

华安合鑫袁巍:

# 当下应该用“望远镜”做投资

□本报记者 刘伟杰



袁巍，深圳市华安合鑫私募证券基金管理有限公司董事长，具有近15年从业经历。华安合鑫创立于2017年，曾获得“三年期金牛私募管理公司（股票策略）”奖项。

## 通过财报观察上市公司价值变化

中国证券报：你是如何捕捉到9月底这波行情的？

袁巍：我并不认为我们精准地把握住了这波行情，今年所取得的良好收益来源于长时间的守候。过去几年，我们用个股超额收益去对抗市场指数的调整，持有进攻性仓位，当市场整体机会真正来临时，就能很好地享受收益。

正是因为我们找到了一批优秀的上市公司，且其估值足够低，这些标的让我们在调整市中一直持有进攻性仓位。所以9月底行情来的时候，我们可以快速跟上节奏。

中国证券报：你主要是从财务数据角度出发，去观察上市公司的商业模式和业绩拐点吗？

袁巍：我觉得财务数据是描述企业状态很重要的内容，看懂它，才能真正理解上市公司的商业模式。关键是投资者要通过读财报，让这家公司在心中的感觉立体起来，这个公司是怎么赚钱的？钱怎么出去的？怎么进来的？为什么能赚这个钱？能持续吗？

优秀的公司都会用心发布财报。要带着问题去看，重点关注财报中的看点，比如净资产收益率(ROE)、毛利率、应收账款、固定资产数据。公司会对财报中的特别之处做出解释，只要连续看三、五年报表，就可以验证公司的解释是否真实，判断出公司是否诚信。

以我们建仓的一只石油股为例，我们第一次建仓是2021年5月，其实在此之前我们根本没有投资过石油股，也没有去过这个公司调研。但只要简单做一些公司研究和行业比较研究，就可以发现该公司质地优异。财报显示，该公司通过连续增

效降本，使其采油成本位于全球领先水平。在全球石油资本开支下降的背景下，该公司持续投资，开采量每年都有5%–10%的增长。

关键这样的牛股在底部时非常便宜，安全边际非常充足。例如，上述石油股拥有较高的分红水平，以两年的维度来看，当时我认为，考虑估值回归因素，投资这个股票获得年化25%收益率以上的概率极大。

像这样的机会一旦出现，从财报出发就可以搞懂公司的竞争力所在，及时把握投资机会。

中国证券报：你的投资策略是否更倾向于左侧？

袁巍：所有的左侧和右侧都是表象，最终本质是要有足够的安全垫，另外要有潜在的高回报水平，从而弥补投资者所承受的风险。

有很多股票，我进场的时候从底部已经涨起来了，如果属于未被充分挖掘的利好推动，我们也认为是左侧机会。比如某集运股，我在2020年买入，当时其股价已经距离阶段低位80%以上了，当时我判断虽然已经上涨了很多，但仍可归于利好因素未被充分挖掘，也是一种逆向投资。当时的运价已经涨了一倍，很多投资者可能并不知道运价涨一倍对该公司意味着什么。

当打开这家公司2019年财务报表时，我记得非常清楚，外贸运价翻倍也就意味着这个公司的收入大幅增加，而成本没有变化，意味着这家公司有着巨大的业绩弹性。事后来看，我们买入时仍然属于底部区域。至于目标价，我们都是动态调整，只要认为仍然处于低估值阶段，我们就会一直持有。

多重利好因素共振，A股迎来一轮爆发式上涨行情。9月23日-30日期间，上证指数涨幅超过20%。根据第三方机构数据统计，9月23日至9月27日，华安合鑫董事长袁巍管理的产品净值当周上涨36%，年内收益率接近50%，在知名股票私募基金经理中名列前茅。

袁巍在接受中国证券报记者专访时表示，当下是不是“牛市”并不重要，重要的是优秀企业估值水平。这些优秀企业是市场的“定海神针”，决定了市场未来的大方向。在对这些优秀企业进行准确估值后，市场波动只是给投资者提供了操作的机会。只有这样，投资者才能在高波动市场中保持专注力和情绪稳定。

近日市场一度出现调整，对此，袁巍表示，不论是市盈率还是市净率，A股和港股都处于历史上最便宜的四分之一分位水平，距离合理位置还有相当的上涨空间。

## 会有一批个股率先站稳

中国证券报：在这轮行情爆发之前，市场情绪不尽如人意，你是怎么看的？

袁巍：这是正常的情况，每一次行情都是从市场情绪不佳中诞生的，在犹豫中生长。其实投资者的情绪变化很快，9月底那一周的一系列政策几乎超出所有投资者预期，市场成交量也迅速放大。

对于宏观的看法，很多投资大师坦言“少看点宏观”。过去几年，我认为大部分投资者的预期不断自我加强，最终困在执念中。我所理解的“少看点宏观”并不是不看宏观面，而是应该着眼于中长期宏观变化，而不是观察季度甚至月度为周期的宏观数据变化。宏观经济调整周期走到最后的时候，要敢于用个股的阿尔法去对抗宏观的尾部风险。往往市场在底部的时候，会有一批个股率先站稳。

我经常说，良机出现在“黎明前的黑暗”，那时候夜最黑，伸手不见五指。等看清楚五指的时候，最好的机会已经

消失了。

中国证券报：这轮行情波动幅度很大，背后有哪些市场变化的逻辑？

袁巍：市场波动是非常正常的情况，因为9月24日到10月8日的上涨行情非常迅速。我认为，有几个因素非常重要。首先，部分个股走出了明显的向上趋势；第二，市场成交量明显放大；第三，基本面政策经历了非常大的变化，政策未来的效果不容忽视。

我认为，持续3年多的调整市已经结束。后续行情会如何发展，还需要观察政策的具体落地效果，但是政策已然转向毫无疑问。

我觉得当前市场的成交量会调整到比较正常的水平，随后会出现分化震荡行情。在这时候，好的股票品种应该会慢慢走出来，因为投资者会按照行业企业的基本面去定价。不论是市盈率还是市净率，A股和港股都处于历史上最便宜的四分之一分位左右，距离合理位置还有相当的上涨空间。

## 四季度行情将出现分化

中国证券报：不少投资者认为当前经济仍然承压，这波行情只是受到美联储降息和国内政策的刺激，对于后市，你怎么看？

袁巍：我觉得肯定是股市先见底，经济再起来。当前的基本面出现了明显的变化，高层密集出台了一系列政策，并非说一定要看到相关行业企业的业绩增长才进场。

接下来，随着存量房贷利率下降以及财政补贴的下放，政策效果会慢慢显现。比如，随着各地汽车补贴下发，我们观察到汽车行业的高频数据早已开始出现增长。当前我认为，应该用“望远镜”做投资，等到行情在相对顶部时，应该用“显微镜”来看；很多投资者却搞反了，该用“望远镜”投资时却用“显微镜”，该用“显微镜”的时候，又在用“望远镜”做投资。

中国证券报：从投资者的风险偏好和博弈的角度来看，当前的红利资产是否已出现过度抱团的风险？四季度最看好哪些市场主线？

袁巍：尽管投资者将红利资产看作一个具体板块，但这个主题比较虚，很容易出现变化，股息率到底多高算高，核心取决于投资者内心的尺度，本质上是其能否有效对冲投资者所承担的权益类资产带来的波动。

未来红利资产也会分化，有的行业、企业并不稳定，没有持续的高股息可以派发；同时，有的行业、企业过去没有派发高股息，但现在开始注重股

东回报。同时，红利资产很容易因为价格上涨，而导致股息率走低。此外，在目前市场被广泛认可的红利资产中，有些受到产品价格或资源价值波动影响，对于这类品种应该要给予一部分风险折价，因为预测产品价格或资源价值比较困难。

总体来看，红利资产的投资逻辑几乎不变，但投资标的极易发生改变，核心在于算出股息率的变化。如果确定有的公司未来能够给予确定的高股息，任何时候都值得配置，因为这是确定性回报，但问题在于它是否稳定、持续、长期。

预计四季度行情将出现分化，其实三季报披露期是非常好的观察窗口。我认为，每个行业的好公司都会逐步跑出来。核心是三季报能不能显示哪些公司在行业中脱颖而出，率先复苏。

从行业来看，我们更看好之前已经完成供给侧改革且行业竞争放缓的行业。比如说互联网行业，持续数年的互联网行业调整趋于结束，各个细分领域的竞争放缓，龙头公司的盈利能力显著增强。

另外，一些有国际竞争力的制造业企业值得继续看好，其中最有代表性的就是汽车。汽车需求边际改善就来自于补贴加大，提升了需求，出海则使得汽车行业找到了新的市场。此外，激烈的竞争已经趋于尾声。与此同时，像光伏和医药一些细分领域，也是我们密切关注的方向。