

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投资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、五年的报表,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:这个是正常的情况,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,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,其中最具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。