



新华社图片

汉和资本：市场结构性机会多

□本报记者 林荣华

继2017年斩获“三年期金牛私募管理公司”奖后,北京汉和汉华资本管理有限公司在2018年再次斩获中国私募基金牛奖的重磅大奖——“五年期金牛私募管理公司”奖。近日,汉和资本研究总监郝唯一和投资副总监吴一舟接受了中国证券报记者的专访,阐述了汉和资本自下而上全面分析挖掘个股价值,超长期持有“好生意”的投资理念。站在当下,虽然消费和科技表现较好,但各行业的结构性机会很多,投资机会丰富。

长期持有“好生意”

郝唯一表示,汉和资本之所以可以取得优异的中长期业绩,主要原因在于公司坚持了超长期价值投资理念。价值投资的本质是探究价值。价值可以体现在多方面,汉和选股时并不会简单拘泥于某个量化的指标如PE或PB等,而是力争在综合分析的基础上探求每一种行业的本质是什么,找到衡量该企业价值的关键点,比如,有些企业衡量标准是单位客户带来的盈利,有些企业的价值看重的是产品结构调整后的远期盈利能力,有的企业看重的是管理架构的变化。当企业价值从长周期来看,能实现成长时,便具有潜在投资价值。

“我们把公司看成一门生意,综合分析公司的所有方面,包括上游供应商、下游消费者、企业员工、管理层、所处行业的位置等,在此基础上,综合分析这门生意的长期内在价值和当前相比是否被大幅低估。”吴一舟补充说,“我们对于长期也有明确的界限,至少是3到5年的时间。因为在大类资产配置中,权益投资长期的收益优势很明显,因此需要从长期维度来审视上市公司的价值。”

与很多单纯挖掘景气周期好公司的私募不同,汉和并不拘泥于某个特定行业,而是试图通过全行业覆盖和对投资机会的实时跟踪,找出全市场中符合自身投资理念的最佳投资标的。郝唯一说:“再好的行业也有可能蕴含极大的风险,再差的行业由于竞争格局、商业模式的变化,也有可能形成新的投资机会,对于这种‘沙漠之花’,我们也不会放弃。从过往持股情况看,我们的持股集中度不高,比较适中。”

凭借出色的投资业绩,汉和资本的超长期价值投资理念也得到投资者的认可。目前公司发行的产品均为3年期锁定产品,同时所有产品均不收取固定管理费用。

不局限于某类股票

今年5月以来,市场更多呈现了结构性机会,“核心资产”中的消费股和科技股表现较好,市场似乎呈现某种程度的“资产荒”。站在当下,如何看待市场的投资机会?

郝唯一表示,在看好中国经济中长期表现的坚实逻辑下,当前各行业都在进行一些结构性调整,结构性的机会很多,并不局限于某类股票。“从近年的渠道交流情况看,有一些有趣现象。比如,2013年投资者问创业板投资机会,2014年问怎么看金融股,2015年下半年关注市场信心,2016年问是否要空仓,2017年问怎么看价值股投资机会。这些都是从市场的结果去反问投资出发点,但汉和始终都是基于企业的长期内在价值进行投资。如果我们关注的公司,具备价值基础,并满足‘大概率非对称’的要求,即长期涨幅空间较大,同时具备安全边际,下跌空间可控,便具备长期投资价值。”

吴一舟表示,对个股贴标签,有可能失去一些好的投资机会。公司只要长期看其内在价值被大幅低估,就有可能成为投资机会。比如近几年创业板指数表现相对弱一些,但仍然有一些很好的个股机会。即便是在2015年的股市高点,从长期视角看,仍然有一些个股是被低估的,后来也确实有很多个股屡次创下历史新高。

基于对个股价值的深入挖掘,汉和资本挖掘到很多尚未被市场发现的投资机会,正因如此,从过往投资结果看,汉和资本大多时候保持了较高仓位。同时,在超长期价值的投资视角下,汉和资本并不会单纯基于市场短期波动进行择时。吴一舟表示,所有的操作都是基于买入逻辑、公司的内在价值是否发生变化,基于“大概率非对称”的选股标准。要获取长周期的收益,承受一定的波动是无法避免的。汉和过往重仓股的持股时间都在3年以上。

年末兑现压力显现 私募短期策略趋于谨慎

□本报记者 王辉

受年末时点临近引发白马蓝筹板块遭遇卖出压力等因素影响,上周(11月25日至11月29日)A股市场整体冲高回落,未能摆脱近期以来的偏弱震荡运行格局。目前,私募对于A股市场的短期策略观点较前期有所转淡,部分私募短期策略趋于谨慎。

上周A股主要股指涨跌表现及最新市盈率估值		
指数简称	周涨跌幅(%)	市盈率(倍,整体法)
上证综指	-0.46	12.51
深证成指	-0.46	23.18
中小板指	-1.28	24.69
创业板指	-0.89	50.66
上证50	-0.94	9.35
沪深300	-0.55	11.63
中证500	-0.19	25.57

数据来源/Wind 数据截至11月29日收盘

市场持续偏弱震荡

在经过此前一周的冲高回落,上周沪深股市整体再次出现先扬后抑的运行格局,主要股指均出现小幅走弱。截至11月29日收盘,上证综指、深证成指、中小板指和创业板指全周分别下跌0.46%、0.46%、1.28%和0.89%。此外,在上周贵州茅台、恒瑞医药、中国平安等白马股持续自高位下调的背景下,两市主要权重股指也出现走软。在11月26日MSCI纳入A股第三次扩容正式实施的背景下,上证50指数和中证100指数上周一周也分别回调了0.94%和0.71%。

在市场估值方面,由于市场主要股指整体继续震荡走弱、部分成交清淡个股破净(即股价跌破每股净资产)数量持续增多,目前市场整体市盈率水平处于历史低位,而个股破净数量则居高不下。具体来看,Wind数据显示,截至11月29日收盘时,上证综指、深证成指、中小板指、创业板指、上证50、沪深300和中证500等七大大股指的市盈率(整体法),分别为12.51倍、23.18倍、24.69倍、50.66倍、9.35倍、11.63倍和25.57倍。除创业板指外,其余六大股指的市盈率均处于历史偏低水平。与此同时,截至11月29日收盘时,两市共计有373只个股(去除净资产为负的个股)的股价跌破每股净资产,破净个股数量创历史新高。

“新核心资产”受关注

尽管当前A股整体估值继续保持在历史偏低水平,全市场破净个股绝对数量也处于历史高位,但目前私募对于市场的短期研判观点,较前期有所转淡。核心资产持续显现的高位回调压力,以及周期股等相关权重板块难以接棒成为新的市场结构性主线,则成为部分私募短期策略趋于谨慎的两大重要原因。

在核心资产板块方面,私募排排网上周发布的数据显示,目前有近三成的私募认为,经过接近一年的持续强势上涨之后,目前核心资产的上涨行情将告一段落,投资者应将目光转至“新核心资产”。航长投资认为,2019年A股行情呈现明显的分化特征,全年持有白马蓝筹较多的公募基金目前获利丰厚,随着年底时点的临近,相关机构兑现盈利的意愿较为迫切,这一情形甚至可能引发部分高位白马蓝筹个股展开一轮中级调整。磐耀资产也表示,核心资产年内涨幅巨大,当前估值偏高且部分个股资金抱团迹象较为明显。随着部分机构年底兑现意愿的显现,核心资产板块在经过上周的整体震荡转弱后,短期内预计难以重新走强。

而在周期板块方面,目前私募主流观点整体倾向于认为,虽然上周初周期股一度强势崛起,但在目前的宏观环境下,此前已连续多年沉寂的周期股,仍难以接棒核心资产成为市场新的结构性主线。周期板块对市场的提振作用,相对较为有限。

私募投资的“禁止清单”

□好买基金 曾令华

芒格有一句话让人印象深刻:如果我知道死在哪里,就永远不去那里。有风险的地方不去,是最好的防风险的手段。那么,在投资私募的时候,会有哪些“禁止清单”呢?

一是投资经理只谈收益不说风险。大约在十年前,还是私募野蛮生长的年代,笔者参加了一场当红私募的现场路演。当时股市正自底部反弹,该私募惊艳的表现圈粉无数。将宏观展望和投资方法介绍后,该投资经理说:“你们要把资金放在我这里,放你们手里都亏了。”上周末看相关数据,该私募的累计净值还在1元以下。还有一次,大概是2014年底,与一位私募人士沟通,在聊到投资方式时,该私募人士说,投资对他来说太简单了,就像弯腰捡钱一样。后来,不知他捡到钱没有,2015年之后就销声匿迹了。

2019年的行情,让“弯腰捡钱论”沉渣泛起。风险和收益从来都是孪生兄弟。一个投资经理只说收益不说风险的时候。要不就是有意在隐藏些什么,要不就是认知水平欠缺,对自己过度自信。这两种情况,都是一笔坏投资的开始。投资经理不说风险,正是投资者要担心风险的时候。

二是投资经理拉大旗作虎皮。几年前,笔者去一家私募拜访,被投资经理拉进一个房间,墙上有一幅该投资经理和巴菲特的合影,还有一些与影视明星的合影。谈起投资方法,该投资经理说自己就是追随巴菲特,举了几个例子,如何基于价值的发现原则,高抛低吸,还有与这些影视明星大咖关系如何良好等,一旁的合伙人也不忘恰到好处地补充细节。再过一年,听说他业绩一落千丈,合伙人分家。

最常见的拉大旗作虎皮的情形是投资经理获得某比赛冠军。如果不是年度冠军,可以找个月冠军,如果月冠军也不是,那周冠军可能也会有一个。但这些业绩很难有说服力,特别是股票型基金投资,瞄准的都是几年之后的事情。比赛往往很短,短期市场往往由事件、主题等驱动,而长期由企业业绩驱动。为了比赛夺冠,难免剑走偏锋。A股历史上,借道这种打擂方式上位的私募基金经理结局都不太好。

投资就是用风险换收益,好的投资人是在相同收益的情况下,尽量减少风险。一个不交流投资方法与投资理念,而专注于用“间接法”证明自己的投资经理,不是一个能让人信赖的投资经理。

三是投资经理把理财当工作,而不是事业。工作的意思是“出工拿钱,养家糊口”,但对于投资经理应该有更多的道德要求,因为受人之托,因为投资是逆水行舟,不进则退。在此,事业心就显得格外重要。有事业心也会更加重视自身的荣誉。什么热就做什么,这样的私募不管现在如何,三五年之后或许也就“没影儿”了,投资它们,可不是在做时间的朋友。