

广发基金李琛： 敢做“少数派” 在相对底部挖掘优质公司

□本报记者 万宇



李琛,广发基金价值投资部基金经理,证券从业年限21年,基金管理年限超13年,担任广发消费品精选、广发稳健策略等基金经理。其管理的广发消费品精选荣获2018年度“三年期开放式混合型持续优胜金牛基金奖”。

做市场中的“少数派”

可以说,逆向投资者是市场中相对孤独的投资者,为了保持独立思考和判断,他们在很多时候选择了远离喧闹的人群。

2016年2月,李琛接手管理广发消费品精选,当时市场正处于低迷阶段,恐慌与悲观情绪蔓延。但经历过几轮牛熊洗礼的李琛并不畏惧,她认为,投资者悲观时,恰恰是寻找优质企业的好时机。

经过深度调研之后,李琛首先将目光锁定在了白酒行业。她发现当时的白酒企业有三大优势:第一,经过三年的库存出清,白酒的渠道库存和价格均处于低位;第二,白酒需求保持稳定,尤其是高端白酒具备非常强的定价能力;第三,白酒板块估值低,具有较好的性价比。

她说:“那个时候茅台酒的价格才850元,周边不少朋友买来喝,消费已经进入比较良性的循环。”基于对白酒行业长期的研究和深入理解,李琛判断,白酒有望迎来量价齐升的新周期,于是在当时果断逆势布局。

广发消费品精选2016年一季度报显示,前十大重仓股名单中出现了贵州茅台、泸州老窖等白酒股的身影。彼时,贵州茅台股价还在200元附近,公募基金在茅台上的整体持股比例也只有2.49%,而到了2020年年底,这一数据已经提升至6.53%。

其后的发展果然如李琛所料,2016年贵州茅台股价上涨了56%。曾有基金经理问提前布局的李琛:“白酒会不会超预期?”李琛回答:“会,高端白酒具有多重属性,它的社交属性,尤其是高端白酒的收藏属性,

可以让白酒随着人均GDP增长而消费升级。消费升级浪潮会导致白酒量价齐升,带来超预期的表现。”

现在看来,李琛对白酒行业的理解相当具有前瞻性,2016年恰恰就是这一轮白酒的超级周期拉开序幕的时候。然而,当越来越多的资金蜂拥而入的时候,李琛却保持克制,她并没有在白酒上持续下重仓。

“虽然在过去五年,白酒的周期性呈现得比较薄弱,但我还是担忧资金过度追逐之后,可能会出现估值泡沫。并且,我对于超高端白酒带有的金融属性持谨慎态度。”李琛说,自己对市场常常怀有敬畏之心,不会做超出自己风险承受能力的投资。

善于在相对底部挖掘优质的公司,这是李琛的独特优势之一,也是她坚持在投资长跑中稳步前行的核心“抓手”。这一点,不会因为市场风格的极致、热点风口的转换而漂移。

2018年,李琛还曾深入研究啤酒、食品等当时市场关注度不高的板块,在低点买入不少优质标的,把握了行业拐点的机会,其重仓股在近两年获得约两到四倍的回报。

在低估的时候买入一只股票是很需要勇气的,有时也会很孤独,李琛为什么选择做市场中的“少数派”?

“买入价格是决定收益率大小的重要因素之一,在低估时买入,获得绝对收益率的概率更大,安全性也更高。”李琛回答道,逆向投资还有一个好处,就是在市场关注还比较少时,可以以合理的价格区间逐步买入、从容建仓,有时间深入研究公司,充分发掘企业价值。

人们常说,买东西要去人多扎堆的地方。而对投资而言,有时却要反其道而行之。事实上,很多投资大师都是逆向投资的拥趸者。备受推崇的投资大师赛思·卡拉曼认为,价值投资的本质就是逆向投资;“别人恐惧我贪婪,别人贪婪我恐惧”,这是巴菲特提倡的逆势而动;格雷厄姆则在《证券分析》一书中,引用了古罗马诗人贺拉斯的名句:“现在已然衰败者,将来可能重放异彩;现在备受青睐者,将来却会日渐衰败。”最著名的逆向投资大师约翰·邓普顿更是直截了当地指出:“人们总是问我,前景最好的地方在哪里,但其实这个问题问错了,应该问前景最悲观的地方在哪里。”

和以上投资大师的理念相同,广发基金李琛是少有的坚持长期逆向投资的基金经理。她在2007年大牛市时进入市场,管理公募基金已有13年。由于深知股市瞬息万变,李琛更愿意到人少的地方寻找确定性的投资机会。这种追求长期稳健收益的理念,在她的基金业绩中得到了很好体现。Wind数据显示,自2016年2月23日至2021年2月19日,李琛在广发消费品精选的任职回报为229.61%,超越145.20%的业绩比较基准。与此同时,该基金夏普比率(年化)为1.3464,在承担同等风险的基础上,为持有人实现了比较好的超额收益。

时间是核心竞争力

生活中的李琛优雅知性,如果不做基金经理,她的梦想是要当一名艺术品鉴赏师,每天与美好的事物打交道,想想都开心。自从在21年前进入投资行业之后,她把自己大部分的精力花在了投资与研究上。

正如《小王子》书中说的一句话:“你在你的玫瑰花身上耗费的时间,使你的玫瑰花变得如此重要。”对李琛而言,不断进化的投研能力就是时间赠予自己的“玫瑰”,这也成为了李琛在牛熊洗礼中沉淀下来的核心竞争力,包括在底部挖掘好公司的能力,对逆向投资的把握,以及对商业模式本质的认知。

李琛是2002年广发基金筹备成立时候的创始员工之一,2007年大牛市时开始担任基金经理。在超过13年的投资生涯中,李琛就像是一位海上掌舵的船长,经历了2008年全球金融危机、2011年欧债危机、2015年大幅震荡、2018年熊市的波动,这些经历最终使得其形成了成熟的投资理念。

“投资是为持有人持续创造财富,是将社会资源向更好的企业分配,促进社会进步,是一份能为社会持续创造价值的有意义的工作。”随着投资经验的丰富,人生阅历的积累,以及哲学思想的深化,李琛对于投资这份职业的认知也不断提升。她认为,投资于人生,与企业管理的理念是一致的。要“不战而胜”,要立足长远。基于此,她的投资框架不断完善,朝着绝对收益的目标不断自我迭代和进步。例如,为了避免落入价值陷阱,李

琛在研究中加入产业思维。她指出,在投资中将产业思维与金融思维相结合,花更多时间思考企业的商业模式,去思考企业更长远终局的空间和发展,去考察企业的发展战略、研究企业的竞争力、关注管理者的企业家精神,就能够更好地抛开短期股价和业绩涨跌等因素的影响,从企业经营和行业发展态势的角度去思考,把握企业长期成长脉络,在左侧判断出企业的拐点机会。

李琛曾经在底部区间买入过一家细分领域的食品龙头公司,当时市场对它的认知是主业的市占率高,老品经营增长缓慢。但李琛在调研中发现,公司当下正在进行品类扩张和渠道内部架构改革,新品符合未来的发展方向,且空间容量很大,企业内部已在悄然发生变化。对这家企业持续跟踪了半年,李琛选择逆势布局,并在随后两年获得了可观的超额收益。

她说:“当一个行业火热、估值过高时,警惕的声音会不断提醒我注意风险;而当一个行业陷入低谷时,我则会告诉自己多去看看它的闪光点,去看看是不是有值得挖掘的地方。”

逆向投资,产业思维,李琛对企业和价值的理解是在时间的淬炼中日积月累而来的。她在投资中拥有的这种核心竞争力就像是一种工艺壁垒,并非短期买一个装置就能达到。

市场中的风口会变,热点会轮换,每年领跑的可能都不是同一类基金经理,但李琛这样的投资人却永远在稳步前行。就像她说的,投资是一项长跑,慢慢走,会更快。

投资框架与时俱进

经历过周期股的辉煌、互联网的泡沫,李琛从2016年开始将精力逐渐集中在消费领域。为什么长期关注消费领域?李琛指出,自己的投资目标是要找到长期稳定合理的收益率,而消费行业恰好符合这一特征。

首先,消费行业正是价值投资所追求的“长而厚的雪坡”,有着星辰大海一样的市场空间容量。其次,消费类企业更容易形成深度护城河的商业模式。再次,消费行业有着盈利丰厚、现金流良好的行业特征。最后,消费行业整体增长稳定,周期性较弱。

“复盘A股的历史表现,那些长期表现比较好的行业,代表的都是社会经济、产业的发展趋势。”李琛说,人均GDP突破1万美元之后,不管是欧美还是日韩国家,消费升级都出现提速。国内消费市场也是如此,消费升级的大趋势还会延续很长时间,将带动的市场空间还很大,消费赛道还在不断推陈出新,相关细分领域的周期很长,是一个值得长期深耕的领域。

不过,李琛的投资范围并不仅仅局限于消费。她管理的广发稳健策略就是一只全市场基金。李琛指出,把投

资周期拉长,深刻了解所投资的企业本身,研究公司经营模式的逻辑,其实适用于所有行业的投资。

在消费之外,她尤其看好制造业智能化趋势。她认为,制造业智能化是长期发展趋势,随着中国供应链的完善和国产化率的提高,企业逐渐提高产品的工艺能力和技术能力,国内的制造业龙头公司已经具备智能化制造的优势,并带动产业链上下游企业的发展。

李琛也是一位新事物的爱好者,随着近年来产业格局的变化,一些新赛道、新模式也成为李琛重点关注的对象。她开始在自己原来的投资框架上加入了部分仓位,尝试投资一些看得清楚前景、有望爆发式成长的行业。

“现在涌现的新兴产业,增速非常快,长期市场空间容量比较大,但短期估值比较高,如果按照原来的投资框架来筛选,可能就会错过这些公司。”李琛指出,投资的第一原则是公司一定要优秀。因此,对于爆发性行业,她会略微放松对估值的约束,这也是她对投资框架进行与时俱进的修正,以更开放的心态迎接新趋势和新机会。