

大禾投资产品月度运行报告

2019年10月

1. 基金净值表现

截至2019年10月底，大禾投资在中国基金业协会备案的产品一共有31支。其中6支直销产品、9支代销、2支FOF承接基金、14支定制产品。我们所管理的产品数量和管理规模在稳步提升。我们在各个产品中采用复制策略、由于不同产品的条款（集中度、风控制度、流动性安排）不同，这不可避免会造成业绩差异。请相信我们，我们一直努力公平地对待每一个客户。

直销产品净值在10月出现调整。10月直销平均收益率为-4.18%，同期沪深300指数上涨1.89%。

报告期：2019年10月1日-2019年10月31日					年初以来收 益率
产品名称	成立时间	期初净值	期末净值	区间收益率	
大禾投资-掘金1号	2016-08-23	8.076	7.732	-4.26%	102.62%
大禾投资-掘金5号	2016-10-12	8.760	7.916	-9.63%	105.89%
大禾投资-掘金6号	2017-09-05	3.585	3.461	-3.46%	89.79%
大禾投资-掘金11号	2018-10-16	1.810	1.773	-2.04%	77.84%
大禾投资-掘金21号	2018-12-26	1.192	1.158	-2.85%	/
大禾投资-掘金999号	2019-05-07	1.250	1.214	-2.88%	/

券商代销产品10月平均收益率为-2.36%。

报告期：2019年10月1日-2019年10月31日					年初以来收 益率
产品名称	成立时间	期初净值	期末净值	区间收益率	
大禾投资-掘金8号	2018-03-15	1.709	1.665	-2.57%	48.64%
大禾投资-掘金10号	2018-05-07	1.355	1.312	-3.17%	41.32%
大禾投资-掘金17号	2019-01-16	1.277	1.231	-3.60%	/
大禾投资-掘金19号	2019-04-25	1.131	1.101	-2.65%	/
大禾投资-掘金23号	2019-04-19	1.128	1.104	-2.13%	/

（以上资料仅供已有客户及渠道内部使用，请勿公开转发）

大禾投资-掘金 27 号	2019-07-18	1.060	1.035	-2.36%	/
大禾投资-掘金 30 号	2019-07-31	1.016	1.002	-1.38%	/
大禾投资-掘金 32 号	2019-6-14	1.046	1.033	-1.24%	/
大禾投资-掘金 33 号	2019-8-21	1.001	0.979	-2.19%	/

FOF 承接基金 10 月平均收益率为-4.36%。

报告期：2019 年 10 月 1 日-2019 年 10 月 31 日					年初以来收 益率
产品名称	成立时间	期初净值	期末净值	区间收益率	
大禾投资-掘金 707 号	2018-05-28	1.803	1.727	-4.22%	105.58%
大禾投资-掘金 909 号	2018-09-14	2.004	1.914	-4.49%	100.05%

2. 投资理念

有些投资者认为我们不会投资周期股，这里说说我们的想法。土地有丰收的时候，也有欠收的时候，农民不会因为今年农作物被水冲走了，就认为这块土地不值钱。采掘、化工、钢铁、造纸、汽车、航空等周期性行业，随着宏观经济或商品价格的繁荣和萧条一波升起又一波落下，这种变化与四季一样循环往复。

我们对一个周期性公司估值时，不能假设当期收益（或现金流）会持续下去，应该考虑行业的周期。最简单的方法就是分析各年度盈利和现金流的波动情况，通过平滑处理得出一个均值。如果说公司的当期财务报表告诉我们，它在最近一期赚了多少钱，再投资是多少以及创造了多少现金流，那么均值能为我们回答一个公司在正常年份能赚多少钱、需要多少再投资以及能创造多少现金流。例如我们可以把该企业的过去十年的利润的均值乘以一个合理的市盈率得到该公司的合理价值。如果一家周期性公司有多个业务，我们可以把每项业务的利润均值乘以一个合理的市盈率，然后把每项业务的合理估值进行加总得到这家公司的合理估值。

即使经过均值化处理市盈率，增长率和风险差异仍是存在的，因此不同公司合理的市盈率也是不同的。和收益更稳定的公司相比，收益风险更大的公司合理的市盈率应该更低。同样的，和增长潜力较低的公司相比，增长潜力较高的公司，其合理的市盈率应该更高。

在用现金流折现方法对公司估值时需要假设所投资的公司不要破产。因此我们要重点考虑的是，公司的财务状况是否稳健，是否足以抵御下一轮的低迷时期。我们希望所买的这家周期性公司正常年份下现金流远超资本开支，负债率不高，具备成本优势，在全行业亏损下仍能保持盈利。这样当行业处于低迷

时期时，其他实力较弱的竞争者将被迫关闭自己的业务。当行业复苏的时候，公司能获得更大的市场份额和更高的盈利能力。

做好对周期性公司估值和风险评估后，我们所要做的是耐心地等待机会。这时当期财务报表往往一片惨淡，但市值相比合理市值有相对较大折扣。如果我们调研后确信公司未来能走出困境，那要赶在繁荣还没变成事实之前下注。周期性公司的卖出也同样需要技巧。这时公司往往经营运转良好，收入和利润强劲增长，以当期利润计算的市盈率开始变低。对于大多数股票来讲，低市盈率是个好事，但对周期性行业反而可能需要警惕了。如果我们判断行业已经接近高潮的尾声，我们需要赶在萧条还没出现之前卖出，以避免大跌的风险。周期股往往市盈率最低的时候是个卖点，市盈率最高的时候是个买点。这反映一个事实：市场会以长期视角对这些公司进行估值。

以上是我们投资周期性股公司时所关注的要点，当然我们对具体标的的思考远比上面所阐述的要多。作为价值投资者，周期和波动不是问题，只要能看懂且价格合适，什么样的生意我们都可以关注。（作者：杨华业）

3. 预期回报讨论

老客户应该很了解我们对净值波动的态度，我们的确更关注所持有公司的质量。在对基金中所持有的上市公司的季报进行了跟踪研究后，我们认为这些公司整体上都主业优秀、经营稳健向上。作为基金的管理人我们将根据不同标的预期收益率的变化进行配置上的动态调整。目前我们对基金中持有资产的预期收益率感到满意。

4. 【经典分享】董事会与公司高管（下）

关键词：“独立”董事

有些团体因为伯克希尔旗下的子公司麦克莱恩和 DQ 公司（McLane and Dairy Queen）与可口可乐有生意上的往来，而质疑我的独立性。（难道为此我们就应该弃可口可乐而选择百事可乐吗？）根据《韦氏大辞典》关于“独立”的定义，指的是“不受他人所控制”。我实在搞不懂，怎么会有人认为，我会为了其间的蝇头小利，而牺牲伯克希尔在可口可乐高达 80 亿美元的股东权益。即便假设我稍微有些理性的话，就算是用小学生的算术也能算清楚，我的心和头脑应该站在可口可乐公司的股东一边，而不是管理层那一边。

我忍不住要说，连耶稣基督都比这些抗议团体还要了解独立性的真义，在马修 6:21 章节中，他提到：“你的财富在哪里，你的心就在哪里。”我想即便对一个大型投资机构来说，相较于与可口可乐往来能赚取的蝇头小利，80 亿美元可以算得上是这样的“财富”。

以《圣经》的标准来衡量，伯克希尔公司的董事会堪称典范：(a) 每位董事至少将 400 万美元以上的身家放在伯克希尔；(b) 没有任何股份是靠股票期权或赠予获得；(c) 董事们领取的酬劳相较于自身的年收入都极其有限；(d) 虽然我们有一套公司赔偿机制，但我们并没有替董事们安排任何责任保险。在伯克希尔，董事们与所有股东待在同一条船上。

芒格和我已看过很多符合《圣经》所说的“财富”观点的种种行为。根据多年的董事会经验，我们看到，最不独立的董事当属那些依赖董事报酬生活的人。（还有那些期待被邀请加入董事会的人士，好让他们得以增加更多收入。）更可笑的是，恰恰正是这些人被归类为“独立”董事。

这类董事大多举止得体，工作一流，但人的天性使得他们会反对可能危及其生计的任何方案，他们中有一些会屈从于诱惑。

让我们看看周围现实的例子，关于最近刚传出的一宗并购案（与伯克希尔无关），我有第一手的资料。管理层相当看好这宗收购案，而投资银行也觉得相当不错，因为并购价格远高于目前股票的市价，此外许多董事也相当赞同，并准备提交到股东会表决。

然而就在此时，有几位董事会兄弟，每位每年平均都从董事会和委员会领取超过 10 万美元酬劳，却跳出来大加反对，最后使得这宗金额高达数十亿美元的并购案胎死腹中。这些未参与公司实际经营的外部董事，仅持有极少数的股权，且多数为公司所赠予。很奇怪的是，虽然目前的股价远低于并购的提案价格，却不见他们自己从市场买进多少股份。换言之，这些董事既不希望股东们提出 X 价格的报价，同时自己也不愿从市场上以 X 价格买进部分股权。

我不知道到底是哪几位董事反对让股东看到相关的提案，但我却很清楚这 10 万美元的董事袍金，对这些被外界视为独立的董事来说，至关紧要，绝对称得上《圣经》所说的“财富”。而万一这件并购案谈成了，他们每年固定可以领取的酬劳将因此泡汤。

我想无论是我还是该公司的股东，永远都不会知道是谁提出反对的议案，而基于一己私利，这群人也永远不知道要如何反省。我们确切地知道一件事，那就是就在拒绝这项收购案的同一次会议上，董事会却投票大幅提高董事们自己的酬劳。

我们的董事会现在拥有 11 位董事，其中的每一位，包含其家族成员在内，加起来总共持有价值超过 400 万美元的伯克希尔股票，而且都已经持股很多年。其中六位，其家族持股量至少以数百万计，持有时间甚至长达 30 年以上。同时，所有董事的持股跟其他股东一样，都是从公开市场花钱买来的，我们从来没有发放过股票期权或是特别股，芒格和我喜欢这种问心无愧的持股方式。毕竟，没有人会喜欢去洗外面租来的车。

此外，伯克希尔的董事酬劳平平（我儿子霍华德就时常提醒我这件事），换句话说，伯克希尔全体 11 位董事的利益按比例与其他任何一位伯克希尔的股东完全一致，一直以来都是如此，并将会继续如此。

不过伯克希尔董事的不利一面，实际上远高于各位股东，因为我们没有投保任何的董事和高管责任险，因此如果有任何可能的灾难发生在董事们身上，他们面临的损失将远高于各位。

关键词：独立董事的三个条件

我们董事们的最后底线是，如果你们赢，他们就大赢，如果你们输，他们就大输。我们的方式或许可以被称之为所有者资本主义。除此之外，我们不知道有什么更好的方法可以维持真正的独立性。

除了要维持独立性，董事们也必须具备丰富的商业经验，以股东利益为导向，以及在公司拥有真正的利益。在这三样条件中，第一项尤为难得，如果缺乏这一项，其他两项的作用有限。社会上有许多聪明、有思想且受人景仰的知名人物，但他们对企业却没有充足的了解，这并不是他们的错，或许他们可以在别的领域发挥光芒，但他们并不适合待在企业的董事会内。

芒格和我只做两项工作，其中一项，是如何吸引和留住杰出的经理人，管理我们不同类型的企业运营。这个还不太困难。通常，这些经理人会随着我们收购的公司一起进入伯克希尔的体系。通常，在收购之前，他们就已是商界的明星，已经证明了自己各自领域中的才华，我们的主要贡献就是让他们自由发挥天分，不给他们添乱。

这个方法似乎非常初级，并不复杂。如果我的工作管理一支高尔夫球队，而且杰克·尼克劳斯（Jack Nicklaus）和阿诺德·帕尔默（Arnold Palmer）这两位著名的职业高尔夫球手愿意为我的球队打球，他们两个人谁也无须得到我的挥杆指令，因为他们自己知道如何挥杆。

我们一些主要的经理人原本就很富有（我们希望所有的经理人都富有），但这对于他们持续的兴趣并不构成威胁。他们工作是出于热爱，并享受杰出成就带来的喜悦。他们始终坚持从股东利益出发的思维方式（这是我们给予经理人的最高评价），并能发现公司的各个方面都令人着迷。

（我们这种职业病的原型是一位信奉天主教的裁缝，他用自己多年微薄的积蓄做路费，前往梵蒂冈朝圣。他回来以后，他所在的教区专门召开一个特别会议，请他谈谈关于教皇的第一印象。“告诉我们，”热情的教徒说，“教皇是一个什么样的人？”我们的英雄精炼地回答道：“他是个 44 岁的普通人。”）

芒格和我都知道，只要有优秀的队员，每个领队都会成绩斐然，就像奥美广告公司（Ogilvy & Mather）的天才创始人大卫·奥格威（David Ogilvy）的哲学：“如果我们雇用的都是比我们矮的人，我们将成为一家侏儒公司；但如果我们雇用的都是比我们高的人，我们会成为一家巨人公司。”

作为一种副产品，我们的管理风格赋予我们一种能力，那就是我们可以较为容易地拓展伯克希尔的经营活动。我们曾读过一些管理学的研究成果，其中特别指出，在管理中，一位高管应该管理多少位下属才合适，但这对我们毫无意义。当你拥有的经理人都具有高度的工作热情，你可以与一打或更多的经理人打交道，并且与此同时，你还有午后小憩的时间。反之，如果经理人缺乏诚信、愚蠢或无趣，即便只有一个，你处理起来也会力不从心。芒格和我可以将打交道的经理人数目再提升一倍，只要他们与目前的经理人具有同样的出类拔萃的品质。

我们只愿意与我们喜欢并尊重的人一起工作，这不仅仅将我们获得好结果的机会最大化，同时可以给我们带来非同一般的美好时光。与此相反，与大倒胃口的人一起工作就像为钱而结婚，这在任何情况下，都是个糟糕的主意，尤其是在你已经富有的情况下，如果这么做，你绝对是疯了。

在伯克希尔，我们认为，告诉杰出的 CEO（例如盖可保险公司的托尼·奈斯利（Tony Nicely））如何管理他们的公司，简直愚蠢之极。如果前排的司机总是由坐在后排的人指挥驾驶，他们就不会为我们工作了。（一般而言，他们不必为任何人工作，因为大约 75% 的人在财务上都已自由而独立。）此外，他们都是企业界的马克·麦克基韦斯（Mark McGwives，美国棒球明星），他们无须我们指点如何控球及如何挥杆。

不仅如此，伯克希尔公司的所有制结构还可以使最优秀的经理人变得更有效率。首先，我们消除了通常令 CEO 们疲于奔命的繁琐的仪式和无效活动。我们的经理人可以完全专注于他们自己制定的时间表。其次，我们给每一位经理人一个简单的任务，就像如下三种情况一样运营公司。

- (1) 你拥有 100% 的股份；
- (2) 将公司视为你和你的家族在世界上拥有的唯一资产，并且一直拥有；
- (3) 至少在 100 年的时间里，不可以出售公司或与其他公司合并。

作为一种推论，我们告诉这些经理人，不要让任何会计因素影响他们的决策，哪怕是一丝一毫的影响。我们希望我们的经理人队伍考虑什么是重要的，而不是考虑什么被认为是重要的。

几乎没有哪家上市公司的 CEO 们在类似的授权下管理公司，主要是因为他们的老板专注于短期的发展前景和财报盈利。然而，伯克希尔所拥有的股东基础，使其在所有上市公司中具有最长期的投资时间预期，而且，这种股东基础还会在未来几十年继续存在。

的确，我们大多数股票的持有者打算持有至生命的终点，我们因此可以告诉我们的 CEO 们着眼于长期价值的最大化，而不是下一个季度的盈利。我们当然不会忽视当前的业务结果（在大多数情况下，它们也很重要），但我们永远不会以牺牲我们构建的日益强大的竞争力为代价，取得短期的业绩表现。

我相信盖可保险公司的故事很好地证明了伯克希尔方式的优势。芒格和我从来没有教托尼如何管理公司——永远也不会，但我们创造了一种环境，让他在重要的地方，能够将其天才般的能力尽情发挥。他无须将时间和精力花在董事会、媒体见面会、对投行的演示讲解或财经分析师等事务上。此外，他无须花时间考虑融资、信用评级或华尔街对于每股盈利的预期。因为我们具有独特的公司所有者结构，他也知道这种运营结果会持续数十年不变。在这个自由的环境中，无论是托尼本人，还是公司本身，都能将其蕴藏的无限潜能，转化为企业成就。

每一天，在千变万化的商业环境中，伯克希尔旗下每个公司所处的竞争地位也在变化，或是变弱，或是变强。如果我们能提升客户体验，削减不必要的成本，改进我们的产品和服务，我们就会变得更强。但是，如果我们漠视客户，膨胀自大，我们的公司就会日渐枯萎。我们的行为效果似乎每天没有什么不同，但随着时光推移，日积月累，其结果却十分巨大。

我们长期竞争优势的日渐提升，恰恰源自于这些日常不起眼的坚持，我们将其描述为“加宽护城河”。如果我们打算在今后的10年、20年一直拥有公司，这样做是非常重要的。当然，我们也总是希望短期能赚钱。但是，短期如果与长期发生冲突，加宽护城河必须是我们的优先选项。

如果管理层为了追逐短期的盈利而做出了错误的决策，会导致公司各方面的处境恶化，包括成本、客户满意度或品牌美誉度等遭受损害，后续再做大量的工作也无法弥补。看看如今汽车行业和航空行业，这两个行业里经理人所面临的两难困境，他们正陷于前任留下的巨大麻烦之中，苦苦挣扎。

关键词：加宽护城河

芒格非常喜欢本·富兰克林的一句话：“一盎司的预防，胜过一磅的治愈。”但是，有时候，无论多少的治愈也无法弥补犯过的错误。

（本文摘录自《巴菲特致股东的信：投资者和公司高管教程》第一章）

【免责声明】本报告包含若干对市场、行业、公司和产品的展望性陈述。报告中使用诸如“将”、“可能”、“力争”、“努力”、“计划”、“预计”、“目标”及类似字眼以表达展望性陈述。这些陈述乃基于现行估计及预测而作出，虽然本公司相信这些展望性陈述所反映的期望是合理的，但本公司不能保证这些期望被实现或将会证实为正确，故不构成本公司的实质承诺，投资者不应对其过分依赖并应注意投资风险。



投资者热线：134-2755-8487

投资者邮箱：dahetouzi_service@163.com