



## 景顺长城新兴成长混合

# 刘彦春:自下而上挖掘经营财务双优企业



刘彦春,管理学硕士,具有15年证券、基金行业从业经验。曾担任汉唐证券研究员,香港中信投资研究有限公司研究员,博时基金研究员、基金经理助理、基金经理等职务。2015年加入景顺长城,现任公司研究部总监兼股票投资部基金经理。

□本报记者 张焕昀

Wind数据显示,刘彦春管理的景顺长城新兴成长在2017年为投资人赚取了超过56.28%的收益,在同类508只产品中排名第一。在今年举行的第十五届中国基金业金牛奖评选中,景顺长城新兴成长也获评“2017年度开放式混合型金牛基金”。

刘彦春表示,他很少去判断市场风格,而是始终以股东心态,通过对于公司基本面以及财务指标的分析,选择可以赚取持续回报的优质企业。

### 挖掘经营财务双优的公司

回顾2017年,市场整体呈现结构牛市特征。消费品、周期品,以及以新能源汽车为代表的新兴行业轮番表现,各领域优秀公司均出现较大幅度上涨。总结其中的原因,刘彦春表示,经济重新焕发活力是股市上涨的基础。在这一过程中,众多行业资本开支持续维持低位,产能扩张缓慢甚至负增长,而需求端在松货币、宽财政的共同作用下持续扩张,结合供给侧改革的推动,众多行业产能供过于求局面终于逆转,实体经济回报率从2016年二季度开始触底回升,持续至今。

另一方面,市场监管制度调整

也对市场风格产生了巨大影响,严打内部交易、IPO加快放行、定增制度调整以及减持新规等一系列政策出台对市场估值体系重建产生了深远影响。市场重新变得有效率,资金博弈中小市值、劣币驱逐良币局面彻底改变。

对于景顺长城新兴成长,刘彦春表示是始终坚持一贯的投资理念,自下而上基于公司经营和财务绩效寻找投资标的,取得了相对不错的投资绩效。

### 优质上市公司机会显现

A股市场今年以来呈现震荡格局。刚刚过去的二季度,市场整体避险情绪较重,财务杠杆较高,或者股东股权质押比例偏高的公司股价整体承压,报表稳健的公司表现相对优异。

在刘彦春看来,市场目前面临的宏观环境是2016年以来的经济复苏,以及持续紧缩的信用环境。与以往任何一轮的复苏不同,经济没有走向过热,一方面是由于重资产行业的资本开支被管制,经济内生动力没有充分发挥;另一方面则在于受各种因素影响,基建投资增速迅速下降,同时也影响了企业的投资行为。

刘彦春指出,目前我国的宏观经济景气度仍然处于较高水平,出

口和房地产是支撑经济景气的主要力量。在当前企业盈利能力较强的阶段,紧缩信用去杠杆是正确的事情。以往,我国投融资体系定价存在扭曲,大量资金被无效率生产部门过多占用,影响全社会经济运行效率。

刘彦春认为,如果这一轮调整能够打破市场上客观存在的隐性债务刚兑,理顺投融资定价体系,整个经济体的投入产出水平将持续提高,未来我国经济将真正从做大到做强。当然,调整过程会非常曲折,相信我国会把握好去杠杆节奏,在经济稳定和结构调整中做好平衡。他预期,下半年会适当增加表内信贷投放,地方债发行也有望增加,预期基建投资增速触底回升。

刘彦春强调:“对宏观经济过多的担忧没有必要。我国目前是主动去杠杆,与危机去杠杆有本质不同,也有足够多的手段来应对可能出现经济下行风险,过分强调宏观风险对股票投资意义不大。市场上很多资产负债表稳健、现金流强劲的上市公司估值已经到了很低水平,可能是现阶段回报率最好的可投资资产。”

“投资时机总是以困难的形式出现,当前时点我们看到的更多是机会。”刘彦春说。

## 汇丰晋信消费红利

# 是星涛:离真相要近 离狂热要远

□本报记者 黄淑慧 实习生 周中雨

是星涛是近年来脱颖而出的新生代基金经理之一。他自2016年2月起管理汇丰晋信消费红利股票型基金,不过一两年时间,该基金就以2017年全年45.09%的回报率,在第十五届金牛奖评选中荣获2017年度开放式股票型金牛基金。谈及自己的投资心得,是星涛以“离真相要近,离狂热要远”来总结。他说:“能够在市场的狂热阶段找到真相,是投资中最重要的事情。”

### 从加法到乘法让投资体系化

和大多数基金经理相似,是星涛也是研究员出身,在2016年2月担任基金经理之前,曾经研究过多年的消费行业。总结这些年的成长之路,他表示自己经历了“先做加法再做乘法”的过程。

“在投资的第一阶段,基金经理一般对某个行业或板块的股票有较为深入的理解,能够在自己擅长的领域抓住机会并实现收益。但是市场风口飘忽不定,不一定能与自己的特长契合,此时就需要做‘加法’拓展能力圈。”是星涛表示,从单一领域扩展到多领域,形成多领域的定价能力,构建多领域的收益来源,这是基金经理进阶之路的第一步。

不过,个体的学习和覆盖能力终究有限,对于A股市场近30个一级行业多达3000多只股票不可能面面俱到。是星涛认为,此时就需要做“乘法”来打破瓶颈,通过一整套价值判断筛选机制以及风险识别防控机制,来实现对市场全局的把握,即进入体系化投资的阶段,达到一定境界的投资高手还会不断推动投资

体系的进化。

谈到这里,是星涛说,自己做“乘法”的过程可谓是“站在巨人的肩膀上”。汇丰晋信基金所采用的PB-ROE价值选股流程体系,以及基于风险溢价的资产配置策略体系,是一套逻辑自洽并且被实践证明行之有效的投资框架,这让自己对于体系化投资的探索构筑在坚实的基石之上。

“我们整个投研团队也在不断推动这一投资框架的完善和优化,使其能够更好地适应现实的市场环境。”是星涛表示,传统PB-ROE选股体系的短板在于对于轻资产、成长型行业的评估效果不佳,这很大程度上是由于会计制度所引发的“失真”,比如医药行业的研发投入被列入当期费用而非资本化支出,就会导致医药行业的净资产相较于其他行业虚低。为了打造一个对各行各业“公平”的PB-ROE选股体系,就需要针对不同行业的具体特点“还原”数据,形成一套统一的评价标准。近些年来汇丰晋信投研团队一直在对此作出改进。具体到2018年以来的投资环境,他也表示,在去杠杆的大背景下,负债率偏高的公司ROE需要打个折扣,因此结合ROIC(投入资本回报率)来考察更为合适。

### 远见和定力皆不可缺

市场上不少投资者会采用PB、ROE等指标来选股,但最后的投资结果可能大相径庭。对此,是星涛认为,投资中除了判断力和前瞻性,区分基金经理境界高下的因素还包括能否在自己的判断不被市场认可时坚持“真相”,保持定力。

“都知道要‘在别人贪婪时恐惧,在

别人恐惧时贪婪’,但实践起来非常困难。在很多关键节点上,投资是一件反人性的事。”他在近期写给投资人的一封信中写道。就以PB-ROE选股体系的具体实施而言,毫无疑问这套系统更适合左侧交易者。通过这套选股系统可能会领先于市场发掘出一些投资机会,但是相关标的的股价何时能够表现,仍然存在很大的不确定性。在漫长的左侧等待时间里,是否具有足够的耐性和定力坚持下去,其实十分考验基金经理。

他举例表示,此前自己通过PB-ROE选股系统选出了一只建材股,这只股票在市场主流认知中就是一只“烟蒂”,业绩乏善可陈,但根据他的分析,随着这家公司市占率的提升和定价权的增强,未来获取垄断性利润将是必然。不过,之后也足足等待了一年左右的时间才等到公司业绩的释放,这中途所需要付出的坚忍可想而知。

谈到保持定力,是星涛特别提到了电影《大空头》主角Mark Baum的原型Steve Eisman,这是他最为欣赏的投资经理。“Steve Eisman真正做到了‘离真相要近,离狂热要远’。作为金融危机中为数不多的成功做空次级抵押贷款证券的投资者之一,他展示了真正的投资定力。”

对于当前的A股市场,是星涛提示说,下一阶段消费板块应当属于震荡市、结构市,一些耳熟能详的消费龙头估值已经偏贵,从风险补偿角度而言,其投资价值甚至排在全市场的末位区域,当下应该是“离狂热要远”的时候。相反,部分周期股在经历了前期非理性下跌之后,风险补偿已经具备相当的吸引力。



是星涛,复旦大学经济学院金融学硕士,曾任光大保德信基金研究员、汇丰晋信基金研究员,现任汇丰晋信消费红利基金、双核策略基金的基金经理。