

李巍:洞悉企业本质是长期投资基础

□本报记者 万宇

李巍,理学硕士。14年证券从业经验,12年投资管理经验。现任广发基金管理有限公司策略投资部副总经理,担任广发制造业精选、广发新兴产业精选、广发新兴成长、广发优选等主动权益产品的基金经理。



不断进化投资方法

作为一名有12年投资经验的基金经理,李巍是基金行业的一名“老兵”,并取得了不错的业绩。但在最近几年,李巍仍不断反思,希望进化和完善自身的投资框架,力求通过主动投资创造超额收益。

“相对于价值投资,我更加偏爱挖掘成长股,我定义自己是一个坚定的成长股投资选手。”这是在2015年以前李巍对自己风格的定义。自2005年7月入行后,他先后担任医药、交运行业研究员,并于2011年9月开始管理公募基金。随后的五年,李巍在市场空间大、行业景气度高的信息安全、环保、军工、消费、医药等五大行业中挑选盈利高速增长的股票,获得同类相对领先的投资业绩。

进入2016年,李巍这种偏爱成长股的风格遇到了新的挑战。“一方面,保险资管、银行理财资金、产业资本等机构资金陆续入市,市场的投资氛围向价值投资回归;另一方面,中国经济增速放缓,由增量经济变成存量经济,高速增长的领域越来越少,很难找到风口型的高成长行业。”李巍意识到,自己需要调整策略,将价值股和周期股纳入投资框架中。

回过头来看,2017年正是价值投资回归的一年,当年表现最亮眼的是低估值、低PEG的蓝筹股和白马股。这一年,李巍花了很多时间和精力研究价值股和周期股,逐步补齐了自己的知识短板。“我原来完全不买周期股,但后来我的知识体系越来越全面,如果周期有机会,未来还是能抓住。”在不断琢磨周期企业的过程中,李巍也有了“成功的初体验”,如2017年上半年买有色,下半年配置钢铁,均给组合带来了超额收益。

原以为补足周期短板后,就足以应对市场风格变化带来的新挑战。但2018年,A股出现戴维斯双杀效应,李巍曾经定义的行业景气度高、盈利高增长、管理层出色的好公司同样无法抵御市场的下跌,盈利预期下调,估值从30倍大幅下滑至15~20倍。与此同时,另一类稳定增长的标的却获得市场资金的追捧——这类企业的净资产收益率(ROE)为15%~20%,但投入资本回报率(ROIC)也超过15%,每年能保持稳定的盈利能力,市场给予30~40倍估值。

同样是增速15%~20%的两家企业,为何估值会有这么大的差异?估值定价差异背后,反映的是企业商业模式的差异。李巍说,2018年以来,他开始从更深层次思考投资本质的问题,包括企业的商业模式,如何给不同商业模式、不同竞争格局的股票进行准确定价,评估企业内在价值的方式和视角也有了全新的改变。

“资产管理有两大本质:一是给资产定价,二是给客户赚钱。围绕这两大特点,我们将策略投资部的目标确定为做伟大企业的持有者,做投资者财富的创造者。”广发基金策略投资部副总经理李巍有12年投资管理经验,在多年的摸爬滚打中对投资的本质以及目标有了深刻的理解。在他看来,价值投资的本质是买入伟大的企业并坚定持有,注重企业长期价值、独特的商业模式以及护城河。对基金经理而言,投资的出发点是为投资人创造价值,而不是博取行业的相对排名。

从2005年7月进入证券行业以来,李巍先后经历了“五朵金花”、“喝酒吃药”、“互联网+”等成长股牛市行情,他在符合经济结构转型、长期趋势向好的高增长行业中精选个股,在高弹性的市场波动中获得了较高回报。但在经历了近几年的牛熊转换后,李巍意识到盈亏同源,高收益背后隐含着高风险。在选择投资标的时,不仅要考虑企业利润增速、估值水平、行业空间和竞争格局,还要关注企业增长的质量和波动性、商业模式的稳定性、股东回报等诸多重要因素。

洞悉企业商业本质

“每个人看到的世界都是不一样的,每个人对同一投资机会的认知也分不同的维度,不同维度的认知意味着各自完全不同的胜率选择,并最终获取不同的结果。”李巍坦言,自己刚入行时,选择个股时更看重企业未来两三年的利润增速,觉得企业利润能够持续增长,就可以给合适的市盈率。但他后来发现,有些企业在经济向好时能给人广阔的想象空间,但其商业模式决定了企业的长期前景并不乐观,自然无法抵御经济周期的波动。

过去几年,A股市场一直处于存量调整阶段,李巍也在不断复盘自己过去多年的投资,反思哪里犯错,想清楚问题主要存在哪些地方,并不断完善自己的投资框架。“过去重点关注利润增速,对企业商业模式、竞争格局以及产业变化趋势的认知不够深入和全面。”在指数一路下跌的2018年,李巍深入研究了几百家企业的财务报表,尤其是过去关注较少的资产负债表和现金流量表,使他对企业的商业模式、行业周期、竞争格局等有了深入的理解。

如今,李巍在投资中会花更多精力去思考每家公司盈利的本质,只有看清楚本质,才能够比较出公司的优劣。“不同行业公司的

资产负债表差异很大,他们是用不同的资产在赚钱。”李巍举例,制造业的资产更多是来自于固定资产,所以大部分制造业公司的固定资产特别重,找到一个轻资产的制造业公司就特别难得。消费品公司ROE比较高,是因为消费品有很大两块隐形资产没有体现在资产负债表上,一个是品牌力,一个是渠道。

结合自身的投资实践,李巍坦言,过于关注企业盈利而忽视企业商业本质的投资模式,是其在2018年业绩表现不佳的主要原因。他深刻意识到,价值投资的本质是看企业的长期价值,看企业的商业模式和护城河,这决定企业能否长期为股东实现稳定的增长。“当基金经理对企业的认识上升到商业本质这个层面时,对企业价值增长的把握就胸有成竹了,而这才是长期投资的基础。”

这种选股理念的变化也体现在李巍调研上市公司的细节上。以前,他在调研时最常问的问题是业务前景、竞争对手、企业经营策略等。如今,他从企业研究的角度出发,寻找影响财务报表的各种因素,例如,哪些成本变化会对公司的成本结构、毛利率产生影响;人力成本增长与人均产出之间的关系;企业与客户结算的周期,与公司应收账款的周转率是否匹配等。

合理价格买入获取超额收益

投资大师查理·芒格的一句经典名言是:“以合理价格买入伟大公司的股票要好于超低价格买入普通公司的股票。”买入价格对于基金组合管理的意义,李巍在近几年的投资中有了更深刻的认知和体会。

“以前我总觉得好公司很难等到合适的买入价格,愿意以时间换空间。但后来我发现,即便是优质的公司,如果出价过高,也需要长时间来消化估值压力。”李巍介绍,2015年以新兴产业为代表的成长股牛市中,好公司的价格都比较高。但在增量资金涌入、投机氛围浓厚的市场环境下,每一笔买入在短期内都能获得赚钱效应,驱动企业估值进一步抬升。但如今回过头来看,牛市退潮后,那一批曾经被资金疯抢的好公司,用了很长时间消化高估值压力。

“市盈率是一个简化的定价模式,不同市盈率背后有着丰富的内涵。对于同等盈利增速的企业,市场给的估值不同,这是因为企业的商业模式有着显著差异,它们是用不同的资产在赚钱。”为了更准确地评估企业的价值,李巍所领衔的策略投资部建立了行业比较体系和个股评估体系,前者是基于行业生命周期、景气度、天花板、未来的催化剂等指标评估行业的增长;后者则是从公司治理角度、企业商业模式、财务稳健等十几个指标对个股进行量化评估。借助这两大体系,策略投资部将不同行业、不同公司的风险收益特征准确刻画出来。

“根据公司自建的评估体系和评估标准,我们会对企业的内在价值进行相对全面的定价和评估。”李巍介绍,他们通过企业所处的行业周期趋势、竞争格局、治理结构、管理层、商业模式、财务特点等对企业进行全方位评估,尽可能理解市场给予不同公司不同定价的模式,再结合自身和市场主流价

值观,寻找被错误定价或未来有望带来稳定持续收益的标的,这是策略投资部主动管理的超额收益来源。

记者了解到,广发基金建立的个股评估体系包括定量和定性两大维度。其中,定量分为运营效率、资本结构、盈利能力、成长能力、现金流质量、治理结构等;定性指标则结合行业特征而各有不同,如消费品行业会评估品牌力、渠道力、产品力,制造业会更注重成本控制、新产品、研发投入等指标,TMT行业则重点考察平台型、研发投入、人均产出等。

借助行业评估体系和个股评估体系,李巍管理的基金在今年年初即确定了四个配置方向:一是对冲经济下行压力的政策支持板块,如地产、基建、新能源、5G等;二是需求相对稳定的大众消费品行业;三是长期发展空间广阔、估值回到合理区间的新兴成长股,如企业级应用、云计算等TMT行业的细分品种;四是行业基本面从底部开始反转的行业,如养殖业、电子、汽车等。这些行业在今年以来表现亮眼,涨幅居前。得益于前瞻布局,由李巍管理的广发制造业精选、广发新兴产业精选净值自今年初至3月6日净值分别上涨29.91%和31.66%,同期沪深300指数涨幅为27.82%。

经历多轮跌宕起伏的牛熊周期后,李巍深刻地意识到,可持续的投资回报来源于企业价值增长,尤其是利润增长带来的价值增长。因此,研究和投资必须以基本面为依据,重视企业的长期价值,关注公司的价值变化。如今的他,不仅深入剖析企业的内在价值,也高度重视机会背后的风险,强调以合适的价格持有伟大的企业。大道至简,李巍希望通过长期投资基本面优秀的企业,帮助客户分享企业利润增长和价值增长所带来的长期回报。