

■财富故事 | Fortune Story |

深圳恒德投资管理有限公司总经理王瑜:

在自己“能力圈”范围内进行投资

编者按:在私募江湖,除了那些管理资产规模动辄二三十个亿、频频在媒体上露面的大佬外,也有一些资产管理规模不大,但投资理念和投资风格清晰、投资业绩持续稳健的私募管理人,他们并不盲目追求管理规模的扩大,而是强调和核心客户投资理念的相契,追求一种“同声相吸同气相求”的默契。他们征战证券市场多年,有着自己鲜明的投资策略和投资风格,甚至不乏“独门秘笈”。他们的存在,为越来越强大的私募基金增添了多元化的色彩与气息。

证券时报记者 付建利

我们公司规模不大,短期业绩也不是特别突出,你们怎么会想到采访我?见到证券时报记者时,深圳恒德投资管理有限公司总经理王瑜还充满疑惑,似乎一向低调的他,不大会引起媒体的关注。实际上,这位低调行事、追求为核心客户带来资产保值增值的私募老总,有着自己清晰的投资理念和投资风格。人到中年的王瑜,既有洗尽铅华后的沉稳,又不失年轻人的灵活。

“我只干自己‘能力圈’内的事情,买我能理解的股票!”在深圳福田区华融大厦25楼的一间办公室里,烟雾缭绕中,重庆人王瑜淡定地向证券时报记者说道。

阵地战+游击战”打造私募精品

作为一家私募,我们对整个证券市场的研究实力肯定不如公募基金,因此,打造私募精品店成为我们的不二选择!王瑜开门见山地谈起了他对恒德投资的整体定位,即重点投资于三大块:消费、能源和医药。这即是“阵地战”,是王瑜和恒德投资的主战场。此外,上述三大块之外的其他领域,一旦出现投资机会,而且是王瑜能够把握的,他也将果断出击。这就是“游击战”。

如何构建一家私募的核心竞争力?王瑜认为,恒德投资在某些方面一定要领先于卖方研究员,要比卖方研究员提前了解上市公司的最新动态和业绩拐点,在某些行业和行业上面比卖方研究员研究得更深入、更全面。也就是说,私募可以在“面”上不如公募基金,但在“点”上完全可以做得更好。

王瑜之所以主要投资于消费、能源和医药三大领域,实际上这与他的投资理念和投资策略是一脉相承的。他表示,中国经济的战略性转型和结构调整,无疑将凸显消费类股票的投资价值,比如食品饮料、商业百货、高档奢侈品、酿酒、纺织服装等。能源类股票不仅具有稀缺性,而且估值低。而医药类股票的投资价值也很明显,在中国人口老龄化以及消费升级的过程中,老百姓在医药上、包括医药保健品上的消费将极大地释放出来,从而带动医药类股票估值的提升。

在消费、能源和医药三大板块的研究上,我们一定要领先于市场!这是王瑜给自己定下的要求——非常专注地做行业和公司的研究,也是恒德投资的“立身之本”。实际上,王瑜此前在贵州茅台、张裕A等消费类股票的成功投资,也增

添了他投资于消费类股票的信心。王瑜告诉记者,他对上市公司的治理结构和营销模式尤为重视。以张裕A为例,他在调研这家上市公司时,就比较认同管理团队的治理能力,同时对该公司营销渠道下沉的战略也颇为赞同。相反,国内另一家知名葡萄酒公司,营销上实行的是代理制,张裕A是自建渠道的,同时对经销商的监督也比较到位,两相比较,张裕A的投资价值就显现出来了。

在投资洋河股份时,王瑜对这家民企背景的上市公司的营销能力也非常认同。而在调研古井贡酒时,这家酒类上市公司股价当时正处于低位,董事长非常惊奇地告诉王瑜,已经有接近两年没有机构投资者去该公司调研了。王瑜当时调研该公司的理由是,古井贡属于老八大名酒之一,有文化底蕴。实际上,在王瑜调研该公司半年后,才有机构去调研,古井贡酒后来也迎来一波凌厉的上涨行情。

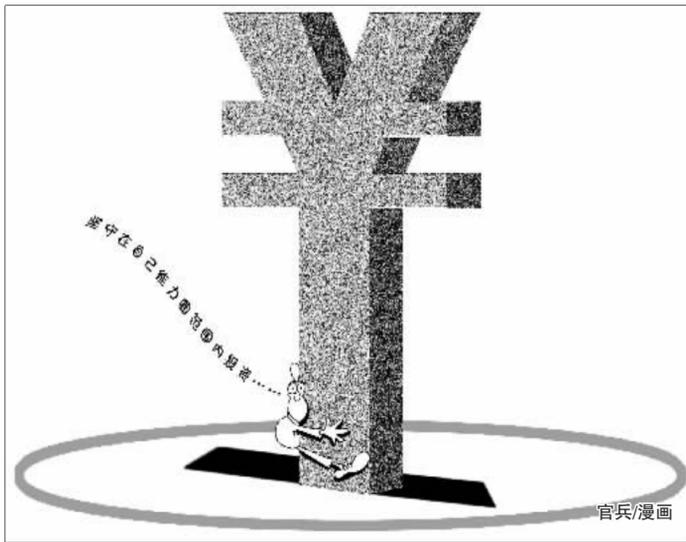
我要求自己在上市公司股价最安全的时候买进去,买那些在自己能力范围内能理解的东西,赌大概率事件。”王瑜表示。

在私募基金的发展路径上,市场上呈现出两种风格:一种是当某一段时间业绩做好后,私募基金就会狂欢发新产品,做大规模,但是公司毛利率也会下降;另一种是不会盲目扩大规模,倡导“小而精”,同时公司毛利率不会下降。王瑜毫不犹豫地选择后者,他的客户大多是五年以上的,忠诚度,高度认同王瑜的投资理念,王瑜目前的目标就是为这批核心客户理好财,使得客户的资产能够持续稳定地增值。

投资要走两端:价值+成长

A股市场上多年的征战经验告诉王瑜,对于大多数投资者来说,这个市场上买入并持有的僵化式价值投资并不合适,因为A股市场波动性太大。如果客户的资产由100万元达到700万元,客户就会高度认同私募基金经理的投资能力。反之,当客户的资产由100万元增值到1000万元,再跌到500万元的时候,客户就很容易产生不满情绪。

王瑜讲究的是两端:首先是绝对的价值投资。比如一些关系国计民生、符合国家产业政策发展方向,在国民经济中占有举足轻重地位的行业和上市公司。这些公司利润稳定性好,我们能够把公司的账算清楚,一眼看上去就能够投资。”其次是寻找有成长性的行业



和上市公司。这些公司未来具有大市场、大空间,这部分相当于王瑜投资组合中的进攻性部分。

与很多投资人再三强调价值投资不同,王瑜除了认同价值投资的风格外,并不讳言技术分析的作用。在我看来,这个市场上做得好的私募,没有几个不懂技术分析,只不过他们是在基本面基础上的技术分析,是从上市公司内在价值出发的技术分析。”王瑜认为,技术分析有助于投资人看清市场的趋势,价值投资加上趋势投资,是王瑜和恒德投资在A股市场上生存与发展的“两翼”。只不过过机者是纯粹地讲技术分析,而王瑜则追求将价值投资和趋势投资结合起来,通过技术分析找准市场的买点,同样的技术指标,在不同投资风格和投资功底的人眼里,也许有着完全不同的意义。”

王瑜追求的是顺应股市自身内在的发展规律,不断地挖掘投资机会,而不是逆势而动,违背规律。好比农民种地,农民该什么时候种地,该什么时候去收获,他们都很清楚。”而股市也有这种内在的“时序”,王瑜表示,大部分的时间里,他会通过深入研究和实地调研,寻找最优秀的企业。在市场上大部分人陷入恐慌,不看好后市的时候,往往就是王瑜“播种”的时机。再比如房地产行业,尽管现在紧缩政策次第出台,但如果投资人相信中国的城市化还远未完成,当房地产大幅下降的时候,就是投资人挑选好公司的绝佳时刻。

按照木桶理论,一个木桶能装多少水,并不取决于最高的那块木板,而是取决于高度最低的短板。在王瑜看来,一个私募基金管理人的投资高度,也取决于自身的“短板”,这就要求他对自己要有充足的了解,也了解别人。所谓“知己”,即了解自己,掌握成功和失败的概率。所谓“知彼”,即了解市场、了解人性、了解竞争对手,制定出适合自己的投资策略。

动态地进行风险控制

在股市要长期生存下去,不仅靠选股和宏观策略判断,风险控制也许是更为重

要的事情。王瑜强调动态地进行风险控制,而不是静态的僵化的风险控制。首先,要事前风控而不是事后风控。选股的时候要尽量苛刻,尽可能地排除掉有风险的股票,这是投资决策风险控制的最关键也是最开始的一步;其次是跟踪控制。当买入一只股票后,王瑜会及时进行跟踪。比如调研要求直接见到董事长,把握公司经营的最新变化和最新的发展战略。以张裕A为例,王瑜就一直进行密切跟踪,整整持有了这只股票八年的时间。第三是投资组合的动态调整。当证实某只股票买错了后,王瑜会毫不犹豫地卖掉。或者股价在经过大幅上涨后,估值出现了明显泡沫,透支了未来的成长性,这样的股票王瑜也会及时卖掉。

此外,恒德投资还研究出了一套分析系统,王瑜会根据这套系统反映出来的市场趋势及时地进行投资组合的调整。

投资股票就是投资未来,一只股票如何穿越熊市的风险?王瑜的答案就是:靠基本面和成长性来穿越熊市!同时,挑选股票时依据的条件越苛刻,安全性就越高。对于重仓的品种,王瑜一般最少都要研究3到6个月的时间,然后长期持续地进行跟踪调研和分析。

抓住自己能挣到的钱,挣不到的钱即使错过了也不觉得可惜,在股票市场上挣钱也要取之有道!王瑜是这样认识的,也是这样实践的。他认为,每一个专业的投资人都有自己的“能力圈”,应该知道自己能够做什么,不能够做什么,从而找到治理结构良好、能够长期持续发展的上市公司作为投资标的。

王瑜尤其偏好那些商业模式优良、轻资产的企业,同时,他认为这些企业盈利能力应该是内生性而不是外延性的,“有些公司是在创造价值,而有些公司是在毁灭价值!这类差的公司我会坚决回避。”王瑜比较重视企业的现金流折现,那些盈利模式有“护城河”、资源丰富、具有品牌效应、不受应收账款限制、走向行业垄断的上市公司,会优先进入王瑜的股票池。

财经BOOK

一种可借鉴的经济预测法

叶雷



《我在高盛的经济预测法》
[美] 约瑟夫·H·埃利斯 著
任曙明等译
机械工业出版社

凡事预则立,不预则废。无论你承认不承认,你已经被卷入了经济的漩涡之中,如何在这个漩涡之中“立”而不“废”呢?这就需要你对经济走势或曰经济周期的把握了。《我在高盛的经济预测法》,就是一本谈论预测经济走势的书。作者约瑟夫·H·埃利斯,是高盛集团的合伙人,一位有着35年行业分析背景并连续18年被著名杂志《机构投资者》评为华尔街第一零售业分析师的天才。

迄今为止,虽然经济周期理论已经成为了经济学的一个重要分支,但无论是使用纯文字进行分析和表述的经济学家,还是使用复杂的假设和公式描述经济的数学家和理论家,都没有真正准确、有效地指导人们对经济周期的预测。原因并不是这些分析工具完全失效了,而是这种分析具有滞后性。研究得出的结论往往比真实的经济走势慢半拍,甚至是慢多拍。大多数情况下,当经济学家证实衰退已经出现的时候,大部分经济损失早已发生;经济学家在热议市场底部的时候,市场可能已经从底部走了出来。

使用纯文字进行分析和表述,不仅缺少应有的实际数据支撑和相关内容说明,更见鬼的是它不能提供具有一定操作性的预测基本方法;用复杂的假设和公式进行描述,阳春白雪,除了极少数同行外,普通读者估计是两眼一抹黑,既看不懂也不想看。埃利斯的《我在高盛的经济预测法》,就是弥补以上两种方法的不足,尝试一种易于理解、操作性强的方法,即使人们没有获得经济学、数学或心理学等相关学科的高学位,也能理解和运用其方法。

埃利斯根据其从业过程中的宝贵经验,以长达54年的历史数据分析为基础,在纷繁复杂的经济数据中勾画出几条简单的曲线,道出“less is more(少即是多)”的哲理。然后使用ROCKET(rate of change in economic tracking)方法,即盯住(消费)增长率,在绘图的基础上,帮助人们更好地追踪两个经济数据序列间的相互关系,从而起到预测经济走势的功能。

预测重要的就是要比真实的经济走势快一拍,至少也得快半拍。为了走在曲线之前,埃利斯紧紧抓住经济走势的逻辑:个人实际小时收入——实际消费支出——产品和服务的产出——资本支出。基于此,埃利斯提出了预测经济的“领先指标”与“滞后指标”,只有抓住“领先指标”,预测经济走势才能比真实的经济走势快一拍。消费增长率是埃利斯预测经济走势的核心指标和领先指标,而判断消费增长率的“领先指标”又是什么呢?埃利斯在《我在高盛的经济预测法》中强调,不是我们常说的消费者信心指数,因为消费者信心指数具有滞后性,它反映的是消费者对自身现在的消费能力的信心。在埃利斯看来,真正反映消费增长率的“领先指标”,一是工资的增长幅度,因为工资收入是消费主力;二是利率,因为可以在一定程度上反映居民的实际收入水平。

当然,在利用数据的时候,也要注意剔除“噪音”。埃利斯指出,政府部门等发布数据的机构对外公布的数据,都是对原始数据处理后的新数据,一些重要的时间顺序被完全“平滑”了。作者在书中举了一个阿阿姆衫衫店的例子,如:每年的换季期衬衫的销售量会猛增;另外,圣诞节期间,人们会大量购买衬衫作为礼物赠送亲友,也使得当期的销量大增……这些数据实际上都是“噪音”,在分析的时候应该过滤掉,否则预测就会失真。那么,最简单的方法是什么?用月度或者季度同比数据,而不环比数据就可以了。

埃利斯在高盛研究的最终目标是向高盛集团的客户提供整个零售业以及零售企业股票的投资前景的相关建议。如何预测一只股票的走势呢?埃利斯告诉我们,企业的利润决定股价的走势,消费、生产和投资决定着公司的利润,生产和投资又被消费所驱动。因此,只需通过监测消费支出曲线的变化,就可以走在股价曲线变化的前面了。基于此,他建议股票的趋势投资者,不要在经济状况最好时“长期持有”;而应该在“看好”时适度长期持有。经济增长达到峰顶时,就要适时调整头寸;在经济前景暗淡时,适当增加所持有的投资组合。

就如英国顶尖的经济学家们说的一样,完全掌握控制经济的走势,“已成为人们一厢情愿和傲慢自大的最佳例证。”如果靠数据定量分析就可以预测经济、分析金融市场的话,那么,统计学家和数学家早成为世界上最富有的人了。《我在高盛的经济预测法》一书中的方法,埃利斯是基于零售业的经验,对其他行业的预测,则要看每家公司的消费支出、工业生产,还是资本支出的部门,再看其在每轮经济循环上升或下降的时间顺序中所处的位置。

另外,埃利斯的预测方法是以美国经济数据为基础的,在其它国家是否适用,也值得思考。美国经济有五个显著特征:一是美国GDP中消费占2/3;二是美国经济是相对自给自足的,出口和进口都不超过GDP的20%,且贸易赤字常年相当于GDP的5%;三是美元是被广泛使用的世界货币;四是美国是一个完全市场国家;五是美国是一个民权国家。一把钥匙开一把锁,一套分析工具必须通过实践来检验,《我在高盛的经济预测法》在中国可能还不能照搬套用。但埃利斯的思路,无疑为我们进行数据挖掘和数学建模提供了很好的借鉴。

■淘楼淘金 | Gold Rush |

我陪房产中介“躲猫猫”

证券时报记者 刘丽

经历过一次又一次的搬家之苦后,我终于明白了“频繁搬家,不如退而蜗居”的真理,于是决定买房,开始了与“恶名昭著”的房产中介打交道的日子。一番接触下来,不得不感叹房产中介的辛苦。卖房真是个技术活!一名成功的中介业务员,要促使客户顺利成交并拿到佣金,还得有“躲猫猫”、捉迷藏的功夫。

通常,一套房源会同时在多家中介挂牌出售,谁能最先找到买家顺利成交,谁就能拿到佣金。住房限购令政策出台后,投资客大量退场,房产中介之间的客户争夺战越来越激烈。这家中介佣金能打六折,那家就赶紧推出更低的,甚至买卖双方通过一家中介看房成功并达成成交意向后,其他中介了解到相关信息,会以更优惠的代理价格把这笔交易“挖”过来。这种房屋买卖或租赁双方通过房产中介机构建立联系后,甩开中介私下成交,或者通过另一家中介成交,业内称之为“跳单”。

易中的风险并使其面临违约责任的处罚,但房产买卖作为大宗交易,动辄百万元的价格让很多家庭倾其所有,几万元的中介公司佣金对普通家庭而言也不是个小数目,因此“跳单”现象在房产交易中仍屡见不鲜。限购令出台后,房产交易不再火爆,中介佣金折扣不断松动。在一家小中介公司的门口,我们甚至看到了佣金低至三折的条幅广告。不过据熟悉内情的人士透露,像中原地产等大的中介公司,佣金打到六折是底线,否则宁可不做。由于各家地产中介规定的佣金折扣底线并不一致,小中介公司的业务员,为抢生意,往往会以更低的佣金折扣诱惑购房者“跳单”。

如何避开同行的“虎视眈眈”,成功跟踪一笔交易,就要考验中介业务员的“躲猫猫”功夫了。第一步从看房开始。除了跟踪客户不离不弃,严防买方与卖方私下接触之外,很多中介业务员在带你看完房之后,总不忘加上一句“别告诉其他中介你来这里看过房”。除了口头叮嘱之外,他们对同行的防范也

会落到实处。有一次有家中介带我们看房途中,刚走到被看房源的楼下大堂门外,之前热情介绍房源的两名中介突然停下了脚步,很小声地对我说“等等再走”,然后拉着我轻轻绕到一边,直到前面的人进入电梯才按下了旁边一部电梯的按钮。究其原因,才知道刚进入电梯的人群中有几个是中介同行,躲开他们只为了不暴露我们的看房行踪。对二手房而言,一栋楼的卖盘就那么几个,负责这个片区的中介对大的中介公司,佣金打到六折是底线,否则宁可不做。由于各家地产中介规定的佣金折扣底线并不一致,小中介公司的业务员,为抢生意,往往会以更低的佣金折扣诱惑购房者“跳单”。

终于我们看中了一套房,在签单的关键时刻,这两个中介业务员盯得更紧了。为避免夜长梦多,在买卖双方表露出成交意愿时,业务员会想尽一切办法催促双方在最短的时间内签合同。通常的做法是,将买卖双方都请到中介店铺内来谈,直至合同签署。后来,这名与我混熟的业务员透露了尽量不在卖方家里谈交易的秘诀:在中介店铺里谈,便于快速促成交易,且能避免卖方家属的干扰,卖主家里出主意的人越多,越是不便于砍价,双方也越难以达成共识。

在签合同之前,发生了一个小小的“插曲”。由于合同签署当天,卖主说临时走不开,不能按照约定时间来到中介店铺。中介业务员担心事情有变,决定马上带着我们到卖主家里去谈。由于中介店铺距离卖主家只有三四分钟路程,我们同意了个提议。让人诧异的一幕发生了,一出店铺门,这名中介业务员就到马路对面随手招来了一辆的士,让我们上车。这么近,还要打车?“先上车再说。”中介业务员对司机说了目的地之后,还把行车路线交代了一番,宁绕远路也不走近道。原来,上车兜一圈的目的,是为了不让店里的同事发现其行踪。距离太近,别人一看你走的方向,就知道你要去哪个小区。那小区就那几套房子在卖,也就知道你可能是去卖哪套房。如果有人马上给房东一个电话,抢先成交,或报出更高的价格,我们这边就有可能成交不了。”“可你们同属一家中介呀,这样争来争去破坏交易,别家中介交了怎么办?”那也没法,这行现在就这样。住房成交越来越清淡,房源成交一套少一套,别人卖了,你就卖不成了。”这名业务员说。