

# 北京否极泰投资咨询中心（有限合伙）

## 2011年半年度报告

### 第一节 重要提示

本合伙企业执行合伙人保证本报告所载资料不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

本合伙企业执行合伙人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用合伙企业资产，但不保证合伙企业一定盈利。

### 第二节 执行合伙人报告

各位合伙人，以下内容是我就本企业一年来的经营情况向大家所做的汇报与总结。

#### 第一，分散投资调整到集中投资。

企业经营过程中，我们在其后期进行了重要的调整，由分散调整到集中投资。大家可以看到截止年报发布之时，本企业持有三只股票，第一重仓股贵州茅台占到接近 40%，第二重仓股大秦铁路仓位占到 30%，中国平安占到了 10%。股票数量减少和每一只股票所占比例的增加与企业成立之初的分散化投资有着截然相反的不一致。之所以做

这样的调整主要基于以下几种原因。

1，管理团队的能和不能。我们必须了解自己的能力和能力不足，就本企业来讲，管理团队可以在几个行业形成深入的了解与认知，从而理性的在这些行业里寻找机会和投资目标，但管理团队不具有在无限广泛的行业和领域寻找投资对象的条件和能力。就像大家所看到的所投资的公司主要集中到消费，公用事业和金融类之中，虽然我们做了行业上的集中，但是在这几个行业中一度持有十几只股票形成的分散，本意是寻求经营的稳定性，但实际效果并没有出现我们所希望的经营稳定。企业前半初的经营成果的波动证实了分散也不一定带来稳定，而分散过程中，股票数量的增加使得管理团队对每一公司的深入研究不能实现的。我们在十多只股票中每一家公司都能了如指掌，都能够无所不知，实际上是做不到的。在这种现实面前，管理团队形成了决定，我们必须将自己的经营目标锁定到我们自己最熟悉，最了解，最有把握的资产上来，在这些资产上集中投资。充分的熟悉，了解和长期的跟踪能够避免风险。

2，管理团队对企业经营进行分析，发现了一个很有趣的现象，如果本企业的所有持股中剔除了贵州茅台和泸州老窖，本企业的其他股票并没有贡献什么利润，个别股票还贡献了亏损，这也是促使管理团队由分散到集中的原因。本企业在成立之初就发布了相关文件，表达了企业将战略投资中高端白酒，这一投资思想是管理团队在过去若

千年投资实践的经验。在企业成立后的现实运做中市场映证了管理团队的预判，由此管理团队认为在正确的方向和正确的路上加大投入是正确的，于是我们集中到为企业带来主要利润的白酒上，尤其集中到贵州茅台身上。

3，从分析研究主要的价值投资杰出人物发现了一个特点，大部分杰出的价值投资人物都是集中投资的，都是不搞分散投资的。这种现象背后必然有它的依据，我们思考之后认识到从逻辑上讲，一家公司发生重大危机的可能性并不必然比五家公司同时发生重大危机的可能性高，对于某些特殊的资产和公司在足够了解之后，是可以重仓的，一些你不了解的资产，分散于其间，风险度不比单独持有一家公司更小。

基于以上这三个理由，企业在经营的后期，大力度的进行了集中化操作。最终实际成效来看，这种操作没有出现严重的问题。

## 第二，主要重仓股的情况介绍

### 1，贵州茅台

管理团队已经发布了很多关于这只股票的公开研究，价值投资者对这只股票也并不陌生，管理团队也不需要太多的说明为什么要持有这只股票的原因。管理团队想说的是贵州茅台背后的文化和历史壁垒是我们看好贵州茅台的根本依据。支持我们重仓持有贵州茅台的依据

是历史文化和时间壁垒，茅台的价值是由中国历史，中国文化，中国人的生存方式所决定的。

在这过去五十年，茅台酒的价格持续上涨，而且有加速上涨的态势。贵州茅台持续发展背后的原因是什么呢。有人认为是茅台的品味，茅台的口味已经不重要了，茅台仰仗着是文化历史壁垒和时间壁垒。因为中国人在长期的历史演进过程中，形成了特殊的酒文化，酒在社会生活中的重要地位已经超越了一般意义上的饮料，已经成为代表中国人情感，以及敬意的一个符号，这个符号是中国人行为方式，文化和交流方式、表达心情的一种载体。在这种情况下，这个载体，必定是需要不断提高价格的。社会本身自然存在着通货贬值，于是那种具有代表人的精神情感的符号一定是持续涨价的。过去五十年茅台价格变迁的本质原因就是如此，而未来五十年这个原因不仅不会消失，而且还会得到强化。从这一点上，茅台是可以持有的。有人说茅台代表着腐败，包含着一些专家，学者，人们痛批茅台，恨不得把茅台酒厂立即关闭遏制腐败，这种想法是不太客观的。这种想法是典型的表面思维，是外行的说法，真正懂得茅台价值的人根本不把这种说法当回事，虽然这种说法广泛流传的时候，茅台的价格甚至投资人的心里受到影响，但这都是非本质的。在茅台身上管理团队特别强调文化壁垒，时间壁垒，历史，这种壁垒是最坚固的，你不能创造历史，也不能让时间倒流，不能重逆中国文化，所以茅台固然是股价最高，市盈率也

最高，实际上他是物有所值的。我们特别还研究了巴菲特几十年持股，巴菲特重仓持股的可口可乐，美国运通，宝洁，吉列，美国广播公司等等，我们发现他的长期重仓股都有一个特点，代表了美国人的一种生活方式和文化习惯。以可乐为例，虽然是一瓶饮料，但是是美国人的一种生活方式。所以很多真正的长期持有公司一定是有文化壁垒，历史壁垒，而不仅仅是一般意义上的成本壁垒，管理壁垒，这就是我们持有茅台比较大仓位的原因。

## 2，大秦铁路

大秦铁路成为企业第二重仓股的原因是这是一只明显低估的公司，我们不指望大秦铁路进一步成长，就以现在这种稳定的经营，仍就有利可图，管理团队对大秦铁路的看好，是基于低估原理也就是安全边际原理所做出的决策，我们不指望他进一步的成长。大秦的合理估值不应该在十部市盈率之下。公司本身的合理估值在 15 倍左右，甚至可以用 18 倍市盈率来估值。具体理由，管理团队也发表过一些看法，大家可以看看。

大秦铁路目前的总市值远低于他的重置成本，中国目前正在修路一条从山西到山东日照港的运煤大通路，这条铁路将在 2015 年完成，届时他的规划运煤是 2 亿吨，为现在大秦铁路的一半。这条铁路的投资规划是 1200 亿人民币，花 1200 亿人民币用四年的时间在 2015 年才可以得到一条运输能力是大秦铁路一半的铁路。事实上目前大秦铁

路的总市值就是 1200 多亿，也就是说把用于新修建铁路的 1200 亿直接收购大秦铁路则比重修一条铁路的回报高出近一倍。大秦铁路上市公司总市值 1200 亿，不仅包括铁路，还包含着机车，厂房，设备等资产。而新修建的铁路所花掉的 1200 亿，仅得到的是一条铁路，不包含机车费用，更不包含办公条件，如果包括这二点，总的投资至少是 1500 亿。而投下 1500 亿，可以产生的运量也只是大秦的一半。也就是 2015 年这条铁路投产之后所能带来的经济效益只是大秦铁路的一半。由此我们可以清楚的看到一个事实，重建一条和大秦铁路相类似的铁路需要二到三千亿，而目前大秦铁路的总市值只有一千多亿。从重置的角度讲，大秦铁路大幅低于重置成本。

我们刚刚拿到了大秦铁路的分红，分红率为 4%，大家知道，以中国为例，固定的无风险收益水平一般超不过 4%，一只股票如果能够长期达到 4% 分红，这个股票就具有绝对的投资价值。管理团队统计过，中国股市最高的分红率曾经达到 10%，是由宝钢贡献的。钢铁股由于估值低，在行业周期的上升期，效益非常好，分红率能够突破 10%，不过钢铁股是周期性的，一半时间处于盈利状态，一半时间处于亏损状态。亏损状态是没有红利可分的，钢铁股平均分红率达不到 4%。大秦具有稳定分红的特征。大秦只要停止运输一个月，整个中国东南地区的电力供应将全面瘫痪。大秦铁路运的煤炭是中国东南地区能源的基础来源，只要东南部地区经济正常运行，大秦的运输

就会正常。所以大秦的经营稳定性和分红稳定性极高。大秦铁路在4%的分红条件具有绝对分红价值。

管理团队也知道，股市不是完全按照理性来运做的，股市在正常情况下，分红达到4%的时候，甚至超过去4%，一般不会进一步的下跌了。但是，股市具有非理性的特征，有时候会把金条按照黄瓜的价格卖，有时候会把黄瓜以金条的价格买，我们不能排除瞬间的非理性价格在大秦上发生，但是瞬间的非理性价格会形成一个快速来，快速走的情况。像金融危机时，1664点当时跌得很猛，不是一种长期化的状态，很快就见到低点，形成了新的上升。所以非理性价格有可能发生但不会长期化，管理团队也坚定的认为，如果大秦在4%的分红情况下还要进一步的下跌，我们没有办法，只能买入。这就是我们对大秦的分析和看法。

### 3，中国平安

中国平安我们持仓中唯一的我们没有办法精确判断其价值的公司，所以没有办法精确判断，一方面是管理团队对比较复杂的金融集团具体业务无法全面了解。另一方面也是因为作为金融集团的中国平安本身业务多元化，企业内部互相交叉无法精算。我们是相信中国保险业是处于成长期，虽然整个保险业的竞争非常激烈，同时管理团队比较认同中国平安有相当竞争优势。得出这一结论的原因在于，管理团队普遍发现在各个城市的街头有很多穿着中国平安标志的保险经

纪人沿街开发客户，而其他保险公司似乎比较少见，虽然不能说完全没有。我们是基于综合的分析判断，也基于历史上的一些经验比较最终决定投向了中国平安。目前来看中国平安的回报率并不理想，但我们至少认为就实质来说，中国平安是值得在现在持有，虽然这是一个复杂的多元的行当，做适量的持有并没有太大的问题。

### 第三，我们卖掉的股票

在经营过程中卖掉了二家银行和二家公用事业类两个证券公司，卖掉银行并不是说不认同目前的中国银行处于低估状态中，也不是不知道中国的银行业本身处于适度的成长之中。卖掉的理由主要是，我们需要对自己所持有的资产的了解程度就像对自己的手掌了解一样，我们必须要做到无所不知，面面俱到的了解公司的一切，对行业的理解程度已经达到了行业专家的水平，而不是泛泛的了解。事实上投资者对所投资公司的了解程度达到专家的水平是这个投资者取得成功的绝对前提，如果做不到这一点，成功也是偶然的。我们在对整个金融业包括保险，证券、银行的了解过程中，发现哪类金融企业都是依赖于宏观经济的，都是依赖于世界经济，而研究宏观经济，熟悉世界经济是管理团队无法取得优势的领域。直截了当的说，研究宏观经济和世界经济我们的管理团队绝对没有领先别人的可能，而金融本身需要了解宏观经济，全球经济，我们显然是有劣势。

在对企业经营活动反思总结的过程中，我们看到自己无法对整

个金融业的各方各面达到专家级的了解，我们无法成为整个金融行业的专家学者，于是我们减持了这些股票。我们的企业不买那种受国际环境影响很厉害的股票。像石油类企业，全球化定价的企业。原因就是我们是回归一个简单可把握，常常会发生一觉起来石油价格大涨，或者大跌，或者铜的价格大涨大跌，这些资产他的价格是在你做梦的时候就变了，你根本不知道为什么变，也许是美国人折腾出什么事情，有可能是恐怖分子折腾出什么事情，有可能是利比亚打了起来。所以寻求简化，简化的投资对象是我们的理念。

减掉二个公用事业的原因非常简单，因为具有相对比较优势的大秦铁路比其他二个公用事业更有经营优势，更有稳定性，更有高分红，与其持有三个公用事业股，还不如持有有一个公用事业股，这就是我们卖掉股票的原因。包括我们卖出泸州老窖也是因为持有二个酒不如持有有一个酒，因为老窖本身随着他的上涨，他的相当估值优势已经没有了。

#### 第四，管理团队的错误

在经营的过去一年中，我们犯了明显的二个错误。

第一，对于证券股的投入，是一个显然的错误，这种错误根源是没有做到知己知处彼，证券股究其估值，究其行业经营至少在过去的一年里，整体处于低迷状态，所以他的估值也是最低的。在这种估值水平下介入这样的公司应该也还是并不有什么过大的风险，但是对于

证券股有二个问题是我們所没有提前认识到的。其一，证券行业是与资本市场紧密关联的，甚至是完全关联的。而资本市场对于宏观经济，政策法规有高度关联，我們在此前也已经说法，分析宏观经济，政策法规并非管理团队的优势。因此，我們是以一个劣势参与竞争。其二，管理团队实际上还存在着一个劣势，我們并不是一个技巧性操作的很强的团体，从本质上证券股是非常活跃，这种活跃的背景下，内在的要求投资于证券股的人要有灵活的操作技巧，否则很难有效的利用市场价格强烈波动，但我們管理团队在操作技巧，在时机把握这样的技术上长期处于明显的劣势。在操作技术方面的差距和不足是我們管理团队客观的差距，投资于证券股恰恰是让这个差距变得更加明显，更加严重，更加突出。

我們在做到知己知彼问题上发生了问题，我們没有扬长避短，我們把自己想像成为一个无所不能的角色。我們也没有对投资资产的特征做更详细，全面的研究。我們对于投资资产内在的需要投资者有哪些能力思考不足。这些不足进一步的抽象实际是又反应了急功尽力的的心态，反应了一种极于求成的心态，而这种心态上面的急躁，甚至于浮躁是很要命的，是投资管理最根本的风险源，没有平和，不急不燥的心态决不可能做好投资管理，一错误和过失反应了非常深刻的问题。

第二个错误是精专不足，庞杂有余。就像在年报中提到的，管理

团队在投资经营的后期进行了大量的集中操作，之所以这样做是因为管理团队认识到我们精专不足，庞杂有余，我们太过庞杂的应用各种投资理论，我们太过庞杂的选择了过多的投资股票，我们太过旁边创造了过多的投资模式，我们在这种庞杂的过程中，出现了一度程度的半瓶醋状态，某些理念，某些模式，某些做法看上去头头是道，但实际上我们做起来并不是非常深刻的理解这种东西。我们做了很多模式，很多理念，很多公司，最后反应出真正带来收益的是长期磨练所形成的固有的模式，固有的章法。所有我们所创新的新的做法，新的理念指导下的新的行为均是没有达到预期的效果，在这样的现实下，我们认识到自身在实现良好经营结果的指导思想上发生了错误，庞杂不能战胜精专，投资实践的长期稳定收益基础性的决定于精专，而不是庞杂，没有在一个简单的，可理解的经过实践反复证明的是正确的投资模式和投资理念重复使用和不断循环运做的支持下，整个投资实践不可能有稳定的投资回报，规律性的成功一定是一个经过实践检验，并多次应用成功后的成功模式的反复重复使用，而非大量的各种新手段，新方法的创新。在股市投资过程中不是说不可以创新，但是过度创新，每一次创新就是重大风险的引入过程，管理团队在这个问题上，在精专的问题上显些走了很严重的弯路。我们对此做了修改，回归了精专的路线，但是庞杂不精专的做法为企业带来了不利的影响。这是管理团队尤其是执行合伙人犯的第二个重要错误，这一种原

则性错误，但其影响更加深远！

经营过程中所犯的 error 并非仅此二件，只是说以上二件比较有规律性，比较重大一些，我们还犯了若干个不大不小的 error，这些 error 都已经被管理团队所意识到，促进管理团队进一步完善自身的能力。在今后的实践中我们力争少犯 error，但客观的讲不犯 error 是不可能的。

### 第五，自我评价和未来目标

本企业在过去的一年中取得了 11.7% 的收益，与此同时，同期上证指数有 5.94% 增长，沪深 300 指数有 9.17% 增长。与二大指数相比，本企业的经营成绩没有落后于二大指数，但也没有太多的高于二大指数。尤其是与沪深 300 相比，没有特别大的优势。（本企业的管理团队初步将沪深 300 作为业绩比较的基本指数，因为沪深 300 的代表性更强）对于我们历史成绩单，管理团队，认为这个成绩并不很杰出，另一方面这个成绩也不特别差，这是一个平常的一般化的成绩，它提供了我们进一步努力发展的基础，同时提醒我们需要进一步提升经营质量。管理团已经发现在很多环节上可以做的更好，改善这些环节会提升经营质量。相关的改革和优化工作，管理层正在落实！

对于未来的经营目标，管理团队树立了一个目标，我们不能用企业的投资回报与指数进行比较，而是应该以合伙人的实际回报与指数相比有所超越。因为合伙人需要支付管理费和固定年费，如果在去除

了管理费和固定年费等必需费用之后，合伙人的最终利得能够超越指数，这样合伙人加入到合伙企业才是有意义的。合伙人的最终实际利得超越指数是，整个管理团队的经营目标，我们追求这个目标但不能保证这个目标实现，我们将以此为目标持续努力。

## 第六，关于对未来的展望

展望未来几乎是所有年报的规定内容，在历史上我们对未来的看法十有八九是不正确的。因此，在展望未来这一部分，不准备提供对未来的分析，因为那是没有用的，也是分析不准的，管理团队提供另一个思路和方法：“外顺天道，内修其心”的基本思想应对未来。

资本市场纷繁复杂，各种事件、现象对市场影响难以预测，股市的变化看上去像旋风，不可把握。但另一方面，长期投资实践，让管理层认识到一些简单清晰的道理，股市复杂变化的背后，有一个确定不移的法则和规律，在强有力的支配、约束着股市。中短期是不可认知和不可预测的。可是就较长的范畴内，股市变化规律性极清晰，我们只要顺应了这种规律，按照这种规律来做就能够获得根本性成功，不认识这种规律，不顺应这种规律，而在这种规律之外试图把影响股市的方方面面都要研究清楚，试图通过判断与股市中有关的各种要素的变化，来把握股市是不能成功的，是缘木求鱼的作法。事件、消息在大部分情况下属于无关重要的噪音和假象。

我们每一个投资人，包括管理团队干了很多根本不需要干的事情，浪费了很多宝贵的精力，所有的事件、短期变化都属于不需要关注的范畴，真正需要我们关注的是自然的法则、股市的规律。终极的成功是探求、认识股市背后的法则和变化之道，并且顺应、利用这个这个变化之道。

股市背后的法则和变化之道听起来似乎比较抽象，难以理解，但是自然的法规，自然的规律恰恰是最容易理解的，因为它们就是常理，它们就是我们生活中的常识。这些自然法规在人类资本市场诞生之后就潜藏于其中，几百年来没有任何的变化，它们明摆在那里，任何常规智力的人都可以认识到的。巴菲特有句名言叫“股市是唯一一个业余人士可以击败专业人士的行业”，其原理恐怕也就在于此。

如此简单、一个业余投资者都可以成功的行业，为什么事实是这个行业的成功率非常低，失败率非常高？问题不在于股市获胜的规律难以认知，而在于投资者的内心不能自觉地约束自己，接受、顺应这些常识性的自然之道，我们的内心被大量的非自然之道，不可能成功的愿望、目标，以及所谓的方法所诱惑、吸引，最终反而丢弃了自然之道，我们都渴望快速致富，为此我们都寻求快速成功密码、手段、技巧，我们都厌恶在成功路上的过程性波折，因此我们不愿意忍受这种波折，试图回避这种波折。所有的这些想法，造

成我们不能应用简单的投资之道成功！

我们常常被大量的错误观念所吸引，是因为我们内心的欲望，我们内心固有的不愿意顺从规律的欲望和妄想，这些妄想和私欲被外部的某些不切合实际的目标、想法、说法所诱惑，于是内外结合我们最终一无所成。大部分人不能顺应规律，根本上是因为我们内心的欲望和妄想蒙蔽了慧眼，让我们离成功之道越来越远，陷入了根本没有出路的错误路径和领域。

由此，真正的成功不是研究存在于股市周边的各种事件、现象，而是反求于己，反过来对自身内部心灵的修养、完善和约束，我们的敌人就是我们自己，我们的成功完全是对我们自己的约束、提升、修炼和造就的结果。从这个意义上，真正成功的投资人的重大课题是研究、约束和磨炼自己那颗异动的心，这就是我们所说的‘内修其心’的重要性。只要我们能够使自己做到心态平和，不产生过分的欲望和妄想，我们就自然能够以平常心，以冷静客观的心看待事物，而在平常心和客观的心理状态下，自然规律一下子就进入到我们的眼中，就会自觉的顺应自然规律，我们由此就能自然的成功。我们真正的问题是怎样完善自己的心理，完善自己的精神世界，完善自己的利益观、成败观、荣辱观、价值观。

管理团队所以认识到这个原因一方面是多年来投资实践的感悟、体会和思索，另一方面我们得益于中国传统文化和哲学的启迪。

中国的传统哲学关键研究的问题就是自然是什么，自然的规律是什么，人在天地之间如何顺应自然，如何与天地自然合一，中国哲学留下了大量的观念、书籍，我们在阅读、学习这些思想的时候深受其启发。中国文化的典籍为我们认识自然规律，提高内心修养提供了便捷之门，我们的管理团队正在努力的从中国传统文化中吸取营养，以便于更好的促进企业利益和合伙人利益。这是我们借对未来展望提出来的“外顺天道，内修其心”理念。

执行合伙人：董宝珍

2011年7月10日