

广发基金李巍:

# 历经淬炼 才懂得敬畏市场

□本报记者 万宇



李巍,北京大学理学硕士研究生,15年证券从业经历,9年投资管理经验。2005年至2010年在证券公司自营部任医药、交运行业研究员及投资经理等职,2010年进入广发基金投资管理部,目前担任广发基金策略投资部负责人,管理广发制造业精选、广发新兴产业混合等基金。

## 成长股投手的炼成

李巍个人的成长经历,实际上就是A股成长股投资史最好的注脚。

2005年毕业后加入广发证券,李巍见证了A股历史上最为波澜壮阔的一波牛市的启程。机构投资者在这里崛起,市场旧秩序被打破,新的体系重新建立。在券商工作的5年,李巍练就了一身交易的本领,这从他早期管理基金的风格可见一斑。在2015年以前,李巍换手率较高,是典型的进取型选手。

“刚开始做投资时,我对企业的成长性看得很重,定价方式比较单一,对绝大多数企业会用PEG进行定价,比如30%的业绩增速给30倍市盈率。”李巍回忆道,当时很多成长基金经理都是用这种简单的估值方法,主要关注盈利预测,用PE、PB这些指标看估值,也用ROE来衡量企业盈利能力,但把PB和ROE结合起来的PB-ROE用的并不多。

2014年,随着“互联网+”行情的启动,专业投资者开始尝试新的估值方法,包括PS、PCF、EV/EBITDA等,李巍也在实践中不断丰富和完善自己的估值方法和投资体系。

在这一过程中,李巍经常会思考这样一个问题:股票收益的来源是什么?“股票的本质是有价证券,扣除交易部分,价值来自于给股东提供的现金回报。”李巍说。

什么样的股票才能提供现金回报呢?在市场中不断历练,对不同公司持之以恒的考察中,李巍发现,股票的收益来自三个方面,包括企业自身创造价值的能力(盈利能力)、为股东提供的回报(盈利质量)和估值水平的波动(交易)。

除此之外,对于成长股的价值,李巍还会引入另一个维度进行考量,即企业的成长性。

“成长性是企业价值的另一个重要维度,它意味着企业因为资本开支、费用投入等原因,牺牲了当前的盈利能力和盈利质量,但更多提升了未来的盈利能力和盈利质量。成长性也是股票收益的一个重要来源。”李巍说,成性性是未来的事情,这就会带来不确定性,而不确定性恰恰是交易产生的重要驱动力。

在2019年科技股启动的时候,深谙成长股逻辑的李巍运用这套成长股评估体系,提前布局和捕捉到了行情的上涨,他管理的广发制造业精选和广发新兴产业精选在2019年分别获得了68.18%和66.80%的上涨。

“幸运的是,我的一生既拥有丰富的经验,也得到过巨大教训。”投资理念来自何处?霍华德·马克斯在《投资最重要的事》一书中如此总结。

近期A股投资升温,基金成为不少人的首选。相比5年前,如今的投资者挑选基金经理不再是碰运气,而那些曾经在相似的市场中淬炼过的基金经理,更加懂得敬畏市场。

公开资料显示,广发基金策略投资部负责人李巍具有15年从业经历,曾管理券商自营资金,执掌广发制造业精选接近9年时间。2015年上半年,他管理的基金半年回报为72.66%,是当时市场上风光无两的成长股旗手之一。银河证券统计显示,截至今年7月6日,广发制造业精选自成立以来累计回报为335.6%,年化回报率为18.19%。

在经历了5年熊市的淬炼后,李巍对投资有了更深的思考,形成了自己稳定的成长股投资框架,成为一位以价值为基础的成长型投资者,擅长在科技、消费等长期向好的赛道中精选“三好”公司进行长期投资。据银河证券数据,今年以来,由李巍管理的广发新兴产业、广发科创3年封闭、广发制造业精选均取得良好的回报,上半年收益率分别为56.46%、55.74%、43.75%。在牛市启程之前,李巍已经提前布局在了成长的路上。

## 四维度寻找好公司

在李巍看来,优秀的公司一定有好生意,是好公司,如果一家公司既没有好生意又不是好公司,那是坚决不能碰的。

“考察优秀公司,要把商业模式和公司质地结合起来看。”李巍指出,自己有四个观察维度,包括长期空间大、商业模式好、管理团队强、竞争格局好。

长期空间考查的是行业和公司发展的天花板。只有符合技术进步趋势、能够提升社会效率、增加大众福利的生意才具备长期增长的空间,这样的行业里才能长出大市值的公司。这是长期投资的大前提。

在商业模式上,李巍往往会往一家公司进行“灵魂三拷问”:一是卖什么产品和服务,二是卖给谁,三是靠什么赚钱。“卖什么产品和服务,就会考虑到上游原料的问题,比如白酒,用粮食和水可以生产出酒,上游原料比较可控,你要看是可选还是必选,产品可替代性怎么样,成瘾性怎么样,具有哪些功能,能解决哪些问题。”李巍解释道。

对于管理层,李巍则会在调研的过程中着重观察管理层做事的风格,拥有正确的价值观、经营对社会有意义的生意,在李巍看来是管理层最重要的品德。

至于竞争格局,李巍认为,好的竞争格局会让好公司在市场上获得估值溢价。

人无完人,在成长股投资的过程中,完美的公司也是不存在的,客观的财务指标

可以对公司的盈利能力、盈利质量、成长性等进行刻画,但在这些指标之间如何取舍,则涉及基金经理的主观判断,也就是每个基金经理对于成长空间、商业模式、竞争格局、管理层等主观层面上的判断。

“确定性对投资起到了决定性作用,这很能体现研究员的选股能力和基金经理的智慧。”李巍说。

李巍在2016年年初曾重仓一只电商类股票,一开始李巍尤为看好其商业模式,公司运用线上开店的模式,迅速拓展销售品类,GMV持续增长,并且属于轻资产运营,净利润率很好,非常符合李巍的选股标准。但在买入之后,市场对其分歧较大,公司估值一直下降。李巍在多次调研的过程中,不断验证自己对行业和管理层的判断,在市场并不看好的背景下坚持持有4年的时间,公司今年发布了靓丽的年报,股价持续上涨,今年以来已经翻番。

在投资成长股的过程中,基金经理经常会面临好公司估值较高的问题,李巍认为,从组合管理的角度,首先考虑这个标的是不是能达到组合的投资目标。

“一个好公司可能短期价格不合适,如果拉长时间周期来看,它能够满足我未来3-5年复合15%的回报率要求,即便短期价格贵一些我也能接受。”李巍说,自己会做好投资组合的配置,将投资回报确定性高的公司作为组合的稳定器。

## 不做什么比做什么更重要

霍华德·马克斯说,在迈入投资生涯的门槛时,没有谁的投资理念是已完全成型的,投资理念由各种来源的各种想法长期积累和总结而来。

经历过成长股的牛市,也遭遇过熊市的残酷下跌,李巍在每一个市场阶段都会给自己的投资进行复盘和总结。

在2018年的熊市中,看着持有的股票下跌,李巍并非被动地将其归结于周期和趋势,他不仅逐一审视自己的持仓,还把中证800大部分公司过去多年的财报进行比较和分析,发现不同公司的商业模式和赚钱方式完全不同,体现在报表上的特征也完全不一样。

“我发现,自己当时在选股时过于看重企业短期的成长性和管理层的能力。但有些企业在某些阶段的高速成长,并不是管理层的能力有多强,而是他们选择了顺应产业趋势,通过放大杠杆的方式取得的,这就让企业的经营风险和周期波动变得非常大。”李巍说,投资说到底还是对确定性的追求。通过对大量公司的分析和研究,他才真正认识到买一个公司长期

应该看什么,如何构建组合才会更均衡更稳健。

也就是在这个过程中,李巍形成了自己一套成熟稳定的投资逻辑和方法。

李巍表示,自己在投资中会坚守四条原则:第一,尊重市场,心怀敬畏,不要轻易预测市场,保持弱者心态;第二,感受周期,在周期的变化和拐点来临时,用心感受,多做一些工作;第三,与优秀的公司为伍;第四,为可能的风险留出冗余。

“我这两年最大的体会就是,不做什么比做什么更重要。”李巍说,自己以前会执着于如何找到最好的股票,但后来发现,其实把最差的排除掉也是一件挺重要的事情。做投资决策的时候,要守住自己的能力圈,不要被市场各种各样的机会所迷惑,赚自己能够赚到的钱更重要。换句话说就是,最重要的不是进攻而是防守,很多时候防守比进攻更重要,投资中最重要的不是追求伟大成功,而是避免重大错误。

如何做到这一点?李巍认为,应该先把长期问题想明白,长期问题想明白就不会犯大错误,面对股票时心就会安定很多。