



Linden Rose Investment

2018年第二季度
致投资者的信

季度回报率

| 季度 | 蓄林投资 | 标准普尔500指数 |
|-----------|--------|-----------|
| 2018年第二季度 | 2.69% | 3.43% |
| 2018年第一季度 | -0.86% | -0.76% |
| 2017年 | 55.51% | 21.82% |
| 2016下半年 | 18.41% | 7.82% |

尊敬的合伙人：

2018年第二季度蓄林投资的综合回报率为2.69%，稍稍落后于标准普尔500指数3.43%的回报率。正如我们在以前的致投资者的季度信里提到的，我们2017年相对于标普指数的优异表现，可能是不可持续的，并且我们有些季度的表现可能是类似甚至低于标普指数的回报。虽然我们连续两个季度的表现稍低于标准普尔500指数，但是我们对于我们持有的公司仍然充满信心，因为我们认为它们的内在价值是大幅高于其现在股价的，并且它们的内在价值还在持续的增长。这两个季度的表现也提醒我们继续保持“第一天”的心态，专注于为客户创造长期价值，即长期年平均回报率超过标准普尔500指数约3-5%的目标。

贸易战和中国经济

第二季度最热的词恐怕是“贸易战”了，我们不是宏观经济学家，无法预测目前的一些贸易争执对长期经济的影响是什么。但是我们跟巴菲特一样，不会基于宏观经济因素而决定投资或者卖出一家公司的股票，即便是我们知道明天美联储将怎样调整利率。大家都明白的是，真正贸易战只会是双输的结果，而自由贸易的好处是巨大的。我们非常同意巴菲特在伯克希尔2018年股东大会上说的：“我认为任何一方都不会陷入困境，也不会继续任何真正的贸易战。两个智慧的国家不会做出非常愚蠢的事情。”

在40年的高速经济发展之后，中国经济正在进入一个转型期，整个社会似乎经历着一种焦虑、不安和期望。我们看到大家对于中国的房价、股市、税率、人口等方面各种各样的看法，似乎看上去中国经济转型面对的问题如山。不过我们也看到中国科技的飞速发展和新兴行业取代传统行业的良性发展趋势。看看身边发生的事情：腾讯阿里的市值大大超过传统行业上市公司；人们现在可以只凭着一只手机走遍大江南北，或者足不出户而各种美味佳肴送上门；上海到北京开会可以坐高铁朝发而夕归……中国经济可能在短时间内遇到一些困难，但是我们对中国经济的长期发展充满了信心，因为我们相信这块土地上勤劳的人民，也相信没有什么可以阻挡时代的发展和社会的进步。

专注于长期

我的大女儿今年10岁了，她从6岁开始就学习游泳，在我们父母的督促下，她这四年没有间断过学习游泳。不知不觉已经过去4年了，虽然她和我一样运动神经并不发达，但是她现在已经能够娴熟地使用四种泳姿，并且速度随着力量的增强也在不断提高。投资其实也像学习游泳一样，投资者要保持耐心并不断努力，现在当下这一刻的成功，背后可能往往蕴藏了十年二十年的努力功夫。

专注长期，我认为蕴涵着两个方面的长期。一个是投资要关注长期，一个是个人要长期进化。

投资者应该关注的是长期投资目标，而非短期投机结果。投机者往往会受市场短期变化的影响，在上涨时因强化投机的正面效果而会在更高的价格不顾风险买入，在市场下跌时也很快地否定自己，强化负面的结果而转为跟风市场卖出，从而遭受巨大损失。价值投资的根本逻辑是在低于股票内在价值的价格买入股票，等待股价回归其内在价值，这个过程往往不是一朝一夕或者很短时间，而是需要一段较长时间才会实现的。所以我们价值投资者在考虑公司的商业的时候，需要聚焦的是长期的情况，其中问自己最重要的一个问题是：这个公司5年、10年、20年后，会是什么样。

个人长期进化指的是坚持每天比前一天进步一点点。我们不能永远一成不变，也不能指望一夜之间自己变得非常聪明或者对世界的认知有飞跃。我们每天都应该反思、总结、思考，哪里做对了，哪里做错了，哪里还有改进的余地。世界是在不断发展，市场也在不断的改变，我们也应该持续处于一个长期不断进化的过程中。

同时，我们认为上面两个过程也是要动态的结合的。公司的商业情况不是10年、20年一成不变的，我们每天的进步，认知的拓展，也包括对公司的不断地重新认识和理解。如果这个过程中发现原来我们对公司的判断出现了错误，或者是公司的情况发生了根本变化且已经不足以支持我们原先的投资决策，那我们就应该果断地卖出。所以说，专注于长期回报所需要的不仅仅是耐心，还需要不断学习和对自己的不断质疑。

保持理性

我前段时间看到一名价值投资者在博客中讨论情绪对自己投资的影响，他是这么说的：“首先，情绪扭曲了概率，所以即使我的分析问题的智力不受影响，我的大脑也可能正在扭曲地处理一个问题。其次，我的智商并不是不变的，我在压力下有效处理信息的能力也会下降，我要么失去大局观，要么忽视重要细节。”正如他所说的，在我们的投资生涯中，经常要面对的一个最重要和最强大的对手，其实就是我们自己。

我们的大脑经过了几万年的进化，它已经习惯于对环境保持戒心，力图避免各种危险；或者在获得美味和满足本能的时候产生让我们快乐的化学物质。即使在已经和远古人类生活条件完全不同的现代，大脑还保留着很多原来的功能和习惯。比如人类在古代狩猎时，会时刻保持警惕，任何风吹草动都会让大脑产生对危险的害怕情绪。这个在古代确实帮助人类生存下来，但是我们现在还是会对草丛里的动静产生恐惧，其实这个功能可能早已经没有必要了。而这种没有必要的情绪，经常会影响我们的思考和行为，让我们做出扭曲甚至错误的决定。

在投资的过程中，我们经常会产生这些没有必要的情绪。比如在股价大跌的时候，我们的情绪可能就会变成恐惧，即使股票所代表的公司的价值并没有任何变化；而在股价大升的时候，我们可能会很开心，即便我们在一开始的分析就是错误的，也会强化认为自己分析正确的想法。

那么，我们应该怎么在投资的过程中尽量避免情绪对决策的影响呢？其实对投资者来说，比较容易做到的是在投资过程中尽量避免能让自己产生情绪的事情，或者避免能让自己产生不理性思考的投资标的。比如说一个曾经让投资者大亏的公司或者行业，可能很容易让投资者自然而然产生情绪，一有风吹草动就产生恐惧，那最容易的办法就是投资者可以主动避免投资这类公司。而更加有效的避免情绪影响的方式是主动的练习，比如修习佛教的“无我”。可能有人会说，笛卡尔说过“我思故我在”，我们因为意识和思维才使自己与众不同，似乎没有这个“我”是不可思议的。确实，“我”是无处不在的，微博、朋友圈，都是用来通过“别人”来放大自我的。我们可以问问自己，为什么听到别人否定你想要辩解，听到别人赞美你而高兴呢？因为这些都触动了“我”。其实要做到“无我”，就是要认识“自我”、走出“自我”，心里不能总是有一个“我”怎么样，“我”怎么样，在思考的时候要专注于当下，不要被过去或者未来左右自己的思考，把自己融入到整个自己周围的世界来思考问题，通过这种练习，来达到理性客观思考的目的。

推荐的书

上个季度我们谈了如何阅读，阅读让我们经常可以享受于别人的一些思想。我们最近发现了一本好书推荐给大家，就是埃克哈特·托利写的《当下的力量》。这本书用简单明了的语言传达了很多深刻的信息，教导我们如何摆脱控制自己的思维和情绪，如何通过改变自己内心的状态，来改变自己周围的环境。这本书所说的东西，其实包含了其他宗教或者学说的核心和本质，帮助我们生活在一个没有痛苦、焦虑、神经质的状态中，避免大脑沉迷于悔恨过去或担忧未来。这种状态，其实何尝不是我们在投资过程中追求的客观理性呢？

总结

我们两年前开始了蓄林投资，就如农民在春天播撒了种子，在理性和耐心的等待中，种子生根发芽成长，最终给我们的客户带来丰收。当我们慢慢看着种子变成硕果，我们还是会保持“第一天”的状态，我们会勤奋地不断施肥、除草、除虫，持续地维护升级自己的农具，这个伟大旅程才刚刚开始。谢谢所有至今为止陪伴着我们这个旅程的客户，还有那些关注我们成长的人们，我们期待着继续为我们的客户增长他们的投资。

如果您有任何问题，请随时与我们联系。您可以致电（973）841-7158 或发送电子邮件至 bing@lindenroseinvestment.com。我们总是乐于认识您认为可能从我们的服务中受益的 或者希望了解更多关于我们投资理念的新投资者。如果您知道合适的客户人选，请让他们跟我们联系。

求知若饥，虚心若愚！

非常感谢！

管理合伙人：李炳林

管理合伙人：彭枫

2018 年 8 月 2 日

本文件包含以及相关信息，仅供参考。它不是作为投资建议的来源，本身也不构成投资建议。您应该咨询 律师或其他专业人士来确定最适合您个人需求的内容。我们提醒您，不能假设我们今后的投资或投资策略 是肯定盈利，或者至少等于以前的业绩。您在使用本信中的信息或与本信相关的材料时应自行承担风险。

蓄林投资每年的表现信息是基于所有客户账户（包括当年在不同时间开设的新账户）的总体业绩。本文所述全部结果反映所有股息及其他收益的再投资，而我们投资的波动幅度可能高于用于比较的指数。个人账户的表现可能会有所不同，具体取决于他们的投资时间，增资或者减资的影响。蓄林投资的表现以税前时间加权收益（TWR）为基础计算，并扣除所有已支付的管理费用和经纪费用。2016 年业绩为 2016 年 7 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日期间。蓄林投资和标准普尔 500 指数均为同期。以上结果反映了基于“价值”策略 投资的账户。请阅读我们的网站 <http://www.lindenroseinvestment.com> 了解我们的投资策略。过去的表现并不能保证将来的结果。所有投资都涉及风险，包括本金损失。标准普尔 500 是普通股价格的指数，通常被认为是美国股票市场的代表。指数表现包括股息，但不反映任何费用。所使用的指数并没有被选作比较蓄林投资表现的代表性基准，而是将蓄林投资的表现与众所周知且广泛认可的指数进行比较。以上结果是未经审计的，并使用蓄林投资券商账户的报告功能生成。蓄林投资对使用我们的内容可能获得的任何结果不作任何保证或其他承诺。在没有先咨询自己的财务顾问和进行自己的研究和尽职调查之前，任何人都 不应该作出任何投资决定。在法律允许的最大范围内，如果任何信息、评论、分析、意见、建议和/或推荐 被证明不准确、不完整的或不可靠的，或者导致任何投资或其他损失，蓄林投资不承担任何责任。