

我们到底错在哪里 202204

——过去两年错误和问题

过去很长一个阶段，内心一直很不安。我们逐步的意识到，我们过去两年，身处在行业十年来高速发展和问题公司高息负债累积的巨大风险中；同时我们的投资也身处在证券市场大周期的高位指数的巨大风险中。我们身处于这样的风险之中，但我们在很长的时间里，没有在行业高位和指数高位舍断离的清醒的认识，反而长期的陷入不重要的交易中在相对高位反复折腾，是由于我们内心的对常识不够敬畏，对市场抱有幻想，内心有不该有的贪婪。

2020 年和 2021 年的问题，我们要把它放在 2014-2021 的大周期来看。在行业高速增长中，从景气到繁荣到衰退，各方从谨慎到乐观到贪婪，负债越来越大，地价越来越高，限制越来越多，竞争越来越不理性，行业整体难以为继。我们身处其中，在行业增长的后期仍对行业和公司抱有幻想，我们对行业和核心持有公司的发展阶段有错误判断，大周期的风险判断上犯了方向性错误，在该离开的时候持有，在该卖出的时候买入，在之后市场核心指数的牛熊阶段判断上不清晰，在执行上陷入了在市场高位的反复折腾，累积起来产生了一些不小的问题，错误和问题持续的时间也很长（这里错误是指错误的判断和执行，问题是指投资管理中不尽人意的结果，错误是各种问题产生的原因）。错误和问题较多，涉及简和投资体系中诸多核心概念。如果我们不能客观清醒的认识我们在过去两年的问题，认清我们在方向上和判断执行中的错误，拷问我们为什么我们会出现这么多一系列的错误，那么，我们就很难理解安全投资的知行合一为什么这么的艰难，我们的简和安全投资体系就不能在艰难苦恨中在内心生根，我们的执念就难以放下，心结就难以解开，今后的路我们就很难走下去。只有较好的认识了问题，认识了我们的错误，认识了我们为什么会犯这么多的错误，才能更全面的理解安全投资的核心概念，才能在今后少犯错误，才能使内心重回宁静，才有可能帮助我们重拾信心。

我们回顾一下 2005 年以来的两个大的市场周期和最近几年的证券市场。从证券市场沪深 300 的大周期的角度看，2005 年六月到十一月期间为底部开启的



牛市，持续到 2007 年下半年，用大约两年的时间从 900 点左右上升到 5500 点左右，然后通过三段式下跌，用大约六年左右的时间跌回 2000 点左右，这是一个大约十年的大周期。在此过程中，沪深 300 的自由流通规模和中国经济的规模都有了巨大增长，GDP 规模从 18 万亿来到 64 万亿，沪深 300 自由流通市值从几千亿来到 2014 年上半年的大约 6 万亿的规模。2014 年的三到六月间为底部区域，沪深证券市场又开启了一个长期的市场周期。这一次上升的牛市用了从 2014 年到 2020 年共七年的时间，而调整的熊市到目前只有一年的时间，目前仍在进行中。指数的自由流通市值从 6 万亿增长到了 22 万亿左右，GDP 从 60 万亿增长到了 2021 年的 114 万亿。不管熊市的调整还需要多长时间，也许一年左右，但熊市的目标，大约是 3000 点到 3300 之间，而底部的持续时间，也一定是需要好多月的累积来确认市场熊市的底部和新周期牛市的开始。调整之后，流通市值和 GDP 的关系也会更加合理。所以，从证券市场的角度看，我们投资的地产行业在过去一年的销售、融资和流动性等的极端困难，也基本上对应了同期证券市场的惨烈的调整。

回顾一下最近几年的地产行业和市场。证券市场的地产大牛市整体在 17 年末左右结束，指数价格处于较高的风险之中，同时行业生态已经不容乐观，但地产证券市场的牛市情绪仍未退去，在 18 年的下跌和 19 年的反弹后，地产内房指数虽然仍在高位，但此时行业生态已经开始恶化，20 年开始，行业指数和核心指数背道而驰，说明投资者纷纷离开，而 21 年初的弱反弹只是 3 年历史大顶部区域的最后的机会，然后伴随行业的危机的爆发，地产指数价格迎来了长期的惨烈的下跌。

第一个大周期，我们的问题主要在规避风险上，通过对问题的反思，我们写出了《证券投资基本办法》来规范我们的行为，我们确立了安全投资和规避风险作为简和基本办法的核心概念；在第二个大周期中，我们努力让这两个概念在第二个大周期中的投资实践中落地，但在一年一年的远大指数增长中，在逐步累积的风险中，我们还是在规避风险上出了问题，犯了大错误；我们的错误让我们进一步体会到，在公司的评估上，必须把安全营运和利润增长结合起来，着眼公司业绩安全的增长，有现金的利润。只有在大周期上把握了安全投资和规避风险的大方向，同时坚定放弃那些在经营上不符合安全的增长的原则

的公司，我们才可能在今后的实践中让简和资本少犯错误，让简和资本在相对安全中增长。我们相信，我们是一个在反思中学习，在认错中改进的团队，经过了这么多的艰难苦恨之后，我们努力在今后的大周期中，让安全的增长，不但成为我们投资体系中评估公司的核心概念，同时也成为我们简和资本在市场大周期中规避市场风险的原则。

一、问题 1：过去两年，我们没有能及时规避十年一遇的行业和公司的重大风险

我们是谁？长期以来，我们将自己定位为一个安全投资者，安全买入、优秀公司和规避重大风险和是我们的核心概念和核心工作。在践行安全投资的长期工作中，在 11 年到 19 年取得了阶段性的复合增长，同时，在这个长期的增长过程中，核心公司的风险也在不断的累积，行业的风险也在不断累积，简和资本的风险累积到风险类的级别；之后，过去两年（20 年和 21 年）我们没有能及时规避好十年一遇的复杂的重大行业和公司风险，对我们的简和资本带来了较大的冲击。

【不安全的交易逐渐钝化了我们对市场、行业和公司风险的穿透力和警觉】

2005 年，在指数相对安全的时候，我们有规模的买入价格相对较低万科，但是没有能够在 07 年 08 年规避重大风险，即使万科相对优秀，规避风险仍旧是必须专注的核心工作；2011 年到 16 年，在指数安全的时候，我们有规模的买入融创，新城 H 等，虽然在过去十年获得了远大指数的较快增长，但在过去两年，我们也没有能够及时规避行业 and 公司的重大风险。据 19 年报，融创的有息负债问题逐渐越来越大，主流的公司利率在降低，融创的借款利率却快速上升。不仅如此，行业也已经累积了巨大的风险，17 年后，行业已经没有了 11 年、14 年面临的高速增长的大机会，更多的面临的是如何化解风险。从上帝的视角看，我们正面临巨大的行业风险和核心项目风险，但当时我们对风险认识远远不到位。相对不安全的交易从 2017 年下半年就开始了，到 2020 年最为频繁。我们被长期的惯性所驱动，我们还想更多的所谓低价买入，更多的销售，更多的利润。由于对风险认识不到位，这两年，不知不觉中，我们做了很多不安全的交易。早期这些交易有的产生了不少交易利润，但带来了更多的不安全的交易，

最后钝化了对市场、行业和公司风险的思考力和警觉。

【从上帝视角看，我们在用相对高的价格买入陷入问题的公司，我们在做不安全的事情】我们没有敏锐的感受到，我们投资的行业处在十年一遇的巨大风险中，我们持有的股票也就是我们的资产处在十年一遇重大的风险中，处在不断累积的风险中。17 年是行业的高峰，19 年是市场最后的反弹，然后，风险开始在有问题的公司中全面的展开。在过去几年我们认为，相对高的价格卖出是为规避风险，获得资金，在之后有机会如果更低的价格买入，我们拥有了更多的股票，我们也很安全。殊不知，几年的时间里，行业和投资的公司已经有了很大的问题。虽然这些交易有些时候也带来了收益，面对几个亿的交易利润，我们内心沾沾自喜的以为我们是安全的，但其实我们并不安全，因为行业的大环境变得越来越艰难。这些不安全并不会马上在几个月当中表现出来，但在市场下跌后反弹中，在光鲜的年报公布后业绩会后的市场的反映中，我们感受到投资者在慢慢的离开，热度不再。当我们大规模买入的时候，我们只是觉得价格相对比以前高的时候低了，缺少了在行业和公司有了新问题的情况下对于行业状态和买入公司状态的拷问和对于问题的审视。随着时间的推移，当我们用一个上帝的视角看我们的问题时，我们看到，其实我们在用一个相对高的价格买入一个有大问题的公司。

【我们还是缺乏识别重大风险的能力】安全投资者首先应该是一个规避重大风险的人。要规避重大风险首先就要识别重大风险，但我们没有及时识别重大风险。为什么？因为重大风险往往穿着相对安全的外衣，而我们有时候又自以为是。2020 年 3 月，恒生指数很低，融创的价格相对很低，我们当时觉得是安全的；其实最大的不安全开始了，因为高利率的问题开始突出了。2020 年底，融创利润出来了，似乎很不错，销售也不错，价格也开始反弹了，我们当时觉得安全；其实行业的大问题正在展开，行业买地在恶性极端竞争中，卖房是限价的。2021 年上半年，行业的额销很好，我们觉得还有卖出的时间；其实销售和 GDP 的关系已经完全扭曲，我们长期关心的销售数据已经是严重不可持续的了，市场即将进入较长的大幅同比下跌阶段。所以，风险往往穿着相对安全的外衣，只要我们或心有执念，或自以为是，只要我们内心稍稍放松我们的检查清单，稍稍放松我们的评估要求，我们就会做出大错特错、南辕北辙的判

断。

我们在不该买入的时候大量买入，在不该融资的时候大量融资，我们事实上成了一个交易投机者。投资者思考的出发点是规避风险和安全边际，安全投资者所做的交易是相对安全的交易，交易的对象必须是优秀的；交易者考虑的是交易能不能获得差价，他们更多的考虑的是趋势。安全投资者所做的交易并不多，他们做必须做的交易，尽量不做可有可无的交易。

【我们没有能在 2020 年末前对行业和问题公司一个断舍离的基本的判断】

我们反思，我们不应该在规避风险卖出之后，为了差价又去买入有问题的公司，不应该在行业指数相对高位融资，而应该不断累积大量的现金，保持定力。在错误的判断下，我们为了差价买入了很多有高负债问题的公司，而且这些问题正在成为困扰金融体系的问题。我们在很多不安全的交易中，渐渐放松了我们长期对规避风险的坚守，渐渐放松了对最基本原则（安全、稳健、优秀）的坚守和坚持，渐渐放松了对常识的坚守。我们在错误的时间买了很多有较大问题的公司，当然最大的问题还是没有及时对核心公司的不断扩大的高负债问题下断然离开的坚定决心。或者说，没有能够及时对行业和核心公司有一个基本的判断。这个基本判断就是：19 年年报后，行业高负债，高地价，规模面临调整，商业模式难以获利。核心公司已经从一个相对优秀高成长公司变成了一个高负债高利率过度融资的问题公司，继续大规模持有融创是不安全的，必须早作安排，规模离开。

二、问题 2：过去两年，我们在买入上没有能守住安全的原则，优秀公司的原则

【我们没有能识别扭曲的市场的警示】2020 年，主要指数在大涨，但地产内房指数在下跌，地产在牛市下跌，历史上第一次，很扭曲。对我们来说，首先是要认识到行业 and 核心公司的问题，如果行业没有出大问题，行业不可能长期背离主要的指数。所以，地产内房指数的下跌是市场的警示，但当时我们的认识远远没有到位，我们以为可能还有机会。当时，行业长期高速发展以后，内部问题突出。虽央行主动干预，但市场仍旧虚火，主要表现在买地恶性竞争，商业模式已不能良性循环。而我们在该年仍抱有很多幻想，在应该是主要规避

风险的卖出季节里，仍旧在做很多不安全的买入交易，这是非常不明智的。

【我们没能识别、远离问题公司】安全投资者同时也应该是一个规避问题公司的人。如果我们遵从安全的原则，就该规避风险，坚守我们的牛市现金，不断累积我们的牛市现金。但我们在错误的判断下，在核心公司已经是问题的情况下，还继续融资买入，是绝对错的。

现在反思，2015 年前后，在行业仍有较大成长空间的情况下，从增长和效率的角度买入成长较快的融创，方向仍是可以的，但 2020 年后，在明确的融创的利率和融资都大幅上涨之后，融创只能卖出，不能买入。而我们在卖出之后，为了所谓的差价和所谓的生意规模和利润，仍旧继续规划在更低的价格大规模买入有问题的公司肯定是极不明智的，这样的行为违背了安全的原则，违背了优秀公司的原则。世界上没有一个优秀的大公司是长期借高利率的。利息资本化后的利润也是不真实的。

现在想来，大规模融资买入，说明我们当时对核心公司的执念是多么的深。我们曾经告诫自己，买入决定生死，买错了是要出大问题的，融资买错了是要出极大的问题的，但我们还是错误的大规模融资买入了。当时，我们有些相信公司的指引，仍幻想着销售的增长，幻想着融资利率的降低，今天想来，这是多么的愚蠢。

三、过去两年，我们到底错在哪里？

回顾过去两年的市场和我们的判断和应对的错误，问题的是一定会来的。

历史上，2008 年，我们主要犯了没有规避重大风险的错误；2011 年，我们主要犯了买入问题公司的错误，并且买的早了；2015 年，我们还是犯了没有规避好风险的错误。用今天的角度看，2020-2021 年，我们面对的是实体市场地产行业的大风险和大调整，也是 2014 年初以来，证券市场股价大幅上升后地产行业风险爆发带来的大调整。

我们到底错在哪里？为什么过去两年我们所犯的错误难以避免？

【2015 年以来，我们主要通过增长和效率的审比评判来买入和持有公司，当行业转折发生时，我们面临的风险相对持有优秀公司是比较大的。因为在地

产行业，增长是通过负债来驱动的。】在 2015 年到 2019 年这个阶段，我们选择着眼于增长为主，以效率为主，大方向是对的，即使现在看也是对的。这些公司是有强大执行力的公司，学习能力，产品能力，执行力很强，成长很快，有息负债增长也很快，问题是能不能平衡好规模增长和营运安全的问题。在那个增长和效率优先的阶段，它们是相对优秀的。但持有这些有的公司，对风险的管控提出了更高的要求，要求我们时刻关注公司的问题是在解决还是在延续或放大，问题失控的时候，就是问题公司了；特别是长期增长带来的高负债问题，高地价问题，高房价问题。要明白我们持有高增长公司面临的风险比持有稳定增长的优秀公司更大，面对土地市场的残酷竞争，资金市场的风云突变和销售市场的艰难，流动性在行业重大调整来临时，优秀公司最后能活下来，问题公司最后很难很难。这个意识我们后来有所放松。在找到了高增长的融创和新城 H 之后，我们长期持有并获得了远大指数的较快增长。我们又在行业中寻找所谓的高增长公司，这是在方向上犯了错误。因为如果没有在 15 年和 16 年上半年最好时间的低价规模买地，后面就会买到高价地，高增长高周转都是不可能的；同时，很多关注的公司表内表外隐藏了我们不知道的大量问题。我们选择了高成长公司，获得了高增长，长期持有，必然面对着相比优秀公司更大的风险；我们遇到的风险，是长期持有后我们风险意识下降同时公司增速下降后各种问题累积后产生的风险；后期我们应该要主动有规模的规避风险，但由于执念，由于不安全的交易，由于我们风险意识和判断的问题，我们没有做得够好。

【我们在风险意识、风险判断和风控执行上都有较大问题】在融创等地产股票的投资上，我们错在对地产行业和核心公司的风险意识没有到位，我们错在对地产行业股票风险的级别判断没有到位，我们错在风控执行也没有到位。在风险意识上，我们对行业已经不能良性循环的问题认识不足（拍地政策极其恶劣），对三道红线的初衷认识不足（三道红线为应对金融危机而来），对我们 14 年初以来取得的快速的成长后股价中隐含的巨大风险认识不足，对融创的高利率高负债问题的巨大风险认识不足；在风险的判断上，我们没有意识到行业下半年销售的问题，没有意识到美元债巨大波动及无法借旧换新的对问题公司股价的冲击，没有意识到出险公司带来的资金监管对问题公司股价的冲击，所



以我们也没有能判断出面临的风险是十年一遇的级别；在风控执行上，我们大量的对融创的差价交易，并不能丝毫降低我们面临的风险，反而通过更多的融资买入，增加了我们的风险。综上，这就是我们在地产投资上的错误的认识判断和执行。

【由于对地产的行业和公司的认识判断执行没有到位，巨大风险也没有处理好，我们匆忙提出的所谓转型也是一定会失败的】一方面这两年我们在投资心态不稳，另一方面，我们布局的方法也不对，瑞声、吉利等行业竞争力有问题，万科的问题上，我们的心态有问题，沃森的问题上是价格的问题；我们在找公司的方向上出了问题，在指数相对安全的时机，我们还是要回到指数公司和优秀公司的方向上来，回到安全投资的轨道上来。比方说如果 2020 年上半年，前十位权重的沪深 300 也没有大问题，从中选择几个比方茅台、招行、宁德等明牌也是可以的。

为什么我们以前的投资历史中，我们会犯一种严重的错误，而这一次却在规避风险、融资管控、优秀公司、安全投资等重要概念上都犯了严重的错误。我的反思是，一方面，我们对行业和核心公司抱有幻想，对面临的风险没有清醒的认识，也没有坚定简单的规避风险判断。我们觉得只要销售好，少买地，快速降负债是可能的，其实市场环境已经不同了，这个常识没有人能告诉你，你只能自己思考，自己感受，自己独立判断；另一方面，市场处于牛市，很多我们关注的公司涨了很多，我们在市场中觉得落寞和不甘心，总想着哪里有机会去做个大交易，赚点快钱。所以，规避风险做的不好，安全买入又犯了大错。这一次我们手里的现金相对比较多，而我们自己的心态在行业重大问题上也是最不稳定的阶段。面对市场，我们内心既有恐惧，也有贪婪，我们心里总想在地产以外领域做点什么，但市场明显是处于相对风险区域，最后没有做好吉利、万科等项目，还撞了瑞声、沃森等各种各样的墙。不撞南墙我们放不下心中错误的执念；撞了南墙，内心终于在头破血流后明白，这条交易的道路，这条没有安全灵魂的道路是走不下去的。

现在回头想，过去两年的问题要处理好，一方面要坚决卖全部融创，另一方面要坚决守住现金，不受诱惑。对我们来说，要做到这两条，看上去不难，



其实是非常难的。难就难在我们身在其中，如果没有非常冷静的态度，如果没有冷眼旁观的态度，如果没有提前转身舍断离的态度，是很难做到的。2020 年，指数和行业价格涨起来之前，市场是有一些重要的安全投资机会，但这时我们的主要方向还期盼着问题公司的好转；2021 年手里有了一些现金，但行业的问题还在爆发我们的心态特别不稳定，这时市场上也没有机会了，其实我们不能再去折腾了我们应该放下不安，放下杂念，好好休息。

20 年的上半年，我们看到了中芯国际的阶段机会，当时我们有些犹豫，我们对地产以外的股票没有能够下大的决心。后来一直心心念念要在地产以外找机会，我们在吉利上下了决心，最后由于心态不稳，在吉利上涨的前夜，我们放弃了，在持有吉利的过程中，我们一直比较观察着比亚迪的价格，但没有理解对比亚迪跟随特斯拉上涨的逻辑，非常遗憾的是我们错过了比亚迪，也就错过了早期的新能源。其实，所有以上的项目，只是阶段的套利项目。之后，2021 年来了，市场已经连套利的机会也很难有了，但我们交易的心结已经种下，心心念念要去做不确定的事情，没有把握的事情，去撞南墙，结果选择了业绩下跌的瑞声，选择了价格高企的沃森。历史上，这样的时机，我们连看一眼都不会看。但因为我们心中有杂念，问题就难以避免。

过去两年，核心公司面临巨大风险，我们没有处理好规避风险的问题；市场在美国大跌之后，流动性宽松之后，的确在相对低的位置在中国和美国开始出现了一些由美国大公司引领的一些行业套利机会，我们也没有能够在早期看清明白参与，而是在后期市场高企之后仍旧执迷不悟，高位买入概念公司，不但蒙受重大损失，而且导致心态和情绪不稳定，对自己的信心也有所动摇。这是我们的两个重大错误。

四、过去两年的不安全交易和具体错误

过去两年那些不安全的交易

2020 年 3 月，在相对高位 10+亿级别的规模卖出之后，在当时的相对低位买入了 10 亿级别的融创。上帝视角看，这是不安全的买入。当时我们买的很开心，因为我们在很短的时间里实现了相对高的价格卖出，相对低的价格买入，买入时对应的恒生指数非常低。问题是，在未来的一段时间，能不能回到相对

高的价格。虽然后来的一段时间，随着指数的上涨，融创相对的表现疲弱，内心有一些担心，但还是没有意识到安全有大问题。执念还在起作用。7月初随着指数的大涨，融创有一些短暂的反弹，我们又坚决的卖出，又持有了10亿级别的现金。但随着融创的进一步下跌，执念又影响了我们的做了错误的判断，我们又开始大规模的买入，最后融资10亿规模的买入，这是不安全的交易。我们被融创利润的指引，被融创月度不错的销售数据吸引，忽视了融创巨大的负债利率。直到2021年4月份，我们提出持有融创不再安全，要保住过去十年的远大资本的发展成果，下了去融资，拿现金，调结构，布新局的规划决心。开始了10%连续不断卖出融创的阶段。现在想来，应该用15%的力度，并且一直坚定的一直保持。但我们对行业的问题认识不够，这个时候我们认为融创可能出问题，但行业内还是有一些优秀的公司可以买，所以，还是继续在做一些错误的事情，比方说大规模买入华侨城。还在买入问题公司奥园。这些都是不安全的交易。

2020年9月份，2亿级别的吉利的买入，在指数上和价格上还是处于可以套利的空间，交易的量也非常大。可惜我们最后放弃了。吉利是一个利用市场趋势套利的例子。2021年4月的瑞声科技，今天看也是一个不安全的买入。一方面是指数的位置和趋势变了，另一方面，这个行业激烈的竞争中，它不是获得份额增长的公司，再加上这个行业也在规模上难有增长的阶段，所以，对瑞声的买入投资也是不安全的交易。瑞声的例子，告诫我们不要简单相信一致预期，也不要简单相信公司的指引。

最不可思议的错误来自对沃森生物的买入。在市场大势已去的情况下，在没有产品反复炒作的情况下，在创业板指数开始趋势向下的情况下，2021年11月，我们头脑发热的在高位反复买入了大规模的沃森生物。这是我们的交易历史上从来没有正眼看过的市净率十几倍，市盈率100倍，而且没有完成指引的公司。什么叫头脑发热，这个例子就是。这是绝对不安全的交易。

过去两年的主要错误表现

- 1、【不安全的买入】大规模买入的错误：误判风险，大规模在2020年两次买入融创。

- 2、【不安全的融资】大规模融资错误：在错误的时间，规模10亿的融资买入有明显负债问题的融创。
- 3、【对风险的认识和判断错误】没有更早规避风险的错误：没有能够在21年3月前大规模卖出1亿股以上的融创和1千万股新城A规避风险。
- 4、*【对相对安全的认识和判断的错误】低价卖出错误：在心态最差的时候为了现金在底部卖出了10亿以上的一批股票。***注：3月20日，从目前来看，本周万科的股价出现了14.5-16.5的价格，当时卖出后，如果三个月后继续卖出十个亿万科新城和华侨城也是很好的继续拿现金，持有大量的现金，对现在的指数的价格来说，也是不错的状态。***
- 5、【对风险的认识和判断的错误】高价买入错误：在高价规模买入5亿金额的沃森。

五、执念和心结

【对融创的执念和心结】我们大规模持有融创十年，曾经相信我们会持有融创很久，融创也给我们带来了许多分红，股价的成长，销售的长期增长。我们对融创有感情，有信心，我们看好融创的产品，执行力，布局能力，历史上的风控能力，也相信老孙方向感和安全意识，我们对融创的评估是相对优秀公司，增长特别快，团队很狼性，很有执行力，时间久了，就有了融创相对优秀的执念。但是19年报后，过去对融创的相对优秀的判断显得不可靠了，继续抱有融创相对优秀的想法是错误的。到20年初，由于融创的大幅上涨，市场给了我们很高的远大指数，也给我们很多时间来识别风险。融创十年的高成长的同时，也累积了巨大的风险，在行业和融创的问题越来越多后，我们一度仍旧以为融创能解决高利率问题，现在看来这种执念是一厢情愿，这种想法，是错误的，特别是在相对高位的价格，继续希望融创上涨是贪婪的情绪。

我们长期追随了融创的增长。过去十年，业绩会股东会我们都第一时间研究。在很长的时间里，融创的销售从不让人失望，融创的销售和负债的关系也还没有恶化。我们长期保持着乐观和期待。但是，融创为了增长，19年开始，在融资利率上越来越失控，市场的地价越来越贵，高融资利率拿项目越来越不

安全；在资产上，越来越重，在高利率的情况下主动持有大量商业和大楼；融创表外的销售比例一直很高，超过了 55%；融创表内借了 3000 多亿的 8 个多点的高息负债，表外的情况肯定也不会好。如果说当年融创低利率低地价高销售市场不看好是市场的错，那么 20 年后高利率高价拿地市场逐步不看好融创，市场的方向是对的。虽然我们对融创的高利率等也有看法，但这么多年的对融创的执念，我们没有能做到坚定的放下融创。这就是对融创的心结。2020 年前，投资和持有融创是我们最有信心的一个阶段，融创也是我们能够有今天格局的最重要的平台之一，是我们不能不搭上的一列高速增长的列车。我们最后下决心放弃这个平台是对的，因为这个平台不安全了。我和团队说，我们持有融创不安全了，世界上没有一个公司拿着几千亿的高息负债能够从容稳健经营的。我们主动清除了融资，先主动积极卖出了一亿股融创，先确保了自己能够活下去。在此，我们也真诚的希望融创能继续坚定卖好房子，降低负债利率和规模，少持重资产，真诚的希望有好产品好团队和强大执行力的融创能重新回来，真诚的希望融创能从容安全稳健的活下去。融创，曾经是我们的平台，我们的增长，我们的信心，今天也是我们要放下的心结；在这里，有我们十年激情燃烧的美好岁月，有我们永远的快乐，有我们永远的痛。铭心刻骨的痛，痛彻心扉的痛，独自感受，默默承受。感谢融创，感谢融创带来的快乐，感谢融创带来的痛，我们会成长的，也希望融创在历尽艰难后能走出困境，稳健经营。

曾经以为我们对地产的风控比较熟悉，现在知道没这么简单。曾经以为我们的审比评判表格平台可以帮助投资，现在知道没这么简单；一度以为那些销售效率储备效率都是真的，现在知道没这么简单；一度以为融创能够解决高利率问题，后来知道没这么简单；通过平台发现并成功投资融创新城以后以为在地产上我们可以有一定的穿透力，可以发现更多黑马，现在知道没这么简单。在基本法的旗帜下，坚守核心原则是最重要的。

【对长期复合增长的执念和心结】 长期以来，有赖于我们的核心项目万科和融创，我们的长期绩效是优秀的。2011 年的时候，7 年复合 20%，我们觉得今后 20 年 20%是不可能的；2012 年以后我们又燃起了希望，到了 2019 年，15 年的复合增长 30%以上，我们自以为是觉得做的不错，其实我们已经站在了很大的风险上。优秀的长期绩效一度让我们以为自己是天选之人，以为我们是数

一数二的团队。我们内心希望我们 20 年的长期绩效是这个时代最优秀的；这就是我们对长期复合增长的执念和心结。其实我们只是在时代的列车上，我们过去在高速增长的列车上，是我们的不断的判断，坚定的选择，长期的持有安全增长的优秀公司；过去我们在时代增长最快的列车上，我们是幸运的。未来，我们要放低预期，寻找安全的机会，面对纷乱和混肴的市场，面对脑子里产生的热情和冲动，要保持冷静，冷漠，冷淡，才能专心和专注，专心在安全的增长，专注在核心项目。先把态度放端正，宁可没有增长，不能没有安全。我们过去两年的心结是急于寻找我们的转型项目，急于找到和重建增长的项目平台。过去两年，面对一系列的错误，心里烦躁不安，放不下执念，成了心结。其实我们是普通人，我们会犯错误。放下执念，解开心结，淬炼稳定的投资心态，接受更普通的长期绩效。

曾经以为我们在科网热蓝指上会有作为，现在知道一定要管好自己的情绪，必须将情绪纳入纪律之中，资金只接受少数人的吻保持冷静，冷漠，冷淡，是为了坚守纪律，是为了等待主要指数行业和公司几年一遇的锚点；曾经以为基本法、体系和要诀等会帮助我们少犯错误，帮助我们的具体工作，现在知道知行合一的艰难，正确认识风险和安全的艰难；管控风险、安全投资和优秀公司的核心概念，是真正植根于内心的一种信仰。

六、自由现金流和增长，安全和增长，安全的增长、相对安全的增长和不安全的生长；

地产行业，在地价上涨、行业销售增长的过程中，都没有自由现金流。由于融资规模巨大，存货和货值巨大，所以，一旦销售下滑，价格下行所出现的风险比其他行业要大的多。创造自由现金流的苹果，是微软。

【融创】融创过去十年的超级增长，来自于行业增长，来自于布局扩张，来自于负债驱动。15 年，16 年，17 年的增长，融创没有付出高利率的代价，房价增长，大部分地价买的相对低，这个过程，虽然融创买了一些高价地并有错误的投资，但融创总的来看是得益的。所以，这个阶段的融创的增长是相对安全的。但 19 年后，融创付出了高利率，由于大环境，很难买到高性价比的土地，招拍挂地价恶性竞争，房价也限了，这个时候追求规模是不安全的，即使获得

的增长也难有绩效。所以是不安全的增长。融创 19 年后对市场发展方向的判断是错误的，对规模的追求付出了巨大的代价，威胁到公司的生存。

【华润，龙湖，新城】*1 华润龙湖均好，产品好，管理好，毛利好，利润真实，长期坚守纪律。利率长期保持低位。商业和开发匹配发展。新城超高速发展，从容度有待夯实。利率有待进一步降低。

【万科，中海】*2 这些年万科过得很苦。2014 年白银时代的看法，使得 15 年 16 年买地不积极，17 年不得不高价买地，18 年销售巨大冲击，活下去不容易。18 年的忐忑，19 年的焦虑，20 年的痛苦，21 年的煎熬。我们现在真的有点理解万科的艰难和痛苦。好在万科有品牌，有团队，守住了融资利率。相信万科团队想清楚了未来三年五年的市场方向，如果把商业这一块做的更好，万科是有可能向开发、经营和管理并重的方向转型成功的。过去 8 年，万科增长不高，错误不少，还算是相对安全吧。中海更加不容易，2020 年，一年跌了过去很多年的涨幅。过去八年增长在业内不高。好在守住了毛利和低利率。

七、在宏指行公，周趋情季的框架下，更加关注指数的趋势和估值，更加关注指数估值和公司估值的关系，回到安全投资、优秀公司、长期持有和规避风险的轨道上来

所谓安全投资，就是安全买入优秀公司，长期持有，规避重大风险。所谓安全买入，就是指数安全，公司优秀，价格安全的前提下才可以考虑买入。放弃大多数似是而非的机会，只做最有把握的事情。弱水三千，吾只取一瓢饮。在过去两年来来去去的折腾中，在犯了那么多的错误之后，我们更加体会到践行安全投资这条道路的艰难，要管好自己的情绪，将自己的情绪纳入纪律之中。

对于指数的估值，周期趋势和市场情绪，这个我们在历史上有较好的认识。但是，这些年的持有的公司在牛市氛围中，我们对指数这根弦，绷得不够紧。20 年疫情发生，美国和中国用货币政策硬是推动了贪婪的 20 年的大牛市，但是就是在这样的超级大牛市的氛围之下，地产历史上第一次走出了和大市不同步行业熊市。市场在牛市，而地产在熊市，这个判断在 20 年 7 月可以下结论了，但我们在那个时候还有大幻想，这是最大的错误。市场整体牛市中的地产熊市，应该让我们进步一认识行业面临的巨大问题。21 年底 22 年初，市场肯

定进入了熊市，但还是在熊市的高位，估值很高，5000 点的沪深 300，我们竟然判断万科的价格的底部是已经确立了，这个判断明显是对沪深 300 大幅波动带来的市场情绪的认识不够，对万科作为流动性重要公司受到市场情绪的影响认识不足。21 年市场整体开始进入熊市，对沃森的买入也是对沪深 300 和创业板指数的认识问题。指数是熊市，市值在高位，指数在下跌调整，指数要调整很久。在相对高的指数环境里，你不太可能买到标的公司安全类的价格，同样，下相对安全的指数环境里，你很难买到高估的标的公司的风险类价格。*

【懂得放弃，才有机会】要放弃一切不重要的机会，我们才能专注在我们的大方向上。我们以前是懂得放弃的，没有什么东西能够诱惑我们。因为我们在过去的较长时间，我们相信我们找到了成长的中长期平台。但是，近年来，我们很想找新的方向，新的平台，我们看的比较多，关心的比较多。当我们手里稍有一点资源的时候，我们心神不定，眼花缭乱，身心也很疲惫。在不安全的时候做交易，是一定会出问题的，现在不出问题，以后也会出问题。事实证明，我们用交易的心态去买卖，我们会越做越累，越走越难。只有回到安全投资，回到基本法，回到安全买入优秀公司并长期持有的轨道上来，放弃不符合条件的公司，放弃不安全的公司，我们才能在机会真的来的时候，从容面对。我们要努力使自己做能力范围内的事。当指数相对安全的时候，我们成功的概率会大大提高。当指数不安全的时候，我们就要学会放弃。

过去两年的问题，主要是两个问题，一个是核心公司没有规避好风险，另一个是不符合安全投资的交易太多。这两个问题是相互有关联的，因为没有能够规避重大风险，我们总想在地产之外能够做点什么来证明我们，我们心神不定，东看西看，所以当我们心有执念，在我们的能力范围之外面对已经大涨的市场和热门公司，我们其实面对的是巨大的风险。今后，我们如果不能管好自己，我们也仍然有可能去犯同样的错误。

【直面现实，安全投资，专注于只做必须做的安全的投资】错误已经犯下，重要的是重新回到安全投资的轨道上来。内心的不安常常跳出来，我总是告诉自己，这些错误是一定会来的；当我们这两年滑入交易者的思考模式，安全投资规避风险就难以落实，断舍离融创就难以做到；当我们内心恐惧，必定渴望

更多的现金，在心态不稳定的时候就守不住我们持有的万科新城华侨城股票；当我们内心不能坚守安全原则，沃森那样的糊涂的自以为是的问题交易早晚也会出现。

现实是我们把能犯的错误都犯了一遍。撞了南墙，才知道回头。重回安全投资的轨道，守住安全的原则，优秀公司的原则和稳健的原则。那么，路仍是有的。

只做必须做的安全的投资。必须做的投资，就是历史上那些如果我们不做，就不会有今天的局面的大布局。安全投资，包括了安全买入，安全持有，和规避重大风险卖出。如果回顾过去的十年，我们不能没有融创和新城这两个高增长的平台，但 2020 后必须要卖出融创来规避风险；更远的 2005 年，我们不能没有万科这个高成长的平台，但 2015 必须要卖出换更高成长的平台；但是，过去的五年，很多项目都是可以没有的，很多交易都是可以不做。过去两年必须做的事情，就是必须规避风险，卖出问题公司融创，建业和奥园。

八、如果有机会在 2020 年开始的时候重来，我们会如何做？* 更简单的判断，更简单的管控，我们要让投资更专注、简单；同时，我们要对管控平台在调整改进，使得我们的对过去两年的问题的反思能够落地，帮助我们今后少犯错误

如果 2020 年初重新开始，按照我们今天的认识，我们会认识到地产行业的牛市的结束了，会比坚定卖出，坚决不再买入地产股。事实上我们没有做到。但我们应该很难找到早期的新能源机会。当我们手里有很多现金，二十个亿，甚至更多的现金的时候，要管住自己的手是很难的。其实，今天我们的状态，更加是真实的我们。我们今后要学习的一个题目，判断好市场的方向和阶段，判断好市场的位置，不折腾，让自己在该休息的时候休息，管好自己，管好自己的情绪。做到这样，也就做到了从容平静。

过去几年，我们把投资越做越复杂，从要诀到平台，到表格，越来越多，越来越繁，交易越做越多，但我们却越做越累，绩效并不好。我在反思，很重要的一个原因，我们把投资做复杂了，交易做的太多了，不安全的交易太多了。当我们缺乏了对风险的敏锐嗅觉，缺乏了独立思考，风险就离我们不远了。投

资不应该是一个很累的事情，只有方向不对，才会越做越累。投资也不应该是杂乱无章的事情，应该有一条清晰的主线，知道要做什么，什么可以做，什么不可以做；什么必须做，什么必须不做。从上帝的视角看，虽然我们通过交易融创，可能在某一年有一些交易利润，但是我们失去了坚定规避风险的可能。这是大级别的永远损失！

如果我们心中缺少了对核心原则的坚守，我们会犹豫彷徨，坚守简单的原则，才能使我们心中光明，信念坚定。当我们放下不安，当我们守住我们核心持有，我们拥有安全的投资，优秀的公司的时候，我们的心中就会有光明。

我们需要简单地做投资，坚守我们的核心原则，就是安全投资。只有公司是优秀的，利润是有增长的，价格是有安全空间的，指数是有安全空间的，投资才是安全的。安全投资就是安全买入长期持有，规避风险卖出，投资于优秀公司和相对优秀的成长公司。

九、认识危机，应对危机，错判试错，稳住阵脚，修正体系，体系落地，安全投资*3

认识行业和公司的危机：过去两年多，主要在不断的认识行业危机，公司危机的过程中。每一步的认识都不一样，每一步的认识都有一个过程，我们是逐步的在认识。即使我们在不断的认识，有一定的思考，但过程也是足够残酷的。残酷的程度只有深度经历才能感受。

应对危机：过去的两年多，也是在不断的应对危机的过程中。随着认识阶段的不同，应对的阶段也不同，对现金的管理的角度也不同，应对也是非常的艰难。

在应对危机的过程中，我们对整体市场的认识有很多错判，态度还是很浮躁，所以做错了很多交易上的错误，给了我们很多教训，现在我们把它看成是试错。

未来两年，我们主要是要稳住阵脚，修正体系，体系落地，在体系落地的基础上，安全投资。这个方面，我们已经做了很多具体的工作。我们重新确定了核心关注，我们在重建 **B** 体系，新建 **C** 体系，改进 **D** 体系，今后要把这些落地，推动团队更加接地气的、扎实的工作。我们更喜欢熊市，在这里，我们可以从容的开展工作，安全的投资。我们现在更加重视现金流，包括经营现金流，现金流 **Y**，自由现金流；更加重视安全的增长，更加重视指数估值体系，也更加重视价格估值评判和执行管控体系。我们要在最艰难的环境中努力活下来。

当我们让我们的投资是安全的时候，当我们让投资更专注、简单的时候，我们应该是从容的，快乐的。

丁宏

2022 年 4 月 25 日

*号的字体是在 22 年 3 月 20 日，市场发生重大变化后，再加入的。

*1 我们在 23 年 5 月改变了对万科的看法，我们认为万科是一个问题公司。我们在 23 年 5 月卖出了万科，买入了华润。

*2 我们在 24 年 6 月，改变了对华润的看法，我们认为华润也是问题行业中有问题的公司。我们卖出了华润。

*3 到 24 年 9 月，我们初步在原来的路线图上，建立了新的平台，新的原则，新的方向，并逐步落地。