

2026 年半年投资汇报

致持有人：

回顾二季度，市场先抑后扬。一季度末上证指数一度跌破 3800 点；二季度最重要的国际事件是美伊以的冲突，霍尔木兹海峡的封锁导致油价和许多化学品价格狂涨，股票市场一度出现严峻考验。随着美伊讲和，市场重归升势，AI 热潮重拾，不断创出新高，上证指数收复 4000 点上方，AI 算力基建板块贡献了指数的绝大部分涨幅，不少个股年内已经翻倍甚至数倍，而众多不含 AI 量的行业仍在原地踏步，六月份更是遭遇抽血式下跌。

我们要向持有人说一声抱歉，今年我们的业绩没有做好，最近我们在内部也进行了检讨和反思，反思的情况向持有人做个汇报：

我们的科技股布局基本上在互联网巨头上，在 2022~2024 年估值进入较好区间时逐步买入。去年上半年 DeepSeek 时刻，这些股票有不错的表现，但之后的一年却是不断的阴跌。我们认为互联网巨头有雄厚的资本、算力资源、多年的 AI 布局以及丰富的应用场景，尤其宝贵的是有大量的数据资源。同时，现有业务的现金奶牛特点可以帮助支撑巨大的资本开支，以及足以承受 AI 业务相当时间的亏损和暂时的不顺。但是很遗憾，中国互联网巨头在市值远小于美国同行的情况下，却仍然走出了完全相反的走势，确实令我们迷惑不解。

我们在电力股上的布局也不少，首先是估值比较便宜，另外是公用事业的防御性质，也考虑到 AI 的发展最后会拉动电力的大量需求。这两年美国的电力股普遍上涨了数倍，遗憾的是虽然电力需求是提速了，但中国总体电力供应仍然充裕乃至过剩。电力股的表现与海外仍是截然不同，还需要继续的传导。

中国的 AI 泡沫基本上围绕着 AI 基建这个主题，我们严重低估了这个主题能形成这么大的泡沫，因为相关制造业公司的商业模式大多非常一般，长期护城河几乎没有，同时需要不断的资本开支来维持增长。仅仅是一轮巨大的需求带来的景气，就能炒到这么高的估值、这么大的市值，我们确实没算过来。15 年牛市的时候，有个词叫“无脑买入”，现在大约又是这种状态了。

每个行业都有景气的时候，有时因为政策、地缘冲突、自然灾害等原因，甚至会出现严重的供不应求，企业利润率飙升，供给迟早都会跟上来，尤其是暴利驱动下的供给增长速度往往会超乎预期。新能源行业前几年，一会儿光伏玻璃严重短缺，一会儿硅料涨到 30 万/吨以上，碳酸锂一度涨到 60 万/吨以上，相关企业都是暴利状态，光伏企业也曾经不断披露未来几年上百亿的采购大单，给市场留下景气期很长的印象，这些事情几年前我们才经历过，之后的教训依然历历在目。当然，每次都会有人强调这次不一样了，每次肯定也会有一些不一样，只是周期的韵律一直都在，人性的基本规律也从未改变。

这一次的泡沫是全球性质的。以巴菲特指数，也就是股票市值/GDP 这个比值来说，互联网泡沫顶峰时这个比值达到了 180 多，而目前美国是 240 多，韩国、日本也差不多在 200。所以这一次的泡沫基本上跟世纪之交的美国互联网泡沫一样，已经属于超大型泡沫了；韩国股市目前的全民疯狂，我们也经历过。

A 股大量的热门股票，未来极有可能跌掉八成乃至九成以上，我们不敢再参与了。因为我们没有能力火中取栗、还有把握毫发无伤地出来，冒这种风险是对持有人的不负责任。现在量化资金在市场上占比越来越大，加上互联网形成的信息传递非常快速，未来崩塌的时候会是什么样的形式、多快的速度，其实很难预料。以目前的泡沫程度和这种疯狂的分化演绎，我们担心崩溃的时点不会很远了，而且股价崩溃并不需要等到需求增长放缓或是供给大量涌现，仅仅因为股价过度透支就足以引发崩溃。

再谈谈我们碰到的另一个问题。现在资金都被虹吸到了热门主题股票的炒作上，导致非主题股票现在似乎都要被抛弃了。6 月份我们遭遇了产品成立以来最大的挑战，回撤幅度和我们在熊市中的最大回撤都差不多了，以往牛市从未发生这样的事情。我们的持有人相当多都是稳健保守型的客户，你们的担心我们非常理解！

我们把持仓结构做个汇报。我们目前的持仓，除了互联网巨头，其余大部分可分为两部分：一部分是低估值、高分红、行业地位稳固、现金流良好的企业，有电信运营商、家电股、电力股、金融股、化工股、物业服务股等等。这些公司本来已经很便宜，现在再经过挤压更加便宜了，相当部分的分红率在 5% 以上，甚至有的已经达到了 8~10%，其中多家公司也一直在回购。在当前无风险利率这么低的时刻，这类资产本该有很好的需求，但即便一时被唾弃，我们相信未来也一定是可恢复的。

另外，我们也布局了一些重度低迷的周期行业，主要就是地产开发和相关建材龙头以及光伏的龙头。这两个行业的调整时间、调整幅度、亏损的惨烈程度都是极为少见的。市场先生喜欢在景气度高的时候给出极高的价格，正如现在的 AI 基建主题股票，以及前几年的新能源股票等等；而市场先生在行业景气度很差的时候，又会给同样的企业打上了巨大的价格折扣。这也许正是周期投资赖以较好获利的根源吧——周期景气高和低时，PB 估值可以差上 10 多倍，而公司本质上其实变化并不大。

当然，既然我们无法追求把价格卖在最高价附近，也无法追求把价格买在最低点附近，更无法追求退出后行业景气就见顶，买入后行业低迷就可见底，这是不可能的。所以我们更多的是根据股价的估值偏离、周期的运行程度以及行业未来前景来抉择的，之前我们有过在高景气时撤早了，少了很多利润；同样，我们在周期低谷时抄底，也一样会抄得过早，导致必须忍受一段时间的股价下跌。但周期股票的布局，在未来的景气上升期可以为产品提供良好的弹性。

目前房地产在多个一线城市价格已经企稳，二手房的成交更是多年来最活跃的，房地产的新开工面积已经数年少于销售面积，全国房地产的库存已经连续数月在下降，一二线城市更是下降得比较快。至于光伏，上一期报告中我们表达过看好的逻辑，这里就不再赘述；需要提一下的是，BC 组件作为下一代组件的趋势越发明显，目前的组件龙头企业未来有望走出差异化的道路，脱离同质化竞争的红海。而光储一体化产品在全球有广阔的需求和应用空间。现在这两个行业的股价都被砸到了多年以来的最低位置。

光伏和地产这两个行业什么时候开始股价上涨，这个其实没法回答。但我们想举的例子是：去年 4 月香港楼市率先触底回暖，香港本地的那些地产巨头如新鸿基和长江实业等，在之后的不到一年内普遍股价翻了一倍。另外，风电行业前几年的价格战也卷得非常厉害，风机企业曾经也处于几乎全行业亏损；但在去年，价格战有所缓和，回到了几个点的利润水平，风机龙头金风科技的 H 股在一年内从最低点上涨了 4 倍。

所以希望大家放心，市场风格肯定会变的。同时，我们的投资是没有杠杆的，也仍留有比较多的现金，可以应对进一步的不利情况以及把握机会。我们公司的大部分本金都投在我们的产品中，而且从来没有赎回过；近期我们还打算把闲余的资金也都

投入到产品中来。至少我们是不担心的，我们将和你们一起去见证市场的变幻莫测以及伟大而疯狂的历史时刻。

我们是市场上的耐心钱，但是我们的耐心，需要你们的支持。

我们也会努力学习，做好根本的风险控制，迎接市场可能的惊涛骇浪。