

■ 高端访谈·知名基金经理论市系列之三

源乐晟资产曾晓洁：

# 掘金传统行业有定价权的龙头公司

□本报记者 叶斯琦 徐文擎



曾晓洁，源乐晟资产管理公司创始合伙人、投决会主席。北京大学经济学学士、金融学硕士。曾就职于中国人寿资金运用中心、中国人寿资产管理有限公司。2008年创立北京源乐晟资产管理有限公司，2013年创立西藏源乐晟资产管理有限公司和Longrising Capital，担任投决会主席。源乐晟资产为国内领先的私募基金管理公司，目前管理的股票型多头策略产品规模超过百亿元。鉴于其所管理产品的长期净值表现，源乐晟资产共揽获十二座金牛奖杯。

## 力求规避大级别波动

在过去九届中国私募基金金牛奖中，曾晓洁曾五次捧起金牛奖的奖杯，是上榜次数最多的金牛基金经理。谈及在市场中“长跑”的秘诀，曾晓洁说：“A股市场有自身运行特点，不同风格都有可能在A股市场取得比较好的回报，但关键的一点是，能不能有一个行之有效的方法将市场波动熨平。”

曾晓洁认为，中国所有资产都有很强的Beta属性。换句话说，中国资产的估值波动很大。例如，去年到今年的市场波动，主要就是估值波动，而非盈利波动。“估值波动的原因，正是在于资产价格跟货币政策的关系太大。”他进一步解释，例如，2010年底到2011年是收缩周期；2011年11月到2012年上半年是放松周期；2013年初开始收缩，2014年上半年转向宽松；2018年是典型的紧缩周期，今年目前来看处于向上的放松周期。A股指数走势跟周期变动基本一致。

“在2018年之前，我们基本上回避了市场的大级别波动，这得益于我们上面讲的投资框架。我们希望通过一个事前的模型，把大Beta的波动‘躲’过去，这一模型包含影响估值的几大因素，最重要的是货币政策，此外还包括财政政策、市场情绪等，这一模型帮我们在过去十年里躲过几次大调整。”曾晓洁说。在他看来，货币政策之所以重要，一方面是因为会带来整体的估值变动，另一方面在于对很多

行业盈利的影响很大。例如金融、地产、汽车、家电等行业就属于典型的受货币政策影响较大的行业，同时货币宽松与否对A股小盘股的估值波动影响也很大。

对于2019年的宏观环境，曾晓洁认为，今年1月开始流动性宽松超预期，整个一季度的经济数据也超过了原先的悲观预期。这说明边际放松的效果已经出现。同时，外围因素大概率会出现一个比较好的结果，短期内对经济冲击最大的部分或平稳落地。

他补充说，总体来看，今年流动性环境可能是“过松就收、过紧就放”的状态。在这一情况下，行情有望慢慢上行。不过，他也提醒，部分股票可能出现比较大的波动，2月份已经有过一轮炒作但无盈利支撑的部分股票可能走弱；但一些跟经济相关性大的股票，可能走出2016年至2017年的特征，靠盈利推动股价上行。

“我们从2月份开始就相对比较乐观。沪指涨到3000点时，很多人觉得要减仓，但我们一直没减，而且下跌的时候还会加仓。之前有人认为经济在二季度之前难以好转，但我们相对是乐观的。”在曾晓洁看来，如果货币政策相对稳定，A股在长周期内走出慢牛的可能性非常高。一旦经济稳定，整个市场的估值就稳定，那就靠盈利提升来推动股价上行，股市有望形成慢牛格局。这就像美股一样，每年上涨十几个点，其构成基本

是三到五个点的估值扩张，加上十个点左右的盈利增长。

他强调，基金管理人采取何种投资方式，和管理的资金属性有很大关系。例如外资的考核期就是在3年、5年甚至更长时间内战胜市场，因此这部分资金可以在选出比市场平均表现更好的股票后永远满仓，而不是靠择时来获取收益。他们认为5年足够熨平一个周期，即使需要对冲风险，也会在自身大的资产配置篮子中去调整不同种类资产的持仓，而非干扰基金管理人在具体个股或仓位上的选择。

这也延伸到另一个问题，A股未来会不会走向“机构市”。对此，曾晓洁认为，这是十分确定的趋势，A股正在“机构化”的进程中。“过去，中国市场在全球金融投资者的配置比例中太小，随着外国投资者对于中国政策稳定性的预期更强，外资会成为重要的新增资金，他们对于个股的定价权会越来越高，这都会影响到作为他们‘对手盘’的我们，如何适应新的市场风格，以及形成自身稳定、成熟的投资风格。”他说，不仅是外资，未来银行、保险、养老金、社保等更多长线资金进入股市后，他们一定会选择适合的基金管理人，而有着成熟投资方法论、崇尚基于基本面的价值投资的机构一定会成为未来的主流，其实目前大部分的百亿私募也是这种风格的机构，这或许会对A股生态产生比较明显的改变。

大浪淘沙，沉者为金。

源乐晟资产管理公司创始合伙人、投决会主席曾晓洁接受中国证券报记者的专访时将源乐晟的投资形容为“宏观视角下的基本面投资”。他认为，中国所有资产都有很强的Beta属性，源乐晟的事前模型包含影响估值的几大因素，包括货币政策、财政政策、市场情绪等，这帮助其躲过了A股市场的几次大级别波动，成为行业中的“长跑健将”。

展望未来的宏观环境，曾晓洁相对乐观。他认为，在中国经济增速有所回落的背景下，投资思路从经济“做蛋糕”变成“切蛋糕”，只有优势企业才能在稳定的周期中脱颖而出，同时2019年开始中国有很多制度性的改革出台，来提升企业的效率。因此，很多传统行业未来很可能会走空调行业过去十年走过的路，有定价权的公司会是一个非常好的投资方向。

成立于2008年的源乐晟资产，11年来历经A股市场数次大波动。虽市场几度浮沉，其却数次躲过大级别下跌。经过磨砺的源乐晟资产，资产管理规模连续攀上几个台阶，成为市场公认的头部私募之一。

## 看好传统行业有定价权的龙头公司

在宏观大势之下，源乐晟敏锐地看到了微观主体的显著变化。他认为，在中国经济增速有所回落的背景下，只有优势企业才能在稳定的周期中脱颖而出，这也是龙头企业的投资逻辑，即它的盈利增速一定远远超过行业平均水平，具有很好的投资机会。

“互联网行业是最典型的，这么多年就没有第三名的空间。此外，医疗、消费、地产、工程机械、重卡等行业也是如此。这些行业，都会走空调行业在过去十年走过的路，很可能出现行业每年增长约5%，龙头企业每年收入增长约10%，龙头企业利润每年增长20%~30%。龙头企业利润率得到提升，财务报表极度改善，估值相应提升。”曾晓洁说。

他强调，传统行业有定价权的公司，未来都是一个非常好的投资方向，一定要仔细研究。值得注意的是传统行业比新兴行业更容易出这种公司。因为新兴行业还处在行业扩张的过程中，小企业还能获得比较高的份额。而传统行业的小企业基本没机会，大企业定价权上升之后，很难有人能超越。此外，从国际估值比较来看，大量龙头企业的估值相比国际同行是折价的，正常情况下也有上涨空间。

## 学会“断舍离”

“私募转公募”在过去几年成为行业中的热点。但曾晓洁坦言，目前没有“私转公”的打算。

“我们的股东结构比较明晰化，在现有框架内不会轻易引入新的股东或战略投资者。我知道有的私募为了吸引更好的资源或让管理规模再上一个台阶，会适时引入战略股东或者谋求公募化，这不是我们现阶段最主要的目标，我们更希望不断提高、完善自己的投研能力、投资方法，在此基础上稳定现有规模，当然未来如有新的成熟策略或研究团队补充进来，也希望规模有稳健的提升，规模是投资能力提升后水到渠成的事。”他说。

“坚持耕耘私募行业的源乐晟，过去几年在管理运营方面投入了大量精力，最主要是完成了系统的信息化改造，包括财务、交易、风控、运营等各方面的信息化升级，信息化水平在同行中也不算领先。“公司规模发展到一定阶段，若想持续稳健安全运营，一定要在风控合规、IT等方面有更大的投入。合规运营对私募来说更重要。”他说。

值得一提的是，十分注重风险的源乐晟，拒绝了不少来自结构化产品

“当然，大前提是市场处在慢牛格局，如果市场出现大的系统性风险，个股也会一起跌。不过，跌完之后又是创新高的机会。”他说。

至于备受关注的科创板，曾晓洁认为，科创板是一个非常好的制度设计。中国经济创新，需要通过股权融资给科技企业以合理的定价。科创板允许没有盈利或者股权结构跟传统行业不太一样的企业上市，相当于这些企业的发展初期就有资金扶持。未来科创板有望出现比较大的投资机会。在投资方法上，他认为科创板与A股其他公司没有根本区别。就是要通过深入研究，发现有空闲之后就买入。

不过，他强调，科创板需要多元化的估值方法。现在市场上以市盈率法为主的估值方式存在一定缺陷。实际上，有些企业不适合用市盈率法估值，例如部分云计算行业的公司，虽然没有盈利，但有大量收入，只要收入和行业地位稳固，未来就有望形成大量利润。又如一些医药企业投入大量资金进行研发，未来前景广阔。“以后科创板会大量出现这类企业。投资者针对不同的公司要用不同的方法估值。从这个角度来看，机构投资者参与科创板更有优势。”他说。

的资金。对此，曾晓洁认为，资本市场有盈有亏是常事，但源乐晟希望相对而言风险更可控。换句话说，一时的亏钱没关系，但得有机会把亏的钱赚回来。结构化产品，一旦市场出现极端情况，很可能就没有翻盘的机会。

“对我们来说，在适当的时候必须要学会‘断舍离’。从2017年开始，我们就着手逐步清理一些小的端口，希望减少部分运营压力，集中精力做好产品业绩。在资产管理行业，有时候欲望少一点，幸福感会更强。”他说。

展望未来私募行业发展，曾晓洁认为，从监管的角度，变化已经出现了。2014年之前，私募“遍地开花”。2015年后，从行业正本清源、扶优限劣的角度，私募备案显著收紧，基本只有存量博弈。在存量机构中，分层监管的思路明显，对于大的私募，其实已经基本比照公募监管；对于小型私募，市场也进行了充分的“优胜劣汰”。从资金的层面，成规模的机构资金很难去配置小型私募，市场向头部私募集中的格局更明显。在策略层面，未来私募策略会更加多元化，呈现百花齐放的局面。