

南方基金邹承原:

## 军工回归基本面驱动 认知变现锁定超额收益

□本报记者 余世鹏



## 兴趣爱好与工作结合

中国证券报:请介绍一下你的专业和从业背景,你是如何进入军工投研领域的?

邹承原:我本科和研究生阶段的学习专业,分别是公司财务和金融分析。2012年毕业后,我首先进入毕马威华振会计师事务所审计一部,从事公司财务和审计方面的工作。在这个阶段,我所学的专业知识在实践中得到了充分发挥,也为我以后从事投资研究的基本面分析打下了扎实基础。

回头看,从审计师到研究员,再到基金经理的发展之路,与其说是一种职业选择,毋宁说是一种缘分。我自小就是一位“军迷”,长期的耳濡目染,使得我对军工行业有着一种情怀般的热爱。2013年以后,A股的军工行业从机械板块中独立出来,我就开始在做准备,并从2017年开始从事军工行业研究,把兴趣爱好与工作结合在了一起。2019年4月,我加入南方基金任军工行业研究员,2021年4月开始管理南方军工改革灵活配置混合基金。

中国证券报:投资和军事有着类似之处,比如都讲求策略,看重排兵布阵。从这个角度讲,你对军工行业投研工作有着怎样的体会?

邹承原:投资与在军队指挥作战是一样的道理,遇到大的行情波动,尤其是回调较大时,要调整心态,总结打法,不想明白问题有时半夜就睡不着觉。不谋全局者,不足谋一域,有了全局观才能客观判断哪些是真正好的资产。所以,除了投资书籍,平时我还会从军事书籍、战争回忆录等方面获取投资灵感。

整体而言,基金经理是一份让我兴奋的工作。毫不夸张地说,在各种养分的滋润下,4年多的时间里,我一直“如鱼得水”般地享受着这种沉浸式、体系化的行业研究工作。当工作和爱好相互结合之后,我会有饱满的热情,沿着现象-本质的路径去抓住产业链中核心矛盾,不断提炼总结,逐步提升自身的行业认知,并通过认知变现,持续为持有人贡献投资收益。

中国证券报:在你看来,军工具有怎样的行业属性,你的研究框架是怎样的?

邹承原:军工行业是一个研究性价比很高的板块。和新能源车、风电、光伏、锂电等行业一样,军工行业目前也实现了全产业链证券化,即军工产业链的各环节目前都有了上市公司,这会使得研究资源可得性和研究效率大大提高,从原材料/元器件、零部件、分系统、主机厂等各环节的调研信息,还可以进行相互验证。

我的军工研究框架,是基于对国内外局势和军工企业基本面的理解,把散落在上市公司公告、财务报表附注、公开新闻、学术期刊中的信息观点进行提炼、总结、修正,并形成投资决策。

为此,我搭建了一整套相关的财务体系,从自上而下的角度去观察行业重点发展方向,也从自下而上的角度跟踪上市公司的技术特点及产能水平。比如,通过对主机厂上游元器件行业的调研,可以提前发现主机厂放量的节奏,以此作为军工行业投资的一个风向标。此外,还可以通过上市公司水电费支出的增幅来判断企业在技术耗材端的涨幅,通过企业所得税费的明细,还原企业的真实业绩增速等等。

邹承原,新南威尔士大学金融分析硕士,澳大利亚注册会计师,具有基金从业资格,曾就职于毕马威华振会计师事务所、嘉实基金、安信证券,历任审计师、内审经理、军工分析师,2019年4月加入南方基金,任军工行业研究员,2021年4月16日至今任南方军工改革灵活配置混合基金的基金经理。

## 基本面带动是大势所趋

中国证券报:从企业发展和投资角度来看,当前军工行业有哪些新变化?

邹承原:首先,从企业发展角度看,2017年前后相关核心企业集中上市后,军工行业实现了整体资产证券化的大步迈进。在2017年前后定价机制进行改革后,行业的生产成本有所降低,利润进一步释放。并且,在定价机制之外,企业采购合约的签订也拉长至3-5年,这在一定程度上保证了该领域企业未来3-5年的利润。

其次,从投资角度来看,军品的研制周期比较长,整个研发周期可能要10年左右甚至更长。如果判断不好不同型号产品所处的发展状态,就很难区分哪些是事件催化、哪些是处于放量期的业绩兑现。

在市场化程度持续提高趋势下,反映到资本市场上,军工板块的高景气度也在逐步获得资金青睐。最明显的是,军工板块行情逐渐从此前的事件催化、主题炒作,逐步变为基本面趋势带动。

中国证券报:上述行业发展趋势,是如何体现在行情变化中的?

邹承原:自2020年以来,军工板块股价表现较好,市场资金的关注度不断提高。2021年的这轮走高,是促使军工板块行情由“事件性驱动型”向“基本面驱动型”转变的关键所在。

复盘来看,这一转折点有以下两段行情给予验证:

Wind数据显示,从今年5月11日至8月31日,中信国防军工一级指数上涨41.75%。其中,在7月1日-2日该指数出现急速下跌,而在7月7日-8日随即再次上涨。主要原因在于,2020年年报及2021年一季报披露后,军工企

业的订单及合同在财报中有所体现,军工板块关注度开始攀升。7月7日至8日的拉升,应该是军工由“事件驱动型”向“基本面驱动型”转变的一个转折点。在这之后,市场开始侧重关注军工行业的增速水平。

到了10月13日至11月23日期间,中信国防军工指数上涨18.32%,主要是因为部分军工上市公司三季报环比数据继续超预期,行业整体前三季度累计增速较高,行业景气度得到进一步验证,而前期优质龙头个股回调较大,资金再次进入。

中国证券报:行情走到现在,你如何看待军工后续走势?阐述一下你的短期和长期逻辑。

邹承原:短期来看,军工板块历经阶段上涨后,边际收益率预期短期内可能有所走低,这个规律在其他行业中也是一样的,毕竟再好的资产都应该有合理的价格。实际上,四季度资金的风险偏好一般有所收紧,这时候也是军工行情的淡季。而到来年3月-4月时,随着相关预算数据的公布,军工板块往往有所反应;到了来年5月-10月份,军工板块则会根据相关季报的业绩情况,进行一定幅度的波动调整。因此,每年12月份,随着军工行业调整到一个比较合理的位置后,为布局第二年行情的机构资金就会开始买入,12月一般可看作军工行业投资的“播种期”。

长期来看,经过2021年的市场演变后,多数投资机构都开始配置专属的军工研究员,市场对军工的了解和认知也在快速提升。考虑到军工行业长期规划性强、订单景气度高、产业链配套效率不断提升、现金流持续改善等特点,军工行业有望成为市场上优秀的“配置型”资产之一。

## 2022年关注“两赛道+两环节”

中国证券报:展望2022年,你的布局策略是怎样的,看好哪些板块?

邹承原:历史股价的波动只是代表过去,站在当前阶段往前看,军工行业的基本面拐点或者放量周期,可能才刚刚开始。展望2022年,预计导弹和军机(含发动机)这两大赛道的业绩增速会比较快。此外,在产业链各环节当中,军工信息化、军工材料的成长空间也会凸显。这两条赛道叠加两个环节,就是接下来要重点关注的方向。

在此基础上,进一步找到行业里面成长性靠前的好公司,才能帮投资者锁定收益。因此,我接下来将会通过持续的深入调研做好价值发现工作,找到相对被低估的标的,进一步提高选股胜率。在具体选股上,我会倾向于选择当年业绩增速较高的细分行业或公司,并进一步确认和判断业绩是否具备更高的成长性和确定性,从而去赚取更高的溢价回报。同时,选股上还会综合考虑供需关系,重点关注长期供不应求的以及供需紧张或结构性产能不足的个股。

中国证券报:在做好进攻的同时,你如何做好回撤控制?

邹承原:军工行业的景气度正在得到市场验证,是一个确定性比较强的长期成长赛道。但在具体投资中,特别是在资金集中涌入时,有可能出现估值高估的情况,导致行业指数乃至相应的行业基金出现波动的情况。在控

制回撤上我会从几方面着手:一是灵活调整仓位。当市场涨到高位的时候可以通过仓位调整进行择时,控制风险;二是会对标外资的主机厂等资产,会通过与军工类似企业的横向比较,判断市值是否已经达到合理预期。

中国证券报:军工板块兼具高收益和高波动属性,基民在基金投资上该如何操作?

邹承原:目前市场上的军工主题基金数量并不多,投资者首先要区分主动军工基金和被动军工ETF基金的区别。ETF的特点是被动跟踪指数,不会集中于某只个股,在指数成立初期就已被动选好成分股。与被动ETF基金相比,主动军工基金的特点主要体现在基金经理的选股能力上。同时,主动军工基金可以提供持股集中度,对看好的股票重点配置、择机配置。一般来说,在行业景气度高、市场处于上升阶段时,主题型基金因持仓更集中,更容易做出相对于被动指数基金的超额收益。

其次,投资者应摒弃对军工行业以往炒主题、炒事件等传统认知。军工企业的财务报表跟普通上市公司是一样的,可以通过财务报表了解企业经营状况和利润信息。在此基础上,把军工当成性价比高的行业深入研究分析,形成自己的认知。如果持续看好军工行业长期成长价值及未来行情,可考虑采用定投或逢低买入的投资策略,以长线的投资逻辑来应对短期市场的波动。