司，也要降低为狭窄的护城河，10年内赚钱问题还不大，但是10年之后真不好说。

下面我们来看金融服务业，也就是银行，保险，券商，信托，投资公司，这个行业有个特点，就是大家提供的服务几乎一样，比如你去工商银行存钱，跟去建设银行存钱，几乎没差别。甚至贷款的时候，同等规模的银行，给你的利率都是差不多的。他们之间也并不想干掉对手，甚至在国内，官办银行的领导都是国家任命的。甚至还会相互调动。所以在别的行业，同行都是赤裸裸的竞争关系，但在金融行业，真的是友商，关系非常好，有事没事还相互拆解资金。金融服务业在各个国家基本都是严格的牌照管理。所以里面有70%的公司，都是或多或少有护城河的。

先看银行业，无论什么银行都很难拥有定价能力。利率并不是他一个人说了算的。那么银行唯一的竞争优势就是网点的分布。网点分布多，那么这个银行的就具备一定的护城河。还有就是一些行政上的特许经营权。比如我们都知道工农中建是央行的亲儿子。公务员系统发工资基本都是使用四大行的系统，退休金的领取更是指定为工商银行。公积金房贷业务指定到了建设银行。这就算是宽阔的护城河公司了。而其他的股份制商业银行中，才要用市场化的视角去评估，比如招商银行，兴业银行，是资产最优质的银行，但这也顶多算是狭窄的护城河银行。

再看证券公司和投资公司，他们的护城河一般建立在网络效应无形资产和成本优势上。说白了就是金融中介。所以服务的客户越多，他的资源实力也就越强大。比如像是公司发债发行股票，都会找一些著名的大券商来做主承销人，他们有更好的机构关系，能够调动银行等机构来购买。自己也可以影响一些财富公司，通过发行一些信托和基金，来接走这些发行的证券，等于他们一手抓资金需求方， 一手抓投资者。这就是一个典型的网络效应的体现。这个网络越大，它的资金成本就越低。但是即便如此，顶多也就给狭窄的护城河评级，投资银行和券商，基本上看不到20年的竞争优势。比如在国内，有中信证券，海通证券，东方财富等。

至于保险公司，虽然各家公司的侧重点略有差异。但是产品基本上还是同质化竞争。保险公司的优势主要体现在，产品的创新性，更低的管理费用支出。这两个方面，为什么资本市场给中国平安更高的估值，就是因为全牌照经营，加上陆金所这种互联网创新产品的应用，相比之下其他的公司，就做的并不到位。看一个保险公司最重要的就是看他的承保收入，其他的像什么投资收益？这些都是浮云。并不可能长期持续下去。所以如果同行之间承保收入明显要高于竞争对手，那么就可以说它有一定的护城河保护。

我们在看医疗保健行业。这个行业护城河是比较多的无形资产，成本优势及转化成本都是重要的护城河来源。这个行业中20%的公司是有宽阔的护城河的，只有30%的公司是没有护城河的。所以在这个行业中投资出错的概率就相对会比较低。

先说制药厂，他的研发专利和市场推广，肯定就是护城河，会为公司创造持续的现金流收入。有些公司还拥有宽阔的护城河，因为专利保护，是能够预估到20年内的。而即便专利过期，这些公司也会想尽办法，让药品升级换代，继续享受专利的保护。比如强生公司，他就拥有多样化的基础营收，和超强的现金流能力，赢得了宽阔的护城河，对于中国市场来说，创新药的公司比如恒瑞医药，一直都是基金的重仓股，但是老齐对医药这块，有认知盲区，所以不敢随便说他是不是真的有护城河。总之，评估一个制药企业，主要看两点，第一就是公司创新药的研发能力。第二是他的收入有多少来自于复杂工艺的药品。也就是说别人模仿不来的部分。

下面我们看，生物技术行业，他主要的护城河来自于，无形资产，有效规模和成本优势，无形资产最重要，也是指专利保护，这个跟药厂没什么太大的区别，而最强大的护城河应该是有效规模，晨星认为只有少数几家公司，专注于罕见病的研究，比如拜姆仁制药和亚力兄制药。这种行业，往往就是只有一两家公司在做，其他的公司很难加入其中。而他们越做就会壁垒越深，先发优势，无法被追赶 。特别是那种高度复杂的药品，进入壁垒后，就在难以被颠覆。所以竞争威胁极其有限。在国内像长春高新，华兰生物这都是机构重仓股。只要是医药行业的基金，必然持仓的两只股票。

还有医药设备，诊断研究这些行业，在考虑他们的护城河的时候，要考虑客户粘性，也就是说，一套产品使用习惯了，他就懒得再去学习其他的产品了。转换成本非常高。比如一些做医疗耗材的公司，就拥有非常稳定的现金流收入。这里老齐也多说一句，医药行业一直是我们看好的一个行业，但是却无奈对着里面的公司，实在是看不懂，有明显的知识盲区，所以对于这种情况，我们其实通过基金投资就好，让基金帮我们完成选股，而我们只要做好选时和配置比例就好。千万不要明明不懂，还不懂装懂，那样最后只能坑了自己。

下面我们看非常宽泛的一个行业，工业，包括铁路，机场，国防军工，运输，装备制造业等等，工业的公司五花八门，护城河来源也各式各样，其中无形资产和成本优势，是比较普遍的两项。

先说铁路，这个肯定只有成本优势和有效规模起作用。火车是运输最为低廉的一种交通工具，比公路运输要便宜10-30%，而且在一个区域，可能只有几条铁路，别人也不可能轻易的造铁路，来跟你竞争，特别是在中国，比如广深铁路，这条线只有你一家公司。客运和货运都是你说了算，不过铁路显然不是一个很好的投资行业，因为时代不一样了，老齐多讲一下，你看铁路股的走势就知道，基本上横着走，每年也就吃点分红。所以我们一直管这类投资叫做类债券投资，属于是操着买股票的心，赚着买债券的钱，很不划算。如果非要投资铁路股，则一定要有对周期的把握能力，只有周期复苏，工业复苏的时候才能投资铁路股。而当周期下行，则就要小心了。再好的公司也要避险。

下面来看机场运营行业。他的护城河肯定来提无形资产中的特许经营权，也就是政府到底让不让你干？而且通常一个区域内是只有一到两家机场的。所以有效规模也是他的护城河表现之一。机场其实还是属于是公用事业类行业，也很难获得增长的空间。而且它的最大麻烦在于自由现金流其实并不多。也就是说它虽然产生了利润，但是也拿这些利润去维持机场的运转，能够让股东带走的钱并不多。所以总的来说机场这类公司呢？肯定是挣钱的。这个毫无疑问。你不用担心它的质量会变差。或者趋势发生改变。所以在特别熊市的时候，大家完全看不到希望的情况下。投资机场是一个很好的选择。往往低点买入，等到牛市高点来临的时候就能赚上好几倍的收益了。但是反过来说，如果他长得特别高了就要小心。因为他不太可能创造更多的想象空间。每年赚钱的速度几乎都是固定的。所以消化高估值。往往需要很漫长的时间。一定记住大胆低买，但不能追高。我们在来看看货运行业以及航天军工，制造业和技术行业的护城河评级方法。

【9】投资的护城河9：周期、技术行业的不同估值方法

各位书友大家好，欢迎继续做客老齐的读书圈，今天我们继续来讲这本书，投资的护城河，今天我们来讲，航空航天行业，在国内一般都把航天军工划到一起，有效规模是他的护城河来源，也就是一个行业，往往只有特批的几家公司在生产制造。但是国外的航天军工跟国内的航天军工还不一样。在美国市场上他们还是以盈利为目的，但是在国内的航天军工却基本上都是政治目的。赚钱变得不再重要。比如美国的波音公司。就是一个高技术壁垒的护城河公司，能够跟他较量的目前也只有空客。也正是因为空客的存在，所以即便是波音也只能算是狭窄的护城河公司了。熟悉老齐的人都知道我们是比较反对于投资这个行业的。因为世界的趋势是和平而不是战争。所以大多数军工产品都与市场脱离。最后变得自娱自乐，根本无法转化成利润，所以你会发现，他们总是行走在亏损与盈利的边缘，总是让你一次又一次的失望。因为究其根本，这些本身就并非是纯粹的企业，他的存在也并不是以赚钱为目的。但投资者的目的是赚钱，所以你们根本就不搭。

再来看货车运输行业和水上运输行业。晨星认为货运行业呢几乎很难通过网络效应和转换成本以及品牌识别来建立护城河。也就是说谁便宜我就用谁，而不会有什么品牌忠诚度。所以很难产生壁垒。这个行业可能整体就没有护城河。比如在国内当年的亏损王中国远洋的 投资者，可能早就已经亏死了。所以对于这种行业来说，精选个股其实意义也不大。所以我们更多要做的，其实就是根据周期选时，周期好了鸡犬升天，周期差了，所有公司都一样暴跌。

重装制造业，这个行业生产的都是设备，挖掘机之类的。无形资产和网络优势是护城河来源，比如国际上有卡特彼勒公司，他在美国网点很多，市场占有率极高，服务越是及时，使用他们设备的人也就越多。而在国内像三一重工，中联重科都有很好的品牌。在周期启动之前，这些重装制造行业，就会率先启动。当然反过来也成立，他们一旦开始跌了，就说明周期要结束了。

下面我们看技术行业，比如互联网，高端制造，半导体，高科技那些公司，他们的最大护城河来源于转换成本和无形资产，比如大家熟悉的苹果，三星，华为，都属于这类。一旦用惯了一个系统，你就懒得再换成其他的了。所以现在手机制造商也在不断地想，如何让你一键拷贝所有资料到新手机，一键转换越简单，他留存的客户也就越多。以前只能是苹果倒数据，现在安卓也有了。同品牌手机之间，传输数据越来越简单。这也就逐渐成为了他们的护城河。

游戏公司也是靠知识产权，来获得竞争优势的，但是这个行业门槛极低，随时随地都会被模仿，进入的壁垒不高，只有领先的游戏内容商才能够凭借几款特别欢迎的游戏赚到丰厚的利润。像我们小时候经常玩的，三国志系列，实况足球系列，NBA系列，这种东西，每年都会升级一代，然后赚一遍钱。但是现在好像也就那么回事了。网游大行其道，让这种游戏公司，也出现了困难，资源和收入，越来越向头部几家公司集中。

分析这类公司的护城河，你要考虑他的产品能不能留住用户，比如补贴烧出来的用户就没什么价值，只要补贴取消，用户就会走掉。然后还得想想，他会不会被替代掉，比如共享单车这个生意，被替代的可能就非常大，网络视频行业，也没什么护城河。唯一有护城河的，应该也就是互联网电商，再给你1000个亿，你估计也很难复制阿里巴巴和京东了，但是并不是说他们有多稳固，不会被相同业态打败，并不代表他们不会受到攻击，比如拼多多的横空出世，就让他们吓了一大跳。

再看看做硬件的企业，这主要就得拼供应商的成本了，能够批量采购，毛利率更高的公司，会产生明显的竞争优势。而信息技术服务行业，这一类公司，都很难产生宽阔的护城河，因为我们实在是看不好，哪家公司20年以后还能存在，即便是阿里和腾讯也是如此，大家想想20年前，你认为谁会成功，当时的首富是张朝阳和陈天桥，10年前呢，那时候在国内最接近成功的公司应该是百度和人人网，但是10年之后，百度已经退出了三国杀，人人网更是已经活在生死线上了，8年前大家以为微博将代表未来，但是3年以后，就已经不这么想了。所以技术发展太快，实在是看不了那么远。即便是全球也是如此，除了比尔盖茨的微软，在20年前，已经统治世界，其他的什么谷歌，苹果，亚马逊，Facebook，那会还都啥也不是。如果2000年让你选择一家伟大的互联网公司，90%的人呢都会投票给雅虎，但现在雅虎已经连商标都不存在了。所以，老齐多说一句，这个行业其实大家都是蒙着来，投人比投公司靠谱，所以大部分利润其实都在一级市场，真等上了市之后，就没多少利润了。确实也有上市之后还涨100倍的公司，但是你并不可能提前知道是哪个，甚至创始人都不敢说。

还有半导体公司，比如英特尔，高通，英伟达这样做芯片的企业，这个行业就完全不一样了，他的壁垒比较高，你说想做芯片，你得长那个脑子才行。甚至法律不管，就让你照着抄，你都仿制不出来。所以他就有了双重保险。而且在摩尔定律的作用下， 这几个头部巨头，他们生产的芯片越来越强大，你连上一代产品还没研究明白呢，人家下两代都出来了，所以这也就更加阻止外来者搅局，因为你还得跟时间赛跑。所以这种公司是比较好投资的，只投资头部企业，他们的优势只会加强，不会衰减。而风险则在于，技术变天，比如PC时代，英特尔一统天下，但是突然进入移动时代，高通就有了机会。现在变成了移动和PC的竞争，而并非是英特尔和高通竞争。所以尽管你依旧强大，甚至垄断了市场，但是无奈船沉了，那也是白搭。

再看软件行业，其实已经发生了巨变，比如微软以前卖软件为生，现在他已经转而卖服务了，游戏软件也是如此，以前卖软件，现在卖增值服务，单品软件已经没有竞争力了。所以这个行业的护城河，一般只来自于规模经济和转换成本，也就是有多少人使用你的产品，比如你现在有可能不用office办公吗，几乎没可能吧，因为其他人都在使用，你不用连邮件和表格都没办法打开。还有微信其实也是软件，别人都用，你也必须用，这就是强制力。只有这种公司，才具备宽阔的护城河。而那种可用可不用的软件，即便做的再好，也没什么太多价值。

最后我们来看公用事业类行业，作者说这个行业73%的公司，都拥有狭窄的护城河，2%的公司有宽阔的护城河，如果你实在搞不清楚护城河的概念，那你就买这个行业吧，至少4分之3的机会，不会买错。

公用事业行业有效规模是最主要的护城河来源，他们经常是被独家授权经营的。比如高速公路，电力公司，只能这家公司干，其他人不让干。未来很长时间，他们也不太可能会受到竞争。管制也不可能放松。老齐多说一句，这种公司的投资，就是看股息率，股息率超过5%了，你就当成债券买，肯定亏不了。但是你说他能赚多少钱，也够呛。获得个市场平均收益是问题不大的。涨起来之后，一定要想着卖。

这就是本书的全部内容了，作者主要是讲了一下投资中，到底该如何去思考护城河优势，很明显有护城河优势的公司，长期投资的效果会更好。收益也更多，而护城河其实并不困难，你不用每个人都去研究芯片类公司和医药生物类公司，别说你们了，就连专业的研究员他也未准能弄得明白。最简单的办法，就是找你身边的看得懂的公司就知道了，比如超市里，哪些产品卖的贵还卖的好，他一定是一家有护城河的公司，。所以投资就是要化繁为简，返璞归真，四个字总结，就是买好公司，八个字总结就是便宜时候，买好公司。仅此而已。反正要想投资赚钱，你只需要分清好坏，以及辨别便宜和贵，这两个你至少知道一组，就可以赚钱了，如果一个都不知道，那就只有当韭菜的份了。

