

鹏华基金袁航:

“两前提” “三维度” 布局长线牛股

□本报记者 余世鹏



袁航, 经济学硕士, 2009年6月加盟鹏华基金, 担任研究部研究员、投资经理助理, 2014年11月起任基金经理, 现任鹏华基金权益投资一部副总经理。

从价值思考到基本面研究

2009年硕士毕业后,袁航就进入了鹏华基金研究部从事研究工作,研究范围重点覆盖机械、钢铁等板块。2008年至2015年期间,中国正处于一轮房地产大发展和高速城镇化进程中,这些增长引擎所带动的正是钢筋、水泥等中上游资源行业。在鹏华基金体系化的培养下,聚焦热门赛道研究的袁航,很快就迎来职业发展拐点。从2014年11月起,袁航管理公募基金,开始将研究积累转化为投资业绩输出。这一有效输出的“催化剂”,正是袁航当时遇上的股市大行情。

“我清晰记得,2015年时市场估值出现了非理性大幅上升。从基本面分析角度来看,这些上涨股票并不具备相对应的价值基本面。也正因如此,在随后的大跌中,这些公司暴露出各种风险,如上市公司利益被大股东侵占,如估值泡沫破裂透支了投资者对公司的信任等等。”袁航说,这些经历让他对“投资风险控制”有了更深入的思考。“避免大幅度亏损是获取长期投资收益的重要前提。特别是基金投资,如果组合中持有那些股票,无疑会对净值带来很大杀伤力,如果能通过有效的基本面分析把这些‘雷’进行有效规避,组合收益往往就能显现。”

此后,袁航的研究领域延伸到了食品饮料、医疗器械、新能源汽车、大金融等领域,但他已开始有意识地打磨基于风险控制前提的价值投资框架。“在那之后,我更加注重个股基本面研究,并按照价值投资方法,筛选出一些中长期优质标的,部分标的通过长期持有给组合带来丰厚的历史回报。”

“市场曾一度流行过‘基本面无效论’,但我始终认为,深入的基本面研究和个股价值溯源分析,能有效提升投资决策胜率。虽然这种价值研究不能保证在每一笔头寸上都赚钱,但如果放眼中长期,这种价值分析的确是为数不多的获取超额收益的有效方法。”袁航以制造业举例,该领域的公司研究除关注基本销售量外,还需要关注企业研发、生产、人均价值和利润边际变化等各个维度,还会延伸到竞争对手、下游客户等多方主体。投资者属于企业的外部群体,只有通过长时间的全方位跟踪分析,才可能对企业的质地形成独立并正确的分析,进而转化为股票投资的坚定依据。“这种基本面研究的深入探索精神,对我投资生涯的发展有非常重要的帮助和影响。”

目前,袁航管理的4只基金规模接近100亿元,这些基金的中长期维度业绩表现较好,近一年、两年、三年业绩均位列同类前30%。其中,由袁航管理的鹏华先进制造股票基金成立于2014年11月,截至目前,该基金净值增长率超过240%,年化净值增长率超过20%,同类排名领先。此外,袁航的新基金鹏华鑫远价值一年持有期混合基金目前正在发行中。

“纸上得来终觉浅,绝知此事要躬行。”陆放翁在800多年前留下的实践论,用来概括袁航的投研历程,竟是那么贴切、契合。从业10多年来,袁航经历过2014年到2015年的大波动行情,并从中领悟到:避免大幅度亏损是获取长期投资收益的重要前提。一路走来,他将研究积累转化为投资业绩的同时,也在实践中打磨着基于自身能力圈的价值投资框架。

他在专访中对中国证券报记者直言,“投资理念”是投资生涯中需要解决的首要问题。在他看来,产品和服务具备长期基础的公司,会通过持续的价值增长带来“恒星式”的投资机会。为找到这类机会,他将自己的选股方法论分解为两个前提和三大维度,以期在大消费、大金融、大制造业领域中找到长线牛股。

不以钻石价格买入黄金

有了10多年投研实践打底之后,如今的袁航坦然说道,投资是长期之事,遵循正确的价值观、沿着正确的道路拾级而上,是获取长期可持续超额收益的根本所在。“回头看,‘投资理念’确实是投资生涯中需要解决的首要问题。坦白讲,我不属于交易型投资风格,更多的是通过持仓公司的价值成长来获取收益。所以,‘选股方法论’会在我的投资理念中占据非常重要的位置。”

袁航的选股方法论,可以归纳为“两个前提”、“三大方面”。

他在个股筛选上首选会关注两个前提。首要前提是,希望持仓公司的产品和服务具备长期存在的基础,袁航将这类企业称之为“恒星式”企业。在经济发展过程中,经常会看到某些公司被市场需求变化或技术更新迭代等因素所颠覆,如曾经生产VCD、相机胶卷的公司。这类“流星式”的企业可能有过阶段性的发展辉煌,出现过阶段性业绩爆发式增长,阶段性股价也有过迅猛上涨,但其产品和服务不具备长期存在基础,往往会在阶段性增长之后陷入平庸,甚至走向倒闭边缘。相比之下,产品和服务具备长期存在基础的公司,往往能表现出穿越牛熊的经营性质,从而带来长久的价值增长和股东投资回报。这种“恒星式”投资机会,正是他选股框架中最为看重的。

第二个前提是公司积极为股东创造价值。积极创造价值的公司,一般没有大股东侵占中小股东利益的情形,也不存在以牺牲股东中长期利益为代价,换取阶段性高速增长的行为。袁航举例,他投资过的某家电企业净资产规模从2009年末的100亿元持续增长到2019年的超1000亿元,该公司的发展并不是通过大量外部融资实现的,而是通过自身的市场拓展和品牌提升,并且在这期间还不断提升股东分红。同时,也有一些上

市公司短期业绩高速增长,背后却存在侵占中小股东利益的情况,有的甚至还出现了被立案调查等情况。

在满足上述两大前提基础上,袁航进一步对个股基本面提出了三大标准:

一是有别于同业平庸公司的独特竞争力。在中长期投资中,平滑掉短期的干扰因素外,持续的超额收益往往源于公司的独特竞争力,这种竞争力可以源于产品、商业模式等各个方面。袁航指出,企业的生产环境往往会充满各种经营风险,企业良性的持续发展,应具备最起码的应对风险能力,并通过自己强大的竞争优势在行业中持续扩张自己的市场份额,否则就很可能在竞争中对手边缘化,其为股东创造价值的价值也就无从谈起了。

二是公司的增长是高质量的。这有两层含义:一是公司需要具备持续的业绩增长;二是公司的业绩增长,能带来与行业特质、公司竞争力相匹配的自由现金流。“反观A股发展历史,曾有一些公司的业绩增长是通过给下游客户进行垫资方式确认收入和利润方式实现的,这类财务操作会在账上形成大量应收账款,这些应收账款长期无法得到有效回收,最终会对股东权益的实施造成很大影响。”

三是公司估值和安全边际。袁航直言,估值因子是影响个股收益的重要因素,时间拉得越长,这个因子的威力越大。为此,袁航将个股收益分解为两方面:一是业绩回报的成长性,比如公司的利润规模能实现从一亿元、三亿元到十亿元的稳步增长,往往也伴随着股价上升的过程;二是买入成本。买入成本的高低会对组合收益率产生直接影响。“凡是重大投资,比如对某些行业的配置仓位达到20%或30%比例这种情况,买入成本就成了投资的安全边际。市场上可能存在着黄金般质地的企业,但如果以钻石般的价格买入黄金股票,也不见得能取得好的回报。”

布局三大领域长线牛股

袁航表示,从组合投资上讲,把所有的股票资产聚焦在一两个行业里,很难做到长期穿越周期。并且,出于防范单一“黑天鹅”事件考虑,行业配置也应该适度均衡。通过长时间对若干个赛道的持续跟踪和深入研究,往往能把握住机会来临时的最佳投资时机。虽然,这有可能要舍弃掉某些阶段性的业绩爆发增长,但能大概率捕获到风险调整后的长期回报。

结合自身能力圈,袁航认为,目前符合上述选股标准的行业主要在大消费、大金融、先进制造这三大领域。“过去十年中,我在这几个领域投入了很多时间和精力,这三个领域的龙头标的也很符合我的选股偏好,比如这些公司的产品需求是绵长的,绩优公司也在积极为股东创造价值,并且能够找到一些估值不那么高高在上、具备安全边际的合适标的。”

谈及当下市场行情时,袁航表示,A股过去两年明显上涨,部分个股估值水平显著提升,但有别于2015年市场峰值阶段的全面高估值,当前部分标的还处在低估区。尽管市场短期来看确实会有一些波动,中长期而言对于权益市场是乐观的,短期的过度调

整往往会给优质资产提供较好的长线买入机会。

“在全球做投资,有两个地方是比较幸运的,一个是美国,一个就是中国。这两个国家都有着非常多的优秀上市公司,这是投资获利的重要前提。就中国而言,居民储蓄往权益市场迁移是个大趋势,未来市场对股市的关注度会持续提升。中国在各个领域里都有着不错的核心资产,如制造业、消费品等。正是这些优秀公司的存在,才使得股市更加有生命力。”袁航说。

具体来看,消费、金融、制造业这几个领域中长期都能够找出长线牛股,但在不同阶段资产配置的重心可能不一样。在当前的市场环境,一些估值具备优势的优质企业更具备取得超额收益的机会。以大金融板块中的银行业为例,银行业在中长期不应该被忽视,每个人都离不开银行,每个企业也离不开银行,银行业的需求是绵长的。部分优质银行的资产质量趋于改善,监管也鼓励银行通过多种渠道去夯实资产质量、提升资本实力。“在去年疫情之下,很多银行都做了夯实资产质量的事情,这相当于把一些包袱负担前移到了2020年,以便企业未来轻装上阵。”