



大成基金刘旭:

# 价值投资需要“钝感力”

□本报记者 杨皖玉

“非淡泊无以明志,非宁静无以致远。”分秒必争的投资竞技场,参赛者需要一些“钝感力”。

这种钝感力是一种冷静、一种坚韧、一种空杯心态。

冷静在于不在意市场短期的涨跌,坚韧在于正视不足且不断拓圈,空杯心态对应的是对市场的敬畏,正视未知,不卑不亢,步步为营。

担任基金经理已有多个年头,刘旭仍说自己是一位“价值投资的小学生”。

他说:“投资一定要踏踏实实,这就是对我自己的定位。”于是,刘旭在价值投资的这条道路上,不疾不徐,在充满变数的市场中始终强调眼光要放长远,寻找那些“不太容易被攻破的堡垒”。

如今,他更努力“与所投资的企业一起往前走”,希望能携手走到未来的十年、二十年,为当下企业的价值做出新的定义,找出真正优秀的好公司。

## “踏踏实实做投资”

中国证券报:你作为基金经理参与投资接近10年了,这些年让你印象深刻的事情是什么?

刘旭:让我印象最深刻是2022年,那年我管理的基金净值回撤了十几个百分点,对我的冲击非常大。自己曾经觉得一些比较有安全边际的制造业标的,回头看都受到了比较严重的冲击。

我反思的原因是我对所买人的标的并没有深刻的理解,这个错误不是在基金净值回撤那个阶段发生的,而是在我买人的阶段发生的,甚至是在更早之前,我对很多事物没有更深入的理解所导致的。

自此之后,我对“护城河”三个字有了更深入的理解,很多东西还是要经过更深入的研究和更长时间的验证,以及对外部环境有更多的了解后,才能够给出投资结论。

中国证券报:市场上现在谈“护城河”的观点比较少,为什么?是不是你对这三个字还存信仰?

刘旭:“护城河”确实是我投资中追求的东西,比如巴菲特就是要寻找那些“不太容易被攻破的堡垒”,因为这是商业世界的一个规律,即便所有的堡垒都会被攻破,但还是要尽量去寻找那些不太容易被攻破的堡垒。

大部分生意都不太用得到“护城河”,因为这些生意取得还不错的净资产收益率(ROE)或者不错的盈利水平,往往是一个阶段的产物。在这个阶段,很多资本可能还没有进来,或者企业家的能力在这个阶段中得到了比较好的体现。在这个阶段过去之后,很多企业的短板会显现出来,所以我对“护城河”三个字仍然存在信仰。

中国证券报:你经常提到巴菲特,你如何看待价值投资的长期有效性?你为何选择走价值投资这条路?

刘旭:由于管理了足够规模的资金以及足够长的时间,巴菲特的很多案例以及他的思考和行为,都证明了价值投资的长期意义。个人知识层面的长期复利积累,应该是价值投资最大的优点。

一个事物的形成既有内部的因素,也有外部的因素,我选择价值投资的原因也是如此。

我刚进入基金公司时,跟着一位标志性的价值投资型基金经理做助理,他对我的影响非常大。另外,我在性格上是比较“钝”的一个人,对市场短期的涨跌不是那么在意。

中国证券报:怎么理解你所说的“钝感力”?

刘旭:任何一种性格特征都有A面和B面。作为比较钝感的人,B面就是面对许多事情不会特别感性。在一



刘旭,大成基金董事总经理,股票投资部总监。厦门大学管理学硕士,13年证券从业经验,近10年基金管理经验。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。

些突发事件发生的时候,我更倾向于让自己尽快冷静下来,去理性分析事情的来龙去脉,而不是通过应激动作缓解自己的压力。

其实,我的压力来源或者心情波动的原由,大多是好机会没有把握住或者“看错了”。市场情绪的波动对我影响不大,因为我知道市场本身就是一个情绪化的载体,市场先生乐观的时候可以很乐观,悲观的时候也可以很悲观。

对于专业投资者来说,需要在市场情绪之外静下心来思考投资标的本身,思考好生意到底如何经营,以及外部的环境是否发生变化。

中国证券报:你经常说“面对市场要有空杯心态”,什么是空杯心态?是敬畏的意思吗?

刘旭:除了敬畏,还有谦虚。世界很复杂,我们认知很有限,我只是在我懂的某些领域里面做一些投资的尝试,很多东西其实都是未知。

中国证券报:现在你在投资市场上是一个什么角色?如果说刚入门的时候是小学生,现在呢?

刘旭:现在应该还算是小学生。巴菲特说,比赛不要关注记分牌,而是关注比赛本身。所以我想每天都关注比赛本身,每一天踏踏实实把基本功打好,这是我现在要做的事。而且这个事在未来5年、10年、20年都要持续做,因为商业世界很复杂,每个行业都有自己的商业常识,同时从底层逻辑来看,我还要补足很多发展的方法论。这就是对我自己的定位,一定要踏踏实实做投资。

## 关注企业应对未来的能力

中国证券报:你眼中的价值投资是什么?在A股市场上,你和其他价值投资型的基金经理有什么不一样的地方?

刘旭:简单来说,比如一只股票长期价值10块钱,今天5块钱买入就是价值投资,关键在于对企业长期价值的判断。我会更加强调在安全边际比较充足的时候去持有一只股票。

中国证券报:对于“价格低”,市场有一些分歧。巴菲特价值投资的理念也在不断进化,比如前期他专注于“捡烟蒂”。你所说的“价格低”究竟

应该怎么理解?

刘旭:“捡烟蒂”其实是价值投资的一个表象,公司的净资产是10块钱,股价只有5块钱,我以现有价格把股票买过来,力争以净资产价格卖出去就能赚钱。但在上世纪50、60年代之后,美股市场的这种机会越来越少,价值投资不得不进化,去买一些优秀的公司,而买优秀的公司,付出的价格会高一些,这时就会涉及到对企业长期价值的判断。

因此价值投资的本质是判断一家公司很优秀,长期能够贡献大量的现金流,且当下买的价格要比未来低很多,才去买入。最后所有投资策略都是要达到这一目标,无论是商业模式、治理结构或者企业家精神,都是为当前“价格低”做服务。

中国证券报:你觉得究竟什么样的公司是好公司,什么样的生意是好生意?

刘旭:这些抽象的名词在我刚刚做基金经理时谈得比较多,现在说得越来越少,因为现在投资聚焦的核心是公司的价值在当前有没有被低估,所有的抽象的名词都是为了一个具象的目标——公司的价值到底有没有被低估。

坏公司的价值也有被低估的时候,但好公司长期为股东创造现金流的可能性会更大。因此,我觉得好公司和坏公司的区别是模糊的,现在更喜欢用企业现在的能力能否应对行业未来10年的需求和变化来作为重要的评判依据。

中国证券报:观察你管理基金的重仓股,可以看出你比较青睐家电股,能不能以此为例谈谈“应对未来的能力”?

刘旭:家电行业在过去20年诞生了一些能够赚钱的好公司,未来这些公司还能不能保持赚钱能力,对于投资来说,是一个非常重要的问题。其中有几个重要的变量,第一是技术,随着技术的进步,一些家电公司原有的技术优势是否还在,比如电机制造技术的进步会不会让行业的技术变得更加同质化,这时企业有没有能力应对产品技术的变迁,这点非常重要。

第二是渠道,现在渠道变得越来越碎片化、多元化,新的渠道一定会诞生新的市场参与者,传统企业提高市占率比以前变得困难很多。

这些都是值得去研究的方面,要看家电公司能不能在未来十年中把这些矛盾关系处理好。实际上,很多行业比家电行业要难研究得多。

中国证券报:在你的持仓中,哪些股票多买,哪些股票少买,应该如何决定?

刘旭:我觉得各种类型的持仓各有利弊。投资最大的风险是看似很分散,但实际上买了很多基金经理并未深入理解的股票,一旦市场风险出现,就会成为不可挽回的错误。因为基金经理对标的价值没有深入的理解,股价调整的时候,不知道该加仓还是该减仓。

所以我也综合权衡各种风险因素后,选择了自己深入理解的标的。基于我对公司价值判断的确定性,且有一定的流动性支撑,我就会买得多一点。

## 价值投资的冷思考

中国证券报:对于股价表现,你

现在对于公司财务报表的归因好像越来越少,越来越看重对“人”的判断,尤其是对企业家、公司的治理结构的判断,为什么会这样?

刘旭:我从业之初是一名审计师,因此最近几年的改变对我来说是一个策略优化。在做投资的早些年,我对公司财务报表过于依赖,报表是滞后的,反映更多的是公司过往的一些经营状况,并不代表未来。

因此,最近几年,我把投资工作重心转向关注企业实体经营过程中所面对的问题,以求达到一个平衡。

中国证券报:你会怎样通过“人”未来给企业带来的价值做判断?

刘旭:我最后要达到的目的是判断企业能力,这个能力能否让企业应对行业未来10年的变化。判断一家公司管理层的能力,也是为了这个目的而服务的。

所以在此之前,我肯定要理解行业未来的发展,在此基础上按图索骥地观察一家公司管理层的言行以及他们对一些事物的理解。我认为,在长周期内,把一个组织运行得很流畅并不是一件容易的事情,这个组织如何解决持续出现的矛盾,同时把握新的需求,可以说非常难。如果把眼光拉长到10年以上,对一个企业家或者一个组织来说,是非常大的挑战。

中国证券报:既然是非常大的挑战,你的持仓却非常稳定。之前核心资产比较火的时候,好像只需要买龙头,买所谓的优质核心资产,而且不需要怎么调仓,这种市场现象叫作结局思维。但很多基金经理在这个过程中损失惨重,你怎么看待这一现象?如何在持仓稳定的过程中避免亏损?

刘旭:我更倾向买入一些显著建立起竞争优势的公司,尽管如此,我也会非常审慎。因为绝大部分公司即便建立起优势,仍然需要非常好的舵手或者企业文化支撑它持续前行,这样我才能更加放心。

另外,我觉得结局思维本身没有错,错的是在应用的过程中,不应该在较高的估值位置买入,造成了巨大亏损,还以结局思维给自己的错误做辩解。当估值已经较高的时候,不能以结局思维作辩护,而是应该想想它的风险在哪里。

中国证券报:你如何看待现在的人工智能(AI)热,你会以什么样的方式参与?

刘旭:人工智能代表了人类社会进步的方向。在投资上,对于我个人来说还需要做很多工作,比如这一技术应用在各行各业的过程中,是否会有一些企业既有的优势进行加强,我觉得还需要一段时间去观察。

中国证券报:结合你的持仓来看,如果某个行业一段时间特别火,你反而不会去碰,是不是这样?

刘旭:“火”这个词比较抽象,分析具体原因,可能随着需求的突然出现,某个行业的关注度很高。需求的出现,会有很多方面从中受益,但受益的过程中也会引起供给端的竞争变化,随着越来越多的资本的进入,行业竞争从蓝海走向红海,最后大家都不容易赚到钱。我觉得当一个行业火了之后,基金经理需要更多时间研究,行业“火了”之后的竞争格局变化。