

东吴基金：庚子年伊始致投资者

我们的祖国正在经历一场灾难，每一个病例每一个疑似都不仅仅是新闻中的数字，这背后代表着一个个鲜活的生命以及他们家庭不幸的遭遇，我们为祖国为湖北为每一位遭受影响的人祈祷。整个国家已经调动起来，动用了前所未有的措施阻止疫情的蔓延，我们在防疫医学方面并不专业，但根据假期参加的一些专业人士讨论纪要来看，如果在未来一段时间我们可以看到确诊数据出现**环比一周的持续下降**，应该说黎明将不会太远…

关于对此次冠状病毒对宏观经济和资本市场的预判相信大家已经阅读了不少，在此无需赘冗。**应对逆境与艰难时刻是资产管理行业从业者所必须面对的事情。**

在这里，想汇报给大家的，是我们自己日常《投资决策检查清单》中的一条：投资切莫“如虫蚀木，偶然成文。”

对短期的预判多会借鉴记忆中最近的、仍较清晰的历史片段，但其实，数年过去，人口、技术、制度、宏观背景、产业结构、市场参与者都有差异，基于此总结的规律未必适用于当下短期市场演变。

且不说拉长到 2-3 年、甚至更长来看，此次疫情影响逐渐消逝，仅看疫情当年，如果将 2003 年的 SARS 作为参照，当年的龙头航空公司全年客运量基本与 2002 年持平，国内客运量增长 20%+，当年油价是对业绩拖累较大的因素；上海机场当年业绩大个位数增长、白云机场当年业绩增长 20%+，仅有首都机场业绩下滑，但 2004 年业绩立刻较 2002 年增长 50%创新高；高端白酒、乘用车销量年度都高速增长。

当然，03 年的经验不能简单外推到当下。我们想讨论的是对投资标的价值认知。以某航空公司为例，简要分析：

疫情发生后我们第一时间对公司价值进行了动态更新。在不同情景下，进行敏感性分析后，结果是：

- ✓ 考虑，公司 2020 年原本预期的利润全部赚不到，全年利润为 0，则公司价值降低不到 3%
- ✓ 考虑，公司不仅 2020 年全年利润为 0，且疫情对 2021 年也有影响，为 2019 年的一半左右，则公司价值降低不到 5%

综合评估公司账面现金，以及每年的经营性净现金流基本能够支撑 Capex 支出，具备抵抗危机、永续经营的能力。疫情发生以来，公司股价跌幅超过 10%，我们认为如果公司股价继续大幅下跌，则具备较高的中长期投资价值。

当下时刻，我们理性地动态评估公司价值和组合收益风险比，而不会对股价短期波动这件事情过多焦虑。

作为基金经理，我们一直追求找到卓越的管理层，我们清楚的知道自己是财务投

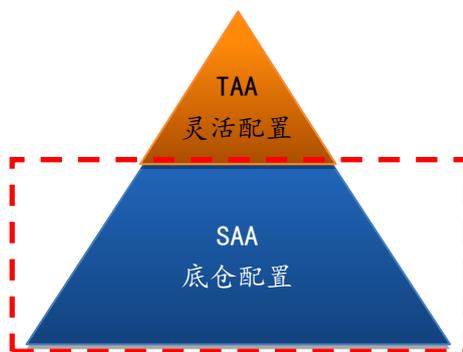
资者，优秀的管理团队可以带领我们穿越周期，持续创造价值。威廉·桑代克的《商界局外人》中介绍了8个令人盛赞的企业家可以作为范本。除此外，我读过的一个印象较深的例子是希腊船王。

希腊船王 Simeon Palios 一辈子都在经营家族的航运事业，旗下的 Diana Shipping 是美股上市公司。BDI 指数从 2008 年的 12000 点跌至 2012 年只有不到 800 点，然而，同期 Diana 航运的净资产从 2008 年的 7.8 亿美元增长到 2012 年的 12.7 亿美元。

Palios 介绍说，“航运市场波动性非常大，是个复杂的行业，但是我们做了几十年，深谙其中的道理，我们的投资理念很简单：

- ✓ 在股价高估的时候增发股票，募集现金
- ✓ 在行业景气时不扩张，而是收缩船队数量
- ✓ 在危机到来前会把船龄更新，以便度过即将到来的萧条
- ✓ 在萧条期里，收购许多便宜的资产，甚至可以借一些贷款来扩大杠杆
- ✓ 我们只和最大的公司合作，即使在危机的时候，我们的租船费用也很少被拖欠”

“Simeon Palios”们是我们一直尽力寻找的企业家。



作为基金管理人，我们自己的定位是在客户权益投资配置“金字塔”结构中，作为底部“**战略性底仓配置**”的角色。

我们期望凭借诚实、理性、坚毅的品性和对工作严谨、踏实、勤奋的态度获得持有人的信任。我们的目标是：可以犹如卓越的企业家之于我们一样，我们可以为持有人考虑周全，构建适应持有人收益风险比要求的组合。

我们随时准备应对任何情景。在庚子年来临前，为了应对市场波动，防止组合“地震”，我们对组合的结构和仓位进行了些许调整。它大概率有助于降低组合短期的波动率，经过审慎思考，我们认为这是我们应该顾及到、应当做到的。

最后想跟大家沟通的是，从短期角度出发，无论是为了规避波动的绝对收益会卖出，还是外资会减仓，会有很多让人焦虑的信息和情绪。回顾历史，几年之前股灾和熔断都历历在目，那些大波动令人折磨，但拉长来看都阻挡不了中国经济以及中国最优秀的企业成长的步伐。从大处着手，一眼知胖瘦，A 股权益核心资产

隐含的长期投资回报率较高，这是未来很长一段时间投资战略性决策的核心和基石。

此时此刻，我们对于市场和组合未来中长期收益回报的看法没有发生任何变化，希望每一位持有人保护好自己和家人的身体，让我们一起为国祈福，共克时艰，等待黎明的到来。

我们特别喜欢的一句华尔街谚语来结束此文：重要的是在市场里的时间，而不是进入市场的时机（Time in the market matters, not timing the market）。

风险提示：本材料内容不构成任何投资建议。本材料中的观点和判断仅代表东吴基金当前的分析，东吴基金不保证当中的观点和判断不会发生任何调整或变化。投资有风险，选择需谨慎。

（东吴基金杜毅、刘瑞，2020.2.13）