

盈峰资本蒋峰：

强调安全边际 今年赚企业盈利增长的钱

□本报记者 张焕昀



蒋峰,盈峰资本董事长、总经理兼投资决策委员会主席。厦门大学经济学博士,拥有21年公募基金和专户管理经验。历任南方基金首席投资官(专户),社保基金、年金及专户投资决策委员会主席,权益专户投资部总经理,曾管理南方避险等系列保本基金。其管理的首只公募基金产品基金鸿阳三年年化回报率30.25%。2018年9月加入盈峰资本,“公转私”后业绩持续优异,2019年以来管理产品平均年化回报率超过30%。

关注流动性变化情况

站在当前时点,面对市场格局的显著变化,该如何研判?

针对宏观经济走势,蒋峰指出,2019年中国经济其实已经进入弱复苏,但疫情打破了这种格局。2020年整体而言是“经济衰退+宽松货币”。为了应对疫情带来的衰退,货币环境比较宽松。这也导致市场集中拥抱一些长期确定性比较强的成长行业,所以市场表现为显著分化。其中,医药、食品饮料等行业表现抢眼,估值提升是主要的回报来源。

蒋峰认为,2021年的整体宏观场景与2020年相比出现了较大变化,整体上应该会呈现“强复苏+稳货币”的宏观场景,经济复苏预期会比较强劲。

复苏的驱动因素有哪些?蒋峰认为,第一,除了基数原因外,国内疫情控制较好,经济延续了去年下半年以来的复苏态势;海外疫情出现了拐点,美欧经济逐步进入复苏周期中。第二,相关政策使得中国经济活动在春节后启动得较快。第三,海外供应链修复仍需时间,中国出口整体继续保持强劲。

他判断,2021年A股上市公司盈利整体将有比较强的表现,预计全年实现15%左右的盈利增长。由于基期原因,上半年的盈利增速会更高一些。“今年的宏观经济场景跟去年不一样,股票市场的行业表现和去年相比也将有显著不同。”蒋峰表示。

那么,2021年如何在战略上进行布局?

对此,蒋峰指出,股票收益来源于两个维度:一是来自上市公司盈利增长的钱;二是来自估值修复或者估值提升的钱。

估值的提升往往跟市场对宏观经济预期以及流动性有很大的关系。对此,蒋峰分析,回顾过去两年,以沪深300为例,整体估值水平已经有较大幅度提升。数据显示,过去两年上市公司整体业绩大约有15%的提升,但是估值水平提升了约52%,目前已经处于历史上的次高点。因此,在今年流动性边际上有所收缩的背景下,很难再寄希望于估值有很大提升。

“今年预期收益率要有所下降,同时更重要的是赚企业盈利增长的钱。”蒋峰强调。

蒋峰指出,今年重点选择估值绝对水平不高、盈利增长与估值水平匹配度较好的公司。同时,最好是估值相对于历史峰值也不太高,业绩增长较为明确,估值不容易收缩的标的。

另外,由于今年的整体回报相对比较有限,如果有类似分红等因素可以改善收益率的公司,也值得考虑。

谈到当前最关注的风险点,蒋峰直言,流动性收缩的情况不容忽视。如果今年流动性收得比较快,引发宏观经济预期发生变化,从现在的乐观转为悲观,那么就会影响对上市公司的盈利预期。同时也会进一步引发估值收缩,对市场会形成较大压力。

蒋峰指出,当前的要素价格上涨,是供给受限而引发的,并非可以靠提高利率、抑制需求等方法加以解决。随着时间推移,供给逐步跟上,价格上涨问题自然会缓解。应该注意的是,宏观杠杆率是否稳定以及房地产价格是否有非理性的上涨。“如果这两个因素保持相对平稳,流动性大幅收缩的风险相对比较小。”蒋峰表示。

布局四大方向

2021年,在选股层面,盈峰资本将如何进行布局?

“我们当前更多是自下而上重点关注一些长期跟踪的领域,希望从中选出一些性价比较好的优质标的。”蒋峰强调,预期收益率不会太高,主要赚企业盈利增长的钱,不希望估值收缩对潜在回报造成较大负面影响。相对看好以下几个方面:

第一,受益于信用周期和利率周期的行业。比如银行、保险行业的一些优质公司。

第二,行业格局相对较好或者正在转好的行业。尤其是其中的龙头公司相较于竞争对手优势正在进一步拉大的板块。比如养殖业与家电业,关注其中估值不算太贵的标的。

第三,国内互联网行业中的一些龙头公司。在蒋峰看来,国内互联网行业是一个既大又强的板块。一方面

寻找“三好学生”

自2015年调整以来,中国股市发生了一些好的变化。大部分投资者开始注重基本面研究,重点关注好行业中的好公司。一些生意模式好的龙头公司开始获得市场青睐,逐步形成了龙头公司溢价。

“好行业、好公司、好价格”是蒋峰多年来挑选投资标的的标准。他认为,股票投资始终是在寻找“三好学生”的过程。

首先是好行业。从行业分析入手寻找好的生意,蒋峰通常会通过六个维度来分析,包括行业竞争格局是否良好,行业是否拥有定价权,行业是否具有较高的进入门槛,行业是否不易快速变迁。同时,也要结合行业的成长空间,以及产品的生命周期进行综合考量。

在蒋峰看来,中国经济发展至今,不少行业已经由早期跑马圈地进入成熟状态,行业格局分析的重要性愈加凸显。各行各业的整合和差异化竞争正在全面展开,行业内的分化愈演愈烈。毫无疑问要加强行业基本面研究,把握行业发展的重要规律和趋势。

其次是好公司。蒋峰会结合公司的核心竞争力、商业模式、治理结构以及管理层的能力等方面,在好行业中去寻找符合选择标准的优质公司,进行长期投资。在挑选公司时,蒋峰会更着眼于动态的横向与纵向比较,把握公司整体的盈利能力、盈利质量和发展趋势。

最后是好价格。在对好价格进行分析时往往会遇到一个问题,确实是好行业和好公司,但价格过高,难以成为一次好的投资。关于是否要坚持好价格的原则,蒋峰有一些不同的观点。有不少投资者“宁可买贵,不能买错”。由于流动性宽松,好资产越来越贵,便宜的资产越来越便宜,过于强调安全边际可能会在牛市的 market 氛围中丧失很多获利机会。而蒋峰认为,对股票价值的判断

是建立在对企业未来经营性现金流预测的基础上,通常是有很多假设前提和不少分析及预测,充满着不确定性。股票投资还是得坚持安全边际的基本原则,先强调本金的安全,立于不败之地。在流动性宽松背景下的一些投资实践,可能并不是放之四海皆准的真理,毕竟股票投资是一个长期的过程,什么样的场景都可能出现。

蒋峰表示,安全边际首先得有基本面支撑,企业能够持续不断地创造价值,是投资安全最大的保证。其次要留足预期回报的空间,再好的行业、再好的公司都要对其进行预期回报的测算,如果达不到标准,则会保持审慎观望态度。蒋峰强调,一般在三年期的维度,如果有年化20%以上的预期回报空间,团队就会以积极的态度来把握。实际上,预期回报越高,本质上对应的安全边际就越高。

与此同时,“适度逆向”的原则在蒋峰的投资生涯中也时常被运用,被认为是获取好价格的重要策略。回顾其投资生涯,蒋峰曾在2014年前后果断重仓高端白酒龙头,是典型的逆向投资案例。他认为,应该和市场保持适度距离,多在并不拥挤的好赛道上花时间,对抱团现象保持理性,胜率会更高些。当前美国的10年期国债收益率提升引起国内不少成长股股价的波动是一个值得关注的现象。高估值水平的股票在大多数情况下,还是要有可持续的业绩高增长作为支撑。去年无风险收益率较低的情况下对估值水平的容忍度可以提高,潜在的含义是较低的长期回报在低利率机会成本下是可以接受的。当前美国的真实利率其实是在零以下波动,流动性未见得有多大的收缩,但部分高估值股票出现了较大的波动,根本原因可能是股价相对于基本面走得过于超前。