

创金合信基金李游:

聚焦内生增长 把握周期成长行情

□本报记者 余世鹏



李游,中南财经政法大学金融硕士,曾任职于五矿期货,后于华创证券、第一创业证券担任研究员,2014年8月加入创金合信基金担任研究员,2016年11月开始担任基金经理。

赚估值修复的钱

李游目前在管产品有4只,总规模大约在150亿元左右。Wind数据显示,创金合信工业周期股票基金成立于2018年5月17日,李游任基金经理至今。截至2021年6月30日,该产品A份额成立以来的回报率为253.45%,年化回报为49.76%,同类排名5/304,成立以来超越业绩基准227.17%。

李游说,他管理产品的换手率处于中位数偏低水平。基于上述周期成长股投资理念,他现在已较少通过仓位调整去规避回撤,更多是通过调整持仓的组合结构去规避某些回撤风险。比如,在认为市场将面临阶段性调整时,可能会增加偏保守的标的来规避风险。只有预判市场面临大的拐点时,如2015年5月,才会进行大幅度减仓。

李游介绍,他将于7月12日起发行一只新基金——创金合信产业智选混合基金,首募规模上限为80亿元(不包括募集期利息),“新基金是一只全市场基金,未来1年-2年内会以配置先进制造业为主。”

首先,针对市场整体趋势,国内定价的黑色商品价格或已见顶,会缓解下游的成本压力,人民币升值以及猪价大跌也会降低通胀压力,通胀压力减弱最终会明显降低市场的估值压力。目前来看,三季度市场偏震荡,四季度迎来估值切换,三季度是提前布局的好时机。“针对上游资源行业未来的投资,主要是赚上游资源行业龙头业绩稳定性和持续性超预期的钱,赚龙头公司估值修复的钱,而不是赚业绩弹性的钱,稳定性和持续性一定会体现在龙头

公司层面,比如钢铁、电解铝等行业,龙头公司估值修复还有较大空间。”

其次,针对周期行业,接下来重点看好机械、建材、化工等中游周期性制造业,这些领域的相关龙头公司具备长期配置价值。

以建材行业举例,建材行业中大体是偏周期属性公司和偏消费属性公司。如玻璃、水泥等周期属性强的公司,基本是2017年-2018年的供给侧改革中脱颖而出。在2020年之前,这些赛道龙头公司的产品价格基本持续走高,从2020年开始随着产能逐渐出清,产品价格基本是在高位横盘。往后看,这类企业的产能空间有限,成长性也将有所降低,从而成为一个偏价值标的。

相比之下,更看好防水、涂料、管材等具有明显消费属性的建材公司。李游指出,这些建材类企业属于地产产业链下游,随着地产商集中度提升,对这类建材的采购也会更加集中。此外,地产商在集中度提升后,有可能更倾向于总部集中采购,这自然会更加偏重于与建材龙头公司合作。随着精装房渗透率持续提升,这类消费建材的市场需求持续提升,成长空间非常大。

“从公开数据来看,防水类建材市场目前的空间大约在2000亿元左右,而目前该领域的龙头公司市场占有率才刚超过10%,未来提升空间非常大。但也要看到,一直以来,除防水建材之外的大部分建材行业,对房地产商的集中采购依赖较明显,现金流情况并不是很理想,所以目前市场给予的估值并不是特别高。”李游说。

新能源车是稀缺赛道

除中游周期行业外,李游在投研上也对新能源赛道付出了较多热情。从细分赛道来看,他认为新能源车产业链和光伏的长期趋势性机会较明显。

针对新能源车产业链,李游直言,市场目前对该领域的看法较一致。从外生因素看,全球主要经济体都在推动碳减排,新能源车具备很好的发展环境;从内生因素看,新能源行业的成长确定性非常高,在A股市场上是比较稀缺的赛道。“这种确定性和成长空间,主要来自于性价比和市场接受度的持续提高。新能源车主要是面对消费端,有着广阔的需求市场。随着消费者的认可度持续提升,新能源车销量增长有望进一步提速。我身边有不少朋友买了电动车,或未来换车的首选是电动车,除牌照问题外,消费者的接受度在持续提升。从中长期来看,这个行业的景气度是毋庸置疑的。”

当记者问及估值问题时,李游表示,从静态估值看,当前新能源车板块估值的确已处于高位,电池龙头公司的估值大概在100倍,中游材料龙头公司的估值也有70倍-80倍。但是,在明年高成长确定性基础上,静态估值是可以得到消化的。因为销售量持续超预期,市场对新能源车未来的预期也在持续上调。从目前情况来看,2022年新能源车的销量大概

率能实现高速增长,是能够消化目前的高估值的。

具体到细分投资领域,李游表示,电池和隔膜材料环节竞争优势非常显著。新能源车未来技术进步空间大,目前电池龙头公司在新技术研发方面走在最前列,龙头公司的市场地位会持续稳固。此外,在正极、负极、电解液等环节,也有部分公司处于赛道第一梯队,在行业景气度持续向上的趋势下,这些公司有望贡献出明显的超额收益。

针对光伏领域的投资机会,李游表示,在光伏产业链的四个环节(多晶硅、硅片、电池和组件)中,目前已有龙头公司将竞争优势从一个环节扩大到了三个环节,这个领域的龙头公司地位在持续增强。

短期来看,多晶硅涨价造成成本上升,光伏板块的股价存在阶段性压制。从长期看,光伏行业的可持续发展,前提是相对于火电的成本优势,因此某个环节的大幅涨价并不是常态。未来,多晶硅价格若能稳住,行业发展态势也会更健康。从技术层面看,此前光伏行业经历了数轮龙头公司被颠覆的情况,现在的行业龙头公司充分吸取历史教训,在相关技术方向上持续加大投入研发支出。当前,光伏已基本实现了平价发展,龙头公司只要研发投入跟上步伐,有望维持住当前的竞争格局。

侧重个股成长属性

李游对记者介绍道,他于2007年时就开始进入资本市场,最早是从期货投资研究,2011年之后去了券商做研究员,2014年加入创金合信基金继续从事行业研究员工作,2016年11月开始担任基金经理。

在期货、券商和公募基金等机构投研经历基础上,李游持续围绕周期成长股,打造出清晰的能力圈。李游表示,他的投资组合是以配置周期成长股为主,集中在化工、机械、建材、光伏和新能源车等相关行业。在选股上,主要是从产业趋势和竞争格局出发,自上而下精选优质赛道;同时通过深度研究竞争优势、成长空间,结合估值判断,注重安全边际,自下而上选择成长性较强的龙头个股。

“周期成长股天然就具备周期属性,投资需要通过自上而下去分析行业景气度。我早期有过一段期货投研经历,当时的周期类行业也是市场的主流板块,所以对自上而下和择时是不陌生的。”李游表示,在他早期从事投研时,中国经济处于高速增长阶段,特别是中国加入WTO以后到2008年这段时间,周期成长股持续受到资金追逐,并呈现出大幅波动特征。这种环境下的周期成长股投资,对基金经理自上而下的择时能力、宏观和行业景气度深度分析能力有很高要求。

“随着中国经济由高速发展转向高质量发展,周期成长股的波动有所收敛。周期成长股的投资侧重点,也从周期属性拓展到了成长属性中来,我的投资框架里也逐渐加入了自下而上的个股成长性研

究。”李游说道,从过去两年开始,包括现在以及未来,中国经济更多会呈现存量格局,特别是在供给侧改革和“碳中和”长效机制下,周期行业的波动特征会有所收敛,内生成长性不断增强。比如,随着产业结构不断优化,目前中游偏周期的制造业,逐渐呈现出强者恒强局面,龙头公司市占率不断提高,内生成长性持续增强。

在这种趋势下,周期成长股的投资逻辑将逐渐从过去的总量扩张跃迁到结构优化上来,从需求逻辑演变成供给逻辑。“在经济高速发展期,周期行业属于扩容阶段,龙头公司和二三线公司都具有发展机会。在经济增速放缓后,中小公司逐渐失去了生存土壤,大公司基于过往的技术和规模优势,逐渐成为存量博弈格局中的胜利者。在这样的趋势下,个股的成长确定性是在持续增强的。投资的超额收益,也主要是由于龙头公司内生成长性、竞争格局、市占率等方面持续提升所带来的。”

“如今,我的周期成长股投资路径,是先选出好赛道和好公司。这些好公司均具有很强的内生成长性和竞争力。在此基础上,再根据行业景气度进行重点配置。在这个过程中,如果我卖出持仓个股,也主要是基于成长逻辑,并非择时。比如,如果公司的投资逻辑发生了很大变化,我会进行大幅减仓;如果个股出现了阶段性的估值高企,我会适当减仓,但会对一些空间大、增速快的好行业好公司给予较高的估值容忍度;如果我发现了更好的公司,也会卖出原有的持有标的。”李游说道。

始于2020年末的顺周期行情,让沉寂多年的周期板块再次回到了市场视野中来,并从中走出了一批新锐基金经理,其中就包括创金合信工业周期股票基金的基金经理李游。该基金在他管理期间的回报率超过250%,年化回报率接近50%。

李游2007年入行,有着期货、券商和公募等机构投研经历。他近日在接受中国证券报记者专访时指出,周期股天然就具备周期属性,但放置在当下的宏观环境中,周期股的波动有所收敛,成长确定性在持续增强。因此,“择时”已不再是周期股投资的首要因素,龙头公司的内生成长性、竞争格局、市占率等成长因素,才是超额收益的主要贡献来源,未来会看好传统中游周期行业和新能源行业投资机会。