

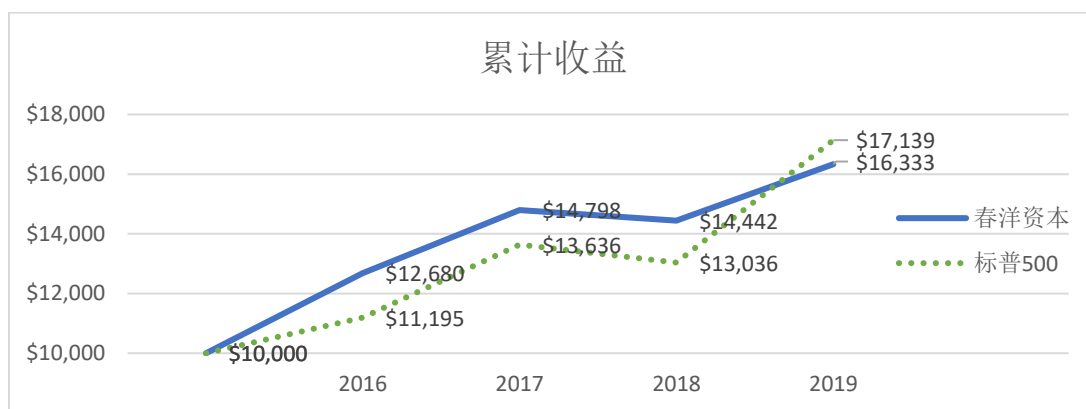
春洋资本 2019 年四季度投资者通讯

投资组合业绩

我们自 2016 年以来的投资组合业绩为：

	标普 500	春洋资本管理资产 ¹
2016	11.95%	26.8%
2017	21.8%	16.7%
2018	-4.4%	-2.4%
2019 一季度	13.65%	4.7%
2019 二季度	4.30%	2.65%
2019 三季度	1.70%	2.01%
2019 四季度	<u>9.06%</u>	<u>3.15%</u>
2019 全年：	31.48%	13.09%

假设\$10,000 美元在 2016 年初开始投资，累计的投资收益如下：



标准普尔 500 指数在四季度继续上涨了 9.1%。我们同期上涨 3.2%。2019 全年，标准普尔 500 指数上涨了 31.5%，我们上涨了 13.1%。

我们去年的表现落后市场约 18.4%。表现不佳主要是因为，首先，我们在指数上有大量空头头寸，当市场上涨时，我们在这里损失较大。该空头头寸造成大约 5.4% 的损失。其次，我们的投资组合中几乎没有科技股，这恰好是 2019 年表现最好的板块。这也导致约 9% 的差距。第三，我们的一些股票选择，例如 BEN，GNW 和 CBL，表现不及预期。

我们当然应该表现得更好。但是，我注意到，我一直试图学习并具有类似投资风格的巴菲特的股票表现也是一般。去年，他的伯克希尔公司的股票上涨了约 12%。他一向声明从来不购买高科技股票，例外的是近年来他买了很多苹果股票。

经过去年的大涨，标准普尔 500 指数的估值已上升至较高水平。去年底的市盈率（股市价格除以盈利）为 22.3。诺贝尔奖获得者罗伯特·希勒（Robert Shiller）根据过去 10 年经通货膨胀调整后的

¹我们使用了盈透证券的投资组合分析数据。包含所有主动管理账户扣除所有费用后的业绩，但不包含被动管理账户。详细的月回报数据请参见另外一个文件（盈透证券业绩月报表）。投资业绩没有审计。单个账户业绩会有所不同。

平均盈利来计算市盈率，设计了希勒市盈率。希勒市盈率将经济周期平均化，并根据通货膨胀进行调整。它最近位于 31（如下图所示）。上一次具有如此高的值的时候是在 1997 年。一些研究表明，希勒市盈率与长期（5-10 年）股票回报率具有负相关关系。较高的希勒市盈率值通常会预测较低的长期股票回报率。

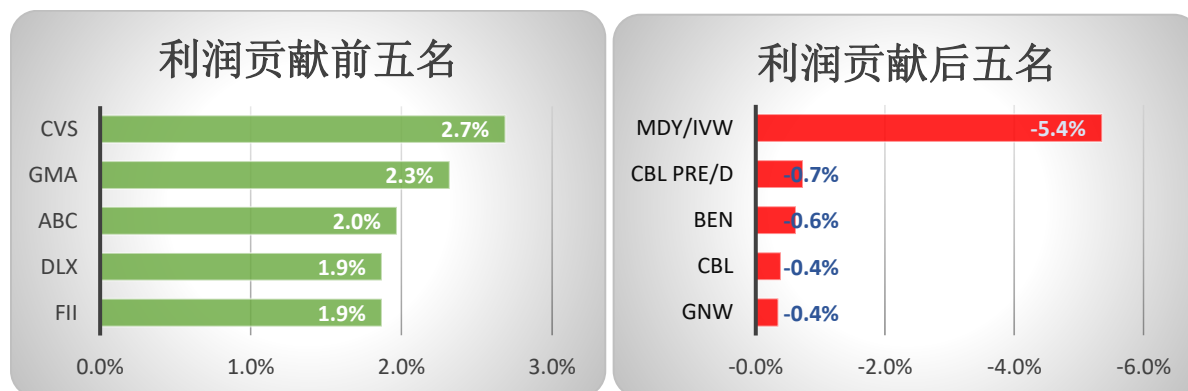


希勒市盈率. 来源: <https://www.multpl.com/shiller-pe>

就股票市场估值而言，我们可能处于与 1997 年相似的环境中。未来，我们将坚持我们目前的价值投资方式。如果市场像 1998-2000 年期间那样上涨的话，我们很可能会落后于股票市场。但是，如果市场转向相反方向，我们可能会损失一些钱，但是希望我们在此期间会表现的比市场更好，并为下一个经济周期打下更好的投资基础。

去年，收益率曲线倒挂发出了短期（1-2 年）衰退的强烈信号。随着美中贸易第一阶段协议的签署，近期内似乎没有坏消息。金融体系的任何内部/外部冲击都可能导致股票市场动荡。

下面列出了 2019 年利润贡献最好和最差的五只股票。前五只股票的总利润为 10.7%。最差的五只股票的总亏损为-7.5%：



前五名股票是：

1. **CVS Health (CVS)** 是美国最大的健康保险和零售商之一。我们于今年初在该股票上建立了大量头寸。
2. **Genworth 按揭保险 (GMA)** 是澳大利亚最大的按揭保险公司之一。我们购买它的股票是因为与资产净值相比价格低廉，并且有高的分红。第三季度价格大幅上涨。

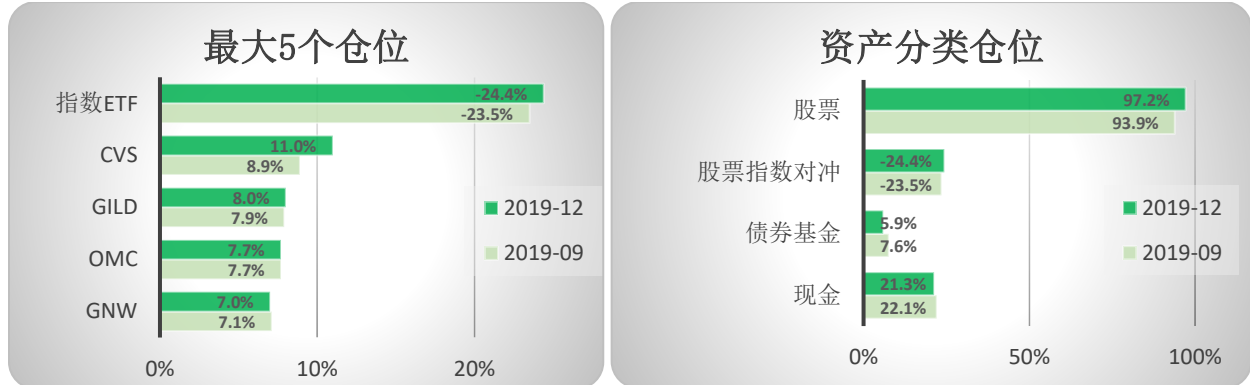
3. AmerisourceBergen Corp (ABC) 是最大的一家药品批发商之一。
4. Deluxe Corp. (DLX) 以支票打印业务而闻名。
5. Federated Investors Inc (FII) 是一家互助基金管理公司。它的收入（主要是资产管理费）与股票市场相关。随着今年股市的上涨，股价也上涨了。

损失最大的五个股票分别为：

1. 最大的损失是指数对冲仓位(MDY/IVW)。我们在指数 ETF 上有较大的卖空，股市上升导致了这些损失。
2. CBL 优先股 E 和 D (CBL PRE / D)：由于安全方面的考虑以及优先股的高股息，我们将股票头寸 (CBL) 转换为优先股。但是，第四季度 CBL 宣布暂停其优先股利分配，这给我们造成了大的损失。
3. 富兰克林资源公司 (BEN) 是一家传统的共同基金管理公司。他们管理的资产在 2019 年有所下降。他们的成本一直维持在原有水平，2019 年的利润有所下降。
4. CBL Properties (CBL) 是一家房地产投资基金专门管理零售地产。我们在三季度有很小的比例。四季度我们转换这个仓位到优先股。
5. Genworth Financial (GNW) 是一个套利仓位。他们完成了加拿大子公司的出售。但是，由于先前的批准已过期，美国方面存在新的不确定性，他们将需要重新获得州保险监管机构的批准。在加拿大子公司出售结束后，股价已经恢复了一些，最近的交易价格为 4.30。如果合并通过，它仍有大约 20% 的上涨空间。

主要仓位

我们在 2019 年末最大的 5 个仓位以及按资产分类的比例为：



CVS: CVS Health; GILD: Gilead Science Inc.; OMC: Omnicom Group; GNW: Genworth Financial.

与 2019 年第三季度相比，我们削减了 ABC 的一些仓位，它不再位于我们的前 5 名。CVS 的仓位变化是由于价格上涨。对于一般资产类别的头寸，我们将一些固定收益头寸转为权益。

卫华 博士，特许金融分析师 (CFA)

2020 年 1 月 28 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

本通讯表示作者在指定日期的观点，这些观点如有更改，恕不另行通知。春洋资本没有义务更新此处包含的信息。此外，春洋资本从不表述，并且不应该假设，过去的投资业绩可以预示未来的结果。所有业绩均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和经纪费用。绩效数据未经审计，并使用托管人的报告功能生成。个人账户的表现可能会有所不同，具体取决于其投资时机，账户增值/取款的影响。本通讯稿仅供参考，不得用于任何其他目的。所提供的信息不应被视为投资建议或购买或出售任何证券的建议。尽管我们尽力使本文提供的信息可靠，但对于所提供的任何数据的准确性均不做任何保证。