

长城基金杨建华: 践行价值投资 偏爱“核心资产”

□本报记者 张焕昀



坚持大道至简投资理念

在嘈杂喧闹的市场,每天面对浩如烟海的信息流,也许只有大道至简,方能行稳致远。

“我个人比较喜欢那些经营模式不是特别复杂、发展路径简单清晰的公司。”杨建华表示,这也是他一贯以来的投资偏好。

投资没有一定之规,但在杨建华看来,商业模式复杂的公司,无论是从研究还是投资的角度而言,都面临更多的不确定性,相比之下,商业模式简单的公司,其发展路径更为清晰,盈利更易预测,确定性更高。与之对应的,杨建华也更青睐那些依靠自身内生增长,而非外部补贴与扶持的公司。

不难发现,上述公司通常会偏消费属性,偏下游零售端。“这类公司的客户群体往往分布较广,基数较大,这样会使得需求端相对稳定,变化过程也相对缓慢,对于投资者来说,企业盈利更容易把握和预测,相对确定性更高。”杨建华解释。

这样的公司有哪些共性?杨建华总结了四个方面:一是专注主业,二是具备较强的竞争优势,三是具有良好的现金流,四是管理层非常优秀。在谈到如何甄别管理层是否优秀时,杨建华指出,这往往需要通过勤奋的调研和密切的交流来进行了解,同时可能还要通过管理层过往的承诺与行为来验证。

“优秀上市公司的一切共性特点,最终一定会体现在财务层面,反映在毛利率、净利率、现金流等指标上。”杨建华说。因此,ROE水平比较高的公司会受到他的重点关注。

在杨建华看来,优秀的上市公司还有一个典型特征,即公司本身会与资本市场形成一种合作共赢的良性循环。“在企业需要巨大资本投入的时候,股东和资本市场会愿意把钱投给他们。一方面,可以帮助企业拓展新的领域,获得更好的发展;另一方面,投入其中的资本也有机会获得更好的增值。而公司在现金流丰富的时候,也有意愿分红回馈投资者。”

根据杨建华的选股方法,高端白酒、品牌家电、零售银行等行业的龙头个股更符合他的标准,而这些也是近年来被市场定义为“核心资产”的投资标的。事实上,分析长城品牌优选2019年三季报不难发现,这些标的也构成了组合的核心仓位,其中不少个股在过去几年里为基金净值做出了贡献。

对此,杨建华表示,坚持价值投资,赚企业成长的钱是他一贯的投资理念。在他看来,这些标的最具投资价值的标的。杨建华并不讳言自己对于“核心资产”的偏爱。对于当前市场争议较多的“机构抱团取暖以及核心资产估值过高”等问题,杨建华表示,这些问题背后的实质,很大程度上都是因为资金在向核心资产集中,在向那些具有核心竞争力的好公司集中。

2013年以来,A股经历了数次风格轮换,能够坚持至今的投资者,更多是选择了大道至简的投资方式,坚持初心,不断学习和理解市场的变化。

Wind数据显示,截至10月28日,长城品牌优选今年以来上涨56.92%,在同类产品中稳居前5%;过去6年来收益率达124.85%,超越基准70.90%。6年来,执掌该产品获得翻倍收益、年均回报达20.8%的基金经理,正是从业20年的长城基金公司副总经理、投资总监杨建华。

被誉为业界“常青树”的杨建华,历经市场多轮牛熊转换,是价值投资的忠实践行者,多年来形成了“投资核心资产”的鲜明风格。在他的投资框架中,不变的是对核心资产的偏爱,不断衍进的则是对于优质企业估值理念的重塑。

长城基金杨建华:

践行价值投资 偏爱“核心资产”

杨建华,北京大学力学系理学学士、北京大学光华管理学院经济学硕士,注册会计师。现任长城基金管理有限公司副总经理、投资总监兼基金管理部总经理,同时担任长城品牌优选混合型基金、长城核心优势基金的基金经理。

给予优秀公司高估值

选择优秀的公司投资,听起来简单,但如何把握好企业内在价值与估值的关系,对于每一位基金管理人其实都是一种考验。

杨建华认为,宏观方面,对于当前经济发展状况的观察,不能像以往那样简单地从总量指标出发,而应该把握住其中结构性的亮点和机会。他认为,在经济转型期,存在着传统经济与新兴经济之分,上市公司中也存在着传统行业与新兴产业之分,经济体的构成在发生变化,上市公司的构成也在发生变化。

估值方面,杨建华则坦言,自己也仍在思考和学习,因为现在资本市场的确出现了一些新的变化。“过去,我们很强调估值,如果股票价值超出一定的预判范围,就不会轻易买入。但近几年,市场对于优秀公司的估值水平容忍度正在提高。”

杨建华表示,便宜并非买入一家公司的主要依据,相比估值,企业是不是足够优秀,是不是有很强的竞争优势,是不是有足够深、足够宽的“护城河”也很重要。同时,还要关注企业的成长性和未来的发展潜力。

关于市场上对“低估值蓝筹”的追捧,杨建华认为,这个词要一分为二来看待,低估值与蓝筹并非必然联系在一起。他强调,估值其实并不是买人的关键理由,太便宜的公司可能也隐含一定的风险,一旦业绩出现变化,也可能会变得很贵,落入“价值陷阱”。

杨建华表示,近几年来,机构投资者越来越关注上市公司本身的质地是否足够优秀。“只要它的竞争优势一直存在,即使在买入时估值可能偏贵,但随着企业的成长和发展,现在看起来贵的估值会被逐渐消化,变得可以接受。”杨建华指出,一些竞争优势明显的优质公司,市场估值较以往显著提高,尤其是外资进入后,偏必需消费品的部分个股估值甚至高于业绩增速,这是A股市场近年来出现的新变化。

分析其中的原因,杨建华认为,对于外资而言,在影响投资决策的因素中,稳定性可预见性占据了非常大的比重。“如果一个公司在行业内的竞争优势非常突出,长期发展前景相对清晰,机构对估值的容忍度可能就会更高一些。”

关注“大消费”与“大科技”

自2017年开始,杨建华就多次强调“A股价值投资的春天正在来临。”如今,面对持续震荡的A股市场,杨建华依然坚定地认为“现在是价值投资的黄金时期。”

“资金一定会向好的公司集中,市场会回归价值投资的本源,回归到基本面投资。”杨建华说,“对于从事主动投资的基金经理来说,投资机会其实是更多了。”

杨建华表示,观察这几年来的市场变化可以看到,A股市场越来越有利于长期投资和价值投资。

首先,从政策层面来看,无论是宏观经济政策还是资本市场的监管政策,都在引导市场向有利于价值投资的方向发展。比如通过政策的引导改变以前依靠债务融资、杠杆模式来获得发展的路径,从而追求更高质量的发展,注重科技创新水平的提高。在杨建华看来,这些举措必将有利于上市公司盈利能力的实质提升。

其次,从长期来看,外围市场的利率处于下行通道,国内货币政策的导向则是降低实体企业融资成本,这意味着无风险收益率还会趋势性下行,将有利于提高权益资产的吸引力。

此外,“房住不炒”基调不变,银行非标资产回表,海外追踪A股的指数权重扩容带来的外资配置比例上升等因素,都有可能为A股市场带来更多的增量资金。

杨建华指出,总体来看,A股市场的估值仍然很有吸引力。“从资产配置的角度而言,国内权益市场将面临很大的发展机遇。”

值得一提的是,今年以来,退市机制正在发挥作用,市场正朝着优胜劣汰的良性循环发展,这对于上市公司、资本市场的长远发展有着很大的积极作用。“随着科创板

的开板和注册制的实施,投资的核心能力将聚焦于对上市公司内在价值的分析和判断,尤其是对公司长期价值的判断将对投资业绩产生决定性的作用。把握公司的核心价值,关注企业的核心竞争能力,挖掘在经济增长方式转变过程中能够最终胜出的公司,是未来获取更好投资收益的关键。”杨建华说。

谈到后市看好的领域与方向,杨建华表示“投资要面向未来。”他认为,不管是自下而上还是自上而下选股,行业都是非常重要的考虑因素。行业景气度的优劣,决定了企业是在一个什么样的赛道里面竞争。公司即使再优秀,如果是在不好的赛道里,也很难获得好的估值回报。随着社会和经济的变化,国内的重工业化时代可能已经过去,传统的周期性产业不可避免地面临分化。

杨建华透露,长城基金的量化团队曾对美国市场多年来的的发展进行过系统研究。“从长远来看,能够长期出现投资机会的行业,基本都源于大消费、医药与TMT。”在杨建华看来,优质的创新药龙头企业具备了较强的科技创新属性,研发费用往往也不低于一般认知上的科技类企业。

总的来看,杨建华认为“大消费与大科技是未来可以持续关注的两条主线”。

杨建华认为,短期来看,市场整体估值水平仍有吸引力,部分个股估值已经回到合理水平,自下而上选择个股的难度在增加。从他的投资理念出发,未来仍将继续布局具有完善的治理结构、专注主业、长期竞争优势显著、有着良好的发展前景、性价比更突出的优质公司,即“核心资产”。