

知行合一

景顺长城基金杨锐文: 发掘企业竞争力本源

□本报记者 余世鹏



在实践中寻求竞争力本源

“我的投资理念很简单，即是在符合产业趋势的行业中挑选高增长的个股。”杨锐文对记者表示，持有这种理念的投资者并不少见，其要点在于寻找好的公司或者好的行业机会，然后伴随他们一起成长。

但杨锐文提到：“就我的观察而言，大部分投资者基本只分享到牛股的小部分红利，完整享受到整个牛股红利的人并不多。”究其原因，杨锐文认为，市场的噪声无处不在，在某种程度上，不少投资者并不是以亲身经历去做深入研究，而是道听途说。“要知道，市场下跌时就像四面楚歌，各种负面消息扑面而来，但上涨时却是万人呐喊，振聋发聩。市场干扰声音如此之大，你怎样才能坚定自己的信念？”杨锐文直言，他更倾向通过大量扎实的研究去寻找企业竞争力的本源所在，进而坚定投资决心。

需要指出的是，杨锐文表示，企业竞争力的本源并不是所谓的ROE等财务指标本身。“财务指标很容易被复制，其本身的有效性并不高。如果投资框架过多依靠单一财务指标（无论是ROE或PB-ROE等），基金经理的主动管理将会面临被机器量化取代的风险。并且，量化模型具备高度工具理性，没有偏见，不会先入为主，其结果更加全面和可靠。”

实际上，长期有效的投研并不是捕捉财务数字本身，而是透过数据去挖掘创造业绩的人的本源。杨锐文说，这涵盖公司团队、企业文化、管理层与组织架构等多方面。“这些信息相当重要，但它们一般又很难通过公开市场来获取。另外，这些因素一般不能量化只能定性，所以要在调研实践中去观察，去感受，再去获取。”

正是基于这样的主观能动性，杨锐文在多年的投研实践中，锤炼出了独特的观察视角。以企业管理层为例，“观察管理层是调研当中的重要一环，但我们主要聚焦的并不是最高管理者，而是中层管理人员。”杨锐文指出，基于“自己的企业比别人好”的思维惯性，高层管理者对公司的评价或许并不够全面客观。因此，从调研角度讲，更应该去倾听中层管理人员的评价。“因为，中层管理人员的能力代表了企业的一线执行力和实际运营情况。中层管理人员的能力还可以体现出该公司的工作作风与企业文化。这种感受的获得虽不能被量化，但的确是形成有效投资决策的重要依据。”

另外，杨锐文还提到，从中国现代公司的发展历史来看，不少企业最初都是由几个同学或兄弟等合伙干起来的，在高速成长时期并没有任何问题，但到了一定瓶颈期后，企业的组织架构必须进行自我调整，才能不断适应规模收入的扩大变化。

杨锐文，工学硕士、理学硕士，2008年8月至2010年11月，担任上海常春藤衍生投资公司高级分析师；2010年11月加入景顺长城基金管理有限公司，担任研究员，自2014年10月起担任股票投资部基金经理，现任股票投资部投资总监兼基金经理。

持之有效的投资理念，是浇灌“时间玫瑰”的必要前提。但是，正如杨锐文所言，市场噪声无处不在，基金经理除了具备系统的投研理念外，更为重要的，是要以亲身经历去做深入研究，透过案头数据去挖掘企业竞争力的本源所在。杨锐文认为，好的公司必须有好产品，且其发展路径必须可跟踪、可验证。

展望未来，杨锐文指出，中国已处于新一轮科技创新周期起点，5G将会引发新的革命性技术与商业创新。科创板的持续活跃将为捕捉科技成长股创造良好的制度条件，但前提是摒弃道听途说，在辨别科技龙头的真假性上做功课。

“盐碱地也能种庄稼”

基于上述分析，杨锐文总结出了两个投资要素：一是公司必须有好产品，二是公司的发展路径必须可跟踪、可验证。“如果公司连产品（主业）都做不好，或者业务真假性没法验证，我们基本是不投的。”在这个基础上，杨锐文还开拓出了分散投资的思路。他介绍，同属性的单一行业的投资比例不超过20%，持仓也相对分散，前十大重仓控制在50%左右。

“从研究员到现在，我都在打磨这套研究体系，我认为这是长期有效的，更是可持续的。但从过去3年多的实践路径来看，这条路走得相对不容易。”杨锐文说，过去三年，A股整体偏向“漂亮50”和白马龙头等核心资产的趋势增强风格，自己在成长股里的耕耘“基本是在盐碱地里种庄稼。”

但即便是在盐碱地，杨锐文的坚守也收获了果实。今年二季报数据显示，截至6月30日，杨锐文管理的基金规模超过60亿元，管理景顺长城优选混合基金期间最佳回报超过了100%。银河证券基金研究中心数据显示，截至9月30日，景顺长城环保优势股票、景顺长城资源垄断混合、景顺长城优选混合今年以来的收益率分别高达40.40%、39.14%、33.20%。值得一提的是，景顺长城优选混合累计净值更是创了

2015年大牛市以来的新高。

杨锐文表示，这几年市场的“淘汰”机制也帮助大家筛选出了优秀的成长股基金，能坚持到现在的这一批一定是最有韧性的。自己能在激流中坚守，源自景顺长城始终坚持的“细水长流”原则。“研究并不难，难的是大海捞针和寻找‘火花’。要在数千家公司里面找出优质的具有成长潜力的公司，仅有基础的案头调研是远远不够的，还要有来源丰富的‘火花’，如数据分析、行业交流、同行交流、（买方和卖方）研究员推荐等。”杨锐文指出，从划分阶段看，他所寻求的不是企业的“从0到1”阶段，而是“从1到10”阶段。“在‘从1到10’的过程中，企业的成长特征并不是非常清晰，所以大部分精力要花费在对企业真假成长性的辨别上。”

“在这个过程中，每个人貌似都能对企业的情况说上几句。但实际上，这个阶段的公司，更多会遭遇各种质疑。投资者可能连公司名字都没听过，但这不代表这些公司不优秀，而是大家的认知度还不够集中，但如果等到市场认知度明显一致时，潜在的成长价值低洼可能已过去了。”因此，杨锐文指出，企业“从1到10”的发展是个相对长的过程，这为标的筛选留出了充足时间，前提是能承受住其中的孤独。

深耕科技创新沃土

虽然在“盐碱地”种出了庄稼，但杨锐文依然期待“盐碱地能变成沃土”。杨锐文乐观地指出，基于新一轮科技创新周期的开启，这样的期待会大概率成为现实。

杨锐文分析，中国上一轮科技创新周期的起点是2009年左右。以iphone4进入中国为标志，智能手机开启了对国内消费者的普及过程，并在2012年-2013年迎来迅速发展。在2013年-2015年，在智能手机基础上，科技创新扩散到金融业（如互联网+）和服务业（如O2O），并在2015年底到2016年初带来一场大牛市。但随着移动互联网人口红利效应的逐渐递减，智能手机的渗透率在2016年基本到了增长拐点，科技成长股也在2016年的大跌中成为“重灾区”。

“但经过这几年换机周期的延长后，基于新的技术发展，当前中国已处于新一轮科技创新周期起点。但是，引发革命性创新的关键技术不是人脸识别或高清摄像头，而是5G。”杨锐文认为，当5G时代来临时，基站投资或手机换机潮只是5G的直接影响，更深远的影响是在应用端。“与4G时代解决手机支付不一样，5G解决的是大范围的‘物联网’问题。”以家电为例，杨锐文指出，家庭被物联网后会出现什么？用户不希望空调用一个APP，冰箱再用一个APP，而是希望一个APP能控制所有的东西。就有可能出现某个厂商，去打通所有，实现更多的连接，这样用户才能便于管理。“你不希望家里的每个东西是一个孤岛，你希望是一个网络，这样会带来另一种商

业模式的重构。”杨锐文说。

另外，杨锐文还认为，5G的传输速度甚至是快于内存CPU的，这意味着很多计算可以在云端和边缘计算领域完成。所以更复杂的运算都可以发生，这将有可能极大推动整个云计算边缘计算的发展，如AR、VR、车联网等新应用的崛起。“可能还有一些应用是我们现在都想象不到的，就像十年前，我们无法想象手机支付可以代替现金支付一样。不难发现，不仅是手机产业链，5G将会对家电、家具、汽车等行业竞争格局带来全面重构。”

具体到科技成长股投资方面，杨锐文则提及，具备交易制度创新意义的科创板应该起到树立估值标杆的作用。“过去两年，创业企业的融资很困难，一级市场的融资几乎处于断裂状态，且一二级市场的估值处于倒挂状态。科创板的出现和发展，需要进一步拉动二级市场估值，让一二级市场的估值形成级差，这样才能让资金形成循环流动。”杨锐文说。

“这波科技股上涨太快了，很多人都还没‘上车’。甚至持续上涨的科技龙头的真假性还有待辨别，也许真正的龙头还没启动上涨周期。因此，现阶段的重点是去伪存真。”杨锐文指出，长期看，科技成长股还是有效的投资方向，核心资产都是从成长股和小股票中发展起来的。“伴随企业成长是我们的初心。在新一轮科技创新周期中，我们将持续布局符合产业趋势的科技行业，并从中挑选出高增长个股。”