

# 景林精选FOF私募证券投资子基金DC3期

## 2024年2季度报告

基金管理人：上海景林资产管理有限公司

基金托管人：国泰君安证券股份有限公司

## 1、基金基本情况

项目	信息
基金名称	景林精选FOF私募证券投资子基金DC3期
基金编码	SQV577
基金管理人	上海景林资产管理有限公司
基金托管人（如有）	国泰君安证券股份有限公司
投资顾问（如有）	
基金运作方式	开放式
基金成立日期	2021-07-20
期末基金总份额（万份）/期末基金实缴总额（万元）	14,314.932230
投资目标	本基金在严格控制投资风险的前提下，力求获得长期稳定的投资回报。
投资策略	本基金通过投资“景林精选FOF私募证券投资基金”（以下简称“标的基金”），同时辅以各类其他管理手段，谋求基金财产的稳定增值。 以上内容为私募基金管理人对于本基金全部或部分投资品种相应投资策略的阐述，不构成对于本基金投资范围、投资比例及限制或其他投资风控指标的补充。
业绩比较基准（如有）	
风险收益特征	根据《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》的规定，本基金的风险等级为R5，属于高风险产品（最低为R1，最高为R5），适合风险承受能力在C5级的普通合格投资者和专业投资者申购/认购。

## 2、基金净值表现

阶段	净值增长率(%)	净值增长率标准差(%)	业绩比较基准收益率(%)	业绩比较基准收益率标准差(%)
当季	6.72	1.04	-	-
自基金合同生效起至今	8.44	1.29	-	-

## 3、主要财务指标

金额单位：元

项目	2024-04-01	至	2024-06-30	(元)
本期已实现收益				-638,461.62
本期利润				9,738,301.41
期末基金净资产				155,229,306.50
报告期期末单位净值				1.0844

注：如为分级基金，应按级别分别列示。

## 4、投资组合情况

### 4.1、期末基金资产组合情况

金额单位：元

序号	项目	金额人民币
1	银行存款	26,290.58
2	股权投资	0.00
3	其中：优先股	0.00
4	其他股权类投资	
5	上市公司定向增发股票投资	0.00
6	新三板挂牌企业投资	0.00
7	结算备付金	0.00
8	存出保证金	0.00

9	股票投资	0.00
10	债券投资	0.00
11	其中：银行间市场债券	0.00
12	其中：利率债	0.00
13	其中：信用债	0.00
14	资产支持证券	0.00
15	基金投资（公募基金）	0.00
16	其中：货币基金	0.00
17	期货及衍生品交易保证金	0.00
18	买入返售金融资产	0.00
19	其他证券类标的	
20	商业银行理财产品投资	
21	信托计划投资	
22	基金公司及其子公司资产管理计划投资	
23	保险资产管理计划投资	
24	证券公司及其子公司资产管理计划投资	
25	期货公司及其子公司资产管理计划投资	
26	私募基金产品投资	SQS589#155885565.78；
27	未在协会备案的合伙企业份额	
28	另类投资	0.00
29	银行委托贷款规模	
30	信托贷款	
31	应收账款投资	
32	各类受（收）益权投资	
33	票据（承兑汇票等）投资	
34	其他债权投资	
35	境外投资	0.00
36	其他资产	
37	债券回购总额	0.00
38	融资、融券总额	0.00
39	其中：融券总额	0.00
40	银行借款总额	0.00
41	其他融资总额	

注：

## 4.2、报告期末按行业分类的股票投资组合

## 4.2.1、报告期末按行业分类的境内股票投资组合

金额单位：元

序号	行业类别	公允价值	占基金资产净值比例(%)
A	农、林、牧、渔业	0.00	0.00
B	采矿业	0.00	0.00
C	制造业	0.00	0.00
D	电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.00	0.00
E	建筑业	0.00	0.00
F	批发和零售业	0.00	0.00
G	交通运输、仓储和邮政业	0.00	0.00

H	住宿和餐饮业	0.00	0.00
I	信息传输、软件和信息技术服务业	0.00	0.00
J	金融业	0.00	0.00
K	房地产业	0.00	0.00
L	租赁和商务服务业	0.00	0.00
M	科学研究和技术服务业	0.00	0.00
N	水利、环境和公共设施管理业	0.00	0.00
O	居民服务、修理和其他服务业	0.00	0.00
P	教育	0.00	0.00
Q	卫生和社会工作	0.00	0.00
R	文化、体育和娱乐业	0.00	0.00
S	综合	0.00	0.00
	合计	0.00	0.00

注：

由于四舍五入的原因，分项之和与合计项之间可能存在尾差。

#### 4.2.2、报告期末按行业分类的港股通投资股票投资组合

行业类别	公允价值（人民币）	占基金资产净值比例(%)
基础材料	0.00	0.00
消费者非必需品	0.00	0.00
消费者常用品	0.00	0.00
能源	0.00	0.00
金融	0.00	0.00
医疗保健	0.00	0.00
工业	0.00	0.00
信息技术	0.00	0.00
电信服务	0.00	0.00
公用事业	0.00	0.00
房地产	0.00	0.00
合计	0.00	0.00

注：

由于四舍五入的原因，分项之和与合计项之间可能存在尾差。

#### 5、基金份额变动情况

单位：万份/万元

报告期期初基金份额总额	14,258.888891
报告期期间基金总申购份额	56.043339
减：报告期期间基金总赎回份额	0.000000
报告期期间基金拆分变动份额（份额减少以“-”填列）	0.000000
期末基金总份额/期末基金实缴总额	14,314.932230

注：

如为分级基金，应按级别分别列示。

#### 6、管理人报告

##### 6.1 报告期内高管、基金经理及其管理基金经验

上海景林资产管理公司（“上海景林”）是一家以投资境内、外上市公司股票为主的资产管理公司，是在中国证券投资基金业协会登记注册的私募基金管理公司。  
本基金的基金经理为田峰先生。田峰先生，金融理学硕士。上海交通大学上海高级金融学院MBA业界导师，上海财经大学业界导师，中国上海CFA智库杰出专家等。拥有24年以上证券基金从业经验，曾在大型公募基金担任董事总经理。目前担任上海景林资产管理有限公司董事总经理，FOF基金经理。

## 6.2 报告期内基金运作合规守信情况

报告期内，本基金投资运作符合基金合同的约定。

## 6.3 报告期内基金投资策略和业绩表现

截至2024年6月30日本基金期末基金单位净值为1.0844元，期末基金累计单位净值为1.0844元，报告期内基金累计单位净值增长率为6.72%

## 6.4 报告期内对宏观经济及其行业走势展望

### 一、2024上半年市场回顾：

上半年全球主要股票指数表现：根据WIND数据，2024年上半年台湾50、日经225、纳斯达克、标普500、恒生国企指数、印度Sensex 30、德国DAX、英国富时100、韩国综合指数、恒生指数、沪深300、上证综A指、恒生科技分别+39.3%、+18.3%、+18.1%、+14.5%、+9.8%、+9.4%、+8.9%、+5.6%、+5.4%、+3.9%、+0.9%、-0.3%和-5.6%。

### 中国高股息股上涨 VS 美国科技股上涨。

中国高股息资产上涨：在申万31个子行业中，上涨主要集中在银行、煤炭、公用事业、家电、石油石化、通信和交通运输行业，分别上涨17%、12%、12%、8%、8%、4%、3%和3%，其中涨幅最大的主要是高股息品种，反应了市场避险情绪较浓；而其他行业全部下跌，且其中一些行业跌幅较大，房地产、医药生物、传媒、社会服务、商贸零售、计算机和综合分别下跌20%、21%、21%、24%、25%、25%、33%。市场风格来看大小市值股票分化显著，以大市值股票为主的上证50和沪深300分别+3.0%和+0.9%，而以中小市值股票为主的北证50指数、中证2000、中证1000为代表的分别下跌34.5%、23.3%和16.8%。

美国科技股上涨：2024年上半年，美国纳斯达克和标普500指数分别上涨18.1%和14.5%，标普500涨幅中约3/4来自前十大公司（8家科技公司），其中英伟达一家公司贡献了1/3的收益。

目前市场关注重点：三中全会（可能的中长期改革）、7月底政治局会议（如何定调）、资本市场相关政策、中国房地产市场何时见底（前期政治局会议定调“积极化解存量”）、美联储何时降息（关注降息预期的变化）、地缘政治风险（关注海外对中国加征关税、11月美国大选临近可能带来的“噪音”）。

### 二、市场展望

#### 1、中国：制造业PMI数据连续2个月偏弱，7月将重点关注两场大会。

制造业PMI指数连续2个月偏弱：6月中国制造业PMI持平于49.5，连续两月处于收缩区间；非制造业较上月回落0.6至50.5，略高于荣枯线，显示经济仍较大承压。从分项来看，除库存大幅上升外，其余项目多数持平或小幅回落。价格层面，原材料购进价格回落5.2个百分点至51.7，同期南华工业品价格指数回落。从量价组合来看，经济仍然存在减速的压力。在1-4月，经济总体呈现生产强、需求弱，价格走低的模式，供应扩张推动经济修复。从5-6月的数据来看，在需求始终偏弱的背景下，企业开始减少生产供应，同时前期供应的扩张形成了存货的累积，这一累积也逐步对价格形成拖累。6月服务业PMI为50.2，较上月小幅回落0.3个百分点，服务业表现偏弱，居民消费倾向回升缓慢，建筑业PMI环比下行，基建和房地产仍然承压。

7月将重点关注两场大会：三中全会和月底的政治局会议。7月政治局会议既是三中全会结束后政治局第一次开会，同时又将上半年经济进行总结和重新部署。关注宏观政策以及地产、化债政策新表述。后续关注上半年经济数据、财经部委半年经济数据、国新办例行发布会释放的政策新信号。

#### 2、海外：关注美国总统首场辩论；通胀下行；偏弱经济数据下，降息预期再次升温

关注美国总统首场辩论：目前市场预测显示，特朗普依然大幅领先拜登且赢面稳定，而拜登仍没有隐退的意思。近期市场传出民主党可能考虑在本月提前提名拜登为民主党候选人，以打消有关更换总统人选的言论。此外，美国最高法院对特朗普提出的总统免于刑事起诉的要求发布最终裁定，认为特朗普在总统任期内的公职行为享有豁免权，但无权因私人身份采取的行动而免于起诉。6月27日的首次总统辩论让投资者早早看到了两位候选人的政策优先事项，特朗普显然倾向于对中国采取更具限制性的贸易政策。

偏弱经济数据下，降息预期再次升温。近期美国公布的首次申报失业、ADP、工业订单、ISM服务业PMI等数据均不及预期，其中最大的不及预期在于6月ISM服务业PMI（48.8 VS预期52.7，前值53.8）是2020年5月以来最差水平。偏弱的数据公布后，市场交易“经济动能走弱导致降息预期升温”概念，叠加近日美联储主席鲍威尔在欧洲央行论坛上偏鸽表态（称美联储在控制通胀方面已经取得很大进展），降息预期再次升温。

#### 3、近期政策措施的进展：尽管经济数据偏弱，但我们也看到一些好的迹象：

- （1）6月下旬以来，高频数据显示，新房市场销售回暖，二手房延续此前改善的趋势。中指和克尔瑞等第三方机构的数据也显示，头部房企销量环比增长。
- （2）化债方面，6月底河南拟发520亿元新增专项债券用于化解存量债务，化债政策已经出现边际变化。近期政府债发行显著加速，按照“确保按时偿还、不出风险”的要求，地方化债工具拓展加码的概率也在加大，政府投资可能会略超预期。

(3) 外围市场来看，美国可能在9月首次降息，给中国央行降息提供空间：美联储主席称美国近期通胀下降成果显现，叠加近期美国经济数据开始有走弱迹象，市场对美国9月份降息的预期明显上升。截至7月5日，利率期货隐含9月降息概率为73%。一旦美国开始降息，中国央行很可能开启新一轮降息的窗口。

4、7月的重大会议是市场关注的焦点，但近期政策预期可能过度悲观

7月将重点关注两场大会：7月15-18日将举行三中全会，按惯例月底将召开政治局会议。7月政治局会议既是三中全会结束后政治局第一次开会，同时又将对上半年经济进行总结和重新部署。关注宏观政策以及地产、化债政策新表述。自房地产市场下滑以来，一些投资者希望的较大力度政策刺激仍未出现，导致该等投资者对政策力度和效率感到失望，对7月重要会议的额外刺激和重大改革突破的预期亦变得非常保守，甚至对消费税上调和其他收缩性财政税收政策表示担忧。考虑到近期经济走弱，政治局会议后出台的政策可能会好于市场过度悲观的预期：

？首先，尽管外需短期具有韧性，但地产、消费等内需仍在趋缓。若要实现年度GDP目标，下半年财政等增量政策工具有望出台，按照“确保按时偿还、不出风险”的要求，地方化债工具拓展加码的概率也在加大，下半年财政政策方面可能会好于预期。

？其次，由于房地产市场的持续疲软和近期经济的疲软，预期近期针对地产方面的宽松力度会有所加码，收储、收地和保交房政策将进一步放松，按揭利率亦有望进一步降低。

5、市场近期表现可能过于悲观，基于以下因素，坚持精选个股。以目前的价格投资于一些优质的中国公司，其长期风险回报具备吸引力。

(1) 近期日均交易额降至6000亿元，按自由流通市值衡量的换手率水平降至2%左右，也接近历史阶段性底部时期的换手率水平，反映当前资产价格可能已经反应过度悲观预期。

(2) “国家队”的买入已为股票市场设定了短期底部，5.17标志着中国地产政策的重大转向，为房地产市场“救市”构筑一个“底”，考虑到海外投资者对中国经济最为担心的就是房地产的“硬着陆”，地产政策重大转向，为中国股票市场估值提供了底部。

(3) 政策可能会好于过度悲观预期：市场可能过度悲观，政治局会议后出台的政策可能好于预期。

(4) 目前海外机构仍然大幅低配中国资产，关注海外机构仓位的再平衡：年初全球共同基金对中国的配置低配4-5个百分点之后，4月中旬以来有所缩窄，但近期低配幅度再次扩大，目前仍低配3个百分点以上，仍处于历史区间的低端。

(5) 中国股票相比新兴市场的估值折扣仍有25%左右，具备较好的吸引力：截至2024年5月31日，MSCI中国相比MSCI新兴市场的估值折扣约25%，估值具备明显的吸引力。根据高盛预测，截至2024年6月30日，目前MSCI中国和沪深300指数交易在9.3x和11.5x 12个月forward P/E的水平，MSCI中国指数处于过去10年平均1.3倍标准差以下，而I/B/E/S（机构经纪商预估系统）对MSCI一致预期的2024-25E EPS增速分别是12%/14%、对沪深300 EPS增速是14%/13%，估值仍具备明显的吸引力。

6、主要关注的风险：

？投资者对地缘政治担心有所上升：即将到来的美国总统大选及其对中国的影响是投资者最关心的问题，需关注美国大选临近可能带来的地缘政治风险持续上升的风险。

？关税风险：最新的民调暗示，前总统特朗普在11月份的选举中获胜的概率在上升，而特朗普明显倾向于对中国采取更具限制性的贸易政策，导致市场对中国出口到美国产品关税上升的担心；此外，近期欧盟针对中国的电动汽车进口征收临时反补贴税，印尼贸易部长表示，印尼将对从鞋类到陶瓷等进口产品征收100%至200%的保障性关税。

？市场担心目前出台的房地产刺激政策的力度，仍不足以扭转房地产市场的风险

？市场担心上市公司盈利继续下调的风险。

？宏观经济复苏持续性的风险：收入预期偏弱下，消费继续低于预期的担心。

三、行业分享-消费

2024年1-5月份，社会消费品零售总额195237亿元，同比增长4.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额176707亿元，增长4.4%。分城市结构来看，城镇消费品零售额169418亿元，增长4.0%，乡村消费品零售额25819亿元，增长4.7%。5月单月社零总额、社零餐饮收入、烟酒类零售额及饮料类零售额分别同比变动3.7%、5.0%、7.7%、6.5%，除烟酒外，增幅环比扩大。二季度进入尾声，当前无论是CPI还是社零等数据显示，二季度消费恢复速度较慢。

从整体消费行业看，受宏观经济影响，延续去年以来的弱复苏趋势。旺季集中脉冲式消费更为明显，而淡季也更为平淡。其中，旺季销售集中的白酒板块比较有代表性。2季度通常属于酒类的销售淡季，主要以消化库存为主，商务宴请需求偏弱，端午小长假动销水平同比基本持平，整体延续淡季表现。结构上，高端白酒表现稳健，而次高端则表现疲弱，大众主流价格带延续较为稳定的增长。前期茅台批价因发货节奏和电商618大促等事项乱价，导致市场批发价格下跌，继而引发部分经销商的恐慌抛售。茅台积极召集各地经销商开会稳价，价格波动历时一周半左右。飞天茅台散瓶批价从最低的2100元/瓶已回升到2300元/瓶左右。其他酒类品牌的批价基本稳定。白酒行业本身的商业模式稳健、盈利能力强、现金流安全垫较高，且头部集中、分化加剧的大趋势延续。目前，从龙头企业估值角度看，如果股价继续下跌，则具备性价比和中长期的投资价值。借鉴海外消费龙头企业的成长路径，经历过高成长、行业出清、进而进入成熟阶段的高质量发展，阶段性增速放缓属于正常规律。优秀的企业在行业发展的积累下，现金流基础更强，从而逐步支撑现金分红比率的提升。此外，上市公司资本开支逐步回落到稳态的水平，稳健的自由现金流量积累确保了股息率的提升。

从大众品消费需求结构来看，也呈现出些许变化。一方面，消费者除了产品本身外，更关注能够给自身提供情绪价值的产品，悦己的权重占比提升。另一方面，消费者关注高性价比的产品。随着渠道和供应链的不断完善，能够给消费者提供高性价比产品的公司脱颖而出。另外国内品牌出海热度也持续提升，中国的制造业已在全球范围内达到名列前茅的水平，为本土品牌建设奠定了坚实基础，也是国货走向海外市场做好了准备。中国家电出海，从原来的代工模式逐渐转向以更有附加值的自主品牌出海。部分消费品品牌随着“一带一路”倡议、跨境电商高景气驱动等因素，也在积极向东南亚市场布局，比如现制茶饮、小商品、潮玩等，都在积极拓展海外市场。

从原材料成本端来看，生鲜乳、牛肉、大麦、黄豆、玉米、豆粕、白砂糖同比呈现下行趋势，仅猪肉、棕榈油、部分包材价格同比有所上涨，大部分消费类公司都会有不同程度的受益原料成本的下降带来的利润改善。以啤酒为例，国家统计局披露，2024年5月中国规模以上啤酒企业，当月产量同比下滑4.5%；1-5月累计增长0.7%，销量的整体下滑也和去年高基数有关，收入端整体预期表现平平。但从成本端来看还是有有很大的改善空间，国内大麦平均进口价格边际持续下滑，2024年5月平均进口单价为268美元/吨，同比下降26%，大麦进口价格呈现下行趋势（主要受益于中方中止对澳大麦征收“双反”政策）。国内瓦楞纸价格也延续下降趋势，截至2024年6月21日当周，平均出厂价约2,674元

/吨，同比下降19%。截至2024年6月21日当周，玻璃期货连续结算价达到1,548元/吨，同比下滑5%。

从渠道结构来看，电商在持续加速渗透的同时，新的零售业态也在快速发展，比如平价零食门店、折扣门店等。超市行业在经历热火朝天的整改，秉承给消费者提供更有性价比和高品质的商品，步步高、永辉都在学习胖东来的产品组合调整，大幅提升自有品牌的比例。

宏观经济的周期性波动不可避免，消费行业自身发展逻辑长期没有改变，优秀的龙头企业应对下行周期的经验越来越丰富，而且强大的品牌影响力和优秀的产品品质，能让优秀的公司穿越周期。目前板块的估值性价比，分红收益率等不断上升，有竞争力的优秀企业的布局窗口显现。

## 仰望星空，低头算账 2024年中给投资者的一封信

各位投资者大家好：

2024年的一半时间就这样在跌宕起伏中过去了，看指数变化似乎波澜不惊，但是回顾过去六个月每个月的市场变化，都几乎是波动巨大的。中国股票市场经历了一月的流动性危机后逐步企稳，然而劣质公司的边缘化和被淘汰已经是不可避免的。这让在A股市场浑水摸鱼和各种轮动的资金面临系统性风险。中国股票市场终于有机会出清一批公司，产生一批真正意义的蓝筹公司，说不定从此以后，投资者会面对更容易的市场环境。在流动性充裕、信心充足的情况下，海外市场总体上表现积极。但是，由于很多公司估值不低，一旦业绩或者业绩指引低于预期，也造成股价大幅下跌，真正有赚钱效应的公司数量少而集中。

今年上半年，中美市场都只有一条主线能让投资者持续产生正收益，中途离开这两条主线的投资者无不后悔不已。这两条主线分别是中国市场的大宗商品或公用事业类高分红公司以及美国市场的AI核心资产。

我想把AI这条科技方向比作人类仰望星空，努力探索的未知未来。那么也可以把投资于稳定经营、有较高分红收益率的公司归结为对风险承受度降低之后的脚踏实地。其实从金融学的基本概念也能解释的通这两条主线持续表现突出的原因。在无风险收益率5%左右的市场，只有投资于更具增长潜力或者改变现状的公司才能获得足够的风险补偿。而对于无风险收益率已经降到2%左右的市场，任何经营确定性比较高，大于3%以上分红率的公司都有提估值的空间。以上两个策略有效的期限已经不止一年，相关公司的市值也都创下新高。站在现在的时点，如何继续把握仰望星空的机会？如何发现简单计算就能得出的投资机会？如何永远保持逆向投资的警觉？这些思考，构成了下半年我的投资思路和策略。

先谈谈仰望星空的机会吧：笔者刚刚完成了一趟美国西岸的调研之旅，感慨颇深。大部分美国科技公司都呈现出信心充足、言必谈AI，谈AI必谈GPU的状态。他们已经确认了这是未来科技发展最重要的方向，都积极投入资源进行军备竞赛，都怕自己落后于这一轮的科技革命。在硅谷，已经比较完备地形成了大学培养人才、人才进入科技企业或者创业、风险投资和并购投资发达活跃、上市公司业绩和市值双升、员工由于股票升值而阔绰置业并大胆消费的良性循环。越来越多的亚洲投资人不远万里来到硅谷，想找到投资科技股的圣杯或者给AI的信仰充值。但是，每一天忙碌的调研结束之后，我都会困惑于几个问题：

- 1、某一种科技产品能真的被一家公司长期垄断吗？
- 2、现在砸大钱投入之后，未来明显可以货币化的应用在哪里？
- 3、苹果产品和ChatGPT的结合，推出了AI手机的新雏形，以后会不会每一款智能手机都是和大语言模型结合的，智能手机已经进入了AI时代。但是，售价能提高多少？后面的软件收费会是突变增长还是渐进增长？

每一天都带着这样的疑问去走访AI产业链里的公司，可是答案不易获得。在行程的最后一天，有机会来到这一轮雪球滚起的地方：OPENAI。这是一个门口logo都没有的办公楼，但是安保甚为严密。科学家们大多是毕业没几年的年轻翘楚，都怀抱着一定能改变世界的理想和科技必须向善的理念。不过就算在这个AI浪潮起源地的交流讨论，得出的答案依然是：前途是光明的，过程有很多不可知性。对于泛数据安全需要严格监管甚至需要全新的法律与之适应。作为生产力工具，AI已经在一些数字原生态的新公司中被积极采用，但是传统大企业的进程是严谨而缓慢的。反观股票市场，龙头公司的股价却是只争朝夕，我遇到的同行也是言必谈持有这些龙头公司。这就到了一个有趣的时间节点，产业发展的规律和投资者预期是不是会在未来有一定的不一致性？是不是应该从仰望星空的角度慢慢回看一些数着手算起来就显而易见的、低估的公司和行业呢？

有一类中国企业，他们基本上都在中国香港或者美国上市交易。这样的格局造成对他们的定价权并不在最熟悉他们的中国投资者手中。所以无论是地缘政治的问题、行业监管的问题、过度竞争的问题，都会最终体现在这些公司的估值里。在过去三年，这些公司的估值由于以上提及的原因一降再降，现在已经接近文章之前提及的公用事业高分红公司的水平。但是我们再仔细研究这批公司的基本面，会发现一些共性的东西：他们都是普通中国人生活中不可或缺的基础平台，基本涵盖了娱乐、社交、购物、旅行、餐饮、生活服务等各方面。

如果说水电煤网是基础设施，那么这些公司是让普通人的生活变得比较愉快和便利的基础平台。经历了曾经的过度竞争，无边界扩张，股价大幅下跌和预期更务实之后，这批公司在经营上呈现出以下特点：

- 1、更谨慎的资本开支；
- 2、更聚焦核心主业的发展；
- 3、更好的股东回报计划。

这批公司在经历了过度竞争和发散式扩张后，发现其实核心业务也许才是属于自己的那块蛋糕。做好这块蛋糕，回报好投资人才是需要脚踏实地的功课。

所以我们看到这些核心业务估值水平处于8-16倍PE的公司，核心业务逐步恢复了增长，利润比收入增长更快，拿出大部分自由现金流回购股票或者分红。而且基本都大量在手净现金、几乎无有息负债的资产负债表。如果我们对比海外类似公司的合理估值水平，考虑到目前中国经济增速放缓的大背景对此给予一定折扣，这些公司的平均估值也应该在目前基础上增长20%-30%。再考虑未来三年年均业绩增速约等于15%左右的可能性，加上平均每年4-7%的分红回购率，简单的数学就能算出100%左右的未来三年股价潜在空间，甚至不需要太多惊喜。

当然有人会质疑，现在这样的环境，谁会买他们的股票呢？答案是：公司自己！这些公司把自由现金流的大部分用来回购自己的流通股，如果连续做几年，相当于每年会减少4%-5%的总股份数量，EPS会有显著提升。现在这些机会很像三年前的中国神华、中移动、中海油等。如果时光倒流回三年前，很多人会后悔没有看见那些显而易见的便宜资产。此时此刻，又到了不用纸笔就能算出价值的时候了。

确实很多人担心中国宏观经济的长期低迷，但我想说，很多的所谓信心，实际上是由充足的流动性和稳定的预期给的。在经历了两年的大力度降杠杆之后，从今年开始，中国经济的流动性会逐步改善。5月17日关于房地产首付比例下降和房贷利率的调整，应该看作最重要宏观经济政策的拐点。中国经济现在虽然依然艰难，就业形势严峻，居民收入增长乏力，但是随着各种宏观政策的转向和经济体本身的韧性，下半年开始，我们可以期待很多数据会出现向上的趋势。各项经济政策、产业政策在未来一段时间的稳定性、确定性也会显著比前三年要好。如果当下的国内外投资者对中国宏观经济不悲观，很多龙头公司也不至于出现这么便宜的估值，这样的机遇很多年才会出现一次。

最后分享一个比较，也许能给大家对中美实际GDP的统计差异有所管窥。在上海点一人份麦当劳早餐套餐送到家，大约20元人民币，而在美国同等级别城市，同样套餐同样距离送餐到住址加上小费后的总费用大约是20美元。如果分别

计入两国之间的货币汇率，就有7倍的差异。实际上，一样的食物一样的劳动甚至更低的效率。这也是为什么从购买力平价角度计算，中美的GDP差异早在2014年已经逆转了。  
在仰望星空方面，我们应该奋起直追，不仅学习技术也要学习源源不断产生技术和科技的土壤环境。在长期国力对比方面，我们也无需妄自菲薄，一份快餐就是一份快餐，不能因为价格差距7倍就能多给几个人吃饱。  
祝大家身心愉快！

高云程  
2024年6月30日

2024年中写给持有人的半年总结

尊敬的各位投资人：

上半年总体机会不少，我们也抓住了一些机会。

科技进步一直是推动人类社会进步的力量，我们明显可以看见IT基础设施正在变革，加速计算带来显而易见的生产力提升。主要包括：

- 1、计算机仿真帮助到工业设计中的协同与精益制造，从造船、飞机制造到半导体代工厂先进节点的迭代都从中获益；
- 2、通过在数字孪生世界加入物理世界知识得到合成数据进行模型推演，自动驾驶与机器人在加速、药物发现在加速。
- 3、加速计算使得推荐算法普遍变得精准，使得互联网企业争先恐后拥抱加速计算。
- 4、AI助理下生命更为智能和高效。

在这个新基础设施建设、新工具被采纳的过程中，出现结构性和系统性的机会，给我们的投资组合带来勃勃生机。

科技进步不单单发生在加速计算，我们看到平台技术迭代包括电动车三电系统、多晶硅拉晶、siRNA平台连续成药等。技术迭代+良好的商业化=好的投资结果。

从价值投资角度来看，我国上市公司股东回报意识高、回报股东能力强的公司非常受欢迎。这类公司的估值在持续恢复，并逐渐达到溢价。

海外通胀接近尾声，大药企、建筑建材、汽车销售等耐用品销售、天然气页岩气类资产开始纳入我们的视野并逐渐纳入组合。

显然，我们也关注到一些负面因素，主要有：

- 1、国内经济调整：经济调整期对消费者心理与行为存在影响，高端消费承压。
- 2、产能过剩与供应链重塑：放在地缘政治的背景下，供应链切割、贸易保护主义抬头，我国部分产业产能局部过剩，压力加大，供应链急剧调整。从computex到光伏展，企业苦乐不均，从供不应求到亏现金成本并存。
- 3、AI安全性：相关争议以及对AI失控的担忧渐起，以及存在AI反垄断的影响。

景林始终注重研究能力的培养，坚持基本面投资，自而上投资。我们将不断提升市场机会把握的能力，希望在后续向投资人继续呈现更好的投资效果。

感谢信任！

蒋彤  
2024年6月30日

2024年中给投资者的一封信

尊敬的各位投资人：

2024年上半年，中国资本市场仍然在低位震荡寻底，投资风格趋于理性，市场分化十分明显，高分红的价值股得到市场青睐，没有盈利支撑的中小股票遭到市场抛弃。香港市场在经历了4年连续下行后出现了一些回暖迹象。不少海内外投资人在一季度极度悲观，物极必反，否极泰来，资产价格便宜才是硬道理，港股在3-4月份开始走出了凌厉的反弹行情，不少高分红、自由现金流强劲的央企不断地创出历史新高，典型的如中海油、中移动和中国神华等。行业地位突出的互联网大平台企业也纷纷反弹，这些公司尽管增长放缓，但自由现金流十分强劲，开始注重股东回报，加大回购或者分红力度，典型的比如腾讯和美团。

上半年美国通胀压力放缓，美国经济依然较为强劲，美国股市指数继续创出新高，尤其是以英伟达为首的AI行业依然是市场关注的焦点。英伟达、微软和苹果的市值均突破3万亿美金，美股3巨头的市值总和与我们A股市值差不多，充分阐释了科学技术是第一生产力。目前美股总市值已占全球股市的60%，A股则占10%，在中美贸易战大背景下，“中国制造+美国消费”的模式受到挑战，中国制造业内卷加剧，利润率承压，导致A股制造业盈利和估值双杀，尤其是前几年固定资产投资疯狂的光伏和新能源汽车产业链。

作为一个理性的投资者，肯定是要寻找低估的资产，所以我们也看到“北水”在今年上半年大举南下，半年南下的资金已经超过去年全年。基金也加大了港股的配置力度，而且重点配置股息率高和自由现金流强劲的品种，在上半年取得了一定收益。

其实我也一直在思考，这些赚到真金白银的企业背后的逻辑是什么？其实无非就是有效的壁垒，要么就是技术壁垒，要么就是资源壁垒。目前大部分中国企业仍然无法完成有效的技术壁垒建构，工程师红利仍有待发挥，比如华为、比亚迪等企业靠海量工程师去攻坚克难，靠资金和人才的大力堆积，未来是有可能实现“大力出奇效”的。资源上的壁垒则相对容易一些，比如占有一座富矿、占有一条水能丰富的河流、拥有全国的移动网络基站、占有一条黄金运营线路和一座巨型码头等等，这些都是有可能实现可持续、稳定利润的生意。

我们的制造业为什么一直毛利率不高，本质上还是没有形成有效的壁垒，没有行业壁垒的后果必然是造成大家一哄而上，最后大家都没钱赚，这也是我们A股平均ROE不高的主要原因。以前靠加杠杆还能把社会整体ROE提升一些，现在房地产这个核心杠杆玩不下去了，很多行业的回报率必然跟着下降。这也是今年上半年制造业估值重心不断下移，而具备资源壁垒的企业，其估值重心不断上移的重要原因。只有制造业完成真正的技术创新和突破，形成有效壁垒后，实现高毛利及高ROE，才有可能实现资本市场的风格转换。

美国“纳指100”的股票里，平均ROE在20%以上，本质上也是通过这些公司的技术壁垒实现的。这次黄仁勋在台湾电展的演讲，有句话令人印象特别深刻，大体意思就是好的市场和好的技术一定要互相促进和反馈，更好的技术和应用广泛的市场一定是正向循环的，更好的技术才能赚更多的钱，赚更多的钱才能吸引更多的人才，才能有更好的技术，相互促进。这也是我们内地企业家必须认真思考的，毕竟更好的技术和更好的产品才能引领未来发展的方向，才能真正地实现强大的竞争壁垒，过去那种靠政府补贴的方式不可能实现真正的企业竞争优势。

中国资本市场为什么出现目前的风格转换，我想可能有以下原因：

- (1) 在经济追求高质量增长的大背景下，各行各业继续加杠杆的空间已经不大，有些行业甚至在去杠杆，比如房地

产及相关产业链，去杠杆阶段利率中枢只能逐步下移，比如10年期国债收益率已经降至2.5%以下，货币基金收益率降至1.5%附近，这样高分红品种的性价比就体现出来了。

(2) 咱们的优势产业在高度内卷的背景下，不少行业出现了大面积亏损，比如光伏和新能源汽车及其相关产业链，从而导致资金撤出相关行业，等待行业产能出清后才会重新介入。

(3) 大消费行业受到消费疲软的压力，无论是食品饮料还是医药医疗，这两年其实都受到去杠杆的影响，无论居民还是政府都在去杠杆，楼市的低迷导致居民财富缩水和土地财政模式无以为继，政府和居民大手大脚花钱的时代已经一去不复返。

(4) 老龄化时代已经来临，年轻人在经济总体蛋糕没有做大之前，就业压力突显，没有可持续的收入保障，年轻人参与股市的热情在下降，所以体现在股市上就是投资行为趋于保守，毕竟理性投资机构和中老年人在主导这个市场，拼搏的不再是手速和价差，而是更多的关注股东回报。

其实无论市场风格如何切换，作为投资人来说，还是要永远坚守价值投资的理念，对所投资的企业一定要有个价值判断：即重仓投资来自自由现金流强劲且注重股东回报的企业，只有这样才能在投资领域立于不败之地。无论是科技成长还是传统行业的资源垄断带来的盈利增长，其实最终目的是股东长期回报；只有与这些领域里的优秀企业共成长，也才能给投资带来可观的长期回报。

金美桥

2024年6月30日

## 6.5 报告期内基金估值程序

截止到报告期末，本管理人委托国泰君安证券股份有限公司为本基金提供估值核算服务。对于与基金资产有关的估值与会计核算问题，经相关当事人在平等基础上充分讨论后，达成一致意见。

1、本基金成立前，本管理人协调本基金其他当事人商定本基金的估值与会计核算方法。

2、在本基金的存续期内，本基金管理人定期评估基金估值与会计核算方法的合理性。

3、在本基金的运作过程中，经济环境发生重大变化且对基金资产的估值产生重大影响的，由本管理人协调本基金其他当事人采取必要措施，调整估值方法。

## 6.6 报告期内基金运作情况和运用杠杆情况

无。

## 6.7 报告期内投资收益分配和损失承担情况

本基金本报告期内未进行利润分配。

## 6.8 报告期内其他说明情况

注：本期定期报告中部分合计数与各加数直接相加之和可能在尾数上存在差异，均系计算中四舍五入所致。

## 6.9 托管人意见

本报告期内，托管人根据《私募投资基金信息披露管理办法》及其他相关法律法规的规定和基金合同的约定，对本基金管理人编制的定期报告进行如下复核确认：

报告期内，托管人对管理人所编制的本报告中的财务数据进行了复核，确认所复核内容准确。

报告期内，托管人依据基金合同约定对本基金投资运作情况进行了监督，未发现不符合基金合同约定的情况。

信息披露报告是否经托管机构复核：是