

景顺长城基金鲍无可:

价值投资没有捷径 需独立思考耐得住寂寞

证券时报记者 杨波

股票市场持续震荡调整,景顺长城基金股票投资部总监、基金经理鲍无可因基金回撤较小、持续获得正收益,带来了较好的投资体验,日益受到投资者的关注和认可。

鲍无可从事证券基金业15年,拥有9年多投资经验。曾任平安证券研究所研究员、景顺长城基金研究员,2014年开始担任基金经理,目前在管7只基金,二季报显示,截至6月30日,其管理资产规模接近200亿元。在9年多的基金经理生涯中,鲍无可获得了优异的投资业绩,以他管理时间最长的景顺长城能源基建基金为例,从2014年6月到今年三季度末,该基金获得了333.71%的回报,年化回报为17.39%;该基金表现出较强的稳定性,近三年以来最大回撤为-8.91%,同期业绩比较基准的最大回撤为-31.57%,沪深300指数的最大回撤为-39.59%;在市场普跌的2022年,该基金收益率为1.09%,2023年前三季度其收益率为17.19%。

在公募基金整体强势的2019-2020年,鲍无可管理的基金表现较为普通,收益率略低于指数,他如何在近年来的熊市中再度脱颖而出?他的投资理念和投资体系有何独到之处?市场风格多变,他能否在未来的市场中持续胜出?证券时报记者日前独家专访了鲍无可,他毫无保留地道出了自己的投资成长之路,特别是其投资风格的嬗变迭代以及投资理念中的独家观点,相信可以给广大投资者以启发。

拒绝随波逐流

证券时报记者:你2008年初入行,当年市场暴跌,有什么印象?

鲍无可:那一年,市场表现非常极致,给我留下了深刻印象。我当时看机械行业,年底有一只机械行业的龙头股一个星期连续5天跌停,真有点惊心动魄的感觉,这让我对市场充满了敬畏。

证券时报记者:做研究员时,你推荐过什么公司?

鲍无可:记得刚入行时,我写的第一篇深度报告是分析一家公司的投资价值,后来这家公司被借壳了,让我认识到当年的分析有不少问题。过去的卖方报告更倾向关注公司的短期业绩,在分析公司的长期价值方面相对较弱。

这让当时的我认识到,在A股市场,博弈是常见的套路。作为一个投资新人,注意力容易被博弈的股票吸引,这些股票波动比较大,看上去机会很多。做得好,阶段性收获也会很大,所以不少人愿意参与博弈,但并不适合我。我在研究和投资过程中,慢慢找到适合自己的投资风格,就是价值投资。

A股市场是一个有效的市场,但同时也会发生定价错误,包括局部的定价错误,甚至某些时期整体的定价错误,然后再迎来市场价值的重新发现。这个过程其实给了做价值投资的空间。

但是做价值投资没有捷径,既需要积累深厚的研究能力,更需要强大的心理,要耐得住寂寞,敢于逆人性。所以,真正走价值投资这条路的人比较少,市场上只有10%-20%的股票适合做价值投资。

证券时报记者:你2014年开始开始管理能源基建基金,2015年行情非常极致,你业绩很好,回撤也相对比较小,你当时怎么操作?

鲍无可:我对这段经历至今仍记忆犹新。2015年第一周我排名很靠前,然后就不停地往后掉。二季度,我觉得创业板的泡沫非常大,就把组合中的创业板股票全部换成了银行股。没想到,5月是小股票涨得最疯狂的一个月,我的排名降到全市场后四分之一。6月中旬,市场开始暴跌,虽然我管的基金净值波动也很大,但整体跌幅比市场小很多。在市场最疯狂的时候,保持独立,不跟风,对我来说是非常宝贵的经验。

悟出市场底层逻辑

证券时报记者:2019年、2020年你的业绩排名在后二分之一,当时是否有压力?

鲍无可:这一时期公司没给我压力,但我自己压力很大,这促使我不停地去回顾、反思和感悟,试图搞明白市场的底层逻辑,到2021年,我感觉真正想清楚了。

证券时报记者:2021年你想清楚



景顺长城基金股票投资部总监 基金经理 鲍无可

“大规模基金必须赚企业价值创造的钱。随着管理资金规模扩大,我渐渐发现几十亿、上百亿规模的基金,进出个股的冲击成本很高,换手率不可能太高,很难在不同风格间自如切换,必须要赚企业价值创造的钱。所以,我们必须寻找最硬核的资产,在它估值合理或者便宜的时候买入。”

“优质公司往往不会给你一个非常便宜的价格。在壁垒跟估值面前,我过去选的是估值,喜欢寻找便宜的物超所值的标的,后来还是觉得应该投资壁垒高的资产,哪怕估值贵一点也没关系,可以靠时间去消化。反过来,如果只看估值不看壁垒,就会跟好公司失之交臂。”

“巴菲特已经90多岁了,做投资还在看10年之后的事情。我们做投资还是要看长期,盯着下个季度甚至下个月不太有意义。我现在管的规模比较大,本身我的理念也不可能再去卷公司的短期变化,而且我们都是买最优质的公司,不需要这么夸张的去做短期跟踪。不优秀的公司,容易超预期或超预期,变化才会大。”

景顺长城基金/供图 彭春霞/制图

了什么?

鲍无可:首先是大规模基金必须赚企业价值创造的钱。随着管理资金规模扩大,我渐渐发现几十亿、上百亿规模的基金,进出个股的冲击成本很高,换手率不可能太高,很难在不同风格间自如切换,必须要赚企业价值创造的钱。所以,我们必须寻找最硬核的资产,在它估值合理或者便宜的时候买入。

证券时报记者:最硬核的资产,往往估值不会太便宜。

鲍无可:关于选股,我想清楚的一个重要结论是:高壁垒比低估值更重要。2013年,在调研一家拟上市味业公司时,我就发现这家公司很好,2014年公司上市后定价比较高,我觉得偏贵,所以没买。从上市到现在,该公司上市以来的收益率比我组合的收益率高很多。

这个教训告诉我:优质公司往往不会给你一个非常便宜的价格。在壁垒跟估值面前,我过去选的是估值,喜欢寻找便宜的物超所值的标的,后来还是觉得应该投资壁垒高的资产,哪怕估值贵一点也没关系,可以靠时间去消化。反过来,如果只看估值不看壁垒,就会跟好公司失之交臂。

高壁垒是公司具有无可替代的优势,比如高端白酒领域,目前排第一的就是独一无二,很难再创造一个白酒品牌替代它。反之,比如制造业如果生产的是标准化产品,壁垒不高,很容易被替代,就不是一个好的商业模式。当然有些公司可以把标准化产品的成本做到非常低,这也是独特优势,这类公司也可以接受。只要公司能做到别人无法替代,无法复制,至少很难复制,就会形成较高的壁垒,就可能长时间保持较高的回报率。

证券时报记者:你对企业的商业模式有什么要求?

鲍无可:公司商业模式一定要清晰,一定要能创造自由现金流。好的商业模式能带来比较可观的自由现金流;不理想的商业模式,长期现金流比较差,公司需要用钱时只能增发股票或增加贷款,远期一定会摊薄股东的权益。部分光伏企业就面临这类问题,因为长期没有现金流,赚来的钱全部用作资本开支。我们喜欢有强劲自由现金流的公司,包括高净资产收益率、高股息率的公司,通常自由现金流都比较好。

证券时报记者:你在2021年想清楚之后,如何悟后起修的,当时有哪些实质性的改变?

鲍无可:2021年大家的注意力都集中在涨幅很大的核心资产上,很多人跟风去追核心资产,但我认为那时候核心资产的估值已经达到泡沫化的程度。另一方面,市场资金对一些有壁垒的公司视而不见,比如移动、通信类公司,壁垒很高,但当时根本没人关注,估值很低,非常有价值,所以我长期持有这些公司。

清晰认知自我 穿越博弈迷雾

证券时报记者:除了壁垒、估值,你是否关注行业和赛道?

鲍无可:机构投资者分析公司的维度差不多,主要是赛道、壁垒、公司治理、估值四个方面,只是各自的排序不

一样,我最关注的是壁垒和估值,再往下是公司治理一定要好,我们最不关注的是赛道,只要赛道还不错就行,并不要求行业增速特别高,短期爆发性增长的赛道,长期股价不见得就行。

证券时报记者:你为什么不追求赛道的机会?

鲍无可:赛道行情对我来说,从长期来看是无效的。钢铁行业是最典型的例子,一年全球要消耗70亿元的钢铁,这个赛道够大了,但国内最大的钢铁公司可能也就1000多亿元市值,为什么龙头公司市值与赛道差别那么大?主要是因为壁垒低,企业只能拼成本优势,所以行业前景远大,并不代表上市公司长期的市值一定大。相反,举个海外的例子,爱马仕的收入没有那么高,但市值很大,本质原因在于它是独一无二。

另外,赛道投资本质上更像资金推动的行情,短期可能有很大涨幅,但还会跌回来,比如光伏,去年一度涨得很猛,后来又跌下来。

证券时报记者:因此,你对赛道不会动心?

鲍无可:不是说赛道投资都不好,但它的有效性不强,较大规模的基金玩不转。你今天追一个赛道,过段时间又投入另一个赛道,不可能每次都押对,

这么多年来A股市场上没有人做赛道投资每次都对,一旦做错,对大规模基金来说,会比较被动。

同时,我自己觉得对自己的能力要有清晰的认知,知道自己面对整个市场时是无能为力的,既要有所有,更要有所不为。看到某条赛道涨很多,别人赚很多,如果不在自己的能力范围之内,也不要心动,要承认很多事情自己做不了,这个钱是人家该赚的,自己不伸手,也就不会被割。除非你能够看得很清楚,才能考虑上车。当概率比较大,比较有把握的时候,我们也会稍微参与一些,比如今年上半年的AI行情。

还有就是个人的精力是有限的,如果把主要精力都投入到博弈上,那我前面说到的10%-20%的价值投资的机会就把握不住,所以,还是要把有限的精力放到对优质公司的研究上。

赚大钱的 都是价值投资者

证券时报记者:你相信价值投资?

鲍无可:价值投资理念也不是年年都有效,但长期绝对有效。市场上错误定价时有发生,就有做价值投资的空间。环顾全球,靠炒股票赚大钱的人,都是价值投资者。最典型的是巴菲特,

中国很多赚大钱的人也都是做价值投资,比如前几年有人在港股市场买煤炭股,赚了很多倍,就是典型的价值投资。

证券时报记者:你怎么理解价值投资?

鲍无可:价值投资最重要的是安全边际,安全边际主要在两点:第一是壁垒一定要高,第二是估值不能太贵,一旦太贵说明隐含的风险较大,必须谨慎。

证券时报记者:对价值投资似乎各有不同的理解。

鲍无可:的确没有一个标准答案,但不管怎么样,价值投资的出发点是尽量不要赔钱,少赔钱,然后是赚钱。我天生就很厌恶亏钱,从做投资的第一天起,我就把不亏损放在首位。

证券时报记者:你强调复利,为什么?

鲍无可:复利很简单,就是不能造成巨额的亏损,因为亏太多很难扳回来。当然,也不会为了安全牺牲收益,有机会也不上车,如果有明确的机会也要重拳出击。比如我今年收益还不错,是否应该清仓或者把仓位降下来?我们反而是加仓了,因为判断有些公司有价值,有机会,该加就加。

证券时报记者:所以你很注重控制回撤?

鲍无可:资管行业存在的意义,就是让客户赚钱。我的性格也是不喜欢

弱市“保成立”优先 发起式基金频频登场

证券时报记者 赵梦桥

近期,在基金发行遇冷的背景下,发起式基金成为不少公司上新的选择。发起式基金具备“宽进严出”的特征:募资规模和认购户数门槛较低。但对于成立后的持营要求更为苛刻,多数基金如果不能跑出亮眼的成绩,那么成立三年后将不可避免沦为“迷你基”,倘若业绩不佳,基金管理人发起认购时的亏损甚至超过该基金的管理费收入,基金也会因此成为“负资产”。

发起式基金频频登场

10月伊始,就有交银医疗健康、天弘睿享3个月持有等四只发起式基金成立,当前还有包括长城国企优选、平安先进制造主题等发起式基金正在发行,以及银河国企主题等多只产品获批准发行,这也是近两年发起式基金热潮的延续。

由于这两年的A股行情走势颇为震荡,Wind数据显示,截至10月15日,今年以来新成立的发起式基金共有286只(仅统计A类份额),去年则成立了351只。而在2019年、2020年分别只有170只和200只成立。

发起式基金即募集规模不低于5000万元,基金管理人、高管或基金经理作为基金发起人认购不少于1000万元且持有期限不少于三年,满足上述条件的基金即可宣布发行募集成功,成为不少基金公司在行情清

淡时的“保成立”之选。

天相投顾认为,发起式基金的发行起点较低,通过发起式基金,基金可以在市场参与度较低时成功发行基金。等待未来市场转暖时,若发起式基金业绩出色,则基金公司可以扩大规模,提高市场占有率和知名度。

上海证券基金评价研究中心业务负责人刘亦干也表示,相比于其他类型的基金,发起式基金的审批流程较快,发行难度大大降低,可在一定程度上缓解发行压力。

勉强成立且风险后置

然而,较低的门槛也意味着不少基金产品压线成立。9月20日,国泰君安新材料混合型发起式基金公告,该基金首发最终规模为1000.998814万份,其中基金管理人国泰君安资管自有资金认购1000.9万份。由于该基金的募集期仅9月15日一天,且有效认购户数仅2户,前述数据也意味着,剔除公司自购金额外和认购费率外,该基金首发当日,仅1名客户买了1000元。

年内新成立的发起式基金中,有105只认购户数在100户以下,不足10户的也有56只,其中,金鹰添兴一年定开、国泰君安创新成长等11只基金经理作为基金发起人认购不少于1000万元且持有期限不少于三年,满足上述条件的基金即可宣布发行募集成功,成为不少基金公司在行情清

淡时,还有一些发起式基金成立后追逐者寥寥,截至二季度末,

有319只产品持有人户数不足100人,其中上述机构定制债基居多。但也不乏主动权益类产品长期无人问津,如成立于2020年8月的太平智选一年定开,虽然过去三年内数次开放申购赎回,但股东人数和基金份额一直未有变动,两家机构连续多个季度合计持有5.09亿份。此外,还有富国融泰三个月定开、国泰君安价值精选等成立一年以上的混合型基金持有人不足10户,多只产品持有人名单中,仅剩基金管理人一家势力维持。

业内人士表示,发起式基金在发行端低门槛的同时,实际将风险后置,基金的清盘标准也更为严格:基金成立满三年后,若基金规模低于两亿元,基金合同自动终止,且不得通过召开基金份额持有人大会延续基金合同期限。因此,对规模的考核让发起式基金只能成为基金公司保成立的权宜之计。

还有华东某公募人士表示,发起式基金发行需要公司和基金经理自掏腰包支持,这意味着基金的募集本就有一定困难。“不少发起式基金是为了培养新人,或者布局新赛道,或者弥补机构在渠道方面的短板。”

多只产品沦为“负资产”

从规模来看,中欧时代先锋、兴全新视野以及广发高端制造等也都是发起式基金,且成立以来被个人投资者持续加购,成长为百亿规模的明

亏钱,宁愿少赚钱也不愿意亏钱,特别不能接受比较大幅的亏损。刚开始,因为谨慎我可能会错过一些收益,导致排名不那么显眼,但这么多年下来,越来越觉得这样做是对的。

不用过度关注 短期基本面变化

证券时报记者:公募基金投资行业是不是越来越卷?

鲍无可:互联网时代,信息传递很快,卷的其中一个表现是过度关注短期基本面的变化,有时候是在做无用功。这么短期的基本面变化,对股价影响真有这么大吗?

巴菲特已经90多岁了,做投资还在看10年之后的事情。我们做投资还是要看长期,盯着下个季度甚至下个月不太有意义。我现在管的规模比较大,本身我的理念也不可能再去卷公司的短期变化,而且我们都是买最优质的公司,不需要这么夸张的去做短期跟踪。不优秀的公司,容易超预期或超预期,变化才会大。

证券时报记者:怎样才能成为优秀的基金经理?

鲍无可:第一是应该给客户赚钱,信托责任是第一位的,要把客户的利益放在自己的利益之上。其次才是投资理念和投资方法,没有信托责任,很难成为优秀的基金经理。

证券时报记者:是否有信心继续保持目前的业绩?

鲍无可:未来是不可知的,充满了随机性,很难有清晰的判断,特别是现在各方面都比较困难,无论市场、经济的走向都不好判断。但我们会坚守自己的底线,投资最优质的公司,力争保持中等偏上的业绩水平。

证券时报记者:未来你看好什么行业?

鲍无可:中国现在是资本过剩,资本过剩加剧了竞争,影响了所有行业的盈利能力。我们看好能源相关的机会,资源不可复制,而且资源是全球需求推动的,全球经济是向上的,中国以外的大多数国家都在通胀,今年中国经济从总体上来讲也不差。

