

西藏同信晨景港湾 1 号基金月度报告

2016 年三月

一、 西藏同信晨景港湾 1 号产品净值走势与大盘对比

截至 2016 年 3 月 25 日，西藏同信晨景港湾 1 号净值 0.932，领先上证指数 27.4%。



二、 资产组合

截至 3 月 25 日，基金持有股票仓位如下：

白酒与葡萄酒	2.36%
现金（每日进行国债逆回购）	97.64%

三、 投资分析

回首向来萧瑟处，也无风雨也无晴

3月月报 兼 2015年总结

1. 2015年市场与组合表现回顾

回首2015年，A股在一堆美丽故事的簇拥下，携着人们对国运的信念，演出了资本市场的黄粱一梦。上证综指从3258到3539，上涨了9.4%，过程却是动魄惊心，尸骨累累，上证综指最大回撤高达43%。



在这样波诡云谲的市场里，东方港湾所管理的融通资本汉景港湾2号于2015年4月27日至2015年12月31日期间，收益率为-2%。



重大投资决策回顾

回顾整年，我们在面临着重大市场系统性风险的时候，除了在精选个股和行业上获得了超越市场的回报，避过了大跌来临之时的风险之外，主要靠的是资产配置层面的决策，为我们赢得超额收益，保住了胜利果实。

2015 年的上半年是个奔腾的牛市。在疯牛套上杠杆的时候，我们坚持了一贯稳健的风格，不随波逐流，选择业务坚实、有成长空间、估值相对合理的企业形成了组合。以东方港湾平安马拉松产品为例，在 6 月 12 号大盘崩溃前，收益亦达 65%，领先于上证综指 5 个百分点。超额收益虽不大，但在估值普遍过高，基本面大多虚幻情况下，我们的谨慎让我们在之后的崩盘中获得了不错的优势。

6 月 18 日，但斌先生在达晨创投的经济论坛上，做了一场题为“A 股一定会经历一波 87 年股灾”的演讲，提醒市场当时普遍存在的高估值风险：“A 股的估值对于搬运公司上市的创投来讲，10 倍 PE 的企业可以 150 倍 PE 卖掉，利润已经比经营毒品还高，绝不可持续”。同样的错误我们在 2007 年也曾经犯过一次，在对未来的过度乐观估计下，我们经常给股票过高的估值，安慰自己高增长能弥补高估值。但即便如茅台一般优秀的企业，07 年后保持着 6 年的高速增长，估值仍然从 101 倍下跌至最低 8.8 倍，股价也两次经受了超过 50% 的极大波动。茅台尚且如此，何况市场上许多讲着虚无缥缈故事，估值平均高于 140 倍 PE 的公司呢？

我们自 3 月末就开始减持估值过高的股票，在 612 股灾来临时只剩茅台、平安等价值股。7 月以后，事态继续发酵升级，市场流动性开始出现枯竭，我们也相应继续将仓位降到更低的水平，进一步控制了回撤的风险。

8 月 18 号，在国家队出手救市的一个多月后，市场已经经历了一个多月的反弹行情，但斌先生在国信证券的论坛上，做了一场题为“去泡沫比去杠杆更残酷，老手多死在抄底”的演讲，提示在去杠杆之后市场仍处于去泡沫阶段，抄底抢反弹的风险非常大，就好比发大水的时候还在惦记着隔壁邻居家的金条，常常因小失大。

在此判断下，我们在 9 月开始的 4 个月反弹行情中，并没有做过多的参与，也因此避开了 2016 年开年的大跌。事实上，但斌先生一直在公开场合里反复提示救市和减持禁令给市场累积的抛压，很可能在 1 月 8 号禁售令解除后触发下跌风险。有统计显示，在四季度

反弹中盈利越多的机构，在开年突如其来的恐慌下跌中损失越大，多数人在反弹操作中是得不偿失的。

2. 三月走势与未来的策略

2016年3月，市场稍稍得到了一点喘息，货币持续宽松，经济回到了投资拉动的旧轨迹，人民币汇率得到了稳定，大众商品价格和外围股市也开始企稳回升，注册制和战略新兴版的推行暂缓了，市场情绪也稍微平复了下来。上证综指上涨了11.75%，创业板指上涨了19.05%，成交量放大，人气和信心逐步修复。

我们在弱勢的反弹中，选择的是持有更多现金，等待股票池中的优质公司跌出相对合理的价格，在熊市和情绪的底部去持有能够长期成长的企业策略。我们所管理的西藏同信晨景港湾1号在三月的收益率是-0.1%。

目前的市场泡沫依然严重。截至3月31号，创业板PE中位数是86.8倍，中小板PE中位数63.6倍，主板36倍。美国纳斯达克指数的PE曾经在2000年互联网泡沫中创下96倍的记录，之后下跌至14.5倍，并稳定在30倍以内。中国经济的创造力目前难言能超越当年的美国，估值也至少不应该长期稳定在如此高估的位置上。虽然注册制延缓，当新股发行的速度并未减慢，700多家企业在排队，还有无数的企业等着报送材料，中国股市的供求关系长期在发生着不可阻挡的逆转，这是估值回复正常的根本原因。



“在他人贪婪时恐惧，在他人恐惧时贪婪”，这是投资大师对世人的教诲，之所以难以

执行，很多时候是我们在应该贪婪的时候，已经不具备贪婪的条件了。这是为什么伯克希尔哈撒韦长年保持账上数百亿美元现金的道理，也是我们在 2015 年所积累的优势。而此刻我们需要的更多则是“耐心”。

回首向来萧瑟处，我们看到在风雨后和晴天前，那缕若隐若现的彩虹。