

投研体系自我进化

广发基金激发潜能寻找“希望之花”

□本报记者 万宇



随着中国经济站上新的历史方位,经济增速的放缓和经济结构调整带来的存量经济环境也深刻地影响着资本市场和资管行业。行业分化、结构分化甚至企业分化日益凸显,找出“希望之花”,找到拥有核心竞争力、能够成为新的时代的行业龙头公司,成为投资成败的关键。

投研能力永远是资产管理行业竞争的核心要素。在市场分化、竞争加剧不可逆转的发展潮流中,以主动权益起家的广发基金因时而进,从2018年开始再次走上革新之路。公司全面梳理投研流程,从价值投资出发,将权益投资一部拆分为价值、成长、策略三个部门,明确每个部门的定位,并通过科学的机制让基金经理专注在能力圈进行投资,提高选股的胜率,减少出错的概率,精准投资。“从一年来的实践看,我们不仅找到了‘希望之花’,而且今年已经‘遍地开花’。”广发基金副总经理朱平在接受中国证券报记者专访时说。

升级改造投研体系

存量经济环境下,A股市场结构分化加剧,这种分化体现在优势公司会有更多的机会,劣势公司将逐渐被淘汰。与此同时,资管行业遭遇巨大挑战,公募基金公司面临来自保险、券商、银行理财子公司、外资机构等的激烈竞争,行业的两极分化也越来越明显。

投研实力就是资管行业的核心竞争力,留强汰弱、适者生存同样是资管行业的大趋势。在竞争加剧的环境中,头部基金公司纷纷对投研体系进行升级改造,以更好地获取超额收益。以主动权益投资能力见长的广发基金,就是其中的典型代表。

广发基金于去年升级改造投研体系,再造投资流程,按照基金经理的风格进行分组,并确定

让投资变成一门科学

权益投资部门改革后,基金经理的关注范围更加聚焦,但如何让基金经理在相对有限的范围内实现最大的阿尔法,提升投资回报?朱平给出的答案是:让投资变成一门科学。公司对基金经理的风格进行刻画,找出基金经理擅长的领域,并通过专业训练对风格进行强化,提高选股的胜率。

正如现代职业篮球会建立每个运动员的大数据,分析每个运动员在哪个区域得分的概率更高、哪个区域失误比较多,并以此制定战术,为不同的运动员安排最适合的上场位置。广发基金的金融工程部则基于基金经理过往的所有持仓股票、交易数据、盈利及亏损股票等大数据,分析每位基金经理盈利的股票和亏损的股票各有什么特征,发现每个基金经理的能力圈。

“我们会告诉基金经理赚钱的股票有什么特征,从估值、ROE、销售收入增长率、行业情况、

部门定位和发展方向。其中,价值投资部非常注重估值和安全边际,通过ROE、现金流、运营资本等财务指标来选出优秀的公司;成长投资部聚焦在成长行业寻找优秀公司,会限制非成长性行业的投资比例;策略投资部则会结合行业景气度、企业盈利能力和估值水平进行行业轮动。

让基金经理成为最早发现企业价值的投资人是这次改革的要义之一。朱平介绍:“价值投资的收益来源于企业价值,但价值的体现有所不同。一种是基于企业现有价值被低估,标的是增长稳定、高分红、高ROE的价值股;一种是基于企业未来的成长,标的是在品牌、渠道、技术等方面有壁垒,资产盈利能力强的成长股。”两者评估企业价值的方法不同,对基金经理的投

市值水平等不同维度进行归类,总结基金经理胜率较高的一类股票。”朱平指出,每个基金经理的兴趣爱好、能力和知识结构不同,我们要求每位基金经理在有把握的方向中,将最好的股票选出来。

除此以外,广发基金还倡导基金经理重仓持有,长期投资。朱平介绍,这对基金经理的研究能力提出了更高的要求,他们要对企业基本面、竞争力甚至未来三五年的发展等进行更深入的研究和评估。只有在深入研究的基础上才敢于重仓配置,才有信心长期持有。

事实上,基金经理的投资画像,不仅用于提升选股的胜率,还用于降低失误。“成功的投资不是一定要抓到牛股,而是保守的艺术、不犯错的艺术,只要不犯大错误,三年下来大概率会取得较好的收益。”但朱平也表示,不犯错并不是一件容易的事。市场中有很多诱惑和干

资能力、知识结构的要求也不一样。广发基金对权益投资部门架构进行改革,正是为了让每位基金经理根据自己的知识禀赋和资源积累,聚焦自己的能力圈。

和而不同,在个人能力最大化的同时,作为一家大型资产管理公司,广发基金的平台优势也在改革后放大。“改革前,权益投资部有15位基金经理,每个人擅长的方向不同,感兴趣的行业或标的也不一样。当讨论增速比较快、估值高的成长股时,价值风格的基金经理没有兴趣;而谈及成长性不是很高、发展成熟的行业时,成长风格的基金经理也不感兴趣。”朱平介绍,将理念一致、风格相近的基金经理分成一组,有助于他们更好地交流和协同,形成合力。

“未来大家会发现,没有优势的公司就完全没有发展机会。就像是一群羊在山上吃草,增量时代青草的供给不断增加,每只羊都有口粮;但如果只剩下一点草,只有最强壮的那些羊才能吃到。”朱平预计,大部分行业内部将出现整合,行业分化会更加明显,二三线股票的机会越来越小。

资管行业同样如此。“企业竞争同样适用于适者生存的法则,只有提供价值最多的公司才有机会留下来。如果你不能提供最好的价值,那些更优秀的公司就会将你取代。”朱平总结,主动管理领域的竞争非常激烈,基金公司的生存之道就是提供更大的价值。广发基金将继续秉持“价值导向、精选个股、长期投资”的投资理念,为投资者找到最优秀的公司,帮投资者成为这些公司的股东,不仅分享经济的成长,更要分享企业的成长。

正如巴菲特的棒球投资理念,不好的球不接,就不会出现扣分。投资也一样,当基金经理意识到哪些球的失误率很高,不接这个球,就不会对组合带来负贡献。朱平说,当基金经理专注于自己擅长的领域寻找机会时,选股的正确率提升,投资回报率自然也会提升。

在行业分化中擒“牛”

今年年初,朱平在接受记者采访时曾说,权益部门改革的初衷是为了选出优质个股,寻找“希望之花”。“我们不仅找到了‘希望之花’,而且今年已经‘遍地开花’。”部门架构调整一年后,当朱平评价这次改革时这么说。

Wind统计显示,截至11月19日,沪深300指数今年以来的涨幅为31.10%,广发基金旗下22只主动权益基金回报超过50%,5只基金回报超过80%。其中,广发双擎升级、广发医疗保健、广发创新升级、广发多元新兴4只基金的回报超过90%,在全市场2500多只主动权益基金中分别排名第一、第二、第三、第八。

谈及整体取得出色业绩的原因,朱平认为,一方面,权益投资部门调整让投资流程更加科学,基金经理挑选的是各行各业最好的公司;另一方面,顺应了资本市场变化的趋势,今年市场的潮流就是行业龙头出现戴维斯双击。

“今年以来,在存量博弈的背景下,没有核心竞争力的企业很难有发展机会,市场份额将进一步向龙头企业集中。从ROE、现金流、净营运资本、竞争力等数据来看,同一行业的公司盈利有差异,这种差异不是在变小,而是在增加。”朱平介绍,基于这个共识,包括公募、保险、外资等各类资金纷纷汇聚核心资产,一批最优秀的公司贡献了显著的阿尔法。

市场结构的显著分化,核心驱动因素是经济结构的转变。在朱平看来,中国经济正逐步走出房地产依赖,增速将会放缓。同时,中国经济结构也出现调整,人口红利正在逐渐消失,工程师红利和大国红利正在成为当前中国发展最大的优势,这将带给中国与现在不同的产业结构。

基于这一大背景,朱平认为,A股的结构分化趋势仍将延续。当经济和行业增速放缓时,市场从分散走向集中,企业竞争从依靠投资和价格战转变为依靠品质和竞争优势来获取利润,龙头企业的利润和市场份额会大幅提高。

“未来大家会发现,没有优势的公司就完全没有发展机会。就像是一群羊在山上吃草,增量时代青草的供给不断增加,每只羊都有口粮;但如果只剩下一点草,只有最强壮的那些羊才能吃到。”朱平预计,大部分行业内部将出现整合,行业分化会更加明显,二三线股票的机会越来越小。

资管行业同样如此。“企业竞争同样适用于适者生存的法则,只有提供价值最多的公司才有机会留下来。如果你不能提供最好的价值,那些更优秀的公司就会将你取代。”朱平总结,主动管理领域的竞争非常激烈,基金公司的生存之道就是提供更大的价值。广发基金将继续秉持“价值导向、精选个股、长期投资”的投资理念,为投资者找到最优秀的公司,帮投资者成为这些公司的股东,不仅分享经济的成长,更要分享企业的成长。

□本报记者 万宇

“我们比较认同巴菲特要买价值不断增长公司的理念,这种增长不是看一两年,而是看三五年,是能够长期保持价值持续增长的好公司。”广发基金价值投资部总经理傅友兴介绍,团队的理念是以合理的价格投资价值持续增长的好企业,倾向于选择高ROE、高ROIC、财务稳健、竞争壁垒强的好企业。

安全边际放在第一位

中国证券报:价值投资部投资的特点是什么?傅友兴:我们部门的投资理念偏巴菲特和格雷厄姆。判断企业未来的成长性不确定性比较大,所以,我们认为,相较于企业未来的增长空间、业绩增速等因素,企业现在的价格更值得重视。也就是说,我们将安全边际放在第一位。

首先,我们对上市公司的估值要求比较苛刻。正如格雷厄姆所说,安全边际是价值投资的三大支柱之一,买的股票估值低一点,对判断失误的容忍度就会高一点。

第二,我们投资的企业成长性不一定很高,

□本报记者 万宇

在价值投资的阵营中,有一类基金经理擅长判断企业未来的市场空间和成长性,愿意以较高估值持有高成长企业。广发基金成长投资部汇聚的就是这样一批基金经理,他们的策略是选出景气度最高、增长最快的行业,并挑选核心竞争力最强的企业重仓。成长投资部总经理刘格菰表示,团队的理念是在成长性行业中选择具有核心竞争力的优质公司,基金经理配置偏好以电子、计算机、医药、消费等增速较高的行业为主。经过近一年的运作,基金经理的风格更加聚焦成长股。

专注在成长领域寻找投资机会

中国证券报:成长投资部的定位是什么?刘格菰:公司希望风格偏成长的基金经理能够发挥自身优势,专注在成长领域寻找投资机会。我们从行业生命周期理论出发,结合行业销售额和利润额等核心指标进行行业比较,将处于投入期和成长期的子行业 and 产业链梳理出来,这些是成长投资部重点投资的方向。

□本报记者 万宇

“价值投资部侧重于在个股层面寻找价值被低估的、能带来稳健收益的好公司;成长投资部更在乎行业和方向,选出景气度最高的板块进行集中配置。策略投资部既关注仓位管理,也会选择长期向好的行业,但行业配置更均衡,并适时进行行业轮动。”策略投资部副总经理李巍说,与风格鲜明的价值投资部和成长投资部相比,策略投资部的风格更为灵活,组合兼具价值与成长。

行业相对分散 适当轮动

中国证券报:策略投资部的定位是什么?李巍:去年,公司着手对权益投资部架构进行调整,风格灵活、持仓兼具价值与成长的基金经理组成了策略投资部。我们重视仓位管理,适时进行行业轮动。这主要是基于两方面考虑:一是单一行业的集中度不会很高,不会在某个行业或某一类风格上暴露得特别明显,避免在某个阶段表现特别差;二是适度的行业轮动,在契合市场风格时,可以取得更好的超额收益,即便



价值投资部总经理傅友兴:以合理价格投资优质公司

但所处行业竞争格局比较稳定,公司财务的稳健程度较好,市场占有率比较高,是经过好几年发展的成熟企业。

第三,我们投的企业分红收益率相对较高。比较成熟的企业不像成长型企业那样需要将大量资金投入新的项目,自由现金流比较多,每年会拿一部分股利分给股东。

中国证券报:价值部的基金经理有什么特点?傅友兴:我们部门有六位基金经理,平均证券从业年限超过13年,平均投资管理年限7年。大家的投资理念比较一致,都坚持以合理价格投资价值持续增长的好公司。从组合配置来看,集中在金融、消费、医药、优势制造业等几个行业。

在这些共性的特点之外,每位基金经理又都有着鲜明的个性。因为每个人的知识面、投研经历、积累都不一样,我们也鼓励基金经理发挥自己的所长,在擅长的领域,做自己的Alpha。例如,李琛擅长投资消费类公司,注重公司的长期竞争力;王明旭重点在消费、家电、金融、医药行业挑选白马龙头,阶段性配置周期股;程琨善于从市场忽视的行业中挖掘机会,重仓股具有低PE、高ROE的特点。

成长投资部总经理刘格菰:聚焦成长 精选优质公司

成长投资部的突出特点是我们聚焦成长方向,将部分周期性比较强、处于成熟期的行业如银行、钢铁、煤炭、交通、电力、公共事业、建筑等列入限制投资池,单一行业的配置比例不能超过7个点。这个限制投资池会动态更新。如果宏观经济、产业政策等发生趋势性变化,导致上述行业需求有趋势性的扩张机会,成长投资部讨论通过后,会将相关行业从负面清单中剔除。

中国证券报:从组合配置来看,成长投资部主要聚焦哪些方向?

刘格菰:我们今年找的成长方向有两个:一是消费方向,在消费升级、居民收入提升的背景下,消费行业仍有较好的增长空间,重点关注医药、食品饮料、家电、家居等领域;二是偏科技方向,包括电子、计算机等。这两个方向是我们组合的核心配置,在这些领域的投资也取得了不错的效果。

聚焦消费和科技两大方向

中国证券报:设立成长投资部后,基金经理的考核和投资出现哪些变化?

刘格菰:考核标准有变化。我们的产品以中

持仓组合偏向价值因子

中国证券报:如何对基金经理的投资进行管理?

傅友兴:去年分成三个部门之后,基金经理对自己怎么选股、怎么构建组合写了详细的投资策略。围绕这个策略,公司金融工程部定期监测部门不同基金经理的组合情况,会重点关注两个指标:一是估值水平,二是Barra模型中的因子暴露。他们会分析组合持仓中是价值因子还是成长因子暴露更多,避免风格飘移。从今年前三季度来看,价值投资部同事的组合与年初相比,价值因子的暴露比年初增加。

中国证券报:改革后,价值投资部出现了哪些变化?对基金经理的考核是否也有调整?

傅友兴:改革后,我们更加关注自己在投资过程中是不是坚持自己的投资策略。至于基金经理考核,在做架构调整时我们也考虑到问题。如果将基金经理的投资风格固定,会面临某一年投资风格不适合市场风格、表现不太理想的情况,所以公司对基金经理的考核也做了调整,以中长期考核为导向,鼓励基金经理坚持自己的风格。在考核中,占比最大的是三年期业绩。

证800成长、全指信息指数、沪深300成长等成长方向的指数作为考核基准。投资方面,基金经理的研究方向更加聚焦。部门改革后,一开始大家担心这个模式会限制基金经理的发挥,但实际上每个人的能力边界是有限的,应该集中精力把自己擅长的事情做好。运行一段时间后,效果确实很好,大家心里也就踏实多了。而且因为全部精力放在消费和科技两大方向,只在相关行业挑选个股,所以也更省力气,更聚焦。

中国证券报:成长投资部的基金经理具有哪些特点?

刘格菰:我们部门有四位基金经理,金工部门用Barra分析他们过去在哪些成长方向比较擅长,从而将基金经理的兴趣与能力结合起来,把基金产品的成长风格标注得更加清晰。我比较喜欢科技创新方向,目前资产配置中科技创新方向占比较高;苗宇比较喜欢稳定成长方向,他的组合主要投资食品饮料、医药、金融、家电等大消费方向;邱璟璈有医药研究背景,他的配置基本是医药和科技为主;刘玉偏好在高ROE、高ROIC行业中精选行业龙头,配置以食品饮料、医药、家电、大金融为主。

复合背景 优势互补

中国证券报:策略部的基金经理有什么特点?

李巍:我们部门有四位基金经理,司龄都在8年以上,对公司的文化和价值观均比较认同,合作默契。同时,每个基金经理都有自己擅长的领域,形成了复合的背景,比如吴兴武有多年医药研究经验,擅长医药领域的投资;罗洋有周期研究经验,对部分周期行业的方向和趋势把握比较精准;费逸先后重点研究钢铁、煤炭、计算机等行业,对TMT行业研究比较深入;我自己在消费、医药、先进制造业上下的工夫比较多。大家互相讨论和支持,有助于我们做好行业轮动。

中国证券报:部门改革运行近一年效果如何?

李巍:总体来看效果不错,大家的基本理念统一,选股方法论也基本统一,可以比较好地进行沟通与对话。从实践来看,目前形成的机制是基金经理在行业配置上形成合力,一起寻找方向。毕竟,单个基金经理的能力圈有限,很难做到对所有行业都熟悉或者把握得好,只有靠团队合力才能完成行业轮动工作。



策略投资部副总经理李巍:风格灵活 兼具价值与成长

风格不是很契合,也能积极应对调整,不至于表现太差。

中国证券报:策略投资部如何构建组合?

李巍:组合构建有三个层次:仓位管理、行业配置、个股选择。在仓位管理上,内部构建了一套仓位评估表,每位基金经理针对宏观经济及企业盈利、政策变化、估值水平和市场情绪四大指标进行打分。不同基金经理会赋予不同的权重,最终得出的分数将用来决定未来组合的仓位水平。

在行业层面,我们会选择景气度比较高、商业模式较好、容易出牛股的一些行业作为核心配置,如消费、医药、新能源、科技、先进制造,对这些行业保持较高的配置。不过,单一行业的集中度不会太高。在此基础上,我们还会考察未来一个季度或未来半年行业的景气度变化,在景气上行的行业中寻找合适的标的,适度提升配置比例。在个股选择层面,我们建立了个股评估体系,总共有20多个指标,会对企业的成长性、盈利能力、盈利质量、行业趋势、治理结构、核心竞争力等进行打分,对企业进行全方位的评估。

