

■ “金牛”巅峰对话

中欧基金周应波：

在成长的“三维世界”里勇者无惧

□本报记者 李良



投资是一门“生意”

周应波指出,在每只股票的买卖决策之前,需要先问自己一个问题:这笔投资的侧重点,究竟是生意属性,还是交易属性?

所谓生意属性,指的是企业的持续经营能力,每家上市公司的能力各有不同;而交易属性,通俗的说法就是通过交易所提供的平台进行买卖,它的核心在于流动性高低。

“在投资之前,我常会思考的问题,就是这笔投资的最大安全边际在哪里。后来我发现,如果做一个极端假设,假如交易所短期不能提供买卖所需要的流动性了,你所持有的股票是否还存在交易价值?这个时候,能够保障你投资的,就是上市公司的生意属性,也就是它的真实基本面。这个才是投资的最大安全边际所在。”周应波对记者说,“A股市场缺乏风险对冲工具,因此,生意属性的重要性就更加突出。”

基于此,周应波认为,在选择股票投资的时候,必须要从一个“生意人”的视角去观察和理解企业的生意属性,所思所想需涵盖行业、产品、上下游产业链、价格控制能力、现金流等各种要素。而在深度思考之后,周应波化繁为简,将所观察对象的生意属性归类为两种:稳定成长属性和爆发增长属性。

“在分析中我们常会遇到,从表象上看,在一个长时间维度内,两家企业可能体现了同样的利润增速,但如果细究则会发现,其稳定性大不相同:一家企业的年利润增速波动率较小,高不过40%,低则仅有5%;但另一家企业,年利润的增速波动剧烈,某年可能是0甚至负值,但某年却有可能激增至一两倍。这个差异,就体现在其生意属性究竟是稳健成长还是爆发增长上。”周应波解释道。

在周应波的眼里,这两种属性并不互为矛盾,若能均衡搭配,则会让投资组合兼顾防守与进攻,既能守住收益,又不乏对未来更高收益的想象。周应波将这种理念应用于自己的投资组合中,于是便有了人们看到的,在过去五年时间里,中欧时代先锋惊艳却又稳健的业绩曲线图。

值得关注的是,近年来,周应波开始做“减法”,将自己的精力分配,更多聚焦于自己能力圈中最强的部分,而这也意味着,在实际择股中,他对个股的生意属性有了更严格的要求,尤其是爆发增长属性的个股。周应波会用“好生意、好团队、好估值”三个维度来反复衡量个股的生意属性,他期望所投资的个股,无论是从经营层面,还是管理团队方面,都是值得托付的对象。

“事实上,在爆发增长属性中,相较于正向分析,可能负面清单反而更重要。很多表面上看起来发展潜力巨大的企业,却很可能毁在一些没有关注到的细节之上,所以,即便是在一个黄金赛道里,如何能够分辨出优劣,依然是最重要的事情。”周应波说,“只有实现良性正向循环的生意属性,才是我们关注和可投资的对象。”

当然,优秀的基金经理离不开可靠的投研伙伴。周应波同时表示,中欧基金强大的投研团队是他每一次投资决策的强力后盾,这令他利用三个维度构建投资组合时,更加从容和游刃有余。

与周应波的交流,值得反复回味。

这种回味,恰似一壶上好的生普,初品平淡无奇甚而微涩,但再品,清甜便幽幽地弥漫舌尖,绵长地刺激你的味蕾,是一种奇妙的享受。而有趣的是,这种回甘年份越长,效果越盛。近“五年陈”的周应波,正值需要细细品味的时刻。

细品他的业绩,首选自然是精酿了近五年的中欧时代先锋基金:截止到2020年9月14日收盘,2015年11月成立以来上涨217.84%,年化收益超过26%(来源Wind数据)。这份用惊艳形容毫不为过的业绩,吸引了超过181万名投资者蜂拥而入,基金规模五年间从2000万元激增至近180亿元。

细品他的投资理念,五年间两度从“困惑”中走出的升华,让周应波的聚焦更加精准,信念也更加坚定:将精力集中于“能力圈”内,用好生意、好团队、好估值三个维度来审定投资标的,以个股精选实现穿越牛熊。而在诸多同行近年猛做“加法”的同时,周应波却悄然做起了“减法”,他期望不断去芜存菁的凝练后,自己的投资体系将更加精粹。

还需要细品的,是周应波那富有哲理的话语。“真正的勇敢,是认清生活的真相后,依然如此热爱。投资亦是如此。”周应波对记者说,“善于用正面、积极的态度审视投资组合,才能真正捕捉到长期价值投资的真谛,感受到长期价值投资的乐趣。”

拥抱“成长的烦恼”

周应波对自己的定义,是一个偏成长风格的基金经理。

这就意味着,他需要直面成长过程中的剧烈波动,也需要直面成长过程中各种预期外的困惑和压力。对一位年轻的基金经理来说,这种历练有可能是痛苦的,但却弥足珍贵,周应波将这种直面称之为“成长的烦恼”。

“真正开始投资后才会发现,教科书上学的并不足以解决在实践中遇到的问题。如何定义成长、如何面对成长、如何甄别成长、如何选择成长,这种种复杂问题的解决方案,只有在经历了种种风浪打击,对各种成功与失败都进行深度思考,才能逐渐得出答案。而且在成长的过程中,答案也不是一成不变的,需要不断地总结、反思以及纠错。”周应波说,“真正的勇敢,是在认清生活的真相后依然热爱,投资也是如此。”

这种热爱,让周应波能够淡对当前高估值成长股的震荡,因为他认为,无论是对科创板,还是宽维度的科技股,乃至消费股、医药股,目前消化高估值是它们成长过程中的必经之路,这并不会改变它们明朗的成长趋势。周应波指出,创业板的发展历程充分证明,只要方向正确,短期多几个“坎”并不是坏事,它不仅能让市场更加成熟,也能通过各种风浪去芜存菁,让优质成长股不断浮出水面,投资者的选择也更加从容。

“站在目前时点,长期来看A股

仍具备牛市环境,而且将会是一个长期的慢牛。”周应波说,“在A股的历史上,不断出现市场情绪波动时优质成长股出现非常合理甚至过度偏低的估值,而事后证明,只要真的优秀,真的有成长,最终长期趋势一定是不断向上,不断创新高的。所以,核心不是短期波动,核心是有没有把个股真的研究清楚。”

秉承这个思路,在面对成长股调整时基金净值的回撤,周应波的应对也更加从容。周应波表示,除非明显的系统性风险出现,否则,自己较少去择时,但会根据趋势变化,在投资组合中进行个股调整。譬如,针对当下A股估值分化严重的情况,周应波对所持个股的安全边际就有明确的标准:第一,要确保企业在三到五年内,能保持自己的市场竞争格局;第二,买点可以阶段性贵,但不能太贵,否则短期调整冲击过大,对组合的影响就需要更长的时间消化。

“在市场波动时,我们会进一步调研来佐证自己此前的判断是否需要调整。同时,我们在努力建立一个长期投资框架,提升自己对短期波动的容忍度。”周应波说,“我觉得,判断一个组合中个股是否优秀的标准,就是下跌时,市场是认为可以放弃了,还是认为越跌越有吸引力。如果是后者,说明它不需要担心短期波动,那只是一时的烦恼而已。”

迎接科技创新“黄金十年”

不止一次,周应波表达了对科技创新“黄金十年”的憧憬。

周应波认为,从去年1月份开始,科技创新板块迎来了一个新的时代,这是在此前十年“从0到1”的不断厚积后,开始“从1到N”的质变。从这个角度分析,目前市场的震荡,并不是意味科技创新行情的结束,恰恰相反,它只不过是刚结束“预演”。

周应波指出,注册制实施后,未来十年,投资者将会看到越来越多的优质科技股登陆A股,成为未来投资者收益的重要来源。而从历史经验来看,随着中国经济转型步伐的加快,新经济比重不断加大,A股市场中科技股的比重也会水涨船高,所能容纳的资金和流动性都会大幅度提升,其空间足以用“黄金十年”来形容。

“所以,对于优质科技股而言,即便上市时估值或市值处于高估位置,但如果用十年的时间维度去分析判断,这种高估是可以容忍的,因为后面还会有更大、更多的空间。类似于现在的美股和传统行业曾经出现的‘漂亮50’,它们需要用诚心去等待。”周应波说。

而对于“黄金十年”中,科技创

新板块的投资机会,周应波也有着清晰的判断:第一,新一代互联网投资;第二,企业信息化改造的机会;第三,汽车智能化辐射带动的各行业变革。

周应波指出,新一代互联网投资中需要注意,传统靠流量扩张来发展的模式已经式微,在流量几乎充分挖掘的背景下,商业模式和技术升级才是关注的重点。他表示,现在互联网投资处于“Web2.0的尾巴、Web3.0的开始”状态,未来,拥有高效算法和流量转化能力的公司、大型互联网平台、有非常好精细化产品和用户运营能力的公司,以及有非常好中后台体系建设的公司,可能是未来关注的重点。

周应波同时认为,传统企业通过信息技术升级提升自身竞争力的机会,在未来十年同样值得关注,因为这有可能改变行业竞争格局,也有可能加速行业龙头的集聚效应,从而带来优质个股的估值提升。而对于汽车智能化,周应波则指出,除了新能源车加速发展带来的电池、零部件等产业链投资机会外,无人驾驶等技术的普及将会深刻改变很多行业的生态,而在这种改变中,就孕育着新的巨无霸企业,需要引起重视。