

# 雪球访谈

厚恩投资佐罗谈保守投资

2016年03月30日

雪球

聪明的投资者都在这里

## 免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

## 版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



# 访谈嘉宾



佐罗投资札记 V 北京厚恩投资管理有限公司执行董事、总经理 张延昆

## 访谈简介

雪球上有一只神奇的组合\$幸福投资修炼手册(ZH001541)\$，它长期占据组合风云榜NO.1，净值曲线平稳上升几乎从未有回撤。本期访谈我们请到了这只组合的主理人@佐罗投资札记，他是一名私募基金经理，不仅组合打理的好，实盘基金也很牛。

他认为价值投资的思想基础是保守，只要能保证长期好好活下来，就会有很多幸运之事“莫名其妙”砸到你头上，这要求我们在选择投资品种上，注意各部分要有一定的分散对冲效果。大熊市会用下跌的深度、颠簸起伏的时间长度，考验着市场大多数投资人，我们必须在投资之前将最大风险考虑周全。

那么如何做到深度价值、保守投资？如何在投资之前将面临的风险尽可能考虑周全？如何避开可能的回撤？如何平衡机会和风险的关系？童鞋们速来提问吧~

[\( 进入雪球查看访谈 \)](#)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

[问] 莫读：

对@[佐罗投资札记](#)说：一直有个疑惑，私募的公司构架是否完全依赖基金经理的表现，类似医生。在高压的竞争环境下，如何管理身心健康方面的风险，这方面每个人都都要面对。

[答] 佐罗投资札记：

公司培养几个“好医生”，然后用保守的价值投资策略，我想是有助于身心的，我们不必每天思考各类信息，预测每天走势，只用大规律。

[问] 阳光595：

对@[佐罗投资札记](#)说：能具体说说卖出的理由，比如PE、PB，或分红率等指标可量化吗？我经常是过山车坐太多次。

[答] 佐罗投资札记：

多总结各行业熊市底部和牛市运行中期、末期的各项指标，理解什么是便宜是么事昂贵，尽量不被市场气氛所带动，将其量化到一定范围内。

[问] 阳光595：

对@[佐罗投资札记](#)说：我发现有的拿着茅台，低了就买点从来都不卖，对些老佐怎么看

[答] 佐罗投资札记：

过去看似成功方式，未来还是否奏效是个未知数，不要过于留恋单个企业的得失，把精力放在组合成功率上最好，不要将自己的投资命运寄托于一个企业的成长兴衰上，这是保守投资的要求。

[问] tj888：

对@[佐罗投资札记](#)说：佐大觉得香港货币跟美元，经济跟大陆的矛盾，对于投资H股或A股影响大吗？

[答] 佐罗投资札记：

宏观上的东西我们无法预测，只能说有抛开宏观预测的投资方式，我们宁愿跟从简

单，不讲投资分析引入复杂，我认为1、世界会不断向好。2、主要运用常识就可以解决投资问题。

[问] 散步高手：

对@佐罗投资札记说：我看公司的时候发现有一些公司喜欢装朴实，装勤俭的。真是装的好投一些人所好。

[答] 佐罗投资札记：

观察他的长期分红怎样？就是装出来的十年以上长期高分红，我也欢迎。

[问] 自由的幸福：

对@佐罗投资札记说：请问如何看待一家公司分红的稳定性，比如，中国神华今年分红大幅缩水，鲁泰A为了保持今年的分红率，提高了分红比例。

[答] 佐罗投资札记：

拿出十年或长期的分红水平来分析企业最好，分红按年最有波动，但周期有强有弱，以上两个公司是行业龙头，还是不错的。有些细节问题不必太追究。

[问] 锋寒惊云：

对@佐罗投资札记说：请问，你们除了估值定仓外，日常的套利主要做什么类型。

[答] 佐罗投资札记：

估值和行业分散要定仓位之外，低风险部分内容也不少，但不是常常有机会，目前主要是债券和债券基金的安静只有阶段，套利机会还在观察，有些东西不能说明，因为机会很难得。



[问] 123小散：

对@佐罗投资札记说：对于债基想汇利b,聚利b这种怎么看，可以长期持有吗

[答] 佐罗投资札记：

如要持有，可以分散一些看看重仓债券，是企业债还是国债，杠杆怎样，建议持有分

红频率高和流动性好的LOF债券。

[问] Snail195:

对@佐罗投资札记说：我看了你的文章，受益匪浅，想问一下，小资金需要很长时间才能财富自由，感觉像是漫长马拉松啊，你当初资金量小的时候怎么做的？

[答] 佐罗投资札记：

财富自由要看你如何使用财富，财富自由了也不见得心灵自由，如果你享受这个过程，成功可能会慢慢到来。最初很小的资金量也把它看成大资金，这样慢慢你就会接纳更大资金了。

[问] 连城：

对 @佐罗投资札记 说：请问老佐先生，配置A类时主要会考虑哪些方面？

[答] 佐罗投资札记：

可以关注隐含收益率、下折收益率等等起债性和对冲性，只要深刻理解了A类，运用上慢慢总结。

[问] 里哈：

对@佐罗投资札记说：老佐，你是如何界定可能会产生永久性影响的风险事件？当这种黑天鹅发生了立刻止损出场吗？

[答] 佐罗投资札记：

界定很难，因为发生了你肯定会在场，只有提前预防，我将这归在价值陷阱研究里面，一要分散标的，二要寻找行业龙头，一旦发生不利先看是行业整体还是个体，是软伤害还是硬伤害，是国企还是私企。如果彻底不行就换股。

[问] 虎癸：

对@佐罗投资札记说：保守投资与安全边际的区别是？比如说某个标的长期分红率达到50%附近，而且股息率保持在6%左右的，现价买入是否是保守投资？

[答] 佐罗投资札记：

安全边际是价格上的安全，保守投资是价格安全之外，我们还要注意时间成本、价值

陷阱、基本面、配置合理性等等，你要看这个企业是否常年高分红，还是突发一年达到这个股息率，还要看企业是否行业地位龙头，这样才算保守，也就是说给安全加了即到防护锁。

[问] lihengtao:

对 @佐罗投资札记 说：请问佐罗兄您对分级基金怎么看？在熊市您会持有分级a吗？

[答] 佐罗投资札记:

分级A有其特殊的观察点，主要注意其隐含收益率和对冲效果，我估计在牛市高涨后观察比较好。

[问] 炒股即修行:

对 @佐罗投资札记 说：通常的保守投资包括哪些结构和投资节奏？

[答] 佐罗投资札记:

保守包括选股、估值、配置、仓位、分批交易、理念等各方面的保守，投资步骤是以价值估值深度有关系的，在无法处理的难题时候采取中庸态度。其主要核心是交易之前先将所有的风险考虑全面，计算最大可能损失是多少，然后再加以仓位配置。

[问] 稳定致胜:

对 @佐罗投资札记 说：打算资产配置上证50，中正500，恒生etf，医药etf，消费etf，各18%。剩下10%分别买入黄金etf，石油基金。这个配置怎么样。

[答] 佐罗投资札记:

我建议以能估值的以估值深度来配置，无法估值的一历年价格底部区域来配置，不达标不配置，你说的这些觉都看成股票类的，这部分保守看要我最多配置50%~60%，而且每一单品都要求有上限限定，所以说我觉得你的配置不够保守。

[问] 且行且悟--破土:

对 @佐罗投资札记 ;请问老佐，当市场整体高估的时候无法寻找到合适的投资标的，改把现金变成什么，如果配置债券应该注意什么，选择什么样的品种？谢谢。

[答] 佐罗投资札记：

配置低风险的，普通投资人最好配置低风险基金，这样省心省力，不要忽视先进的威力，建议至少在低风险里面保留20%现金、逆回购或货币基金，其余的可以学习配置债券基金或分级A等。但要注意其流动性，最好能现金和债类定期平衡。

[问] 废话大仙：

对@佐罗投资札记说：想问下老佐，对于仓位的把握上，是永远的五五开还是会根据市场的牛熊来调仓，对于我们新手来说往往都是满仓操作，怎么克服这种情况呢？

[答] 佐罗投资札记：

五五开是股票配置满额的情况，所有的买入依据的是个股的价值深度，也就是说拿着价值之尺去配置，五五只是配置时候的最高限，克服满仓就只能靠自己了，会这些好计划找身边的人监督，或看两个账户，一人管现金低风险一人管股票。



[问] lihengtao：

对@佐罗投资札记说：就目前的3000点位置，适合多少仓位？

[答] 佐罗投资札记：

如果上限是6成仓位的话，每只股票最多买5%，那就看你能找到多少深度价值的股票了，严格说和点位没关系。有多少布局多少，没有就空着那部分，我们不是为了买而买，错过不是错。

[问] 连城：

对@佐罗投资札记说：请问您配置华宝油气时，是出于商品价格周期的判断，还是它包涵的企业的经营状况的判断？

[答] 佐罗投资札记：

只有商品周期的价格因素了，因此仅仅是配置作用，像前期的黄金etf，这种配置作用的仓位一定严格控制。

[问] 无为NoWay：

对 @佐罗投资札记 说：请问你主要是用什么估值方法？DDM？

[答] 佐罗投资札记：

以DDM零成长模型为主，以其他的指标比如pbpe市销率roe等等为辅助。

[问] 认知狗：

对@佐罗投资札记 说：抛开投资分红，安全连际、择时，也就是投资与投机没办法混合吧。老佐有什么理解。

[答] 佐罗投资札记：

我觉得没办法，投资是投资大概率会赢的，甚至达到80-90%以上胜率，投机是对半开的机会。您说怎么混合？

[问] 无为NoWay：

对 @佐罗投资札记 说：请问你在选股时主要看股票的哪几个财务指标？

[答] 佐罗投资札记：

选股先不看指标，先看行业地位，主要是细分行业隐形冠军，其次是蓝筹里的行业龙头等等。选好股以后再看分红情况、长期毛利率、roe等等再筛选一遍，最后买入时候再看一些估值指标。

[问] darkforst：

对@佐罗投资札记 说：保守投资的PE/PB上限是多少？如果有认为低估的优质成长股，在保守投资体系下是否考虑提高估值上限进行配置（比如PB>3,PE>25）？

[答] 佐罗投资札记：

您说的优质可以大概率判断，但对于我们来说判断成长就很难大概率正确，所以也很难给这样股票以估值加分。

[问] 我爱吃大红：

对@佐罗投资札记 说：还会有大涨吗

[答] 佐罗投资札记：

明天的事情，后天再说！

[问] lihengtao:

对 @佐罗投资札记 说：对于双汇的近期分红比例，您怎么看？双汇目前的估值符合您的深度价值标准吗？

[答] 佐罗投资札记:

作为组合一份子。

[问] lihengtao:

对 @佐罗投资札记 说：牛市高峰期，您的仓位大概多少？

[答] 佐罗投资札记:

高峰期由于股票部分的上涨可能达到6~7成，不过也很有可能被消减为半仓，第一步取利就是维持半仓。

[问] 蜉蝣掘阅:

对@佐罗投资札记 说：对于这个价位的\$海螺水泥(SH600585)\$，行业龙头，老佐怎么评价？

[答] 佐罗投资札记:

等待深度价值。

[问] 价值守望:

对@佐罗投资札记 说：《幸福投资修炼手册》何时可以问世呢？是否考虑发售签名版。



[答] 佐罗投资札记:

估计今年差不多，看了书再说签不签。



[问] 周期王国:

对 @佐罗投资札记 说：来看看扫地僧，我来向老师报道一下。哈哈。我向老师提问的问题是面对港股这么低的估值，是否应该配资80%仓位，如果还是半仓港

股，是否面临港股启动后的盈利少？港股跌到了历史大底部区域，虽然不能满仓，但是是否可以提高标的股的仓位？佐罗老师是否进行横向加仓？比如每隔半年对买入的低估股票再加1成？，怕排不上队，所以问多些。

[答] 佐罗投资札记：

港股估值低不是现在了，由来已久，谁能保证他一举而其，或是还继续持续低估值很多年，你说的启动有多大概率？如果不足80%那就不能配置80%，因为时间成本会吞噬你的净值，我认为半年不涨后他由于分红除权肯定会低于50%，那就补回来半仓。

[问] lihengtao：

对 @佐罗投资札记 说：海螺水泥目前估值已经很低了，您认为的深度价值应该是怎样呢？对于周期性行业和非周期性行业，深度价值标准是否有不同？

[答] 佐罗投资札记：

股息率不达标。

[问] lvch：

对 @佐罗投资札记 说：能否给予我们在涨跌中保持良好心态说几句？

[答] 佐罗投资札记：

按照盘外的计划执行，不能被盘中一时涨跌所左右！

[问] lihengtao：

对 @佐罗投资札记 说：目前酒水有复苏倾向，对于白酒股您怎么看？红酒龙头张裕前景不明，目前估值符合深度价值吗？

[答] 佐罗投资札记：

我想参照2014年那个价格最好。但未来复苏情况难以预测，获取就是缓慢平稳而无成长。所以保守一点最好。

[问] Troy不眠精英：

对 @佐罗投资札记 说：我想知道老佐对方大特钢和伟星股份分红的看法，哪个

更适合保守投资？另外还想知道白酒板块分红率是否适合保守投资？谢谢。

[答] 佐罗投资札记：

前者不了解，后者知道但目前价格汕尾显得贵一些。可以计算一下白酒的股息率，可以参照2014年白酒困境时候的最低价格。

[问] 冷静-熊市选好股：

对@佐罗投资札记说：老佐：作为你的粉，俺也凑热闹提几个问题

- 1：价值投资为何也会失灵？
- 2：长期来看，价值投资的期望收益率应该在多少？按年算。
- 3、在仓位和资金管理上，你是怎样控制风险的？有啥好理念好策略统统招来！



[答] 佐罗投资札记：

1、不是价值投资失灵，是掌握价值投资的人失灵，缺少保守态度。2、可以查查沃尔特施洛斯德业绩表，那是我的榜样。3、事先计划好最高限，三步取利法，以后我会在一本小册子上招供的。



[问] w16290：

@佐罗投资札记 请问老佐如果中国或世界上主要国家遇到日本失去的xx年的情况，该如何配置投资品种？

[答] 佐罗投资札记：

随时担心警惕是必要的，因此我们有这么多保守的策略。但这其中优势龙头好企业会仍旧大概绿地好下去，我们会以保守以组合形式来确定未来的稳定向前。

[问] 无为NoWay：

对 @佐罗投资札记 说：请问你主要是用什么估值方法？DDM？

[答] 佐罗投资札记：

回复@浴火重生060203：股利回报还要求那么高，差不多一年5-7%就可以了，我们这么估值，这只是保障，其实还有价值波动的差价呢。



//@浴火重生060203:回复@等恒守璞:请问投资回报率一般多少? 如果是期望值, 那我当然要15%啦, 最低也要10%吧, 那么如果这么估值, 那么兴业银行只值4~6块?? 不合理吧, 可以请佐大@佐罗投资札记 抽空指教疑惑的小白吗吗?



[问] MaverickMic:

对@佐罗投资札记 说: 请问大三浪未来会形成吗?

[答] 佐罗投资札记:

不懂。

[问] 人性磨炼:

@佐罗投资札记 完整看了刚刚雪球的访谈, 想了几个问题, 但都会自问自答



, 就在一旁安静的做个美男子了。我相信老佐其实应该是佐哥会是雪球私募界存活最长久的。最后期待佐哥的幸福投资修炼手册尽早面世。

[答] 佐罗投资札记:

谢谢美男子。



[问] 无为NoWay:

对 @佐罗投资札记 说: 请问你在选股时主要看股票的哪几个财务指标?

[答] 佐罗投资札记:

回复@水落石出xie: 这就是保守的主因, 涨跌无法预测。



//@水落石出xie:回复@认知狗:那如果看完了, 还是跌呢?

(完)

以上内容来自雪球访谈, 想实时关注嘉宾动态?立即下载雪球客户端关注TA吧!

没别的  
就是比人聪明。



雪球

聪明的投资者都在这里