



南京璟恒投资管理有限公司 (私募基金管理人登记编号: P1001755)

## 岁寒知松柏 1 号私募投资基金 A 类

2023 年 12 月 31 日

- 合规风险提示:** 本文档只向符合如下合格投资者条件的特定人士汇报相关私募基金表现: 根据《私募投资基金募集行为管理办法》之规定, 合格投资者为具有相应风险识别能力和风险承担能力, 投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元, 且个人资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的特定投资者。
- 亏损风险提示:** 您在本基金的投资有可能会发生亏损。投资者应仔细阅读本基金申购合同在内的资料, 而不应只根据此文件资料做出投资决策。

### 基金经理

李育慧先生

### 投资目标及策略

本基金主要投资于中国大陆与香港股票。

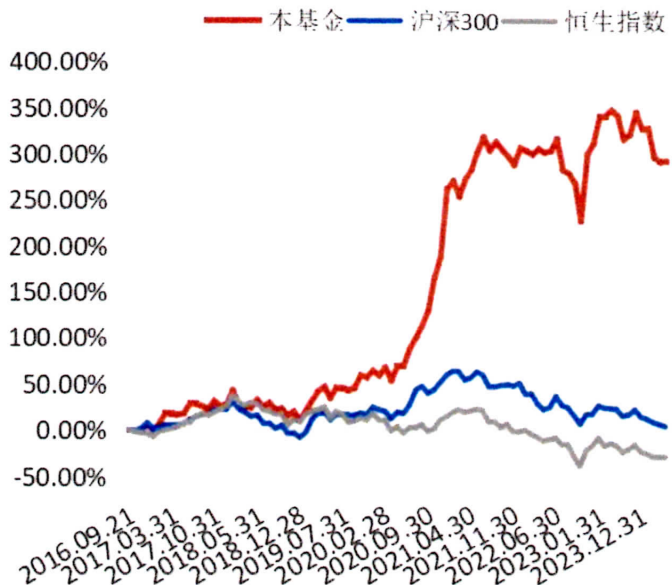
投资策略为股票多头。不判断趋势, 重仓持有低估值高成长的股票组合。

### 基金净值及特点

本基金成立于 2016 年 09 月 21 日, 截止报告日单位净值 3.4859 元, 累计净值 3.9359 元【注 1】, 复合年化收益率 20.7%。

期间产品累计上涨 293.6%, 同期沪深 300 上涨 5.0%, 跑赢大盘指数。证明本基金具备较强的收益能力。

### 基金表现



### 累积表现

	今年以来	近 1 月	近 3 月	近 6 月	近 1 年	近 3 年	成立以来
本基金	-5.1%	0.3%	-9.2%	-7.5%	-5.1%	8.5%	293.6%
费后测算	-5.1%	0.3%	-9.2%	-7.5%	-5.1%	8.5%	265.1%
沪深 300	-11.4%	-1.9%	-7.0%	-10.7%	-11.4%	-34.2%	5.0%
恒生指数	-13.8%	0.0%	-4.3%	-9.9%	-13.8%	-37.4%	-28.0%

### 历年表现

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
本基金	0.4%	27.9%	-13.8%	48.5%	120.6%	12.3%	1.4%	-5.1%
费后测算	0.4%	27.9%	-13.8%	48.5%	100.9%	10.8%	1.4%	-5.1%
沪深 300	1.3%	21.8%	-25.3%	36.1%	27.2%	-5.2%	-21.6%	-11.4%
恒生指数	-7.1%	36.0%	-13.6%	9.1%	-3.4%	-14.1%	-15.5%	-13.8%

【注 1】2020.07.06 修改业绩报酬计提方式为单人单笔高水位法。2021.07.09 分红, 之前的收益和净值已扣费, 之后的未扣费。费后测算是基金业绩表现费后收益率的测算, 具体以实际扣费为准。

- 本文档由南京璟恒投资管理有限公司发行。投资者应当注意投资涉及风险, 基金过往表现并不代表将来会有类似的业绩。详情请参阅本基金合同在内的申购资料。



南京璟恒投资管理有限公司（私募基金管理人登记编号：P1001755）

## 岁寒知松柏 1 号私募投资基金 A 类

2023 年 12 月 31 日

- **合规风险提示：** 本文档只向符合如下合格投资者条件的特定人士汇报相关私募基金表现：根据《私募投资基金募集行为管理办法》之规定，合格投资者为具有相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元，且个人资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的特定投资者。
- **亏损风险提示：** 您在本基金的投资有可能会发生亏损。投资者应该参阅本基金申购合同在内的资料，而不应只根据此文件资料做出投资决策。

### 基金经理观点

一年前写总结的时候，适逢三年大疫结束市场和净值也刚“V”型反转，所以回顾虽然痛苦但觉得万木将春满怀希望。2023 年一季度我们的净值如愿创出历史新高，接着就不断在期望后失望最终录得基金成立 7 年来的第二个自然年度亏损。楼市股市在政策组合拳持续出台后却一路向下，市场信心缺乏几近绝望，A 股港股除了公用事业型高息股估值有提升外几乎全是概念投机。

2023 年其实 GDP 增速不差，比年初两会时的目标应该还要高一点，A 股与港股主要指数跌幅也不是特别大。让人痛苦煎熬的原因是市场预期太高，A 股与港股在分别连跌两年和三年后又都创历史纪录的再跌了一年，加上 A 股一半以上的个股上涨、传统机构持股大跌，海外大部分股市都在历史新高位狂欢，对比年初的预期、对比微盘股、对比海外反差明显，幸福快乐总是相对的。

很难想象 2024 年市场会更差，毕竟现在市场预期已经足够悲观。我们重仓的地产链个股今年利润大概率会继续较好增长，相对同行竞争力在提升，估值杀得很低而利率在下降，分红收益率在上升，可能 2024 年某个时刻就会见底反转；我们继续持有部分业绩高确定性的公用事业股做防守，还有一点铜金矿股可守可攻；医药股仍然配置较多，一半是持股 5 年以上的稳健增长高息股，另一半选几个创新药做组合加强进攻；高端制造和科技股将适时做些换股，尽量在估值合适时选最优秀的公司。

#### 强预期下高开低走

2023 年初各级政府全力招商引资，经济和股市楼市看似强力复苏，一切都像我们创历史新高的净值那么美好。两会提出 GDP 增长 5% 时大家还不以为意觉得目标太保守，到二季度中楼市突然转冷，多数行业高频数据变差，当时大家更多的认为是疫情后的短期疤痕效应。在二季度 GDP 数据低于预期后，中央出台了各种促进消费和投资的政策，着力于改善民企的营商环境喊话民企老板们重建信心，并要求提升股市活跃度。然而市场信心无法挽回，不论是几乎每周都出台的楼市刺激政策，还是密集回应资本市场各种关切政策能出尽出，都无法阻止楼市股市向下。

上市公司业绩层面，一季度因为疫情影响，一半以上的公司业绩同比下降或低于预期，且多数是民企股。由于流动性充分，市场持续疯炒 AI 概念股。二季度各行业冲高回落，上

- 本文档由南京璟恒投资管理有限公司发行。投资者应当注意投资涉及风险，基金过往表现并不代表将来会有类似的业绩。详情请参阅本基金合同在内的申购资料。



- **合规风险提示：** 本文档只向符合如下合格投资者条件的特定人士汇报相关私募基金表现：根据《私募投资基金募集行为管理办法》之规定，合格投资者为具有相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元，且个人资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的特定投资者。
- **亏损风险提示：** 您在本基金的投资有可能会发生亏损。投资者应该参阅本基金申购合同在内的资料，而不应只根据此文件资料做出投资决策。

上市公司营收尤其利润数据不好，A 股非金融企业利润同比下降超过 1 成。为何 GDP 单季 6.3% 的增长之下利润会负增长？我估计一方面是工业品和消费品价格持续下降走向通缩，上市公司财报上的表现就是增收减利，即毛利率净利率下降。另一方面是房产股票债券等财产贬值，不少公司的投资收益下降及出现各种计提减值。三季度 GDP 增长好于预期，上市公司利润整体转为增长且有加速之势，但市场此时已经信心全失，只要业绩没超预期就大跌。四季度经济数据企稳，11 月份规模以上工业企业利润同比更是增长 29.5%，但市场基本都在交易长期衰退逻辑，无视宏观政策和公司业绩。

我们在年初业绩表现较好时，曾减持一些地产链仓位，并计划行业政策底后继续逢高减仓。4 月份地产链相关股票突然大跌，当时行业销售数据还不错，尤其我们持仓的公司同比有超高增长。我们觉得股价与公司基本面背离所以选择坚守，并在年中政策底确认以为会边际改善后又反手做了增持。然而下半年的新房销售持续走冷低于预期，虽然二手房全年同比有 3 成的增长，竣工数据也很好，但市场觉得相关行业会长期向下，直接对标持续 20 多年的日本。所以尽管下半年我们持有的物业、家具、家电及少量的玻璃业绩增长都很好，却连同银行地产一起不断杀估值。相关股票全年平均下跌过 20%，严重拖累净值。

除地产链外，拖累净值 1 个百分点以上的还有以下 3 项：一是年初我们长期持有的某视频会议公司曾跟随 ChatGPT 炒作上涨 50%，我们觉得公司真实受益却远没其它概念股炒作的疯狂，未能高位减仓。之后公司因为疫情结束行业去库存及欧美大公司需求收缩而出现首次连续 4 个季度的业绩负增长，股价从高位跌了一半多。我们因为一直坚信公司看好长期发展，信息和操作上反而变成劣势者，导致净值大幅回撤；二是重仓的某制药装备股和某电控电源股，都出现增收但净利率下行不达预期，股价都从年内高位下跌过 4 成，我们持有期间亏损超过 2 成；三是收益互换业务成本急升过 6%，被港币利率和汇率双杀。另外，还买错过几个票，因为仓位轻影响较小，不再赘述。

### 有理想情怀也要有执行能力

前述曾重仓的制药装备股和电控电源股，我们都买错了，一年内出现 2 次相似的重大错误，确实是不应该。两者都是以业绩高增长、估值较低、有高比例股权激励、重研发投入、行业前景阳光的高端制造业优秀公司做的重仓配置，看起来完全符合我们一贯要求的“好管理、好价格、好生意、好行业环境背景”的“4 好”标准。

- 本文档由南京璟恒投资管理有限公司发行。投资者应当注意投资涉及风险，基金过往表现并不代表将来会有类似的业绩。详情请参阅本基金合同在内的申购资料。



南京璟恒投资管理有限公司 (私募基金管理人登记编号: P1001755)

## 岁寒知松柏 1 号私募投资基金 A 类

2023 年 12 月 31 日

- **合规风险提示:** 本文档只向符合如下合格投资者条件的特定人士汇报相关私募基金表现: 根据《私募投资基金募集行为管理办法》之规定, 合格投资者为具有相应风险识别能力和风险承受能力, 投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元, 且个人资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的特定投资者。
- **亏损风险提示:** 您在本基金的投资有可能会发生亏损。投资者应该参阅本基金申购合同在内的资料, 而不应只根据此文件资料做出投资决策。

在买入前的调研分析及持有初期跟踪时, 我们感觉两公司的老板都很有企业家精神, 讲话总是激情满满, 要进口替代做大做强, 他们俩一个对标华为、一个出身华为, 在研发上过度投入让人钦佩, 这种情怀让我们以为付出就会有回报, 有理想就能照进现实。

当我们实地调研、参加业绩会及股东会见到老板和管理层后, 我们才从很多细节上发现问题。包括管理上的粗放不够精细化成本尤其费用失控, 企业经营追求表面上的形式主义, 研发投入重数量不重实效, 高管之间专业和管理能力同质化配合不默契, 老板和管理层都不懂资本市场。另外就是商业模式上也更注重外延并购而非内生成长并导致产品线不专一难有规模效应。在宏观经济和行业受压之下, 公司订单和收入开始低于预期, 毛利率尤其净利率持续下降、规模不经济。

对照中概里某优秀的电商股, 我们觉得企业要在日益激烈的竞争中成功突围, 除了得有正确的战略外, 还得有高效的执行落地能力。以后分析公司的时候, 我们在财务指标上将更关注各种周转率、人均营收和利润等效率指标的历史与同行对比, 再结合调研细节做交叉验证。

顺便说一句, 其实无论个人投资还是基金管理, 大家都学习和熟悉巴菲特等大师的投资理念, 长期较高超额收益率的理想都很丰满, 但现实很骨感, 真正能持续经得起市场检验的成功投资者非常少。除了勤奋学习调研分析外, 如何坚守能力圈、少犯错提高胜率保住本金, 如何能控制好自己情绪并利用市场的情绪波动, 如何与基金投资人利益一致尽量减轻因信任度不够导致追涨杀跌的负面影响等, 都需要具体的措施和能力来执行落地。短期的市场风格与偶发的运气会迷人, 长期得靠科学的投资体系与正确的底层价值观来保证。行业景气度高和股市走牛时, 高概率投资显得容易些, 市场环境不好时胜率会大幅下降, 这个时候优秀的公司和基金管理者才会凸显。

### 转守为攻稳中求进

地产链的策略错误与上述 3 项大的损失拖累了一成多的净值, 剩下的部分里, 防守型公用事业高息股连续两年给我们带来了很好的正收益, 抵销了大部分进攻型错误仓位上的损失。包含制药装备的医药股整体盈亏平衡。

年底我们清仓了电信运营商和财产保险股, 前者因为云业务增收减利迟迟不见分拆, 利润压力加大将降为个位数增长, 经过两年上涨其估值吸引力相对有所下降; 后者季报

- 本文档由南京璟恒投资管理有限公司发行。投资者应当注意投资涉及风险, 基金过往表现并不代表将来会有类似的业绩。详情请参阅本基金合同在内的申购资料。



南京璟恒投资管理有限公司（私募基金管理人登记编号：P1001755）

## 岁寒知松柏 1 号私募投资基金 A 类

2023 年 12 月 31 日

- **合规风险提示：** 本文档只向符合如下合格投资者条件的特定人士汇报相关私募基金表现：根据《私募投资基金募集行为管理办法》之规定，合格投资者为具有相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元，且个人资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的特定投资者。
- **亏损风险提示：** 您在本基金的投资有可能会发生亏损。投资者应该参阅本基金申购合同在内的资料，而不应只根据此文件资料做出投资决策。

意外亏损股债投资也持续低迷，业绩增长没有把握。保留了贡献巨大可惜过早减仓的海上石油、化肥、水电和燃气股，合计有近 3 成仓，它们平均有高个位数的分红收益率，业绩确定性比较高。

另外，我们买入了一些管理优秀的铜金矿股，一方面认为中美利率大概率下行对商品价格有支撑，另一方面是它们有一定的抗经济衰退特点。现在的股价和商品价格，防守上安全边际较高，进攻上也有弹性。

地产链持仓的相关个股今年业绩基本都能有较好的增长，整体分红收益率超过 5%且多数在回购增持，继续杀估值的空间应该很小了。除地产开发股外它们的业务其实已经受新房销售影响很小，二手房尤其存量房的影响起决定作用。新房销售我们预计未来一年可能量价仍有一成左右的下降，从土拍和新开工量连续三年急降来看，开发商的土储和供给量已经大体回到了 2016 年或以前的水平。2024 年地产行业可能会见底，对经济增量对股市的负贝塔将减弱，我们持有的优秀公司有望重新获取阿尔法收益，我们会择机降低仓位。

11 月我们小仓抄底的创新药股因为被质疑有内幕交易管理层不诚信而大跌，虽然出师未捷，但我们仍然坚定看多该板块历史性的机会，最近我们又连续买入两只创新药股，后续有机会我们可能会再买一只，一起做组合以保持赔率提高概率加强进攻。连同持股超过 5 年的传统医药高息防守型股，仓位将接近 2 成。

我们仍然在关注高端制造和科技股票中的机会，看好国产替代与出海的逻辑，但选择会更慎重，在等待好估值的机会时做调仓换股。另外，有股权激励的新能源运营商也在重点关注中。我们会继续稳中求进，相比前两年会更偏进攻一些，因为无论是个股利润、中美利率、宏观政策还是估值及风险偏好，都指向了积极的一面，相信市场大概率会熊牛转换。

### 与投资人利益一致长期多赢

2023 年虽然我们跑赢 A 股与港股各主要指数有高个位数，但相对于收取固定管理费及业绩好时能提成的商业模式来说，得有 10 个百分点左右的年度超额收益才算合格，即得让投资人获得指数长期收益率的基础上，同时获取超额收益里的大部分而不是对半分甚至分得少。对管理人来说，收取固定管理费被人诟病，如果管理费都没有那渠道可能不愿意帮忙销售及后续维护了。另外公司平台运营的同事，也需要一些安全感。股票尤其 A 股，一年内的

- 本文档由南京璟恒投资管理有限公司发行。投资者应当注意投资涉及风险，基金过往表现并不代表将来会有类似的业绩。详情请参阅本基金合同在内的申购资料。



南京璟恒投资管理有限公司 (私募基金管理人登记编号: P1001755)

## 岁寒知松柏 1 号私募投资基金 A 类

2023 年 12 月 31 日

- **合规风险提示:** 本文档只向符合如下合格投资者条件的特定人士汇报相关私募基金表现: 根据《私募投资基金募集行为管理办法》之规定, 合格投资者为具有相应风险识别能力和风险承担能力, 投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元, 且个人资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的特定投资者。
- **亏损风险提示:** 您在本基金的投资有可能会发生亏损。投资者应该参阅本基金申购合同在内的资料, 而不应只根据此文件资料做出投资决策。

涨跌 80% 由市场情绪决定, 三五年内基本面业绩的影响也不到一半, 市场估值波动大, 业绩提成是非线性的、不可控的。

我们收取的管理费已经尽可能在同行中最低了, 如果产品有超额收益, 做为管理人的我们才有提成收入。所以我们与投资人的长期利益是完全一致的, 我们也特别想帮投资人获得更多的超额收益, 希望投资人多赚我们才能跟着小赚。

2023 年是痛苦到几近绝望的一年, 主要还不是基金亏钱或管理人没赚钱, 是因为比预期差、比量化和散户差、比国外差, 政策刺激、业绩增长、分红回购增持都不能扭转市场下跌, 山穷水复疑无路。好在我管理的产品亏损幅度不算很大, 对个别历史最高位认购的投资人亏损超过了一成我们很抱歉。我们犯了很多错误需要检讨改进, 但确实也有不受我们控制的客观原因。

除了努力去做好能做的投研工作外, 值得欣慰的是本人全马破 330 的目标达成了, 体重体脂控制得还不错腹肌开始若隐若现。儿子的学习也顺了很多, 看他的状态感觉在慢慢回到十多年前幼儿园时期的积极向上阳光自信。基金经理身体的健康与家庭的快乐氛围, 我相信对投资人长期也是有利无害的。逆向投资和别人恐惧我贪婪如何做到知行合一, 在这个信息流和情绪波动不断加快的时代更需要身体和心理的现实支持。

投资是为了更好的生活, 我们身体和投资的本钱基本都还在, 相信后面总有机会的。熬过了周期的低谷, 将会是柳暗花明又一村。谢谢大家的支持与信任, 本基金已经运营超过 7 年, 7 年累计位列同类产品前列, 我们有信心 10 年累计收益排名更上层楼, 以不负基金产品之名, 不负客户重托。