

信达澳银基金邹运:

遵循三维度选股框架 寻找“好生意”公司

□本报记者 余世鹏



邹运, CFA, 东北财经大学金融学硕士, 2012年-2015年在富达国际投资任研究员, 2015年10月加入信达澳银基金, 历任行业研究员和基金经理助理, 从2019年5月起担任基金经理, 目前为信达澳银红利回报混合基金等产品的基金经理。

把握产业趋势和环境因素

邹运对记者表示, 投资的超额收益源于个股的价值增长, 但个股价值的释放是多因素作用的结果。除了上述所提及的“好生意”外, 产业趋势和环境, 也是影响投资的重要因素。因此, 邹运也把这两大因素纳入到投资框架中, 形成了一个自下而上、自成体系的动态投资体系。

邹运指出, 行业层面的产业趋势因素, 往往是构成赛道贝塔收益的重要前提, 而这又是个股超额收益的重要基础。具备好商业模式的公司, 需要在一个景气度向上的赛道中才能产生持续的价值回报。他认为, 简单地将价值投资等同于低估值风格的想法, 实际上并不能真正理解公司长期内在价值的动态变化。长期来看, “好生意”公司从来不会缺乏大资金追逐, 因此静态估值并不会便宜。但这类公司因处于向上的产业趋势中, 往往又能通过持续的业绩增长来维持一个合理的动态估值。因此, 要从具备核心竞争力的优秀公司中获取超额收益, 需要对产业趋势和赛道景气度持续跟踪, 努力平衡好公司的长期发展空间与阶段性估值问题。

在邹运看来, 除了个股基本面和赛道因素外, 投资中的环境因素也会对投资收益产生重要影响。他分析指出, 环境因素包括政策因素、人口结构、消费者习惯等。这些因素有些是短期因素, 但有些重大因素往往能给公司和行业带来巨大影响, 从而彻底改变产业趋势和企业盈利基础, 是需要在投资中加以考量的。

布局三大高景气赛道

展望未来投资行情, 邹运认为, 随着疫情逐渐得以控制, 无论是经济基本面, 还是市场流动性均将回归常态, 市场将继续呈现个股和行业分化格局。同时, 以机构资金为主导的增量资金持续、稳定流入, 股市流动性较充裕。因此, 从当前时点来看, 在阶段性释放风险后, 基本面情况良好的优质公司体现出了不错的投资性价比。

邹运说道, 二季度以来A股行情趋于极致, 大资金追逐新能源、锂电池、半导体等热门赛道, 消费白马股则遭遇了大幅杀跌。但从上述三维度框架来看, 当前优秀的消费品公司基本面并没有发生变化, 且从未来两三年的时间来看, 依然具备很好的投资价值。因此, 阶段性的短期调整, 很可能是长期走势中的一个“黄金坑”。

“任何时候市场都不缺高弹性、高增长板块, 但从长期来看, 股票的投资收益率是收敛于资本回报率的, 成长股也不例外。这解释了为什么高弹性品种的持续性往往不强。无论是巴菲特还是国内顶流基金经理, 他们最好的收益率大约是每年20%左右。因此, 要想长期获胜, 就要抵抗住阶段性的诱惑, 虽然不排除成长股当中也有相当一部分‘好生意’公司。”邹运说。

具体来看, 邹运认为, 捕捉中国优质资产公司并进行长期价值投资, 重点要聚焦到以下领域:

一是大消费板块。包括高端白酒、调味品、文具、医疗服务、医疗器械、出境游以及免税产业链。这些行业头部公司行业竞争格

以人口结构为例, 邹运指出, 在中国市场里, 消费品是一门值得长期看好的生意。当前, 在消费升级趋势下, 绩优消费公司所赚取的已不仅仅是大众群体的钱, 更主要的是赚取高净值人群的钱。

“从人群划分看, 高净值女性的消费需求主要集中在箱包化妆品方面, 这些品牌虽然大部分是国外生产的, 但中国市场有着很好的渠道优势; 高净值老人的消费需求则是在高端医疗养护方面。因此, 在环境条件不发生根本性变化基础上, 医疗领域的创新药等赛道具备很好的发展空间。此外, 高净值男性的高端白酒、高净值小孩群体的财商教育等, 都是很好的投资赛道。”邹运说。

除了上述进攻方法论之外, 邹运的投资框架里也注重多赛道、均衡布局, 以做好回撤控制。他指出, 与风格极致的单一赛道型风格相比, 均衡型选手在短跑中不易领先, 但这类选手具有较低波动、较低回撤属性, 从长期看往往能获得较好的风险收益比, 持有人的投资获得感也很好。“投资并非短跑, 而是一场马拉松。因此, 基金投资组合需要兼顾进攻性和防守性, 通过行业分散降低风险, 着眼于长期布局, 才能在长跑中制胜。”

据了解, 由邹运管理的新基金信达澳银品质回报混合基金于8月19日顺利结束募集, 初步预计首募规模超过了25亿元。邹运表示, 该基金成立后会遵循上述研究框架, 聚焦具有竞争优势且估值具有吸引力的股票构建组合。

局良好, 竞争错位, 不存在价格战, 且随着时间推移, 行业龙头份额不断提升, 具备赢家通吃潜力。而在消费升级趋势下, 人均支出提升将有利于上述行业公司不断提升盈利水平。并且, 如前述所言, 高净值客户、大众客户日益增长的物质需求, 也将为这些公司的长期发展提供广阔市场空间。

邹运特别指出, 在消费升级趋势下, 有些困境反转的消费细分赛道也具备较好投资价值, 最典型的是啤酒行业。他分析道, 此前啤酒并不是好生意, 产品同质化且长期打价格战, 但啤酒公司并没有因此提升市场份额和议价能力。但近来, 新一代消费者对啤酒价格的敏感度有所改变, 宁愿喝8元一瓶的高端啤酒, 也很少喝3.5元一瓶的低端啤酒了, 因此厂商也随之改变策略, 朝着提价提质方向走。从目前情况来看, 这个策略基本是行业共识, 且资本回报率 and 利润率也在往上走。

二是医药板块。包括医疗器械、医疗服务等细分赛道。邹运指出, 从商业模式上看, 医疗服务驱动增长, 头部公司份额在不断扩大。从环境因素上看, 国内老龄化对医疗器械、医疗服务、创新药品需求越来越大, 将带来不错的投资机会。

三是科技板块。比如涉及到互联网科技、半导体、新能源产业链等细分赛道。邹运认为, 基于工程师红利的积极影响, 高端制造业是传统制造业转型升级的重要引擎, 具有竞争优势的龙头企业有能力不断扩大市场占有率, 也会存在不错的投资机会。

“有锂走遍天下, 无锂寸步难行”成为二季度以来极致行情的真实写照。但即使如此, 信达澳银品质回报混合基金的拟任基金经理邹运, 依然坚持着自己的独立判断。邹运近日在接受中国证券报记者专访时表示, 从长期来看, 个股的投资收益率收敛于资本回报率。需要具备好的商业模式, 同时处于向上的产业趋势中, 在大环境不发生本质改变前提下, 大概率能产生持续超额回报。

邹运表示, 从未来两三年的时间来看, 消费白马股依然具备很好的投资价值, 阶段性短期调整, 很可能是长期走势中的一个“黄金坑”。他依然会遵循的三维度选股框架, 基于产业景气度寻找“好生意”公司, 在合适的市场环境中持续捕获超额收益。

“好生意”需具备四个条件

邹运的投研生涯始于2012年, 在近10年的时间里先后从事过地产、金融、消费等行业研究工作。2015年10月, 邹运加入信达澳银基金, 2019年5月起担任基金经理。

邹运对记者表示, 他的能力圈是以地产和金融为内核, 同时向外拓展到建材、家居产业链、食品饮料、医疗服务等板块。“地产与宏观经济周期联系密切, 沿着链条上下游, 可以把研究能力圈拓展到相关领域; 而通过研究银行的信贷流向和货币政策取向, 则可以把握到市场的信用环境等重要行情影响因素。”

基于自下而上的基本面选股框架, 邹运认为, 个股竞争力的最重要维度, 是公司的商业模式。在他看来, 投资超额收益源于公司持续的业绩增长, 而业绩增长则以优秀商业模式(即“好生意”)为基础, 即好公司要有“好生意”, 拥有优质的商业模式、持续稳定的盈利能力和业绩增长性。

邹运表示, 好的商业模式应具备四个条件。首先, 企业所在的行业赛道应具备高景气度, 即行业竞争格局要好。“竞争格局好的企业, 会体现出明显的跨周期属性, 即便在市场整体活跃度下行时, 也能逆势提升市场份额。”其次, 企业本身应具备好的产品, 尤其是面对C端且拥有精准优质客群的消费类企业。第三, 好的商业模式会给企业带来持续稳健的增长能力。持有这样的公司, 可从它们发展壮大过程中分享到

价值增长带来的投资回报。第四, 公司应具备优秀的管理层和合理的治理机制。

为筛选出“好生意”公司构建核心股票池, 邹运会对全市场公司进行初步财务筛选, 把不属于“好生意”的公司剔除掉。

邹运特别说道, 在财务筛选过程中会重点关注公司的资本回报率, 从而衡量公司的投入产出比, 是对公司整体运营效率的基本预判。“在若干个正常年份内, 如果一家公司资本回报率长期处于低位, 该公司所处的行业赛道或许不具备高景气度, 或者说即便处于高景气度赛道中, 该公司自身发展也不具备明显的行业竞争优势。”

此外, 邹运还会关注企业的资产质量和利润质量。一方面, 邹运对资产负债表不干净的企业会格外警惕, 比如存货高企的公司, 有可能存在经营方面的数据造假, 把一些瑕疵资产并入存货来掩盖真实情况。应收账款长期高企的公司也应特别注意, 这说明公司在上下游产业链中的竞争地位并不高, 长期如此一般很难是“好生意”。另一方面, 利润丰厚但自由现金流长期较低的企业利润质量不高。如果这些指标与同类企业相比出现较大差异, 很可能说明公司的资金运营情况不透明, 有可能存在其他隐患。

但邹运也表示, 财务指标筛选是事前的, 当下业绩不合理的企业, 有可能会随着未来行业环境的改变而实现“困境反转”, 甚至会逆袭成为“黑马”, 对这类公司要多加关注, 以防错杀。