

南方基金骆帅:均衡成长 持续攀登

□本报记者 张焕的



骆帅，南方基金权益投资部执行董事。2009年加入南方基金，2015年6月至今任基金经理。

行业均衡 成长风格

对于自身投资风格，骆帅坦言：“我觉得是建立在行业均衡基础之上的成长风格，行业上比较均衡，没有在某一个方面特别集中，基本是偏成长股的投资思路。”

国内基金经理一般受巴菲特影响较大，往往会陷入思考，到底是选择价值还是选择成长？在骆帅看来，好的投资标的，需要利润和收入上的高速增长，而且有相当的增速，至少要比GDP增速高一倍以上。

“不进则退。”骆帅思考得出，从哲学维度而言，这个世界是在往前发展的，一个事物如果不增长，很容易陷入停滞或者衰亡的状态。

在骆帅看来，企业的基本使命就是创造价值，而且不断改善提升优化，无论是成本上，还是产品力上。一般而言，这种改善的过程会带来收入或者利润的增长。除非这个赛道本身是萎缩的，例如有某一个产品逐渐被用户抛弃从而消失，这个时候公司需要转型，或者寻找第二增长曲线。

偏向于成长性较好的投资标的，总体上是哲学层面的认同。基金经理对世界的看法能影响投资思路，有的人喜欢低估，一直在寻找安全边际。“我还是喜欢有增长的东西，在变化、成长中寻找机会。”骆帅坦言。

在选股时，骆帅会重点关注公司的竞争力及增长性。“竞争优势”在骆帅的选股中尤为重要，无论大公司还是小公司，都希望是行业龙头。如果是小公司，最好是行业体量还不大，处在高速增长期，但行业地位一定要占优。不会因为公司小就可以容忍行业地位相对较弱。

“我不会因为一个公司体量较小，从而接受二线或三线龙头。对于一家小公司，我也希望它是行业第一名，应该用开第二名较多，这对大小公司而言都是适用的。”骆帅表示。

业绩增长性方面，骆帅坦言，更多的是看空间。如果是小公司，最好有10倍空间，如果只有20%、30%空间，不如买一个大公司或者金融股相对有确定性的估值修复机会。小公司买起来难度更大，不确定性更高，如果没有特别大的空间，就需要认真考量这笔投资的必要性。

在组合管理时，骆帅很少会做产品仓位的择时调整，从过往的基金定期报告来看，一般仓位会维持中等偏高水平。他阐释，因为市场处在极端估值的时间总是短暂的，给予基金管理人大幅度降低权益仓位的时间有限。在这之外，还应在大部分时间保持高仓位，毕竟权益市场总体上能保持较好的增长。

投资就像是攀登高峰，对于南方基金骆帅而言，这座高峰没有终点，他会始终奋进，不断向上。

Wind 数据显示，骆帅自2015年年中接手南方优选成长基金至今（2021年5月21日），产品净值上涨超过200%，长期业绩优异，每一年度都可以保持市场上游水平，回撤控制较好，给予基民良好的历史投资体验。

对于骆帅的投资而言，“均衡与成长”是重要的关键词。致力于挖掘个股的高成长性，保持组合行业均衡与稳健的状态，同时注重安全边际，是骆帅多年打磨的投资方法论。

对于后市，骆帅坦言，市场或许还会经历一段时间震荡，但他并不悲观。产业层面国产消费品牌的全球崛起，以及制造业的智能化数字化都是重要发展趋势。均衡的风格或更适合当前震荡市场，消费、制造与医疗领域的投资机会值得关注。

寻找性价比更好的资产

南方优选成长是骆帅旗下基金产品的代表作之一。回溯历史收益曲线不难发现，在骆帅管理的五年多时间里，产品净值表现稳健，每一轮的新高和新低都比之前上一个台阶。

从全市场来看，基金产品历史上每一次回撤都相对较小，和基金经理对于安全边际的追求紧密相关。

“如果一个东西太贵，我宁可不要后面那部分泡沫的估值，甚至有意识地舍弃掉一部分。”骆帅坦言。

他举例指出，曾经重仓某一家企业，在卖出后这家企业经历大基金入股等利好，后续又有一波上涨。对此，骆帅并不后悔，原因在于“市场中各方的估值体系并不一样，自己只赚比较稳妥的这部分钱。”

因此，虽然是成长股风格，但骆帅对于估值仍旧有自身特定的要求。当公司估值超出自身理解范围的时候，会选择减仓或卖出，无论这家公司的热度有多高。

对股票进行估值，对很多人而言往往是一个非常复杂的问题。对于骆帅而言，他表示如果换一个思路来思考，或许并没有很多人想象的那么难。

“估值是心理层面和市场集体性层面的东西，它的变化是缓慢而持久的。”骆帅指出，从美国上百年的历史来看，一百年前格雷厄姆时代估值非常低，才发展出“捡烟蒂”的投资方法，即买净资产以下的东西。但到了巴菲特时代，就很少用“捡烟蒂”的投资方法，因为很少有公司价格在净资产之下。一旦到净资产之下，说明公司本身很成问题。

众所周知，巴菲特是偏价值成长风格，但在骆帅理解中，这是合理估值下的高盈利增长。像国外某些食品饮料龙头企业，最近这些年由于利率进一步下台阶，同时科技创新发展较快，市

场整体估值继续往上走，有时候已经很难单纯从估值高低来判断科技股的价值。骆帅认为，一种思路是这可以从大的利率环境来解释，因为这一百年里利率基本是一直往下走的。

骆帅同时强调，要把估值作为一个“给定因素”来看待，不能简单说当前估值不合理。作为整个环境而言，估值本身的分化或许会长期持续。例如有些成长股的估值，比增长速度相对较低的公司要贵很多倍。原因在于当前环境变化太快，虽然基础科学技术没有太大进步，但应用上变化非常快。过去这些年最大的一轮就是以电商、云计算、半导体为代表的科技浪潮，未来的虚拟世界以及生物技术上的bio-tech技术手段也是一种新的突破，科技和商业模式的剧烈变化，再加上全球范围内利率体系很难回到上个世纪的水平，因此要对高估值状况有一定容忍。

那么该如何看待个股的估值水平？骆帅坦言，需要根据自身的预期，如果认为这只股票三年或五年后增速平稳下来，所谓平稳下来就是认为它可以维持大概十年以上的增长速度。以那个时间点倒推回来，根据它的商业模式、行业地位给予相对不那么高的估值，给予当前市场下成熟企业的估值，比如20多倍，再倒推回今天的股价，看复合收益率是否能达到15%以上，如果能达到这样的目标就算是合理，否则就不在个人能理解的范围之内。

“每个人要根据自己对于公司的理解去调整，不能说一个公司100多倍估值就一定不合理，也许是我们自己没有理解到位。”骆帅坦言。

个股的性价比思维，对于骆帅而言时刻铭记于心。“如果你知道A公司跟B公司的质地和成长性都很好，A公司更便宜，那你肯定应该选A公司。”骆帅表示，“不能因为市场环境不同而放松要求，我们永远在寻找性价比更好的资产，今年也不例外。”

关注消费、制造、医疗方向机会

展望当前市场该何去何从？骆帅首先复盘，A股过去两年连续上涨，然后经历调整，今年春节是一个分界点，基本可以定义为市场的高点。

从历史来看，市场从高点回落基本需要两个季度到一年时间。2007年-2008年金融危机也只调整了一年时间，大部分调整是两三个季度，例如2018年是三个季度，2015年是两个季度。

过去A股历史上的调整大多是两到三个季度，2月份到现在正好已经一个季度。因此，在骆帅看来，后续市场或许还会经历一段时间的震荡，幅度并不确定，但也应当保持长期积极的看法。

从产业视角而言，骆帅指出，国内很多企业过去这一轮发展都有很大变化，比较明显的有两个方面：

一是消费品品牌认同感在提高。在必选消费方面，消费者对国货进一步青睐，国潮兴起。同时也出现越来越多新品类，特别是扫地机器人等3C类比较新的产品，国产品牌在海外份额非常高，尽管在传统品类格局较为稳定的情况下，在一些新的品类上，中国的消费品品牌仍非常有竞争力。

二是制造业上的数字化、智能化。这也是过去几年中国企业界的共识，在数字智能化上，比海外领先很多。从竞争力的角度，中国的很多制造业企业不弱于外资，只是在比较难的高端产品上确实存在一定技术差距，但也能做到对方

80%-90%的水平，在一般产品上已经跟对方比肩，成本甚至比对方低20%-30%，并且还在不断继续降低。有时候会有人提及国内人口红利的衰减，但骆帅指出，当前国内制造业机器人协作替代的速度，或许可以弥补甚至超过红利消失的速度。因此，中国的制造业未来在国际上仍具有较强竞争力。

在骆帅看来，当前中长期的重要投资主线之一，就是要看企业与产品这一轮全球化的速度。一方面是在国内替代外资品牌，另一方面是在全球开疆拓土。

与此同时，包括连锁业态、医疗、消费在内的很多成长股，本身的增长跟经济周期相关性较小，增速一直保持稳定，可能疫情时有加速、减速，但长期来看差距不大。这类公司在这一轮估值调整后，相信大部分优质企业仍能回到前期水平，盈利增长不太受影响。

谈到震荡市如何布局，骆帅认为，均衡风格更加适合，能在大部分市场环境中取得相对不错的收益，但无法仅靠风格本身在某一市场处于比较好的状态。过去几年A股不断有新的牛股出来，在均衡风格下，更能捕捉到下一轮的机会。

落实到具体行业，骆帅认为，整体方向上看好制造业、大消费、医疗这些主要赛道。后续仍然会在这三个领域选股，观察具体公司在成长过程中发生的变化，根据这些变化调整权重。