

2020 年投资展望：收获的季节即将到来|12 月致投资者信（年终）

在 A 股 30 年来第一个健康牛市和低估的港股中：只以合理价格，投资卓越公司，不折腾并关注铜与股指期货衍生出的历史性投资机遇。

——2020 年投资展望概括

温馨提示：本文为“止于至善”对 2020 年投资展望，具有浓厚的“神棍”气息，欢迎批评指正+共同探讨，但文章不作为投资建议，请自担风险。



the
CONTENT



止于至善
只以合理价格 投资卓越公司

- ⊕ 回首三年都发生了什么？
(如何在18年10月一片萧条中，
公众号致信投资者，健康牛市已来)
- ⊕ 这次真的不一样吗？
(投资最怕的就是这次不一样，
不过这次其实没什么不一样)
- ⊕ 未来将驶向何方？
(在健康牛市与低估港股中，
顺风顺水不折腾，但散户怎么办？)

全文分为三个部分（过去、现在、未来），从[过去的回顾](#)，[到宏观与市场的变化](#)，[再到聚焦的行业与看好的标的](#)，以及[个人投资者该如何去实践](#)等等都有涉及（点击链接可以直接跳转[值文章阅读](#)）。

本文主要为 2020 年投资展望部分。

何理

“止于至善”总经理 经济学博士



止于至善

只以合理价格 投资卓越公司



投资经历

散户出身
从大一师妹500元委托理财起步，到管理规模过亿的基金经理

专注价值投资
本、硕、博士毕业论文皆为股市投资研究
逾10年历经A、港、美股及商品市场多轮熊市、牛市，最终决定止于至善唯一投资策略：“只以合理价格，投资卓越公司”。
经常被民大、人大（受聘业界导师）、央财等高等学府，央视、北京电视台及地铁媒体、新浪财经等财经媒体，券商、期货公司、银行等金融机构，邀请进行价值投资经验（讲座）

近3年公司（个人）曾获奖项
2019年东方财富|年度最佳私募基金投资经理
2018年新浪财经|私募基金优秀机构
2017年东兴证券|中国股市私募机构精英奖 等数十个奖项

首先简单介绍一下我自己，一名散户出身，专注于**纯价值投资策略**：“**只以合理价格，投资卓越公司**”的基金经理。

“止于至善”的投资过程

大道至简，只做长期，最好永远



止于至善

只以合理价格 投资卓越公司

买入:深度持续投研几个确定性朝阳行业，**只以合理价格，投资卓越公司**

持有:**不参与**任何零和博弈（如波段交易），与卓越公司一起成长，上善若水，**夫唯不争**，天下无与之争

卖出:1.股票选错了，2.有更便宜的卓越公司，3.行业周期长期下行，否则**永远不卖**

风险控制:行业分散+周期认知，在大致认知周期的基础上，通过个股自身特点，结合市场、行业等周期预判构建投资组合，确定持仓情况，平抑基金曲线下行空间，而非通过止损止盈，股指期货对冲等，**参与零和博弈的方式牺牲上行空间**进行所谓的“风险控制”



同时，介绍一下止于至善“至简”的投资流程。

下面切入正题

展望类别	2018年底的展望内容（原文）	2019年实际结果
聚焦市场	2018年末来的投资市场，主要应该集中在A股与港股市场，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。	A股上证指数上涨22%+上涨50上涨34%，港股上涨9%
螺纹钢价格	我们认为其现货最高的价格区间可能位于4200元/吨-5000元/吨	2019年11月，上海螺纹钢最高价格4180元/吨——广州4990元/吨
最值得投资的期货合约	IH主力合约（上证50股指期货）	该主力合约今年上涨超过34%
三大落差导致资金流入股市	1. 房地产之水 中国泡沫房产与A股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. 外资之水 海外昂贵又优质股票与A股便宜又优质股票的落差 加入MSCI的国家或地区，至少股市翻倍，现已流入8715亿，未来会上万亿，彻底改变A股估值逻辑； 3. 实体之水 被兼并淘汰企业与A股便宜又优质股票的落差 大量企业被兼并或淘汰，促使资金流入股市。	外资之水、实体之水流入股市比较明显，房地产之水尚未观测到明显现象。
宏观层面	对于未来的宏观层面为主的分析，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X普指导下的全球经济格局动荡。	暂时未观测到灰犀牛正在同时奔跑的现象，但北京房价已经开始持续性下跌。

首次制作：2019/12/31

在 2018 年底，我们对于 [2019 年的投资展望](#)，从现在（2019 年 12 月 31 日）来看基本上可以打 70-80 分。

历史性机遇	机遇	不确定性及风险
A股第一个健康牛市	低估的港股市场	钢铁（产能（供给）大于消费量（需求）+原材料价格不确定性强）
铜价上涨衍生的投资机会	汽车（汽车行业周期可能在3年内恢复上行）	锂（新能源汽车需求不明）
市场成熟化中的股指期货投资机会	寿险（行业黄金5-10年）	房地产（下行周期）
	银行（部分好公司尚未反映价值）	普遍偏贵的好行业：白酒、医药、奶制品

而对于 2020 年的投资展望，可以用上表进行概括。

创造真正价值

投研方向

止于至善自成立起，坚守中国发展三大必然趋势，深度投研



1.金融改革

寿险业进入人口老龄化+消费升级共振的时期（寿险密度是美国的八分之一、日本的十二分之一），黄金发展期可穿越经济周期。

银行业坏账出清，回归增长，国家保底，名副其实的印钞机。

2.消费升级

2018年消费占比54.31%，未来GDP增速50%-70%看消费。在未来90%的中产阶级将诞生于亚洲地区（约为10亿人口），2025年中国将增加3亿中产阶级。

比如，贵州茅台是快消费品吗？不是，它是奢侈品。

3.制造业立国

中国制造业总产值~2倍的美国制造业产值（巴菲特投资中国唯一行业且全部盈利10倍）比如，汽车行业的2018年千人汽车保有量为173辆/千人，仅为新中国成立前美国的汽车保有量水平。



没有价格，每人限购4瓶，但是缺货的茅台
——拍摄于2019年11月19日北京沃尔玛

对于未来的投资，我们会在 2018 年 10 月便提出的《30 年 A 股第一个健康牛市》（链接）的基础上，主要聚焦于：**1.金融改革**；**2.消费升级**；**3.制造业立国**三大确定性趋势，主要投资**成熟化的 A 股市场（历史性机遇）与低估的港股市场（机遇）**，并深度投研汽车、银行、寿险、医药、白酒、影视与传媒等行业，在这些朝阳行业的确定性赛道上，找到**强持续竞争力的上市公司**，让投资者只以合理价格，成为这些卓越公司的长期股东。

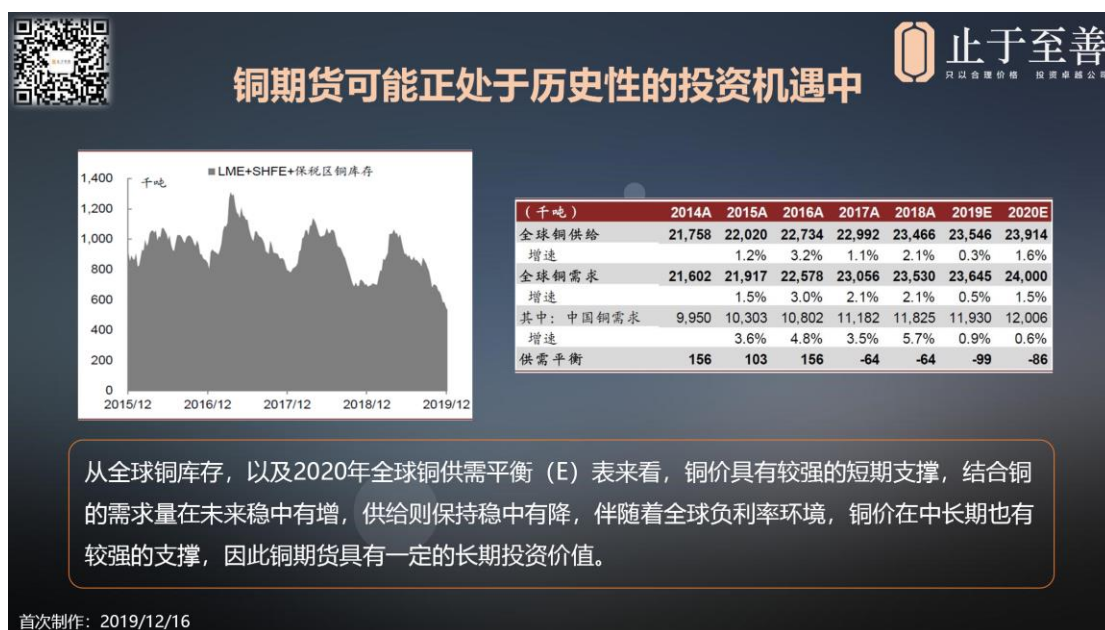
目前，我们的仓位主要集中于相对低估的寿险、银行、汽车行业中的卓越公司，同时持续持有相对较贵的白酒、医药等行业中的公司。

对于明年(短期)的汽车行业我们并不过分悲观,且长期来看中国的汽车消费潜力是巨大的，目前 2018 年的千人保有量水平（173 辆/千人），也仅仅为我国建国时的美国水平，预计 3 年内该行业将再次步入上行周期。

对于寿险行业，由于其处于黄金发展期（5-10 年），因此受到宏观经济波动的影响较小，是典型的“穿越”周期（牛熊）的投资标的所在行业，尽管银行行业的黄金发展期已过，但是

其中的部分卓越公司，也有穿越牛熊的特点。

至于为何止于至善会持有一些估值偏高的资产？这就在于**价值投资并不是一种机械的套利交易**，从所有权的角度来看，**股票≈股权**，我们认为这些股票原本就是用合理价格投资的，而且预计这些企业将会越来越好，因此从长期的角度来看，其现阶段的估值大概率并不“贵”。



从强周期性行业及其产品方面来看，我们发现，无论是从短期，还是从中长期来看，铜期货及相关公司很有可能因供需平衡的供给缺口，存在较大的投资价值。

对于锂价，由于我们并不看好新能源汽车的消费者需求量，因此认为其支撑的确定性较弱，因此与锂相关的投资（赌博）我们会尽可能地避免。

由于粗钢的供需情况并没有非常明显的供给端或需求端改善征兆，因此对其价格上行的空间并不乐观。

同时，我们认为房地产行业已经步入下行周期，因此将避免对该行业内的企业进行投资。



上证50指数基金 (510050)

投资价值凸显



止于至善
只以合理价格 投资卓越公司

股票简称	主营行业	地区	权重(%)	市盈率(扣除非经常性损益)	市净率	净资产收益率 ROE (一季报)	总市值 [单位:亿元]
中国平安	金融	深圳市	17.09%	12.1	2.6	7.90%	15449
贵州茅台	食品饮料	遵义市	8.69%	29.9	10.4	9.47%	11887
招商银行	金融	深圳市	6.73%	10.6	1.7	4.86%	8797
兴业银行	金融	福州市	4.94%	6.5	0.8	4.41%	3781
恒瑞医药	医药生物	连云港市	3.72%	70.6	14.0	5.87%	2863
伊利股份	食品饮料	呼和浩特市	3.44%	28.3	6.5	7.72%	1713
中信证券	金融	深圳市	3.20%	23.9	1.6	2.74%	2526
交通银行	金融	上海市	2.86%	5.5	0.6	3.25%	4092
民生银行	金融	北京市	2.69%	4.9	0.6	3.77%	2526
浦发银行	金融	上海市	2.47%	5.6	0.7	3.47%	3255
农业银行	金融	北京市	2.47%	5.9	0.7	3.74%	12109
中国建筑	建筑	北京市	2.20%	6.2	1.0	3.54%	2347
工商银行	金融	北京市	2.18%	6.4	0.8	3.46%	19282
中国太保	金融	上海市	2.18%	16.8	2.1	3.50%	3339
海通证券	金融	上海市	2.00%	21.7	1.2	3.14%	1477
保利地产	房地产	广州市	1.78%	8.8	1.4	1.89%	1610
中国国旅	餐饮旅游	北京市	1.57%	46.9	9.1	13.28%	1676

17家公司总权重：70.21%，代表市值：5892亿元，年化加权ROE：11.6%

1.低投资成本（低成本带来高实得回报）；

2.交易简单（定投式买入且和买股票流程一模一样）；

3.投资标的优质（价值投资基石，投资者无需过度投研）；

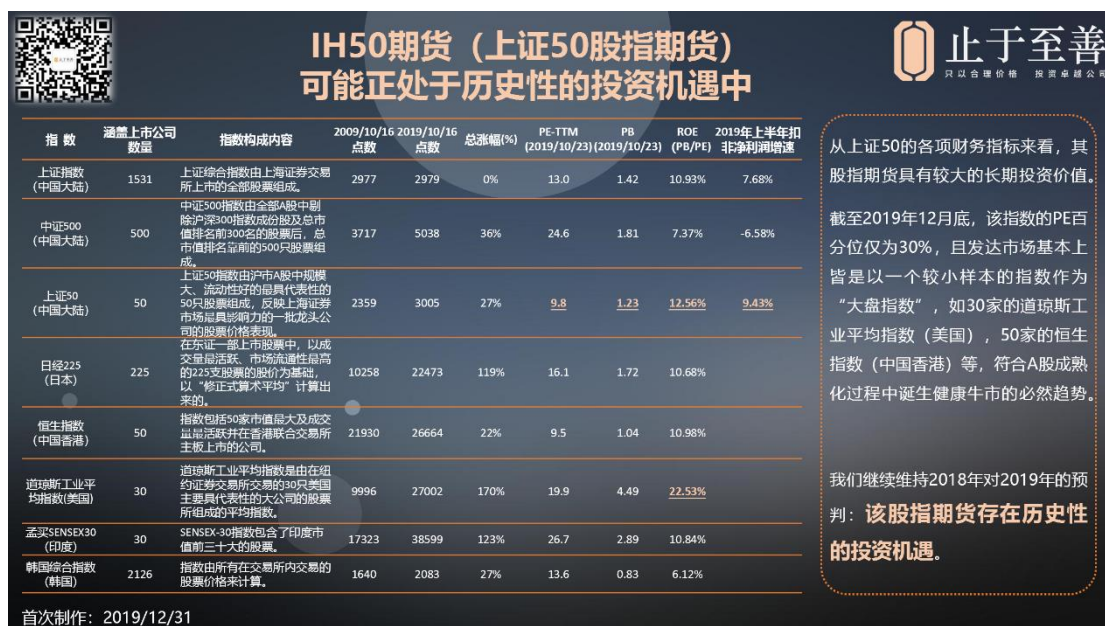
4.价格相对便宜（价值投资基石，投资者无需过度择时）；

5.自带“新陈代谢”的50家相对好公司组合（相当于由上交所负责挑选与更换公司）

首次制作：2019/10/31

由于经常受到个人投资者询问，应该如何自己进行投资这一问题，因此我们非常诚恳地建议个人投资者（俗称散户），应该以[上证 50 指数基金 \(50ETF 指数基金\)](#) 这样的蓝筹股组成的相关投资标的作为未来的主要投资对象，因为现阶段（上证指数在 3000 点左右徘徊），这样的指数基金同时满足我们眼里的价值投资标准：

好资产（相对高 ROE+成长性）+好价格（相对低的 PE、PB 估值）≈价值投资



同时，从上证 50 的各项财务指标来看，其股指期货同样具有较大的长期投资价值，截至 2019 年 12 月底，该指数的 PE 百分位仅为 30%，且发达市场基本上皆是以一个较小样本的指数作为“大盘指数”，如 30 家组成的道琼斯工业平均指数（美国），50 家组成的恒生指数（中国香港）等，符合 A 股成熟化过程中诞生健康牛市的必然趋势，我们继续维持 [2018 年对 2019 年的预判](#)，该股股指期货存在历史性的投资机遇。

总体来讲，我们对于 2020 年的投资展望是谨慎偏乐观的，**预计 3 年内，止于至善将迎来收获的季节。**

北京止于至善投资管理有限公司

总经理+基金经理：何理

2019 年 12 月 31 日