

傅友兴:重剑无锋 追求深度研究之上的价值投资

□本报记者 万宇



傅友兴,现任广发基金管理有限公司价值投资部总经理,也是广发稳健混合和广发优企精选混合基金的基金经理。证券从业年限16年,投研经验丰富,擅长管理价值稳健型权益产品,在不同的市场环境下,灵活运用自上而下和自下而上的方法进行择时和选股。

用宏观视角审视行业价值

在广发基金,傅友兴爱读书是出了名的。早在2006年,他刚刚进入公司时,下班后经常会留在办公室看书。一方面,阅读已经成为他生活中的习惯之一。另一方面,在从事投资以后,阅读也是傅友兴汲取知识的首选途径。

对傅友兴投资影响最大的一本书就是美国GMO主席杰瑞米·格兰桑所著的《每季度评论》。与巴菲特不同,格兰桑在公司的季度报告中更多地着眼于经济层面的分析,与其说他是一位投资家,不如说他是一位经济学家。从宏观的视角去做投资,让格兰桑拥有非常强烈的避险意识,而这也是傅友兴在投资当中一直希望秉承的气质。

傅友兴曾担任广发基金研究发展部总经理,从事宏观策略研究的时间长达4年之久。这一特殊的背景,让傅友兴对宏观走势、系统性风险以及大类资产的轮换有着更加灵敏的嗅觉,这也成为他在剧烈动荡的A股市场中进退自如的一门内功。

2015年底,傅友兴发现,在全球通缩严重的背景之下,日本、欧洲等国家的10年期国债收益率降至前所未有的低位,黄金价格已经跌到1100美元,这个价格对国内包括全球主流

黄金股而言都是盈亏平衡点,下跌空间很小。根据其黄金历史走势的研究,在1929年至1932年美国大萧条时期,黄金价格在特定阶段有较好的机会。通过调研国内四、五家金矿企业,傅友兴发现,1100美元正是金矿企业的重置成本,假设黄金价格上涨到1300-1400美元,黄金股的盈利弹性很大。通过对黄金产量的产量、不同价格的盈利预期进行评估后,他判断黄金价格可能会进入上涨通道。于是,从2015年年底开始,广发稳健增长前十大重仓股中较大比例出现了黄金股的身影,2016年山东黄金涨幅超过70%,同期沪深300指数下跌超过11%。

这种从宏观视角评估行业配置价值的思维,也体现在今年广发稳健增长的组合结构上。今年年初,傅友兴认为,这一轮地产周期已经上行两年,可能要往下走,对宏观形势的判断相对要谨慎一点,于是减持了定制家居、家电类股票,配置了更多受经济下行周期影响小的行业,包括消费、医药、轻工、新能源等。随后在金融去杠杆的政策背景下,A股2018年经历了一波不小的调整,而傅友兴由于踩准了医药股的节奏,在今年下跌的市场中较好地控制了回撤。

三大维度选出“好公司”

在国内市场,我们习惯上会把价值型投资和成长型投资视为两个独立的领域。但作为价值投资者,傅友兴却认为,成长是价值的一部分,价值不断增长的公司,才是好公司。在华尔街市场,约翰·涅夫专注于挖掘低市盈率、高分红的品种,巴菲特偏爱以合理价格买入优秀企业,投资方法虽因个人风格、能力有所差异,但本质上都是价值投资。

“有些人喜欢成长性很高的‘快公司’,有些人喜欢风险很低的‘稳公司’,而我比较喜欢ROIC(投入资本回报率)较高的‘好公司’。”在傅友兴看来,好公司有三大标准,相应地,投资也分三步来完成。第一步,从定量角度筛选高ROE、高ROIC、财务稳健的公司,结合对其竞争优势、行业地位及发展空间的分析,筛选出优秀好公司;第二步是从定性角度选择优秀的、追求企业长期利益的管理层,而且管理层的利益诉求必须与中小股东一致,这样公司才不会发生利益漏出的情况;第三步则是以低估的价格买入。“买入价格是决定收益的最主要因素之一。在价格低于企业内在价值时进场,可以对我们的投资提供比较好的安全保护。”

在买入“好公司”之后,傅友兴温和和内敛的个性也让他能够在投资中能够沉得住气,坚守价值。基金季报显示,广发稳健增长持有宇通客车、通

化东宝、紫金矿业、航民股份、山东黄金长达4年;广发优企精选自基金2016年8月成立就持有通化东宝,长春高新。

傅友兴的选股能力也经受住了时间的考验。兴业证券在对广发稳健增长的持仓长期跟踪后发现,基金经理选股能力显著,组合重仓股中长期回报优异。从平均持有收益测算,广发稳健增长重仓股几乎都获得了正收益。其中,通化东宝、宇通客车、长春高新等14只股票的持有收益均超过50%,索菲亚、广电运通、国机汽车的收益率超过100%。

岁末正是布局新一年投资机遇的节点,傅友兴认为,A股市场已进入长期战略看多的区间。“从宏观经济面看,导致今年股市持续调整的主要因素是经济增速的放缓,经济下行导致企业盈利增速放缓,但这些负面因素在今年市场的下跌中释放得比较充分;从政策面看,相比前三个季度,四季度以来的政策取向有明显的纠偏动作,市场情绪存在阶段性修复的需求;从估值水平看,目前沪深300静态市盈率10.5倍,中证500静态市盈率16.5倍,与历次市场底部相比均处于较低水平。”

傅友兴认为,在A股估值处于历史底部区域时,优选行业中具有核心竞争力、盈利能力稳定增长的优质企业,预计能获得不错的长期回报。

“桃李不言,下自成蹊”。史学家司马迁的这句名言,用在广发稳健增长基金经理傅友兴身上再贴切不过。“傅老师很实在,待人温和。他热爱阅读,虽然话不多,却是一个喜欢思考的人。”熟悉傅友兴的人,都喜欢用“温文尔雅”、“谦谦君子”来形容他。如同他性格中的自谦内敛,傅友兴在投资上也“稳健”的风格贯穿始终。

稳健派选手在投资中更看重长期收益,他们往往更加淡定从容。面对市场剧烈动荡,他们坚守内心深处的信念,在跌宕起伏的市场中守候稳健回报的星星之火。傅友兴从事投研工作已经有16年,在他的职业生涯中,见证过牛市的狂热,也经历过熊市的震荡。虽然不露锋芒,却在排名兴替的基金行业中稳步前行。华宝证券统计数据显示,截至12月19日,广发稳健增长自傅友兴管理以来共获得64.87%的收益,广发优企精选共获得19.43%的收益,两只产品在全部主动管理型权益类基金中均排在前10%的位置。并且,在震荡下行的行情下,两只基金都表现出了良好的抗跌性,在同风格的基金中排名均处于前20%的位置。

价值投资的本质就是逆向投资

尽管傅友兴进入基金行业已有16年,但是此前十几年的时间,他一直从事研究工作,直到2014年12月8日,傅友兴接手广发稳健增长,才真正开始了自己的投资生涯。而前几年,正是中国股市波动最大的时候。彼时,上证综指刚好冲破3000点,准备向牛市高点奋进,而在4年后的今天,上证综指却挣扎在2500点附近,指数下跌了13%,傅友兴管理的广发稳健增长仍然录得64.87%的正收益,年化收益率为13.44%。值得一提的是,2016年沪深300指数下跌11.28%,广发稳健增长逆势获得0.6%的正收益,排名同类基金前15%。

经历了市场风云变幻,却仍然能为持有人带来持续的正收益,傅友兴自然有自己的投资原则,第一条就是逆向思维。美国著名的金融家伯纳德·巴鲁克在其自传中有一句话,“群体疯狂行为在股市中时常发生。而且这些群体疯狂行为在人类历史上一再重复,发生的频率如此之繁,说明它们一定反映了人类天性中具有某种根深蒂固的特质”。

这句话对傅友兴影响至深。傅友兴认为:“巴鲁克提出利用群体疯狂的弱点战胜市场的方法就是要逆向投资。而能否做到逆向投资,其主观前提是能否坚持独立思考。”他指出,在投资者情绪乐观、市场持续上涨且估值较高的时候,基金经理要对市场比较谨慎。而在市场持续下跌,或者发现市场估值已经跌到与历史几次低点底部比较接近的时候,作为基金管理人则要勇于坚持与大多数人不一样的观点,以更乐观的态度在悲观的氛围中寻找低估或者获利的机会。

例如,在2015年上半年上证指数从4000点向5000点加速上涨过程中,傅友兴逆市减仓,将广发稳健增长的股票仓位降至43.54%,降低了市场暴跌对基金净值的冲击。傅友兴的这次操作绝非运气,他当时计算发现,上证指数逼近5000点时,A股总市值是当年GDP的120%左右。在此之前他研究A股历史发现,2007年10月上证指数逼近6000点时,当时A股总市值占当年GDP的比例也是120%。此外,他发现海外书籍中也描述了市场高点时的特征。傅友兴解释,美股2000年出现泡沫时,股票市值占当年GDP的比例会更高一点,最高曾飙到150%,这个指标说明整个市场估值处于一个明显高估状态;同时,这种现象一旦伴随市场波动明显加大,就是内在风险可能要暴露的时候,而当时的A股恰恰就出现了这两大特征,这为他的逆势减仓提供了有力的逻辑支撑。

第二条原则就是投资被市场低估的优质企业。傅友兴是价值投资的忠实拥趸。他认为,投资收益来源于企业价值本身,以相对于企业价值低估的价格投资于竞争壁垒强的优质企业,是获取投资收益的有效途径。因此,在管理产品时,他更多的是通过自下而上筛选不同行业的优质公司,等待股价出现低估的机会,再进行买入。并且,在管理的过程中,傅友兴也会根据股价的变化,以及上市公司经营基本面的变化,对持仓的组合进行定期调整,确保基金持有的股票具有较好的风险收益比,能够在中长期为持有人实现比较好的投资回报。