

春洋资本 2018 年三季度投资者通讯

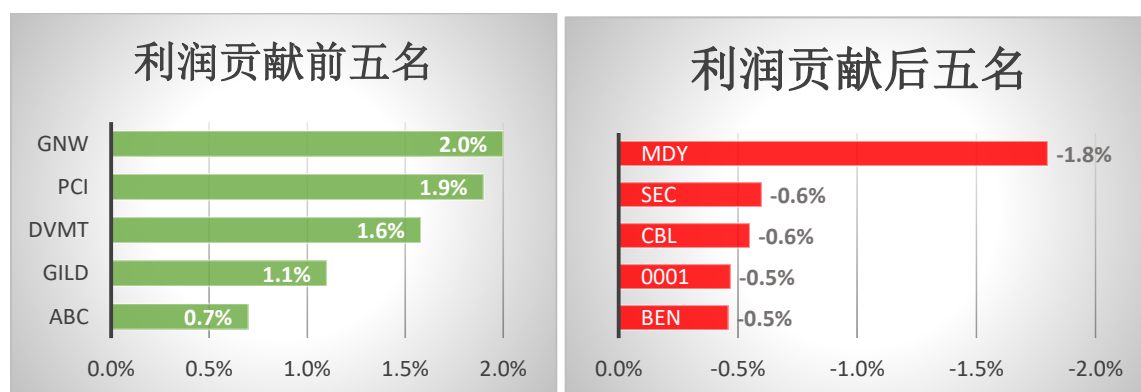
投资组合业绩

如下为我们自 2016 年以来的投资组合业绩：

	S&P500	春洋资本管理资产 ¹
2016	11.95%	26.8%
2017	21.8%	16.7%
2018 一季度	-0.76%	-1.47%
2018 二季度	3.44%	4.89%
2018 三季度	<u>7.71%</u>	<u>1.17%</u>
2018 年初至三季度末：	10.56%	4.56%

我们在三季度相对于标准普尔 500 指数有较大的落后。这个差异主要是因为第三季度市场显著增长，以及我们投资组合中的部分股票没有达到预期的效果。总体而言，我们投资风格是基于价值投资。我们会根据公司未来现金流的净现值来估算每个公司的基本价值，然后我们使用我们的专有投资组合风险模型来计算我们投资组合中每只股票的参考权重。因而，我们的估值模型通常会过滤像亚马逊，Netflix 等高增长，低盈利的股票。总体而言，我们减持科技板块和成长股。截至 9 月份，标准普尔 500 指数成长指数同比增长 16.05%，而标准普尔 500 价值指数同期的增幅为 1.55%，相差 14.5%。这是我们表现不佳的一个主要原因。我们不认为增长指数和价值指数之间的这种差异可以长久地继续下去。事实上，10 月份股市的大幅回落主要是在成长股中。10 月标准普尔 500 成长指数下跌了 9.1%，而同期价值指数下跌 5.5%。

下面列出了 2018 年前三季度的最好和最差的五只股票²。前五只股票的总利润为 7.3%。最差的五只股票的总亏损为 3.9%：



Genworth Financial (GNW) 是一个套利仓位。中国泛海集团决定以每股 5.43 美金收购 GNW。经过接近两年的反复，GNW 终于在 2018 年六月获得 CFIUS 的批准。但是它仍然在等待一些州保险监管

¹我们使用了盈透证券的投资组合分析数据。详细的月回报数据请参见另外一个文件。投资业绩没有审计。单个账户业绩会有所不同。

²排除了特定的套利仓位，因为套利仓位的损失和利润互相抵消。

部门的批准。批准仍有不确定性。此外，最近美国的反华情绪也增加了交易的风险。股票价格在第三季度下降。但我们仍然预计该交易很有可能在今年年底前完成。

PIMCO Dynamic Credit Income (PCI) 是我们最大的固定收益基金仓位。我们本季度在这个仓位没有交易活动。

Dell Technologies (DVMT) 是 VMware 的跟踪股票。戴尔提出以每股 109 美元的现金和股票购买跟踪股票 DVMT。然而，收购价的股票部分是未上市的戴尔公司股权，这部分价值很难评估。市场也对声称的收购价打折，交易价格约为 95 美元左右。迈克尔戴尔本人也有利用少数股东的历史（2013 年 DELL 私有化，2015 年收购 EMC）。我们卖出了这个仓位并锁定了利润。

AmerisourceBergen Corp (ABC) 今年有很多波动。在第一季度，其股票价格受到亚马逊计划进入药房分销业务的消息的负面影响。然后，在第三季度，Walgreen 考虑兼并 ABC 公司的谣言抬高了价格。但是，我们更关注基本面。它有很好的基本面数字。该公司的估值也合理。

我们在前三个季度最大的损失是**指数对冲**方面的仓位。这主要是由于市场大幅上升引起的。

Senvest Capital (SEC) 是一家加拿大的资产管理公司。这家公司主要管理自己的资金以及一些外部资金。它的股票价格相对于它的净资产有很大的约 40%左右的折扣。这个股票交易量极少，每天平均只有几百股成交。在第三季度，股票价格又下降了约 5%。我们对这只股票有信心。公司仍然赚钱，并且有好的管理层。而且它的资产基本上都是高流动性的证券。

CBL Properties (CBL) 是一个房地产投资信托基金，主要经营购物中心的出租。在第三季度结束后，公司削减了分红，股票价格下降了很多。我们在六月份股票价格较高时削减了少量仓位，但是我们在第三季度及之后仍然遭受了很大损失。我们最近又重新研究了这只股票。通过列出它拥有的每一个资产的仔细分析，我们的结论是，即使在基本面恶化之后，我们的估值仍然提供了一些上行潜力。我们将以目前的价格持有这一头寸。

长江和记 (00001)是在年初建立的仓位。这一位置的损失可能是由于香港股市熊市引起的。而香港股市熊市又可能是由于中美贸易紧张局面造成的。

Franklin Resources INC (BEN) 是美国最大的共同基金管理公司之一。我们在第二季度开始了这一仓位。BEN 所在的共同基金管理行业在低成本被动投资的竞争下，有一定的困难，收入没有增长。但它扣除现金后的市盈率仅为 6，而且有非常稳健的资产负债表。

总之，我们在 2018 年的前三个季度表现落后于标准普尔 500 指数。正如在之前的通讯中多次提到的，我们为可能的市场回调采取了防御性的仓位。前三季度的整体市场增长明显不利于我们的业绩。但是随后在 10 月份，市场大幅回落；在此期间，我们的防守仓位表现得很好。我们将在年终通讯中进一步详细描述。

主要仓位

我们在 2018 年三季度末最大的 5 个仓位为:

	2018 年六月	2018 年九月
市场指数基金	-24.3%	-24.9%
ABC (AmerisourceBergen Corp.)	11.3%	13.0%
GILD (Gilead Sciences)	9.6%	10.0%
OMC (Omnicom Group)	2.1%	8.0%
BEN (Franklin Resources INC)	5.5%	8.0%

相比于 2018 年二季度，我们清空了 DVMT 仓位，大幅增加了 OMC 和 BEN 的权重，并且小幅增加了 ABC 的权重。OMC 是在二季度新增的仓位，它是世界上最大的广告中介公司之一。

我们在 2018 年三季度末按资产分类的比例为:

	2018 年六月	2018 年九月
股票	87.4%	89.0%
股市指数对冲	-24.3%	-24.9%
债券类基金	9.7%	9.3%
低风险套利	-2.2(17.1%, -19.3%)	-2.0%(15.9%, -18%)*
现金/及现金等价	29.5%	28.6%

*低风险套利中含有约 15.9% 的多头仓位和 18% 的卖空仓位，净仓位为 -2.0%。

我们在三季度继续将部分的现金用于新的股票的购买。

卫华 博士，特许金融分析师 (CFA) 2018 年 11 月 15 日 于俄亥俄 Orange

春洋资本投资经理，创始人

网址: <http://www.SpringOceanCapital.com>

法律信息和披露

This newsletter expresses the views of the author as of the date indicated and such views are subject to change without notice. Spring Ocean Capital has no obligation to update the information contained herein. Further, Spring Ocean Capital makes no representation, and it should not be assumed, that past investment performance is an indication of future results. All performance is computed on a before-tax time weighted return (TWR) basis and is net of all paid management fees and brokerage costs. Performance figures are unaudited and generated using our custodian's reporting functionality. Performance of individual accounts may vary depending on the timing of their investment, the effects of additions/withdrawals from their account. This newsletter is being made available for information purposes only and should not be used for any other purpose. The information provided should not be considered as investment advice or a recommendation to purchase or sell any security. While the information