

泓德基金邬传雁：

采用绝对估值法掘金长期优质公司

□本报记者 李惠敏



邬传雁，中国人民大学工商管理硕士，19年资管行业从业经验，现任泓德基金管理有限公司副总经理。曾任幸福人寿保险股份有限公司总裁助理兼投资管理中心总经理，阳光保险集团股份有限公司资产投资管理中心投资负责人，阳光财产保险股份有限公司资金运用部总经理助理负责人，光大永明人寿保险公司投资部投资分析主管，光大证券股份有限公司研究所分析师，华泰财产保险公司投资管理中心基金部副经理。

摒弃噪音 将百分百精力用来选股

实际上，在股票投资中如何“断舍离”，是一项技术，更是一门艺术。“抗拒身边的人的干扰，靠自己坚强的毅力是很难做到的。”邬传雁表示，“后来我想明白了，这也是最有意的一步，基金经理这份工作最重要的是了解上市公司本质，区分优质资产与劣质资产。一旦找到好资产，长期收益也将改善。”

首要的就是挖掘品种风险，套用查理·芒格曾说过的一句话就是“我要知道将来我会死在哪里，永远不去那里”，应用到资本市场就是要避开爆雷的个股。如何做到？邬传雁表示，近年来，监管提升显著，上市公司信息日益公开透明，财务造假、经营持续恶化或无法兑付债务等都可从信息披露中找到蛛丝马迹。“所以在投资前，要不断分析公司战略是否清晰、规划方向是否合理、执行能否落地，同时要努力丰富自身对产业、公司、业务、管理文化的认知，并像投一级市场一样做尽职调查，剔除质量不好、增长空间不大的股票，最大可能地规避风险。”

“近几年，我100%的时间都用在寻找更好的股票上。”邬传雁说，通过研究上市公司，了解企业文化和业务来寻找品种风险，优化更完善的个股模型来达到投资目标。整体来看，他更倾向于选择经过时间检验的公司。通过多年来对各行各业的观察，邬传雁也梳理出三年看赛道、五年看管理、十年看企业文化的评判标准。

与这样的投资思路一以贯之的是对于投资标的的选择。“同样身处一个景气的行业，一些企业做大做强，另一些企业逐渐没落，而决定这两种走向的根源还是企业的管理和文化。做得好的企业都具备优秀的管理文化基因：格外重视人才，懂得长短板互补，做到人尽其用；不断探索提高效率的方法，打破传统的管理模式，让团队变小，下放决策权；理想远大，具有利他思维，不以金钱为目标，而以有利社会为己任，不调节报表；学习氛围浓厚，创新能力强，愿意将更多的利润投入到研发当中，以实现当期利润为目标，而以占领未来市场为动机；同时永远站在客户一边，潜心研究客户需求，因客户而变……”在他看来，这样的企业是非常宝贵的投资标的，他们也将最终在长期竞争中胜出，实现爆发式增长。投资需要的也正是找到并买入这样的标的，陪伴并且分享其中的成长。

其中，邬传雁还特别提到霍华德·马克斯的《投资最重要的事》中的“在漫长的人生中，一次正确并不重要，重要的是长期保持正确”这句话。他强调，精确预测不可能做到，能做的只是坚守原则，低位布局。与其追求如接飞刀一般的波段操作，不如做好低位布局。选定好股票，就要接受波动是市场常态，也要相信好股票会跟随自身价值长期向上。做好了低位布局，就需彻底放弃短期频繁择时的心态，才能在经历无数次的涨多跌少后，享受到最为满意的长期回报。

眼光要足够长远

邬传雁指出，眼光要放得足够长远，将重视短期市场波动改变至关注资产本身的好坏。拉长时间至未来几十年，所处视野放至全球宏观背景、经济微观结构等方面评判，不拘泥于企业短期的盈利状况，方能走得更加长远。

“十年前，各个行业中都有不少优质企业，最优企业与其他企业差距不大，但当前行业内部企业微观结构也发生了巨大变化，碾压性企业的出现使得其他企业将面临更多问题。这一改变也进一步影响了A股市场，少数企业长期质地更好，多数企业会被碾压。同时，再用以市盈率为标准判断资产估值的方法也应有所转变，使用绝对估值的方法可能才更适应新模式。”邬传雁说。

这也就涉及另一个问题，判断未来几年或容易实现，但通过过去几十年的盈利模式来判断未来几十年差别可能非常大。处在当下，很难推导未来，那又如何把握未来几十年的机遇与风险？在邬传雁看来，就是回归本源。“未来三十年经济本原的动力是劳动力、资本和技术。”

与此相对应，对于A股市场，邬传雁表示，未来结构性牛市是长期趋势。他看

放弃短期博弈

“‘发现投资风险’是我最近与客户沟通的过程中提及频率最高一句话。”拥有19年资管经验的邬传雁表示，当前，中国理财尚处于初级阶段，其中一个特征是更在意收益，对风险的关注不够，最终出现过程过度关注收益，结果出现风险的情况。

事实上，忽视风险往往是阻碍获得长期收益的根源。“我曾在保险投资中养成了不能出错的习惯，从保险出来后也继续沿用厌恶风险的投资理念。”邬传雁这种对风险严格控制的风格，与其多年的保险资管从业经历相关。“一般而言，投资分为仓位控制和品种选择两大环节，严控这两大环节的风险，长期来看，投资收益会较高，回撤也相对小。”

邬传雁指出，当前，许多投资者过于强调未来一年的股市走势、行业轮动以及个股走势对回撤的影响，但实际应区分是实质性风险还是由正常波动导致的回撤。多数人之所以回避波动是担心每一个波动都可能成为重大风险，但实质性风险不常有，正常波动常有，为逃避实质性风险，回避了正常波动，这也是很多客户长期赚不到钱的根源，因为在回避波动时也错过了机会。

何为正常波动？换句话说，好的资产即使下跌了也能涨回来。“希望获得长期较好的收益就应拥抱合理波动。即使对未来一年的市场走势、行业轮动和个股方向选择正确，但后一年能否延续判断正确的概率也无法确定。长期看，以上投资方式存在巨大风险。”他说。

这也是所谓的操作策略风险。在邬传雁看来，操作策略风险更容易被忽视，所以杀伤力非常大。“过去近三十年A股投资机会巨大，自成立以来偏股型基金平均年化收益率达到16%左右，但是许多股票或基金投资者却长期处于亏损状态，持有期过短、仓位频繁变动，成为损失长期收益的根源。许多人迷恋短期博弈，偶尔成功强化了自身博弈能力的认知，就认为自己具备预测市场的能力。然而事实证明，短期博弈频率越高，犯错几率越大，还需更多的收益弥补，付出了机会成本，更可能在未来与大行情失之交臂，这非常可惜。”

“不要小看放弃短期博弈所带来的收益。关注的点少了，也节约了大量时间，了解清楚品种风险，耐心研究，选择具备长期优质的个股，最后的收获更大。”他进一步表示，“实际上，回归本源，收益来源取决于品种的时间价值。当所有风险被规避后，收益自然比较高。”这也是邬传雁的目标，产品收益多数时候与市场涨幅相差无几，但市场下跌时，产品下跌幅度比较小。

从他管理的产品也可以得到印证。2019年2月底，正值邬传雁首只三年期产品——泓德丰泽混合型基金公开发售，当时市场情绪高涨。泓德丰泽混合在3月下旬成立，此后便迎来了长达9个月的3000点拉锯战。截至年末，产品成立以来收益率25.97%，期间最大回撤仅7.71%。同时，其管理的另一只泓德远见回报2016年—2018年全年收益率分别为5.42%、10.34%、-11.18%。该只基金2019年内回报超过50%，在各个时间段的收益都大幅跑赢大盘指数，并经常表现出领涨抗跌的特点。

近日，泓德基金副总经理、泓德远见回报基金经理邬传雁接受了中国证券报记者采访。在两个多小时的采访中，霍华德·马克斯是其多次提起的名字，这位投资大师在《投资最重要的事》曾提到的一句话也是邬传雁的挚爱名言——“在漫长的人生中，一次正确并不重要，重要的是长期保持正确。”他认为，发现投资风险非常重要，实际上收益来源取决于品种的时间价值。耐心研究，选择具备长期优质的个股，当所有的风险都被规避后，收益自然就会比较高。

展望未来，邬传雁表示，当前经济和产业格局正在发生根本性变化，运用市盈率为标准判断资产估值的方法应有所改变，使用绝对估值的方法可能更适合。未来结构性牛市是长期趋势，他看好创新药、传媒高端内容子行业、电子、光伏和云计算等板块。此外，由邬传雁拟任基金经理的泓德丰润三年持有期混合型基金将于近日发行。