

致合伙人的信 - 2019

净值及回报率情况

	中国&香港A+H股			美股		
	净值	沪深300	相对表现	净值	标普500	相对表现
2018/2/1	1.0000					
2018/9/19				1.0000		
投资期间回报						
2018	-11.6%	-29.1%	17.5%	-15.6%	-13.8%	-1.8%
2019	31.6%	33.6%	-2.0%	30.5%	29.2%	1.2%
期末单位净值	1.1636			1.1017		
累计回报率	16.4%	-5.3%	21.6%	10.2%	11.4%	-1.2%
年化回报率	8.3%	-2.8%	11.1%	7.9%	8.8%	-1.0%

上表中显示的是今年账户总体在中国及香港的 A 股，H 股，以及美股投资的表现与业绩基准的对比。业绩情况：

- 中国&香港当年投资收益率 31.6%，较基准低 2%；累计年化收益率 8.3%，领先 11.1%
- 美股当年投资收益率 30.5%，较基准高 1.2%，累计年化收益率 7.9%，较基准低 1%

首先再次感谢大家的信任与配合，成为第一批真正的长期投资者。今年整体股市不错，带动了我们的净值的上升，但明年股市是什么走势，我们的净值会怎么变动是完全没有办法知道的。波动无法避免，但我们有明确的长期目标，就是年化回报率在经过较长的（5 年以上）投资期后可以显著超过市场平均的收益率。只要我们能最终实现这个目标，年与年间的波动对我们来说除了提供便宜买股票的机会外几乎没有意义，也就不值得关注。

几个在投资中常听到的有误导性的话希望跟大家解释一下

1. “我今年赚了 100%”

股市好的时候，经常会听到大家相互炫耀“我今年赚了 100%”。这种投资表现在我们看来是没有任何长期意义的。因为如果我去年亏了 50%，今年赚了 100%，我可以跟你说我今年赚了 100%，但从去年到今年，我其实一分钱也没赚（去年亏了 50%，100 块变成 50 块，今年赚了 100%，50 块变成 100 块）。对于任何人而言，投资都是一辈子的事情。你不会今年投资，明年就不投了，或者 5 年后，10 年后就不投了。你放信托理财是投资，放银行存款、货币基金是投资，甚至放现金也是投资（放现金本质就是你接受了一个长期无风险同时收益为 0 的资产，只是因为那是默认选项所以大家没有意识到自己是“选择”了放现金）。因此投资这件事会从现在持续到永远，也因此对我们真正有意义的不是这 1 年、3 年、甚至 5 年赚了多少钱，而是更长的 5 年以上，10 年以上，我们总共赚了多少钱。我们不会认为一个“投资 100 块，10 年总共赚了 100 块，然后其中前三年赚了 90 块的人”，赚的钱比一个“投资 100 块，10 年赚了 1000 块，其中前三年亏了 30 块的人”赚的多。

2. “我某只股票今年 3 个月翻了两倍”

这就好比说高考考了数学满分，但更重要的问题是加上语文、英语、理综，总共考了多少分。毕竟数学满分，语文不及格，估计也是很难上清华北大的。在投资里这就是说你单个股票赚了

多少不重要，甚至股票全部赚了多少钱也不重要，而是你所有可投资资产（货币基金，债券，信托，股票等等加在一起）总共赚了多少钱。所有用来投资的钱加在一起的长期的收益率才是我们应该关注的

1 和 2 都是基金销售公司常用的销售手段，“本基金过去三年表现 xx，排名第 x”，或“本公司的某明星 xx 基金表现 xx”。但真正重要的是这个基金公司 5 年 10 年以上的表现，而且是这个公司所有基金产品加在一起的表现。

3. 风险与收益成正比，所以追求高收益就要承担高风险

这是一个书本上的概念，也是很多高学历的人根据书本上的概念向大家传播的观念。但实际的经验是这个概念在单个项目，单个股票上有时错的离谱，时不时会出现一些风险极小但回报还不错的投资机会，或回报很普通，但风险其实很高的股票。有很多基金经理潜意识中是相信这个概念的，因此想要高收益的时候就认为应该主动承担较高的风险，去买风险较高，价格较贵的股票。这和我们的偏好完全不同。我们的投资目标是长期几乎没有损失本金风险的情况下获得尽量高的收益。我们要永远记住巴菲特最重要的两条投资建议：

1. 永远不要亏钱
2. 永远不要忘记第一条

谢谢

王伟

2020 年 1 月 1 日

致合伙人的信 - 2018

净值情况

	中国A股			美股+H股				英国		
	净值	上证综指	相对表现	净值	标普500	恒生指数	相对表现	净值	富时100	相对表现
2018 - 投资期间	-11.6%	-29.1%	17.5%	-15.6%	-13.8%	-5.7%	-1.8%	-14.6%	-12.5%	-2.1%

上表中显示的是今年账户总体在中国及香港的 A+H，美股及英国股票市场的表现与业绩基准的对比。业绩情况：

- 中国股市投资收益约 -11.6%，超过基准 17.5%
- 美股及港股投资综合收益 -15.6%，落后美股基准 1.8%
- 英国股市投资收益 -14.6%，落后基准 2.1%

首先感谢大家的信任与配合，成为我的第一批真正的长期投资者。虽然今年我们在 A 股的表现明显好于市场平均的上证综指，其他市场仅少许落后市场平均，但长期好于平均但总体亏损的投资绝对是失败的投资。我们的目标是以 5 年来算，取得明显好于市场平均的收益，市场平均

包括股票，债券，信托，货币基金等各类资产的平均收益。在此基础上，我们不会控制任何一个月或一年的收益或相对表现。我们的目标是长期优异的结果。

股票的波动性，价格 vs 价值

中国的 A 股上证综指在 1 月较年初上涨 5% 后，年末较年初下跌近 25%，最高至最低下跌 30%。美股标普 500 指数在 9 月较年初上涨 9% 后，年末较年初下跌近 7%，最高至最低下跌 16%。英国的富时 100 指数在 5 月较年初上涨 3% 后，年末较年初下跌 12%，最高至最低下跌 15%。

当有人让美国三大富豪之一的摩根先生对明年股市预测时，摩根说“它会波动”。股票市场最可预见的特质就是它的波动性，每天波动，日复一日。有时很小，有时也可以很大，像今年的 A 股一样达到 30%，甚至更多。波动实时地反映买卖股票的人对股票的看法和情绪，乐观或者恐慌，但股票究其根本是公司所有权的一部分，所有股票价值加在一起应该等于公司的价值。公司的价值由公司的经营情况决定，而公司的经营状况从来不会像股票市场一样，每天波动，日复一日，而通常会以季度，以年，甚至几年的时间改变，经营的波动远远小于股票的波动。所以股票市场每天不断变化的数字告诉你现在大家愿意为这个公司每一份股票支付的价格，而这价格可能会远远偏离股票或公司的实际价值。

价格经常不等于价值，这是我们投资的基础。我们经过分析公司的经营情况，行业的现状，及其他可能影响公司赚钱能力的因素，确定一个公司大体的价值，如果价格明显低于价值，我们就买入，价值最终反映会在价格上。这是低买高卖的本质，也是最可靠的长期可重复获得优异表现的投资方法。与投资相反的是投机，也就是买入并不是非常了解的股票或者其他任何资产，然后希望可以更高的价格卖给下一个人。至于有没有下一个人愿意付出更高的价格买你的股票，好像没那么容易预测。

长期投资

与股票价格大幅下跌相反的是，截至目前，我们投资的公司/股票都有很大概率在今年获得少则 10%，多则 30% 以上的股东回报率。等到 19 年 3 月公司发布年报的时候我们就可以看到准确的数据。但由于人们对于中国经济前景的悲观以及原本股票过高的价格，今年股票的回报与公司的表现相差很大。这样的情况贯穿了 2018 年，也完全有可能在 2019 年持续，甚至更长。这个世界上应该没有人能够持续地，准确地，甚至大体地预测明天，下个月，甚至明年股票市场的表现会如何，因为预测短期股市等同于预测大家的情绪，外加预测经济的走势，以及预测完全不可预见的好的或者坏的事件发生的可能性及影响，不论你多努力的尝试，变量实在是太多了。

与此相反，我们几乎可以肯定的是，人不断向上的动力会推动社会的进步，经济的发展。尽管有时候迈三步，退两步，进步时快时慢，但最终我们是前进的。我们也几乎可以肯定，好公司的价值长期是会得到认可的，尽管有时这个过程可能会是两三年。毕竟如果地上有钻石，大家为什么还会一直坚持捡沙子呢。但这过程不会像股票报价一样每天明显地展示在你面前，而是以季度，以年缓慢发生。像世界最伟大的投资人巴菲特的老师，价值投资之父本杰明·格拉汉姆说的，短期股市是个赌博机，而长期股市是称重机。只有长期投资，股市才能较好的发挥他的称重效应，让价格反映真实价值。投资没有长期其实就更像赌博。所以我们不会也无法控制短期（通常 3 年以内）的收益表现，而是专注于达成 5 年以上的超平均收益。

明年的致合伙人信会在 4 月底左右，也是公司 3 月底披露年报后的一个月，以便于了解我们投资的股票对应的公司在过去一年的经营情况。

谢谢

王伟

2019年1月1日