

2018年10月

尊敬的客户，

“投资人必须谨记，过度兴奋与过高的交易成本是投资的大敌，而如果大家一定要投资股票，我认为正确的心态应该是当别人贪婪时要感到害怕，当别人害怕时要感到贪婪。”

——沃伦·巴菲特 2004 年给股东的信

我不确定有多少人曾这样问过自己：自 2008 年以来最长的股票牛市要结束了吗？我们让数据来解答：中国 A 股带头领跌，亚洲（除日本外）市场已从最高点下跌 22%。市场宠儿腾讯控股更是下跌了 44%。对那些曾经历过 2008 年环球金融危机的人来说，这一切是否让你觉得似曾相识？如果你还记得，Apple 和诺基亚曾在 2008 年分别大泻 59% 和 72%。时至今日，Apple 一路飙升并于今年创下每股 232 美元的历史新高，过去十年回报率达 21 倍，而诺基亚至今仍一蹶不振、从未收复失地。

在 2008 年时，怎么会有人知道选择苹果公司还是诺基亚来投资呢？两家企业当时在手机市场均表现出色。在股价大跌后，它们的价格也都非常便宜。事实上诺基亚股价跌幅比苹果公司更多，它更是当时手机市场的领导者。根据我们的投资策略，假如回到 2008 年，我们将会选择苹果公司来投资。这是为什么呢？当市场充满不确定性，我们会去寻找一些股价便宜的优质企业。虽然很多投资者可能有所忽视，但现金流是其中一个能给予我们信心去评定优质企业的指标。尽管苹果公司在 2008 年时仅占手机市场份额的第三名，但它却能生成比龙头老大诺基亚更多的现金流。在接下来的内容里，我们将会与你分享现金流在我们的投资策略中发挥怎样的作用。

我们相信只要商业基本面仍然良好，相对价格处于高位的股票，购买有优惠折扣的股票是更好的选择。目前蔓延在市场的恐慌情绪给我们带来一个非常好的机会，它将带我们找到一些低价并优质的股票。只要投资者能够保持耐心，时间将用回报来馈赠你的耐心。投资就像是酿造美酒一样，时间是其中一个必要元素。

投资哲学

现金为王

所有人都听过“现金为王”这句话，但普遍都将它误解为：我要坚持不懈地持有现金。在我们的定义里“现金为王”是指无论是个人、企业还是投资者而言，现金流的产生对财富累积都是非常重要的。对个人而言，现金的可用性对于支付花销或偿还到期利息都是必要的；对于企业的再投资业务或是对于遇上困难时想要走出低谷的企业而言，现金流更可被视为企业的命脉；对于投资者，当投资机会出现时，例如看好一些能够产生现金的企业，投资者都必须拥有资本才能进行投资。

投资里的「现金为王」

如果你问任何人什么是价值投资，可能你将会得到各种不同的回覆。有些人会以资产相对其价值的折让率来定义，例如利用市净率 (P/B, price to book) 作为投资的优先考量；另一些人则可能留意公司能否派发股息或红利。一般情况下，利用这些方法寻找投资价值是有效的。

在我们的选股过程中，市净率和股息率是用以寻找低价并优质的公司。此外，我们发现市场充满不确定性的情况下，现金流尤其是一个重要的考量。拥有尚未套现的贴现资产与手握现金不同，现金流是更为实际的。正如英文谚语所说，“a bird in hand is worth more than two in the bush”（一鸟在手胜过二鸟在林）。在中文里，我们通常引用“钱生钱”来形容现金流的重要性。

我们的投资组合专注于拥有良好的“自由现金流”。为了更好的说明自由现金流，我们以企业和个人来进行类比。（请注意以下说明只是一个简单模型，不应该以此来判断所有企业的财务指标）

个人	企业
总收入	收入
减去税项	减去成本和营运开支
= 可支配收入	= 营运利润
减去必要支出，例如房屋、食物、交通、保险	减去税项
= 可随意支配收入	加上折旧，减去营运资金的变化
减去可随意支配支出	= 营运现金流
= 储蓄	减去资本支出，例如土地、建筑物、设备
	= 自由现金流

很明显，储蓄有利于个人的财务健康。储蓄可用于未雨绸缪，也可用于投资来使财富增长以达到财务自由。如果你已经拥有财务自由，我能想像你在缴付完税项、减去所有必要和非必要开支后，仍然想要拥有大量储蓄。

相同地，自由现金流有利于企业和它的股东。若一家企业在缴付完税项、除去必要开支以及未来需要的资本开支后仍然拥有结余，则这家企业是更具有可持续性的。一家拥有自由现金流的公司应对财务压力时亦更加稳健。相对于拥有良好现金流的公司，拥有盈利但现金流欠佳的公司更容易遭遇破产的困境。

投资组合应用

年初至今，我们的基金下跌了 6.25%，其中大部分是由于第三季度下跌了 5.23% 导致的。由于我们持续选择了估值便宜且优质的企业，因此我们的投资组合将更具优势。亚洲市场的投资前景是明朗的，同时我们也相信，一个持有众多优质股票的投资组合(详见下表)，长期将为投资者带来回报。

	亚洲价值基金	亚太区市场(除日本外)
自由现金流收益率	7.6%	4.2%
股息率	4.6%	2.9%
股本回报率	29%	17%

数据来源: 彭博社(截至 2018 年 9 月 30 日)

目前, 市场上存在对于公司价值的定价偏差(即使是能够不断产生现金流的企业), 这也是为什么我们并没有感到灰心沮丧, 反而在为当前市场波动中出现的机会有感到兴奋。虽然获得预期投资回报的过程不是一帆风顺的, 但我们相信 “市场总会将财富从急躁的投资者手中转移到有耐心的投资者手上”。

顺祝时祺!



吴伟明 先生
首席投资官