

煜德投资蔡建军：

投资幸运的行业和卓越的公司

□本报记者 李惠敏

蔡建军，具有十余年权益投资经验，现任煜德投资合伙人、佳和系列基金经理，曾任华商基金基金经理、研究发展部副总经理、投资决策委员会委员。



均衡配置 追求风险调整后的收益

从中观角度构建投资组合，这一点贯穿蔡建军投资的始终。蔡建军对记者直言，从长期看，市场会存在较好的获利机会，但有时会因情绪化和阶段性的错误操作而发生亏损。因此，“不仅要建立起基础的投研框架，还要具备很好的逆境抗压能力。在面临各种噪音，甚至一些看似很专业的建议时，一定要有自己的独立思考能力。”

这在他对风险的谨慎态度上表现得尤为明显。“风险就在于其偶发性和不确定性。‘黑天鹅’本身在投资过程中难以避免，而真正要做的是在组合构建过程中，通过对不同品种风险和收益特征的识别，做到组合风险的可控，使得最终收益与回撤结果在符合自身风险承受能力的范围内。”蔡建军认为，风险很难被量化。对于投资者而言，大家对风险的理解不同，绝对收益和相对收益考量的因素也不同。“黑天鹅”并不可怕，可怕的是对自身可承受风险能力缺乏认知。“只有适合自己的，才是最好的。”他说。

那么，又该如何在组合中实现？在他看来，非常重要的一点是组合内部行业间的配比。

“在市场处于不同阶段时，需结合景气度对行业间的配比进行动态调整，做到对医药、消费、科技、金融等板块的均衡配置，这也是控制回撤和实现收益非常重要的一点。”他说。以今年3月为例，受疫情因素影响，外需受到大幅冲击，蔡建军回避了与外需相关度高的行业，将组合中的相关行业调出并聚焦于内需板块。

他进一步表示：“若组合内部标的都为同一风险收益特征，在风险收益特征处于暴露阶段，将面临非常大的回撤压力。但作为一个相对均衡的风格，一方面配置比较均衡，同时会结合市场做一些动态调整，例如医药板块涨幅多时，减一部分仓位，并增加一部分低估值的品种，以此对冲部分医药板块未来下跌的可能。也许期间阶段性的风格切换较为剧烈，但经过动态调整后，组合表现在此阶段会相对稳定。”

“动态调整可以保持组合的相对稳定，使得组合在这样的情况下不会失控。此外，有时候即使是研究非常深入的个股也存在‘黑天鹅’的可能，所以组合管理很重要，我更希望组合有稳定的风险收益比。”蔡建军表示。

与此同时，蔡建军也是一位淡化择时的选手。“从我这十几年的研投经历来看，仓位管理并不能贡献特别多的超额收益。因此，除非面临重大系统性风险，大部分情况下，仍通过行业选择和个股选择来解决波动问题。”他强调，如果说对A股的投资不择时，过去五年确实会面临业绩短期的剧烈波动。选择景气度高的行业和优质公司，从长期看，能穿越牛熊。但任何优质公司在面临系统性冲击时都会产生波动，面临重大系统性风险时，还是需要进行仓位管理。

蔡建军认为，归根结底，业绩才是准绳。他管理的产品长期业绩优秀，在第十一届中国私募金牛奖评选中，蔡建军也获评“一年期金牛私募投资经理(股票策略)”。

市场风格或收敛

在建立自身成熟投资体系之外，明辨市场也是优秀投资管理人应有的特质。

对于当前市场部分成长股估值较高的情况，蔡建军认为，投资者对短期股价层面的表现给予了过多关注，而忽略了股价背后企业所处产业格局和逻辑层面的中长期变化。一方面，过去几年，A股市场出现了一些明显的变化，定价有效性大幅提升。特别是从2015年开始，中国资本市场对外开放的速度明显加快，海外投资者占比明显提升，过去A股中大市值消费公司普遍呈现折价的情况，市场更偏爱小市值标的，而随着外资的进入以及其稳健偏好，引导成熟行业、龙头公司的估值体系逐渐向国际靠拢。同时，A股市场的投资者结构近两年也发生明显变化，公募、私募、外资、产业资本等崛起，从过去市场呈现的大起大落，到现在相对平稳，市场定价有效性也出现质的飞跃。

不仅是投资者结构发生根本性变化，制度层面带来市场背后的产业结构变化也非常明显。注册制使得更多成长性的新兴产业来到资本市场，尚未盈利但未来成长

空间较大的医药生物、芯片类公司让投资者有机会分享其成长红利。同时，当前经济结构中消费、医药、科技类企业占比也明显提升，退市制度的建立也让市场形成优胜劣汰、进退有序的正循环。

“想清楚以上这几点中长期变化后，当前部分行业标的高估值的情况也就可以理解了。”蔡建军表示，若涨幅多的标的所处行业仍有很大成长空间，从三年甚至更长周期看，当前较高的静态估值与未来相比，并不高。

展望未来，他认为，未来市场风格会呈现一定程度的收敛，估值剪刀差大概率会逐渐收窄，但并不是完全的转换。“第一，风格切换需基本面产生重大变化，例如经济层面逐渐进入强复苏阶段，从估值扩张进入盈利扩张周期，这一阶段则可能发生风格反转，目前看条件尚不具备；第二，当前风格差异巨大，放眼全球，低估值蓝筹的估值优势也非常明显。”整体看，明年经济将恢复到高增长状态。在此情况下，今年四季度发生估值扩张到盈利扩张的可能性更大。

中观入手 聚焦景气度

蔡建军表示，自上而下和自下而上都是很好的投资体系。自上而下的优势在于对大周期波动的把握和系统性风险一定程度的规避，但较难解决微观层面的结构性变化，易忽视行业和公司层面的差异；自下而上投资体系中超额收益的最大来源就是行业和公司层面的差异，但其不足在于对不稳定环境下的变化反应不足，对于周期性的忽略和周期性拐点反应不敏感。在他看来，A股市场作为新兴市场，有一些区别于成熟市场的地方，比如阶段逻辑重要性大于实证，线性预测和趋势力量也较强等。如果将中观层面行业比较与微观个股研究两方面相结合，策略有效性会大幅提升。

在回答了“为什么从中观角度出发”的问题之后，蔡建军要解决的下一个问题，是如何从几十个行业和几千只个股中捕捉“牛股”。他指出，对于行业研究，首要关注的是行业本身景气度，在此基础上，分三大方面进行分析：一是关注行业天花板是否足够高，所谓“深水养大鱼”，天花板高的优势在于容错率相对较高，这也是大体量经济体更容易出现大公司的原因；二是关注行业渗透率，某一行业需求层面的增长速度是否仍有较大提升空间。尤其是部分存在供给创造需求能力的细分行业，渗透率过高或过低都存在风险，因此临界点的把握尤为重要；三是行业是否具有足够的定价权，投资微笑曲线两端的好处在于避免上下游产业对盈利能力的挤压，最终“护城河”和竞争壁垒本质是定价权的体现。

“从以上维度精选出好的行业后，还需自下而上、多角度筛选卓越的公司。”蔡建军表示，首先，每一家公司的背后代表的是一个商业模式，长期高水平的ROE、ROIC等指标一定程度上能够代表企业在产业链中的定价能力和竞争壁垒，因此“低投入、高产出”的商业模式肯定是理想选择；其次，关注企业发展战略的前瞻性和执行力。通过持续的调研、跟踪、回溯历史来观察企业在关键节点的战略选择，特别是在逆风期的执行力与专注度；三是公司发展的“进化”能力，优秀的企业和个人一样需要持续的学习和进化，不断提升自身竞争力来适应市场的变化；四是关注治理结构，特别是关注企业家精神对企业的影响。在A股市场，优秀的企业家和管理团队的重要性不言而喻，市场会给优秀的企业家和管理团队充分的估值溢价。

此外，在蔡建军看来，所谓合理估值只是针对特定约束条件、特定时间维度的判断，盈利层面的研究更易把握。“除了PE、PB等传统估值方法，稳态市值也是一个很好的衡量指标，这也代表公司核心能力。”他说，一般而言，稳态市值的构成为中枢利润和稳态估值水平。对于具有周期性属性的标的，可预期的中枢利润非常重要，该中枢利润需对未来三至五年内的各项业务可视化利润进行具体计算；而稳态估值水平则与企业商业模式、盈利能力、对上下游的定价权、成长性，甚至治理结构、资本市场形象等多种因素相关，需与同类业务的国内外公司或者同类商业模式公司进行多重比较。

从行业研究员到公募基金经理，再到私募基金合伙人，“80后”的蔡建军演绎了一名优秀投资经理完美的成长路径。近日，煜德投资合伙人、佳和系列基金经理蔡建军在接受中国证券报记者专访时表示，以中观行业比较为抓手，从商业模式、竞争格局、治理结构、进化能力等多个维度寻找能够持续成长的企业，分享产业发展和企业成长的收益。对此，他打造了自己的一套投资方法。