

德邦基金汪晖:

践行“三维度”选股法 发掘市场优质标的

□本报记者 徐金忠



无法抗拒,投资能做的更多是顺势而为。

“人们常说有价值陷阱,其实成长投资,同样有陷阱。什么是成长陷阱?成长陷阱就是我们往往是线性思维,如果没有办法察觉到个股成长动力消失或者是行业红利消失,只是机械地线性外推,以此作为投资的逻辑,那么,这就是一个成长陷阱。”这是汪晖的“思辨之道”。

聚焦高景气度机会

汪晖是市场“有效论者”。虽然历经了多轮市场周期变换,汪晖不会将自己凌驾于市场之

上,而是始终保持谦虚和敬畏的心态,认为所谓的市场“失效”,一定是在市场的某处,正在产生超出大部分人预期的东西,“失效”其实是超越大多数人认知的“有效”。有人可能会为此感到沮丧,但是汪晖认为,市场的预期差、市场的波动正是投资机会的源头活水。

因为市场是众多信息、众多选择的集合,而个人的投资,能够覆盖的不足万一,所以,对于基金经理来说,投资这门艺术,必然带着“遗憾”。“我追求的是一个适合自己的稳定投资系统,是一个高胜率、符合常识、符合逻辑、符合规律的投资系统。它对于我来说是适用的,但它在浩瀚无涯的市场中,只能是相对的有效、相对的正确。”汪晖表示。不能放之四海而皆准,带着遗憾的艺术,仰之弥高,钻之弥坚,在汪晖看来,这正是投资的魅力所在。

对于近期市场走势,汪晖在接受采访时表示,今年最悲观的时候已经过去,在稳健的货币政策和宽松的整体流动性加持下,对下半年经济恢复向好非常有信心。汪晖认为,当前A股正在经历一个“慢牛”的过程,仍有结构性投资机会。

汪晖的投资主要聚焦在消费和制造两大领域。在汪晖看来,短期看,疫情后行业复苏板块,诸如消费、旅游、航空、食品板块等非常具有投资性价比。再往后看,今年底明年初,会进入库存周期的上升期,制造业板块会进入复苏阶段。中长期看,在全球大力推进碳达峰、碳中和的宏观背景下,光伏、风电等新能源的需求仍在快速增长,值得长期看好。

“2022年下半年市场将从流动性估值修复阶段进入经济基本面景气度驱动阶段,行业和公司分化或加剧,我将密切关注行业和公司阿尔法的投资机会。”汪晖表示。

德邦基金副总经理汪晖,是市场上为数不多的“双十基金经理”,即任职基金经理超过十年,平均年化收益率超过10%。汪晖日前在接受中国证券报记者采访时称,自己的投资框架遵循“三大角度”,即从基本面趋势、估值水平和交易拥挤度三维度出发,严选“护城河”宽、估值合理、行业景气度高的优质公司作为核心资产。

作为在资本市场摸索近30年的老将,汪晖在“知止”的投资修炼上自成体系。知止而进,方能进入投资的高手之境。他表示,每位基金经理都有自己擅长和熟悉的领域,聚焦自身核心能力圈才是长期制胜的圭臬。汪晖将投资视为艺术,一门“有遗憾”的艺术。市场纷繁复杂,而他“弱水三千只取一瓢”,因为他深谙只有专业专注、取之有道方能致远。

构建“三维度”选股法

“投资中,我主要从三个维度去衡量个股。首先是基本面趋势,选择景气度向上的行业和基本面优秀的个股是赚取超额收益的关键;其次是估值水平,全方位评价公司的内在价值,以合适的价格买入持有;最后,也是很重要的一点,就是拥挤度的评估,太过热门往往容易踩踏,要在安全边际内考虑性价比。”汪晖开门见山。

这“三维度”实质上对应了投资中的三个主要方面。汪晖介绍,投资追求的核心就是胜率和赔率,投资追求的安全性。“基本面的趋势实际上就决定了我们投资的胜率问题;估值决定投资的赔率问题,估值过高肯定是赔率下降,甚至可能是负收益;拥挤度是投资的安全边界问题,某种程度上,逆向投资就是观察拥挤度的结果。”汪晖介绍。

汪晖表示,这“三维度”不仅是选股的方法,同样也可以用来选择行业。通过基本面趋势、估值水平和交易拥挤度的观察,可以在行业选择层面择优而出。

此外,虽然定位为全市场投资的基金经理,汪晖仍选择为自己的投资划定能力圈范围。汪晖表示,消费和制造业是自己投资的核心指向。而对于一些追逐概念、超前创新的市场机会,汪晖信奉“知止”的哲学,勇于承认自己的局限,不在自己不擅长的领域暴露自己的投资风险。“你永远赚不到超出认知范围的钱。”汪晖直言不讳。

汪晖对于投资的思辨还体现在其他方面。在市场上长期历练,让汪晖拥有大格局的周期思维,这使他成功避开了不少投资陷阱和“迷思”。放在周期的视角内,市场机会有潮起就会有潮落,个股公司有兴盛就会有衰退。客观规律

广发言 | 以时间的名义

广发基金邱世磊:从“正手”到“反手” 拓展股票投资能力圈

在羽毛球运动中,大多数爱好者习惯的是正手握拍击球,对于正面或者右侧落点球都能相对比较舒服地应对;但对于落点处于左侧边线且靠后,特别是速度很快的来球,无论是高远球还是杀球,若依然正手握拍来应对就会感觉很难处理,容易失分。

如果我们能走出正手握拍的舒适圈,将后场击球能力从单一的正手拓展到正手与反手并重,那么,无论球落在哪个位置,我们都可以更顺利地回击,并及时回到中心站位以应对对方下一次进攻。从技术上,拓展反手,可以进一步丰富自身回球的可能路线,拓展场上所能掌控的区域,提高回球质量,让运动水平迈上一个新台阶。

联想到“固收+”投资,我也会积极拓展“反手”应对的能力,在组合管理中变被动为主动,在承担适度风险的前提下努力提升投资回报。

投资切忌因困难放弃“反手”

既然学会后场反手,更有利于应对后场左侧落球,为什么还有许多运动员几乎不用后场反手呢?打过羽毛球的人都是比较容易理解的,我们往往比较习惯用正手击球,对于正手的各种动作也用得比较娴熟。与此相比,运用反手的初始体验往往令人觉得别扭(从开始打球即刻刻意练习者除外),且效果不佳,在这种情况下,不少人就不自觉换回到了正手。但事实上,经过一段枯燥的训练期和痛苦的运动表现不升反降期之后,多数人的挥拍能力圈还是会得到拓展,进而让运动水平迈上一个新台阶。

在“固收+”产品的股票投资中,我们也常常面临与羽毛球运动类似的情形。首先在策略上,由于是固收投资出身,风险偏好较低,我在“固收+”产品管理中选择股票资产时,一开始也偏爱“低估值”、低风险、波动较小的策略。其次,在行业选择上,最初几年研究和投资较多的或是地产、建筑建材、工程机械等与宏观经济周期联系密切的行业,或是食品饮料、家用电器以及消费、医疗等技术变化慢、竞争格局相对稳定同时需求周期较弱的行业。在这些行业中寻找投资机会,对于大多数债券基金经理出身的基金经理,就如同羽毛球中的正手握拍,属于比较“顺手”的操作。

但在最近几年的投资实践中,我发现,对于“固收+”产品的股票投资策略,无论是单纯的低估值还是景气度都有其局限性,在某些阶段存在策略失效的问题,例如,当地产基建链和大消费行业在传统宏观经济和行业景气持续低迷时,如果投资经理只在这些行业投资,大概率会在长时间遭遇窘境。因此,我认为“固收+”基金经理的股票投资能力圈也需要与时俱进,在策略层面和行业宽度上都要不断进行拓展丰富。



广发基金混合资产投资部基金经理 邱世磊

策略和行业选择勿陷入“正手困局”

关于单一投资策略可能面临的挑战,我们以低估值策略为例进行说明。巴菲特早在1989年致股东的信《头25年所犯的错误》中就曾以其投资伯克希尔纺织的教训为例提到:“虽然我很清楚纺织这个产业没什么前景,却因为它的价格实在很便宜而受其诱惑,虽然在早期投资这样的股票确实让我获利颇丰,但在1965年投资伯克希尔后,我就开始发现这终究不是个理想的投资模式”。

这段话所表达的就是“低估值陷阱”问题,即表面低估的背后可能隐藏着不易察觉的深刻原因,或者是重资产的夕阳行业,或者是周期股处在业绩顶点,亦或是网络效应里面的中小公司等等,这种情况下即使以低估值买入也可能遭遇股价的继续下跌,或者需要等待很长时间才能迎来估值回归。

A股市场也不乏类似的例子。以2017年4月初到2021年5月初的建筑行业为例,在长达4年多时间里,整个行业动态市盈率几乎是从20倍一路下滑到8倍左右,行业指数也很少有像样的反弹机会。在此期间,无论何时因“低估

值”而买入,投资想要盈利的难度都非常大。原因就是中国经历了近二十年的地产、基建周期大发展后,建筑行业在那4年景气度下行,从而遭遇长时间的低估值困境。

低估值策略可能遇到的另外一个挑战是由于流动性的阶段性泛滥,整个市场估值,特别是那些具有类似“长久期”债券特征的行业,其估值会被抬高,较长时间处于历史PE的较高分位数,如2019年4月到2021年2月的食品饮料和医药板块,无论是绝对还是相对估值,都处于历史较高水平。如果投资人严格遵守低估值原则而不考虑当时的行业景气度和市场流动性环境,那么就会错失这两个行业持续两年多的上涨行情。

其次,在行业配置上,“固收+”基金经理研究宏观较多,对地产和基建行业相对比较熟悉;同时,前几年的大消费行业因为行业景气好、竞争格局稳定、盈利增速相对稳定、股价波动较小,比较适合作为“固收+”股票资产的核心配置。因此,这两个领域是不少“固收+”基金经理的“传统能力圈”。但再熟悉的行业或者周期再弱、商业模式再好的行业,在行业景气度大幅下滑或估值高企但需求持续疲弱盈利增速下滑的时期也很难获利。远的如2018年,近的如2021年2月至2022年9月初,受地产需求下滑、居民收入下降和消费场景受限等多重因素影响,食品饮料、家电和建材几个行业指数的跌幅分别达到22%、36%、18%。如果我们只在这些行业投资,那么,想要取得绝对收益的难度可想而知。

这两种情形都类似打羽毛球时,习惯正手挥拍击球我们遇到了左侧底线高远球或杀球,如果没有选择更合适的反拍击球方式,即便正手的力量和稳定性很好,也架不住因被迫低质量回球或远距离抛球而陷入疲于应对的困境。

回顾2019年以来的股票市场,如果我们把投资策略从“低估值”向“景气”和“逆向”策略进行一些拓展,将行业选择范围从建筑建材、工程机械、食品饮料、家用电器和消费医药等向光伏风电、电动车材料或者智能汽车零部件以及半导体等新兴成长行业,或是煤炭、钢铁和石油化工等周期行业做一些拓展,那么理论上取得更好投资收益的概率也更大一些。

不断学习 拓展投资策略和行业能力圈

结合过往投研实践和羽毛球运动的启发,我在最近几年的投资中会有意识地练习自己的“反手技能”,即在策略上,从一开始的低估值或价值策略为主向景气度策略拓展,在行业上从地产、基建和大消费等传统行业向光伏风电、新能源电池材料和半导体等新兴成长行业以及化工、煤炭等周期行业进行拓展。

这种拓展是一个从易到难的过程。以行业为例,相比

于地产、基建和大消费等传统行业,新兴成长行业往往意味着技术变化多且迭代快,供给格局也相对不稳定。例如,原来领先的公司一旦出现技术路线踏错或战略失误,就可能被淘汰出局,进而遭遇盈利和估值双杀;行业起步阶段所展现的初始高利润率吸引了大量资本进入,行业内的公司在经历短暂的甜蜜期后很快就遭遇供给格局恶化、利润率大幅下滑。因此,要避免踩雷或误判,就需要投资经理花费大量精力紧跟不同领域的技术路线和行业各公司的资本投资和产能投放情况,能对这种技术或供给格局变化做出前瞻判断并尽其所能及时应对。

另外,相比于消费等增速相对稳定的成长行业,同为“景气度策略”或“成长股投资”,这种新兴成长行业的估值方式要复杂很多:在产业趋势的爆发期,通常会被给予很高的估值,但随后一旦相对增速放缓,即便绝对增速仍不低的情况下,估值进而股价却可能率先出现趋势性下降。此时,业绩的高增长很大程度上只是弥补了估值的下降,不一定能给我们带来良好的投资回报。因此,投资人往往都想提前预判拐点,但从实际操作来看,这种拐点的预判除了要求能对行业本身的景气进行前瞻判断外,同时还需要结合整体宏观环境、行业比较和交易层面等因素综合把握,操作难度可想而知。不过,正是由于新兴成长行业的变化较多,如果能够较好地把握行业拐点,不仅在这些行业的投资回报率比较可观,更重要的是可以通过拓展投资范围,让自己能够尽可能适应不同的市场环境。

需要提到的一点是,如果我们此前在这些行业的研究基础或策略的运用经验不多,在开始进行投资时,就如同羽毛球的握拍方式从正手切换到反手一样,可能面临投入了大量精力,但投入产出并不成正比、投资效果不如预期的问题。在我看来,这种一开始的“挫折”属于正常现象,只要投资经理能够继续坚持对这些行业进行学习、研究和跟踪(包括基本面和市场层面),持续积累经验,掌握规律,最终应该能够实现投资能力圈的突破。这是因为,投资的本质在我看来,就是投资人通过持续的学习、研究和思考来提升自身对社会、产业和企业的认知,进而通过投资决策让认知变现,从而为资金的时间赋能,为企业的价值正名。

基金经理简介:邱世磊,13年证券从业经历,近9年投资经验,2021年6月加入广发基金,现任混合资产投资部基金经理,管理广发安悦回报、广发集瑞、广发恒祥和广发稳裕等产品。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎。)