

实证 2016

2015 年可谓波澜壮阔、跌宕起伏，但拉长周期就整个年度而言总体平淡。

2014 年岁末的“苦秦久已”式大幅大涨之后，2015 年上半年市场继续疯狂上涨但 6 月中旬开始市场进行了持续 2 个多月的惨烈调整，上证最大跌幅接近 45%、创业板最大跌幅超过 50%，在高杠杆的蛊惑（大钱快钱）下我们目睹了大量配资账户灰飞烟灭、瞬间归零的悲剧，故市场有所谓的“股灾”之说，其实说“股灾”多多少少有些言过其实，这波所谓“股灾”只是对上半年大幅上涨的调整或回吐而已，在 9 月开始的反弹后 2015 年总体还是很平稳的（只要在股灾期间不加杠杆）：

上证指数	沪深 300	上证 50	创业板	格顿基金
3539.18	3731	2420.80	2714.05	1.56
9.414%	5.583%	-6.228%	84.408%	-2.689%

作为实证组合的重要部分“格顿基金”本来也可以在上上下下的剧烈颠簸之中度过平淡的一年，但这个简单而朴实的愿望没能实现，格顿基金是伞型结构的小型私募在股灾之后监管当局要求对所有伞型结构的产品进行清理，这一突发性政策风险波及到雪球私募工厂的大多数创业私募格顿也没能幸免，我们从 10 月初开始陆续清空持仓并进行了清算，这一突发事件让我很有挫折感还曾一度心灰意冷，我花了不少时间来调整自己的心态：创业之路难免坎坷这点风雨其实不算什么。

下面回顾一下实证组合 2015 年的整体情况：

年度	当年合并收益率	累计收益倍率	平均复利(%)
2002 年	-10.63%	0.89	-11%
2003 年	50.49%	1.34	16%
2004 年	23.14%	1.66	19%
2005 年	15.81%	1.92	18%
2006 年	190.98%	5.58	42%
2007 年	106.80%	11.54	50%
2008 年	-8.07%	10.60	40%
2009 年	23.35%	13.07	38%
2010 年	15.74%	15.13	35%
2011 年	-13.29%	13.12	29.4%
2012 年	30.97%	17.18	29.5%
2013 年	10.62%	19.00	27.8%
2014 年	31.07%	24.90	28.05%
2015 年	10.45%	27.50	26.7%

实证组合合并收益率 10.45%其中：

A 股（格顿基金）：-2.69%

B 股组合：20.19%

H 股组合：15.16%

商业地产：14.88%

备注：合并收益中有部分来源于人民币汇率贬值，如果按年初的汇率 0.7988 计合并收益率是 8.22%，年末按即时汇率 0.8373 计收益率为 10.45%，人民币贬值（港币升值）效应初显。

这里做简单的分类记录：

一、A 股组合（格顿基金）：格顿基金在 10 月份进行了清算但还有些收尾工作、目前清算尚未全部结束（尚有少部停盘股票与债券），初步估计结算净值在 1.56-1.57 左右我们按保守的 1.56 报告净值，在“格顿 1 期”终止之后格顿基金的运作虽有短暂停顿但目前正在持续的稳步推进之中，我们会给合伙人提交整个过程的详细报告，这份报告估计要在 3 月份清算全部完成后提交。

二、B 股组合：B 股账户获得 20.16%的收益率，组合中的 4 只个股中集 H 代跌幅-18%、粤电力 B 基本无涨跌、基地 B 涨幅 18.87%、招商局 B 涨幅 60.85%，今年 B 股账户进行了较大规模的操作---“小幅减持粤电力 B 与基地 B、逐次清空招商局 B 结束在这只个股的投资”

- 1、以 20.05 的价格卖出 1800 股基地 B，目前基地 B 的余额 10000 股；
- 2、以 5.12 的价格卖出 5000 股粤电力 B，目前粤电力 B 的余额 28120 股；
- 3、以 32.01 的均价清空招商局 B：

时间	数量（股）	价格	总数量（股）	平均成本
2011. 03. 18	1800	14. 05	1800	14. 050
2011. 04. 08	1300	15. 02	3100	14. 460
2011. 04. 14	1500	14. 60	4600	14. 500
2011. 06. 09	300	12. 87	4900	14. 400
2011. 06. 24	600	13. 07	5500	14. 258
2011. 07. 14	700	12. 69	6200	14. 081
2011. 09. 26	1300	10. 41	7500	13. 445
2011. 09. 28	300	10. 01	7800	13. 312
2014. 06. 10	3900	0. 00（转增）	11700	8. 875
2015. 10. 22	1700	27. 98	10000	加 权 卖 出 均 价 32. 01
2015. 10. 26	2000	30. 15	8000	
2015. 12. 01	2000	32. 06	6000	
2015. 12. 04	2000	33. 98	4000	
2015. 12. 07	2000	35. 29	2000	
2015. 12. 30	2000	31. 98	0	

对招商局 B 的减持周期基本与招商局 B/招商蛇口的吸收合并周期相对应，在最终的转 A 之前减持了大部只余 2000 股招商局 B 参与了转 A，2000 股招商局 B 转换为 2430 股招商蛇口 A、在新股上市当日（2015.12.30）以 22.037 的均价卖出招商蛇口 A 股，相当于港币 63955.43（汇率 0.8373）或相当于 31.98 港元/股。

如果说对粤电力 B 和基地 B 的减持有些“为减持而减持”的非正常意味（我一直有终止个人的 B 股与 H 股将个人投资全部导入格顿基金的计划），那么对招商局 B 的逐步减持直到清空是常规性的正常操作，虽然招商蛇口的合并吸收（特别是大股东 35 亿的增持承诺）是个短期的大热点但对我这个持股周期长达 4 年多的投资者而言观察的视角不太一样，毕竟这 4 年多的总体涨幅很大，而且就长期跟踪研究分析感觉招商蛇口的定价已经无法提供令人满意的安全空间，在市场因合并吸收的特殊事件导致持续上涨后选择兑现利润落袋为安似乎是个自然的选择，这个案例颇耐人寻味---就价值投资的长期实践而言最困难的有两个：一是买入太早、二是何时退出，“进退有据”与“张弛有度”一样也是体现投资艺术性的领域，我们希望在这些领域能够积累更多的实战经验。

B 股账户 2015 年终的资本总额 980461.45 元，其中股票市值 513744.32 元、现金余额 466717.13 元（其中含招商蛇口 A 卖出后获取的人民币 53362.48 按 0.8373 的汇率折算的港币部分）、**投资占比 52.40%**

股票名称	代码	数量	价格	金额
深基地 B	200053	10000	19.87	198700.00
中集 B	200039	12084	14.18	171351.12
粤电力 B	200539	28120	5.11	143693.20
招商局 B	200024	0	32.01	0.00

三、H 股组合：具体操作过程在实证（2015）有详细记录

股票名称	编号	代码	数量	初始成本	初始 PB	当前市价	当前市值
冠华国际控股	H1	539	0	0.860	0.298	1.000	0.00
新华文轩	H2	811	0	3.250	0.677	4.810	0.00
深圳控股	H3	604	0	1.450	0.351	3.270	0.00
庄士中国	H4	298	0	0.410	0.265	0.490	0.00
巨涛海洋石油服务	H5	3303	0	0.490	0.372	2.130	0.00
TSC 集团	H6	206	0	1.060	0.562	2.720	0.00
招商局中国基金	H7	133	1880	9.780	0.387	12.90	24252.00
联邦制药	H8	3933	7007	4.300	1.099	4.290	30060.03
雨润食品	H9	1068	5000	9.660	1.059	1.650	8250.00
旭光高新材料	H10	67	26000	1.570	0.557	0.000	0.00
南粤物流	H11	3399	5000	1.350	0.412	5.850	29250.00
好孩子国际	H12	1086	0	2.360	1.480	3.550	0.00
保华集团	H13	498	0	0.173	0.171	0.173	0.00
太平洋恩利	H14	1174	84000	0.375	0.243	0.000	0.00
琥珀能源	H15	90	0	0.730	0.465	1.400	0.00
东方报业集团	H16	18	0	0.900	0.750	0.900	0.00
合丰集团	H17	2320	0	0.265	0.172	0.680	0.00
香港食品投资	H18	60	32000	0.800	0.485	0.990	31680.00
中国资本	H19	170	10000	2.300	0.160	4.100	41000.00
亚洲果业	H20	73	0	2.840	0.353	1.060	0.00
中国绿色食品	H21	904	0	0.350	0.080	0.680	0.00
坪山茶业	H22	364	0	0.111	0.320	0.049	0.00
上海集优	H23	2345	0	1.100	0.390	1.380	0.00
佳宁娜	H24	126	0	1.500	0.515	0.870	0.00
汇源果汁	H25	1886	0	3.880	0.620	3.750	0.00
小南国	H26	3666	12000	0.980	1.465	0.600	7200.00

- 1、基于谨慎的原则我将“太平洋恩利”做了**归零**处理，目前组合中已有两只归零股票；
- 2、2015 年度 H 股账户的减持力度比 B 股账户更大，主要有两个原因
 - （1）有终止 H 股账户的非正常性因数；

- (2) 在有港股投资 4 年实战经验的基础上，我的投资思路与策略有一些改变，适度兑现出大部现金准备按新的思路重构投资组合。

3、港股投资感悟：港股投资始于 2011 年年末，那正是我投资体系初步成型的时期，那个时候我已经走出“巴菲特的迷思”及“茅台万科的禁锢”，格兰姆、坦普顿及卡拉曼对我的影响力已远远超越了巴菲特，虽然当时对港股市场还相当陌生，但也确实能够感觉到港股市场比 A 股市场更能验证我对“格兰姆、坦普顿及卡拉曼”等大师的学习成果，转眼之间 4 个完整的投资年度匆匆而过，在港股组合中滚动操作了 26 只股票，回顾这 26 只个股的表现真是让我感慨万千：出现两只投资全部丧失的归零股票；雨润食品腰斩 2.5 次（期间还进行了一次“自以为是”的补仓操作徒增亏损额度）；亚洲果业、坪山茶业、小南国与佳宁娜腰斩；冠华国际控股、新华文轩、庄士中国、招商局中国基金、联邦制药、好孩子国际、保华集团、东方报业集团、香港食品投资、上海集优及汇源果汁等等表现平平或小幅盈利或小幅亏损，对这么一个组合还能期待怎样的收益率呢？

年度	实证 H 股	恒生指数
2012	28.71%	22.90%
2013	20.78%	2.87%
2014	2.85%	1.28%
2015	15.16%	-7.16%

结果有些出人意料：这个充斥老千或疑似老千的组合不仅年年战胜恒生指数还年年获取正收益，少数股票的爆发让这个组合表现不俗：南粤物流近 7 倍；海工组合一只翻两番另一只翻一番多；深圳控股、合丰集团、琥珀能源、中国资本等等翻番或接近翻番；在与老千的纠缠中唯一的胜利是在“千王”中国绿色食品上获取接近翻番的收益，这只个股曾经 0.08 倍的 PB 确实让我产生过稍许期待，但事后回顾仍只留下刀口舔血的记忆，经历这个 4 年的投资历程感悟很多：

- (1) 适度分散的投资策略充分显示出魅力，足够的分散是这个组合成功的基石之一；
- (2) “不对称”策略是这个组合成功的另一基石：简而言之“平均分配资金的 10 股组合，只要出现一只 10 倍股就足以承担另外 9 只个股归零的损失”---这就是我在港股市场一直实践的“9+1”策略；
- (3) 寻找 10 倍股是个艰巨的挑战：极度悲观、极度跌残、极度低估、内生变异、可能产生各种结局的高不确定性等等，同时还需要足够的运气，总体而言在这个 4 年的实战中这个任务完成的不算成功：烂股太多、成功个股太少而且力度不足。

4、港股的新投资策略：未来格顿基金会在港股市场进行一定的配置，最近这半年时间我的主要精力基本放在港股的研究上，结合个人已经参与港股 4 年的实战体会，未来格顿基金的港股部位在逐步的“理念构筑”之中但目前尚未完成，我们还需要时间结合市场变化进行持续的精耕细作，港股投资的新策略其实只是上面 3 点个人感悟上的优化或升华，希望通过事前的深思熟虑及周密布局达成：

- (1) 彻底回避老千股、杜绝归零个股出现在投资组合中
- (2) 适度增加一些巴菲特式的标的，强化一些定性因素的考量；
- (3) 重新审视集中与分散间的“度”，希望能够达成集中-分散之间的最佳匹配；
- (4) 通过深度研究及市场机会把握，希望能够把“9+1”进化到“8+2”或“7+3”，在严控风险的前提下提升组合整体的潜在收益能力。

5、H 股账户 2015 年终的资本总额 520786.98 元，其中股票 171692.03 元、现金 349094.95 元，股票占比 32.97%

四、商业地产：继续贡献稳定收益，以初始投资记收益率稍有提升达 14.88%，按租赁合同 2015 本该涨租，但承租户经营困难经协商只进行了象征性的微幅上调，**2016 租金上调的难度似乎更大、而且商铺潜在的空置风险逐步显现。**

时间	收入	备注
2011. 11. 08	14526. 60	其中含 3 个月房租、一个月租金的保证金并扣除费用 300
2012. 04. 09	22089. 90	6 个月房租（已扣除再出租的费用 150 元）
2012. 10. 12	22240. 00	6 个月房租
2013. 04. 03	22240. 00	6 个月房租
2013. 10. 09	22240. 00	6 个月房租
2014. 04. 14	22240. 00	6 个月房租
2014. 10. 10	22240. 00	6 个月房租
2015. 04. 01	22500. 00	6 个月房租
2015. 10. 16	22500. 00	6 个月房租

五、黄金

时间	价格	年度收益率	备注
2011. 08. 11	382. 85		
2011. 12. 31	319. 45	-15. 56%	
2012. 12. 31	340. 16	6. 48%	
2013. 12. 31	250. 90	-26. 24%	
2014. 12. 31	241. 65	-3. 69%	
2015. 12. 31	222. 99	-7. 72%	

六、实证组合 2015 年年终状态：

投资标的	数量	价格	金额
商业地产			302326. 62
格顿基金	690000	1. 56000	1076400. 00
港股市值			171692. 03
B 股市值			513744. 32
黄金	20	222. 990	4459. 80

投资市值：1957102.28 元（人民币）

现金余额：（1）人民币：97338.82

（2）港币：815812.08（其中 B 股 466717.33、H 股 349094.95）

2016 年度初始资本总计（人民币）2737520.55 元【以人民币做为计量货币（汇率：0.8373）】

七、关于实证：在我成立格顿私募时就有对合伙人“所有个人投资逐步的全部纳入格顿

基金”的承诺，因为“格顿 1 期”是 A 股基金与我个人的 B 股与 H 股投资尚无冲突所以 B 股与 H 股实证暂时得以延续，格顿 1 期终止后未来的格顿 2 期会投入港股市场，我也曾一度想加快结束个人的 B 股与 H 股账户以兑现当初的承诺，但我的个人实证毕竟持续了整整 14 个完成年度，从个人感情的角度又希望它能够延续下去，而且未来的格顿 2 期何时起航尚有很多不确定性，综合上面种种因素对我的个人决策也带来很多困惑，我**最终还是决定 B 股与 H 股以各自独立或合并方式把实证延续下去：**

- 1、要符合监管要求；
- 2、未来的实证不对外公布操作细节，仅在格顿合伙人与格顿会员间做内部交流；
- 3、对合伙人及时披露所有相关细节并提示潜在冲突；
- 4、未来格顿基金再度起航后，我个人实证的命运让合伙人来决定，只要有 1/3 以上的合伙人对此提出异议我就终止 B 股与 H 股个人账户。