

远望角投资曾实：追求远见 提高胜率 掌握平衡

□本报记者 张焕灼



曾实,深圳市远望角投资管理企业创始人,投资总监。26年从业经历,2014年末创立远望角投资,此前先后就职于工银瑞信基金专户投资部、平安证券研究所、平安保险投资管理中心、联合证券资产管理部、厦门国际信托投资公司。

追求远见和平衡

“远见,确定性,平衡性。”对于远望角投资的理念,曾实如是定义。

首先是追求远见,即获取前瞻的研究。在曾实看来,尽管难度不小,但优秀的投资者不应受市场短期波动的影响,而应该坚定地追求远见。“找到很牛的公司,让它带领你穿越投资的风雨,这是权益投资应该体现的精神。”

落到实处,曾实追求远见的方法论也清晰可见。通过静态的财报分析、行业研究、公司动态的前瞻研究等流程,寻找到“在估值合理的前提下,两年累积利润会增长50%的公司。再加上估值的提升,股价可能大概率上涨一倍”。

在过去诸多案例中,远望角投资对于某激光产业公司长达四、五年的跟踪研究,以及平价白酒企业的精准分析,最终都取得了翻倍的收益。

曾实致力于寻找到这样的公司。回顾远望角的持仓,重仓股中有没有赚50%甚至翻倍的公司,是评估业绩的重要标准之一。如果判断失误,也要控制住风险。

其次是确定性。形成远见,并非易事。要形成长期投资的视角,更需要苦心修炼。曾实认为,判断一个人是不是在做价值投资,并非看他是否在购买白马蓝筹股,也不是他买后持有时间很长,重点在于他在购买之前,研究了多久。

“如果在买入之前,你没有很长时间的跟踪和研究,就很难有买入之后的坚持与坚定。”在曾实看来,研究的深度与持有的坚定,两者是相关的。

“80分都是赢家。”对于研究质量的高低,曾实如此诚勉。只有对投研质量有极致的追求,才能获取更具确定性的收益。

在追求与卓越企业共同成长,同时通过扎实的投研提高确定性外,“平衡性”也是曾实强调的重点之一。

在曾实看来,虽然都是以选择优秀的公司共同成长而长期获益,但是做二级市场私募与一级股权投资不同,组合封闭期限、净值披露体系、会计入账模式等都有很大不同。如果私募组合净值明显下跌,那么会瞬间面临来自客户、渠道等方面的压力。

“穿小号鞋子跳舞”,曾实如此描述私募经营的现状。在追求远见的同时,二级私募管理者

所拥有的约束机制更为严格,能承受的下行风险更小。所以,“平衡”的重要性不言而喻,包括成长与价值、短期与长期的平衡。

“市场长期有效,短期是无效的”这句话在股市似乎深入人心,但曾实认为,这句话本身就有bug,因为长期是由短期构成的。因此,市场大多数时候的短期是无效的,而不是所有的时候。

曾实的态度是,基本面投资与市场不应该是对立的关系。市场就在那里,完全无视市场的投资方法会让自己在某些时候陷于容错空间耗尽的风险。

关于择时,他的方法包括:在宏观层面,通过大类资产权衡的方式,将股票资产与全社会其他资产潜在回报率进行比较,同时进一步比较股票收益率与固定收益的机会,辅助以市场情绪以及风险偏好的考量。

从偏中观层面考虑,曾实对整个股票市场估值水平的研究会细分到每个行业每一类资产。与此同时,在市场演绎较为极致的情况下,一定的技术分析手段可以为做好择时提供助力。

“谨防溃败”也是曾实投资中风险控制的重要一环。

曾实指出,投资不仅仅是结果导向,同样赚了100%的不同投资者,如果回溯他们的投资历程,其承受的潜在风险可能完全不同。

他援引霍华德·马克斯对“未然历史”概念的解读:所谓“未然历史”,就是历史上的某一点,有可能存在很多种走向,每种走向都有发生概率。未曾发生的事件线索,就是未然历史。未曾发生,不等于没有发生概率。因此,看似几乎不可能发生的风险,如果用重金去赌,一旦小概率事件出现,那么组合将面临灭顶之灾。这种概率时有发生。优秀的投资人,能够把控风险,积累收益,更具备应对各种未然历史挑战的能力,不断提高胜率。

基于此,严苛的风控标准,让远望角投资成立以来避开了许多雷区。曾实透露,在过去的经历中,远望角旗下产品净值也从未跌到0.95以下。对回撤的控制是一个结果,其过程就体现在对于风险的极度敏感,对研究深度的孜孜以求以及对前瞻性的执着追求上。

挖掘具备性价比公司

随着经济发展的阶段转变,A股市场结构化表现常态化。曾实认为,对于“一九分化”的行情,也需要认真分析其中哪些是合理的,哪些值得商榷。

展望后市,什么样的股票会纳入远望角的视野?曾实表示,估值仍然是关键因素。“我们会在一九分化的常态中,去寻找‘一’当中涨幅相对没有那么突出、估值没有那么高,从长期来看仍然具备性价比的公司。”

曾实认为,企业的估值不应仅仅体现一两年的成长,而应该包含更长期的考量,即要考虑企业盈利增长的质量如何,支持企业实现增长的根本性因素是否牢固,企业近两年的增长究竟是阶段性的,还是长期逻辑的一个预演。

今年市场中确实出现了一些企业盈利连续增长、估值也同步提升的企业。对此,曾实表示会继续深入研究,反复推敲。

行业方面,在偏消费的领域里,曾实会做进一步的甄别,挖掘出具备真正的市场壁垒,以及市场格局更加明确、能够支撑当前市场给予的估值预期的企业。

在科技产业方面,曾实表示,目前半导体行业估值可能偏贵,但或许确实存在一些代表了国家新兴科技产业的发展战略、代表了未来的产业

方向的企业。这要具体问题具体分析,要考虑哪一个环节的确定性更高。例如,上游设备制造业就可能蕴含更大潜力。

在TMT产业中,曾实更加关注软件产业的投资价值。一方面,软件产品的能力进一步提升;另一方面,软件与各个实体产业的“云化”融合,扩展了软件的可能性,促进了产业的发展。从国内角度而言,技术与工程师红利都在此领域体现,产品力不断累积,与实体的融合不断深入。

互联网行业也一直是曾实关注的重点。他始终认为这个巨大的浪潮不可忽视,未来互联网如果与线下消费场景进一步结合,或许会有更大的发展空间。

谈到疫情对投资的影响,曾实认为,疫情不至于发展成为一个长期因素,更多是一个阶段性因素。疫情对经济产生了一些影响,但是否会对投资节奏产生实质性改变则不一定。疫情对部分行业短期的现金流会产生一定影响,但拉长长时间来看,损失某一阶段的利润,不会改变市场对企业长期价值的判断。

“就如深圳核心区域的商铺”,曾实举例,“即使短期内租户退租,会影响到租金收入,但是房地产本身的价值不会改变。让房东短期降租有可能,但让他打折卖掉房产是不可能的。”

追寻长期确定性之路

曾实的投资始于上世纪90年代。按理念的演进来划分,他主要经历三个阶段:技术分析阶段、类投行阶段、基本面投资阶段。

1994年毕业后,曾实即投身于刚刚发轫的A股市场。没有互联网,颗粒感粗糙,那是一个以技术分析主导的时代。曾实对技术分析有过深入研究,见证过早期A股有人从20万炒到上亿元,也曾开设过技术分析相关课程,他能够理解技术分析方法背后的逻辑。但有一天,曾实突然明白,技术分析所捕捉的重点在于每个参与者的心态,而这种心态随着时间推移,衰减非常之快。

“就像你不会记得一个月前某天的心情如何。”曾实指出,技术分析方法实际上站到了时间的对立面,而并非时间的朋友。

1999年,曾实来到深圳,履历覆盖保险资管以及证券公司,经历了投资生涯的第二阶段,即类投行阶段。

那是券商自领风骚的年代。券商通过高杠杆的资管资金,集中持仓,并尝试用类似投行的方式注入资产,改变企业基本面,从而获取收益。

粗放猛进的时期,风险被抛之脑后。曾实回忆,在最夸张的时候,一家券商刚性负债的资管资金可能远远超过自身资本金十倍之多。脱离基本面的市值管理,最终一地鸡毛。曾实预见到,利用规则之外的手段,利用信息不对称投资,尽管短期可能见效,但从长期来看,由于股价远远脱离了基本面,就如拉着自己头发想脱离地球的人,最终会崩溃。

2005年,曾实重新回到了证券研究岗位,入职平安证券研究所,进行电子及计算机行业研究。

重返研究岗位,对一个已经做了多年投资的人而言,可谓返璞归真。但在曾实看来,重新出发,不仅是对于自身价值投资方法的逐渐明确,更是对于研究水平的一次夯实与提升。而这也宣告自己基本面投资时代的开启。

他的第一份研究报告,是为一家从未有人覆盖过的公司做的。从零到一,曾实花了整整3个月时间进行公司研究。

经历卖方的洗礼,曾实得到了历练,而后在工银瑞信管理专户及企业年金的经历,则使得他的理念得到实践与积累,为未来长久的投资生涯奠定了厚实的基础。

曾实在实践得出真知,明白只有基于企业基本面做投资,这样的方法才可复制,可持续,才是真正的长久之计。

2014年年末,曾实选择“奔私”,与两位同伴携手创立远望角投资。自此,曾实自身的投资理念,也被熔铸在远望角投资旗下产品之中。

投资,就像航海时代行船,只有真正具备技术与远见的船长,才能把握好方向,穿越大风大浪,最终寻找到真正的宝藏。

远望角投资执行合伙人曾实,穿越过A股早期相对蒙昧的时代,经历过最狂热的牛熊转换,最终驶入了基本面投资的黄金水道。

业绩是理念的体现,荣誉是业绩的证明。2020年5月公布的第十届中国基金业私募金牛奖名单中,远望角投资荣获三年期金牛私募管理公司(股票策略)奖项。

荣誉背后,做有前瞻的基本面研究,对确定性极致的追求——“80分都是赢家”,以及再平衡策略——“穿着小号鞋子跳舞”,构成了曾实所带领的远望角投资行稳致远的关键。

谈到后市,曾实表示,将在“一九分化”中挖掘更具性价比的优质公司,偏消费的2C领域、代表新兴科技的半导体行业、与实体产业强强联合的软件产品公司,以及互联网龙头,都是他关注的对象。