

高毅资产韩海峰:

培养专家型研究团队 以深度研究支持投资

□本报记者 吴娟娟



韩海峰,高毅资产董事总经理、研究总监、总裁助理、投资管理委员会成员。曾任南方基金高级策略研究员、投资经理助理,在宏观策略研究领域具有丰富的经验。

培养行业专家型研究团队

研究如何才能深入下去?韩海峰介绍,高毅资产着力培养由“行业专家型”研究员组成的研究团队,并用有效的管理体系、深度的投研磨合、“求真知”的投研文化,将研究平台有效地组织起来,从而建立深度研究体系,对投资形成支持。

尽管根据报告做出的逻辑分析或许相差不多,但是韩海峰认为相比一般研究,行业专家型的研究体系对行业发展趋势更有把握。

“比如广告有不同的渠道,包括门户网站、搜索、手机APP、电梯、户外广告等。有一些广告玩家在自己的细分行业已经占据了非常大的份额,成为行业中的寡头,这其实已经形成了一个非常好的竞争格局。但是后来发现它们依然有很大的经营和竞争压力,而这些竞争压力并不是来自于他们的同业,而是来自于其它领域的公司,例如近几年快速崛起的短视频。所以,你会发现这不是单一维度竞争的问题,而是更大的跨界竞争。在这个过程中,之前总结出来的关于广告行业的规律受到了挑战,必须及时纠正自己的观点,重新做研究和判断。如果研究员是行业专家型的人才,在一个行业耕耘的时间足够久,见过足够多的行业变迁,他就可能对行业发展趋势有更为准确的判断。”

韩海峰介绍,高毅资产的研究过程可简单地归结为归纳、推理、实证。归纳就是广泛研究之后总结出共性和规律,然后利用它来推断未来行业和公司可能发生的变化。完成推断并不算结束,必须要实证,要去观察未来发生的变化和我们之前所做的推断是否一致。一旦出现不一致,就要思考是之前推断错了,还是因为有了新的因素加进来了。

好的研究能帮助人看清行业发展趋势,也能帮助人发现被市场忽视的价值。日前,在与好买基金研究中心的交流中,韩海峰举例说明,如何依靠好的研究找到被市场忽视的价值。“以银行业为例,看起来大家做的都是一样的生意,从储户那里吸纳存款,然后再把钱贷出去,赚中间的息差。但实际上,银行最核心的问题之一就是管理资产质量的能力,这决定了银行赚钱能力的高低。之前有一段时间市场普遍认为所

有的银行都是一样的,银行之间的估值差异比较小,特别是从2012年开始经历连续的经济下滑之后,大家对银行坏账非常担忧,银行的估值一度被杀得非常低。但是我们研究后发现,市场在对于银行管理资产质量的能力上存在认知偏差,银行之间的资产质量管理能力还是有比较大的差别的。一些资产管理能力、风险管理能力比较强的银行,市场给的估值却与其它银行差不多,这就带来了很好的投资机会。”

韩海峰介绍,高毅资产通过报表分析去观察企业背后的真实坏账水平,发现有些股份制银行风控做得比较好,坏账没有那么多,而且出清的速度很快。这些银行虽然在报表上的业绩并不比同行领先多少,但是拨备覆盖率在不断上升,已率先走出坏账的泥潭。高毅资产也派研究员去实地调研,了解这些银行如何做风控,有什么样的机制,然后发现他们风控能力确实优于同业,经营节奏也领先。所以高毅资产当时投资了一些这样的银行,获得了不错的回报。

“这就是我们所说的,通过基本面研究,在一个行业中去寻找结构性的投资机会。”韩海峰说。

拆解一个行业,韩海峰认为行业判断和公司研究要结合起来。在不同发展阶段,行业回报的驱动因素也是不一样的,比如发展早期的行业,回报的驱动因素是整体需求的扩张。在这样的背景下,谁跑马圈地更快,谁就能获得更多订单;当需求减弱到存量阶段,更重要的是看公司如何在这个市场中立足,把别人的份额抢过来,提高自己的盈利能力。值得注意的是,有些行业的发展阶段并没有十分清晰的分界,比如快递业,它处在一个既快速增长,又内部竞争激烈的阶段,大家不断投入使得行业整体成本不断下降,每一次价格竞争之后就会淘汰一批企业,而龙头公司就会在不断的竞争过程中,享受到更大的份额,获得更稳固的市场地位。

“把行业梳理清楚,然后找到这个行业的关键点在哪里,再做进一步的研究。当把生意的每一个环节都拆解清楚,了解不同的公司在不同的环节上如何实现更低的成本、更高的效率,就基本可以判断出未来行业的龙头或者赢家会是谁了。”韩海峰表示。

低估值投资机会出现

2020年新冠肺炎疫情对经济和市场造成一定冲击。韩海峰认为,低估值是市场回报很重要的一个来源,在低估值的时候,负面因素已经体现在估值中了,所以承担的风险其实是有限的。在低估值时买入,向下的风险就比较小,而向上有回报的机会。所以,从估值的角度看,现在市场是比较有吸引力的。

韩海峰认为,一些低估值的投资机会已经出现,包括港股和一些中概股。A股的估值存在明显的分化,有比较高估的行业,也有比较低估的行业。如果只用一个指标去做选择,韩海

峰会倾向于选择低估值的行业,毕竟下行的风险有限,还有未来成长的机会,至少可以赚到行业ROE的水平。从成长的角度看,韩海峰认为中国很多行业都有机会,包括一些已经高估的行业。一般来说,市场追捧的方向都是景气度高的行业和公司,只是会过度追捧。高估值的行业很多都是未来景气度比较高的行业,但并不是行业整体都存在投资机会,而更可能的是结构性机会。随着行业从成长期过渡到成熟期,行业内的竞争格局会发生变化,而投资者要在行业中去寻找未来的赢家,并与优秀公司一同成长。

更多的研究 是为了更少的决策

韩海峰介绍,高毅资产主张更多的研究是为了更少的决策。

他说,基金经理要在他的能力圈内做决策,要做更少、更有把握的决策,就要求公司投研进行更深入、更透彻的研究。“所以对研究员,我们要求看一个公司的时候要看看生意的方方面面,要看这个生意背后最重要的驱动因素是什么,或者说决定公司或行业未来发展最重要的因素是什么。了解了这些因素,才能判断哪家公司未来可能会创造出更多的价值。”

高毅资产整体奉行价值投资理念,投资风格是基于基本面研究的价值投资,侧重寻找产业发展中的结构性投资机会。在韩海峰看来,价值投资回报的来源无非两个:一是市场价格和公司价值的错配,也就是市场错误定价带来的回报;二是企业的价值创造,即企业在长期经营中不断地创造收入和利润。研究要找到的是公司创造价值背后的驱动因素。

他认为,在不同的行业发展阶段,公司创造价值的驱动因素是不一样的。在行业快速发展的时候,产品的渗透率不是很高,这时是一个粗放式的增长阶段,例如2000年到2010年这段时间,中国的汽车、手机行业都经历了一个快速增长的阶段。这个阶段最重要的是看公司是否有足够的产能来满足快速增长的需求,或者是否有能力把产品最快地送到消费者手里。在需求增长阶段,整个行业都受益。当行业进入成熟期之后,企业创造价值的驱动因素就会发生变化,从需求驱动转变为供给驱动。在这个阶段,就要看公司是不是有竞争力,因为行业的存量已经基本稳定了,能否抢占竞争对手的市场份额,就取决于公司的成本是否有优势、产品及服务质量是否有竞争力等。

“我们要求研究员在广泛覆盖和全面思考之后,总结出这个行业竞争的核心要点是什么,决定这个行业价值最重要的因素有哪些,然后我们再不断地去跟踪这些要素,做更深入的研究。”

自2015年2月发行第一只产品,高毅资产用五年的时间成为国内最受关注的私募机构之一。五年来,高毅资产投资业绩持续优异,其快速发展也得益于出色的投资和扎实的研究。高毅资产董事总经理、研究总监、总裁助理韩海峰在接受中国证券报记者采访时表示,更多的研究是为了更少的决策。秉承深入研究精神,基于有效的组织、成熟的方法,韩海峰相信“更好的研究能够创造更好的回报”。