

# 张亮路演会议纪要

(内部材料，仅内部参考，不得外发)

会议时间：2021 年 11 月 1 日

管理产品：华安国企改革 (001445)

## 一、从业经历

我是 10 年上海交大硕士毕业，毕业后进入卖方从事交通运输研究工作，2015 年加入华安基金，2018 年 10 月起担任华安国企改革基金经理。

我入行时看的是航运，后来覆盖到整个行业。交运行业研究难度是非常大的，它有很强的周期性，要看很多全球宏观背景的数据；它也有价值股，偏绝对收益的，比如最典型的高速公路、铁路，或者上海机场这种价值成长股；还有偏消费的，比如快递；另外有一些是纯公益的，上市公司很难赚钱，比如以前的申通地铁等公共交通。

进入华安以后，15 年主要是偏周期的航空和航运为公司赚了收益；16 年给公司贡献较多的是快递，我们抓住了快递借壳上市的机会，它是交运里少有的偏成长的子行业；17 年市场风格偏价值，当时带来主要贡献的是机场和高速公路，那年作为消费组长也开始看农林牧渔、纺织服装；18 年轮换到先进制造组做组长，开始研究光伏和风电。

至今管理华安国企改革满三年，其间对组合超额收益贡献较大的包括：19 年的农林牧渔+上海机场等；20 年的免税商业+食品饮料；今年的服务业+周期+风电制造业。整体的超额收益还是来自自己的研究能力圈，以服务业为主，还包括一些看得懂的制造业。

## 二、投资框架

我的投资框架中，**未来现金流折现是最重要的指标**，考虑现金流时重点要关注**商业模式**。商业模式主要看两点：一是**净利率**，最关键的是利润率较高的前提下要稳定，这样商业模式更值得信赖；二是看 **ROE**，有些行业本身不是高利润率的商业模式，但在可靠、有才能的管理团队下，可以实现较好的资产周转，从而创造更高的回报。

我做过筛选，列出 A 股所有上市公司从它上市之日起的涨幅，找出涨幅排名前 100 的公司，发现里面个股数最多的行业是医药，对应 21 只个股，食品饮料有 11 只，家电有 6 只，汽车化工还有其他行业比较分散。这些大牛股都满足两个条件：一是行业现金流不错，生意很少赊账；二是利润率和 ROE 都不低，基本都在 15%以上。这 100 个公司中也包含像万华、牧原等偏周期的行业，以牧原来看，它的周期特征是非常明显的，但是一旦把四年的猪周期拉平，就会发现它的净利率超过 20%，甚至超过 30%，它 ROE 增长率更是超过 30%，也就对应了巨大的股票涨幅。

优质赛道 ROE、净利率均超过 20%	黄金赛道 ROE 超过 20%，但净利率 10%以内	新兴赛道 新的生活方式
◆ 酿酒	✓ 家电	□ 变美——医美/护肤化妆品
◆ 医药服务业	✓ 食品	□ 改善环境
◆ 调味品	✓ 消费电子	□ 新能源车
◆ 中药	✓ 房地产	□ 新能源发电
◆ 安防	供给侧改革行业龙头（有待持续观察）	
◆ 金融 IT	➤ 水泥/煤炭/光伏/工程机械	
◆ 旅游服务	➤ 养殖业	
◆ 细分机械设备龙头		

把这些行业梳理出来，我将赛道分为优质赛道、黄金赛道和新兴赛道。优质赛道的 ROE 和净利率都很高；黄金赛道中的行业相对辛苦，因为净利率低，这种行业就要特别关注管理层的公司治理能力，通过人的管理能加大资产周转，从而把 ROE 做到 20%以上，但这种行业一旦公司治理出现问题逻辑就会改变；新兴赛道，很多公司没有较长的历史财务指标。（比如医美，是非常优质的赛道，但目前估值较贵；再如新能源发电，净利率高的公司非常少，趋势性投资会更多，投资难度大）

在此基础上，选股时，一方面，我看中行业赛道是否够长，行业空间是否够大，我更偏好以人文本、顺人性的行业，同时希望行业处于中长期发展空间清晰的阶段；另一方面，会通过财务数据、公司治理、企业文化等方面，看公司是否是这个赛道最优质的公司

最后，我会考虑**预期回报率、性价比、安全边际**去做每一笔投资。重仓的股票要满足我的目标投资回报率，比如白酒虽然是好行业好赛道，但如果估值过高会导致预期回报率下降。

**组合配置上，主要分为三个部分：**

**1) 核心仓位 (40%-60%)，是超额收益的主要来源，相对偏逆向/左侧，重点是要求安全边际和估值性价比高。**以 19 年投资养殖业中的牧原股份为例，我们大比例建仓时市值只有 600 多亿，当时通过调研、交流情况，大概预测在下一个周期它能产出近 3000~4000 万头猪，从成本优势和历史上每一轮猪周期的单猪盈利来看，保守估计牧原每只猪大约能赚 700~800 块钱，对应 300 亿左右的盈利，而每轮猪周期市场都会给到近 10 倍的估值，因此对于当时 600 亿的市值来说，估值性价比非常高。去年配置免税也是同样的逻辑，当时公司只有 1000+亿市值，政策变化后公司给出的三年目标营收是 1000 亿，免税的经营利润率相对稳定，以 15~20%的利润率计算能赚到 150~200 亿的利润，对应估值只有 10 倍，有至少一倍的涨幅空间。

**2) 重点仓位 (20%-30%)，更偏趋势，紧跟市场，精挑细选寻找个股超额收益。**比如去年的核心资产和今年的新能源，我们都跟上了。这部分仓位的核心目的是保证组合不跟市场发生太大偏离，控制组合的趋势性风险。

**3) 卫星仓位 (10%-20%)，如果核心仓位阶段性不涨，重点仓位大概跟市场趋同，那么就会跑输市场，因此会通过卫星仓位来做一部分补充。**这部分主要是一些我不太熟的行业，

比如 TMT、机械、军工、有色等，主要靠公司研究团队支持。

这样配置的目的是，第一，保证组合不跟市场有太大背离，尽量均衡，避免较大回撤，同时，保有出奇制胜的核心仓位，使得组合同时具有安全性和进攻性。

### 三、市场观点

看好以下几个方向：

#### 1) 服务业，是组合的核心仓位，逆向的配置。

机场航空行业，弹性方面看几个数据：a) 以非典后旅客的吞吐量数据来看，04 年相比 02 年的复合增长率是 16%+，其中 04 年的增长率达到 40%；b) 全国的前 30 大机场 20 年的吞吐量只有 19 年的 60%，如果恢复到 19 年的水平有近 1 倍的弹性空间。其中北京首都机场 20 年旅客吞吐量只有 19 年的 35%，上海浦东也是不到 40%，它们都是国际的超强枢纽，如果放开弹性都很大；c) 根据中金的估算，预计在明年或后年的某一年航空行业的需求增速可以达到 40%。安全边际方面，上海机场、白云机场等对应估值都是 10 倍左右，对比伦敦、巴黎、新加坡等地的国际核心枢纽机场，估值都在 30 倍以上，估值性价比高。酒店的量、价弹性都有，现金流、商业模式也比较好，且都在疫情中逆势扩张。

2) 新型电力系统。从概念上来讲，新型电力系统应该以新型新能源为主体，我的理解是，在新增发电量或用电量中，新能源应该占至少 50%以上，而目前还不到 20%。而且不管是光伏还是风电，它们的发电效能都比火力发电低很多，因此从量的角度来看，想在新增电量里用更多的绿电就必须加大建设，看好装机量大的标的。光伏行业，现实市场预期太满，市场交易也比较拥挤，本身又没太多技术含量，甚至利润率非常低的组件板块估值都那么高，同时从我的理念出发，它的现金流实在太差，而且有些公司不一定能看得到未来，只能跟着市场标配一部分龙头，很难做超额收益。风电行业是我目前比较看好的，今年的基本面变化大，有些风电零部件企业已经做成了全球型的企业，竞争力、市场份额、利润率都不错，但是近期市场都在买估值也上来了，安全边际不高，还是要进一步跟踪业绩。除了增加新能源装机，储能也是解决新型电力系统问题的重要环节，我也比较看好。

3) 周期股。可能会不间断地给组合带来一定收益。比如海螺水泥，从 17 年供给侧改革以后，已经有 3~4 年净利率达到 20%，现金流也是非常稳定，周期波动性已经远远不如以前。再如做硅铁的鄂尔多斯等公司，虽然因为市场定位其为周期股，股价波动非常大，但是未来 3~5 年它的现金流中枢一定是大幅上升的，对应目前不到 5 倍的估值，我非常愿意持有。另外，像煤炭这些高耗能、环境不友好的行业，它的资本开支和产能基本不会增加，但是需求却没有明显减少，未来 10 年基本会是这些产业的黄金 10 年。对于这种长期资本开支开始下行的行业的最大问题是不能买多，因为市场认定的周期属性特别强，所以一定要在估值低、安全边际较高的时候去买。

4) 消费。消费今年调整幅度非常大。像食品饮料或医药等行业，它们的现金流、利润

率都很高，本身是非常符合我投资理念的。只不过之前因为它们估值太贵，我找不到比较满意的预期收益率，现在股价调下来，叠加 PPI 可能向 CPI 传导，有些必选消费开始涨价，我认为可以配置一部分仓位。

#### **四、Q&A**

##### **Q：中免跌停？**

A：中免跌停是因为三季报利润率下滑，成本管控与持有人调研了解不一致，部分持有人抢先卖出，导致跌停。实际上，中免的问题在于与投资者的沟通，由于海南疫情的影响，游客量骤减，因此中免加大了线上销售的力度，线上销售需要补税，但它又要维持海南免税店同样的商品价格与折扣力度，利润率就会下降，但是之前与投资沟通的时候没有充分说明这一点。我认为这次中免跌停不是业绩趋势性的问题，而是一次性的。后期中免的利润率会修复，市场对它的反应也会趋于合理。

##### **Q：虽然机场估值低，但是国家始终采用对疫情严防死守的策略，怎么看？是否会从股息率的角度好考虑？**

A：首先，我不会从分红的角度看机场资产，机场的估值支撑主要是客流量和成长性，另外它也具有资产属性，时间越久，价值越高，眼光要偏长远。

上海机场的基本面是发生了一些变化的：

1) 上海市政府准备将虹桥机场划分给上海机场。虹桥机场的定价规则和客流量类似于希思罗机场，客流量大，对于高价值客户群定价更高，有税商业利润有更大空间，弥补了浦东国际机场因为纯国际航线所产生的利润波动，虹桥机场过去在没有产生过多国际业务的时候也能保持高利润。这样的整合利于上海机场在疫情期间发展。

2) 国际疫情是逐步放松的，可以预期国际航班是逐渐放松。投资者的预期不仅看国内疫情，还有对国外疫情的预期。随着美国、新加坡及欧洲等国逐渐放松国际航班，市场不一定按照国内目前状况给机场估值。我认为市场会先行，今年服务业还没有到基本面的拐点，到了明年，基本面拐点会临近或已经发生，市场可能会很迅速的反应。

##### **Q：之前的上海机场股价博弈中，大家会觉得建新航站楼会增加资本开支，不利于现金流。这在您的框架中怎么处理？**

A：我认为新航站楼是有益的，之前卫星厅的投资也产生了巨大的资本开支，当时投资者也有担心，但是投入使用后产生的利润和现金流，是使市值创新高的。关键看未来产生的现金流能否覆盖掉资本开支，带来成长性。我对这次资本开支以后的现金流做过展望，估算下来是 110 亿左右（还不包含虹桥），相对目前的市值估值性价比是足够的。

**Q：三季报重仓的福能股份？**

A：它属于刚刚提到的第二个方向，新型电力系统。以前的电力运营企业，现金流极差，都靠补贴，补贴又会被拖欠，所以很难估值。现在风电平价了，新装机成长性较好的企业，现金流就会比较好。福能股份还有一个逻辑：它本身有火电发电厂、热电厂，它的现金流是非常不错的，近 2~3 年能达到年均 20 亿+的经营现金流。正好福建的海风资源又比较好，它不需要向股东融资，可以拿火电的现金流去经营一些海上风电，而海上风电本身对他的装机贡献也比较大，从而带来利润的成长性。

**Q：您核心仓位的投资理念偏逆向，如何判断买点？**

A：主要是在自己熟悉的行业中做自下而上的判断。在建仓时要根据弹性分步买入，并且尽量在自己的认知下在基本面拐点快要来的时候再重仓。

**Q：不同个股的持股周期？比如有些个股持有周期长，但像 20 年买入的洽洽和口子窖都是持有了一个季度？**

A：看自己对它基本面的把握。比如洽洽，在买入时就没有看那么长期，只是看到了中短期基本面的趋势，当估值上去后我就兑现收益了。口子窖，通过比较发现如果对小酒的跟踪不到位，很难实现超额收益，所以还不如直接买龙头，因此就卖出了。

**Q：今年前十大几乎没有白酒，如何判断的？**

A：白酒的现金流是没有发生恶化的，主要是预期回报率出现了变化。去年，我们把白酒等核心资产放进了重点仓位，属于跟市场趋势偏一致的仓位。但今年发现，以白酒的估值来看预期回报率大概不到 5%，因此在春节后卖出。

具体的估算方法：以茅台为例，去年盈利 500 亿，假设按 10%左右的增速增长，到 2025 年大概能赚 800 亿左右，如果给 40 倍估值对应是 3 万亿市值、30 倍估值对应 2.4 万亿市值，可以对应看收益空间。另外，如果纯粹用现金流 DCF 折现下来，收益也是不高的。

**Q：2020 年一季度买入王府井的原因？**

A：当时它账面有大概 90+ 亿现金，而市值只有 94 亿，而且它很多物业是自由的，买它就是从纯价值的角度看估值便宜，安全边际高。

**Q：刚才您说煤炭未来十年是黄金时期，但是现在政策层限价控量，是否会对企业盈利的兑现产生过大干扰？**

A：看好的原因是，一方面，在碳达峰之前，煤炭的消耗量难以出现明显下滑；另一方面，煤炭产能新增的概率不大，所以煤炭价格大概率是逐步走高的。但是煤炭行业最大的问题就

是政策，会造成股价大幅波动，因此投资难度很大，所以我也不会配置很多仓位。但我认为政策的干扰可能是会分阶段的，比如当前打压非常猛，这时股价可能把所有负面因素都隐含进去，反而可能出现价值洼地，这时可以做一些配置。

**Q：您认为现在是否是养殖产业的左侧配置时机？**

A：我认为可以配置，但吸引力不大，因为空间不够。一是，下一轮猪周期的猪价肯定远远会低于上一轮猪价的高点，因为上一轮高价叠加了非洲猪瘟因素；二是，现在的成本也比上一轮周期高了很多，所谓的成本不光是养殖成本，养猪企业规模化后招了很多工人，要发挥人力效能就需要有很大的养殖规模，但是大规模养殖后猪价就很难再上一层。

以牧原为例，乐观估算下一轮周期有 6000~8000 万头产量，每只猪赚 700~800 元，对应 500~600 亿利润，对应最高市值大概是 5000 亿。现在已经 3000 亿+，还要增发，性价比就很低。

**Q：怎么看快递？**

A：快递行业的商业模式跟以前不同。以前我们看好快递行业，是因为它是加盟制，快递公司类似于网络公司总部，通过印面单赚钱，现金周期甚至是负的。而现在快递公司的利润率、资产负债表都在恶化，不停在做资本开支，中转中心规模越做越大，资产越来越重。同时，由于外卖行业在人力资源上的抢夺，快递员的工资在不可逆的上涨。另外，快递公司之间的竞争也没有看到明显放缓，国家又在管控不能通过价格战迅速让一些参与者出局，因此格局很难改善。所以没有什么投资价值了。

**Q：三季报仓位较低在 77.6%？是否有意降仓？**

A：是有意调整的，目前整体来说对市场偏谨慎。因为目前要找出明年或后年有确定性增长、估值有合理的行业比较难，热门板块的交易比较拥挤，所以去掉了很大一部分卫星仓位。另外，我还想留一部分仓位给服务业进行加仓，因为我认为接下来每一次疫情的波动可能都是服务业加仓的好时机，如果服务业有调整我可以有操作的空间，这样的话我对明年的超额收益会更有把握。

对于服务业，目前的韧性比较强。我现在主要在盯一些关键的数据，比如新加坡数据、美国放开以后的数据。现在多城市发现疫情，但是舆论和公众的恐惧心理比南京、福建疫情时要轻一些，也会关注这方面的边际变化。

**Q：三季报重仓的中兵红箭？**

A：人造钻石目前处在从 0 到 1 的过程，爆发力非常强，是消费行业里的小亮点，它比较难估值，我们只需要关注公司本身是否足够优秀。挑选中兵红箭的原因，一是子公司中南钻石

的利润率、净资产回报率都在 20%以上，二是技术实力也不错。另外，它原来的军工资产拖累较多，这部分预计后面会有比较大的转机，因为对于军工产品的历史定价会有修正，因此安全边际也有。

**Q：如何控制回撤？**

A：对于回撤，最重要的就是通过组合框架三个部分的构建。今年二季度我的回撤比较大，当时核心仓位和重点仓位都不行，核心仓是服务业（上海机场等）一直跌，重点仓位里有些周期品，例如钢铁，国务院常务会议对钢铁打压导致周期股价格也一直下降。所以整个二季度就只能靠卫星仓位，即研究员推荐的电子类标的股票，受芯片涨价影响业绩非常好，来支撑组合。但是后来看好的行业都涨起来了。

同时，要对核心仓位的股票有正确的认识，我从来不赌行业，核心仓位的一些标的有比较大幅度下跌的时候，要清楚暴跌原因是因为疫情还是情绪。因为核心仓位都是我能力圈范围内，比较有信心的标的，如果基本面没有发生变化，基本上能够保持能有钱加仓、没钱保持不动的操作。同时通过其他仓位来平衡、补充。