

中欧基金周蔚文：

坚持价值投资 自上而下寻找好行业

□本报记者 李岚君



周蔚文，北京大学管理学硕士，历任光大证券研究所研究员，富国基金基金经理。2011年1月加入中欧基金，现任中欧基金权益投资决策委员会主席、投资总监、基金经理。

如果给国内顶尖的“双十”（任职基金超10年，历史年化回报率超过10%）公募基金管理人列一份名单，中欧基金周蔚文一定位列其中。业绩是投资观的映射，之所以能取得优秀且稳健的长期业绩，原因在于周蔚文搭建起了一套属于自己的成熟投资系统，历经市场考验，并依据不断变化的市场持续打磨。

自1998年从业至今，周蔚文是和中国公募基金行业共同成长起来的人。对价值投资的信仰，一直驱使着周蔚文不断奋进前行。重剑无锋，大巧不工。“坚持自上而下找好的行业，再选择价格合理的好公司。”周蔚文对于价值投资的理解大道至简，但贯彻始终。

近日，中国证券报记者采访了周蔚文，这位公募基金领域的元老级基金经理，举手投足间显露出踏实和笃定。

大局统领 优中选优

权益市场熙熙攘攘，要在嘈杂的声音中始终保持清晰的市场判断并不容易。A股市场每天大量资金往来，有谁能一直保持正确的预判？周蔚文的做法简单质朴——好行业、好公司、好价格。

周蔚文尊崇自上而下的投资逻辑。在他的投资体系中，宏观研究占据重要地位。他表示，先要知道中国经济的大图景，涉及中国经济长期增长的动力在哪里，长期增长的趋势是什么，通过判断经济增长的主要动力和周期阶段，从不同角度寻找高增速的方向。

在确定好大方向后，周蔚文便会在宏观分析的基础上，精选4-5个细分行业。在周蔚文的理解内，具备投资价值的行业大致可分为三种：由导入期进入成长期的新兴行业、拥有向上新变量的稳定型行业、位于底部逆转期的周期性行业。

投资时，周蔚文偏好新兴成长性行业。新兴行业的局势往往并不

明朗，要抓住其核心竞争力，不能仅看现有产品，还要关注其扩张能力。周蔚文的逻辑是，首先看它为社会创造了什么价值。这是决定其经营和成长能否持续的根本，而商业模式、财务报表都是相对短期的因素。如果是传统行业和周期股，那就要寻找新变量或者底部反转机会。

“投资新兴行业的关键点，最好是行业已经迈过产业链的导入期。”周蔚文解释，“因为在导入期的时候，技术标准、政策、消费者习惯等因素尚不确定，不一定能过渡到成长期。”

投资周期行业亦是如此。周蔚文的方法是，分析其供给和需求什么时候达到平衡点，价格就会止跌，这是研究周期行业的关键之处。他总结，“决定我们对行业的认知，不是对景气度的认知，而是通过寻找行业的经营规律，发现关键点。”

优选行业赛道有利于提高组合管理的投研效率，也确保了组合具备足够的业绩潜力。然而，时代脉络

的变化也决定了投资的动态性，即使投资了高增速的优质行业也并不意味着未来就能高枕无忧。在确定好行业后，周蔚文又是如何选择好公司的呢？

周蔚文表示，要找到竞争力强的公司有几步：一是根据所在行业内的公司数据，看增长速度，包括公司是否长时间保持较高的资本回报率、是否具备良好盈利质量、是否拥有充裕的自由现金流等。实际上，这也是从数据反映出公司背后的商业模式、竞争格局、行业空间、结构性竞争优势等实际驱动力；二是通过对行业的了解，评估财务报表，剔除存在潜在造假可能的公司；三是看公司的估值，评估一个公司相对更长的价值，包括其长期的竞争力和成长性，对企业未来利润的估值等。

在构建投资组合上，“好公司”还需具备“好价格”，周蔚文追求个股的性价比，争取在合理的收益率基础上，对行业和个股进行分散化配

置，为个股基本面不及预期或股价有泡沫时提供应对空间，以尽可能地控制投资组合的回撤和波动。

正是出于对“好价格”的追求，做投资多年，周蔚文的鲜明特点就是左侧布局。一方面，周蔚文投资研究过程中重视个股的隐含价值和逆向投资机会，左侧布局以力争获得较好长期收益；另一方面，周蔚文认为，“估值既是买入的准绳，也是卖出的依据。”在个股股价短期过度上涨透支未来成长空间，或出现预期收益更高的个股时积极调整持仓，力争提升组合收益率。

需要指出的是，好的企业发展一定不是短期的，需要中长期战略的坚持执行。同时，即便是符合条件的优秀企业，也不可能每个季度业绩都增长，反映到股价上也是非线性的。很多公司股价可能一段时间不涨，而集中在某一阶段快速爆发，因此很难踩点买入，这就要求对好公司要坚定长期持有。

锤炼打磨到融会贯通的过程，历经多轮牛熊周期的考验，形成了较为全面的能力圈。

Wind数据显示，以周蔚文管理的中欧新蓝筹A为例，自2011年5月23日管理，截至2021年9月30日，10年有余，累计回报率为391.35%。同样的，中欧新趋势A在其任职超过9年的时间里，累计回报率为348.11%。

从容不迫 深谋远虑

周蔚文倾向于从长期的角度评估企业价格。“并不是今年市盈率10倍就低估了，明年100倍就高估了，还得看公司的长期竞争力和成长性。”周蔚文如是说。

在很远的维度把一家企业看透，周蔚文清晰地知道，自己的能力圈在于追求长期胜出：一是要弄清楚这家企业所属行业未来3至5年的发展格局，找出行业发展的几个核心关键指标并紧密跟踪；二是要对行业竞争格局有所判断，思考未来几年行业内哪家公司能够大概率胜出；三是要想明白投资的原因和风险，在未来风险暴露的时候如何应对；四是综合分析公司的发展情况，给出概率、赔率判断，确定投资仓位，对高概率、高赔率的好公司大胆重仓。

在研究分析时，周蔚文有一套思考问题的方法：要客观研究，不能把主观的观点或期望当作买入卖出标的的依据，应以客观数据和事实为基础，不会因为判断股票短期会涨就去买，而是要客观分析公司主营业务能否持续增长，竞争力能否持续，将其作为买入的主要理由；要不断反省，从错误中吸取教训，为投资逻辑找漏洞、打补丁，降低误判概率。

款款独行，才不致倾溢。不偏不倚，自会坦荡豁达。做投资多年，周蔚文一直很谨慎，坚持独立思考，秉持搞不懂坚决不投的原则。

山不让尘 川不辞盈

自对基本面的洞悉与推演，以待其时。然而，识局之难就在于同一座山却“横看成岭侧成峰，远近高低各不同”。

2010年是周蔚文投资路上的重要转折点。采访中，周蔚文如此形容，“早期总是自下而上地研究一家公司，非常细致，但也常常受限于此，把行业的贡献当成公司的贡献，直到2010年的一天突然‘悟’到，认识到投资最关键是要抓行业，摸清楚行业规律。”

于浮躁中沉静，于迷惘处回首。在对行业研究的足够深、对公司的了解足够透后，周蔚文发现，所谓不畏浮云遮望眼，投资里自上而下的宏观视野，犹如庖丁解牛，自然得之。

基于这样的投资理念和策略，一切自是水到渠成。从接手富国天合稳健优选混合，直至2011年离开为止，周蔚文创造了143.47%的任职回报率。他的研究与投资也同步经历了从

1998年开始从业，周蔚文历任光大证券研究所研究员，在实习期就曾写过10万余字的保险行业报告，后又研究港口行业、债券分析等。在富国基金担任研究员、高级研究员时，周蔚文曾深度覆盖电子元器件、旅游、家电、计算机、医药、机械、有色等领域研究。2006年，周蔚文开始担任基金经理。

基金经理的买入“决策”无不来