

我们如何营运简和资本

我们是一家专注于安全和稳健投资的投资管理机构，我们的核心业务是管理简和资本的证券投资业务。

我们投资、持有和营运管理的简和资本 2005-2019 十五年净值复合增长率 35%，同期国内沪深 300 指数复合增长率 11.7%，香港恒生指数复合增长率 8.4%，美国标普 500 指数复合增长率 9%，简和资本的投资绩效远远领先于所投资的中、港、美市场的三大代表核心指数。

2005-2006：持有胜过交易，长期持有优秀公司

2005 年简和资本转型专注证券投资，主要在国内 A 股市场买入了万科和上海汽车两家公司，全年大部分时间持有这两只股票。不仅投资了万科股票，还买入了万科可转债，在二、三季度万科股价下跌 30%左右的时候逐渐开始卖出可转债并转换买入万科股票，四季度逐渐将上海汽车转换成万科。年末以 0.8-0.9 元的价格卖出了万科股改赠送的全部万科认沽权证。2005 年简和除了证券投资还有其他生意，产生的资金也是逐渐在下跌过程中买入万科。年底衡量简和资本证券投资净值绩效的 YDI 指数收盘 1.2，年度上涨 20%。同期沪深 300 指数下跌 8%，核心持有公司万科上涨 28%，持有公司上海汽车下跌 1%。

2005 年简和投资选择万科公司主要是因为老丁自 1993 年创办张家港长江置业有限公司，从事房地产开发业务，一直对当时的行业优秀公司万科学习研究，从销售的角度和储备的角度看，投资万科的效率已经胜过自己去土地市场拍卖土地进行房产开发的效率，简和从此开启了对万科的布局。

2005 年中 YDI 指数最大下跌 30%，当时持有万科转债，可转换债券作为一个保底的看涨期权，在正股大幅下跌时往往还能保持在面值附近或略低于面值，老丁根据判断作出了卖出万科可转债转换成万科股票的决定。随着年底市场的好转，万科股票从底部的涨幅远远超过万科转债的涨幅。

2006 年一季度老丁尝试判断万科的短期高低点，在万科上涨 70%左右的时候逐渐卖出万科，并希望在更低的价格买回更多万科股票，但短期的判断出现错误，

只能在二季度以相对更高的价格将万科买回来。通过这次短线交易，万科股票数量减少了 10%-15%。之后随着新进资金的转入，继续增持万科股票，并在三季度达到高峰水平，占当时万科总股本的 0.32%。四季度随着万科股价的大涨，逐渐开始卖出并希望在较低价格买回更多万科，再次对短期市场的判断出错，只能在 07 年一季度以更高价格买回万科。06 年底 YDI 指数收盘 2.96，年度上涨 147%，同期沪深 300 指数上涨 125%，核心公司万科上涨 271%。

2006 年简和证券投资还更看重技术分析，年底老丁写下了万科交易总结，对全年的交易进行了反思，两次短期交易都出现判断错误，原本希望通过交易可以买入更多股票结果交易后持股数量反而减少，通过反思得出了持有胜过交易的结论，得出了长期持有优秀公司的结论。

2007-2008：没有规避极端重大风险

2007 年除了万科，简和新开启了航空股项目，在一季度大规模买入了中国国航和股改前的 S 南航，并在上涨过程中一直持有，直到三季度卖出了航空股以及赠送的南航权证，这部分航空股的收益率最高超过 200%以上。07 年简和除了主要持有万科以外，在三季度又通过存量转换买入了华发股份和招商银行，并一直持有到年底。简和整年基本以全仓持有公司为主，即使卖出也以存量转换为主要交易方式，基本不持有现金。07 年底 YDI 指数收盘 8.45，年度上涨 185%，现金率 CR 0%，同期沪深 300 指数上涨 163%，核心公司万科上涨 181%，持有公司华发上涨 163%。

2007 年及之前简和投资评估判断以阅读上市公司年报和证券公司的研究报告为主，主要以中金公司行业分析师的研究报告作为交易参考，简和证券体系尚未构建。

2008 年简和资本继续持有以万科为主的地产公司，全年持有仓位一直维持在 100%左右，期间通过存量转换买入了以南方航空为主的航空股组合，年底又通过存量转换重新回到了以万科为主的地产股。08 年底 YDI 指数收 3.05，年度下跌 64%，现金率 CR 6%，同期沪深 300 指数下跌 66%，核心公司万科下跌 64%，期间交易规模较大公司南方航空下跌 89%。

2007-2008 年犯得的重大错误是没有规避极端风险, 2008 年 YDI 指数跌幅是简和历史上最大年度跌幅。市场大幅下跌后, 老丁认识到我们的投资分析不能完全依赖中金的证券分析报告, 开始初步构建自己的证券研究体系, 制作并完善了万科历年管理数据等一览表、万科主要涨跌波段统计、万科和上证指数、万科未来 5 年、万科 08 经营数据、远大基金万科南航价格波动表等。表格的时间跨度从万科上市的 1993 年到 2008 年, 再加预计未来 5 年到 2012 年, 表格的数据上千个, 成为了我们现在估值科 B1 表的雏形。通过这些分析, 老丁得出了在底部一定要坚定信心, 坚决持有万科的结论。

2009: 较好利用了市场, 规避了重大风险

2009 年简和开始大规模投资香港和美国市场, 国内、香港、美国三个市场同时大规模投资和运营。国内账户继续持有万科等地产股, 直到万科股价自 08 年低点反弹超过 100%后才开始逐渐卖出, 年底时已卖出了简和持仓的 7 成以上, 有效的规避了风险。卖出万科的资金开始在国内 A 股从事新股项目套利工作, 取得 16%的年化收益率。香港账户在一季度以较低的价格买入绿城中国, 并在三、四季度大幅上涨后逐渐卖出, 期间绿城最大涨幅超过 200%。美加账户在一季度美国指数十年底部区间位置开始买入大幅下跌后的美国银行股组合, 到 09 年底美加账户持有以 BAC 为主的美国股票组合, BAC 从 09 年底起最大涨幅超过 400%。09 年底 YDI 指数收 6.4, 年度涨幅 110%, 现金率 CR 48%, 同期沪深 300 指数涨幅 99%, 恒生指数涨幅 57%, 标普 500 指数涨幅 27%, 核心公司万科涨幅 68%, 持有公司绿城涨幅 275%, 持有公司 BAC 涨幅 7%。

2009 年老丁开始大规模投资美国股市, 完成了 BAC、C、WFC、JPM、MS、GS、BRK、AIG 等十余家美国银行的分析单表以及 MSFT、AAPL、GOOG、XOM、PFE、PG、JNJ、IBM、AMZN、YHOO 等 12 家美国公司的估值分析表, 这些早期老丁创作的国内或美国公司估值分析表就是就是我们现在估值体系 B 类报表表的前身。后期 B1 表从 A4 纸做到了 A3 纸, 表格的内容不断完善调整, 表格的数据不断增加, 覆盖的范围不断扩大, 这十余年在老丁不断提出改进意见的基础上, 逐步形成了现在的估值体系覆盖地指行公的 B1 表。

2010-2011：安全保障不足；伪优秀公司；简和基本管理办法

2010 年简和主要投资是香港账户对绿城的再投资，重新买回绿城股票。国内账户大部分资金用来新股套利，全年取得新股资金年化 17% 的收益率，小部分资金以持有万科为主。美加账户以继续持有 BAC 为主，投资了部分绿城中国。10 年底 YDI 指数收 5.58，年度下跌 13%，现金率 CR 0.4%，同期沪深 300 下跌 12%，恒生指数上涨 9%，标普 500 上涨 15%。核心公司绿城中国下跌 29%，持有公司万科下跌 24%，持有公司 BAC 下跌 11%。

2010 年证券分析开始了以生意规模为重要指标，以对应的核心利润为重要参考，年底简和持有的绿城对应的年度销售为 12 亿元，我们对应的储备为 77 万平米，对应 19 亿的已售未结金额，2011 年预计可结算利润 5000 到 6000 万元。从资产、销售金额、税收、土地储备还是预计将实现的利润，都是当前国内和香港已上市地产股里相对最低估的，从产业角度投资房地产分析，目前价格也是非常具有吸引力的。2010 年简和开通了香港汇丰和高盛的私人银行业务，在香港市场首次使用了融资买入股票。

2011 年简和投资继续以持有为主。国内账户主要持有万科，香港账户持有以绿城为主的内房股，美加账户持有以 BAC 为主的银行股。年底 YDI 指数收 3.61，年度下跌 35%，现金比例 CR -10%，同期沪深 300 指数下跌 24%，恒生指数下跌 17%，标普 500 上涨 2%，核心公司绿城下跌 61%，核心公司万科下跌 9%，核心公司 BAC 下跌 58%。

2010-2011 年犯得重大错误是安全保障和优秀公司。2011 年简和两只核心公司绿城和 BAC 都出现大幅下跌，远超过同期指数跌幅。投资绿城出现问题，老丁借鉴券商报告里的比较体系，开始把绿城和同行的其他公司进行比较，创作出基本比较表、估值比较表、毛利率三项费率比较表等，从 2007 年比较到了 2011E，开创了我们的比较体系，公司优不优秀放在一起比较就知道了，通过比较发现绿城不是一家优秀公司。这个表也就是我们现在估值体系 B2 表的前身，后期经过每年不断地领悟分析新增了很多指标，也删除了很多指标，调整了很多指标，逐步完善改进，成就了现在的 B2。后期又在 B2 的基础上创作出实用性更强的 B2

简体系。

2011 年不同于 2005 年，YDI 指数最大下跌超过 30%，当时简和还有其他生意可以产生现金流，有新的增量资金可以在下跌过程不断买入；也不同于 2008 年，YDI 指数下跌超过 60%，虽然简和已没有新增现金流，但简和账户还没有一分钱融资。2011 年 YDI 指数最大下跌超过 40%，国内中金账户、香港汇丰和高盛私人银行账户、美国汇丰账户都使用了融资，而且香港高盛已经开始 Margin Call，要求归还融资，简和资本到了危险时刻。在这种情况下老丁冷静分析，合理应对，从大势、估值、远大的资金、融资，有所为有所不为，如何应对等等方面作出了部署，最重要的是在如此环境下老丁认为要保持乐观，不用过分悲观，继续读书研究。提出了极限情况下的生存，有质量的生活和工作，不错过可能出现的重大机会。正如马克赛勒尔文章伟大投资者具备从过去所犯错误中吸取教训的强烈意愿一样，老丁开始构建《简和证券基本管理办法》，这成为简和证券投资的理论指导体系，其中的详细内容可以参阅公司网站老丁的文章《简和基本办法》缘起及架构》。

2012：简和证券管控平台；我们的投资大年

2012 年香港账户对持股结构进行了存量转换，逐渐买入雅居乐、恒大、融创等内房股，并逐渐加大融创的布局，另外对酷派开始了规模化的投资，成为地产以外最大的投资项目，年底香港账户持有以融创、绿城等为主的内房股组合，美加账户也持有融创、绿城和 BAC 三个组合。年底融创已经成为简和香港账户第一重仓公司。绿城和融创分别是香港市场主板 2012 年涨幅第二和第三名。国内账户还是以持有万科为主。12 年底 YDI 指数收 7.76，年度涨幅 115%，现金率 CR 10%，同期恒生指数上涨 27%，沪深 300 指数涨幅 10%，标普 500 指数涨幅 16%，核心公司万科上涨 35%，核心公司融创上涨 270%，持有公司绿城上涨 320%，持有公司 BAC 上涨 110%。

2012 年简和证券综合管控平台初稿已经形成，包含核心综合评估、交易和评估、估值和情绪、中美宏观、中证指数、上证指数、深综指数、恒生指数、标普指数、地产、中关注、美主流以及商品外汇。

2013-2014：我们和万科盈安合伙人；五粮液的确定机会

2013 年简和在香港账户和美加账户持续加大了对融创的逢低买入布局，持续用自有资金和融资资金买入融创，至年底融创已经成为简和最大持仓公司。香港账户全年继续对酷派进行买入及部分规避风险交易。国内账户也使用融资，除了继续买入万科，还在下半年开始买入五粮液和招商银行，至 2013 年底，简和三个账户都持有融资，整体账户负债率也是历史上最高位置。年底 YDI 指数收 6.83，下跌 12%，现金率 CR -20%，同期沪深 300 指数下跌 5%，恒生指数上涨 7%，核心公司万科下跌 21%，核心公司融创下跌 23%。

2014 年万科股价继续下跌，万科郁亮和盈安合伙人开始大量买入，简和在万科历史估值底部区间融资加大买入力度，最终持有接近千分之三的万科，并一直持有到 2015 年才开始逐渐卖出。香港账户和美加账户继续在 4 元以下增持融创，并买入其他内房股及执行部分存量转换，继续规模持有酷派集团，并在年中大规模买入与大规模规避风险。年末简和主要持有以融创为主的内房股组合。年底 YDI 指数收 11.51，涨幅 68%，现金率 CR -1%，同期恒生指数上涨 5%，沪深 300 指数上涨 56%，标普 500 上涨 14%，核心公司融创中国上涨 70%，核心公司万科上涨 73%。

2015：《2015 的教益》；《我们的生意》；利用市场；管控风险

2015 年上半年简和国内账户规避了 A 股市场风险，逐渐全部卖出了万科。万科从 2005 年开始买入一直到 2015 年基本全部卖出，一直作为简和核心公司长期持有。二季度后随着核心公司股价大幅下跌，开始在国内港股通账户大量买入融创。香港账户一直以融资持有为主，2015 年加大了对新城发展的投资布局，并在年中适当规避了新城 H 的相对风险后重新买回。香港账户一直规模持有酷派，未能有效规避风险，导致 16 年酷派投资出现重大损失。至年底简和账户总计持有融创数量占融创总股本的 4%，持有新城发展数量占新城总股本的 2%，分别成为简和第一、第二大持仓股票。年底 YDI 指数收 12.64，涨幅 12%，现金率 CR -9%，

同期沪深 300 指数上涨 7%，恒生指数下跌 4%，核心公司融创中国下跌 24%，核心公司新城发展上涨 86%。

2015 年我们在香港投资的核心股票大幅上涨 200%后没用利用市场，清除融资，在市场大幅调整后融资被券商 Margin Call，虽然后期利用 A 股的资金帮助了香港，但是对于一个牛市，只看到了背影，没有收获到牛市超级现金。老丁反省总结后写出的两篇经典年度文章《2015 的教益》和《我们的生意》，以及现有的四大执行要诀判断并利用市场、管控风险。

2016：香港内房股-超级投资机会；酷派教训

2016 年简和整体继续以持有为主。年度主要交易是 SOHO 中国下半年大幅上涨后卖出，存量转换为碧桂园、旭辉等开发类内房股。香港账户全部卖出酷派集团，单笔投资出现重大损失。2016 年年度换手率是历史上最低的一年，年度换手率不超过 20%，全年坚定持有以融创为代表的核心项目和重要项目。年底简和持有的核心项目假设全结算市收率已经超过 50%，与 2011 年底一起成为简和历史上核心项目收益率超过 50%的两年。年底 YDI 指数收 14.87，上涨 18%，现金率 CR -2%，同期恒生指数上涨 4%，核心公司融创上涨 8%，核心公司新城发展上涨 19%。

2016 年证券平台主要新增了融创物业统计 A/B 表和 SOHO 中国物业统计表，这两份报表也是根据老丁要求或由老丁构建架构，由证券部门员工填报的。通过融创物业统计 A/B 表，让我们清楚掌握了融创几乎每个项目的具体情况，从投资、工程、销售到交付，对我们持有并在低位持续买入核心公司提供了信心保证。通过分析 SOHO 中国物业出租及展望表，让我们对 SOHO 的真实成本、净资产及合理价值有了详细的认识，为在年初低点坚定持有 SOHO，从年初低点价格大幅上涨后卖出 SOHO 提供了坚定支持。

2016 年简和持有的核心项目酷派集团出现重大问题，虽然从整个项目来看，2012 年开始买入，到 2017 年一季度整个项目结束，整体盈利 1900 万，但是截至 2015 年中，简和持有的酷派最大浮盈超过 4500 万。2015 年下半年及 2016 年整年，都没有及时对酷派果断执行卖出，造成项目盈利大幅减少。2016 年简和

投资的酷派集团创下了简和资本历史上最大的投资权益亏损纪录，按年底持有的酷派股数对应的 2016 年报表权益亏损 860 万港元。从行业和公司、管理层、执行力，毛利和利润 等方面看，酷派都不是一家优秀公司，不能长期持有。通过酷派项目，老丁反思总结得出我们现在四大要诀之一判断优秀公司标准的初稿。

2016 年底，简和已经成为香港内房股的王者，持有的内房股市值已经接近全部内房股流通市值的 1%。

2017:《风控》系列文章；内房狂飙，考验风控判断和超级持有

2017 年简和上半年继续买入融创、碧桂园、新城发展等内房股，整体 CR 从 2%下降到五月底的-11%，7 月核心持有公司融创上涨 200%以后，在 19 元才开始了第一笔卖出交易，卖出股票归还融资，17 年年底又重新回到生意规模的角度，重新买回融创。年底 YDI 指数收 57.86，上涨 289%，现金率 CR 16%，同期恒生指数上涨 41%，沪深 300 上涨 24%，标普 500 上涨 22%，核心公司融创上涨 401%，核心公司碧桂园上涨 243%。

2017 年，在我们的核心公司上涨 100%后，我心里疑惑，担忧会不会重蹈过去两年的调整，要不要按照《2015 的教益》先卖出部分股票清除融资。老丁在此情况下写出《风控（一）一谈风控、谈核心内房股、谈未来》，首次提出了融创将成为千亿级的企业，指出了现在最大的风险就是不持有。并且和 2015 年比较，现在不应该清除融资。做出了基本判断—恒生指数在重大调整前将超越 2015 年高点 28000 点。这些风控判断一直指导简和 2017 年的操作。之后老丁又陆续写出《风控（二）-在不确定中坚守确定性》，《风控（三 A）-融创最美好的季节》。这些文章对于简和坚定持股起到了非常重要的作用。证券管控平台 B2 简也是 2017 年老丁作出的重要表格，首次提出效率和风控的概念，通过 B2 简选择出的优秀和相对优秀公司也被后续市场所验证。

2017 年简和的生意规模首次突破 100 亿元，对应的权益销售规模 123 亿元。

2018: 《简和九句》; 《四大执行要诀》; 超级交易单

2018 上半年由于我们过度注重生意规模，简和在较高的价格重新买回了融创，并过早的在 30 元左右开始使用融资买入，忽视了融资的风险，七月初简和持有的资产对应的生意规模超过了 250 亿，但这个规模是不安全的，是建立在过度融资的基础上的，7 月初香港市场融资额超过了 10 亿港元，融资额创历史新高，融资比例接近历史新高。7 月份老丁开始下达去融持现次级交易单指令，卖出以融创为主的组合，规避相对风险，归还融资并持有现金，充分利用到了核心公司的流动性，经过第三季度的连续交易，现金率 CR 从-17%提高到 34%，重新回到安全空间。四季度老丁下达安全投资超级交易单指令，重新在相对安全的价格买回生意规模，在这个阶段市场及简和核心公司出现反弹的过程中，老丁下达了与安全投资超级交易单不在同一层次的，方向相反的，规模较小的，应对市场的次级交易单，小规模卖出了前期较低价格买入的公司。年底 YDI 收 50.2，下跌 13%，现金率 CR 22%，同期恒生指数下跌 14%，沪深 300 下跌 25%，核心公司融创下跌 21%，核心公司碧桂园下跌 36%。

2018 年风控平台系列超级交易单是丁总构建的重要表格，业务平台之交易及管控类平台 A4 超级交易单是风控科最重要的业务平台之一，这个平台是由老丁构建并不断修改完善后交给风控科填报的，超级单包括了项目、季节、项目规划、项目执行、项目余额，将交易分成超级交易单和次级交易单，将项目和资金相结合，它可以帮助我们理清交易的逻辑和架构，分清交易的层次，明确每个阶段、每个项目的成本，合理管控交易执行的进度。无论对于风控规划、判断、指令还是风控执行，都具有重要作用。

2019: 《巴菲特（格雷厄姆多德费雪）投资体系的简和架构》

2019 年，上半年简和继续按照老丁下达的融创的超级安全买入单指令，买回融创、碧桂园、港股综合单和 A 股综合单。这个阶段以买回生意规模为主要目标，随着市场价格的大幅上涨，老丁下达了规避风险次级交易单 2，这个阶段以

规避风险为主，对核心项目执行了规避风险的卖出交易，二季度底次级规避风险单基本完成。随着核心公司股价再度下跌，19年7月份老丁下达超级安全买入单。通过19年一系列的风控交易，简和有效规避了相对风险，重新获得了生意规模。通过风控交易，使简和总体能够保持稳健、从容的状态。年底YDI指数收90.61，上涨81%，现金率CR 4%，同期恒生指数上涨13%，沪深300指数上涨39%，核心公司融创上涨83%，核心公司碧桂园上涨31%。2019年简和对应的生意规模达到258亿，比2018年增长52%。2014年以来生意规模的复合增长超过60%。

我们始终秉持安全的商业原则，稳健的执行原则，有效增长的原则，通过不断学习、不断实践，通过不断自省、不断总结，通过不断认错，不断改进，克服了发展过程中的许多阶段性困难，逐步建立了远投自己的理论体系和规判执行体系，确立了一定的竞争优势和护城河。

1970-1984年，这15年，投资大师巴菲特投资伯克希尔净值复合增长率23.9%，索罗斯旗下基金复合增长率30.9%，彼得林奇1977-1989年12年净值增长年化收益率28%。简和资本15年的历史绩效是能够与大师比肩的业绩，简和是巴菲特（格雷厄姆多德费雪）投资体系在国内知行合一的实践者。

风控科 田锐

2020年7月3日