

致合伙人的信 2021

一、净值及回报率情况

中国 日期	期末值		期间回报率		
	净值	沪深300	净值	沪深300	相对表现
2018/2/1	1.00	4,246			
2018/12/31	0.88	3,011	-11.6%	-29.1%	17.5%
2019/12/30	1.16	4,022	31.6%	33.6%	-2.0%
2021/2/12	1.36	5,808	17.3%	44.4%	-27.1%
2022/1/30	1.30	4,564	-4.7%	-21.4%	16.7%
累计回报率			29.6%	7.5%	22.1%
年化回报率			6.7%	1.8%	4.9%

美股 日期	期末值		组合表现 期间回报率		
	净值	标普500	净值	标普500	相对表现
2018/9/19	1.00	2,907.95			
2018/12/31	0.84	2,506.85	-15.6%	-13.8%	-1.8%
2019/12/30	1.10	3,240.02	30.5%	29.2%	1.2%
2022/1/30	1.68	4,431.85	52.7%	36.8%	15.9%
累计回报率			68.3%	52.4%	15.9%
年化回报率			16.7%	13.3%	3.4%

A 股&港股的投资：

- 过去一年，净值下滑 4.7%，同期沪深 300 下滑 21.4%。
- 4 年累计年化收益率普通，相比市场表现较好。投资至今 4 年，累计回报 29.6%，年化回报 6.7%。同期沪深 300 的累计回报 7.5%，年化回报 1.8%。
- 尽管整体回报率目前稍令人失望，但对组合中的公司未来的表现有信心，期待兑现的那天。

美股的投资：

- 过去一年收益大幅好于市场，净值上涨 52.7%，同期标普 500 上涨 36.8%。
- 3.3 年的累计年化收益率。投资至今 3.3 年，累计回报 68.3%，年化回报 16.7%。同期标普 500 的累计回报 52.4%，年化回报 13.3%。
- 投资的公司在今年迎来了部分价值回归，是今年表现优于市场的主要原因。目前来看长期依然有较大的空间。当然我们不可能每年都有像去年一样绝对收益与相对收益。我们的目标是长期有个令人满意的年化回报率，争取达到 15% 以上。

分享两个今年特别有体会的事，一方面记录下来是对自己的提醒。另一方面也希望对你们有帮助。

二、屁股决定脑袋

无论是生活中还是投资中，很多人会做出屁股决定脑袋的思考与决定，去年我也做了一些，有些及时反思、发现和更正，有些可能还未发现。心理学上的自我确认心理是投资的一大敌人。当花费了一定的时间与精力研究某个起初看好的公司后，人们更倾向于收集证明这是个好的投资机会的信息，去不断证明自己的想法，而对弊端或风险的关注和深入分析不足。更糟糕的是，在与别人的讨论交流中，因为不断的重复着自己的观点，观点会仅仅因为不断重复而被强化，而不是因为有任何对事实更深入的了解而被强化。

我认为要长期在投资和生活中做出好的决策，对这种自我确认心理的警惕和克服非常必要。意识到这一天生的缺陷后，培养怀疑自己的想法的习惯，知道哪些情况下自己的想法将不成立，格外珍惜反方想法的存在，都是很有帮助的。芒格曾说：“如果我想拥有一个观点，必须比我能够找到最聪明的反对这种观点的人还能反驳自己的观点，我才能配拥有这个观点。”。

三、选择与努力并重

从我自己的成长经历来看，国内的教育重心在于教导大家努力，比如寓言故事中的愚公移山、精卫填海等。当然我们也有曹冲称象等利用方法解决问题的典故，但整体义务教育阶段的题海战术等都过分强调了努力，而对培养解决问题的能力研究与传授不足。因而养成了行动上的积极，思维上的懒惰。

长大后，逐渐认识到选择的重要性。努力可以帮助你抵达你做出选择时希望达到的终点，但“这个终点是不是你真正想要的终点”，是我们经常没有仔细思考的问题。因此我们通常在花费大量时间精力，走了大半截甚至走到终点后才发现走错了路。很多精力和时间都在这种“试错”中被消耗。这种试错不能说是没有意义，但至少通常是低效的，有时代价也是很高的。人类的历史文明这么悠久，现在的网络这么发达，一条路的对错大部分可以通过了解别人的经验、阅读历史等方法学习。在投资中，查理芒格说的“在有鱼的地方钓鱼”、“如果一个问题被正确的理解了，那这个问题就已经被解决了一半”、“不了解历史的人在这个社会中就像在踢屁股比赛中被绑住了一只脚一样”，都有类似的寓意。

但我不会说选择比努力重要，而是两个都重要，缺少其中之一我们都无法实现我们想要的生活。在投资中，好的投资决策需要前期大量的基础研究，尤其是与同行业公司的对比研究。在工作中，好的工作需要大量的面试准备，技能储备与练习。一个符合自己兴趣爱好、性格的职业，不意味着每年都开心无烦恼。而坚持烧脑的学习才会是在这条职业道路上走好走远的常态。学习的过程本身消耗脑力，也自然有时会引起不适。但学会了也就突破了。只要整个过程回过头来看是满足的就足够了。

王伟

2022年1月30日

致合伙人的信 - 2020

一、净值及回报率情况

中国 日期	期末值		期间回报率		
	单位净值	沪深300	组合表现	沪深300	相对表现
2018/2/1	1.00	4,246			
2018/12/31	0.88	3,011	-11.6%	-29.1%	17.5%
2019/12/30	1.16	4,022	31.6%	33.6%	-2.0%
2021/2/12	1.36	5,808	17.3%	44.4%	-27.1%
累计回报率			36.5%	36.8%	-0.3%
年化回报率			10.8%	10.9%	-0.1%

美股 日期	期末值		期间回报率		
	单位净值	标普500	净值	标普500	相对表现
2018/9/19	1.00	2,907.95			
2018/12/31	0.84	2,506.85	-15.6%	-13.8%	-1.8%
2019/12/30	1.10	3,240.02	30.5%	29.2%	1.2%
2021/2/12	1.29	3,916.38	17.2%	20.9%	-3.7%
累计回报率			29.1%	34.7%	-5.6%
年化回报率			11.2%	13.2%	-2.0%

在中国市场，我们的投资组合去年的表现大幅弱于沪深 300，组合成立至今累计回报率与沪深 300 接近，年化回报率 10.8%。

在美国市场，我们的投资组合在去年的表现小幅落后标普 500，组合成立至今累计回报率小幅落后标普 500，年化回报率 11.2%。

年度的收益率及相对表现对我们没有任何意义。中国的投资组合成立至今满 3 年，年化回报率处于可接受范围，相对表现比较令人失望。未来我无法保证相对表现一定会转好，但我们的财富同在，我获得与你们同样的收益率，因此每一个投资决策也是出于我们同样的利益，风险与回报的最优考量。

二、买基金与买股票

2020 年疫情后指数大幅上涨，让更多人开始关注股票投资和基金投资。大家也开始讨论买股票不如买基金等等。在我看来，对于很多人，买基金可能好于买股票，但不代表买基金本事是好的选择。

投资基金的本质，只不过是把钱交给基金经理，我们支付报酬，让基金经理代替我们去选择最终投资的股票、债券、现金等底层资产。基金本身不是资产，我们的投资收益最终由基金经理投资的底层资产在你持有基金份额期间的收益决定。所以影响我们投资基金的收益最主要的因素有三个：1) 基金的持有期间，2) 基金经理的投资能力，3) 支付的报酬。

1) 基金的持有期间

买股票时，大家通常想着高抛低吸，但最终的实践结果是追涨杀跌，盈利困难。这背后是情绪驱动的决策：股价上涨会让人对未来变的乐观，下跌会引起对未来不确定性的恐惧，缺乏对客观现实的分析判断。

同样的情绪或心理在基金买卖时也会产生，只不过对股票的追涨杀跌变成了对基金净值的追涨杀跌。基金里的股票等资产价格上涨带动基金单份净值上涨时，人们乐观地追加认购，通过买入更多基金份额买入更多底层资产。反之亦然，下跌时慌张地卖出份额，卖出底层资产。因此实质上是在参与股票等资产的短期交易，而股票短期交易行为的风险是很大的。只是由于买卖的是基金份额，而不是直接买卖股票，给人产生了错觉。

因此如果你的基金买入持有周期少于 3 年，我的建议是不要买入基金，投资风险过大。

2) 基金经理的投资能力

基金经理的投资能力很重要，但也很难评判，需要 1) 至少 5 年以上显著优于指数的投资回报证明，2) 计算投资回报时需要包括这名基金经理的全部投资组合，3) 投资方法可合理解释，可复制，适用于未来。4) 基金经理知行合一。

第三点和第四点的评判对于普通投资人尤为困难。普通投资人较难分辨哪些投资方法是实际能做到的，哪些又是美好的理想（比如宏观预测，板块轮动）。普通投资人也很难判断基金公司披露的底层资产，是否真的符合基金经理宣传的投资方法，比如“是否买入茅台，就是价值投资？”。

因此，对基金经理的投资能力评判，通常是一个长周期全面深入了解的过程。大部分情况下，是个太难而需要放弃的问题。

3) 支付的报酬

支付的报酬对于你来说是投资成本，我们以下的例子展示成本控制的重要性：

- 1) 指数基金：假设年回报率为 8%，费率接近 0
- 2) 基金 A：年回报率为 9%，年费率 2%，费后回报率为 7%

30 年后，指数基金回报率为 906%，基金 A 回报率为 661%。

50 年后，指数基金回报率为 4590%，基金 A 回报率为 2846%。

基金 A 的投资表现超过指数，但计入管理费及业绩报酬后的回报率差于指数。考虑到我们 30-50 年投资周期内的复利作用后，最终对于基金投资人的差异将十分显著。

此外，美国长周期的历史数据显示 90%以上的基金经理表现差于指数，高额的报酬很难合理化。

总之，以我自己的能力评判，购买任何非指数基金都是一个从“很难”到“无法解决”的挑战。对于绝大多数基金公司，只要能通过天花乱坠的话术和产品包装，把产品卖出去，收到稳定的销售及管理费，事情就结束了。

PS. 此处指数基金是指跟踪沪深 300 与中证 500 等对中国经济相对有代表性的指数，收益可预期。其他所谓的“指数基金”都因为包含过少公司（如中证 50），或仅包含特定类别公司（如医药 ETF 指数基金），而不对中国的经济具有代表性，从而收益不可预期。

三、对价格的忽视

今年市场极端的估值分化背后有明显的主题痕迹，如龙头信仰、疫情下的医药和内需、政策支持下的大基建、新能源等，相关行业都涨幅较高。似乎对于符合这些主题的公司，我们不需要考虑买入价格，买就对了。但如果投资这么简单，就不会出现“拉长长时间看，股票投资赚钱难”的现象了。

今年在股市中出现的估值分化，龙头信仰等其实在历史中早已上演过多次。美国六七十年代的“漂亮 50”、二十一世纪初的互联网泡沫、金融危机前的房地产，本质都是相似的 - 认为某些优质资产的价格可以一直上涨，因此忽略价格，抱团买入，进一步推动资产价格上涨。美国漂亮 50 是指运营稳健、盈利增长稳定的龙头公司，尽管市盈率较高，但被普遍认为只要买入持有就行，类似现在的茅台。1972 年漂亮 50 之一的迪士尼市盈率达到 76 倍，可口可乐达到 40 多倍。

但没有资产的价格能够永远不断地上涨。在某个时间段内，认为价格会一直上涨的信仰会逐渐松散，逐渐转化为价格的持续下跌。当持续时间够长后，信仰崩塌，资产价格大幅回调。只是我们无法知道这会何时发生，也不愿意投机性地去猜测它会何时发生并妄想能因此获利。8 年后的 1980 年，漂亮 50 泡沫破裂，迪士尼市盈率跌至 11 倍。

迪士尼与可口可乐还算是漂亮 50 中的佼佼者，持有至今的收益率分别可以达到 10% 和 16% 上下。有人因此说估值没那么重要。但如果可口可乐的买入市盈率达到 80 多倍（目前同为食品饮料行业的中国上市公司海天味业市盈率超过 100 倍），持有至今的收益率仅为 8%，只能算是平庸。此外，漂亮 50 中的部分公司也早已不复存在。

估值与安全边际是投资中的核心，过高的估值通常让一个好的公司成为一个差的投资。忽略了估值，我们长期能获得的最好的结果通常就是一个平庸的收益。

王伟

2021 年 2 月 12 日

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。

谢谢

王伟

2019 年 1 月 1 日