

兴业基金邹慧:

# 锚定均值回归 挖掘逆向机遇

□本报记者 王鹤静



邹慧,现任兴业基金研究部权益研究总监、基金经理,拥有18年证券从业经历。曾任湘财证券研究员,金信证券研究员,长江证券研究员,东方证券投资部首席策略分析师、股权投资部投资总监等职务,2018年3月加入兴业基金。

## 均衡中寻找逆向机会

据悉,兴业研究精选混合成立于2020年11月,是邹慧加入兴业基金后担纲的首只基金。Wind数据显示,截至4月14日,该基金A份额近两年的总回报率为24.81%,同类排名前5%。经过两年多时间的公募投资实践,邹慧坦言自己不太喜欢“扎堆”,虽然会参与部分热门赛道,但绝不会把更多的精力放在上面。他认为,“逆向”和“选股”是自己投资的两大法宝。

“从我的持仓中可以看出,总体上的行业配置是比较均衡的,但是在个股选择上确实和别人不太一样,前十大持仓和当时市场最热的品种几乎都不一致。”根据邹慧的介绍对应2022年年报来看,截至2022年年末,兴业研究精选混合的前十大重仓股分别为新宙邦、爱美客、天奈科技、荣盛石化、金铂股份、广汇能源、泰和新材、兖矿能源、赛轮轮胎、紫金矿业,涉及材料、能源、医疗保健、可选消费等多个行业,“热股”含量相对较低。

根据行业和赛道热度进行区分,邹慧列举了自己“逆向投资”的两种情况:首先,他并不排斥景气赛道,因为其中很多公司更容易兑现业绩,所以此时他的策略是“在人多的地方,捞不一样的鱼”,相较于集中的方向稍微做出偏移,相对避开市场上的主流品种;其次,他也在密切关注热门赛道以外的其他行业,倘若存在超预期的情况,行业也没有想象中的那么悲观,那么就可以相对地在左侧进行布局。“结合去年低基数原因,如果经济超预期复苏,顺周期行业例如上游资源品、有色金属、食品饮料、地产链等都可能迎来机会。”

接下来,在看好行业的基础上如何选股,邹慧以新能源投资举例:“在新能源车最热的时候,我更加关注的是行业中下沉赛道的细分机会,例如电池的导电剂,其实就是基于电池性能需要提升、导电剂性能也会随之提升的简单逻辑,所以像现在热门的TMT赛道中也会有类似这种没被发掘出来的细分机会。”

然而,随着新能源车渗透率的迅速提升,行业格局逐渐稳定下来,邹慧强调,这个阶段在选股上或许应该锚定那些具备显著成本优势、技术壁垒优势或者产业链优势的龙头公司。在他看来,市场的发展往往是分散和集中不断交替的过程,“讲故事”的阶段过去之后能够真正活下来并且受益的公司,可能只有那些行业的龙头公司,那么市场也会随之再次走向集中。

虽然整体上邹慧的配置思路相对均衡,但他对于博弈和择时的兴致并不高。“我的持仓中纯粹博弈的部分很少,因为我对这种公司心里也没底,总是会担心买人的位置不够好,所以一般是长逻辑想得比较清楚以后才会去投,核心持仓占据主流。而对于择时,我只是把它当作方法论,从来不当作手段看待,而且择时需要考虑从宏观到微观各个层面的因素,实际操作起来十分困难,效果也并不突出,所以很少去做择时。”邹慧表示。

从两年前开始管理基金产品以来,邹慧在投资过程中不断积累和沉淀经验。他在不断完善和精进自己“逆向选股”技艺的同时,应对市场的心态也修炼得愈发平静而沉稳。

券商研究员出身的基金经理在公募行业并不少见,但是如同兴业基金研究部权益研究总监邹慧这般,在券商工作了15年的时间后转战公募投资,实属难得。日前,在接受中国证券报记者专访时,邹慧介绍,卖方的工作经历让他从电力设备、新能源等中观行业研究到宏观策略研究均有所涉猎,全面拓宽了自己的研究和投资视野。

来到买方,特别是担负起权益研究总监的工作后,邹慧对于股票投资有了更加深刻的思考和见解。在公司研究员培养方面,邹慧更加强调要具备思考的能力和选股的能力。在他自身的投资框架中,精细选股也是其中重要的主线之一,而另外一条主线则是逆向布局。

## 基于常识判断均值回归

在邹慧的投资框架下,他始终强调一点,就是遵循基于常识判断的均值回归逻辑。邹慧解释道,上市公司的股价与其所在行业的发展趋势以及公司在行业中的地位、竞争能力等息息相关,如果所在行业能够在可预见的未来正常发展下去,那么公司的股价会逐步回归均值。

“因为交易的存在,股票的价格往往会高于或者低于公司本身的价值,所以估值的合理区间到底在什么位置没人能讲得清楚。任何东西涨也涨不到天上去,跌也跌不到地板下,所以恢复常态认知、回归均值就可以了。”因此,当部分公司可能因减持、利润不达预期或者行业因素而出现价格“闪崩”时,邹慧会将此看作是捡“便宜货”的机会,基于深度研究跟踪并计算好安全底线的前提下,在他看来,跌多了自然可以再加仓一些。

那么,邹慧口中判断所参考的“常

识”到底为何?他主要总结出三方面内容:第一,中国仍具备庞大的人口基础,消费、医疗等行业的需求量依然旺盛,围绕国内的巨大市场,吃穿住行各个领域机会众多,那些具备品牌壁垒、渠道壁垒等特定优势的企业会不断涌现;第二,国内制造业产业链优势显著,即便存在产能转移的风险,但仍然不断会有新的公司发展壮大起来;第三,中国人崇尚勤劳致富的精神,并且对于美好生活的诉求也十分强烈,这也是中国制造业迅速发展起来并且在全球产业链中占据重要地位的原因之一。

但在当下市场环境中,偏离均值回归的极致分化行情却频频出现。邹慧分析,一方面,是自媒体时代大大提升了信息传播效率,特别是在投资领域,“乌合之众”效应不可避免;另一方面,市场上量化资金越来越多,也在一定程度上起到了推波助澜的作用,导致无论涨跌都会出现极致演绎的情况。

## 关注TMT、商品资产、医疗方向

“不要高估短期影响,也不要低估长期影响。”邹慧对于近期“爆红”的TMT题材保持着客观冷静的思考。从大的产业趋势来看,邹慧认为,整个产业周期处于上行阶段的趋势是毋庸置疑的,并且也符合国家对于自主可控的发展要求。但是,由于短期的影响被过分高估,特别是人工智能板块产生了较为极致的偏离和“虹吸效应”,这反而给均值回归带来了机会。

从邹慧此前的持仓中可以发现,TMT的布局路径已经有所显现。“从去年下半年开始,我在持仓中买入了部分电信、传媒公司,电信主要是基于运营商估值重估的逻辑,未来资本开支下降后,现金流会逐渐转化成净利润以实现估值抬升,并且云业务发展也非常迅速,今年一季度它们也为我的投资组合做出了一定贡献。”但是邹慧也坦言,基于远期的估值水平和相对宽泛的假设来看,很多TMT公司的估值空间已经相对有限,或是到了卖出的阶段,而由于市场情绪很难把握,需要选择适时撤出。

此外,与市场大多数观点相对逆向的是,邹慧今年十分看好商品类资产的投资机会,特别是有色板块。“第一,随着国内经济修复,需求端不断好转,而供给端相对有限,所以存在供需错配的情况;第二,虽然铜、铝等工业金属在地产、基建等方面的需求量存在下滑压

力,但是随着工业金属在新能源领域被越来越广泛地应用,需求端已经无法形成负向的拖累;第三,商品类资产是美元定价,随着美联储加息周期逐步结束以及当前美元体系日趋走弱,商品类资产的压制也会随之解除。”邹慧表示。

医药也是邹慧今年相对看好的方向。随着医药集采带来的影响逐渐缓和,集采规则越发透明,医药行业的上市公司应对起来也更加得心应手,医药行业的商业模式可能会逐渐回归。在细分行业中,邹慧更加看好中药和创新药两个方向。“去年四季度开始,我在持仓中增加了部分中药,当时无论是政策端、估值端还是业绩释放都比较好;而创新药之前估值跌了很多,并且国内鼓励创新的政策方向不会改变,所以依然具备配置价值。”邹慧表示。

除了自己相对看好的三个方向,邹慧也谈及了“中特估”概念下的投资价值。邹慧表示,央企是国家安全的重要保障,特别是在能源、资源、农业、军工等方面具备绝对优势,经过几年的改革后,央企的内部激励机制使得企业经营和发展都出现了质的变化,更加现代化的经营体制让央企上市公司在业绩和经营可见度层面更加符合资本市场的需要。同时,他认为,在中国特色估值体系的建立过程中,央企也可以起到基本盘的作用,所以其估值修复和估值提升同样值得重点关注。