

广发基金李耀柱:

抓住消费升级机遇 分享优秀企业成长收益

□本报记者 万宇



李耀柱:香港科技大学金融数学与统计硕士,8年证券从业经验,现任广发基金国际业务部副总经理,管理广发科技动力、广发沪港深新起点等基金。曾任广发基金中央交易室交易员、投资经理助理、国际业务部研究员及基金经理助理。

宏观环境为消费升级提供有力支撑

中国证券报:近年来,宏观经济由高速增长向中高速增长转变。这对消费行业的成长趋势是否会产生影响?

李耀柱:在很多人的认知中,消费是弱周期行业,受经济周期的影响很小。其实消费品的表现与经济周期高度相关,其大周期也是由宏观环境造就的。从海外市场来看,彼得·林奇以投资消费类成长股著称,业绩最出色的那一段就是美国上世纪80年代“婴儿潮”出现时期。与此作为对比的是,日本有一批具有多年品牌口碑的消费品公司,股价在上世纪90年代以来持续低迷,核心背景就是日本经济泡沫破裂后,叠加人口老龄化和CPI持续下降,消费品行业盈利增长缓慢。从细分品类看,过去20多年日本各品类消费中,服装鞋帽、烟酒饮料、休闲文化不升反降,涨幅较大的是通讯、医疗保健、居住。

从中国消费行业的宏观背景来看,从上世纪80年代到2010年以前,中国消费品行业保持高速增长态势,其大背景是中国处于城镇化高速发展时期和人口红利集中释放期,在经济高景气下CPI连续上行。在这个阶段,消费品行业从没有品牌到品牌化,只要是具有品牌的消费品公司,通过产品创新和渠道扩张,都实现了高速发展。例如,国内某乳制品企业正是在将没有品牌化的区域牛奶变成有品牌化的常温液态奶的过程中,实现了市场份额和盈利能力的高速增长。

但在近几年,消费行业面临的宏观环境发生了变化,一是人口红利效应在弱化,社会人口结构呈现老年化趋势;二是经济增速向下压力背景下的CPI下行。随着人口红利逐渐削弱,消费量整体略有下降;但同时,消费的品质在提升。这是因为在人口老龄化的环境下,资本回报率会下降,劳动力的回报率提升。对消费

者而言,消费需求的层次会提升,物质消费会更重视质量和舒适度,文化、娱乐、电影、出游等精神消费需求会更加多元。

总体看,消费品行业的发展已从渗透率阶段过渡到市占率,从渠道扩张进入到品类升级阶段。也就是说,上一阶段是从没有品牌到品牌意识的崛起,品牌企业依靠固有的老产品通过渠道扩张实现增长。但现在是品牌之间的优胜劣汰,比拼的是哪家企业具有更好的产品创新能力,从而在行业竞争中争取到更多的市场份额。在这个阶段,有些龙头企业会继续做大市场份额,但也会有一些细分领域的新需求会涌现。

中国证券报:市场曾一度讨论消费升级和消费降级,如何看待消费行业今年的市场表现?

李耀柱:从消费行业的发展趋势来看,宏观经济增速下降、居民个人杠杆提升等因素,确实会抑制总体的消费需求。但是,居民对产品质量和生活品质的要求在逐渐提高。因此,在消费领域未来会看到的趋势是:总量略有下降,但结构在升级。换句话说,中高端消费具有较强的韧性,代表品质消费的企业依然能保持比较好的盈利增长,这是由居民消费升级需求的特点所决定的。

站在当前时点来看,有两个因素会影响消费行业的表现。一是宏观经济环境,今年房地产投资增速向上、一线城市二手房市场回暖、股市向好等多重利好高端消费的迹象再次出现,预计高端消费从二季度逐步向好。二是政策因素。减税降费政策在4、5月相继落地,对消费刺激效果会逐步显现。从消费行业来看,高端消费与周期性消费品有望率先回暖,大众消费后续有望接棒,汽车、白酒、社服等板块有望率先反应,随后家电、轻工、零售、纺织服装等带动消费全面复苏。

ROE稳定、壁垒强的消费品值得长期投资

中国证券报:广发消费升级股票型基金正在发行,产品成立后会采取什么样的投资策略?

李耀柱:广发消费升级是股票型基金,主要投资A股和港股的消费企业,权益投资比例为80%—95%。其中,港股的投资比例为0—50%。开年以来,A股主流核心指数都经历了25%以上的上涨,经过前期的预期上调和估值修复,目前消费行业价格大多趋于合理,明显被低估的优质消费品企业减少。

从中长期来看,尽管目前大多消费品行业已进入成熟阶段,但子行业仍有成长空间,渗透率(集中度)仍有提升空间的消费品企业仍有较大的成长机会。从投资方向看,我们重点关注消费升级时代的投资机遇,包括食品饮料、家电、纺织服装、医药、家具等板块,也包括游戏、娱乐等虚拟消费的机会。其中,景气度向上、长期ROE稳定且拥有深厚壁垒的消费品企业值得长期投资。

中国证券报:消费品包括很多细分子行业,如何评估消费品企业的投资价值?

李耀柱:消费品行业的投资价值可从三个维度分析:商业模式、护城河、管理层。从商业模式看,子行业属性不同造成其发展空间及拓展模式的不同。例如,食品饮料、个人护理类等对品质安全确定性诉求更强,容易

形成行业集中;服装及其他装饰性需求的消费品对个性化诉求高,单一品牌空间受限。

其次,企业的护城河。消费品企业的竞争壁垒分为无形资产(品牌、专利、牌照)、成本优势(规模、技术、区位)、转换成本、网络效应、有效规模等。其中,企业的产品或服务是否有差异性、企业是否具有成本领先优势非常关键。

第三是看企业的管理层。消费领域行业趋势变化比较快,优秀的管理层能够提前预判行业发展趋势并提前进行创新,包括组织结构的创新、经营战略的创新等,带领企业在激烈的竞争中获得更多的市场份额。

中国证券报:早在2012年,广发基金就布局了专门投资A股的消费品基金,长期业绩领先。广发基金在消费品领域配备的团队如何?

李耀柱:广发基金对消费行业的研究特点是广覆盖、深研究。第一,搭建行业中观数据库,跟踪和比较各个消费子行业的景气度,自上而下把握子行业的机会。第二,在沪港深市场配备10名以上消费行业研究员,他们毕业于清华、北大等名校,部分成员有卖方研究和产业研究背景,在消费细分子领域具有多年研究经验。在深度研究的基础上,近几年把握了消费细分领域的机会,如我武生物、山东药玻、洽洽食品、广州酒家等基金重仓股,均获得显著的超额收益。

消费行业 是孕育长期牛股的肥沃土壤

中国证券报:投资收益的主要来源是什么?

李耀柱:芒格说过一句话,我们的目标是以合理的价格买到优秀的企业,而不是以便宜的价格买进平庸的企业。我非常认同这句话,优秀的企业自身会创造巨大的阿尔法收益,我们要做的就是识别出优秀企业,以合理的价格买入并长期持有,分享企业价值增长带来的回报。在走上基金经理的岗位之前,我曾有4年交易员的工作经验,对市场趋势、资金的边际变化等比较敏感。但我始终认为,交易创造的收益远远不如企业成长带来的收益。因此,我相信优秀企业创造价值的能力,坚持买好公司,在企业成长中获取超额收益。

中国证券报:哪些行业具有培育优秀企业的土壤,能够持续创造阿尔法?

李耀柱:自2001年至今年4月23日,A股市场涨幅超10倍的股票共有83只。其中,医药生物20家、食品饮料7家、农林牧渔3家、家用电器4家、商业贸易1家,合计35家,占比42%。消费行业容易出牛股,核心在于消费行业具有较好的长期成长空间。不论是从GDP构成还是从增速拉动贡献,内需的权重均在提升,且该趋势在未来较长一段时间会持续存在,消费行业仍将维持较好的景气度和发展环境,具有较好的成长空间。

消费行业历来是孕育长期牛股的肥沃土壤,但只有深入研究、理解透彻,投资者才能坚持长期持有,真正分享到企业的价值增长。从投资本质看,买优质的消费品企业,本质上是买它们的价值创造能力。消费各个子行业的龙头公司竞争力很强,它们在品牌、渠道、产品、研发等方面已经形成比较强的“马太效应”,能够不断地抢占竞争对手的市场份额。即便是行业景气度低迷,龙头企业依然能实现增长。

中国证券报:基金经理偏爱消费股,其中一个原因是盈利的稳定性和持续性。消费领域的哪些细分子行业属于能带来稳定回报的资产?

李耀柱:从大消费范畴来看,部分资产与经济周期具有较大的相关性,如汽车是典型的早周期行业,白酒则是经济后周期行业。从企业盈利的持续性和稳定性来看,白酒、部分小食品、家电、医药中的政策免疫类品种,都是能提供相对持续稳定回报的资产,也是我们重点覆盖的子行业。

以家电为例,子行业中白色家电的供需格局非常稳定,每年创造的现金流回报非常好,只要在较低的估值买入,即使只是获取分红收益,也能实现比较稳定的回报。此外,子行业中小家电处于消费升级和品牌集中度提升的过程中,龙头企业具有较好的投资机会。消费升级的趋势在小食品领域也存在。例如,某些企业的产品具有非常稳定的市占率,近年来其利用渠道优势引入或开发新的产品,通过产品结构升级实现持续增长。

在公募基金行业内,罕见有基金经理能够集研究经验和交易实战经验于一身,广发基金国际业务部副总经理李耀柱就是其中一位。他不仅有4年交易员背景,对市场趋势和热点变化嗅觉敏锐;同时,他坚持价值投资和深度研究,深信优秀企业自身能够创造巨大的阿尔法收益。基于此,他在投资中更加注重寻求基本面与技术面共振的投资机会。

如何识别能创造阿尔法的优秀企业?李耀柱认为,优秀企业至少要满足三个要素:好的赛道、独特的竞争壁垒、优秀的管理层。其中,具有深厚壁垒的消费龙头企业以及新兴消费的细分领域龙头是优秀企业的集中地。目前正在发行的广发消费升级股票型基金,将重点选择具有长期成长性、盈利稳定的消费品企业进行长期持有。