

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。

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



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”,并取得了不错的历史业绩。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。