

大成基金刘旭: 心存敬畏 在点滴中修炼专业能力

□本报记者 张韵



刘旭，大成基金股票投资部总监、基金经理。曾任毕马威华振会计师事务所审计师、广发证券研究所研究员。2013年5月加入大成基金，2015年7月29日起首度担任基金经理，拥有超8年投资管理经验。擅长制造业、家电、商业零售以及汽车等行业投资。其管理的7只基金最新合计规模超过130亿元。

抓住现象背后的本质

窗明几净的高楼办公室里，刘旭一身休闲装扮走进室内，一件印有白色牛头图案的灰蓝色T恤瞬间引起大家的注意，“也是想沾点牛气吧。”刘旭和众人调侃道。

落座后，关于当前市场表现和基金业绩的问题成为首个关注焦点。在当前市场震荡、多数基金业绩欠佳、基民负面情绪较浓之下，基金经理们心态如何？所管产品历经多年依然保持正收益，在市场涨跌中如何克服追涨杀跌心理？

“面对市场波动，心态不稳其实对应的是专业能力不足，对企业的真实价值看不清楚。在上涨时乐观，只看到公司好的一面，在下跌时又很悲观，只看到不好的一面。但其实公司一直都是既有好的一面，也有不好的一面。应对市场涨跌首先应该是对专业能力的要求。”刘旭认为，贪婪和恐惧是人的天性，如果有超越当下市场的认知，能前瞻性地看到企业的价值，就有底气保持平和心态。在此期间，投资需要不断迭代认知，认真从每一次错误中找到缘由，不断总结并做笔记，进而形成更深刻的理解。

那么，在过往诸多总结中，是否得出哪些颇具普适性的经验呢？刘旭表示，投资是非常困难的事，很难简单地用几个要点来概括。所谓的价值投资不只是理念，背后需要强大的能力支撑，包括对很多行业的商业常识和商业常识背后的方法论的

理解，以及是否有足够理性的分析态度等。或许听起来有些抽象，但确实如此，投资更像是“盲人摸象”，需要用心去琢磨感受，随着一个个案例的积累，慢慢抓住现象背后的本质。

举例而言，以前他会格外注重所投资公司财务层面的表现，觉得企业赚钱能力强、竞争格局好，就是很好的投资标的；后来，他逐渐意识到，企业家的个性、企业所做的事情、企业各方面能力，以及企业未来战略及其可能带来的影响都是需要考虑的因素，而且对于这些因素，他正思考得越来越多。

“怎么把财务报表与产业更好地结合起来理解清楚，这个是很重要的。”刘旭说，例如，不同行业毛利率高低中枢不一样，最关键的要看企业价值的驱动因素。

在他看来，投资最底层的方法论就是把产业和公司研究清楚。据悉，刘旭跟踪研究的股票池中有约300个标的，其中不乏关注了七八年的公司。这些公司都是他从各行各业中挑选的具有一定特点的公司，所谓特点并不一定是白马龙头股，细分领域里具有竞争优势的小公司亦被包括在内。在股票池基础上，持续跟踪估值和业务新变化，每天精进其对产业和公司运作的理解，这些是刘旭最看重的工作。刘旭认为，对于研究，保持独立思考能力尤为重要，不能盲目被卖方研究所裹挟。

曾两度获基金业金牛奖，时至今日，所管基金任职回报几乎清一色为正，最高的产品任职回报率超过240%。在许多基金出现较大幅度亏损的环境下，截至11月12日，其所管产品近一年收益依然大多保持为正，今年以来最大亏损不超3%，多个阶段收益率在同类基金中排名居前。这位基金经理是如何做到的？

近日，大成至信回报三年定开混合拟任基金经理刘旭在接受中国证券报记者专访时表示，投资更像是一场无止境的修行，投资的复杂变幻也让人很难用具体语言说清楚个中奥妙，它更像是“盲人摸象”，需要在实践中不断摸索、感受、总结，从而不断优化自身理解体系，若非要归纳保持长期逆势正收益的原因，减少犯错概率应该是最为重要的。

谈及其颇为稳健的业绩表现，刘旭说：“虽然我做了七八年的投资管理工作，前期还做了四年研究，但感觉在一些领域其实也只是刚刚入门。市场很大、行业很多，我只能一个个突破，在我自己懂的、有切身感受的，或者做研究员期间看得比较多的行业中慢慢加深认识。”

对于业内常谈及的能力圈，刘旭认为，人的学习和探索通常有一个“知道自己不知道—知道自己不知道—知道自己知道—知道自己不知道”的过程，研究越深越久，越会觉得投资要敬畏、审慎。能力圈不止是对哪个行业比较熟悉，最基础的层面是对千行百业的商业常识、竞争格局、运营模式等关键要素都有自己的理解。“投资人最根本的能力圈不是看哪个行业，而在于是否有一个基础的、更具普适性的方法论，能够更准确地分析问题，这是最重要的。”

他认为，社会在快速变化，要超越大众的认知看到企业的价值，对企业价值建立清晰的判断并非易事。在复杂的社会中，只有极少数的生意可以很简单地描述出来，这是因为它们做出了非常不一样的东西。投资没有捷径，只能靠日积月累的努力慢慢加深认识，争取在自己懂的行业中把钱赚到，然后再随着能力的提高一个一个领域地去拓展。

对于投资，与许多投资者买入股票时更多畅想上涨空间不同，刘旭表示，

在敬畏审慎中投资布局

他会非常重视犯错的概率，不断追问犯错的可能性和下跌的空间。“组合的回报既由看对了多少决定，也由看错了多少决定。”如果对过往业绩进行归因的话，犯错概率相对较低或许是最重要的点。

“因为买的很多标的都是跟踪研究了好多年的，犯错概率总比看一眼就去买的低一些。或许在一年两年维度里看，这好像并不重要，但拉长时间看，犯错亏掉的钱还是影响很大的。”刘旭说，至于具体卖出逻辑，当股价大幅上涨，估值提升到一定程度后，他就会选择卖出，以制造业为例，当市盈率大于20倍时，他就会考虑卖出。

放眼市场，不乏市盈率超过20倍仍然继续上涨的个股，亦有不少基金经理将市盈率20倍左右作为买入标准，超过20倍即卖出，这样是否会过于保守？对此，刘旭回答，他对投资是非常敬畏的，这个标准可以使他尽量独立于市场，不受太多情绪干扰。

“敬畏”作为贯穿于刘旭投资的一个重要特点，不仅体现在其对个股的投资需要建立在长期跟踪研究的基础上，也表现在他对热门行业的态度上。他说，虽然一些热门领域股价表现很强，但由于他尚不能前瞻性地看到未来业绩，因此并未过多参与，不过会保持关注，只有在研究透彻后才会考虑是否真正布局。

自守一方天地

访谈行至尾声，通常来说，谈谈对后续市场的看法和看好的细分赛道是较为常见的内容，不过，刘旭并未对此发表观点，他坦言，宏观市场的理解太复杂，因此更多还是坚持自下而上地专注于公司研究。目前，制造业、家电、汽车以及商业零售依然是其主要擅长的投资范围。

任尔繁华或清冷，自守一方天地似乎成为刘旭更偏好的投资选择。在这一方天地的坚守中，他对看好的投资标的会进行重点加持。从其所管基金前十大重仓股情况来看，截至2023年三季度末，多只产品前十大重仓股占比超过60%，可谓是集中度相当高的一名基金经理。

对此，刘旭喜欢将基金经理与实体企业家两份职业进行对比作为回答，他说，实体企业家基本整个时间都“all in”一份事业，而基金经理构建投资组合本质是把职业生涯分散到很多行业或公司中陪伴其成长，对比下来，分散未必能够战胜实体企业家的“all in”。

“人的精力是有限的，并不需要做出很多选择，只需要看对。”刘旭说，相

对集中的投资组合，能够使人集中精力识别那些拥有强大管理团队和强有力公司治理的公司。一旦对公司的管理水平感到满意，就会去评估其经营的质量（如进入壁垒、定价权、竞争优势等），并分析其财务状况（如资产负债表、现金流和盈利是否稳健等）。

“持股集中不是风险，持有你没有真正理解的公司才是风险。”刘旭强调，对自己的要求是，一定要在理解足够深、安全边际足够高的情况下重仓。只有心细，方能胆大。在好价格、好公司、好行业上，好价格是他现阶段的首选，公司质地再好如果没有足够安全边际的价格，也不会考虑将其纳入重仓股行列。通常来说，市盈率低于20倍，市净率低于2倍是他界定低估值的一个标准。

对于接下来担纲发行的浮动费率创新产品，刘旭认为，大成至信回报三年定开按照基金业绩表现分档收取管理费，能够实现与持有人利益共担。而且产品的设计可以鼓励基金管理者进一步充分发挥主动管理能力，追求长期业绩。