



Linden Rose Investment

2019年第四季度
致投资者的信

年度回报率

年度	蓄林投资	标准普尔500指数
2019年	57.82%	31.49%
2018年	-14.22%	-4.38%
2017年	55.51%	21.83%
2016下半年	18.38%	7.82%
自成立以来	149.23%	65.15%

尊敬的合伙人：

2019年全年，蓄林投资的年度综合回报率在2017年后再度超过50%，达到了57.82%，同期标普500指数回报率为31.48%，蓄林投资大幅跑赢标普500指数26.34%。我们对2019年的结果感到很欣慰，但是很显然，年度回报率超过50%这种的成绩是可遇不可求的，大家不应对未来有类似年收益50%这么高的预期，我们更注重的是长期回报，而不是某一两年的大幅增长。自2016年7月1日成立以来到2019年年底，蓄林投资的综合回报率为149.23%（相当于年平均回报率为29.81%），同期标普500指数回报率为65.1%（相当于年平均回报率为15.40%）。当我们在2016年创立蓄林投资时，我们设定的目标是长期年平均回报率超过标普500指数约3-5%。到目前为止，我们暂时达到了这个目标。我们对过去三年半的投资表现感到满意，并将一如既往地继续努力工作。

这一年的变化真大啊！去年这个时候，由于中美贸易战的缘故，股市波动很大，尤其是美国市场上的中概股，好多股价都跌落一半。股民们情绪低落，纷纷抛掉股票，把钱放入定期存款或者购买国债。在2018年的年信里，就此情况我们曾说：

“表面上看，2018年我们有较大回撤；实际上从长远看，2018年给了我们一个建仓和调整仓位的很好机会（我希望三年以后回头看，这句话还是正确的）。如果仔细审查我们现在所拥有的公司，目前的投资组合，是蓄林投资创办以来最好的。除了拼多多目前还处在野蛮增长阶段尚未盈利，其他的公司基本上都是摇钱树、印钞机，而且他们的护城河也在不断扩大。”

一年后的今天来看，这个投资组合里，阿里巴巴、苹果、脸书、谷歌、拼多多的股价都有大幅度上升，只有腾讯上升幅度较小。真没料到不用等三年，才过了一年就验证了我们去年的判断。

回顾2019年，我们在前进的道路上也不是一帆风顺的，中美贸易战的影响一直在困扰着市场里面的“投资者”。尤其是2019年9月，有传言说白宫官员考虑将一些中国上市公司从美国的证券交易所退市之后，持有中概股的投资者更加人心惶惶。自2018年3月中美贸易战开始，我们就坚定地认为长期贸易战不符合两国的利益，老大老二打架，世界人民也跟着倒霉，所以贸易战也不符合世界人民的利益。我们始终相信中美两国领导人的高度智慧，认为他们最终一定会坐下来谈，并会找到一个双方都能接受的方案的。前几天也就是2020年1月16日，特朗普总统和刘鹤副总理签署的第一阶段贸易协议也证实了我们两年前的判断是正确的。

其实我们不是那么关心这些宏观问题，以长期的价值投资观念来看，贸易战只是我们前进道路上的一些小杂音而已。我们更关注的是我们的投资对象本身，努力寻找有好的商业模式和企业文化的伟大企业才是我们的努力方向。为什么大家会担心中概股退市的问题呢？如果你认为手上的股票就是一张纸，这张纸随着退市价值归零了，你当然会担心；如果你不了解你的投资对象，认为公司上市比不上市价值高，你当然会担心；如果你不了解公司的管理层，认为在退市的过程中，管理层会以非常低的价格来私有化你手上的股票，你当然会担心……但我们的想法不是这样，在投资任何一个公司的时候，我们都假设股市关门10年，我们是会拿着股票10年不卖的。股市开不开门没关系，公司是上市公司或不上市公司也没关系，因为我们把买股票看成买公司的一部分所有权。投资就是投人，投的是公

司的CEO和团队。如果你都没有信心在私有化的时候管理层会给你一个公平合理的价格，你还投这样的公司干什么呢？正因为我们投资所有的公司之前，事先都做足了功课，所以在退市传言来临之际，我们才能做到心平如镜，稳如泰山。亲爱的合伙人，投资的结果就是一个数字，看起来很简单，其实这背后都是辛苦的努力和汗水.....

去年我们在年信里和大家具体讨论了一家公司--拼多多，一年过去了，拼多多的情况怎么样呢？

去年我们写年信的时候，拼多多的2018年度报告还没有公布，我们说“估计2018年全年GMV可能会超过4000亿人民币”，结果实际GMV是4716亿人民币。

去年我们曾提到“假设我们粗略估计拼多多GMV在2020年度达到一万亿人民币”，这个数字现在看起来实在太保守了！2019年第三季度季报中，过去12个月的GMV已经达到8402亿人民币，2019年GMV全年超过一万亿人民币已经没有任何悬念，比我们去年的估计早了一年多！

去年我们说“这个时候上市的拼多多，给了我们一个和拼多多一起成长的机会。在拼多多上市之后的“卖假货”骂声之中，我们在\$19附近建立了仓位。希望10年后回过头看，大家觉得今天这个价钱真便宜。”从2019年年初的“年货节”，“新品牌计划”二期，拼多多新的电子面单，到上海老字号新电商计划，拼多多的招数让人目不暇接。在遭遇阿里的“二选一”挑战后，拼多多在618推出“百亿补贴”，慢慢地改变了2018年“卖假货”的印象，变成2019年“拼多多上面的东西又便宜又好，真香！”本分的拼多多不断迭代，不断演化来满足用户的需要，让我们看到“坚持做正确的事”的公司，时间长了在友商眼中会变得多么的恐怖！阿里搞“二选一”，可能也是没有办法的办法啊。当然随着拼多多的快速成长，股价也是一路攀升到\$40左右，现在倒过去看，我们当初建仓的\$19的价钱也是“真香”啊.....

2020年展望

有朋友要问了，2019年股市的确很好，但是在经过10年的牛市以后，股市是不是要进入熊市了呢？现在还是不是入市的好时候呢？

我清晰的记得，在蓄林投资2016年年中开始投资的时候，投资者问的最多的就是这个问题。当时英国脱欧，股市在2016年年初大跌，使得很多“投资者”不免忧心忡忡，更让人担心的是2016年11月美国还要选总统。现在标普500指数在那个基础上又涨了65.15%，这就更让人“担心”了。

其实对于短期的股市走向，我们无法判断，我们又不投资指数，我们投资的是市场里面最优秀的公司。长期来说，伟大公司的价值会不断地增长，股价也会随之而上涨。就拿我们前面讨论的拼多多来说，我们估计今年拼多多的GMV还会继续快速增长，我们预计2020年拼多多GMV可能会突破两万亿人民币（希望明年来看没有被打脸哈）。两万亿GMV的平台公司值多少钱？保守的估计应该在一千亿美元之上。未来五到十年，只要不出什么大的意外，拼多多成长成第二个淘宝是大概率事件，甚至超过淘宝都是可能的。那拼多多的未来的价值就可能是两千亿，三千亿？不管多少，反正是远远高于现在的450亿市值。像拼多多这样高成长的公司，我们手上还不止一个。亲爱的合伙人，拿着这么有确定性的投资对象，我们还担心什么股市呢？说实在的，从过去的历史来看，我们投资组合的长期回报，和股市的短期牛熊没有太多的关系。

结语

在运营方面，从2020年1月开始，未来新客户的最低投资额增至15万美元。对于合格客户（详见美国证监会Advisers Act Rule 205-3对于“合格投资人”定义），我们将按照投资表现来收费，投资年回报4%以下部分免收管理费，回报4%以上的部分，我们将提20%的利润作为管理费（如果头一年没有达到4%，第二年要补足头一年的4%以后，再开始计算）；对于非合格新客户，年度管理费将上升至1.75%。

转眼之间蓄林投资就快四年了。我们的年度回报率会有波动，其实我们一直是一如既往在本分地做同一件事：努力找寻和跟踪伟大的公司，并和他们一起成长。我们坚持做正确的事，并不断努力提升自己的认知能力，虽然前进的路可能是曲折的，但前途是光明的。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。您可以加微信号：abyli333或致电（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

2020年1月18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。