

# 雪球访谈

为爱投资，如何打通管理与投资的任督二脉？

2017年11月08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



明资道

## 访谈简介

估计很多人看过《投资中最简单的事》《投资最重要的事》但其实投资最重要的特征是很难，本期访谈我们邀请到《投资最困难的事》的作者，雪球私募工场(明资道一期)基金经理全昌明@明资道来和大家交流探讨，聊聊他的投资之道。

全昌明20多年前从中山大学国际贸易专业毕业后，在跨国公司从事财务管理工作，并曾任几家跨国公司的中国区财务负责人，对跨国公司先进的公司管理和财务管理理念、方法有深入、全面的理解。因为为爱投资，工作之余，他爱好学习、研究价值投资，并结合管理、财务工作，总结提炼出一套投资体系和方法。秉承着价值投资之道“只买对的，不买贵的”，在过去10多年的A股、港股投资中获得了不错的收益。投资中特别重视对公司基本面和估值的深入研究，同时也将自己的投资理念总结归纳出新书《投资最困难的事》分享给大家。

选择优秀上市公司要分几步？如何设置不同的“买入估值门槛”和“卖出估值”？速来提问~

免责声明：本访谈基于嘉宾认为可靠的已公开信息，但嘉宾无法保证信息的准确

性或完整性。在任何情况下，本访谈中的信息或所表述的意见不构成对任何人的投资建议，投资决策需建立在独立思考之上。

[\(进入雪球查看访谈\)](#)

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] 未来成长股大师:

对@明资道 说: 选择优秀上市公司要分几步? 如何设置不同的“买入估值门槛”和“卖出估值”?

[答] 明资道:

话题有点太大: 我的新书《投资最重要的事》应该可以完整回答您这个问题。

[问] super可:

对@明资道 说: 提到您的新书《投资最困难的事》，能否给我们介绍一下书的主要内容?

[答] 明资道:

这是一本关于价值投资的书，全书包括两大部分：1) 公司基本面分析；2) 估值。

公司基本面分析部分提供了一个系统剖析公司管理、运营的结构分析框架，对投资发掘优秀的投资标的提供了分析方法和思路。

估值部分侧重于各种估值方法的实战运用，其中对估值要“化繁为简”，逆向设立不同的“买入估值门槛”和“卖出估值”等估值思路对投资者应该有所启发吧。

[问] 非常可乐之投资篇:

对@明资道 说: 投资标的的选择采用什么方式? 企业的估值如何明确? 买卖的步骤是什么? 如何看待极端市场情况?

[答] 明资道:

投资标的的选择要定性分析与定量分析相结合，定性分析、或者说是对企业基本面的分析更重要。估值并不是一个精确的计算值，而是一个估计的区间。对有准备的价值投资者而言，极端的市場波动都是很好的投资机会。

[问] 熊猫IQ:

对@明资道 说：如何得知市场对某个公司的看法？ 又怎样使得自己的看法更加中肯，贴近股票的实际价值呢？

[答] 明资道:

市场是谁？你、我、他还是几千万的投资者？股票的价值其实没有一个“标准答案”，否则就不会有交易发生了。

[问] 地火明夷虫:

对@明资道 说：请问对于优秀企业，在存货周转、现金流、负债率方面，有什么比较通用的遴选标准？

[答] 明资道:

没有通用的标准，取决于每个投资者自己的判断。例如，存货周转一般具有行业特性，负债当然是越低越稳健。

[问] super可:

对@明资道 说：在您看来，管理和投资是怎么样的关系？

[答] 明资道:

管理与投资是相通的，一个硬币的两个面，也可以说就是武侠小说里说到任督二脉，这么理解吧：

投资者从公司外分析公司的经营、管理，如果不懂管理，很可能只是“雾里看花”，或者“只见树木，不见森林”，价值投资需要懂管理和经营，

而企业管理者也需要理解价值投资，理解投资者、股东眼中的优秀公司的特质，这样更能在工作中用股东思维，践行股东价值最大化的管理理念。

而关于股东价值的思考是打通管理与投资的任督二脉的关键。

[问] super可:

---

对@明资道 说：您所说的关于价值的思考都包括哪些方面呢？

[答] 明资道：

价值投资其实都是关于价值的思考：

- 1) 股票有没有“价值”：是炒股票与价值投资的差别；
- 2) 什么是公司的内在价值：是发掘优秀公司的基础。
- 3) 怎样的公司具有投资价值：需要从小股东的角度来思考。
- 4) 如何估计价值：学习估值
- 5) 价值与价格的关系：股价的波动。

在第2)，3) 两点上，价值是联通投资与管理的基础。

[问] 始于西川：

对@明资道 说：一个公司内在价值的计算，感觉很难。未来的股利现金流，很不稳定。内在价值真的有用吗？在二级市场。

[答] 明资道：

有用，看您怎么用。我在书中的观点是：估值理论（内在价值）是科学，而估值应用是艺术。

[问] 雪人Plus：

对@明资道 说：在此请教，自己琢磨了一个可能十分荒谬的选股算法，但自己水平有限，不知道此算法荒谬在哪里，请各位大神指教，谢谢。【目的】在股息率大于4.22%（5年期国债利率）的蓝筹中，选择预期投资收益最高的。【算法】暂且设置一个选股参数为XG， $XG = (ROE * 股息率) / (PE * PB) = 股息率 / (PE * PE)$  即，选股算法的参数XG为股息率除以PE的平方，PE为动态市盈率。XG值越大，越值得投资。 请各位大神指教！谢谢

[答] 明资道：

在我看来，机械地用一个财务指标或公式去判断一个公司投资价值都是过于简单

的“趋势外推”：财务指标都只是代表过去、历史的业绩，未来的业绩或投资价值更多取决于公司基本面分析。

[问] super可：

对@明资道说：是否懂管理就可以做好投资了呢？

[答] 明资道：

当然没有那么简单，一个完整的投资体系应该包括：1) 对投资标的，上市公司的研究。2) 投资者对自我的认知和提升。3) 对资本市场运作及参与各方的理解。4) 整合形成一个完整的投资体系。管理经验对第一点很有用。

[问] 旅者与美食家：

对@明资道说：请问，找到优秀的周期性企业，我们应该长期持有还是通过周期进行波段操作，谢谢。

[答] 明资道：

其实您的问题已经隐含了您期待的答案吧？如果可以，波段操作当然最美妙。问题是对周期的判断，很多业内人士的判断也是错误的。

[问] heccue：

对@明资道说：我已选好一个股票池，刚好有笔资金到位，请教该如何操作：

1、目前A股整体估值不算低（特别是小盘成长股），在没有好价的情况下——没有明显低估股，是继续空仓等待低估才买入，还是部分比例仓位先买入部分价值股？

2、如何分批买入（分几批，每次买入仓位多少，每批买入间隔价位如何设置）？

谢谢！！

[答] 明资道：

价值投资基于个股的分析，在出现股市整体泡沫前，其实与市场整体估值关系不大。买入的节奏把握则完全取决于投资者个人的经验和拿捏。没有标准答案的。



[问] super可:

对@明资道说: 您半年前在雪球私募工场设立的“明资道一期证券投资基金”表现不错, 能否分享是如何做到的?

[答] 明资道:

投资理念和投资方法就是按照《投资最困难的事》一书所勾勒的体系。我自己觉得更满意的是对风险的控制: 这一个业绩没有加任何的杠杆, 也没有参与热股的炒作, 很低的换手率。当然, 半年短期的业绩还不具有足够的代表性。更重要的是希望两三年后的业绩能让投资人满意。

[问] Xiao小知识分子:

原帖已被作者删除

[答] 明资道:

什么是白马股? 股价涨了就是白马股吗? 对京东方没研究, 但我建议您首先要想清楚这个问题。

[问] 牛仔十字军:

对@明资道说: 龙头白马越战越勇, 恒瑞、大族激光等股屡创新高。请问对当下这种行情的理解, 白马龙头是否已经透支, 还有参与的价值?

[答] 明资道:

白马龙头起码包括几十家以上的公司吧? 很难简单给一个总体的结论, 还是要基于个股的分析。

[问] super可:

对@明资道说: 如果您是完全按照《投资最困难的事》的投资理念和方法实现的, 那投资者岂不是可以看完书就自己投资了?

[答] 明资道:

没有这么简单，我的书是提供了一个分析方法和思路，但所有对上市公司经营管理和商业模式的洞察力，是需要投资者的经验和学识去做出判断和选择的。而且，投资者如果没有经历过完整的牛熊市和剧烈的股市波动，也很难获得投资成功。毕竟，书本得来终归浅。

[问] 闲人小五：

对@明资道 说：如何简单计算一只股票的价值，即当前买入价格是赚了还是亏了？

[答] 明资道：

首先，投资都不“简单”，其次，没法计算一个股票精确的价值。

[问] MONEYLIONO1：

对@明资道 说：如何捕捉估值的转换时刻？

[答] 明资道：

我承认我没有这个能力。

[问] 老宠：

对@明资道 说：以前常说，牛市来临之际，券商股往往先行启动，正所谓春江水暖鸭先知。去年以来，蓝筹白马走了波牛市，银行保险也大涨，唯独券商股死气沉沉。历史的经验要失灵了么？券商股什么时候能重新焕发生机？

[答] 明资道：

历史未必会简单重复。价值投资不对市场做预测，包括市场板块的预测，尤其是股价涨跌的时间点。我也不认为任何人有这个能力。

[问] super可：

对@明资道 说：在您过去十多年的个人投资中取得不错的成绩，那您的基金是否

也可以呢？

[答] 明资道：

个人投资与基金投资还是有很大不同，除了基金经理的投资水平外，认知并设法规避基金投资的额外风险非常重要，包括：

- 1) “不合适投资者”：买基金如炒股：用炒股的心态、手法买基金，频繁申购、赎回。投资理念差异：不理解价值投资，不能接受暂时回撤，以净值为唯一考量。
- 2) “不合适资金”：短期资金：投资者将1-2年短期内要用的资金购买基金，可能导致“不得不赎回”。泡沫资金：在股市大涨出现泡沫时，基金净值往往也创出新高，大量资金申购，导致基金在股市泡沫时被动高价买入股票。

我想，这也是为什么具有机构优势的主动管理基金反而大部分无法跑赢市场的重要原因吧。

[问] 闪闪发光的红星：

对@明资道 说：选择长期持有的股票，做价值投资，首先看ROE数值及趋势、营收数值及趋势、持股股东人数及户均持股数、PE的百分比数值既所处历史位置。这几个指标是否有参考意义？

[答] 明资道：

都有参考意义，看投资者如何解读。

[问] 最弱者的探索：

对@明资道 说：怎么挖掘公司各种信息，比如公司在做什么，有哪些对公司有利的进展，和不利的的问题，就像前面有人提到的京东方不知不觉上涨了，那么在涨之前对公司有利的因素我们在哪里可以找到？

[答] 明资道：

采取一切可以想到的方法去收集合法、公开的公司经营信息。现在的问题往往不是没有信息，而是信息过量，垃圾信息太多。投资者能否正确的过滤、解读信息是一个关

键的投资能力。

[问] super可：

对@明资道 说：您计划怎么去规避基金的操作风险？

[答] 明资道：

基金需要选“对的投资人”和“对的资金”。

“对的投资人”要认同价值投资理念和投资方法。信任基金经理，保持经常性的沟通。

“对的资金”必须是长期投资，是预计未来2年无须急用可用于投资理财的“闲钱”。必须要拒绝泡沫资金：股市上涨到预定点位，基金将封闭申购。

对于一个还处于初创期的基金而言，选择“对的投资人”和“对的资金”好像过于奢望，这也是基金的管理费及业绩提成也只按市场平均水平的50%左右收取的原因之一，我是愿意在发展速度，规模和收入上慢一点，少一点，但希望坚持原则能找到志同道合的投资人。

[问] 水滴的力量：

对@明资道 说：北京控股和长江基建集团同属公用事业，为什么香港市场给的估值完全不同？

[答] 明资道：

对两个个股没有研究。建议您想想看：谁是“香港市场”？“市场”就是对的吗？

[问] 水滴的力量：

对@明资道 说：茅台每年供应军队和中央（不是三公消费那部分）的销售比例有多少？茅台酒是中高端消费品而可口可乐是大众消费品，有钱没钱的都能消费的起。无论老的少的都能喝。现阶段随着国家的发展和腾飞对中高端消费品的需求是增长的，但如果到了发达国家的经济水平，人们对中高端的消费品的消费是否会减弱，

消费观是否也更成熟、更实际。

[答] 明资道：

其实，茅台的三公消费占比我不相信任何人能”计算“出一个准确的比例，除非经过科学的消费者调查。而消费习惯、消费行为的演变、预测是市场营销学里的一个高深学问。

[问] super可：

对@明资道 说：听起来您对这个基金有很多不同的想法，您的愿景是什么？

[答] 明资道：

是的，我们致力于成为精致的“管理+”私募基金。

所谓精致，是指我们不以规模最大化为目标，宁可小而精。

所谓“管理+”，包括以下几个方面：

- 1) 基金经理及研究团队都要具有丰富的公司/财务管理经验；
- 2) 目标投资者也主要面向公司管理者、企业家或专业人士（医生，律师，教师等）；
- 3) 投资者愿意根据需要不定期分享其行业和专业新知，甚至承担一些调研工作；
- 4) 对有需要的投资者（如，中小企业家），基金经理也可以提供管理和财务咨询。

[问] Xiao小知识分子：

对@明资道 说：全老师 从几个方面定义行业龙头！！！！

[答] 明资道：

最重要的指标是市场份额，从结果来看，龙头的利润往往占行业很大比例。

[问] 大兴z：

对@明资道 说：对于企业转型期是否对于企业估值是个机会。例如百度对AI

近期股价上涨是否来源于估值提升。

[答] 明资道：

转型要看成功与否。当然，炒股票、炒预期就很难说了。

[问] 新鲜韭菜花：

对@明资道 说：定投一直成长股票如腾讯几年，你觉得会如何

[答] 明资道：

公司基本面分析是动态的，即使是优秀的企业如腾讯，买入以后也需要密切跟踪其经营发展情况才行吧。

(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