

关于二季度以来持有、布局、原则等的说明 2408

1、不再持有地产

对应小文章：《对地产认识、认错和华润》

由于各种原因，16年以后，没有市场化的房地产这个行业了。各种限制之下，21H2地产周期下行之下，目前看房地产行业没有好转希望也不会有未来，因为既不会有合适的市场毛利率，更没有整体的行业增长，公司也难以估值。整个行业头部公司资产负债表极其困难且都难以修复。上帝在一个时代给与的要通过一个时代拿回去。

我们在投资上花了20年在这个行业中，从2005到2024年，最近几年是很愚蠢的；我们花了巨大的代价来逐步认识地产中行业和公司的问题，也认识我们自己的问题，我们现在没有幻想了，终于不再持有地产未来也不再想要持有。不再持有房地产公司后，没有那么大的压力了，也不关心那么多数据了。过去曾经有很长一阶段能够蒙对，那是因为在地产周期的上升期，是因为地产行业还在增长的价增量升的上升期。

香港头部内房公司真实的销售额、毛利率、现金流都不在当期财报中公示，现在这些头部地产公司大概也没有合理的毛利率、没有持续经营的经营现金流。不再持有之后，也许一年以后，我们连简单看一看财报的兴趣都没有了。

2、以腾讯为锚

（巴菲特：以可口可乐为锚）

以腾讯为锚，我们看任何公司都应该拿来和腾讯比，因为腾讯是一个相对优秀的公司并且是我们的核心持有，腾讯有一定的增长，有毛利率、又相对扎实的资产负债表，有大手笔的回购，我们也认为腾讯有长期获得高毛利率的能力。

所以一个公司有没有吸引力，和腾讯比较。如果你足够好，我们认为这个公司和腾讯比了之后，还有足够低的估值，还有吸引我们的增长和毛利率；或者在未来有巨大的潜力，我们就考虑考虑。这个也是为什么要远离地产的原因，应为地产的商业模式、增长、毛利率和现金流等等在腾讯面前没法比。

3、用《三原则和三方向》进行审比评判

对应小文章：《关于认知和判断 me》

“增长”贯通《三原则、三方向》中的原则一和原则二。原则一就是有吸引力的估值和增长，主要是未来的增长。增长主要是指营收，毛利，经营利润和利润的增长。其中长期看最主要毛利的增长及长期复合增长的持续性。原则二中最核心的就是毛利率和增长，增长的概念继续被强调。只是我们在原则二的表达中没有具体说出来，但落实在方向2了。扎实，护城河，竞争优势都需要有增长来体现，当然最重要的还是毛利率。毛利率足够强大的增长就是安全的增长，且公司如果有长期规模的获得高毛利率的能力，就很接近优秀公司了。

毛利率是方向2的核心。对毛利率的审视比较贯通四大类公司。不管哪一类，长期高毛利就是好公司。长期高毛利还能增长，那就是有护城河，就是有竞争优势，就是挣扎格局简单的优秀公司。

要落实原则，是通过人执行的。这就是长期来看，如果做不好，抓不住机会，一定是人出问题了。如果鬼迷心窍那就什么都做不好。

4、安全投资，做能力范围内的事

对应小文章：《关于能力范围、情绪 me 和专注》

一家公司看两个小时看不懂，那么看几年也不一定能看不懂。两个小时看不懂，那就要放弃，只做我们能力范围内的事。腾讯的报表我们是有能力看懂和解的。我们可以看懂其商业模式，看懂其竞争格局。

竞争格局复杂的不在能力范围之内。技术理解复杂的，业务规模小的，资本开支巨大的，都不在我们的能力范围之内。

回避未来利润不增长或负增长的问题公司，低毛利率且毛利趋势向下的问题公司，高负债率并负债率难以改善的问题公司，无筹前现金流并乱投资的问题公司，竞争格局复杂的公司，对上述公司的投资，一般不在我们的能力范围之内。

5、新阶段，海阔天高

对应小文章：《公司的四大分类》

我们不再持有地产，过去我们经历了认为地产行业是高增长的，到认为地产

行业中会有生存下来的公司，如今我们离开地产行业。这是一个新阶段，带着简和三句，带着三原则和三方向，简和布局，优化资产，如果能够做到这些，未来将海阔天高。

腾讯也许这半年股价不涨，我们也能接受，因为我们相信腾讯未来终究会涨的。

比较中拉通四类公司的是毛利率，过去公司有高毛利率代表过去很好，是一家好公司，对未来的判断是公司要有长期获得高毛利率的能力，最难的是对未来的判断。未来，四类公司中最好的公司我们都可以比较，都可以用简和三句来审比评判，都可以用安全投资的视角来判断规划。

6、估值：市盈率和增长，营运：毛利率和增长

高增长、高毛利率、合理的估值三者难全，只有在大熊市才有可能。增长拉通了方向1、方向2，方向3是关于我们是否具备优秀投资者的能力。

中国经济不再有高增长的氛围，经济到了瓶颈期。

对中海油在20多元的股价为什么坚决不碰，主要是因为认为股价到了20+，中海油可能走完了牛市，未来的股票价格走向，主要取决于油价。在现在75-80的油价上走了好多年了，这是一个油价的相对高位，毛利很高，我们完全不知道未来的油价的走向。不想去做一个半夜里睡不着的傻瓜。

以上提及相关小文章详见附注。

附注：

《对地产的认识、认错和华润》

1、房地产是周期行业。

房价是有上升和下跌周期的。二十多年的上升，虽有几年调整，但现在核心城市核心区域房价和地价还在高位。今后三年，房价调整可能在核心城市的核心区域发生。地产公司的大量存货一直是大问题，核心城区价格松动后，问题存货可能已经向华润、中海和招蛇等一线公司漫延。

2、华润业务也面临诸多挑战

去年（23年）年中时候，由于华润销售和商业同比阶段向好，中报筹前现金流300亿特别好，我们还相信华润开发和商业的优势。但过去十二个月，华润销售平常，回头看买地明显过量，未来存量去化困难且毛利率有很大压力；商业虽有增长，但增量的边际毛利率也有压力。23年筹前现金流不到100亿，下半年现金流出大问题了，华润如果没有200亿筹前现金流净额，分红实际上还是借钱分红的。

3、华润也难逃房价下行大时代的笼罩

房价下行叠加供过于求，但经理人仍可能会因为判断房价企稳而在没有足够毛利率空间的情况下过渡竞地，逐步耗尽信用和资源，因此市场下跌和出清过程将很漫长；目前开发销售是毛利率较低且销售去化率低的行业；由于商业办公楼酒店供过于求，所以综合体也是最卷的竞争。我们判断未来几年地产仍难言行业反转。总之，目前地产行业是销售没增长、利润没增长，毛利率低，负债率高，正常经营很难，自由现金流很难得的行业。华润也难逃房价下行大时代的笼罩，面临的问题很难在行业下行中改善。长期看华润亦难以独善其身，22年到23年上半年这段时间，是其应对比较好的阶段。

4、未来几年，地产仍是个死局

未来几年看，比方说三年，地产仍是个死局。房价是有大周期决定的，房价向下的趋势不会变；土地财政的标签不会变，卖地是地方政府的主要收入，供给继续；地产公司买地毛利率普遍低于20%的状态很难变，地产公司资产负债表几年之内很难修复；宏观环境整体上比较困难，购房者普遍谨慎，新房销售规模难有起色。地产要开新局，要房价到底部一年，这样地产公司的负债不继续恶化；买地毛利率整体过20%+，这样买地的公司有利润同时负债表逐步改善；新房销售额在底部跌无可跌，这样销售才会逐年增长；从另外一个角度看，可以这样描

述，只有等到核心地区的房价也下来了，这样大家都放弃了幻想；地方政府求人买地，这样毛利率就会有改善；新房好即使地段低价格也很难较快销售去化，这样买地的人就会普遍谨慎，今后行业的买地毛利有保障；这样的局面如果出现，新的局面，新的趋势才会慢慢形成。新的趋势形成了，然后接下来几年房产税就来了。

《关于认知和判断 me》

方向中难的是对未来增长的判断（营收，利润），毛利率；更难的是认知自己

1) 不要以为自己的判断是对（懂）的，你可能是错（不懂）的，但你不知道你的判断和状态是错（不懂）的？过程大约半年

2) 当事实表明你的判断和状态是错的，你知道了你错（不懂）的，你并不能很快调整认知，或及时做出改变，因为内心的纠结和幻想，因为市场的反弹甚至超级反弹，你不一定内心接受或对未来你仍有幻想。过程大约半年

3) 当市场有逃生机会出现，你并不能或很难及时利用市场。你知道错了。但时过境迁，行业、公司的景气供给需求，毛利率等已面目全非。

当你四顾茫然，一个时代从你身边呼啸而过，过去了。你只有债务和眼泪
以上地产华侨城、新城及万科，阿里，锂产业链，光伏，等，过去几年的我及我们，过去几年的现实，过去几年的评判和执行管控就是这样。

能源的认知是对的，但我做不对。下不对长期持有的决心，前怕狼后怕虎，几乎都拿不住或规模不大。

为什么？因为我的态度和能力出问题了，就是方向 3，人出问题了。人出问题了，做什么都不对。为什么态度和能力出问题呢？因为我们过去几年仍旧在地产下行行业的泥潭里。房价和销售的下行。我的状态出问题了，做什么都不会做对。因为你在泥潭里，挣扎，没有希望，只有幻想。

虽然勇于认错，正视自己；但很难正视扭转问题资产。

总想要利用抓住熊市，但落实仍心存疑虑反复和算计。

所谓投资者方向，可以理解为对合格或相对优秀投资者的要求，具体是对投资者的态度和要求的能力的要求。三字经是我们对市场公司和自己的新认知。

《三原则和三方向》

【原则 1】有吸引力的价格水平和(或)增长。

【方向 1】

(1a) 市盈率：PE TTM 12 倍。市净率审视。利润增长：中长期 15%+。

(1b) 分红和回购：有常态分红或回购 4.5%。分红率（回购率）审视。

(1c) 周期：利用市场，利用周期。核心无风险利率，核心指数，核心产品价格，核心原料价格（若有）。以上。重要行业困境反转底部除外。

【原则 2】营运优秀或扎实的重要行业龙头。商业模式有根，有护城河；或竞争格局简单，有竞争优势。

【方向 2】

(2a) 营收过千亿，人均利润（含少）百万级。毛利 30%+，季度趋势稳定或向好；净利率 12%+，季度趋势审视；利润中长期复合增长 15%。

(2b) 资产负债率 45%左右；资产收益率 10%左右；净资产收率 15%+；负债率和收益率的季度趋势审视。

(2c) 股息率和回购 4.5%+。扎实的经营现金流和筹前现金流。经营净现金流/含少净利常态 100%，筹前/含少利润长期看常态 65%+。以上。重要行业困境反转底部除外。

【原则 3】穿透市场和营运的分析能力，穿透牛熊的逆周期扭曲力。

【方向 3】

(3a) 牛市现金买入熊市优秀公司股票。

(3b) 大牛市坚定卖出高估公司。大熊市坚定买入优秀公司并持有。

(3c) 熊市过程中更多放弃和足够的休息。放弃和休息也是扭曲力的一部分。

《关于能力范围、情绪 me 和专注》

1 能力范围

回避未来利润不增长或负增长的问题公司，低毛利率且毛利趋势向下的问题公司，高负债率并负债率难以改善的问题公司，无筹前现金流并乱投资的问题公司，竞争格局复杂的公司，对上述公司的投资，一般不在我们的能力范围之内。

华润似不在范围之内。主要是行业不增长

2 市场情绪和情绪 me

警惕因情绪 me 影响买入明显高估的好公司，被牛市情绪影响在高位买入好坏难分的公司，被熊市悲现情影响在低位卖出可能反转变好的公司，警惕因情绪 me 影响买入问题公司，上述情绪 me 和市场情绪影响下的交易行为，不符合投资纪律，也不在能力范围之内。投资纪律就是三句的第一句和第二句。

3 专注

专注就是做能力范围内的事，就是将情绪纳入纪律之中，就是专注核心公司的安全投资及特有。

《公司的四大分类》

大资源公司：能源，矿产，农产品；

大制造公司：物理，化工，工具设备装备，综合（芯片）；

大消费品公司：可选，日常消费；

大服务公司：城市社会服务（水电汽网交），金融，社交，商业，网络大型平台，