

景顺长城沪港深精选股票、景顺长城能源基建混合基金鲍无可：

用选股能力和回撤控制寻求最佳“风险收益比”



□本报记者 余世鹏

2019年，鲍无可管理的景顺长城沪港深精选股票基金获得“三年期开放式股票型持续优胜金牛基金”奖项，其管理的景顺长城能源基建混合基金获得“三年期开放式混合型持续优胜金牛基金”奖项，成为难得的双料金牛基金经理。鲍无可在接受中国证券报记者采访时道出了他对投资的热爱，“股票投资很适合我，是终生从事的职业，不会有其他选择”。与此同时，鲍无可还说到，他自下而上的投资体系着重突出个股选择能力。其中，他认为在现金流、市场需求、市场竞争与市场份额等方面具备优势的标的值得持续买入。

在估值与基本面中寻求平衡

Wind数据显示，鲍无可从2014年6月开始管理景顺长城能源基建混合基金，截至2019年7月5日，任职期间净值增长164.45%，年化回报高达21.34%。

和许多人认为高风险才能高回报不同，在鲍无可看来，尽量避免损失并通过累积复利是长期获利更稳妥的方法。Wind数据显示，鲍无可管理能源基建基金5年来，经历股灾等大幅下跌阶段，最大回撤仅-28.11%，回撤控制能力在同类中出类拔萃。

“选股的要旨是买性价比最高的标的。”鲍无可直言。作为衡量性价比的重要指标，鲍无可指出，标的的估值很重要，但估值应和公司质地有一个匹配度。在业务模式、经营业绩、管理层、行业需求等各方面都很好的公司，估值一般不便宜，因此也应根据实际情况给出适度

宽松的估值下限。

鲍无可对记者说到，他自下而上的投资体系着重突出个股选择能力。“我会偏向于一些跟宏观经济相关度低的行业，这行业的增长不需要很快，但行业所在的优质公司要具备稳定的需求和现金流。如果公司的经营很好的话，这种资产是可以长期持有的。一旦发现这种资产，我会大量买入并长期持有。”

如何发现这种企业？鲍无可提到了现金流和企业调研。

他认为，使用DCF估值法看重自由现金流折现值，企业的净负债率越低越好，因为这种企业的自由现金流非常强劲且可预测。其次，“调研当中有很多微妙之处。”鲍无可直言，调研除了按照一般步骤获取印证数据外，主要还是去“感受公司的氛围”，包括对高管格局和团队印象的直观感知。“基于公开的基础资料，公司的基本情况已可以了解清楚，实地调研就是做个印证和感觉对比。有时候，与行业前几名的企业高管逐个沟通后，基本能感知到第一名和第二名的差距，甚至会存在本质差别。当然，我们在研究公司的时候，也会研究公司的竞争对手。”

必需消费领域有投资机会

鲍无可指出，过去40年中国经济发展取得巨大成就。但现在靠大规模的基建和固定资产投资带动的发展模式已不可持续。因此，在经济转型升级趋势下，未来主要的投资机会，是在与必需消费品相关的行业或领域。“比如，医药和超市等领域的龙头企业，如果他们的现金流是好的、市场需求是稳定的、竞争是有

效率的、市场份额是可以持续扩张的，那么就可以持续买入。”他说。

以市场需求为例，鲍无可称，一个人的最后十年，其大部分开销会花在医疗支出方面，加上人口老龄化是个长期趋势，医药支出的增长速度和老年人占比增速是高度相关的。因此，养老等与医疗相关的行业会具备较好的投资机会。

但鲍无可也提到，寻找“从0到1”的公司是很难的，寻找“从1到10”或者“从1到100”的公司是可能性比较大的。“如果是充分竞争的行业，政策限制比较少，我们希望该公司是市场第一名或者第二名，并且他的市场份额还在不断提升。其次，好的公司应该有天然的壁垒优势，如技术壁垒或政策优势，然后才能创造出稳定的价值。”鲍无可对公司的选择较为严苛，他坦言，A股加上港股通市场约有4000多家公司，符合他选择视野的大约有150家公司。“我们会对这150家公司进行动态跟踪，会通过财务模型分析个股的买入卖出价位。市场往往会存在错误定价，尤其是在短波动时某些标的遭遇大额卖出，就很可能是买入的好时机。”鲍无可如是说。

另外，在给持有人创造持续收益的同时，鲍无可也不忘建议基民：在大类资产配置上应具备合理化思维，如根据个人资金情况确定好股票和基金的配置比例，“这个问题很重要，一旦想清楚，后续配置就相对简单了。即便持有人不容易判断市场行情，定投也是个很好的办法。我希望能始终保持一个比较安全的投资边际，让各个时点进来的持有人都能赚钱，然后通过长时间的持有获得稳健盈利。”

鲍无可，硕士研究生学历，2008年6月至2009年12月担任平安证券综合研究所研究员；2009年12月加入景顺长城基金管理有限公司，先后担任研究部研究员、高级研究员、基金经理等职务，目前担任股票投资部副总监。

景顺长城鼎益混合(LOF)基金刘彦春：

独立思考拒绝随波逐流 选股看重高投入产出比



□本报记者 余世鹏

近年来，刘彦春凭借优异业绩成为圈内热门明星基金经理。截至6月30日，其今年以来管理的基金净值涨幅超50%，过去两年净值涨幅超60%，过去三年收益超100%。继去年获得年度混合金牛基金奖之后，他管理的景顺长城鼎益基金今年被评为“三年期开放式混合型持续优胜金牛基金”。“业绩越是出色，越是深感责任重大。”在上证综指再回到3000点之际，刘彦春对自己保持了难得的清醒，他提出风格趋同是市场最大风险，所谓的“核心资产”估值逐步泡沫化，“未来逐步分散组合，建议降低回报预期”。

底部布局低估值股票

作为景顺长城的研究总监，刘彦春除管理自己的基金产品外，还负责统筹整个投研团队的研究工作。近年来，随着新兴产业与传统行业的融合发展，产业经济衍生出众多细分领域，且发展阶段差异化较为明显。为此，刘彦春需要带领各行业研究员在研究上更加精耕细作。刘彦春说：“这需要系统性思考行业问题，剖析行业格局，熟悉上下游产业链”。无疑，这也使得刘彦春形成了更为全面的视野。

全面视野加上16年从业生涯，刘彦春如今已拥有自己成熟的投资理念和研究框架。在他看来，做投资首先非常重要的是坚持自己的投资理念，尽量做到投资风格不漂移，坚持独立思考，不跟风。

此外，做投资尽量只做能力圈范围内的事情，并且不断努力扩大自己的能力圈。影响股价因素很多，流动性、风险偏好、监管制度、公司基本面等每一项都可能阶段性成为主导公司股价的因素，相对而言，公司基本面更加可靠，也更加容易把握。

“不猜市场，不猜风格，投资企业能力，基于3-5年中长期逻辑买入并持有具备较强升值潜力的优质公司。”在市场最极端的时候，秉承着这样的投资理念，刘彦春得以扛住系统性风险之下的巨大压力。他在去年四季报中写道：“依稀记得投资者在前期50倍、100倍市盈率的市场上狂飙突进，现在又在整体10倍市盈率左右的市场中理智无比。企业价值在周期波峰、波谷真有那么大的区别？”

刘彦春坚持在去年四季度越跌越买，几乎在最底部买入了估值很低的一批股票。而这批股票，事后证明也成为了随后市场反弹中的急先锋。

下半年降低回报预期

对于选股，刘彦春发现历史上高回报的公司普遍具有远超平均的投入资本回报水平，他基于自己的投资理念，也在致力于寻找高投入资本产出比、高成长潜力的优秀公司做长期投资。

在具体指标方面，刘彦春主要比较ROE、ROIC等财务指标，关注现金流和投入资本产出变化趋势。他偏好形成竞争壁垒的公司。在他看来，高投入资本产出意味着在行业内具备竞争优势，以及良好的内生增长能力。高投入资本产出、高成长

公司可以为股东持续创造价值。而要实现高投入产出比，产品的创新、领先的经营模式、卓越的企业家精神不可或缺。

在投资风格方面，刘彦春注重自下而上选股而非选时，仅基于企业本身的经营和财务绩效，而所有的宏观与政策研究亦依附于此。行业景气及发展空间是判断企业前景的重要依据，但他不会刻意强调行业配置权重。

在刘彦春看来，做投资应该摒除杂音，回归常识，这才是市场中长期生存的王道。

“把资产定价模型做扎实了，一切资产的定价都是由这些最基础的因素构成的。”刘彦春说，从资产管理行业诞生以来，企业未来的现金流、无风险利率的变化、风险偏好的变化，这几个最简单的东西就是构成资产定价的基础，这才是投资的根本。

刘彦春认为，太多的投资者往往总是围绕“企业边际变化”这一个单一指标做文章，跟着景气追逐涨跌，出错率就很高。但事实上，做投资只要想得更多一些，把资产定价模型理解清楚，就能够得到最基础的投研逻辑。

刘彦春认为下半年市场的性价比肯定不如上半年，因为经过上半年市场上涨，整个市场的风险溢价已经回归到近几年的均值水平，所以这时再指望市场的估值有大幅的提升是不太现实的。而且目前风格趋同成为市场最大风险，所谓的“核心资产”估值正逐步泡沫化。刘彦春表示，下半年的投资主线仍是盈利，未来逐步分散组合，建议降低回报预期。

刘彦春，北大管理学硕士，现任景顺长城基金总经理助理、研究部总监兼股票投资部基金经理，曾有过券商卖方研究经历和博时基金等买方从业经历。