

鹏华基金伍旋:

“不踩雷”是对坚持安全边际嘉奖

□本报记者 余世鹏



伍旋,13年证券基金从业经验。曾任职于中国建设银行,2006年6月加盟鹏华基金,从事研究分析工作,历任研究部高级研究员、基金经理助理。2011年12月起担任鹏华盛世创新混合(LOF)基金的基金经理,2015年4月起兼任鹏华改革红利股票基金的基金经理,2016年至今担任权益投资一部副总经理。

聚焦优势行业

由于持续的勤奋和自律,伍旋早在行业研究员阶段(2006年-2011年)就打下了扎实的投研基本功。

伍旋表示,企业的可持续竞争优势,主要源于品牌差异化、成本、牌照壁垒三大方面。“我早就把自己的能力圈集中在大金融(他曾担任过金融地产组组长)、大消费与细分制造业领域。”伍旋指出,同一行业的公司会有相当同质化倾向,但若能对公司经营的变化细节进行细微捕捉,则能在同质化的行业里捕捉到个股机会。

“根据这样的投资思路,我在研究员阶段推荐的股票,即取得了不错的效果。”伍旋指出,早在2008年时他观察到某一金融龙头股的再融资刚完成,当时该股和大盘都处于低估状态,于是他即为团队做了重仓推荐。后来,该股走势印证了伍旋的判断。“我是通过对这些金融蓝筹的研究,慢慢积累而形成了对公司价值与经营情况的分析框架,然后再将能力圈扩展到消费和制造业上。”

2009年前后,伍旋观察到某只银行股的估值一直处于折价状态。“当时市场受到金融危机影响一度下行,沪深300指数和银行板块也均处于超跌状态。但关键在于,根据新闻公开信息和实地调研,我发现该银行已在进行事业部改革和小微贷款业务转型。于是我向公司推荐重仓该股,团队也在接下来的三年时间里陆续买入,获得了不错回报。”

“每个一级行业下面可以细分为多个二级行业,市场机会一直存在,但诱惑太多会犯错误。所以,做投资要对自身有清晰的认识,自身能力圈的培养需要持续专注与深耕。”伍旋说,除传媒行业外,对相对偏科技的领域(如通讯和芯片)与创新医药领域的行情参与会谨慎些。“这些行业的认知壁垒相对较高,属于重资产投入或重研发投入的公司,且技术和商业模式的变化也很快,我个人在这里面并没有特别大的超额信息优势。”

自2011年担任基金经理以来,伍旋正式从研究走向了投资。记者统计发现,以伍旋在2011年底开始管理的鹏华盛世创新混合基金为例,截至2019年9月3日,该产品近8年来的总回报为208.21%,年化复合收益高达15.76%,超越基准回报141.94%。

“既然选择从事这份工作,就要做好承受痛苦的准备。”伍旋对记者表示,投资是一件准确率并不是很高的工作,“最顶级的基金经理的准确率也只有60%,我离该水平还有些距离。”伍旋说,在股价的持续波动中,个人的投研模式被市场认可,其实是一个相互融合的过程。“在这过程当中,个人要付出很多努力,要不断与产业链和标的公司进行交流,充分调研。随着你对行业与公司的了解不断深入,你也能清楚自己的投研路径和方向是否正确。如果发现有所疏忽的地方,就要及时认错和调整,这样才能持续进步。”

基金经理的投研能力有多种衡量方法,但“不踩雷”应该是最“犀利”的一种。鹏华盛世创新混合基金的基金经理伍旋,其重仓股从未踩雷。作为鹏华基金的实力派基金经理,伍旋在接受中国证券报记者专访时指出,他担任基金经理8年以来“不踩雷”并非偶然,这其实是他“以安全边际为基础赚取稳健收益”的一个副产品。

表面上的毫不费力,背后其实是他十多年来对投研框架的打磨与自身的市场历练。这其中,除了他对自我认知和能力圈的持续建构外,还有对企业家精神与公司治理结构等投研细节的专注与深耕。

储备爆发型标的

自2011年管理基金以来(包括2018年投资难度较大的环境在内),伍旋不仅延续了稳定的价值投资风格,他管理的组合重仓股基本没有“踩雷”,收益率曲线呈现波动向上的健康态势。

究其原因,伍旋告诉记者,他个人的风险偏好比较低,会以安全边际为基础赚取稳定收益。他解释说,在系统性的选股策略和对投资标的长期跟踪基础上,尽量不随意改变投资决策。这样,通过时间持续积累,低换手率、低波动、低回撤率就能赢来高于市场平均水平的收益。

在具体的标的评估决策方面,伍旋表示,除了常规的财务指标筛选外,他对企业家精神与公司治理结构也非常看重。“对多数上市公司来说,想要在所属领域脱颖而出,必须长期持续地深耕与专注,这样才能积累出差异化或成本领先优势。所以,我特别关注企业的创始人或一把手,是否具备长期坚持主业的企业家精神。”伍旋说,他这几年来在频繁的调研中不少与企业家打交道,确实感觉到做实业很不容易。“如果某个企业具备真正潜力,不妨给企业家一定的容忍度。”另外,作为外部股东,伍旋还看重公司是否注重股权激励等机制,并且在对外的分红政策、回购等方面是否会有比较积极与稳定的状态。

基于这些标准,伍旋会将标的严格筛选一遍,符合要求的才能成为他的备选标的。“正因为如此,我基本规避掉了2015年以来搞并购重组比较多的公司(也是后面‘爆雷’较多的公司),虽然会错过短时间的波段涨幅,但拉长长时间看,这恰恰为组合规避掉了大部分负面影响。”伍旋说。

伍旋还指出,稳健的投资要避免刻意追寻热点,而是要经过仔细筛选,捕捉被市场低估和错杀的机会。“我的投资框架着眼于长期,如果公司只是因为特定金融因素或市场系统性调整导致经营暂时放缓,但长期看具备不错的竞争优势,我会考虑将该公司作为重仓对象。比如,通过现金流折现比较,若标的价值比市场价值低出20%-30%,则可考虑作为重仓品种。但另一方面,如果在持有过程中其估值已得到较为充分的反映,或者与历史估值相比已接近行业上限,则会考虑调整组合。”

基于这样的长期视野,伍旋在组合配置方面形成了“梯队搭配”。他对记者说,符合上述判断的标的,有时会在行情催化上尚缺火候,他会将这些标的进行低比例配置或密切跟踪,使得超额收益具备持续性。“像种庄稼一样,不仅每一期都有收获,也要为未来收获进行储备布局。这样,每个阶段都可能爆发型的品种出现,整体的超额收益就会有可持续性。”

谨慎但不悲观

“谨慎但不悲观应该是当前的市场共识。”伍旋指出,历经二、三季度以来的持续调整,目前沪深300等核心指数的估值均到了历史均值以下。“随着无风险利率持续下行,权益资产的吸引力会不断放大。长期看,当前是一个比较好的战略布局时点。”

具体地,伍旋分析说,在宏观层面,经济政策依然处于宽货币紧信用范围,但市场已在逐渐出清。随着落后产能的清退与2015年来积累的金融风险的持续释放,市场短期风险偏好已趋于平稳。另外,考虑到中国的城镇化率目前还不到70%,与发达国家相比还有一定差距。从人口与政策红利等方面来看,未来6%左右的GDP增速是可以预期的。因此,“基于经济基本面支撑,市场风险其实并没有那么大了,不少跌破净资产的标的,估值水平实际上是可以接受的。”

伍旋认为,当前市场存在优质投资标的,但因为受内外环境因素影响,市场情绪波动较大,投资者需要对企业的盈利复苏时间进行细致判断。“重点在于,企业短期的盈利放缓与股价压制是临时性的还是长期性的,这个需要时间来判断。”

在具体布局方面,伍旋认为要淡化短期波动。“市场短期可能是错的,但长期是对的。”伍旋指出,短期行情主要受投资者情绪波动影响,但从公司层面来看,市场价格

会收敛于价值基本面。就当前而言,部分资产回报率与业务增长两个因素决定。但由于中国是个新兴市场,市场风险偏好较高,企业增速一旦相对放缓,市场给出的估值则会相对较低。因此,从资产回报率来看,若能找到被市场错杀的潜力资产,一旦压制企业盈利增长的因素消除后,投资者就能获得估值和盈利的双丰收。”

伍旋尤其提到:“公司的估值基本是由资产回报率与业务增长两个因素决定。但由于中国是个新兴市场,市场风险偏好较高,企业增速一旦相对放缓,市场给出的估值则会相对较低。因此,从资产回报率来看,若能找到被市场错杀的潜力资产,一旦压制企业盈利增长的因素消除后,投资者就能获得估值和盈利的双丰收。”

以伍旋看好的大消费为例,他对比美国等成熟市场指出,消费不仅是美国经济增长的第一大贡献来源,大消费公司的市值也占到了整体资本市场市值的1/3以上,而中国目前只有百分之十几。“考虑到目前国内消费对GDP的贡献程度已超过了70%,中国还是全世界最大的消费市场,并且无论是在消费层次还是消费广度上,企业的分布都是极为丰富的。因此,国内消费领域的投资机会还有很大空间,这里面还会诞生出大量的优秀公司。”伍旋表示,考虑到当前估值水平的吸引力,他会聚焦其中的核心资产进行相应的战略布局。