

富达国际宁静:

价值股回归是可持续的

□本报记者 吴娟娟



宁静, CFA, 于清华大学获学士学位, 于美国罗切斯特大学获MBA学位。2013年加入富达国际任基金经理。在此之前曾任职贝莱德, 担任贝莱德旗下中国股票基金的基金经理。加入贝莱德之前, 曾任AIG投资中国股票主管。

明晰自己的边界

一方面宁静在投资上保持开放心态, 愿意倾听与自己持相反意见的人的观点; 另一方面她对自己的能力圈也有清醒认识, 清楚地知道什么时候该“有所不为”。

基金信息披露材料显示, 宁静目前管理的富达国际中国焦点基金前五大重仓行业为金融、通讯服务、可选消费、能源、工业。过去几年, A股大热的白酒和医疗健康类股票很少出现在她的组合中。

对此, 宁静这样解释, “针对某些白酒龙头股, 散户可能比我知道的都多。这些公司已经被充分研究, 市场对它们的预期打得很满, 我不觉得我有优势。如果在这种情况下买入, 我觉得我是对不起客户的。”

如果说参与A股的白酒行情是因

为她认为自己没有优势, 那么不参与那些众所周知的医疗健康类股票则是因为她接受不了其估值逻辑。宁静介绍, 她在美国的第一份工作就是做医疗健康类分析师, 一做就是5年, 她的投资生涯是从研究辉瑞这样的医药公司开始的。医疗健康类股票本该在她的视野范围内, 但是她没有因此就跟风买入那些知名医药公司, 是因为“医药研发临床的成功率是很低的。比如美国一个新药上市, 从头到尾大概要花到5亿到8亿美元, 部分新药品种甚至要花费10亿美元。新药从临床前到临床4期走出来的概率是很低的。在这种情况下, 如果把新药的成功率提到很高, 然后基于此来根据现金流折现模型给公司估值, 我没办法接受。”不过, 对于医疗健康中有些估值合理的公司, 她有所介入。

科学和艺术的结合

被问到投资生涯中错过了哪些机会时, 宁静说, “每种风格都有自身独有的弊端, 有一些钱是特定风格的基金经理赚不到的, 不应该求全责备。”她举例说, 她很早就买入了某互联网平台公司的股票, 但仓位不高, 如果重仓应该可以从这只股票上赚到更多的钱。但是, 作为一个注重估值的投资选手, 她认为这是她在当时的情境下做出的合理选择。

她更在意的是另一类失误。她举例说明, 2017年一家知名电商公司出现了负面新闻。市场对公司的管理层产生了很大怀疑, 股价大跌。“当时我看到它的市销率已经跟另一家家电零售企业差不多了, 但后者的发展是在下降通道中, 而这家公司正处于发展的上升期, 给这样两家公司同样的估值是不合理的。但我有点贪心, 在股价已经显著调整了一轮之后, 我当时觉得股价还可以再跌一跌。海外一些类似公司遇到类似事件时, 后续股价的反应也一定程度上支持了我当时的判断。”

宁静说, 回头来看, 那是一个非常适合她投资逻辑的机会, 她做了很多功课。按理来说, 市场调整时正是买入良机。遗憾的是, 她错过了机会。她事后反思, 没人能准确地计算出来什么时候股价跌到位了, 投资是科学和艺术的结合。“数据支持你的判断, 直觉也认为时机对了, 它就是一个好的买点。”

随着价值股的反弹, 晨星数据显示, 宁静管理的规模约25亿美元的中国焦点基金(Fidelity Funds-China Focus Fund)今年前三个月已经取得了7.24%的收益, 位居海外发行的中国股票基金前列。

价值股的回归能否持续? 在宁静看来, 这个问题的答案是肯定的。

她以其中的周期股举例来说, 经济复苏, 钢铁等周期股是最先反应的。加之

目前中国在积极践行“碳中和”, 践行“碳中和”的必然结果是上游行业的产能缩减, 而后者将是长期趋势。相应的, 原材料价格不会刚一上涨就跌回去, 因为经济复苏提升了需求, “碳中和”又减少了供给。供给、需求双管齐下, 她认为这一次工业品的价格上涨是可持续的。

不过, 目前大家对价格上涨的可持续性并没有充分的思想准备。“我近期与投资者交流时发现, 大家现在是在两个阵营。一个阵营觉得上游的原材料就只涨一波, 现在参与太晚了。另外一个阵营的观点是, 这些公司短期盈利还有支持, 可以再参与三个月然后就出来。很少有人对这些公司股价上涨的持续性有充分的心理准备。”

宁静认为, 投资者的这种心理可以理解。因为从2011年之后, 中国钢铁类股票价格长期低迷, 所以投资者很难相信钢铁股的估值可以长期超过一倍市净率(PB)。但是, 正因为投资者都不相信行情能持续, 那么说明钢铁股的行情还没有结束。尽管短期之内可能有些投资者认为股价超涨选择获利了结, 由此带来股价波动。

中国资本市场正在发生巨大变化, 宁静曾在接受采访时表示, 从事中国股票投资, 她过去20多年没有一天是乏味的。这既带给她巨大的挑战, 也是她工作乐趣的来源。做投资要“明白自己是谁”, 她如今会建议团队中的新人选择适合自己的风格。而她认为价值投资是适合她自己的风格, “我天生就喜欢看分红、看现金流, 看那些大家不关注的东西”, 过往超过20年的投资经历也印证了这一点。

随着中国资本市场开放进程不断推进, 海外资金持续增配中国。未来这位价值投资干将, 还将交出怎样的投资答卷? 让我们拭目以待。

均值回归只是时间问题

近期, 宁静接受了中国证券报的专访。谈及为何去年如此确信价值股行情会回归, 她说, “富达国际的安东尼·波顿经常说, 对市场的预测如果能精确到一个季度, 你就是天才。每个周期都不同, 身处其中是很难判断的。但有些参照指标可给你指引。去年中国很多成长股的估值是在历史均值右边两个标准差的位置, 股价继续上涨的概率非常低。同时, 很多价值股估值在历史均值左边的两到三个标准差的位置, 股价下跌的概率非常低。在这种情况下, 行情反转只是时间的问题。”

特立独行似乎是价值投资者的标签。不过, 部分价值投资者却容易陷入极端。他们因为过于执著于自己的判断, 而忽视其他机会。宁静虽然和其他价值投资者一样坚持独立判断, 不随大流儿, 但同时她一直提醒自己不要走极端。她说做到这一点的方法是强迫自己去去看一些成长型公司。

“价值投资者容易出现的盲点是过度自信, 相信自己看到的价值逻辑, 不相信跟它相对的逻辑。百分之百克服这一点很难, 但可以在一定程度上纠正。尽管我的组合中大部分还是价值股, 但我会强迫自己花很大一部分时间去看成长股。即便这些公司估值还没到我的买点, 我仍强迫自己去看, 去参加相关会议, 跟分析员交流。我需要明白别人看好它的点是什么。我的一位前辈曾经说过, 不要排斥市场泡沫。因为一个没有好处的东西是形成不了泡沫的。我要知道这些成长股的核心逻辑是什么。如果只看到这些股票很贵, 看不到它好的方面, 会错失很多机会。”

“如果分析过去20年的投资。我的阿尔法有一些是来自于传统的价值股, 还有很多是来自于反转型的公司。这些公司原本是成长股, 突发的一些事情使它变成了价值股。”宁静补充道, “这些估值反转带给我的阿尔法和传统价值股是差不多的, 这说明价值投资者绝对不能封闭自己。”

做足了功课, 有时价值投资者可收获原属于“成长股”的馈赠。

在宁静的投资生涯中, 2017年就有这样一次馈赠降临。当时, 在海外上市的一家中国硬件公司2014年、2015年经过两次“知名并购”之后, 公司业务转型不成功, 经营面临压力。宁静说, 在当时这家硬件公司是典型的成长股, 2017年之前作为价值投资者的她没有买过这家公司股票。不过, 她在跟踪。在2017年, 因为公司面临问题, 市场用脚投票, 公司股价从高位下跌了80%左右, 这时她果断出手, “那个时候它变成我的股票。”事后回忆时她说。2018年这家公司的股价进入反弹轨道, 宁静也收获了“反转”带来的阿尔法。

2020年6月, 富达国际基金经理宁静在接受采访时说, “价值投资的春天已经不远了。”当时, A股还在演绎两极分化行情: 公募基金重仓股一路高歌猛进热闹非凡, 乏人问津的价值股股价平淡, 市场没有立即印证她的判断。

但宁静坚持自己的判断。2020年10月, 在一次直播时她进一步指出, “是时候迎接价值股的春天了。”随着经济复苏, 虽然部分基金经理已转向此前被忽视的周期股, 但整体而言, 注重估值的价值投资者仍未被市场广泛关注。

直到2021年春节后, 形势才开始发生变化。那时, 一方面, 众多公募基金重仓股急转直下; 另一方面, 人们发现此前忽视的“低估值”公司不仅便宜而且盈利增速可观, 越来越多的人将目光投向这些股票。国内公募基金中注重安全边际、估值水平的基金经理重新进入人们的视线。在海外, 宁静也受到越来越多投资者的关注。记者查询晨星数据发现, 她管理的中国股票基金净值悄然反超, 2021年以来收益率跃居同类基金前列。

需要说明的是, 如今, “价值投资”是一个被“用滥”的概念。文中所提到的价值投资是指立足基本面, 重视安全边际的投资风格。对于这类投资者来说, 估值具有吸引力是重要的选股指标。