

民生加银基金柳世庆:

# 市场结构性机会仍存 挖掘两方向优质个股

□本报记者 张焕灼 实习记者 张舒琳

柳世庆,北京大学金融学硕士,13年证券从业经历。2013年加入民生加银基金管理有限公司。现担任投资部总监、权益资产条线投资决策委员会联席主席、公司投资决策委员会成员、基金经理。自2016年8月至今,担任民生加银新战略灵活配置混合型证券投资基金的基金经理;自2016年11月至今担任民生加银内需增长混合型证券投资基金的基金经理;自2017年3月至今担任民生加银城镇化灵活配置混合型证券投资基金的基金经理;自2019年9月至今担任民生加银持续成长混合型证券投资基金的基金经理;自2016年8月至2018年4月担任民生加银鑫瑞债券型证券投资基金的基金经理。



## 上下相结合 把握行业景气

2007年,柳世庆在北京大学金融学专业毕业以后,投身二级市场。历经券商、私募的历练,在正式管理公募基金之前,从事近10年时间的研究员工作。

在10年的研究员生涯中,柳世庆从宏观研究出发不断拓展,覆盖过很多行业,包括银行地产等周期性行业。柳世庆坦言,担任卖方分析师时,研究内容往往涉及行业之间的比较,对于各个行业的广度上的认知也自此开始积累。

随着时间推进,2016年柳世庆开始管理公募产品,在多年研究基础之上叠加投资洗礼,逐渐形成了自身的投资框架,不断在价值和成长当中寻求均衡,既注重企业的成长性,同时也注重企业的稳定和可持续性。

从投资策略而言,柳世庆坦言自己是一个自上而下与自下而上相结合的投资者。基于未来一年或更长的时间维度,去寻找行业景气度向上,或者持续维持高位的行业,同时努力寻找最符合这一轮行业景气度的企业,通过上下结合的方式构建组合。

而从选股逻辑来看,柳世庆的方法论首先是深入研究景气行业中的上市公司基本面,同时在研究公司基本面的基础之上,研判估值因素,考量性价比。

“我更希望把握住企业长周期层面的因素。”在选股层面,柳世庆更加注重企业长期基本面的变化,对于短期市场变化,例如资

金偏好的变动极少关注。

在柳世庆看来,把握住行业与企业长期基本面“真实的变化”尤为关键,这就需要从长期的时间维度,或者行业与企业自身的周期跨度上,来把握基本面上行的基础,同时观察这种上行的力度如何。

“对我而言,每时每刻都要做的一件事就是,不断衡量自己持仓的性价比。”柳世庆同时指出,“自身的投资策略,也是天然会选择相对便宜的优质标的。”

对于估值的把握,是柳世庆投资的关键要素之一。他更倾向于找到估值与基本面相匹配的个股,并在相对较低的时候买入。一旦企业基本面发生中长期拐点式的改变,或者估值上涨超出合理范围上限,则会选择果断卖出。

谈到对于回撤的控制,柳世庆谦逊地表示,自身还在学习积累的阶段,初步而言有两个方法值得参考:

第一种方法,遵守严格的交易纪律,当发现单个股或者组合净值下跌到一定比例时,果断降仓止损。这是较为常见的控制回撤的手段。

第二种方法,通过宏观策略去做止损。从A股层面而言,发生剧烈调整往往是市场对于宏观变量影响的反应,例如外部贸易扰动,或者流动性转向等因素。如果引入宏观因素的策略,一定程度上能够更好地指导相应止损操作,应对潜在系统性风险。

Wind数据显示,由民生加银基金投资部总监柳世庆管理的民生加银内需增长混合,在2016年11月至今的四年多时间中,为投资者赚取超过166.58%的回报,在同类产品中名列前茅,中长期业绩可谓不俗。

拥有接近10年研究员经验、4年多公募投资经验的柳世庆,从宏观研究出发,覆盖过多个行业,不断积累形成自身兼具价值与成长的均衡投资理念,更打磨出从宏观行业景气度出发,把握挖掘优质企业的投资方法。在投资中,柳世庆更聚焦于企业长期发展的基本面,追求确定性与合理的估值水平。

展望2021年,柳世庆保持谨慎乐观,认为市场结构性机会仍存,将会继续深入挖掘“高端制造”和“消费升级”两个方向的优质个股。值得一提的是,由柳世庆拟任基金经理的新基金——民生加银质量领先混合基金将于12月15日起正式发行。

## 追求确定性 优选质量领先企业

值得一提的是,由柳世庆拟任基金经理的新基金——民生加银质量领先混合基金将于12月15日起正式发行。

对于新产品,柳世庆介绍,所谓“质量领先”,顾名思义“就是希望从质量好的企业中去甄选标的”。

结合自身个人风格,柳世庆始终希望寻找到那些业绩能够长期增长的公司。而在他看来,对于把握企业的成长,无非是做价值投资还是做基本面研究,其中最核心的要素就是看企业的质量。

如何衡量企业“质量”?如何定义一个“质量领先”的企业?对此,柳世庆从定量与定性角度阐释。

柳世庆指出,首先从定量角度来看,量化指标层面包括ROE、盈利增长、收入增长、利润率等。从横向来看,要在行业内与竞争对手比较,找出盈利能力更强、费用更低的公司。从纵向来看,要观察比照在同一时间段内,企业的ROE或盈利能否持续向上。纵横角度两者结合,都是可以反映企业质量的定量指标。

对于定性层面,柳世庆阐释,这需要考量更多的综合因素,包括企业家本身的能力与愿景、管理理念与经营理念、公司管理层的敬业程度与专业程度。这其中包含大量的细致分析工作,例如从内部来看,公司整体管理架构是否能够适配发展战略,战略是否能够落实到一线,一线对于公司战略的变化又有怎样的反馈等。而从外部来看,公司的产品质量,性价比相较竞争对手又有那些优势,是否会有更好的售后服务等。

透过这样的投研方式,“质量领先”

的企业是否会聚焦于白马股?

对此,柳世庆认为,白马股确实经历了历史的验证,就好像去认定一个人很靠谱,一定是长时间经历多次考验得出的结论。判断上市公司也是一样,公司历史沿革、背景因素是非常重要的,白马股可能确实天然具有这样的属性,让人相对比较清晰去判断它的管理质量。

反之,所谓黑马公司,很多时候或许只是因为上市时间较短,或者公司体量较小,市场关注度并不是很强,但可能它在细分领域中非常优秀。柳世庆认为,这时也需要去观察分析公司的经营质量究竟如何。但因为历史没有太长的历史,市场挖掘也不一定充分,投资难度也相应加大,这就需要丰富的经验与厚实的研究深度。

“可能因为我的风险偏好相对较低,所以更希望做确定性相对强一些的行业。”对于确定性的把握,一直是柳世庆追求的目标。

他阐释,例如面对一个新技术带来的增长点,确定性强就体现在对新技术的应用有很深的理解以及很强的信心,可以预见在新技术投入使用后对于企业的盈利能力有较大的改善。这类未来的能见度较高,市场竞争格局清晰的领域,柳世庆可能就会下手投资。而对于还没有找到清晰的商业模式,竞争格局仍然不明朗的行业,柳世庆则会选择规避。

在柳世庆看来,价值投资与成长投资之间最大的区别,就在于确定性的差异。不同的行业有不同的研究方法,这需要投资者不断通过对于企业基本面的研究分析来验证权衡,最终争取找到最优解。

## 聚焦“高端制造”和“消费升级”

“我觉得对2021年市场,期待值肯定不能太高。”谈到对于明年的市场观点,柳世庆保持谨慎乐观的态度。

原因在于,回顾近几年A股市场,从柳世庆自身投资框架出发,2018年底一定是机会最好的时刻,因为市场中很多优质公司被低估。而站在当前时点,经历了2019年以来接近两年的指数上涨,与之前相比较,优质公司的估值确实昂贵不少。

以今年为例,柳世庆分析,疫情让全球的货币政策都出现很强的放松,但疫情对于国内外经济的影响是完全分化的:国内在4月份之后基本就开始复苏,海外到现在局势仍然不明朗。由此,国内的制造业复苏强劲,今年整个全球的供应链都在往国内移动,近期中国强劲的出口数据就验证了这一点,实际上这使得A股的基本面在其中受益。“流动性也受益,基本面也受益,最后的结果就是股票市场上涨,带来了指数型机会。”

“因此,如果尝试去预测明年后疫情时代的投资机会,我觉得一切都是往正常化的角度慢慢去推,收益率或许会向中值回归。”柳世庆表示。

同时,值得注意的是,尽管指数上涨迅猛,但上市公司内在分化已经非常明显。很多行业基本面都还不错,但是公司

估值较贵,站在这个角度上,基金管理人一定要权衡其中的价值。

“站在当下去看2021年,我认为结构性机会一定更加关键。”柳世庆强调,例如市场从7月经历一段时间调整之后,也不乏优质企业在下调之后,出现性价比,这部分结构性的机会值得把握。

谈到后疫情时代的投资,柳世庆认为,或许很值得反思的一点是疫情对很多行业是否存在加速出清的现象。例如家居行业,在疫情之前,行业竞争格局基本慢慢浮现,强者与弱者的差距逐渐拉大。今年的疫情使得行业整体受到影响,部分公司关店节奏加快,这实际上是行业的竞争格局在加速改善,其中头部企业的领先优势也在不断加大,或许就孕育着进一步的投资机会。

对于后市关注的方向,以及新产品民生加银质量领先混合基金的投资,柳世庆表示,将聚焦“高端制造”和“消费升级”。关注高端装备领域、新能源领域、电子通信领域等中国制造带来的投资机会。与此同时,积极关注例如产品结构升级、渠道管理变化等消费结构变化带来的投资机会。未来将坚持在严格控制风险的前提下,精选可持续、高质量发展,且估值具有吸引力的企业,把握市场长期投资机遇。