

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。

扩体系:加强产业趋势研究

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在,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

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。

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?过往有哪些相关的投资经验?

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,发现挑出来的标的大多数是技术型企业。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。选个股更看重企业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。

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: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主题证券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,医药行业研发投入加大,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,企业服务市场有望通过大数据、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,行业增长确定性较高。