

清和泉刘青山:

洞察企业价值 长期持有稳定高ROE公司

□本报记者 林荣华 张凌之



刘青山,清和泉资本董事长/投资决策委员会主席,中国基金业协会私募证券投资基金专业委员会委员。拥有22年投资经验,从业以来已荣获五次金牛奖。作为中国首批基金从业人员,曾参与筹建华夏基金,历任泰达宏利基金管理有限公司投资总监、总经理。

高分红公司应享受溢价

光有真实稳定的高ROE,在刘青山看来还不够,他多次强调并呼吁A股分红文化的重要性。“我们是作为股东持有股票,而不是作为交易型投资者,因此还要关注能够拿到的实实在在的股东回报,而不是去赚博弈的钱,赚对手的差价。从内部研究数据看,两个基本面和财务指标差不多的公司,注重股东回报的公司股价表现要远超不注重股东回报的公司。”

刘青山指出,股东回报主要关注两方面,一个是分红率,一个是股息率。分红率方面,如果没有好的项目,企业赚的钱就应该给股东分红,否则变成现金沉淀在那里或者是做一些无益于主业的投资,会降低ROE。因此,保持较高的分红率能够更好地维持ROE,也能给股东带来更多回报。股息率其实从侧面反映了当前的股价水平,相当于是我付出了多大的成本才成为这家公司的股东。他举例说:“过去恒生指数11年涨幅接近1倍左右,如果考虑分红再投资,大概收益在3倍左右,差异非常大。”

在刘青山看来,目前A股市场个人投资者占比偏高,导致市场风险偏好较高,整体的投资心态比较浮躁。未来要走向成熟稳健的市场,需要倡导分红文化,投资者有追求分红的意识和要求,给予持续分红的企业更高的估值溢价。同时,上

市公司要努力创造分红文化,监管部门也需要在政策上进行鼓励和引导,甚至要求一些公司加大分红的比例,只有这样才能创造一个长期牛市、多方共赢的市场。各类投资者持续地从股市中挣到钱、获得回报,自然会留在市场中,成为长期资金,并助推市场走向长牛。

当然,并非所有的投资标的都需要有很好的分红率和股息率。清和泉资本关注的第三类资产便是短期研发投入大的隐形高ROE资产。据刘青山介绍,这类资产主要集中在空间大、增速高的科技创新行业,包括TMT、创新药等领域。这类公司的特点是收入高速增长,但短期账面利润被研发等为长期发展大量投入的相关费用所吞噬。

刘青山进一步总结了清和泉的选股体系:“主要基于PB-ROE估值体系和方法进行选股。这一体系认为股东的长期投资回报主要来自于净资产的增长,是企业自由现金流模型的简化。在以美国为代表的成熟市场,大部分知名上市公司的估值长期处于隐含曲线附近。随着外资的持续流入和国内机构投资者占比的提升,A股的定价越来越符合PB-ROE的估值体系特征。经历过2019年的价值挖掘和实现,目前市场仍然存在一部分资产被显著低估,明显处于隐含曲线的右侧。”

挖掘稳定高ROE公司

相比于讨论当下市场的短期走势或者热点板块,刘青山更愿意深入阐述清和泉的投资理念。“根据我们的内部统计分析,无论是中国市场还是海外市场,大家普遍认同通过复利赚时间的钱是权益市场投资的王道。根据测算,如果年化回报率能够达到15%,长期看在市场中的排名肯定是第一梯队,这是我们要力争的目标。”刘青山说。

这个结论为清和泉的投资理念指明了方向。那么,如何实现长期稳定的年化15%收益率?刘青山表示,从股价的长期表现看,其股价的上涨其实是企业ROE的反映,如果投资组合中企业的ROE稳定在15%,那么长期就能实现年化15%的收益率,这方面有很多扎实的理论基础和大量的数据测算佐证。因此,在清和泉的选股中,对ROE的关注度是非常高的。

刘青山进一步指出,关注ROE要从两方面着手,一是真实性,这样才能避免踩雷。判断真实性的重要依据是结合企业的现金流,尤其是经营现金流与利润的匹配程度。二是持续性,就是要避免ROE的大幅波动,因为这会引起股价的大幅波动。ROE要具备持续性,很重要的一个条件是企业所处的行业竞争格局要有稳定性,即行业是已经走过激烈拼杀阶段,这时候业务规模前三名公司的市占率已经达到50%或60%了。

刘青山继续强调判断ROE持续性时分析行业供给侧情况的重要性。他说:“因为在中国经济过往的高速增长时期,投资者关注行业更多的是看需求侧。随着中国经济进入中高速增长时期,即蛋糕并非快速变大的时期,则要求我们更关注供给侧。当一个行业结构比较稳定,那么这种格局稳定性带来的龙头企业护城河就会令ROE有较好的持续性。这也是为什么过去很多年一些大的行业整体成长性一般,但是其中的龙头企业ROE很高的原因。从股价表现看,在格局不够稳定、行业集中度较低的行业,龙头公司的ROE波动很大,股价波动也比较大,还没呈现出长期、持续、稳健上涨的状态。”

根据这一投资理念,刘青山进一步介绍了清和泉资本关注的两类资产:一是拥有长期护城河的高ROE资产,主要集中在消费品行业。中国是单一的大市场,拥有宽护城河的中国消费龙头公司过去5年平均ROE在25%之上。相比之下,美国为20%-30%,欧盟为10%-20%,日本为5%-15%。二是ROE相对较高但估值较低的资产,主要集中在一些传统行业。这些行业有一定的周期性特征,所以市场给予极低的估值(PB),包括行业内的龙头企业。事实上,随着供给侧改革及经济进入中低速阶段,这些行业的集中度不断提升,导致龙头公司ROE高企且周期特征显著下降。

《孙子兵法》云:“古之所谓善战者,胜于易胜者也。故善战者之胜也,无智名,无勇功。”在有着22年投资研究经验、曾任泰达宏利总经理的刘青山看来,投资就是做大概率的事,以合理的价格买入好企业,与伟大企业共成长,追求长期、稳健的回报,实现复利效应,而非险中求胜。

2015年“公奔私”后,刘青山带领清和泉资本逐步建立了完善的投资理念和基于PB-ROE的选股体系。在他看来,股价的长期走势是企业ROE的反映。ROE(净资产收益率)是衡量企业获利能力的重要指标,做投资必须挖掘具有真实、稳定高ROE的公司,为此要关注经营性现金流和行业的竞争格局。同时,还要从分红率和股息率两个角度衡量股东回报水平,他认为未来A股将给予高分红公司估值溢价。对于长期看好的优质标的,刘青山敢于重仓,淡化择时,长期持有。

部分核心资产仍存预期差

2019年是公募基金业的丰收年,以核心资产为代表的一线龙头股涨幅巨大,估值扩张十分明显,与二线个股之间的估值差距拉得很大。展望2020年,如何看待一线龙头股的投资机会?

刘青山表示:“估值贵还是便宜,是基于投资者持有的时间周期来判断的。可能从月度或季度看,估值差距过大是不合理的,要走向收敛。但是从半年或一年以上的周期看,估值差距大又有其合理性。从股价表现看,如果宏观经济向好,偏二线股票的弹性会大一些,与一线股票的估值差距也会收敛,这一点目前已经得到印证;如果未来大家的预期比较悲观,或者二线股票的业绩不及预期,投资者可能会继续拥抱一线股票,两者的估值还会进一步分化。”

在刘青山看来,当前部分一线龙头股估值确实已经不算便宜。他说:“估值不便宜的一个体现就是目前这些个股的股息率有点下降,即目前的股价已经反映了它的龙头地位。但是,虽然这些个股的短期吸引力不是那么大,但是大家对公司质地没有怀疑,长期来看,这些个股生意模式很好、品牌价值高、护城河很宽、ROE高、分红率也高,值得长期关注。”

刘青山指出了这些个股长期投资价值所在。“在股利贴现模型中,主要根据企业的ROE和分红率在计算对应的PB,这些个股虽然短期贵了一点,但随着

时间拉长,净资产会增加,估值也就便宜了,因此当前不少个股仍然具备配置价值,在一定程度上能够平衡组合的波动,可以作为长期的一些基石仓位。”

核心资产估值是否过高的讨论背后,其实是讨论核心资产的择时问题。在刘青山看来,对于这些有望走出长牛趋势的股票,想要择时并不容易,做波段难度也比较大,容易把仓位弄丢了。“长期看,只要目前基本面和估值能够支撑未来3-5年能够提供年化15%的收益,就值得持有,短期涨幅过大或者短期股价表现平平并不是卖出的理由,可以通过组合优化来调整持仓比例。”刘青山进一步强调,虽然市场对这些个股的质地都很认同,但其背后依旧存在两大预期差,一方面是投资者持有的时间周期不同,另一方面是投资者对企业价值的洞察深度不一样。

在这个基调下,刘青山对于短期的热点板块和市场风口并不过分关注。“每个人都应该赚适合自己的钱。频繁切换板块想要赚到所有钱是不现实的,也是不可持续的,每换手一次、每交易一次,都有可能犯错。”事实上,不仅对于个股,刘青山也并不倾向于在股票仓位上进行频繁择时。也正因此,刘青山在挖掘到好的投资机会时,也敢于重仓持有,组合保持了较高的持股集中度,不少重仓股持有时间都长达几年,收获颇丰。“拿得住的,就是最赚钱的。”刘青山总结什么是最赚钱的投资时说。