

投资表面上是认知博弈，本质是人性博弈

十年的沉淀加上二十多年在资本市场由里到外脱胎换骨的博弈，让我明白了在实践意义上的具有可操作性的价值含义，明白了与教科书不同的真正价值概念，明白了如何在投资实践中发现价值。

董宝珍◎著

熊市 价值投资的春天

第二部

董宝珍投资之思

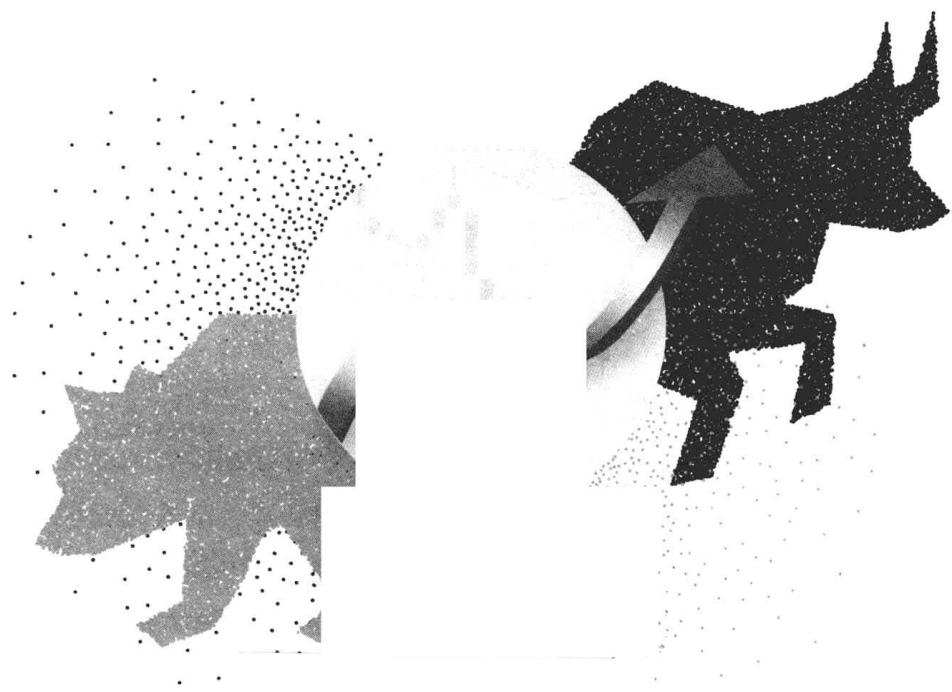


董宝珍◎著

熊市 价值投资的春天

第二部

董宝珍投资之思



图书在版编目 (CIP) 数据

熊市 价值投资的春天：董宝珍投资之思. 第二部 /
董宝珍著. -- 北京：经济日报出版社，2019. 3
ISBN 978 - 7 - 5196 - 0441 - 7

I. ①熊… II. ①董… III. ①股票投资 - 研究 - 中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 289037 号

熊市 价值投资的春天 (第二部) ——董宝珍投资之思

作 者	董宝珍
项目统筹	陈 悦
责任编辑	李石华
出版发行	经济日报出版社
社 址	北京市西城区白纸坊东街 2 号 A 座综合楼 710
邮政编码	100054
电 话	010 - 63567684 (总编室) 010 - 63538621 63567692 (发行部)
网 址	www. edpbook. com. cn
E - mail	edpbook@ sina. com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京文昌阁彩色印刷有限责任公司
开 本	710 × 1000 毫米 1/16
印 张	13
字 数	190 千字
版 次	2019 年 3 月第一版
印 次	2019 年 3 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5196 - 0441 - 7
定 价	48. 00 元

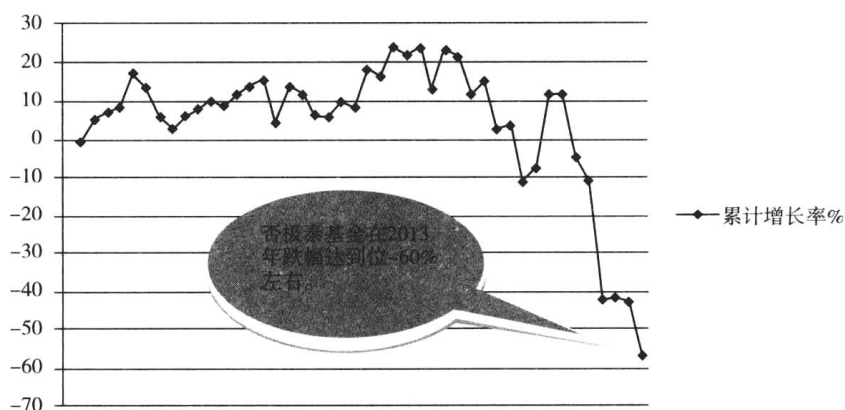
版权所有 盗版必究 印装有误 负责调换

序言

2008年11月，在全球金融危机最肆虐的时候，我出版了自己的《熊市 价值投资的春天》一书。到2018年三季度这本书已经出版整整10年了。10年之后的今天，我在资本市场上经历了一场令我由里到外脱胎换骨的史诗级博弈，这场史诗级博弈影响了我一生，使我对投资基本概念的理解超越了书本，我明白了“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行”的真正含义！对我的价值观、利益观，以及人生追求都产生重大影响。这场史诗级博弈惊天地泣鬼神，我亲历其中所产生的体悟使我的精神得到升华，我的精神追求改变，我对投资概念、原理的理解也发生改变。

10年的沉淀加上惊天地泣鬼神的博弈，让我明白了在实践意义上的具有可操作性的价值含义，明白了与教科书不同的真正价值概念，明白了什么才是与教科书不同的价值发现，如何在投资实践中发现价值。我在自己亲身的经历中，体悟到什么是最重要的核心投资能力，明白了为什么会出现“道理全都懂，就是做不到”，知道了知行合一为什么如此之难，也知道了如何做到知行合一。我在《熊市 价值投资的春天（第一部）》中介绍的价值概念，在《熊市 价值投资的春天（第二部）》中将变得现实和具体化、可操作化。价值概念在课本上和现实中、市场中不一样，历经20年投资实践，我意识到在书本上所得到的那个价值，与真正投资过程中需要你理解到的那个价值相差很大很大。只有在市场中真正的被磨练，才能理解这种差异。也只有市场中被市场的波动触动你灵魂，才能知道什么是现实和市场中的价值发现。

2010年6月我发行的第一只否极泰基金开始运作，重仓持有贵州茅台。在2012年之前，市场持续低迷，但贵州茅台逆势上涨，我的否极泰基金取得了明显的正收益，被人们纷纷看好。风云突变，到2012年底中国反腐倡廉力度不断加大，反腐并没有对茅台的真实经营产生多大的影响，但是很快在资本市场上形成了一致性认知，反腐之后没有老百姓傻乎乎的去喝茅台，茅台此后将失去成长依据，贵州茅台从此将长期不振。认知形成后贵州茅台的股价开始持续下跌，我坚持自己认定的贵州茅台是中国人礼尚往来的载体，礼尚往来是中国文化最重要的内容，绝不会改变，贵州茅台长期确定性不会也不可能因为反腐发生实质变化。我认为贵州茅台下跌是非理性的，下跌在创造历史性千年不遇的机会！于是我越跌越买，在把所有的自有资金都买了茅台后，下跌还在继续，于是我举债进一步买入。最后，非理性让贵州茅台的股价从260元（不除权价格）跌到120元（不除权价格），跌幅达60%多（见下图）。我管理的否极泰基金的净值从1.2元跌到0.4元之下，跌幅70%。这样的跌幅使我成为2013年全球最恶心的基金经理，也成为当年收益率熊冠全球的私募基金。一时间贬低、嘲笑、否定、谩骂如潮水般向我涌来！



否极泰基金从成立到2013年底净值趋势图

此时此刻我遭遇了有生以来最震撼灵魂的挑战，这些挑战包括但不限于：我的出资人大量的流失了，我的“朋友”大量地离开了我，我的团队也有一部分人和我说了再见，我周边的一切资源，无论物质资源还是精神资源都在以越来越快的速度减少。我身边的利益相关方给我出了一道选择

题：“放弃对自己认为正确认知的坚持，卖出贵州茅台股票。”如果我接受了这个要求，我身边资源流失的不利局面就会消失，对我的现实利益至关重要的人力、物力、财力就会再次聚拢到我身边，我的现实利益就至少不会进一步的损失。如果我继续坚持认为自己是正确的，拒绝回归社会的主流认知，我的客户将日益减少，我的“朋友”将彻底流失，我身边的团队甚至也有可能分崩离析，我该怎么办？

面对这种完全没有想到的情况，我来到了常去思考问题的郊外树林，在一棵柳树下，我静静的呆了三个小时。我在想，明明市场是错的，我的研究是正确的，为什么大家却认为我是错的？我在树林的三个小时里，陪伴我的只有冬天里被冻的瑟瑟发抖各类鸟儿的悲鸣。我望着自己常来思考的这片柳树林，树上已经没有一片绿叶，萧瑟的北风毫不留情的蹂躏着冬天里的万物。我曾经在这里思考，曾经在这里因为产生有价值的思想欣喜若狂，我投资贵州茅台的决策依据大部分是在这片树林里形成……

我该怎么办？我抬起头望着远方，我写了近 1000 万字的分析研究笔记，难道上天糊涂到奖励随波逐流者，硬要惩罚我这样的苦心研究者？不会的！苦心人天不负，三千越甲可吞吴。若上天真的要惩罚我，我就认了，天意如果就想让我死，我甘心受死！想到这我的心突然坦然淡定了，随他去吧！我改变不了别人，我也不应该被别人改变，我必须只承认事实证据，我要承认常识和道理。我的命运短期决定于和大家是否能保持一致，但长期决定于我本身所坚持坚守的是不是正确，现在我所坚信的我的结论，我的观点，既然是正确的，那么我最终一定有很美好的前途。现在我除了努力地说服身边的人，讲我的道理，让身边人改变之外，我不应该接受身边人的压力，如果我不能改变别人和身边的人，那么我也不能被身边的人改变。虽然这种不改变将导致我阶段性现实利益减损，但是我的命运终究最后决定于我本身的想法是不是正确的，当我本身的想法确实是正确的时候，那么最终我将成功。短期利益的损失我承受它！我不可能面面俱到，八面玲珑，我总要承受它点什么。想到这，我抬头看着被风吹动的柳枝，豁然开朗了。我何苦患得患失呢，重要的是你的认知是正确的还是错误的。短期被人们的掌声和骂声包围不重要，重要的还是那句话，你到底是对的还是错的，我是对的，

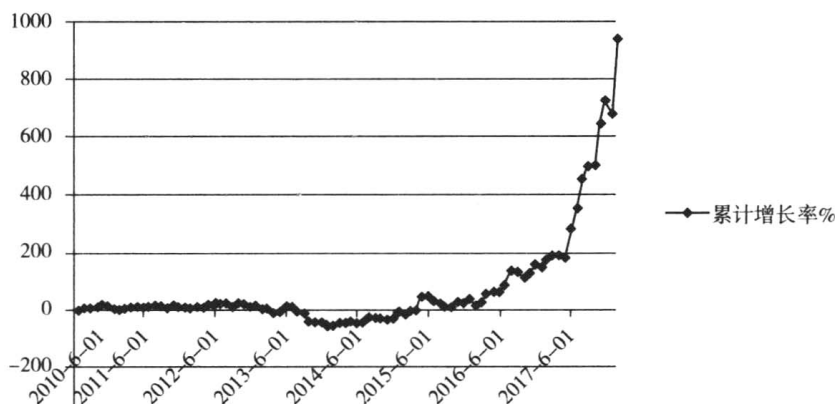
我何苦杞人忧天担忧自己的前途和未来呢！

随着夜幕的降临，我离开了这片树林。

回到办公室我把我认为正确的观点写在 2013 年否极泰基金给出资人的信函中：“我身边一个又一个对我恨铁不成钢的出资人、朋友离我远去了，一个离开我的朋友给了我评价和忠告，令我记忆犹新：“你绝对不会有前途的，你除了失败没有第二条路，因为你就像当年的项羽一样，就是一个匹夫，只是一个刚愎自用的匹夫，你不知变通没有灵活性，也不会处理和照顾多方的心理，你终究会像项羽那样毫无前途地惨败。”我觉的一千年之后的大才女兼大美女李清照思念项羽是有道理的，将我评价为项羽，我还是很高兴的，因为项羽内心有原则。我现在的状态是一个好色的小伙子进了女儿国了，我如鱼得水，我所看好的公司的估值水平荒谬到了罕见的程度，我要占有，持续占有，我没有困难感，我只有好色的小伙子进了女儿国的感觉。我相信这样的机会太少了，我用了百年不遇这个词语，实际上我甚至想说是千年不遇！现在我仍旧是那句老话：我们是正确的，错误的是市场！有一个现象非常令我奇怪，一方面我在资本市场上已经名誉扫地，是无能无知的代名词，但是与此同时，我在白酒行业的认同度乃至影响力连续飙升，中国的上市白酒企业认为我的看法已达到专家级，愿意邀请我参加由白酒专业人士参加的研讨和交流，并且对我的观点格外重视。我不明白，为什么人们如此关注净值，包括我接触了一些同行的基金经理，他们语重心长地对我讲：“董宝珍啊，无论你的判断是否正确，但是如果你的净值下跌百分之多少的时候，你无论价值高低都必须止损，必须卖掉，价值不重要，客户心理是重要的。”我对此非常费解，卖掉一个基本面健康只是价格下跌的股票，甚至成为基金经理们最重要的工作和课题，这真令我难以理解，我无法想象这样做有什么样的合理性，我甚至认为这样做是极不负责任的。”

斗转星移，时光荏苒！最终时间给出了答案，上天奖励了我对事实和真相的坚持，上天在奖励了我财富的同时上天也把投资能力赋予了我！上天奖励给我的投资之道和投资能力也构成了本书的主要内容！从 2013 年底到 2017 年底的 4 年中，我管理的否极泰基金净值上涨了近 25 倍多。净值从不到 0.4 元涨到 10 元！我管理的否极泰基金从 2010 年成立到 2017 年底中间

经历了极其曲折的过程，最终获得了 10 倍的涨幅，成为中国资产管理界较少能达到的成绩，我也被人们所接受所认同，我也被事实证明是正确的（见下图）。



否极泰 2010 年到 2017 年净值趋势图

曲折的经历让我明白了什么是投资人的核心投资能力，什么是投资中最重要的事情，什么是一个资产管理人在面对各种课题和挑战时正确应对，什么是用自己的主观努力和才智能解决能管理的，什么又是自己的主观才智不能解决不能管理的。对于那些能做到的，我们怎样把它做得更好！对于那些我们做不到的，我们只能承受，而在承受过程中我们有哪些挑战和压力！

我们在投资过程中并不是处理已知的事情。如果投资处理的事情是完全已知的，那么投资的难度就大幅降低了。投资之所以是非常非常难的事，是因为一个资产管理人或者投资人，他面对的课题不完全是已知的。已知的、可知的问题是通过我们的智力才学解决，另一部分是没有办法通过智力、才学、知识、经验有效解决的，而这一方面对投资的成败影响更重要。对于这一方面，我们只能承受，承受未知的过程总是令人倍感压力，不痛快，甚至很痛苦。面对痛苦、压力真的是需要特殊能力，这种特殊能力课本上没有办法给你。即使偶尔有介绍，你也没有办法通过课本知道怎么样承受压力，承受施加你身上未知的压力只能亲自去体验，这是一个非常难解决的课题。

经历了那一场史诗般惊天博弈后，我更关注长久的目标，更深远的利益。我更关注除自身利益之外的与自己无关，但对其他人有价值、有作用的事情，我更愿意做一些对社会有利的事情。我之所以发生这种价值观和个人追求的变化，是因为在那孤独和无人理解的日子里，面对无尽的夜空，有生以来从没有遭受过的精神挑战，让我最终理解了什么是真正的人生意义和人生价值，实现了精神超越。我没有被压垮，挑战和压力改造了我的精神世界，改造了我的灵魂，从而使我的精神和灵魂被改变，变得更加理智，更加坚定，更加淡定。

我在罕见困境中做出的抉择当然对经济利益有明显的好处。我理解的投资价值、价值发现、风险管理的本质是什么？人性的本质是什么？金钱真正的意义是什么？这些由罕见曲折经历获得的思想，构成《熊市 价值投资的春天（第二部）》的主要内容。

这场博弈过程中，我写了上千万字的投资笔记、分析报告和心得体会，我积累了很多需要表达的思考。我在书中会尽可能详细介绍的主要思想包括：

什么是价值，为什么绝大多数人对价值的定义倒背如流却无法发现价值？实践中的价值和课本上的价值本质性不同在哪里？

什么是操作层面的价值发现，如何在现实的资本市场去发现价值。我在本书中给价值、价值发现做了全新的完全不同于教科书的新定义。这不意味着教科书的定义是错的，而是教科书上的定义没有实践性，教科书上的定义在逻辑上完美无缺，但是你没有办法靠教科书的定义去操作，去发现价值。比如，价值在教科书上被定义为企业的未来现金流折现值。你怎么靠这个定义去发现价值？按照教科书的定义，价值评估和发现价值是一个算账的过程，问题是最善于算账的会计师丝毫没有比普通人的投资成绩更好！会计师也没有规律性成为投资家。投资实践需要一种与教科书不同，能指导实践的关于什么是价值，什么是价值发现的定义和原则。幸运的是我完成了这项工作。

什么是风险？如何避免风险？教科书都有明确的定义，在教科书上给风险下定义的人，认为风险是一个可以用方程和公式计算出来的东西，他

们用一个公式定义并计算风险，并且因此获得了诺贝尔经济学奖。为了让真理彰显，让谬误不再害人，请允许我毫不客气的说，教科书上关于风险的定义是正宗的胡说八道！诺贝尔奖委员会给提出风险是一个公式的人发奖是助纣为虐传播歪理邪说！

来自我亲身经历以及对经历的抽象和总结，我得出在投资实践中的风险和公式毫无关系，要了解什么是投资现实中风险，需要真切的看懂《孙子兵法》，理解了《孙子兵法》如何避免战争失败的风险，也就是知道什么是投资实践中的风险，怎么样避免风险。风险和你本人的精神状态，你本人对你投资公司的了解程度密切相关。控制风险最根本的办法是了解你自己，了解你投资的公司。

我写《熊市 价值投资的春天（第二部）》不再阐述普遍的概念，以及一般的原理。这些东西在10年前我有所阐述，即便我10年前没有充分的阐述，10年间，大量的其他价值投资求索者也都极为充分的对普遍原理、一般概念作了阐述。普遍的价值投资原理、概念已经没有什么需要再阐述的了，然而投资实践应用过程中的那些心理过程的变化，以及种种的挑战问题，才真正是一个关键问题，投资人需要重点解决这个问题。我重点要阐述投资的实践能力，重点阐述为什么投资人道理全都懂就是做不到！在实践中投资者内心会有什么变化，而这些内心的变化、体悟是怎样导致不同的结果。为什么同样的方法和原理有些人应用就成功了，而绝大部分应用就不成功。成败差异并不是大家不理解那个方法，是因为你在应用这些方法的过程中，你的内心被资本市场的波动激发起了波涛汹涌的变化，你需要抑制住这种变化，而抑制这种变化是非常不易的。这是一个实践课题，你也只能在实践中学会如何让自己内心平静下来，而实践给我制造的罕见的艰难和曲折，使我较充分的知道了这个内心会发生什么样的起伏与波动，以及如何让这个起伏和波动被压平。

这就是我在本书中最想跟大家分享的，我分享的是一种实践中体悟到的关于价值投资应用的一些经验原则、原理，是对价值投资普遍的概念和一般原理的进一步的细化和实践化。

这些极其深刻的体悟，这些对广大投资者深刻理解投资实践中所将必

定面临的各种挑战、各种问题，以及如何跨越这些挑战和问题有所帮助的心得体会和原则方法，都是我在管理否极泰基金过程中，重仓集中投资茅台所经历的罕见的极端起伏与波动过程中所体悟到的。因此我在阐述这些对广大投资者普遍有用的实践中所必须面对的挑战的过程中，我大量的用我在管理否极泰基金过程中与出资人来往的信函、问答以及定期报告中记录的内容作为表达素材。

这些信函，这些定期报告，这些问答我将原封不动的把它们展现给大家。当时在我管理的否极泰基金重仓茅台经历了60%的下跌，整个下跌过程中我的出资人也极其有压力，他们会问我问题，甚至于指出我的错误，甚至于认为我已经完全错误了，要求我改变自己的策略。针对这些意见，我和我的出资人反复的用信件来交流，用报告来交流，用问答来交流，甚至召开视频会议。

而这些信件、问答和视频会议恰恰就是要解决投资实践中最现实、最迫切的问题，尤其是这些问题是在巨大的动荡和压力下我们所讨论的问题。而我们在那种情况下所讨论的问题，你将来一定要见到，一定会见到，所以我从有利于读者真正理解这些问题出发，把我经历的原封不动的搬上来，我把否极泰年报的数据，把否极泰投资人跟我的交流问题，回答问题展现出来，然后给你呈现一个最真实的现实投资的艰难曲折的过程，以及在这种艰难曲折的过程下，作为管理层的我是怎么样面对这些问题。以及我的出资人，他们是怎么想的，我们又有哪些问题需要共同面对，乃至我们之间有什么样的矛盾，以及这些矛盾是怎么样解决的，这些都成为宝贵素材和重要的文献资料。这些素材，这些信函，这些过程，其实都客观的存在于我的博客、微博以及凌通价值网上，也可以在搜索引擎中同时输入董宝珍和茅台，你就可以看到社交媒体对当时情况的纪录，如果读者想深刻的详细的了解当时的背景，可以通过以上方式获得当时的最原始一手资料。

董宝珍

2018年10月15日

目 录

CONTENTS

序言	1
第一章 控制风险靠先知 成为先知需集中	1
1. 化解风险需要变未知为已知	2
2. 集中专注是正解认知的前提	7
3. 从《孙子兵法》学到的前端风控原则	14
第二章 价值发现靠双脚	19
1. 预测未来需要独立调查研究	20
2. 价值发现是发现别人没有发现的真相	28
3. 发现大众没有发现的真相要坚持原则	30
4. 投资人要有求真的心	34
5. 必须要有一手的独立的信息来源	42
第三章 波动不是风险 管理波动才是风险	45
1. 波动不是风险，管理波动才是风险	46
2. 投资价值的本质是大众认知与客观事实的偏差	49
3. 跨越曲折过程的难度来自人的动物本能和人性	59
4. 忍受落后是一种重要的能力	65
5. 止损和防回撤是违反价值投资基本原理的	67

第四章 成长投资的本质不是企业成长 而是企业成长超预期…… 73

- 1. 成长投资也是主观不能正确反映客观 …………… 74
- 2. 竞争优势所以重要是因为有竞争优势的企业容易超预期 …… 76
- 3. 投资风险和投资机会都是主观和客观的相对关系 …………… 82
- 4. 巴菲特只跨越一尺栏杆内含只买低预期 …………… 85

第五章 越跌越买 绝不敬畏市场…… 91

- 1. 价格涨跌不能作为对错标准 …………… 92
- 2. 价值投资者立足本质看问题 …………… 97
- 3. 价值投资与敬畏市场水火不容 …………… 98
- 4. 在非理性下跌时不该躲避而应逆势买入 …………… 102
- 5. 正确决策在一段时间看起来总是“愚蠢不堪” …………… 103

第六章 投资核心能力是用理性控制人固有的动物性…… 107

- 1. 为什么投资道理全都懂就是做不到 …………… 108
- 2. 资本市场奖励的是德性和修养 …………… 116
- 3. 深度认知是克服动物性的首要方法 …………… 118
- 3. 只有自信的比偏执狂还偏执狂才能克服动物性 …………… 126
- 4. 要坚信永恒的规律不会缺席 …………… 128
- 5. 投资是血与火的惨烈博弈 …………… 140

第七章 寻找确定性 拥抱确定性 坚信确定性…… 143

- 1. 没有对确定性的坚信无法战胜非理性的市场 …………… 144
- 2. 确定性是“如来佛”，不确定性是“孙悟空” …………… 149
- 3. 确定性保证了拐点的来临 …………… 152
- 4. 当确定性来临时大众认为到处是不确定性 …………… 153

5. 大众情绪不能改变确定性	155
第八章 向芒格提问：投资最重要的是理性	157
1. 我向投资大师芒格的提问	158
2. 人有非理性和理性两个决策中枢	164
3. 理性不是自然就有，而是努力的结果	166
4. 本能只能应对眼前，理性才能遥看未来	170
5. 理性投资就是不让动物本能支配自己的投资	173
6. 理性的二重含义	180
7. 寡欲和能力圈可以让人获得理性	182
8. 理性是一种精神状态，不是知识和智力	186
后 记 财富来至心灵	189

第一章

控制风险靠先知 成为先知需集中



1. 化解风险需要变未知为已知

正如在序言中所说的，这本书中贡献给大家的那些在投资实践中至关重要的经验、心得、体悟、原则、方法，均是我在管理否极泰基金时经历的一个历史罕见的、惊天动地的大波动、大博弈过程中所体悟到的。因此我先介绍一下我所管理的否极泰基金。该基金从2010年6月1日儿童节开始成立，那时候我们还专门写了一个成立感言：

否极泰基金在儿童节成立。儿童拥有简单、纯真的品质。我作为基金经理，对待广大出资人要像儿童一样真诚。在业务运行过程中，我们所做的每一次决策，每一个行为也将按照儿童式的简单原则来做。我们不寻求复杂的业务运作模式，也不寻求复杂的决策过程，我们只是做一些简简单单的用常识就能解释得了的，拥有明确未来的事情。我们所做的所有投资都要用简单的儿童能够理解的原理和思想来做。我们追求简单的结果，这种简单的结果就是一种正常的合情合理的常规回报，我们不会追求疯狂的、不具有普遍性的、复杂的结果和回报。资本市场就像浩瀚无垠的大海，既充满了温情，又包含着波涛。否极泰基金这只小船在欢乐和纯真的儿童节正式驶入了资本市场的大海。我们面临着很多可能的结果，也许在某个时候，这只小船变成了联合舰队，也许这只小船长期只是一只小船，也许这只小船在大海的某个波涛面前被击沉。不管结果怎么样，我深深地知道，路就在自己的脚下，否极泰的命运已经系于我身上。我肩负着重任，决不懈怠，现在我们就起航，现在我们就出发！

基金成立后买了三只股票，它们分别是贵州茅台、泸州老窖、大秦铁路。百分之六、七十是名优高端白酒，买茅台和泸州老窖是基于我投资于可提价的快速消费品的投资理念。全球范围内，快速消费品都是大牛股的摇篮，像可口可乐、宝洁、雀巢和中国资本上的其它一些快消品都创造了

长期成长的业绩。如果快速消费品同时还具有提价权，那就是双驱动、双成长。高端白酒有一种提价的属性，至于为什么有提价的属性，我将在本书的后半部分介绍相关的原理。于是可提价的快速消费品占 70%，一条沟通中国东西部的战略铁路占 30%。

否极泰基金从 2010 年 6 月 1 日开始成立到 2012 年的三季度获得了 23.2% 的投资回报。这个回报当然并不高，年复合增长率还只有 10% 多一点，但是这个投资回报率是在整个中国股市大幅下跌的背景下所取得的。从 2010 年 6 月 1 日到 2012 年的三季度，整个中国股市整体大跌了 19.52%。这种不错的成绩激发了我的乐观情绪，我感觉前途无限光明，眼前一马平川。然而，天有不测风云，2012 年十八大以后，中央推出了反腐政策，使得高端酒的“三公消费”荡然无存。反腐政策让全国范围内的旅游景点、高档餐饮、高档酒、奢侈品的价格暴跌，同样是高端酒的茅台也受到了影响。反腐使人们对高端酒极端的悲观化。反腐过程中，全国上下的媒体连篇累牍的抨击茅台，认为是茅台导致了腐败。虽然这个道理说不通，但是全国上下，主流的、非主流的大报、小报都纷纷抨击茅台。这种舆论论调让投资者的心理受到了巨大的冲击。茅台股价一泻千里，到 2013 年的二季度，茅台股价就下跌了 30% 左右。在这个过程中，我那坚定质朴的价值投资理念发挥了作用，我坚信一个公司的股价下跌后，它的内在价值是提升的，所以我越跌越买。但是我已经满仓了，怎么办？我首先卖掉了泸州老窖，因为我认为泸州老窖的品牌影响力不及茅台，既然大家都同时下跌，那我就卖掉品牌影响力弱的，买入品牌影响力强的。但股价并没有终止下跌，更持续的下跌再次展现在我的眼前，于是我又卖掉了大秦铁路，集中持有茅台。当时贵州茅台从 20 多倍市盈率已经跌到了 15 倍市盈率以下。这个时候大秦铁路的估值水平还在八、九倍，我做了估值比较，我认为 15 倍以下的贵州茅台的安全边际要高于大秦铁路，所以我卖出了大秦铁路，买入了贵州茅台。

至此我管理的否极泰基金就只有贵州茅台一家公司了。这是一个极其令人不好理解的投资组合。然而下跌并没有终止，下跌还在进行，我管理的否极泰基金净值更快速的萎缩，这个时候我已没有钱补仓。于是我走进