



Linden Rose Investment

2017 年第三季度

致客户的信

尊敬的合伙人:

2017 年第三季度，蓄林投资的综合回报率达到了 6.29%，本季度美国标准普尔 500 指数的回报为 4.48%；2017 年前三季度，蓄林投资的综合回报率为 39.40%，美国标准普尔 500 指数的回报率为 14.24%，我们跑赢标普指数 25.16%。由于每个账户资金到位的时间不一致，有些账户回报率比这高，有些账户比这低。从长远来看，我们相信所有投资账户的表现将会趋同。我们想再次提醒我们的投资者，这种优异的相对表现是不可持续的。未来某些季度我们可能跑输于标普指数，希望我们的投资者保持理性和现实的期望值。

季度回报率

季度	蓄林投资	标准普尔 500 指数
2017 年一季度	15.94%	6.07%
2017 年二季度	13.12%	3.15%
2017 年三季度	6.29%	4.48%

我们的投资策略

今年至今我们的总体表现非常不错，有些朋友可能想了解我们是怎么做到的。朋友们可能想象我们整天坐在屏幕前，忙着交易股票。事实正好相反，我们很少交易，实际上我们大多数客户的投资组合和年初基本相同。

我们再重申一下我们的投资策略：

我们是价值投资者。我们的头号目标是不亏钱。我们不断努力在投资组合的个股里搜寻潜在的风险。我们总是想先保护自己：如果我们不亏钱，剩下的就是赚多赚少的问题。我们不做空，因为做空获利的空间只有 100%，而亏损可能没有止境。我们也不用融资融券。借钱是一把双刃剑，虽然能放大盈利，也能放大亏损和风险。我们不想因为可能收到补交保证金的通知而夜不能寐。我们也不用杠杆，因为使用杠杆伴随着潜在的成本和风险。我们是非常保守的投资者。

大多数时候我们也不关注宏观经济，这不是因为宏观经济不重要，而是因为宏观经济太难应用于我们的投资决策，而且对我们的投资组合的影响也不是那么大。我们也不关注大市，我们对大市持中立态度，因为我们无法预知明天、下周、明年大市会到什么地方。本杰明·格雷厄姆说过：股市短期是投票机，长期是称重机。只要我们能在适当的价格买到卓越的公司，只要我们把研究工作做到位了，股价迟早会反映公司的内在价值。

奥扎克斯银行 (OZRK)

这个季度我们几乎在同一个价位买进又抛出了奥扎克斯银行 (OZRK)。我们不是第一次买这家银行股。2016 年 10 月我们在 \$38 附近买入 OZRK，由于股价上涨而安全边际相对减少，我们大概在 \$55 抛出，四个月赚了差不多 30-40%。可惜当时我们只放入总资金的 2%在这个点子上，所以总的盈利微乎其微。

1979 年，一名 25 岁的年轻律师乔治·格里森控股 OZRK 并开始参与这家银行的管理工作。从那以后，银行资产从 1979 年的 2800 万增长到 2017 年第二季度的 200 亿。OZRK 从 1997 年上市以来总回报高达 4930% (含股息)，差不多每年 21.5% 的年复利增长。我们花了几个月的时间研究这个银行。到 2017 年 OZRK 已经连续第 7 年被评为美国最佳银行第一名。最近 OZRK 的效率比即非利息成本除以净收入 (越低越好) 在 34 左右，美国大银行里面排名第二低。我们花了几个月时间研究这家银行。我们喜欢我们所

看到的：我们喜欢 CEO，我们喜欢管理层，企业文化也非常棒。在最近发生金融危机的 2008 和 2009 年，OZRK 的盈利屡创新高。我们的结论认为，OZRK 是美国运营最良好的银行。

那我们为什么卖掉了 OZRK 呢？

2017 年 7 月 27 日，OZRK 的子公司-房地产专业集团的总裁丹·托马斯在没有任何征兆下突然辞职了。我们本来以为乔治退休时丹可能会继任乔治的位置的，所以这个消息让我们很吃惊。我们问自己：为什么我们对丹突然退出的原因一无所知？我们回去检查研究笔记。我们的研究工作没有问题：从数字上，从过去的历史和阅读文献上看，OZRK 仍然是非常优秀的公司。我们意识到问题在于我们的接触面。我们接触不到 OZRK 的产品、公司和雇员。我们有关 OZRK 公司的了解大都来自于阅读，但投资光阅读是不够的。对一家公司要有深入的理解，我们必须亲自接触和感知他们的服务或产品。比如要了解苹果公司，我们每天使用 iPhone、iPad 和苹果的其他产品，我们能访问他们的实体店并与公司面对面接触，我们对苹果公司公开发生的一切几乎是了如指掌。我们如何对 OZRK 达到同样深度的了解呢？我们必须对自己诚实：答案是我们不能。既然我们对 OZRK 达不到对其他公司同样深度的理解，为什么我们要继续保留 OZRK 在我们的投资组合里面呢？

所以，我们决定卖出持有的 OZRK 股票，虽然我们仍然认为 OZRK 是美国最佳银行，我们祝 OZRK 前程似锦。

与先贤为友

投资简单但不容易。我们必须不断学习以适应日益快速变化的世界。查理·芒格推荐大家与先贤为友。我们听从他的建议，向 2500 年前的老子学习。到目前为止，我们都学了点什么呢？

（1）古人学习，重在改变自己，使自己合乎于道，而不仅仅是闻见之知。知行合一，应用得出来才是“德”（得道）。

（2）学习不能停留在语言、文字上。比如说，怎么向鱼解释一下陆上的生活是什么样子呢。真正的大道需要自己去体道、悟道、行道。

（3）真正的大道，很少人能懂，也很少人愿意去学。很多人跟随巴菲特，但是只有少数人真正去实践价值投资。大部分价值投资基金经理写季报的时候以“我们是长期价值投资者”开端，然后开始长篇大论，讨论宏观经济、当前的股市、总统选举周期、联储利率变化等等。

（4）困难不在于如何接受新思想，而在于如何摆脱旧思想！查理·芒格曾引用菲利普·怀利说的：“有些人在已知的和不想学的之间，插不进一枚硬币！”一只满杯，添不进水；一颗满心，接受不了新思想。我们只有保持虚心，才能去旧存新，蔽而新成。

（5）我们所感知的大部分世界是不真实的，但是我们人类区分黑与白，区分好与坏，并把周围的一切都贴上类似的标签。我们就像摸象的盲人，很容易就陷入没完没了的争执和冲突之中，却没有意识到可能我们都是错的。大自然就这么如斯存在，本来没有好、坏，美、丑之分。好事可能转化成坏事，坏事也会转化成好事；白的变成黑的，黑的变成白的，等等。我们不应该只追求事物的完美，更应该看到事物的完整性。认识到我们的局限性，并且在大自然面前保持谦卑的心态，智慧自然就提升了。

结语

投资简单但不容易。买股票就是买公司的一部分。买股票就是买公司未来现金流的折现。我们所做的一切都是围绕搞明白一个公司的未来现金流。很简单，对吧？但是不容易。我们不由得想起学校的全勤奖。如果你想成为最好的篮球手，你很快会意识到自己成为下一个乔丹的可能性微乎其微。但是全勤奖？理论上你只要每天在学校出现就可以拿到了。很简单吧？但是有多少学生能够从小学一直坚持到高中毕业呢？去年我们附近的高中，只有一个毕业生从小学一直到高中都拿到全勤奖，非常不容易。投资也差不多，很多投资者有几年不错的回报，超过 10 年好回报的就不多了。如果我们把时间拉长到 60 年，可能就只剩下巴菲特了。投资就像是滚雪球，我们需要的是长长的坡，并且坡上铺满了厚厚的雪。我们不断耐心地滚雪球，让雪球越滚越大。

我们将一如既往努力学习，在价值投资的大道上体道、悟道、行道，为我们尊敬的客户提供有价值的服务。如果您对帐户有任何疑问，请随时与我们联系。您可以致电（973）841-7158 或发电子邮件至 bing@lindenroseinvestment.com。如果您有任何需要投资服务的朋友，请帮忙推荐我们。

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

2017 年 10 月 16 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。我们提醒你，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。

所有投资回报均反映了所有股息和其他收益的再投资，并且我们投资组合的波动率可能高于参考指数的波动率。蓄林投资对我们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。请在做出任何投资决定前，首先咨询自己的投资顾问，并进行自己的研究和尽职调查。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、不完整或不可靠，或导致任何投资或其他损失，蓄林投资不承担任何责任。