

2026 H1 PUBLIC LETTER

Portfolio review, by contribution.

Look-through earnings, capital rotation, return contribution, and portfolio structure.

PRIMARY METRIC

+12.1%

Look-through Earnings

First-half change in underlying earning power.

EQUITY RETURN

-3.9%

Combined equity book return for the period.

BOOK SPLIT

Tech & Consumer **-19.8%**

Evergreen Gems **+10.2%**

Percentages only; position sizes and dollar amounts are omitted.

1. Look-through earnings contribution

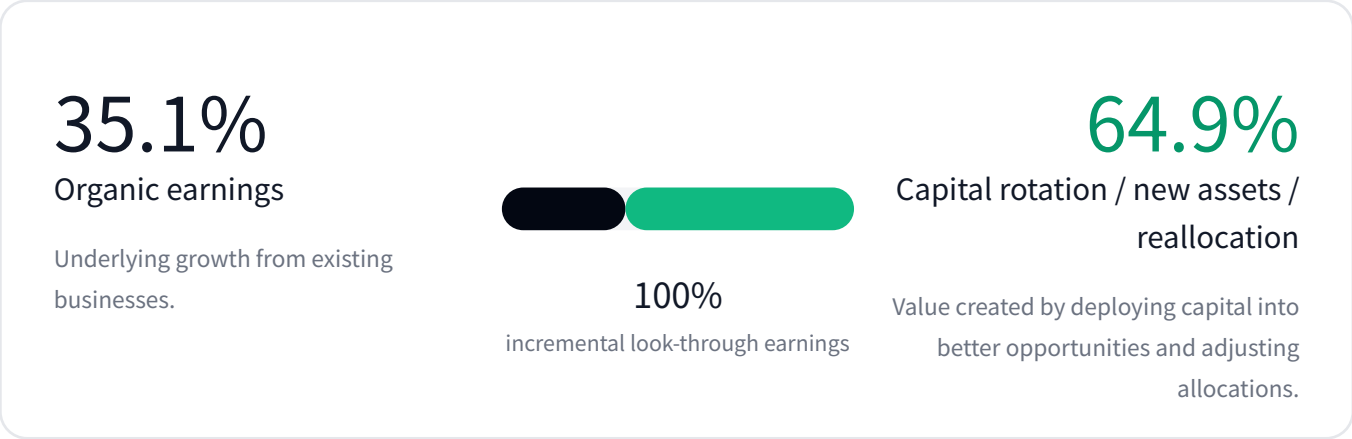
1	IGN AB Ignitis grupe		19.5%
2	ADMIE Admie Holding		11.0%
3	PGEO Pertamina Geothermal		10.4%
4	PAM Pampa Energia		10.2%
5	GFR Greenfire Resources	 Potential	10.1%
6	ALV Alvopetro Energy		8.9%
7	FEC Frontera Energy		8.1%
8	PHAR Pharos Energy		7.6%
9	MTL Metals Exploration		7.2%
10	SCATC Scatec		7.1%

● Contribution lens

Percentages are normalized across the displayed top ten after applying the public disclosure filter.

GFR is marked as potential because its look-through earnings contribution is a forward-looking LTE estimate, not realized reported earnings yet.

2. Earnings increment attribution



3. Return contribution

Gain contributors

1	XYZ Block		12.8%
2	LCX Lycodium		12.0%
3	AFM Alphamin Resources		11.2%
4	SCHD Schwab U.S. Dividend ETF		10.8%
5	TNZ Tenaz Energy		10.7%
6	ARG Amerigo Resources		9.5%
7	ACG ACG Metals		8.8%
8	ADMIE Admie Holding		8.6%
9	IYW iShares U.S. Tech ETF		8.2%
10	CVE Cenovus Energy		7.5%

Drawdown contributors

1	PDD PDD Holdings		37.9%
2	700 Tencent Holdings		32.0%
3	9626 Bilibili-W		5.5%
4	BILI Bilibili ADR		4.9%
5	PYPL PayPal		4.6%
6	8473 SBI Holdings		3.6%
7	3690 Meituan		3.4%
8	1378 China Hongqiao		3.0%
9	PAX Patria Investments		2.6%
10	ALTN AlтынGold		2.6%

4. Activity & portfolio structure

Net buys

01	9992	Pop Mart International Group Limited
02	BRK.B	Berkshire Hathaway Inc.
03	BCI	BCI Minerals Limited
04	XYZ	Block Inc.
05	AFM	Alphamin Resources Corp.
06	IGN1L	AB Ignitis grupe
07	PGEO	PT Pertamina Geothermal Energy Tbk
08	MKL	Markel Group Inc.
09	BN	Brookfield Corporation
10	FEC	Frontera Energy
11	COFA	COFACE SA
12	1980	Dai-Dan Co. Ltd.

Net sells / exits

01	9626	Bilibili Inc. HK
02	IPCO	International Petroleum Corporation
03	ATH	Athabasca Oil Corporation
04	LCX	Lycos Energy Inc.
05	WHC	Whitehaven Coal
06	HCC	Warrior Met Coal Inc.
07	ARG	Amerigo Resources Ltd.
08	SU	Suncor Energy Inc.
09	8031	Mitsui & Co. Ltd.
10	8766	Tokio Marine Holdings Inc.
11	3690	Meituan
12	AXS	AXIS Capital Holdings Limited

Holdings by sector

Larger positions appear first. Position sizes are omitted.

Technology

10

PDD	PDD Holdings Inc.
700	Tencent Holdings Limited
BILI	Bilibili Inc. ADR
IYW	iShares U.S. Tech ETF
XYZ	Block Inc.
PYPL	PayPal Holdings Inc.
IMMR	Immersion Corporation
3690	Meituan
9988	Alibaba Group Holding Limited
SBET	Sharplink Inc.

Energy

10

CVE	Cenovus Energy Inc.
HIBISCS	Hibiscus Petroleum Berhad
PAM	Pampa Energia S.A.
883	CNOOC Limited
1605	Inpex Corporation
ALV	Alvopetro Energy Ltd.
NRP	Natural Resource Partners L.P.
GFR	Greenfire Resources Ltd.
SU	Suncor Energy Inc.
PHAR	Pharos Energy plc

Resources

10

AFM	Alphamin Resources Corp.
BCI	BCI Minerals Limited
MTLN	Metlen Energy & Metals PLC
ACG	ACG Metals Limited
ARG	Amerigo Resources Ltd.
1378	China Hongqiao Group Limited
ALTN	AltynGold plc
MTL	Metals Exploration plc
IAU	Gold Trust ETF
RTG	RTG Mining Inc.

Infrastructure & Mid-Stream

10

ADMIE	Admie Holding S.A.
IGN	AB Ignitis grupe
941	China Mobile Limited
PGEO	PT Pertamina Geothermal Energy Tbk
1980	Dai-Dan Co. Ltd.
8053	Sumitomo Corporation
FEC	Frontera Energy
BHU	SUTL Enterprise Limited
SCATC	Scatec ASA
9435	Hikari Tsushin Inc.

Asset Management

6

BRKB	Berkshire Hathaway Inc.
BN	Brookfield Corporation
8473	SBI Holdings Inc.
PAX	Patria Investments Limited
OWL	Blue Owl Capital Inc.
AMG	Affiliated Managers Group Inc.

Insurance

9

ACGL	Arch Capital Group Ltd.
CB	Chubb Limited
FFH	Fairfax Financial Holdings Limited
MKL	Markel Group Inc.
KBWP	Invesco KBW P&C Insurance ETF
COFA	COFACE SA
AII	American Integrity Insurance Group Inc.
8766	Tokio Marine Holdings Inc.
AGO	Assured Guaranty Ltd.

Consumer

3

9992	Pop Mart International Group Limited
LKNCY	Luckin Coffee Inc.
9961	Trip.com Group Limited

ETF & Mutual Fund

6

VOO	Vanguard S&P 500 ETF
SCHD	Schwab U.S. Dividend ETF
AVALX	Aegis Value Fund I
1478	iShares Japan High Div ETF
HDEF	Xtrackers EAFE High Div ETF
3070	Ping An China Dividend ETF

Crypto

4

IBIT	iShares Bitcoin ETF
BTCUSD	Bitcoin
ETHUSD	Ethereum
SOLUSD	Solana

5. Investment memo

第一性原理

- 「买公司就是买它未来的现金流折现」+ 「市场短期是投票机，长期是称重机」☑️「我不应该在乎市场给我的家庭资产开什么价，我应该在乎我的家庭资产的穿透盈利是否在持续稳定地增长」
- ↑ 这个第一性原理构成了我现在的投资准则，或者说我自我训练投资能力的评判标准。

- 投资这个游戏最大的问题就是，「决策/执行」和其造成的「反馈」之间的因果时差距离很远且没有一定的长短定论。可能是一年有反馈，也可能是五年甚至十年。
 - 这导致的问题很多，首先是很难自我迭代、刻意学习，其次是很难向别人学习取经。
-

新的反馈系统（A New Reward Function）

- 但我认为这一切都因为我自己把「反馈」放在「净值变化」上导致的，也就是问题出在：「买公司就是买它未来的现金流折现」+「市场短期是投票机，长期是称重机」成为了我的手段，我的目的依旧是「净值变化」。
 - 就好比我知道「生命的质量不在于钱」，而我却把这句话作为手段，而目的依旧是「钱」。这显然是本末倒置的。
 - 所以，目标是提升「盈利能力（内在价值）」而不是「净值」。净值是自然而然的结果，不是目的。净值是我可以利用的工具，不是目的。
 - 这和做公司其实是一样的，公司赚钱了，自然就能卖一个好价钱。但如果我目标天天放在卖一个好价钱上，就容易忽略「如何把它做赚钱」才是我的第一要务。
 - 但这个理念确实和基金激励制度相悖。基金如果净值不提升就可能被撤资或者卖出，那基金经理就会少赚钱。所以「奖励」和「投资理念」就冲突了，这是一个拧巴的问题。这恐怕是老巴转而把企业作为自己投资平台的重要原因之一。
 - 在做企业的时候，把所有投资资产都看作是自己的「权利受限型子公司」，卖出买入是经营的手段之一，这样「奖励」是公司的整体穿透盈利能力，「投资理念」也是如此，两者就合一了，就会很舒畅。
-

心照不宣的同好们

- 稍微留心的话，会发现这显然是一个普遍成立的规律。比如：很多价值投资基金并不大，规模往往不是他们追求的重点。又比如：效仿或者可能未必是刻意效仿的、那些天然就和伯克希尔类似的公司世界上有很多：FFH、Brookfield、Markel、Hikari Tsushin等等，大小全球能找到十几个做法类似的公司。如果算上垂类专注的公司CSU、TNZ、ACGL等等，那就更多了。
 - 他们的理念都是类似的，专注于盈利能力，而非股价，充分利用市场先生、周期、波动，来买入优质资产，增厚自己的盈利能力。日复一日，年复一年。
-

这个方式能有多有效？

- 结合市场波动的偏差程度，结合这种方式适合的资产类型，我觉得长期年化在12%-15%是有机会的。但它绝不是一种随便能做到20%-25%的神奇配方。
 - 我应该有更好的自我预期，戒骄戒躁，努力做到这个「运动」领域里的佼佼者，而非去和20%-25%的个股去做比较。
-

- 公司自己往往因为积累或者赛道里的特殊know-how，能获得长期ROIC超过20%的机会，Amazon、Google、CSU等等都证明了这一点，但是个股不是我的对比坐标，我也不太可能长期all-in一个公司。
- 我要做的是通过长期持有20-30个资产，获得12%-15%的长期复利。

这意味着什么？

- 这意味着长期来看，我所有Equity资产的穿透盈利应该要以至少12%以上的速度增长，并且每笔投资初始的估值都不能太高。
- 经过一段时间的实践，这显然是一个非常困难且有压力的目标。
- 但是，这个策略的优点就在于，「执行&反馈」是清晰的、且不受他人（市场交易）干扰的。这样一来，我可以独立分析、独立归因、独立迭代、刻意练习。
- 这也就意味着，用这种投资策略，我率先给自己的「成长（内在价值）」找到了一个「长坡」。如此这般，我才有理由相信我能达成「厚雪」。

说了那么多，来回顾一下2026年H1

AI带来了基础资源的涨价，推高了大量矿企的估值，这个对我有利。

- 在铜上收益颇丰，ARG大概有了2.5倍的回报，考虑到行情如此继续下去，它废矿再生的续约成本应该会上升。给到一个超过10年甚至可能15-20年的DCF估值显然有一些太乐观。在高位卖出了一部分。
- 在锡上净值上有一些收益，但AFM我打算长期持有。长期看好锡，现有东南亚的产能类似沙金，长期品味我认为难以保障。AFM的矿体特质以及品味都是非常优秀的。虽然有DRC风险，但我认为这个风险以这个估值可以承受。尤其是枪炮并不会影响矿体本身。
- 除了受益于AI的基础资源，我也关注不受AI影响的基础资源，可惜钾肥/磷肥都没有斩获，但是在盐矿里找到了BCI和SALT。BCI已经不便宜，SALT折价较深但是有融资不到的风险。两个都不错，各有千秋。

战争带来的油价飙升，推动了大量油气资产的估值上升。

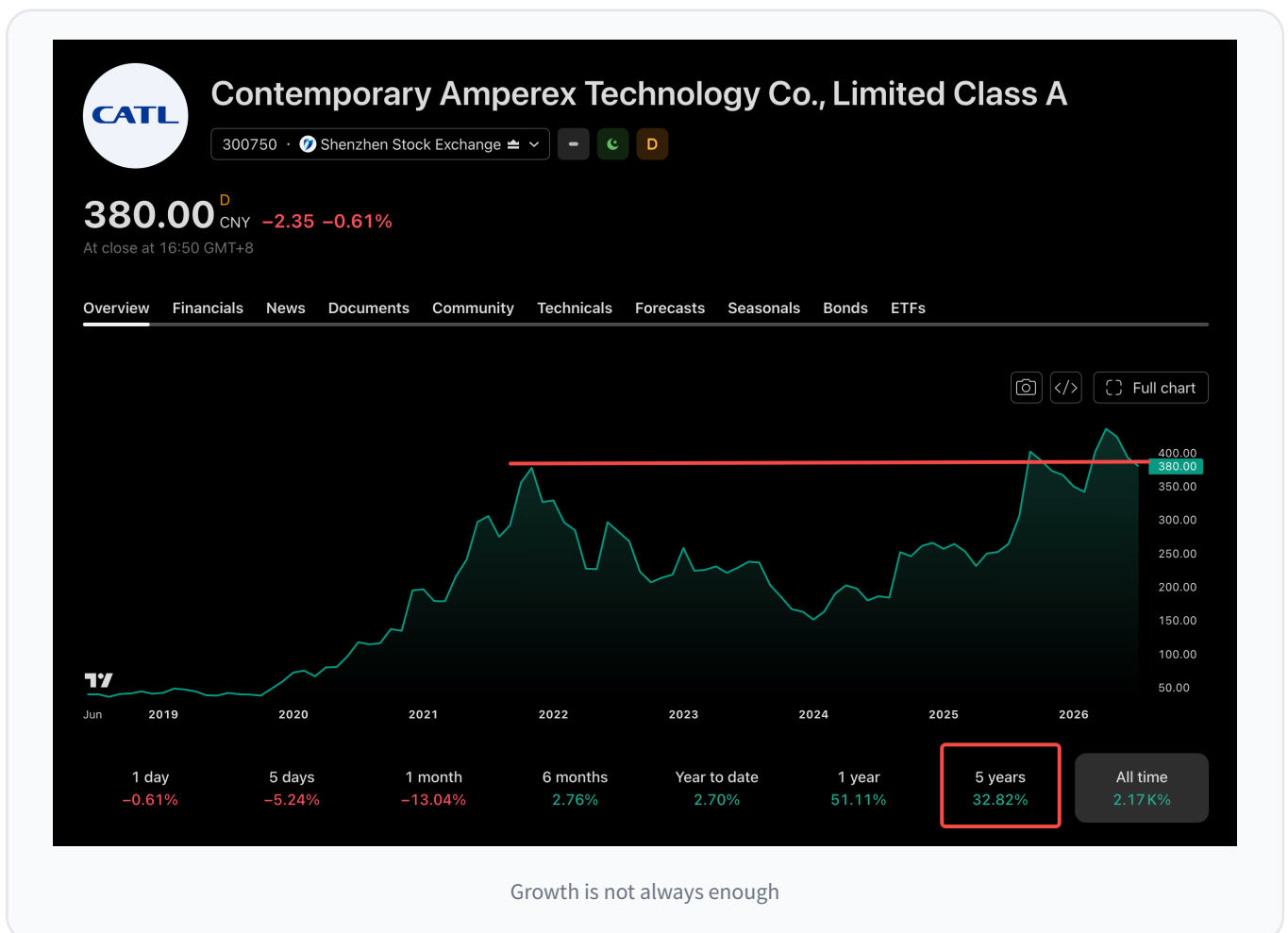
- 首先油砂资产在没有战争的前提下已经获得了丰厚的回报。这些在俄乌战争之后，受到油气价格飙升而收益颇丰的长寿命低衰减资产纷纷还完了债务进入股东回报周期。非常舒适的买点，很舍不得卖出。但在霍尔木兹海峡事件中还是卖出了一些，保留了一体化程度最好的两个，也是能从炼化中受益的SU和CVE。
- 卖出部分之后，补充了几个在高油价状态下依旧低估的资产，比如CNE，但很快CNE就被收购了。可惜要被动减仓了。
- ALV.V可以当成是一个南美的天然气/中游基础设施现金流资产，而PAM则有不错的资本配置能力，且持有一个优秀的电网资产。FEC是卖出油气之后成为了一个港口加油气管道公司，符合我想要的现金流资产的味道。

电力基建部分是H1重点建仓的方向。

- 一样是寻找长期AI顺风且低估的优质资产。
- ADMIE没有想到产生了50%的浮盈，这并不是很想看到的情况，仓位还没有上上去。但确实它的质量也是最优秀的。
- IGN1L资产复杂一些，估值不错，我认为长期能有10%左右的Earning增长。
- Scatec则是建设+持有的复利机，但执行风险需要跟踪。
- PGEO是稀缺地热资产，加上印尼我认为非常适合做数据中心。最近的新闻印证了这个想法，大型的Data Center落地了。

随着AI的高速发展，Fab/Data Center的增长是确定性的。

- Fabless的英伟达是优质资产，这个毋庸置疑，但是现在估值无法理解它给多久能超过我一个12%Earning/EV Yield的现金流资产。不过无论如何它值得关注，Fabless的模式要比「Fab工厂」强不少。
- 一个很好的例子是宁德时代。宁德时代的利润过去五年的年化是50%左右，但是股价五年的回报只有30%。五年之后的今天Earning/EV Yield大概在5%左右，也还远远没有超过10%。

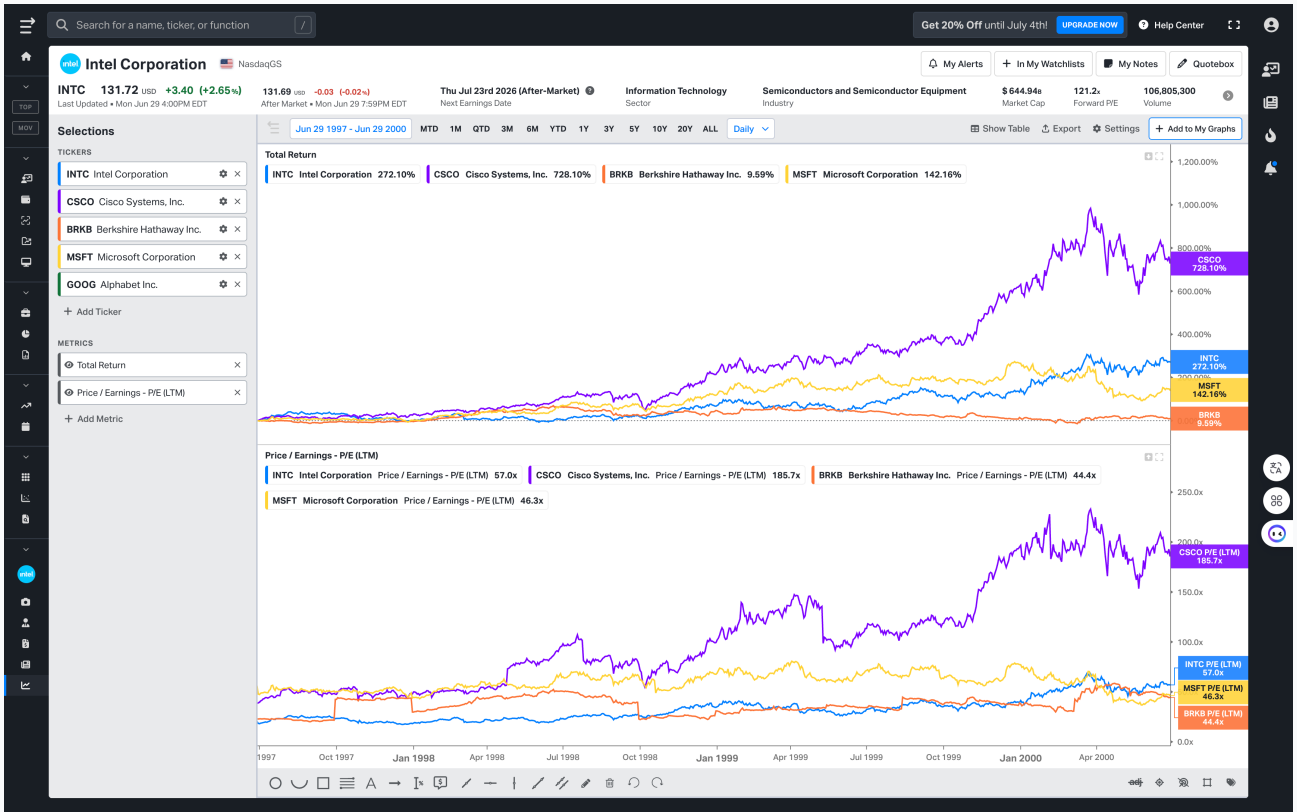


- 当然，五年过去之后，宁德时代目前估值是20倍左右，增速依旧在1.5倍上下，考虑到储能、机器人的发展，宁德时代反观，或许未来会有不错的回报。
- 然后说说「Fab工厂」等一众生产型企业，我基本上认为是风险较大的，其中典型就是存储。

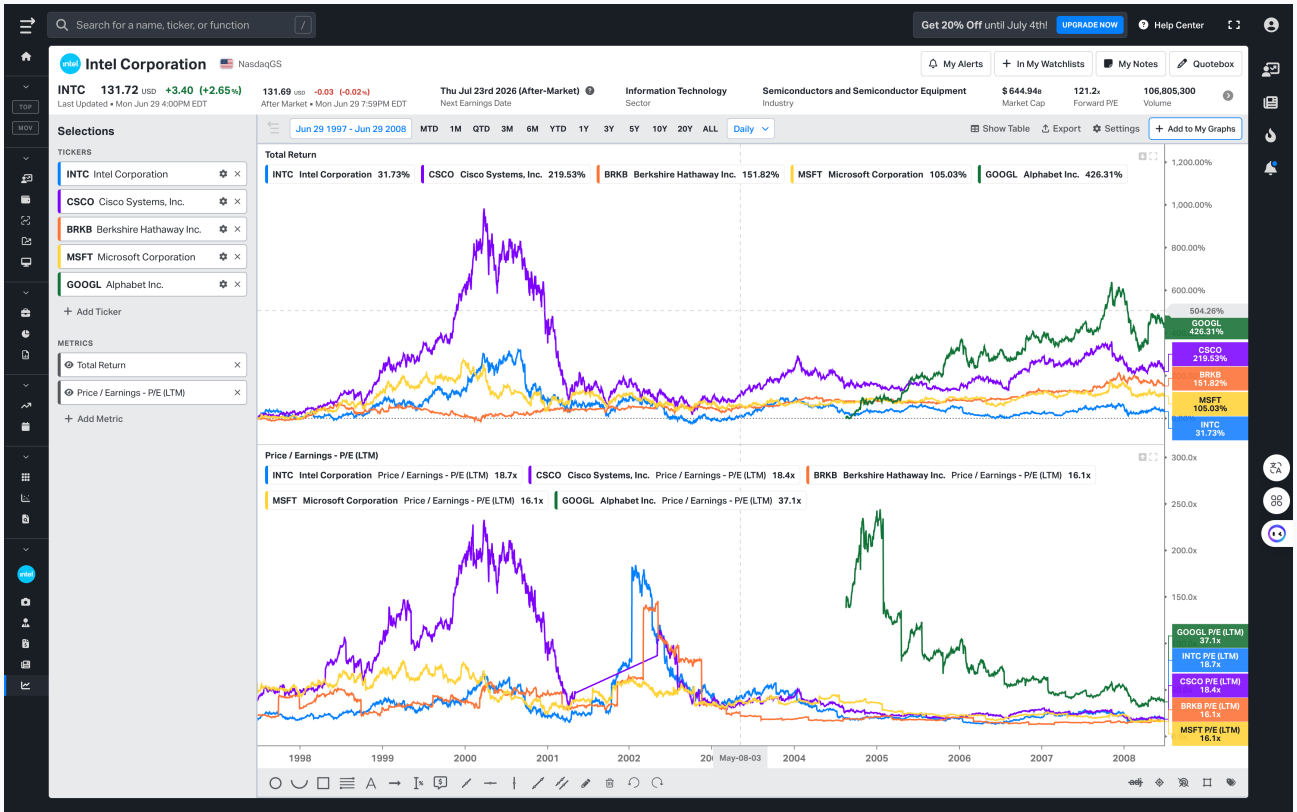
- 首先范式转变的故事很有趣，初步逻辑似乎也有道理。但是考虑到诸多因素，比如：iPhone每换一台，存储都是全部更替的，也就是用户量在触顶之后，就纯粹的更替需求依旧有一定的保障。而在云端AI的场景下，所有存储芯片都是可以链接在一起，过去卖出的芯片都能持续工作，这在用户量触顶之后可能会带来新的压力。所以存储是否因为AI时代就变成了永无止尽的类油气/电力资源？我觉得言之过早，或者说至少应该保持警惕。
- 另外，经过调研，HBM也并没有完全脱离标准品的范畴。虽然有良率、定制化等各种前提，其本身的科技含量也很高，但也并不是无法取代。并且需要不断迭代更新，迭代更新的成本代价，技术方向的选择等等都有较大的CapEx（资本开支）压力。加上三星、英特尔各怀鬼胎，这里的竞争不确定性还是很高。如果不是业内专业人士恐怕未必能判断的准确。我认为超出了我的能力圈。
- 最后，如果其本质还是一种生产型生意的话，Fab的投入长期来看可能会有风险变成负担，从而在毛利变低的时候侵蚀现金流。这是非常需要谨慎对待的地方。而PE目前有较大的失真，考虑到CapEx的投入，FWD EV/FCF大概是在15-20倍，现在折价已经不深了。并且就如上述所说，这里的FCF有多少是可以不再通过投入CapEx就可以维持的？不得而知。
- 反观生意模式更好的——「收Fab税的公司」（也就是Fab运行所必需的设备和服务），无论是高纯水、测试、前道、后道、光刻机、高精尖材料，基本上都已经没有便宜的了，看起来资金早已经把这些资产都扫了一遍。
- 但这并不改变「Fab税」是比「Fab工厂」更好的生意，这是我的一个判断。并且既然CapEx的战争已经传导到存储这一层，我相信未来不论是Data Center还是Fab都会越来越多。
- 其中给Fab/Data Center做HVAC的还有几个不错的资产。在Hanyang和Dai Dan等一众当中选中了Dai Dan，会逐步建仓观察下它的情况。

如果一定要做一个类比，那么AI目前还在PC早期，处在基建先行，使用价格飞速下降的阶段，这个阶段也是孕育应用的阶段。下一个时期重点会关注AI应用的发展。

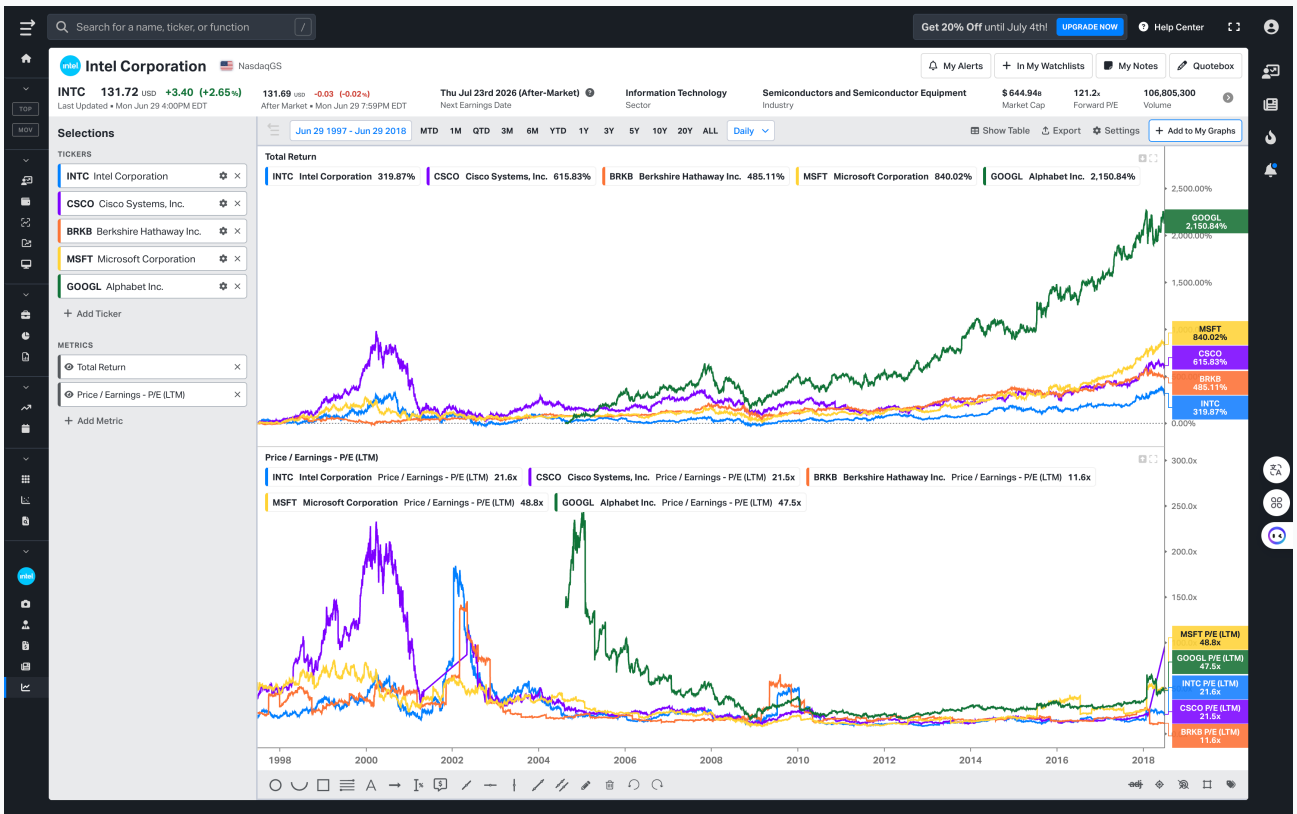
- 目前来看，在静态的人类知识中训练出来的ChatBot进化到了在动态任务执行过程中通过过程数据来自我强化的Agent阶段。这个阶段的变化在不知不觉中跃变了。是很了不起的。
 - 直觉是在这个阶段往下Coding会成为AI应用创作的工具，就好比PC时代有了编程语言一样，有了工具就会有内容产生了，里面恐怕会有一些有趣的机会。
 - 在持有的所有Tech公司中，AI应用端，腾讯是有一定机会做好这件事情的，如果价格能跌破400，会考虑加仓。
 - 但Antropic或者OpenAI这样的AI基建级机会是否会出现M7或者Alibaba/Tencent/Bytedance之中？我觉得还是难以想象。如果回顾下上个时代的四个阶段：
-



PC cycle: 2000



PC cycle: 2008



Internet cycle: 2018



AI cycle: 2026

- 硬件 -> 软件 -> 互联网，三个阶段都有王者，没有一个王者是另一个王者的VP（副总裁级别）……我觉得应该这次也是一样的。王位易主很可能是迟早的事情。
- 三个阶段的投资机会都不错，能早期抓住任何一个都能获得丰厚的回报。但能产生网络效应，能有客户粘性，边际效应足够低的生意长期回报就是更高，这是自然规律，我觉得这次也是一样的。
- 话虽如此，我也想不断提醒自己，需要放空去看这次价值在哪个环节长期最能累积。不必前置做什么预判。

PDD完全没有参与AI，但依旧是我单一公司最重的一个仓位。也是H1造成浮亏最大的一个仓位。目前没有清仓的打算，但也准备仓位控制，不再加仓了。

- PDD的逻辑很简单，首先是便宜。
- 其次就是，不论是西部的拓展还是全球化的发展来说，我都看好它的未来。Temu开辟了一个成了一半的坡，有坡有解法是非常不容易的。不再依赖流量思维去解题，而是回归到产品质量本身去下苦功夫，这是在做难而正确的事情。我认为长期的IRR应该会不错。
- 至于账上的现金处理，目前看不清楚，不加评判了。逐步观察吧。

其他零零散散，就不多说了。

- 比如XYZ是捡到一个机会，做了一波，很快就修复了，未必还有机会加仓了。
- 其他整体上仓位还是有一些分散，接下来逐步要集中一些，陆续清理一些杂草，聚焦到更好的地方去。

下半年？

- 不必做太多的规划，继续找到优质的标的，建观察仓，然后等待过去的一些种子发芽。
 - AI上主要再看看Fab稅的公司，通过实际的使用去感受下硬件的变化。上一轮Agentic是亲身参与了，确实没有往硬件上去思考。是值得反思的。
 - 但需要Fab投入的硬件公司还是需要在估值高的时候尤其谨慎，这个观点不变。如果能在有较大折价的时候参与，那或许是可以的。
 - 科技的下一步重点当然是看AI应用的机会了，新时代的Google/Amazon一定正在孕育中，深信不疑。
-

