

中庚基金丘栋荣:

做低估值价值投资策略坚守者

□本报记者 李岚君



丘栋荣,中庚基金副总经理兼首席投资官,目前担任中庚价值领航基金、中庚小盘价值基金、中庚价值灵动基金、中庚价值品质基金的基金经理。历任群益国际控股有限公司上海代表处研究员、汇丰晋信基金管理有限公司高级研究员、股票投资部总监兼总经理助理。具有超过13年的证券从业经历。

低估值价值投资策略

丘栋荣定义的“低估值价值投资策略”有两层解释:

一是,投资回报必须全部来自资产本身的盈利或者现金流,不能指望通过交易或者买卖获得回报。

二是,在满足上一条的基础上,通过买得足够便宜来获得超额收益。虽然最终超额收益的实现形式也可能是“低买高卖”,但实质获取的是资产本身的盈利或现金流而不是交易价差。

与传统价值投资者最大的区别是,丘栋荣并不依赖于仅仅寻找“好公司、好行业、好价格”的投资路径。“我们买人的原因主要是它足够便宜、隐含回报率高。”在接受采访时,丘栋荣反复提及,“我们关注的点不是低买高卖,而是同样的盈利或者现金流,我们花什么样的价格去买它,才能获得较高的预期回报。”

在对话中,丘栋荣多次强调,虽然一些公司的基本面也不错,但由于市场已经给予其过高的估值和定价,并不能满足获取超额收益的目标。

此外,在上述两层解释之上,还有第三层境界:通过对立面真正理解“低估值价值投资策略”的内涵。在丘栋荣眼中,“10到100”是典型的成长投资,但这个过程要规避成长陷阱,而“1到0”的过程中也要规避可能出现的低估值价值陷阱,贵和便宜的概念一定要用完整的生命周期来解读。因此,低估值价值投资的对立面不是高估值和成长投资,它的对立面是投机和庞氏骗局,是一个击鼓传花的游戏。

丘栋荣直言,“我买一只股票是因为它带来的EPS、现金流、未来的增长。我以低估的价格持有这个资产,它能够获得足够高的回报,而不是我想找一个人以更贵的价格把它买走。”

基于这套逻辑,就能解释为何丘栋荣敢买一些所谓具备“瑕疵”的个股,因为不须完美无缺面面俱到,关键在于市场误判的预期差。丘栋荣表示,“市场审美可能认为某个点不对,但在在我看来这不是主要矛盾。这时候的个股估值极低、弹性极大,非常有潜力能快速成长起来。”

事实上,无论是对A股还是H股的布局,丘栋荣对股票筛选都有严格的要求:要求股票的ROE相对较高、风险小、有持续的成长能力,最好是市场关注度低。同时,也会主动规避“高估值、高风险、交易拥挤”的领域,做好风险管理。

在他看来,用完整的生命周期来评估价格的高低,但归根结底,买得便宜才是获得高回报和超额回报的必要条件。在采访中,丘栋荣就此引申出他眼中“真正好的价值投资”需要具备两个要素:

第一,对于看好的某只股票尽可能多地购买,在极端情况下,最好的投资是将其“私有化”。第二,市场关注度低。“最好的投资机会,就是这个标的不要有人跟我抢、交易不拥挤,我们希望买得越便宜越好。我能够完整享受资产现金流和盈利回报。”他说。

“一片树林里分出两条路,而我选择了人迹更少的一条。它荒草萋萋,十分幽寂,显得更诱人,更美丽。”美国诗人罗伯特·弗罗斯特的名诗,很适合用来描述丘栋荣的投资审美。在业内,中庚基金副总经理、首席投资官、基金经理丘栋荣因践行低估值价值投资而闻名。

与业内众多基金经理都讲究赛道、周期、景气度不同,丘栋荣的视线始终在低估值价值领域打转,在蓝筹成长“审美风”流行的公募投资圈中,成为另一番奇景:不抱团,喜欢冷门股,敢买有“瑕疵”但有价值的股票。

一个策略体系是否富有生命力,最终需要通过业绩回报来检验。2021年,丘栋荣凭借与众不同的投资风格、另辟蹊径的独门股,在市场中脱颖而出。“我们不是刻意和市场不一样,而是在意独立性。”在接受中国证券报记者采访时,丘栋荣如是说。

不确定性风险定价

在投资中,不确定性即风险。没有人能精准预测未来会发生什么,也没有人能保证自己买的股票一定会很好,股票未来的盈利和现金流都是有不确定性的。股票定价的核心,是对未来的不确定性和所要承担风险及预期回报尽量客观理性评估。

丘栋荣认为,价值的定价基础是不确定性的风险,而对不确定性的错误估计往往会产生投资机会。比如,低估不仅仅包括对优质公司或低风险资产的错误评估,也可能是对“垃圾公司”或高风险资产的低估,而且后者低估的程度和幅度甚至会更高。同样,高估的资产不仅可能是“坏”公司,也可能是低风险“好”公司。

举例来说,丘栋荣在2021年大举买入曾不被业内看好的地产股和煤炭股。“虽然看起来具有风险和不确定性,但其实它的不确定性定价非常便宜,现金流非常有吸引力。”丘栋荣解释,“比如一些龙头地产股,倒闭的风险非常小,那么在便宜的时候买入,回报率就会非常高。”

在他看来,不确定性风险作为定价核心的基础是资产本身的盈利或现金流。由于未来最基本的特征是不确定性,没有任何一个资产未来的现金流是确定的。因此这种投资体系的核心

不是去预测未来,而是对这种不确定性的可能性和分布做研究。“我们只看好最有吸引力的10%,看空最没有吸引力的10%,中间的80%不重要。”他说。

总体来看,丘栋荣最喜欢的是股票下行风险很小,一旦上行将获得非常丰厚的回报;最不喜欢的是公司发展一切顺利但是股价上升空间有限,一旦有“黑天鹅”事件将会带来巨额损失。

丘栋荣说,“我们永远希望自己买的标的具备三个条件:第一,是风险小、基本面好的资产。第二,是估值便宜、隐含回报率高的定价。第三,最好是有持续且较高的内生成长能力。”

正是因为对股票的不确定性很难做到100%准确的评估,所以要把立体化的风险管理作为价值投资策略体系的基石,包括投资前的风险识别和定价、投资中的风险控制和优化、投资后的风险监控和调整等。

丘栋荣强调,低估值价值投资策略体系最为强调的是它的长期生命力,即能否不断进化、不断适应市场的发展和变化。他希望始终保持不断进化的心态来对待这一策略体系,警惕路径依赖,与时俱进的策略体系才能有更长期的生命力。

知行合一 不断坚持

2014年到2018年,丘栋荣的核心持仓基本上都是低估值大盘蓝筹股,到了2018年年底,持仓都变成了低估值的小盘成长股或小盘价值股。从结构上来看,发生了很大的变化,但背后的价值投资逻辑和内核是一脉相承的。

事实上,在2018年以来的三年多时间,丘栋荣通过低估值价值投资策略选出的股票,整体上在这轮周期表现相对较平淡,被市场评价为“失效的瞬间”。

面对狂热的市场,对于丘栋荣来说,策略的坚守实属不易。

曾有人问丘栋荣,“低估值策略表现不强的这段时间压力是不是很大?”丘栋荣认为,这段时间对投资组合的信心非常强,因为通过量化模型测算发现,在未来半个牛熊周期中,投资组合大概有96%的胜率能够显著跑赢市场。

2021年初,丘栋荣就在公开场合表示,从长远来看,无论是从基本面、风险定价、还是资产流动性上考量,高估值、高估值、交易拥挤的资产的风险正在不断积累,而前期表现平淡的低估值资产机会正在孕育,低估值策略相对来说依然便宜,仍然是十分有效的策略,其未来成长的空间也将更大。

2021年伴随A股的风格分化,低估值

策略的优势开始展现。特别是2021年二季度,丘栋荣管理的产品在行业配置上有了些变化:随着基本面的快速回升,增加了低估值的银行、地产、保险等板块;降低了部分不再具备估值优势、预期回报率降低的板块及个股,如医药、科技等。同时,重点关注广义制造业、军工等低估值、高成长性的板块。

良好的投资收益不是靠运气,而是通过“知行合一”的投资策略和团队做保障,让投资风格不漂移,通过“可复制、可持续、可事先解释”的投资理念,最终为持有人赚到长期可持续的钱。

展望2022年,丘栋荣表示,回顾过往三年的A股市场,结构性高估较为明显,而形成结构性高估的原因是这部分资产过于依赖流动性。2022年,不排除受外部流动性收紧影响,可能会出现极端情况下高估值资产“踩踏”风险,应对方法主要在于:投资要更扎实地建立在业绩和盈利的基础上,对面临基本面风险释放同时交易拥挤的高估值资产要保持谨慎,应找到那些基本面风险低、估值又非常便宜,甚至有持续成长性的行业和领域,去构建低风险、低估值、高增长、高预期收益的投资组合。