

望岳投资南添:用商业思维挖掘公司竞争力

□本报记者 徐国杰

南添,望岳投资CEO兼投资总监。曾任职天风证券投资主办兼任私募基金部总经理,主要负责天风对冲套利类资管产品的投资管理 and 专业队伍培养,同时负责公司在私募业务领域的业务探索。



用商业视角观察市场

用商业视角观察,就是要用企业竞争优势等这些商业角度和商业思维去理解企业,研究商业世界的变化,而不是站在短期金融博弈的角度,纠结于如何解释公司股价短期的涨跌。一个投研团队哪怕有再多的人,其时间和精力也总是有限的,不可能也没必要每家公司都进行深入研究。望岳投资总结和使用了一套得心应手的研究方法。

首先就是关注新增产能。资本市场的本质是为了企业进行融资扩大产能提供平台。企业融资用于资本支出、新建产能,站在经济体系的角度是企业部门消费支出,有利于经济社会的运转;站在下游用户的角度来看,更新、更好的工厂才能提供更好的产品和服务。

所以他们将全市场所有的新增产能包含IPO、定增、自筹资金等等所有来源,都汇总到一张表格中,然后按时间顺序去研究。新增产能不是立刻就能投放的,从融资实施到项目投产开始分销,两三年是常态,投资者完全可以规划好跟踪的时间进度,一切尽在掌握中。

其中,同样要逆向过滤排除。比如要看这一产能对企业是不是好事、真事,有些企业新产能注定没有规模效应,或者三心二意,例如搞机械的突然转行做手游等等。

产能日程表的方法很简单却很直接。可以想象一下,一个没有新增产能的市场,企业的成长性很容易就触及天花板,然后所有的资金迟早都会准确地对现有盈利能力进行正确的定价,有效性到顶,剩下的只有搏傻。

其次,密切跟踪社会需求。通过产能日程表来跟踪上市公司的,是供给变化,而另一头,即社会的需求,自然也需要跟踪。

第三,关注企业的营收增速和现金流。没有营收增速就没有社会价值。有的企业即使能够提价,净利率非常高,很赚钱,但是营收上不去,那就说明社会其实不怎么需要这家企业。此外,现金流既是做投资的因,也是投资的果,也保证了过程中的存活。无论是上市公司还是一只基金,都要高度重视现金流。因为上市公司即使玩财务技巧或者资本并购的花样,现金流却是很难改变的,尤其是从行业角度看,就更容易识破造假。

一些周期性行业,其产品价格变动可能很剧烈,但不要紧,用商业分析你就能得出清晰的结论,而不会因股价下跌而惊慌。比如,这类产品的供给是不是仍由这家企业主导?产品价格跌到了什么程度?与历史相比,其产品的应用率是高还是低?把这些问题搞明白

了,你就能得出是该卖出还是借机买入的结论了。也正是由于始终坚持用商业世界的视角来分析公司,望岳投资在去年下半年不断加码一只周期性股票,今年给组合带来极高的回报,从低点算起,最高回报接近翻倍。

用这个方法可能会遗漏一些订单型企业,因为其现金流可能是后置的,但这个问题只要事前注意也能解决。至于净利润的增速当然很重要,但由于社会价值先于商业价值,在筛选包围圈时,望岳投资并不是很看重净利润增速。

循着这条思路,望岳投资自然就能自下而上寻找出心仪的企业,其画像是:企业的产品或服务,有长期、稳定、重复的社会需求;企业具有明确的正确价值观和历史沿革;企业服务社会的效率,在有效区域内为同行业最高,或能系统化行业上下游;竞争优势刚刚成型,或能在非线型的未来,大概率保持优势;资本支出效率优异,且需求在未来对应的资本容量空间巨大;净利润对应的现金流强劲;管理层对客户、员工、股东诚信负责,具有超乎想像的经营能力和资本配置能力;企业股票市场价格不高于企业长期内在价值。

也正是这种组合,使得望岳投资这几年战胜市场,取得了不菲的阿尔法收益。

投资三段论

事实上,从事后统计来看,A股股价从长期来看与其净资产增速基本保持同步上扬。当然,这也有其应用的一些前置条件,比如这种长期同步更适用于巨型经济体,即整体有效,但个体随机。其实,这也是为什么价值投资者需要2-3年周期来实现收益的原因,因为要等待市场纠偏或者是进一步发掘出企业的优势所在。

南添给望岳投资设定的目标是,致力于探寻企业长期竞争优势和二级市场中的优秀企业。从这一目标倒推,南添的投资方法就是从未历史中寻找普适性,翻译成大白话就是:无论未来有多少种可能,采用的投资方法,应该是不管历史重来多少回,都能获得不错的结果,适应性很强。

中国有很多所谓的价值投资者,其对于“价值”的理解千差万别。事实上,判断的指标、数据不断变化,尤其是最近20年互联网企业与风投的兴起,市场对“价值”的理解也在不断进化。

怎样评估一家企业?市场环境、管理层、产品价格、用户规模、市占率都有可能变化,南添认为只有“竞争优势”是真正的决定因素。何谓竞争优势?一个极其简洁的定义就是:对手做不到的事。具备竞争优势并且能加固扩张竞争优势的企业具有长期稳定的盈利能力,自然就具备享受估值溢价的条件。

在此基础上,南添形成了他的投资三段论:

- 一、长期看,股价涨速与净资产增速同步。
- 二、长期盈利能力最重要。
- 三、个体的盈利增长稳定性最重要。

从三段论又推导出两个重要结论。首先,企业社会价值决定商业价值,两者的同步通过商业数据的上升来体现,底层是企业服务的需求方的满意度。其次,商业价值决定金融市场价格,A股市场的短期波动极大,经常无效,但长期高度有效。

此外,南添所构建的投资框架中还有一根重要支柱,那就是真正从商业角度,用商业视角去观察分析企业,用商业思维把握公司竞争力。

这就不得不提南添的专业背景。南添曾在一家大型化工厂有过多年从业经验,所以,他能在充分理解这些商业活动的基础上,既不是亦步亦趋照搬海外的投资理念和方法,也不是站在市场博弈角度来分析价值。

原国海富兰克林基金明星基金经理张晓东在回顾他职业生涯时说,他对问题的判断很重要部分就来自于过去在实业领域的经验。在做投资之前,他曾在企业做过多年,干过销售,当过会计,熟谙企业的方方面面。做投资需要具备商业常识,对很多事物保持好奇心,同时又保持思想的独立性。

比如,对当下企业现金流的评估,许多投资人简单照搬海外的自由现金流概念来评估企业。但南添认为,解决不平衡不充分发展状况,仍是当前国内的主要矛盾,发展性资本支出仍是国家和社会迫切需要的经济推力,是中国整个经济循环的源头,也是我国资本市场存在的意义。所以,在当下的十年,在现金流的评估方面,要更多考虑经营性现金流,同时单独评估资本支出,而不是直接看自由现金流的结果。

虽然市场波动不小,但望岳投资旗下产品今年以来表现依然亮丽,且衡量基金绩效管理水平的夏普比率值极高。此外,其2018年的回撤同样控制得较好,跌幅远远小于市场平均水平。因此,近三年业绩大幅战胜市场。

从业绩归因来看,更多靠的是选股的贡献。据介绍,2018年下半年,望岳投资已经开始利用申购资金逐渐加大买入优质公司的力度,提升股票仓位。

望岳投资CEO兼投资总监南添认为,任何商业投资遵循的本质规律都是一样的,国内资本市场波动性大等都是市场发展中的必然阶段的表面现象。一个正处于半有效阶段的市场,需要理性的资产管理者遵行价值投资规律,以确保社会财富和资源的有效配置。

打造开源的投研体系

南添从创立望岳投资以来,逐步萌生了打造开源的投研体系的想法。所谓开源,是个IT术语,原指开放源代码的系统,用在这里可以理解成互联开放的投资体系。投研如果缺乏多样性,就会导致组合里只有一类企业,最终不能应对未来,所以需要吸引更多的年轻优秀人才一起,形成多样性。

2017年,南添创办罗马大道商业分析师青训营,旨在发现和培养优秀的商业分析师。在罗马大道青训营,花上一整天时间,弄清什么是企业的竞争优势、如何对企业估值、怎么管理自己,从而摆脱“市场先生”的干扰,真正脚踏实地的做投资。对于想入行的年轻人,则帮你减少入错行的试错成本;对于积累了很多碎片的价值投资爱好者,也许对你的

闭环有帮助,有想不通的问题,能提供一些解题思路;对于从事投资的人,帮助你建立一个大体正确的框架。事实上,方向比速度更重要,在正确的方向上一点点进步,远胜在错误道路上一日千里。

一方面,南添认为这是他回馈社会的一种方式;另一方面,也能实现借力打力,搭建平台,调动社会资源。优秀的年轻人在经过初步培训后,可以进一步进行高强度的研究训练,同时可以和公司的研究团队进行更多的互动、交流,一群具备相同价值观、又来自于各行各业的年轻人能够在相互砥砺中带来价值的增长。

比如,如果有人有比较丰富的零售实业经验,了解零售这个行业关键的几个节点和真正特约企业发展的细节在

哪里,其挖掘好企业线索的速度就会非常快。因为看一家零售业,他首先会关注周转,对于周转不好的企业,就没有必要进一步去深入研究了。同时也会留意净利率特别高的企业是否有别的亮点。如果是净利率与周转率都不优秀的企业,可能根本就不看了。

所谓独行者快,众行远,多人结伴,虽速度上有所放缓,但能走得更远。在掌握了正确的理念和方法后,各地的研究后备力量就能够去捕捉当地有效区域内的规模效应最大化的低成本结构的好企业。

南添认为,通过这种开源的方式连接更多人,肯定可以找到非常优秀的年轻人,将来或许反过来成为他的老师。他希望通过这种开源的机制,能培育出一棵参天大树,给客户、给社会带来更多的价值。