

广发基金刘格菘:

# 寻找高性价比新品种

□本报记者 万宇



刘格菘,中国人民银行研究生部经济学博士。曾任中邮基金研究员、基金经理,融通基金权益投资部基金经理、权益投资部总经理。2017年加入广发基金,任权益投资一部副总经理,现任广发基金成长投资部总经理、投资决策委员会成员。

## 一半以上时间在外调研

中国证券报:科技是你比较擅长的领域,相比其他基金经理,你觉得哪些方面比较有优势?

刘格菘:我对科技行业的理解可能与其他人有一些不同,在科技领域下的工夫也比较多。过去几年,我在二级市场投的科技股较多,对主板市场的科技公司较为熟悉。另外,我一直对创新的东西比较关注,比如2019年计算机领域的某家龙头公司,我在其130亿元市值时就已重仓,2019年这家公司表现也非常好。我觉得这是因为我对单个公司包括行业有比较深的理解,对公司中长期的成长性包括合理的定价有较为客观、清晰的认识,才能抓住这种机会。而且,我不大会去冒险,基本是在一个价格合理或者低估的阶段布局,在评估风险和未来成长性方面相对成熟一些。

中国证券报:为什么你能比市场更早感受到科技等行业的变化?如何捕捉到这样的信号?

刘格菘:我能把握住科技机会的主要原因是我在逻辑上先有一个大的假设,而后面的数据验证了我的逻辑。其实,我在2018年就配了很多科技类公司,主要原因是觉得在外部环境发生变化后,这些科技巨头的内在需求就是产业链开始向国内转移,这是逻辑上的假设。2019年5月份开始,我们的研究员就在跑整个产业链,包括设计、封测等,跑下来之后发现确实是在验证这个逻辑,所以我们在7月份几乎在最底部将电子板块配成了第一大重仓。我的投资框架本

身就认可这方面的东西,数据出来后又能佐证自己的判断,这时自然会确信它是比较好的投资机会。

另外,我出去调研的时候很多,有一半以上的时间在外面调研,跑上市公司,跑产业链上下游,跟踪和研究行业及公司。长期跟踪这个行业,也让我对相关数据有很强的敏感性。

中国证券报:有些人觉得科技股的估值比较高了,你如何给效率资产估值?

刘格菘:效率资产也讲究估值和成长性相一致。大家看今年电子板块的静态估值比较高,但实际上设计公司中的龙头,盈利幅度都比较高。举个例子,假如某一家龙头公司2020年的盈利增速能超过100%,未来景气度也不会回落,那么给四五十倍估值就是相对合理的,它属于长周期成长性叠加短周期的周期性比较强,它的成长性可以弥补短期高估值。从静态来看,2019年的估值比较贵,但2020年盈利增速提升,2020年的估值很快会下降。

对于效率资产而言,行业供需格局变化意味着需求快速爆发或者供给大幅收缩,这会导致龙头公司在开始阶段收入利润快速上行,这种爆发式成长阶段静态估值可能是偏贵的,但从估值与业绩增速保持一致的角度看,这种偏贵的估值可能也具有一定的合理性。等效率资产过了爆发性增长阶段之后,再算它的稳态利润情况,与核心资产的估值方式一样,用业绩和成长性算它的合理市值是多少。

## 科技板块增长较确定

中国证券报:如何看待2020年市场?有哪些确定性机会和不确定性的因素?

刘格菘:2020年市场还是有结构性机会的,流动性环境可能比2019年更好,方向上科技是增长较为确定的板块之一,其业绩于2019年二季度开始出现向上拐点,2020年可能出现全面性的盈利提升。

至于不确定因素,进入2020年以来,国际形势有较多变化,它可能会阶段性影响市场风险偏好。但目前A股整体点位不高,虽然还看不到企业盈利系统性向上,但从某些细分行业来看,可以选择的资产比较多,所以对今年市场相对乐观。

中国证券报:2020年哪些行业会纳入你的效率资产投资范围?

刘格菘:现在看还是在科技方向选股,包括自主可控、5G,因为产业趋势一旦起来不会很快结束。例如5G通信建设,包括5G之后物联网应用可能会起来,如传媒、医疗等的应用范围比较广。从过去几年来看,每年效率资产的机会并不是特别多,有一些属于偏主题投资类的品种。拉长周期看,如果业绩兑现不了,就不能算作效率资产。

目前我还没有看到新的东西出来,传媒可能具备条件。2019年四季度以来,传媒估值已经修复了很多,其估值能继续扩张要看现在的变化能否持续,

需求是不是会边际继续向上。如果向上加速,这个行业还可以继续投资。新能源车也是一个方向,但年初以来市场对新能源汽车的预期太高,产业链的很多公司从性价比角度来看,短周期估值扩张已经超过业绩预期。

中国证券报:2019年你对行业的判断非常准确,但经过一年的上涨,从性价比的角度出发,你的重仓股性价比是否已经下降?未来半年或一年如何调整你的组合?

刘格菘:对于电子板块来说,目前性价比肯定不如2019年7月,那个时点预期差非常大。2020年要把预期收益率降下来,但方向不会变。现阶段还要看业绩兑现之后的估值水平,如果业绩不达预期,可能要调一调;如果业绩超预期,股价涨幅较大,透支需求,这种情况下也要换一些品种。

无论效率资产还是核心资产,我都会按照自己的投资框架,去寻找性价比更高的新品种,保持整个组合中有10-15个百分点的新鲜血液,这样波动性和回撤控制都能好一些。至于寻找的方向,还是沿着之前好的行业方向。效率资产中,科技方向从横向对比来看是业绩增速最快的。核心资产可以选的东西更多,经过这一轮市场调整,医药、食品领域都有性价比比较高的品种。

中国人民银行研究生部经济学博士科班出身,在科技领域拥有多年研究积累,2019年精准把握电子、计算机等科技行情,其管理的3只基金包揽主动权益基金前三名……在外界看来,刘格菘是一位科技成长类基金经理,精于把握硬核科技的投资之道。

但刘格菘并不想给自己贴上“科技成长”的风格标签。十年公募从业经历,刘格菘不断精进其投资框架,提炼出一套效率资产和核心资产轮换的投资体系,在不同阶段根据产业景气度和供需格局变化,找出市场中的高性价比品种,动态调整效率资产与核心资产的配比。正是基于这样的投资逻辑及框架,让他管理的基金在取得良好收益的同时又能有效控制回撤。

谈及2020年的投资,刘格菘认为,2020年A股市场具有结构性机会,科技方向从横向对比来看是业绩增速最快的。从长周期看,未来两三年乃至三五年,科技都会占据比较重要的配置。从短周期看,这一轮景气度至少可以持续到2021年上半年。基于科技行业的长期投资机遇,广发基金将于1月17日发行新基金——广发科技先锋混合,拟任基金经理正是刘格菘。

## 重视供需格局 把握产业趋势

中国证券报:2019年,在科技股领域的投资取得了成功,可否将你定位为科技成长类基金经理?

刘格菘:我没有把自己定义为科技成长类基金经理,这是市场给我的标签。我自己的框架近两年比较稳定,就是效率资产+核心资产。但是什么样的资产是效率资产、什么样的资产是核心资产,在不同阶段是会变化的。比如,我觉得2017年在消费升级的背景下,家电、白酒在某种程度上是效率资产,因为它背后是消费升级的大逻辑,包括家电、白酒、地产下游的家装产业链的龙头公司业绩都超预期,需求爆发,所以产业链里面的公司就具备效率资产特征。而现阶段,具备效率资产特征的是科技。国内半导体短周期已经从底部出现提升,加上中国的5G建设、半导体产业链向国内转移,这几个趋势变化导致科技行业景气度发生变化。目前这个阶段能代表效率资产的就是科技,所以我配置科技较多。

中国证券报:在你的框架中,核心资产与市场所讲的核心资产有什么区别?

刘格菘:我对效率资产的定义是行业景气度比较稳定的板块,2019年很多公司因非业绩增速提升的原因而驱动估值抬升很多。但我觉得核心资产要讲性价比,还是要遵循一定的客观规律。核心资产的特点是整体处于景气度较高阶段,但是行业供需格局基本稳定,因此行业和龙头公司在较长时间内的业绩增速均值会比较稳定。从中长期看,估值水平要与业绩增速保持一致,投资应注重估值和性价比。

具体而言,我在挑选核心资产时会从两方面进行评估:一是增速稳,龙头公司未来几年的增长处于稳定状态,盈利趋势不稳定的公司会引发估值的波动;二是估值和成长性一致,如果未来几年能保持30%以上或40%左右的增长,可以给35-40倍估值;如果未来几年都是20%-25%的增长,20倍估值可以接受。假设20%-25%增长的公司,市场给30-35倍估值,短期可能是资金结构的原因导致的,但从中长期来看,如果长期盈利增速始终在这个区间,这个位置买进去就不太容易赚钱。

中国证券报:效率资产的特征是否可以表述为业绩增速加快?如何发现这些行业的公司业绩增速提升?

刘格菘:我对效率资产的定义是企业盈利出现系统性趋势提升,这个趋势提升至少能持续一年到一年半以上。它不像是周期类资产阶段性提升一段时间又下来,它是趋势性的,后面景气度也不会差,在更高水平上有新的长周期的景气,这类品种是最好的效率资产。

至于如何发现这类机会,我觉得有几点。首先是勤奋,保持敏感,经常看研究员的调研报告,把握产业链的变化,还要对宏观变化有格局上的判断。其次,在这个背景下有几个数据要抓住:一是反映供需格局的数据,这是影响增速系统性变化的最主要原因,整个行业的供需格局发生变化或者需求爆发,或者供给增多,都会导致产业链里的龙头公司盈利增速发生爆发式变化,过去的市场中出现很多这种资产。

二是分析趋势性变化带来的公司受益程度:到底能不能持续?龙头公司受益的弹性如何?要计算这些公司的估值是否可以接受,然后再配置。最主要的变化就是供需格局,供需格局变化背后的逻辑依据是产业趋势。