

# 中欧基金曹名长： 关注长期业绩的深度价值践行者

□本报记者 王宇露



曹名长,中欧基金投资总监、基金经理,24年从业经验,14年基金管理经验。2019年4月,曾荣获“三年期开放式混合型持续优胜金牛基金”奖项。长期坚持深度价值投资,专注于挖掘低估值、高安全边际的价值标的。

## 严苛的低估值标准

“公司的质地和估值这两个指标,如果要权衡,我选估值。”

在中国公募行业,说到价值投资的代表,大部分人都会联想到这个名字:曹名长。作为公募基金行业内的“元老级”基金经理,曹名长管理基金产品已有十多年,长期坚守深度价值投资风格,专注于挖掘低估值、高安全边际的价值标的。

1996年研究生毕业进入市场,曹名长从研究债券和宏观起步,这也让他天然地形成了更加关注风险的特质。二十多年间,经历了数次股市的低迷和泡沫,令他印象颇深的还是2008年的行情。

“不少公司股价跌去了百分之七八十,包括很多优质的公司,其实那些公司的业绩没有任何问题。所以我到现在仍然心有余悸,这证明不是说好公司就没有风险,尽管是小概率事件,但仍然是可能发生的。”经历这些以后,他深刻认识到,市场波动确实很大,还是要谨慎为好。“做投资赚得少没关系,亏很多想要再赚回去其实很难”。

为了防风险,留足安全边际,曹名长形成了一套严苛的低估值标准。

“股价达到我认可的合理估值的1.5倍时,我就会开始陆续卖出。即使市场共识可能会涨到4倍、5倍,我还是会坚持卖出。因为究竟能涨到多少倍是概率问题,我无法判断是否真能达到,而我更注重的是安全边际。如果当时市场上还有别的低估值标的可作为替代,可能就会更快卖掉。”曹名长表示。

对于如何判断估值高低,曹名长分析:“主要有两种方法:一种是用DCF模型去分析。这里有一个假设的问题,就是要给多少永续成长,折现率设定为多少。简化一点就是跟其自己的历史PE、PB对比,比如消费行业长期均衡的PE可能是20倍,隐含的永续增长就可以大概判断。周期相关的行业PE可能就是10倍,隐含的永续增长就更低了,这是比较合理的。从DCF这种思路来分析不同行业的估值,不是一个静态的过程,而是围绕较长中枢的估值来判断,不同公司有高有低是合理的。另外一种就是结合PEG指标来分析,但是它的估值差异还是来源于DCF的思想,即对永续增长的假设不一样。”

而曹名长往往会采用比较保守的假设。“没做过投资只做研究的话,可能会跟着市场去调整这种假设,好公司估值贵一点又如何。但对我来说,我可能不会去调整这个假设。”

在这一套标准下,早期选股的时候,曹名长首先会按照低估值的标准进行筛选,然后再去研究是不是好公司。随着时间的积累,这样的公司已经积累不少,现在他会更多地研究行业、公司,挖掘出好公司,然后等待时机,待估值回落再出手。

多年前,当众多基金经理涌向某些如日中天的行业龙头时,曹名长却想离热闹远一点,转身将目光投向行业龙头的竞争对手上。

多年过去,行业格局风云变幻,曾经的“冷门”成为镁光灯下的主角,令无数投资人蜂拥而至,而曹名长却又一次将视线转移。看起来,他总是与市场热点擦肩而过。

在刚刚过去的2020年,曹名长因坚守深度估值策略备受争议。但随着牛年春节后A股市场的调整,其管理的中欧成长优选回报等基金逆势上涨,再度证明“姜还是老的辣”。

值得一提的是,再度成为市场焦点时,曹名长更加关注深度价值策略在不断演变的市场的意义和作用。“选择深度价值投资方法,在牛市很难跑赢别人,但重要的是留足安全边际,关注长期业绩。”

## 接受有“瑕疵”的公司

多年前,有的公司经营稳健,稳坐行业龙头,享受着行业更高的估值溢价时,曹名长却想离热闹远一点,转身将目光放在行业龙头的竞争对手上。

多年过去,行业格局风云变幻,曾经的“竞争对手”依托物联网、云计算等先进技术,由传统制造商变为智慧家居企业,“更多的想象力”令无数投资人蜂拥而至,曹名长却又一次转移了视线。

看起来曹名长总是与市场热点擦肩而过,其实,其中重要的标准还是低估值。

“市场盯着的主要是热点公司,但不一定是好公司,而我更关注一些有瑕疵的好公司。”

曹名长表示,一方面,即使是非常优秀的公司,都有估值很低的时候,他就是要去寻找这种机会。另一方面,他坚信这个世界上并不是只有几个非常优秀的公司才能创造价值,还有很多公司也能创造价值,未来也会慢慢出现更多优秀的公司。比如,现在很多细分行业的优秀龙头企业,因为公司较小,市场关注度就比较低,估值也相应较低。他认为,即使是非常优秀的公司也会有瑕疵,只要不阻碍其创造价值,就无关紧要。

在曹名长看来,有些波动较大但具备成长性的行业,向下波动的时候,也是一种瑕疵。这恰恰是买入的机会。比如这两年很热的新能源、光伏等,其实都是有成长性的,但是波动很大,在不景气的时候或者竞争很激烈的时候,股价就会下跌很多。

还有些传统行业,长期来看没有发展空间,甚至是下降的,这种行业

可能就不会被市场认可。这其实也是一种瑕疵。实际上里面有的公司非常好,份额会越来越大。

还有的公司进入扩产期,或者是进入一个新的领域,投入较大,对盈利有很大的影响,正处于困难期。这也是一种瑕疵。但公司本身没有什么问题,只是自身节奏不同,会使得这个公司价值被低估。这些瑕疵都是可以接受的,也是布局的好时机。

与成长投资更看重成长空间不同,深度价值投资更看重的是盈利的质量和持续性。曹名长表示,持续性代表着竞争实力,很大程度上是通过市占率来体现的。盈利能力方面,还是比较关注ROE、ROIC这些盈利能力指标。还有一个很重要的指标成长投资会更少关注,就是现金流。即使是处于成长期的公司,也要去关注经营现金流。

对于上市公司管理层的考量,曹名长有自己的理解。“管理层属于一个定性指标,需要深入研究和长期跟踪。我喜欢老老实实做事的管理层,即使他们时常看起来不那么高格局,不会宏大叙事。在绝大多数行业中,看管理层‘怎么做’要比听他们‘怎么说’重要得多。”

学数量出身的曹名长,似乎对数据有着非同一般的痴迷,一切都喜欢从定量分析入手。“价值投资,对历史的研究相对比较看重的。公司成熟期要比较长,最好上市时间也比较长,这样的公司到底好不好,能不能赚钱,经历过几个周期能不能存活下来,甚至是扩张,分析其历史数据就能够发现。就像大家评判一个基金经理一样,也需要多经历几个周期。”他表示,要在此基础上去看未来。

## 高估值个股调整仍未到位

在过去的两年中,特别是去年这种龙头公司大受追捧的行情中,曹名长因坚守深度估值策略备受争议。他坦言:“这可以称得上是我投资生涯中比较大的挑战。”

面对争议他很淡然。“选择了深度价值这种投资方法,就是要注重安全边际。”曹名长清晰地认识到,选择这种方法,在牛市要跑过市场还是挺难的。

历经市场的风吹雨打,不少基金经理从对价值投资的坚持中调转方向,曹名长却坚持了近14年。“一个人能坚持下来,肯定是有他的既定目标的,我的目标就是长期业绩。就像跑步一样,只要我朝着一个目标坚持不停地跑,就不会受影响。短期是相对收益,长期就更接近于绝对收益。我有一个坚定的锚,长期跑赢沪深300指数,坚定于此就不容易

受到影响。”

随着牛年春节后A股市场的调整,曹名长管理的中欧成长优选回报等基金逆势上涨。当再度成为市场焦点时,曹名长则更加关注深度价值策略在不断演变中的市场的意义和作用。

在他看来,这次疫情不仅仅是使短期经济承压,也给了投资者一个长期悲观的预期。而春节后,这种预期也在逐渐变化。曹名长表示:“随着经济从疫情中恢复的时间越来越长,大家没有再看到继续往下走的迹象,所以对于经济长期的发展恢复了信心。另外,在海外市场的财政政策、货币政策刺激下,国债利率上行,大宗商品也在上涨,大家对经济增长的担忧减弱了。只要经济真的长期恢复,即使不是非常高的水平,但只要恢复得还可以,那么很多公司就会有希望。”