

鹏华基金袁航:

深挖“恒星式”企业 领略迷人投资风景

□本报记者 余世鹏



袁航,经济学硕士,2009年6月加盟鹏华基金,历任研究部研究员、投资经理助理,2014年11月起担任基金经理,现任鹏华基金权益投资一部副总经理,同时兼任鹏华先进制造股票、鹏华策略优选混合等产品的基金经理。

历经极致风格的大起大落后,2022年以来均衡持仓风格的基金经理,逐渐回归到市场主流视野中来。在近期与中国证券报记者的面对面访谈中,鹏华基金权益投资一部副总经理袁航道出了他的均衡投资心法:聚焦中长期机会,通过审慎分析、合理推断、低估价格买入、耐心持有的方式,来领略投资路上的迷人风景。

根据Wind数据,截至2022年1月14日,袁航管理超过6年的鹏华先进制造股票、鹏华策略优选混合,在其任职期间净值增长率分别为224.50%、101.55%,年化净值增长率均超过10%。袁航对记者表示,他在投资过程中会尽可能地通过多行业持仓来分散风险,并不会为博取阶段性高收益而押注单一赛道。在这种均衡风格之下,超额收益源于具备穿越牛熊经营性质的“恒星式”企业。

基本面研究能有效提高投资胜率

中国证券报:既然要通过中长期投资获取超额收益,那就要回答一个关键问题:投资价值源于哪里?对此,你有着怎样的答案?

袁航:投资和做企业有所不同,企业的价值是通过提供产品和服务、创造就业岗位等维度来体现,但投资要以企业的价值创造为基准,通过扎实的基本面研究来实现投资价值。

在过往的投资实践中,我曾听过“基本面无效论”。但从经验来看,深入的基本面研究和个股价值溯源分析,是能够有效提升投资胜率的。当然,这并不是说,基本面研究能保证每一笔交易都盈利。但如果放眼中长期,这种价值投资应该是为数不多的获取超额收益的有效方法。

中国证券报:基于这种价值投资理念,你所偏好的企业有哪些特征?

袁航:概括而言,我所寻找的是“恒星式”企业。这类企业的产品和服务具备长期存在基础,往往能表现出穿越牛熊的经营性质,从而能带来持续增长的投资价值。但在多数时候,我们所看到的是“流星式”企业,他们的产品被市场需求变化或技术更新迭代等因素所颠覆,如VCD、相机胶卷等。虽然他们有阶段性的业绩爆发式增长,但因为产品和服务不具备长期存在基础,阶段性增长后基本是陷入平庸,甚至走向倒闭边缘。

此外,我还对公司的利益分配机制比较看重,即好的公司应积极为股东创造价值。这类公司一般不存在大股东侵占中小股东利益、以牺牲股东中长期利

益为代价换取阶段性高速增长等行为。
中国证券报:在筛选这类企业过程中,具体如何操作?

袁航:我主要通过竞争力、增长质量、估值和安全边际三大方面进行个股筛选。

首先,独特竞争力是超额收益的主要根源。这种竞争力,可能会表现在产品、商业模式、管理层等各方面。但从最根本来看,公司要实现长期可持续发展,要具备最起码的应对风险能力,并在自身积累起来的竞争优势中,持续扩张市场份额。

其次,公司的业绩增长是高质量的。一方面,公司要具备持续的业绩增长;另一方面,公司的业绩增长有着相对应的自由现金流,且现金流能与所在行业特质、公司竞争力相匹配。在过往发展过程中,我们曾看到有不少公司通过垫资确认收入等方式实现业绩,从而形成大量应收账款。但因为这些应收账款长期无法有效回收,最终会损害到股东权益。

第三,好公司要成为好股票,还要考虑估值和安全边际问题。估值是影响个股收益的重要因素,时间越长其威力越大。具体而言,一是业绩成长性,比如公司利润从一亿元增长到十亿元,股价也会随之上升;二是买入成本,买入成本的高低,会对组合收益产生直接影响。就我个人而言,对某几个核心行业股票的配置比例达到20%以上,这种买入成本就成为组合的安全边际。长期投资价值,不仅要寻找好公司,也要用合适的成本买入。如果以钻石般的价格买入黄金股票,并不见得能取得好的回报。

“要走得久且稳”

中国证券报:作为鹏华基金内部培养起来的基金经理,你的投研经历和投资风格有什么特点?

袁航:我是在2009年6月加入鹏华基金的,先后担任过研究员、投资经理助理,2014年11月开始担任基金经理,目前还是鹏华基金权益投资一部副总经理。

简要而言,我的投资风格偏向均衡持仓,聚焦中长期机会,通过审慎分析、合理推断、低估价格买入、耐心持有的方式,来领略投资路上的迷人风景。具体而言,在组合的构建过程中,我会尽可能地通过多行业持仓来分散风险,以达到净值的长期稳健上涨,并不会为博取阶段性的超高收益而进行极致化的单一赛道重仓。从我管理组合的7年时间来看,这样的方法是比较有效的。

中国证券报:你的均衡持仓风格,是源于对近几年来结构性行情的反思,还是源于你早期投研经历的路径建构?

袁航:两者兼有,但后者是主要原因。我刚进入鹏华基金当研究员时,研究范围主要聚焦机械、钢铁等板块。这些正是当时中国经济高速发展的获益板块。到了2014年开始管理资金时,我初期的布局也聚焦在这些领域,是2014年底到2015年初那波大行情的受益者。

但我也看到,2015年时市场估值出现了明显非理性上升。从基本面角度来看,这些上涨股票并不具备相对应的价值基本面。因此,在随后的大跌中,这些公司基本都暴露出各种风险,如上市公司利益被大股东侵占、估值泡沫的破裂透支投资者对公司的信任等。

正是这些经历,让我对“风险控制”有了更为深入的思考,也让我明白,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,如果组合中持有基本面和估值明显不匹配的股票,会给净值带来巨大杀伤力。

中国证券报:在风格鲜明的行情年份里,均衡持仓的基金往往会呈现进攻钝化现象。对此你如何看待?

袁航:不存在一个时时有有效、永远有效的投资策略。所谓长期有效的投资策略,实际上是有可能(也允许)出现阶段性失效的。这并不难理解,因为如果某个策略能持续有效,必然会引来大量追随资金。随着资金量增加,策略的运作难度提升,从而走向失败。

实际上,价值投资所追求的并不是“一时跑得快”,而是“走得久且稳”。价值型策略的核心,是立足于中长期投资,给投资者带来可持续的超额收益。这也意味着,阶段性市场波动是需要承受的。从我个人过往表现来看,我的价值型策略在2019年和2020年表现突出,虽然在2021年里相对落后,但拉长长时间看依然有着可观的投资回报。

中国证券报:基于上述投资框架,你在岁末年初之时在投资布局方面做了哪些工作?

袁航:我自2021年四季度以来主要做了以下几方面工作:优选高品质企业、寻找高质量增长、构建安全边际、回避重大不确定性和泡沫化估值,组合通过中长期持有具备潜在上行空间的股票,实现基金资产保值增值。目前的持股主要集中在消费品、制造业领域,总体风格和前期相比没有发生显著变化。

相比2021年,2022年经济发展趋势的重要变化在于把“稳增长”摆到了突出位置,强调稳字当先、稳中求进。此外,在估值层面,相较于2021年,预计2022年的市场风格会从极致走向均衡,但我们的核心投资策略,依然是买入价格或估值水平偏低的优质成长性资产,力争获取绝对收益。

中国证券报:“稳增长”具体会有哪些投资机会?

袁航:在“稳增长”基调下,投资、消费和外贸,将会是经济发展的主要发力点。因此,地产、金融等领域会具备一定投资机会。

布局“稳增长”投资主线

首先是房地产。房地产在整个经济当中占比较高,涵盖投资和消费(家具、建材)等领域,是个很丰富的板块。在“稳增长”基调之下,房地产行业有可能出现投资预期修复和基本面修复。产业链上的基本面修复会是相对长期且缓慢的过程,投资预期修复可能会走在基本面修复之前。

就房地产产业链不同环节而言,家电会是相对明确受益的细分环节。发展到目前,家电上市公司不仅在中国具备竞争力,在全球范围内也具备竞争力,不少龙头家电企业具有较强的品牌议价能力。从发展格局来看,家电行业的龙头企业占据了较大的市场份额,具备较强的定价权,这些企业具备持续为股东创造价值的潜力。

其次是银行和保险等金融板块。金融是一个经营风险的行业,其对风险的判断会对整个行业的股价表现产生非常重要的影响。银行股投资,首先要关注其长期战略执行能力,其次要关注银行的资产质量,比如存量贷款中是否有很重的包袱,是否有比较充足的拨备覆盖率,此外还要关注银行的成长空间和估值水平。

保险行业在2021年里发生了不少变化,比如互联网短期产品销售规范等,这些变化都将使这个行业的竞争更加有序,推动整个行业更加稳健发展。从中长期来看,保险行业的天花板是很高的。从目前的人均保费深度和密度情况来看,中国离发达国家还有非常大的差距。随着经济水平不断提升,人均保费深度和密度的提升,会带来行业景气度持续上升。

中国证券报:据了解,新基金鹏华价值远航6个月持有混合基金目前正在发行中。选择在2022年初发行新基金,是出于怎样的行情预判?

袁航:从当前节点来看,市场上存在着两类投资标的:一类标的从短期看是机会,但中长期是风险;另一类标的,短期可能是风险,但中长期却可能是机会。我的基金组合未来将会把主要精力放在后一类投资标的的研究上,通过审慎分析、合理推断、低估价格买入、耐心持有的方式,获取中长期的收益。这一选择可能在短周期内面临挑战,但相信长期坚持做正确的事情,有助于把握更确定、更充分的机遇。