

人有冲天之志，非运不能自通。

——千古奇文《寒窑赋》

2018 年投资标的所在市场情况

今年是我们做投资 10 多年来**整体市场最差**的一年，也是**公司整体进步最快**的一年，也非常感谢各位投资者的不离不弃，使得止于至善系列私募基金由 1 只扩大到了 5 只（如果算上 FOF 基金则有 6 只）。

目前，所有项目投资的权益类（即止于至善、股票项目）市场为 A 股市场（**2018 年 10 月底开始建仓 A 股**）、港股市场（**2016-2017 年全国资产荒时开始建仓港股**）、美股市场（2016-2017 年开始建仓，**2017 年底-2018 年初清仓**）。

投资金融衍生品（即知行合一、期货项目）市场主要为期货市场（主要投资标的为螺纹钢、股指期货）以及期权市场（主要标的为 50ETF 期权和场外期权），这些市场的整体运行情况如下表所示：

属性	市场指数或投资标的	涨跌幅
权益类	上证指数（中国大陆）	-25%
	深圳成指（中国大陆）	-34%
	恒生指数（香港地区）	-15%
	道琼斯指数（美国）	-7%
金融及衍生品	螺纹钢主力期货合约	-10%
	IF 主力期货合约	-26%
	50ETF（代表期权盈利方向）	-20%

四大问题（按照重要程度排序）

在今年的运营中，我们出现了四个主要问题，并已经逐步解决。

1.一次期货类基金杠杆使用过大，安全边际过小使得合约止损，产生较大回撤；

解决办法：严格控制杠杆，在上证指数等整体市场下跌 20%以上再考虑杠杆使用，且每次建仓都必须保证一个较大的安全边际（折扣）。

2.运营基金时没有与投资者做好沟通，导致部分投资者在一个高点附近大量申购。

解决办法：制作详尽的介绍资料，以基金的**核心盈利来源**出发，说明基金的建仓与平仓逻辑，和与其他价值投资基金区别，说明**基金最适合投资情况：在基金出现较大回撤并反弹时**。

3.投资不懂的场外期权，导致基金净值回撤较大；

解决办法：坚决不再投资不懂的投资标的、不使用不懂的策略，并专注于**只以合理价格，投资卓越公司**。（链接）

4.太过拘泥于传统价值投资的范式，执着变固执；

解决办法：摆脱原本归纳法为主的筛选式选股逻辑，转变为辩证法为主的结晶式选股逻辑，从价值投资的源头出发，像哲学家一样思考，构建**符合中国市场的价值投资投研体系**，实现**只以合理价格，投资卓越公司**。（链接）

相信在解决这些问题后的我们与投资者们，未来一定会越来越好的。

2017 年底预判及 2018 年回顾

翻阅 2017 年的年终总结时，我感慨颇多并进行了反思。在 2017 年底，我们对于 2018 年

的展望主要为四个点：

预判内容	结果	思考
2018年的投资重点在港股与美股市场，而A股相对高估	中性 ；恒生指数下跌-15%，道琼斯指数下跌-7%，上证、深圳指数分别下跌-25%和-34%	不应该主观判断哪些市场值得投资
2018年螺纹钢有望突破4600元/吨的现货价格高位	正确 ；2018年10月26日，螺纹钢现货价格最高突破4700元/吨	螺纹钢的现货价格趋势性较强
期权适合用以做空弥补工具不足	正确 ；2018年全年，50ETF下跌-21%，适合用于做空以对冲。	可以在未来同时买入认购与认沽期权以实现盈利
沪深300指数可以做中长期投资	错误 ；下跌-25.31%	沪深300指数覆盖范围过广，应该使用上证50取代沪深300作为长期投资的跟踪指数

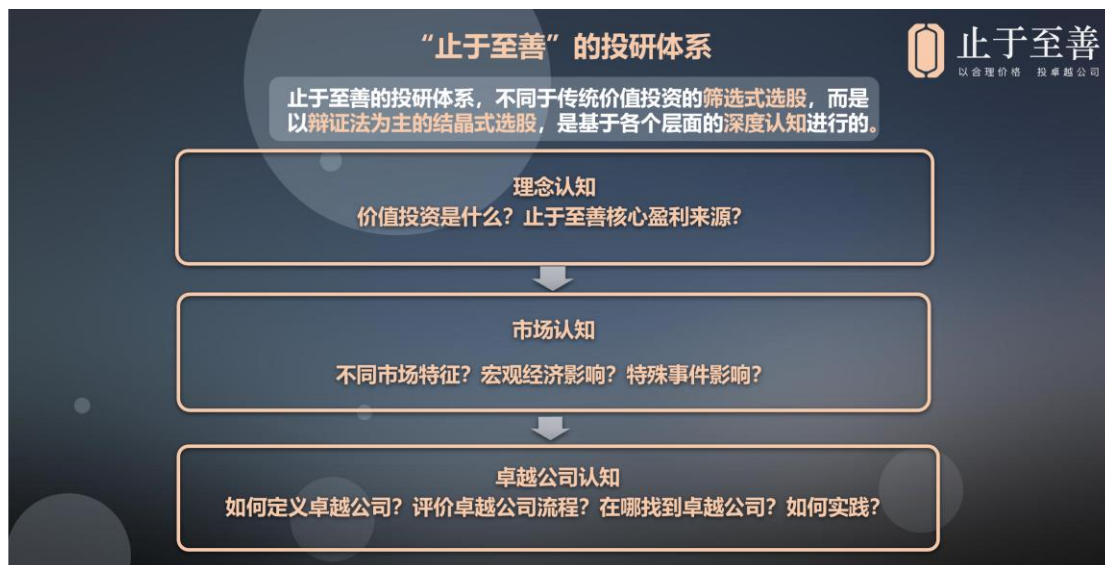
对于这样的预判结果，可以勉强打 60 分及格分。我们通过思考反省认为，为什么在投资界，

哪个市场值得投资普遍难以预测或至少对于我们来说难以预测，就在于**这本身就是一种赌博行为**，因此我们将彻底放弃对某一市场值得投资这样的逻辑进行投资，转为寻找价格合理的卓越公司。对于沪深 300 指数的观点出现问题，也是 2018 年我们对于成熟市场百年发展的认知后改变的观点：以更加具有竞争力的 50 家公司组成的上证 50 指数，其背后的指数基金 [50ETF 更加具有长期投资价值](#)。

在 2018 年全年里，尽管市场环境非常恶劣，但是因为景富运通整体的运营成本较低，且各位小伙伴皆同心协力，力出一孔地合作，对于我们来说却是**千载难逢地修炼内功的机会**。我们在**理念认知、市场认知、卓越公司认知**三个层面都有了较大的进展，应该可以较好地支撑未来投研工作的进行和公司运营发展。

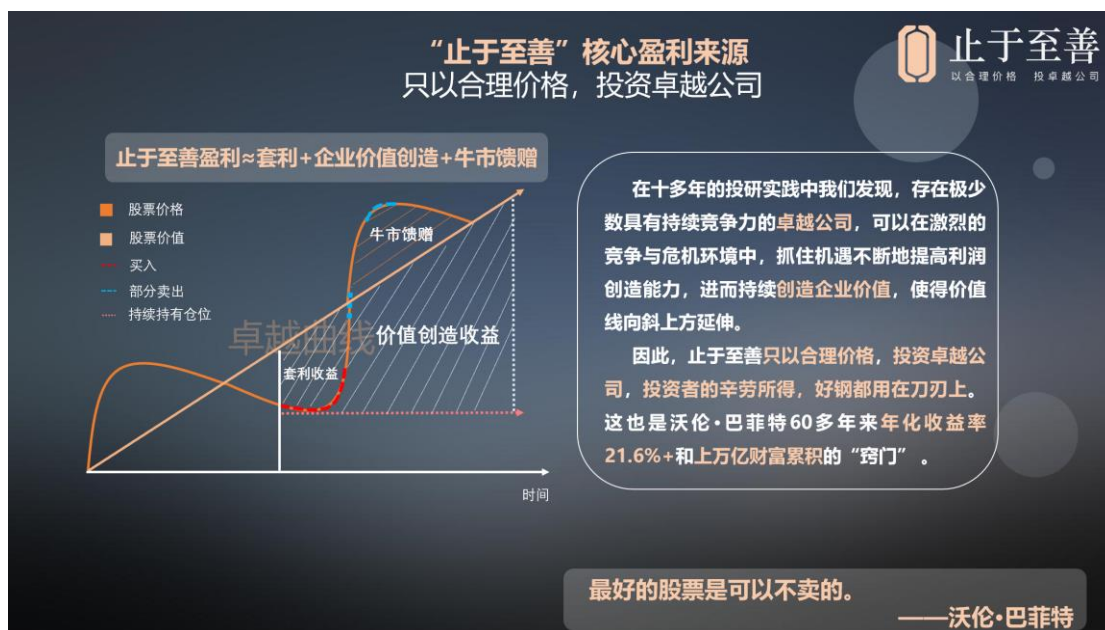
在投研体系上，我们通过长达十年的投研与实践经验，将其总结成为三个层面的认知，分别

是**理念认知**、**市场认知**和**卓越公司认知**。

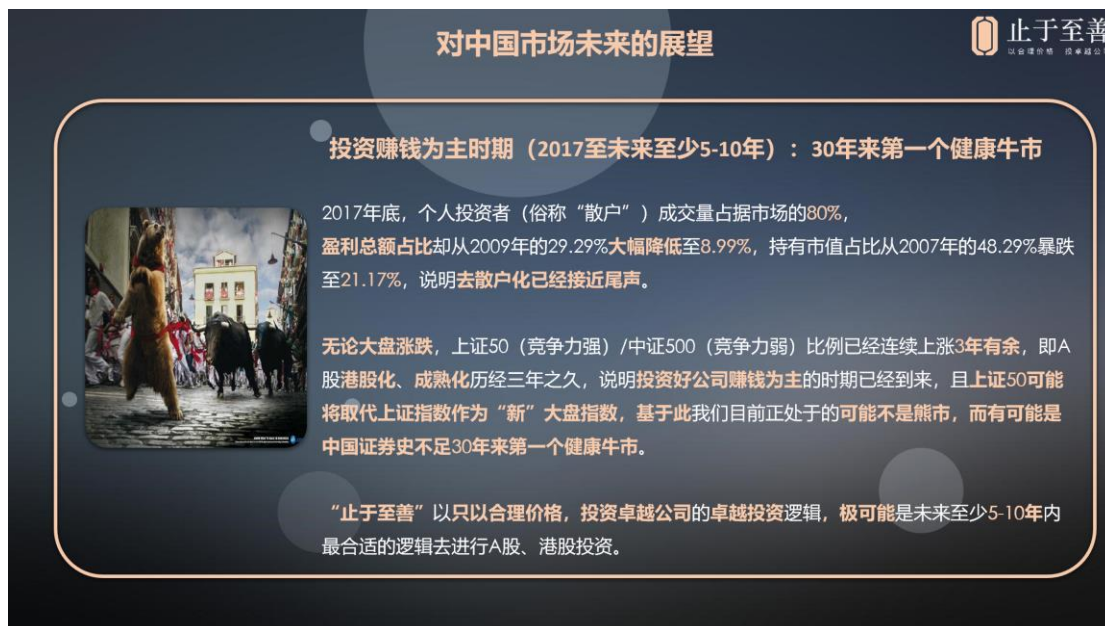


在**理念认知**方面，我们将始终贯彻“**只以合理价格，投资卓越公司**”的投资策略，该策略在我们的认知范围内，非常接近于**成熟期沃伦·巴菲特的**投资策略。





在**市场认知**方面，我们结合发达国家或成熟市场近百年的变化特征，提出了我们很有可能正处于中国不足30年来证券史上第一个健康牛市的回调这一观点，并分析了未来市场的三个落差，以及三个灰犀牛。



在**卓越公司认知**方面，我们重新定义了卓越公司的评估标准，即至少应该具备在行业发展、企业运营、管理层能力、价值创造四个层面均有持续竞争力的公司，但是这个持续竞争力评价的过程绝不是机械化地评估与筛选，而应该是凝结了理念认知、市场认知、卓越公司认知

三个层面的**思辨与实证相统一的结晶**。

我知道这样的比喻比较拗口，事实上我们主要是在努力规避看到的天鹅都是白的，所以没有天鹅是黑的这样的推论去选择或筛选股票，希望让每一笔交易都凝结了我们不仅仅是对卓越公司的认知，或者是宏观经济对市场影响的认知，而是整个投研体系的方方面面，实现思辨与实证统一（有没有点政治课的味道？）。



在公司运营上，我们践行了三个理念：**与投资者共同富裕，与外部合作伙伴利益共享，与内部合伙人力出一孔**。

“止于至善”运营理念



◆ 与投资者：共同富裕

费用能免则免，通过投资者赚钱，管理人才有收入的运营方式，
实现公司与投资者共同富裕

◆ 与外部合作伙伴：利益共享

寻找外部市场合作伙伴，将大部分公司收入作为居间人费用返还，
实现公司与外部合作伙伴共享公司收入

◆ 与内部合伙人：力出一孔

统一讨论确定投研方向，自主进行深度投研，共同商讨投研结果，
实现公司内部合伙人投研与运营和而不同，力出一孔



与投资者共同富裕：通过投资者赚钱，管理人才有收入的方式，实现与投资者共同富裕。

公司与投资者关系 以投资者为中心，共同富裕



◆ 0+20+100运营

费用能免则免+员工跟投100%身家

◆ 合作关系而非单纯买卖

相较于基金公司，投资者是**弱势群体**，并在寻找**信得过**的团队委托理财，因此我们与投资者是合作关系，只有投资者盈利，我们才有收入，而旱涝保收地买卖。

◆ 美好愿景

希望通过实际行动在未来与投资者实现**共同富裕**。



与外部合作伙伴利益共享：通过寻找外部市场合作伙伴，将公司收入的大部分作为居间人制度给予，与外部合作伙伴共享公司收入。



止于至善

以合理价格 投卓越公司

公司与外部合作伙伴关系

利益共享的合作伙伴

◆ 相互认可

寻找相互认可的市场渠道人员深度合作，成为合作伙伴。

◆ 利益共享

公司获得合作伙伴推荐的高度相关合格投资者投资后，在该位投资者处获得收入的50%，作为居间人费用返还给合作伙伴，如有申购、管理或赎回费等费用，100%归合作伙伴所有。



与内部合伙人力出一孔：自主进行深度投研，共同商讨结果，实现与公司内部合伙人投研运营和而不同，力出一孔。



止于至善

以合理价格 投卓越公司

公司与内部同事关系

共同进退的合伙人

◆ 稳定高效

团队组建于2010年，拥有自主的**成熟投研**以及**运营体系**，目前4位投研，公司6人。

◆ 志同道合

坚持**低底薪，高分红**的合伙人制度，只寻找踏实进行投研、运营的合伙人**长期合作**。

◆ 和而不同

（和）公司共同商讨确定投资逻辑与细分行业，（不同）研究时**自主**确定深度研究公司。已经形成和而不同的研究报告**五十余万字**，并通过对比求证，找到**卓越公司，持续更进**。



您选择了“止于至善”私募基金，就是选择了最富运通的合伙人们，将您的辛劳所得，只以合理价格，投资卓越公司，并与您共同富裕。

我们将公司运营的主要脉络制作成下表，以方便投资者查阅与探讨：

2018年运营总结：景富基本实现，静候运通			
全年投研运营情况	1.投资策略：提出只以合理价格，投资卓越公司的投资策略；2.运营理念：践行投资者赚钱，管理人才有收入的共同富裕运营理念；3.内部合伙人制度：公司内部实现和而不同，力出一孔的合伙人运营方式。4.外部合作伙伴制度：寻找市场代销的合作伙伴，并将公司所得收入以较大比例作为居间人费用给外部合作伙伴。 构建了卓越公司的股票池，在A、港、美股上万只股票中，筛选出符合止于至善卓越公司标准的股票约30家，分析及展望了明年及未来的宏观方面、市场认知方面、研究公司所在行业方面、企业自身运营方面的情况，以及部分初级工业品行业如钢铁行业的发展，同时研究了股票建仓（平仓）的方法与逻辑以及风控方式。投资策略的思考与总结10万字左右，投研体系相关思考与总结10万字左右，行业、企业、宏观经济方面分析与总结10万字左右，阅读文献超过百万字		
全年外出活动	全年共受邀媒体采访6次，外出路演5次左右，参加行业内部活动5次左右，中央财经大学等高校及会议授课5次。		
获奖情况	2018年新浪财经—私募基金锦绣奖 2018年东方证券—私募基金优秀机构等		
未来发展	大幅降低外出活动次数，聚焦于做好投研工作，不断加深对理念、市场、卓越公司的认知，实现只以合理价格，投资卓越公司， 争取给投资者多赚点钱。		
时间	来源	性质	内容
2018年1月	无	仓位变化	清仓全部美股
2018年1月	《庞氏骗局比特币》	理念分享	论述比特币是现代庞氏骗局
2018年2月-3月	BTV5多次采访	理念分享	主要讲了价值投资原理，50ETF因为大量好价格+好公司组成的投资组合，更加适合非专业投资者投资，以招商银行等为例子说明银行股是否值得投资。
2018年4月	《4月致投资者信》	理念完善	彻底放弃趋势投机，转向纯价值投资
2018年5月	《5月致投资者信 公司投研与运营现状》	理念完善	将传统价值投资策略升级为只以合理价格，投资卓越公司的投资策略，向巴菲特成熟期投资理念靠拢，并聚焦于金融、大消费、中国制造2025进行投资
2018年6月	内部投研资料	投研体系构建	完成价值投资相关资料读书笔记及思考结论10万字
2018年6月	《6月致投资者信 年中总结：从太急到太极》	卓越公司认知	只投资1.行业朝阳；2.企业有竞争力；3.管理层优秀；4.财务健康；5.价格合理的五位一体的卓越公司（后期有较大变化）
2018年7月	《7月致投资者信 在A股加速港股化中寻找确定性》	市场认知	提出A股正在加速港股化，优质公司投资将取代平庸公司炒作，这一标志为上证50/中证500已经自2015年6月股灾上涨3年。部分优质银行被低估，但是并非整个银行业皆值得投资。
2017年8月	《8月致投资者信 与卓越公司为伍，与投资者共进退》	理念完善	提出了公司的理念，在投资上是与卓越公司为伍，在运营上是与投资者共进退。
2017年9月	《9月致投资者信 生活中的投资感悟》	理念分享	提出确定性的几个大趋势1.中国进入老龄化社会；2.中国制造取代房地产成为第一支柱性产业；3.消费理念升级时代的到来；4.金融业的无可替代
2018年10月	无	仓位变化	开始着手建仓A股
2018年10月	内部投研资料	投研体系完善	完成投研体系的论述、实证结果约10万字，且构建了可以简单筛选股票的体系，第一次筛选即筛选出贵州茅台公司排名第一。
2018年10月	《10月致投资者信 我们正处于30年来第一个健康牛市》	市场认知	再次论述我们极有可能正处于以上证50指数作为新大盘指数牛市回调之中。
2018年11月	《11月致投资者信 财富转移已经开始》	市场认知	财富转移的三条途径：1.中国泡沫房价向我国低价优质股票转移；2.海外高价优质股票向我国低价优质股票转移；3.大量低利润率企业现金向我国低价优质股票转移。
2018年12月	《致考虑申购(赎回)“止于至善”投资者的一封信》	投资者沟通	详细讲解了止于至善的核心盈利来源在于卓越公司所创造的套利收益+价值创造收益+牛市馈赠收益，因此非常适合在回撤较大且反弹时投资，同时分析了逆市场的恐惧心理的形成。
	《何时适合投资止于至善基金》		
2018年12月	双随机，一公开	行业检查	市场监督管理局，审计所，北京证监局对景富运通进行现场检查，检查过程十分顺利
2018年12月	内部投研资料	投研体系完善	1.绘制了卓越曲线，用以描述“只以合理价格，投资卓越公司”的超额收益来源；2.提出选择股票并非归纳法的筛选式结果，而是辩证法式思辨与实证统一的结晶式结果。3.提出了整体的投研体系运行，主要从理念认知、市场认知、卓越公司认知三个层面进行。
表中文章主要发表在：媒体：北京电视台财经频道（有网络回放）和十余份报纸、杂志与期刊中，以及自媒体：雪球（何理—止于至善基金），公众号（景富运通），财富号（止于至善私募），微博（何理—止于至善基金）中。			

2019 年及未来预判

我们认为未来的投资，可能会主要集中在 A 股与港股市场的价格合理的卓越公司，当美股市场的卓越公司出现较大回落后，也有可能重新回归美股进行投资。我们主要投资的方向为：

1.金融；2.大消费；3.中国制造 2025。

在哪里寻找卓越公司？

我们目前确立**三大投资主线**并不断深入研究，它们分别是：

1.金融（商业模式≈现金奶牛）
投资逻辑：寻找那些商业模式像“现金奶牛”一样的企业。关键数据：保险业进入人口老龄化+消费升级共振的时期，银行行业坏账出清，迎来新的一波“春天”。

2.大消费（品牌≈精神烙印）
投资逻辑：寻找产品与品牌在消费者心中，像“精神烙印”一样的公司，符合消费升级大趋势。关键数据：没有天花板。

3.中国制造2025（机器设备≈印钞机）
投资逻辑：寻找那些厂房设备像“印钞机”一样的制造业公司，关键数据：中国制造业总产值≈2倍的美国制造业产值，具有优势且空间巨大，如汽车行业，中国人均保有量是美国的六分之一，自主品牌仅为韩国的不到十分之一。



知可战与不可战者胜。
——《孙子兵法·谋攻篇》孙武

止于至善
以合理价格 投卓越公司

对于**螺纹钢的价格**，我们认为其现货最高的价格区间可能位于 4200 元/吨-5000 元/吨。

对于金融衍生品，我们认为最值得投资的期货合约是 **IH 主力合约**，而期权的买入跨式或买入宽跨式策略有可能比较适合在明年市场中施行。

在未来的市场中，我们认为存在**三大价格落差**，而这种落差孕育着**资金大幅流入股市的可能**，具体流入的时机应该取决某一个**高价资产价格开始回落**时才会产生，这是一种**需要外力的虹吸现象**，而非**自然的水流往低处流的现象**。

房价、外资、宏观经济对未来市场的影响



止于至善
以合理价格 投资好公司

利好方面：三大价格落差



地区	房产总市值	股票总市值
美国	30	30
欧盟	20	20
日本	10	6
中国	6	65

- 1.中国泡沫房价与股市便宜又优质股票的落差。
中国楼市=美国+欧盟+日本；中国股市/楼市=10%美国该比例
- 2.海外昂贵优质股票与我国便宜又优质股票的落差。
2017-2018外资流入6000亿，2019预估5000亿
- 3.经济L型下，企业寡头化中大量低利润企业与我国便宜又优质股票的落差。
去杠杆+经济下滑+出口贸易受阻

对于未来的宏观经济层面为主的分析 我们认为存在**三大灰犀牛** 其中最大也被提及最少的，我们认为中国**占据老百姓 70%财富的泡沫房价** 其次是中国宏观经济层面正面临着 40 年来最大的转型动能缺失问题，具体体现为**人口红利消失+工业红利消失+政府负债率 260%** 三者共振的风险，最后则是以博弈大师特朗普指导下的**全球经济格局动荡**。

房价、外资、宏观经济对未来市场的影响



止于至善
以合理价格 投资好公司

利空方面：三大灰犀牛



田国立
建设银行董事长

北大光华 2019 新年论坛
百分之六十多 七十基本都是在房地产上的

- 1.中国泡沫房价崩盘的灰犀牛
居民财富70%在房价蕴含的巨大风险
- 2.宏观经济产生四十年来最大挑战的灰犀牛
人口红利消失，工业红利消失，政府负债率260%的风险
- 3.贸易战的灰犀牛
在博弈大师特朗普操作下的全球经济格局动荡

对抗灰犀牛最好的办法，创新。
——许小年 2018年12月12日

今年，景富运通全年通过 **996 上班方式**（早九点、晚九点、一周六天工作）以抓住市场下

跌中的机遇，提高公司自身的竞争力，从公司运营、投研体系两个方面入手不断深入研究与创新。

在运营上不断完善与投资者、外部合作伙伴、内部合伙人间的关系实现共同富裕、利益共享以及共同进退；在投研体系上，不断地向发达国家成熟价值投资理念与策略吸收学习，践行了“**只以合理价格，投资卓越公司**”的投资策略，构建了以**辩证思维**实践价值投资的投研体系，**取代了原本的归纳法筛选股票方式**，最终希望可以在实践中为投资者提供满意的理财服务，实现我们的美好愿景：**共同富裕**。

今年是十多年来我们面临的全球动荡较为严重的一年，也是向我们投资的那些卓越公司学习，**在危机之中，充分分析危险，抓住属于自己机遇的一年**，我们认为正在正确的方向上前行，**景富已经基本实现，现在需要等待运通**。

北京景富运通管理有限公司

总经理：何理

2018 年 12 月 30 日