

A 股已经走过了赌博盈利为主阶段，投机盈利为主阶段，现在是价值投资盈利为主的前夜，
即从赌场到投机场，再到港股化（可能进一步美股化）投资场的前夜。

——近期研究感悟

自我们去年 10 月，2500 点一片恐慌时，顶住压力写的致投资者信[《我们正处于 30 年第一个健康牛市》](#)已经有半年的时间，种种迹象皆验证了我们的观点。

2018年投资感悟
投资要向前看（未来），不能只看后视镜开车

2018年是我10年投资中压力最大的一年，开会主题要么是**抱团取暖**，要么是**何时触底：资产不荒了，人心却慌了**。

止于至善的做法

- 1.顶住压力保持理性，996上班深度投研
- 2.10月底回归A股，2500点致信投资者明确：**《牛市已经来临》**
- 3.将投资者辛劳所得，全部只以合理的价格，投资卓越公司，11月满仓。

止于至善
只以合理价格 投资卓越公司

10月致投资者信|我们正处于30年来第一个健康牛市
何瑾 晨露晨曦 2018-10-31

温馨提示：本篇文章不作为投资建议，谨防买入变成“韭菜”。

证券市场分析有两个方面：一方面是时代变迁中不同心态投资者导致市场波动的**行为市场**，另一方面是不同质量的上市公司所组成的**股权市场**。

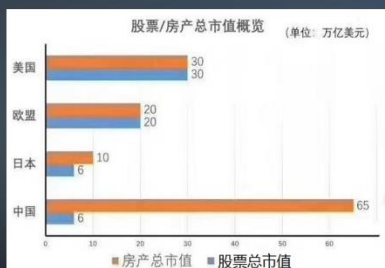
——对于巴菲特接班人核心条件：需要对人们心理与机构行为特点有认知的要求的理解。

近期阅读了一本关于1991-2006年中国证券市场发展的著作，重构了我对市场的整个认知。根据整个证券市场投资者盈利

外资继续抢购 A 股，卖房炒股，被寡头化过程兼并与淘汰的企业的主人，手中资金也在源源不断地流入股市，然而这一次的牛市会有何不同呢？不如先“以史为镜知兴衰”。

未来市场发展的三大价格落差（机遇）

止于至善
只以合理价格 投资卓越公司



1. 中国泡沫房价与我国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；
股市取代房市成为国家重要竞争力，是经济发展的必然结果

2. 海外昂贵又优质股票与我国便宜又优质股票的落差。

2017-2018年外资流入6000亿，2019年预估5000亿，彻底改变A股估值逻辑

3. 经济L型下，中等收入陷阱中，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+出口贸易受阻引发的部分企业关闭，促使资金进入股市中优质公司。

一、以史为镜：上证 50 突破 10000 点只是时间问题

历史上，美股（道琼斯工业指数基点为 40.94 点）、港股（恒生指数基点为 100 点）皆步履蹒跚地涨到了 20000 点以上的位置，是什么推动了他们上涨呢？在早期，是**赌徒与投机者**，而现在则是**投资者**。

人们说到道琼斯工业指数、恒生指数都将其称之为美股大盘指数、香港大盘指数，就像我们所说的上证指数一样，但是鲜为人知的是，上证指数与道琼斯、恒生指数的**构成逻辑有本质的不同**。

指数类别	成分股（上市公司） 构成情况	预估逻辑	过去年化涨幅 （ % ）
道琼斯工业指数	30家（较强竞争力）	/	5%(123年）
恒生指数	50家（较强竞争力）	/	11%（ 55年 ）
上证50	50家（较强竞争力）	仅上证50涨（占上证指数权重50%），涨幅为6%，而其他公司不涨进行 保守估计 （上证50ROE12%，PE10，PB1.3）	7%（ 15年 ）
上证指数	1400+家（质量不一）	假定经济增速维持在6%， 乐观估计 上证指数以年化6%增速保持增长	13%（ 28年 ）
以上结果仅基于简单的逻辑和方法进行的模糊推算，不代表投资建议与业绩承诺，数据截止2019年4月8日			

道琼斯工业指数，是由 **30 家**美国纽交所上市的具有代表性（**强竞争力**）公司组成的指数，恒生指数则是 **50 家**香港交易所上市的具有代表性（**强竞争力**）公司组成的指数，而上证指数则是由**超过 1400 家**（所有上交所上市公司）上市公司组成的指数。

这就使得上证指数就像一个杂货铺，装下了上海证券交易所**所有的上市公司**，而道琼斯工业指数与恒生指数则像是**好公司**（至少是暂时的好公司，因为一旦不好就会被剔除指数）的专卖店，因此**上证指数并不能与其他地区的指数直接对比**，包括法国、日本、德国、新加坡等等的指数，皆不行。

那么，如何去找到这样的可能涨到上万点的并且构成公司不断变化的（自行新陈代谢）指数呢？**上证 50** 就是很好的标的，究其根本原因，就在于上证 50 是由 **50 家中国具有较强竞争力的在上交所上市的公司组成**，这也是为什么我们在与个人投资者探讨投资标的时，只会**建议观察 50ETF**（跟踪上证 50 指数的基金）的原因。

现阶段的中国市场：价值投资赚钱为主时期 A股30年来第一次可能走出健康牛市

上证50（**强竞争力**）与中证500（**弱竞争力**）之比
自2015年6月（5718点牛市顶）起无论大盘涨跌，该趋势始终上涨
优质公司越来越受欢迎，市场投资逻辑发生巨变

上证50（上图）可以认为是牛市的回调
上证指数（下图）明显处于熊市
未来市场大概率港股化、成熟化、国际化股市持续涨，大部分股票不涨



要知道，美国 30 多年的股市，**10%的股票贡献了 80%的市值上涨，75%的股票贡献的市值为 0（如果算上退市的 1.4 万家，那么 90%以上的股票对大盘上涨贡献为 0）。**

以现在上证 50 约 3000 点计算，如果中国经济可以维持 6%的涨幅的话，那么在估值相对合理的今天（上证 50 的 PE 值约为 10 倍，PB 为 1.25 倍，ROE 约为 12%），上证 50 即使**保守估计**只有经济增长水平 6%的年化涨幅（而非乐观估计 ROE≈12%的年化涨幅），在 21 年后将涨到 10000 点以上。

也难怪巴菲特在 2018 年股东大会宣传片中，郑重其事地说：**买入标普指数（另一个美国 500 只股票构成的指数），不要听别人胡说八道。**

那么，中国股市整体（以上证指数为例）又将走向何方呢？

二、从本质出发：**上证指数突破 5000 点只是时间问题**

股票究竟是什么？股票的本质是**上市公司的所有权**，它既是证券市场的基石，也是人们不切实际的欲望释放的标的。

短期来看，股市的波动，来自于**以投机（或赌博）为主**地买卖交易。从长期来看，股市上涨的年化涨幅与长期涨幅，皆主要取决于上市公司的质量（**持续竞争力**）。

做投资先搞清楚在赚什么钱
区分赌博、投机、投资

止于至善
以合理价格 投卓越公司

项目	赌博型交易（80%+）	投机型交易（趋势策略）	投资型交易（价值投资）
正常盈利来源	短期盈利长期亏损	正确预测市场涨跌获得的收益	好资产+好价格
终极人物（超额收益）			
超额收益来源	运气	坐庄	合理价格+卓越公司

投资是以低于价值的价格买入的过程，投机则是在预测趋势。
——本杰明·格雷厄姆《聪明的投资者》1949年

一家上市公司的价值，等于**其存续期内可以给股东自由支配且属于股东的现金（俗称自由现金流）的折现值**，这个道理是亘古不变的，而恰恰是这些上市公司，构成了整个股市，形成了长期股市可以持续上涨的动力。

去判断股市涨到多少点，何时涨到，其实并不是价值投资者的专长，但是我们可以通过一些简单的**逻辑与方法**，进行模糊的推算，**模糊的正确远远要好于精确的错误**。

指数类别	成分股（上市公司）构成情况	预估逻辑	过往年化涨幅（%）	2019年4月8日点位	预计结果评估	推动上证指数上涨至5000点所需时间
道琼斯工业指数	30家（较强竞争力）	/	5%(123年)	26412		/
恒生指数	50家（较强竞争力）	/	11%（55年）	29910		/
上证50	50家（较强竞争力）	仅上证50涨（占上证指数权重50%），涨幅为6%，而其他公司不涨进行 保守估计 （上证50ROE12%，PE10，PB1.3）	7%（15年）	2921	保守	14年
上证指数	1400+家（质量不一）	假定经济增速维持在6%， 乐观估计 上证指数以年化6%增速保持增长	13%（28年）	3245	乐观	8年
以上结果仅基于简单的逻辑和方法进行的模糊推算，不代表投资建议与业绩承诺，数据截止2019年4月8日						

1.通过强竞争力公司构成的上证 50 **保守估计（14 年）**：截至 2019 年 4 月 12 日，上证指数约 3200 点，其股票总市值约 40 万亿，上证 50 约 3000 点，其股票市值约 20 万亿。

在只有上证 50 包含的具有较强竞争力的上市公司涨，而其他上市公司不涨的假设前提下，上证指数涨到 5000 点均由上证 50 中的上市公司推动，由于上证 50 市值占上证指数市值权重约为 50%。

因此，上证 50 上涨约 3600 点，即上证 50 涨到 6600 点时，可推动上证指数突破 5000 点，以年化涨幅 6%进行测算，上证 50 大约在 14 年后突破 6600 点。

通过上证 50 **保守估计**，上证指数**大约在 14 年内**突破 5000 点。

2.通过“止于至善”基金股票池**中性估计（10 年）**：“止于至善”基金始终坚持只以**合理价格**，投资 A、港、美股市场上**具有持续竞争力的卓越公司**。因此，我们可以估算该基金股票池中的公司 10 年期左右的价值，由此得到一个估算价值组合，再通过这个估值组合占上证指数股票总市值的比例推算未来 10 年期上证指数的乐观价值。

3.通过上证指数自身的情况**乐观估计(8年)**基于中国经济6%增速的预期,那么乐观估计,上证指数在8年后,即2027年,将突破5000点大关。

正是基于此逻辑,我们结合对于“止于至善”基金股票池中股票的估值与占比,推算出**在10年内,乐观估计**上证指数将突破5000点,而距离2019年4月12日的收盘价格,3188点,还有56.8%的涨幅。

三、未来从变化来看:上证指数5000点可能**较快就会到达**,只以合理价格,投资卓越公司大概率可以“赚大钱”

做投资,不能总看着后视镜(历史)开车,而是要向前(未来)看。

对中国市场未来的展望
价值投资盈利为主的新时期到来

止于至善
只以合理价格 投资卓越公司

× 上海证券报 ...

必须敬畏市场、敬畏规律、遵循规律，坚持按照市场规律办事。

必须敬畏法治，坚持依法治市、依法监管，切实保护投资者的合法权益。

必须敬畏专业，强化战略思维、创新思维，全面深化资本市场改革开放。

必须敬畏风险，坚持底线思维，防范化解金融风险，特别是防范发生系统性风险。

要加强市场各方沟通协作，形成合力，共同促进资本市场高质量发展。

◆ **中国资本市场改革（投资好公司的时代来了）**

1. **股市成为中国的核心竞争力组成**
2. **科创板的推行改变了资本市场游戏规则，多项政策正在路上向我们奔来**
3. **成熟资本市场，高质量的上市公司，成为中国走出中等收入陷阱的基础，投资好公司的时代来了**

金融业尤其资本市场是否强大，是否富有国际竞争力，决定着大国经济核心竞争力的成色。——《中证报头版评论》

2019年农历新年伊始,《中国证券报》“官宣”中国股市将成为中国**核心竞争力**的组成部分,中国经济目前正在中等收入陷阱中挣扎与突围,外资**只买好(强竞争力)公司**改变了A股的**估值与投资逻辑**,可以预见,一个日益**健康化、成熟化**的资本市场,大概率既是整个中国未来发展所必需的“土壤”,也是中国发展到现在所必须构建的生态体系。

因此，目前是**价值投资盈利为主**的前夜（不要等知更鸟来再说春天已至，因为那时春天（盈利）已经过去），未来大概率**好资产+好价格**的价值投资，是**最匹配未来市场变化**的策略之一。

指数类别	成分股（上市公司）构成情况	预估逻辑	过往年化涨幅（%）	2019年4月8日点位	预计结果评估	推动上证指数上涨至5000点所需时间	感悟
道琼斯工业指数	30家（较强竞争力）	/	5%(123年)	26412		/	1.外部外资不断流入A股；2.内部资本市场不断改革；3.中国内部经济环境与外部环境逐步改善，均预示着一个 健康化、成熟化、国际化 的资本市场正在形成。 买股票实质上买的是公司股权， 投资投的就是未来 ，当越来越多的人意识 A股成熟化 ，是 中国经济未来发展的必须 ，5000点有可能 不需要等很久 就会到来，现在的A股很像是2008年的北京房子，存在很多争议，这就是属于我们的机遇，即《 三十年来第一个健康牛市 》。
恒生指数	50家（较强竞争力）	/	11%（55年）	29910		/	
上证50	50家（较强竞争力）	仅上证50涨（占上证指数权重50%），涨幅为6%，而其他公司不涨进行 保守估计 （上证50ROE12%，PE10，PB1.3）	7%（15年）	2921	保守	14年	
上证指数	1400+家（质量不一）	假定经济增速维持在6%， 乐观估计 上证指数以年化6%增速保持增长	13%（28年）	3245	乐观	8年	
以上结果仅基于简单的逻辑和方法进行的模糊推算，不代表投资建议与业绩承诺，数据截止2019年4月8日							

资本市场，是一个投资未来的市场，当越来越多的人认识到

[《我们正处于 30 年来第一个健康牛市》](#)

[《持续跟进中国经济改善与 A 股投资逻辑成熟化》](#)

[《股市将成为中国走出中等收入陷阱的基础，便宜好公司股票极度稀缺》](#)时，

保守估计的 5000 点，**可能不需要等很久**。

止于至善未来只做好一件事

只以合理价格，投资卓越公司

1. 外资不断流入倒逼市场改革，政府深化资本市场改革，中国内部经济、外部经济改善（需实时跟进）促使市场日趋成熟化、健康化、国际化。

2. **价值投资赚钱为主**的时期已经到来

“止于至善”只以合理价格，投资卓越公司的投资逻辑，极可能是未来**最合适的逻辑**去进行A股、港股投资，甚至是部分美股投资。

“止于至善”系列基金，3 年来坚持做好一件事：“**只以合理价格，投资卓越公司**”，大概率不会辜负投资者的信任与委托，获得一定的盈利，并且只有投资者赚钱了，公司才有收入。在 3500 点以下，止于至善皆有合理价格的股票可以投资，因此现在也是[止于至善的黄金申购期](#)，我们一定尽心尽力做好理财服务，争取实现共同富裕。

止于至善私募基金

基金经理：何 理

2019 年 4 月 16 日