

广发基金李巍:多维度掘金科创机遇

□本报记者 万宇

李巍,理学硕士。近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、广发新兴产业精选等主动权益基金的基金经理。



谈经验:多维度评估企业价值

中国证券报:您如何看待科技企业?过往有哪些相关投资经验?

李巍:我是一个天性充满好奇心和热情的人,对新技术、新兴事物抱有浓厚的兴趣。入行以来,我内心一直有着一个朴素的理念:投资要顺势而为,要在符合社会和产业发展趋势的领域中寻找成长型公司。我会设想社会未来发展的图景,哪些产品或服务可以带来生产方式的变革,提升生产力水平,哪些可以给我们带来更好的生活和生命体验。筛选下来,发现挑出来的标的主要都是技术型企业。长期研究和跟踪这些领域让我对科技型企业更熟悉,更有感觉,也更愿意花精力专注于此,而我获得的回报也不错。

在我的投资框架中,科技型企业是指通过最新科技手段为人们提供产品和服务,以期让人们获得更好的工作、生活和生命体验的企业。这不仅包括直接提供产品和服务的企业,也包括那些为其提供技术支持、元器件及原材料供应的企业。从历史持仓看,我对电子信息、计算机、通信等行业具有明显偏好,自2012年以来陆续持有多只电子、计算机行业的牛股。

中国证券报:多年扎根成长股研究和投资,您是否建立了一套成熟的投资体系?

李巍:2005年入行以来,我坚信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。长期投资基本面优秀的企业,可以分享其利润增长和价值增长所带来的市值增长。就投资方法而言,我的投资体系经历了三个阶段的迭代与升级。

第一阶段是2005年至2010年,以稳定增长的成长股为主。2005年7月,我就职于广发证券自营投资部,担任医药研究员及投资经理。在此期间,我在稳定增长的消费和医药领域挖掘了一批牛股,例如,2005年入行时推荐的云南白药,截至2010年年中的累计涨幅超过700%。

第二阶段是2011年至2015年,自下而上精选高速增长的新兴成长股。2011年,国家出台了战略性新兴产业规划,当时我将精力集中在市场空间大、行业景气度高的信息技术、新材料、高端装备、节能环保、新能源五大行业。选股更看重企业未来两三年利润增速,觉得企业利润能够保持持续增长,就可以给合适的市盈率。

第三阶段是2016年以来,构建自上而下与自下而上相结合的资产定价体系。2016年至2017年价值投资风格盛行,成长风格股票表现低迷,即便是选择了行业中最优秀的公司,给股东带来的回报也不是很令人满意。我对自己的投资体系进行反思,我发现,宏观经济、行业以及公司都有自身的发展周期,评估企业价值的维度要更加多元。我们不仅要看未来两三年的利润增长,也要评估产业变化趋势、行业周期、企业的商业模式、竞争格局、增长的稳定性等,这些都会影响到企业的长期价值。基于此,我们构建了一套资产定价体系,包括行业比较体系、个股评估体系等,相对全面地对企业价值进行评估。

偏爱硬核科技,对计算机、电子、通信等新兴产业如数家珍,这是业界给李巍的风格标签。李巍拥有12年投资管理经验,在市场多年的摸爬滚打中对投资的本质有了深刻的理解。在他看来,资产管理的本质是为资产定价,投资回报主要来源于企业价值增长。因此,他坚持以企业价值作为投资依据,构建了一套科学的资产定价体系,从多个维度评估企业内在价值。

首批科创板战略配售基金之一——广发科创主题3年封闭混合基金将于6月5日发行,拟任基金经理正是广发基金策略投资部副总经理李巍。他表示,当前正是各类新技术风起云涌、日趋成熟的时代,也是投资科技股最好的时代,他将在符合社会和产业发展趋势的行业中,精选真正具有核心竞争力、价值持续增长的优秀企业并长期持有。

中国证券报:科创板即将推出,您所构建的资产定价体系是否适用?有哪些需要继续完善?

李巍:科创板申报企业超过100家,这些公司主要分布在信息技术、高端装备、生物医药,另外部分企业属于环保和新材料领域。大部分公司在A股已有对标企业,我们原来搭建的资产定价体系,在科创板中仍然适用。此外,我们注意到有一小部分是创新型企业,A股暂时没有对标企业。对于这类企业,我们需要加强产业链研究,包括产业前沿动态、新兴技术的发展趋势、海外对标企业的发展路径等。

我们过去专注于企业基本面研究,但现在我们将研究范围扩大到产业界、一级市场、科研学术机构、国际咨询公司等,通过这些产业研究资源,加强产业趋势研究。例如,我们跟PE、VC机构交流,探讨如何评估早期项目;与科研学术机构建立密切联系,及时掌握新兴产业的前沿动态;与境外咨询机构、顶级投行加强交流,研究相关产业的发展周期和发展路径等。这些研究成果会补充到我们的资产定价体系中,帮助我们更好地把握新

扩体系:加强产业趋势研究

新兴产业的投资机会。

中国证券报:您提到部分科技企业不适合采用原有的估值体系,该如何给这些企业进行定价?

李巍:科技企业具有三个显著的特点:早期具有高波动性和高不确定性;研发投入大,技术路线不明确,非线性成长;一旦建立某种技术优势或平台效应以后,又能较长时间获取超额利润。此外,科技企业的成长周期比较长,无论是早期成长还是中后期相对成熟阶段,均需要持续的研发投入。因此,我们需要结合行业类型、企业特点、发展阶段等采用不同的估值方法对企业进行定价。

在我的框架中,科技企业可分为三类:第一类是成熟期企业,它们已经形成了成熟完整的产品线或梯队并投放市场,产品营收、现金流和利润较为稳定。这一类企业适合采用盈利与现金流为基础的估值方法,如PE、PEG等,适当考虑DCF、NAV等绝对估值法。

第二类是成长期企业,它们的收入快速增长,但仍然需要继续投入大量资金。例如,电子、通信等行业属于重资产

的高成长型科技企业,早期资本开支较高,且相关的摊销折旧周期较短。这类企业适合以EBITDA(税前折旧及摊销前利润)、收入或现金流替代盈利,即EV/EBITDA(企业价值倍数)、PS或PCF法估值。

第三类是导入期企业,企业发展仍处于早期阶段,业务模式不清晰,市场更多基于市场空间等指标远期折现估值,类似一级市场估值逻辑,可采用Pipeline、VM、实物期权法进行估值。例如,2010年至2012年,特斯拉处于前期车型研发、生产准备阶段,营收、利润、现金流等指标较差,市场主要基于全球电动车远期市场空间、公司可能份额占比等主观判断数据折现,形成对特斯拉的估值。

不同的估值方法其实是从不同维度评估企业,以便更好地反映企业的增长前景、行业地位和财务特点。例如,亚马逊的业务结构一直在快速演变和进化,对不同的业务要采用不同的方法进行分部估值。其中,零售业务、电商平台服务、亚马逊云业务适合采用EV/EBITDA估值方法,会员订阅服务、在线广告及其他则适合采用EV/S估值。

选赛道:聚焦生物医药和云计算

中国证券报:广发科创主题3年封闭混合基金计划采取什么样的投资策略?

李巍:广发科创主题3年封闭混合基金投资于科创板资产的比例不低于非现金基金资产的80%,不仅可以投科创板新上市企业,也可以投主板、中小板、创业板的科创公司。在目前时点,我认为生物医药和云计算是两个性价比非常高的细分领域。它们的共同点是商业模式比较好、行业景气度比较高、增长的确定性比较强、受外部因素的影响比较小。在组合构建时,我会将这两个领域作为核心配置方向,其他行业则是精选个股并综合考虑行业景气度和所处的周期阶段。

中国证券报:为什么选择生物医药和云计算作为重点投资方向?

李巍:主要是基于两方面考虑:一是自己的投资能力

圈,我对生物医药、云计算比较熟悉;二是这两大方向具有较好的长期成长空间。

从行业前景看,我国老龄人口比例不断提升,决定了未来30年生物医药行业将享受这一人口结构变化带来的发展红利,医药开支在GDP中的占比将不断提升。近年来,医药行业鼓励创新政策陆续出台,医药研发投入加大,制药公司发力药物研制和创新,专利药物的市场份额预计会逐步增加。对标海外,美国新专利药物批准量在2016年就已占全球50%以上,而中国占比仅为7%,未来存在较大的长期增长空间。

云计算是企业服务的基础,也是企业服务领域公认的技术趋势。借助云计算的基础,企业服务商场有望通过大数据、AI技术切分客户的销售、管理费用预算,甚至是向收入、利润分成模式演进,市场运用空间广阔。具体而言,

云计算包含IaaS、PaaS和SaaS三类云计算技术类型。

例如,Adobe是一家以销售软件为主的公司,从2009年即开始转型发展SAAS,直到2012年,SaaS业务营收占比仍然较小。2013年至2016年,其公司SAAS业务进入加速发展期,业务营收占比从30%提升至50%以上。这个例子说明,海外云计算企业起步较早,云业务已经具备稳定的盈利能力,如毛利率、净利率、现金流、预收账款等指标趋势向好。

映射到国内市场,无论是IaaS还是企业级SaaS服务市场,龙头公司出现亏损收窄现象,未来随着规模效应和技术的持续推进,云业务有望扭亏为盈并实现盈利快速增长。从行业生命周期角度分析,国内云计算行业的盈利拐点或已出现,未来将正式迈入成长期,行业增长的确定性较高。