

大成基金刘旭：

深度研究 把握企业长期价值

□本报记者 张焕灼



刘旭,管理学硕士。2009年至2010年在毕马威华振会计师事务所任审计师,2011年2月至2013年5月任广发证券研究所研究员。2013年5月加入大成基金管理有限公司,曾担任研究部研究员、基金经理助理,现任股票投资部副总监,并兼任大成高新技术产业等基金的基金经理。

找到“只有他能做”的公司

“精选个股,长期持有”八个字是形容刘旭投资的最好注释。

刘旭重视选股,始终将企业长期价值中枢作为个股选择的主要依据。谈到自身的选股标准,他表示主要有三大要素:

第一,在商业模式方面,关注企业的产品如何为客户创造价值,以及这个价值创造的过程能否有匹配的现金流或其他财务指标得到满足。

第二,在企业竞争优势分析中,判断哪些企业行为是建立在符合其商业模式要求的方向上,只有在这个方向上构筑的与对手差异化的优势才能称之为壁垒。竞争优势要清晰显著可辨认。

第三,针对行业天花板,即需求侧角度,关注量价两方面构成的企业成长长期空间,辩证地看待二者之间的关系,需要健康的增长。

“围绕客户需求来分析商业模式,围绕商业模式来分析竞争优势。能够满足客户真实需求,且只有他能满足,这就是好的机会”。刘旭强调,这也是他最新的思考。

同时,刘旭指出,在很多看似没那么好的行业中,如果做得足够优秀,也可以出现很牛的公司。即使是服装代工行业,也可以出现长期大牛股。因为抓住客户的需求很难,而如果只有这一家企业能真正能够满足,那么这样的企业就值得投资。

这也与“护城河”的概念相关。刘旭坦言,对于壁垒的建立,每个企业都不一样,必须因地制宜地分析。一般而言,可以划分为产品、品牌、成本、运营、渠道、资源垄断,以及客户的切换成本等等,每一环节都有可能形成较高的壁垒。

在国内,很多行业实际比拼的是性价比,如果产品稍微降价,就会获取更多市场份额。由此,在简单的价格竞争面前,企业能够满足客户需求的能力,以及唯一性至关重要。

2C的行业,优势可能更多集中于“品牌+渠道”;2B行业的客户比较稳定,但如果只有你才能做的时候,才会形成真正的壁垒。

例如在一些高端制造业中,产品本身涉及很多基础科学的研究积累,别人可能花几十年时间也难以超越,那么产品本身就存在天然的“护城河”。

对于消费品而言,品牌肯定最为重要。如果回溯去分析品牌如何形成,有可能是企业在渠道上下了工夫,也有可能是在广告上俘获了客户的心。

而对于部分周期品来说,本质上就是成本的竞争,有些企业的成本就是非常低,同业可能打破头也没法拥有那么低的成本。

“明确客户需求,找到有且只有他的公司,至关重要。”刘旭反复强调。

“能够满足客户的真实需求,且只有他能满足,这就是优秀的投资机会。”这是大成基金刘旭对于企业分析的最新思考。

在多年的投研经验中,刘旭始终坚持“以发现优秀的公司和投资机会为目标去分配精力,尽量减少交易性操作,认真基于影响企业长期价值的因素去研究和分析,以有积累的方式进步和成长。”

业绩是理念最好的证明。Wind数据显示,截至2019年年末,自2015年任职以来,刘旭组合的平均年化收益率达9.52%,在目前全市场超过2000名的基金经理中排名第256位(前12%),在任职期5年的1617名基金经理中排名第228位(前15%)。

从规模来看,刘旭管理的公募基金组合2019年底超过41亿元,其中,刘旭管理的大成高新技术产业在2019年荣获中国证券报颁发的“三年期开放式股票型持续优胜金牛基金”奖项。由刘旭拟任基金经理的大成睿裕6个月持有期股票基金,已于5月20日起发行。

建立投资框架 具备远见能力

回顾历史表现,刘旭的组合展现了长期业绩的稳健性。诸多长期重仓的标的,迄今已经收获了不少的收益。

具备远见,是刘旭投资一直追求的目标。他坦言,许多现在看来优质的企业,如果回到十年前他人入行时来看,只是一家小企业。而如果在那时候投资者具备远见,能够洞悉其未来的成长,需要做的就是买入并持有。

例如某家电龙头和某汽车玻璃企业,复盘来看十年前甚至更久之前,按照成熟的分析框架来看,伟大企业的端倪其实早已显露。

但遗憾的是,现在复盘来看,很多似乎清晰可见的例子,真正在早期具备分析能力与坚定持有勇气的人并不多。

在刘旭心中,是否具备远见,是由研究的深浅所决定的。“只有对于公司真正深入的了解,才能够挖掘其中的价值,明白其长期价值中枢所在。”

经过多年的研究与五年的公募基金投资,刘旭更加明白,拥有成熟的投资框架的重要性。“不同的细分行业,拥有不同的关键点,所以你的分析框架很重要。”

明确企业的本质,针对不同行业的细分机会,优秀的投资者会在心中建立起特定的分析框架,通过一次次调研与实操,深入体会,不断打磨。只有这样才有可能真正判断出企业的长期价值。刘旭的组合优异业绩的背后,也正是一步一步建立起框架的过程,而这也最终形成了基金经理自身的“护城河”,即能力圈。

“低换手率,长期持有,集中持仓”一直是刘旭组合的特征之一,最长持有的股票甚至超过4年,而前十大股票的仓位也往往较集中。

实际上,能够把握住好公司的优秀基金

经理,并不会花太多时间与精力去考虑所谓“卖点”。刘旭表示,他更愿意把精力集中在发现卓越的公司和投资机会上。

对于集中持有或许会导致的波动,在刘旭看来,控制风险的根本在于对每只股票都进行过认真研究。如果深入了解了公司品质的优劣,那么在组合构建时就已经对风险点有所知悉,而与组合的分散或集中关系不大。如果要分散持仓,那么有精力研究每一个企业也可以。然而,往往过度分散之后,投资者却很难有精力深入覆盖所有标的。

仔细观察刘旭的投资组合不难发现,他持有的股票都呈现低估值的偏好。

“我之所以会倾向于低估值企业,是因为我认为在这个估值上,我更容易理解这家企业。”刘旭坦言,如果他对于一家企业理解足够深刻,能够理解高估值背后的深层逻辑,那么也一定会在看似高位时选择买入。只不过以目前水平来看,十几倍二十几倍的公司对他而言,更容易把握。

在刘旭心中,企业的品质始终是最重要的,而非简单的安全边际考量。他始终强调,理解的深度决定了投资者是否明白企业真正好在哪里,而非简单地为了追高而追高,从而买入自己不理解但是热门的公司。

“我希望我的客户为我的能力付费,而不是运气。”这是刘旭眼中,作为基金经理的任职标准。他与客户交流时也表示,如果选择购买他的基金产品,无论赚钱亏钱,一定是因为自己的水平,而非是某次操作,或者某个时点的运气。可以确保的是,如果将时间拉到更长维度,自身的水平一定是在不断提高的。刘旭认为,五年基金经理的投资经历只是刚刚起步,未来他会不断积累,不断进步。

一些好公司并不算贵

鲜少观察市场牛熊波动,专注于公司品质本身,从长期维度来进行价值判断,是刘旭投资的一贯方式。

那么,从大的宏观背景出发,国内经济发展到目前阶段,是否可以认为企业整体发展格局已经趋于既定?刘旭并不这么认为。他表示,在一些相对传统的老行业中,经济体系是比较确定的,但新的行业还尚未可知,未来可能还会面临很大变化。就像几年前,市场上也很少有人预料到拼多多与今日头条的出现,对此,他也在积极拓展自己对于科技新兴领域的能力圈。

刘旭认为,单纯掌握核心资产也是不够的,原因在于核心资产内部也会慢慢分化。有的企业随着产业发展与时间推移,其价值更加凸显。同时,也会有慢慢被时代淘汰的产业与公司。

“一个公司究竟能不能长期持有,取决于它是否能够持续满足客户的真实需求。”刘旭强调。回到投资本身,就考验着基金经理研究能力能否不断提高。

值得一提的是,由刘旭拟任基金经理的大成睿裕6个月持有期基金已经于5月20日起正式发行。这只新产品在投资思路上会延续刘旭长期以来价值投资的风格,但

在设计上别具匠心:6个月的持有期,与刘旭的价值投资风格更加匹配,可以让持有人省心,而基金经理则能更好地发挥自身优势。

对于点位择时,刘旭几乎从不做判断,他认为短期没那么重要。但从单个公司的角度出发,刘旭认为目前仍然“存在一些优质企业并不算贵,长期持有问题不大”。

“今年市场的流动性十分充裕,对于股市而言是利好。”谈到市场当前的积极因素,刘旭说。

他同时表示,当前阶段,过去的各类红利已经渐渐吃完,未来社会整体经济转型势在必行,其中关键点,是各行各业能否再孕育出更多伟大的公司,而基金经理的责任,就是找到这些公司。

市场上不少人担心,在目前环境下,有海外订单或业务的企业会受到影响。刘旭指出,拥有海外客户订单,一定程度上说明企业产品品质受到全球范围内的认可。真正会受到影响,是没有核心竞争力的企业。

“如果这个产品只有你能做,或者你的成本始终最低,那么客户该用还是得用,长期来看影响不大。”刘旭表示,到最后仍然是产品竞争力的较量。