

广发基金程琨：

寻找被低估的长期价值，关注存量经济中的优胜者



程琨，英国杜伦大学金融学硕士，15年证券从业经历，8年公募基金管理经验，具有A股和港股投研背景，担任研究员时覆盖过TMT、消费、机械、汽车等行业。现任广发基金价值投资部基金经理，管理广发优企精选、广发逆向策略、广发核心精选、广发行业领先等基金。

投资风格：不追热点，深度研究，长期主义

投资理念：关注安全边际与护城河 像企业家一样思考

程琨笃信价值投资理念，在他的投资框架里，价值投资是基于常识、安全边际、专业、长期四要素并存的投资行为，目标是寻找长期价值被低估的优秀资产。

问：您的投资理念是怎样的？

程琨：我把自己定位为经典的价值投资者，一方面，我很在意企业的安全边际，不太能接受30倍以上的股票。另一方面，我对企业的护城河要求比较高，会对企业经营发展做非常深入的研究，从企业家的角度评估企业。在投资方法上，我是从自下而上思考，更强调从供给侧出发寻找机会。

问：请展开谈一谈您对价值投资的思考。

程琨：我们会以优秀企业家的自驱模型来要求自己，即基于使命、责任和专业的循环提升。以此为基础，价值投资人才会不停自我成长。在我看来，价值投资是一种基于常识、基于安全边际、基于专业、基于长期的投资行为，这四点必须同时存在，缺一不可。

如何理解基于常识？常识本质上是基于人性和商业基本规律的问题。常识经常是和共识对立的，与大多数投资者通过寻找市场共识做投资不同，价值投资者经常质疑共识。在价值投资的语言体系里，我们往往将共识称之为“市场先生”。“市场先生”的报价往往是不理性的，非常情绪化，所以，我们应该利用他的不理性来做投资，而不是猜测他的脾气。

价值投资始终遵从基本常识，相信人性本身和商业逻辑本身。我们相信成功的投资就是要遵循基本简单的常识，包括人多的地方很可能比较危险，树长不到天上去等等，但是能做到知行一致的人很少，价值投资者往往是这类人。

问：您是怎么考虑安全边际的？

程琨：安全边际是投资的原则问题，价值投资像信仰般坚持的就是安全边际。一方面，我们相信我们对未来和未知世界的理解是有限的。虽然我们坚持深度研究企业，但仍会有思考盲点，需要安全边际来保护每一笔投资，只有保证每笔投资的安全才有条件谈长期。

另一方面，投资本身也是一个生意，投资人同时是生意人和企业家，我们需要把每笔生意做得足够划算，在我眼里没有成本意识的企业家很难长期成功，安全边际也是时刻提醒我，每笔投资生意要做得足够划算，越划算越好。

问：您提到专业和长期，这两点如何理解？

程琨：价值投资谈的专业是商业洞见能力，而不是市场预测和资产比较能力。这要求投资人既能在商业本质问题上做深入思考，也能对商业实践有实战性认识。这体现为完善的企业思考框架，多学科思考能力，以及大量充分的企业实地调研。我喜欢实地调研，强调调研的完整性、丰富性，保持高频出差，对被投企业进行360度调研，包括竞争对手、供应商、合作伙伴、企业内部中高层，以更全面地把握企业的运营状况。

长期是我们对投资这个生意属性的思考，做不到长期投资的大概率不是价值投资。从生意本质出发，我们认为投资这门生意本身是一门基于时间的生意，谁能在时间上占优，谁就有机会把这个生意做好。我们相信价值源于复利，复利源于企业护城河，而优秀的企业家往往可以让企业护城河具备显著的时间价值，从而可以让投资在时间维度获得足够的优势。

谈起A股，不少投资者用“冰火两重天”来描述结构分化的市场。上半年是周期与消费的轮动，近期则是新能源车、光伏走强，市场风格与行业轮动加快。在纷繁复杂的市场面前，如何通过理性的思考来支配投资行为？

作为一名从业15年、具有8年基金管理经验的老将，广发基金程琨将目光聚焦在长期价值未被市场充分认知的资产上。他认为，部分热门资产的估值处在历史最高分位水平，未来波动可能会加大。同时，仍然有部分资产估值处于历史较低分位水平，存在结构性低估的机会，他看好具有存量市场整合能力的优势企业。

程琨给人的印象是沉着、理性、深度思考，同时又带着不争与淡泊的气质。他推崇自下而上的价值投资，关注资产的长期价值和他安全边际，他强调通过独立的、深度的思考和研究，像优秀的企业家一样来评估企业，与优质的企业共成长。

践行价值投资、长期投资，程琨管理的基金在控制风险的基础上获得了良好的回报。自2014年9月4日至2021年6月30日，程琨在广发逆向策略的任职回报214.83%，任职年化回报18.29%。自2019年5月7日管理广发优企精选以来，任职回报108.46%，任职年化回报40.65%，获得海通证券三年期五星评级。

近日，拟由程琨管理的新基金——广发价值驱动（A类：011427，C类：011428）正在浦发银行、广发基金直销等渠道发行。该产品为混合型基金，股票资产占基金资产的比例为60%–95%。

价值型选手的风格按估值承受度可以画一条线，程琨的风格介于深度价值和成长价值之间。他比较喜欢消费和制造两大领域。

问：您的投资理念反映到组合上，有什么风格特征？

程琨：风格特征主要体现为三个方面：

首先，逆向投资。每一笔投资都是基于自己的独立思考，希望通过独立判断找到被市场忽略的优质资产，不追逐热点；

其次，深度研究。我对研究的要求很高，我希望我的思考能做到和公司实际管理人以及控制人一样的高度，以平等的姿态与企业家长对企业长期发展以及企业战略选择等深度问题做出探讨，而不仅仅是向企业了解基本经营数据。

第三，长期主义。我的持仓周期比较长，我们相信长期创造价值的是企业家，而不是基金经理的交易能力，在没有严重高估和负面问题的情况下，我们会高度信任企业家，给他们充分长的时间去创造价值。

在我管理的组合中，不少股票持有了两三年，部分股票拿了五年，我希望未来能拿得更久，为持有人创造更长期的可靠回报。

问：您的组合个股比较集中，但行业比

较分散，这是基于什么样的考虑？

程琨：我遵循自下而上选股，基本不做仓位择时，也不做中观配置，所以我的个股数量会比较少，也会比较集中。从风险层面考虑，我会从三个角度来控制风险：一是企业基本面的风险，我们通过深入研究企业来控制基本面风险；二是价格的风险，我可以通过安全边际回避共识性的价格风险；三是资产的相关性风险，由于我是自下而上选股，因此，我需要行业相对分散来控制资产相关性风险。在投资中，我会主动控制单一行业的持仓比例不会超过20个点。

问：在价值投资选手中，您如何定义自己的风格？

程琨：价值型选手的风格按估值承受度可以画一条线，从深度价值到成长价值。这条线的最底端，银行、地产比较多，中间相对丰富包含较多的制造和消费，再到最顶端基本是TMT和医药。我的风格介于深度价值和成长价值之间。

我的组合持仓涵盖的范围会比较广，但是消费和制造一直是我比较喜欢的两大领域。从制造的细分行业来看，我关注比较多的是汽车、机械、化工等。

市场展望：防范结构性高估风险 关注存量经济中的优胜者

程琨认为，部分热门产业的估值处于历史最高分位数，未来波动可能会加大，但有一些被忽视的低估值资产，其长期价值没有被市场充分认知。

问：今年以来，市场分化严重，新能源等行业估值不断扩张，大部分行业估值则是收缩的，以您的投资框架，如何理解市场的现状？

程琨：中国经济开始进入更重质而不是量的新常态。总量增长在减慢，增量显得相对稀缺。而由于经济增速调整，货币持续宽松，这造成了当前阶段过剩资金和稀缺增量的矛盾，导致部分资产被过度定价。现在热门资产的PE、PB基本处在历史最高分位数，未来波动可能会加大。

既然有资产结构性高估，就会有资产结构性低估。基于我们的研究，市场仍存在部分低估资产，具有较好的长期价值。从定量数据的分析和拆解来看，这部分资产部分落在中小市值股票上，中证500的估值分位在历史7%的位置。

总体来看，尽管现在市场存在结构性高估，市场对经济的发展仍然有所担忧，但中国经济的发展前景是明朗的，从长期投资的角度看，我们仍然认为股票是最好的一类资产。

问：关于配置价值还是成长，今年有较多的讨论，您如何看待这个问题？

程琨：我想先谈谈股票投资在未来十年的价值。一方面，国内经济发展会进入更重质而不是量的新常态，房地产未来可能不再是最好的财富蓄水池，社会的价值创造更多会来自于企业，而分享企业收益较好的方式就是股权投资；另一方面，中国将拥有全球最大的市场，庞大的存量经济结构会持续出现优化，带来持续的投资机会。

至于应该配置价值还是成长，我很难准确判断接下来什么风格会占优，但从国外的文献来看，价值投资长期胜率更高。当前市

场的核心矛盾是大众认可的前景“光明”领域与极高估值之间的矛盾。在这种情况下，我想应该跳出拥挤的人群，去看不一样的风景，去看一看那些现阶段并不热门、估值不贵，长期前景还不错的公司。

问：您认为哪些领域有望诞生具备长期投资价值的优秀企业？

程琨：价值投资者中有一个有意思的投资共识，就是好的投资往往发生在枯燥乏味的工作中，竞争这笔投资和生意的人越少越好。在现有市场环境下，我觉得有一个相对枯燥但具有投资机会的领域就是存量市场机会，看好具有存量市场整合能力的优势企业。

中国拥有完整的产业集群，优秀的制造业基础，庞大的消费市场，以及密集巨大的城市群，这给中国经济的存量结构优化提供了良好的基础条件。从常识出发，增量市场的创新更多，而存量市场的新陈代谢则是主要的商业行为。我们认为，存量市场存在巨大的整合和重构机会，优势企业通过提升效率，以及提供更好的服务和产品，完善和优化了自己的护城河。

从微观层面，我们也观察到了这些迹象。例如，领先尝试数字化改造的企业，通过完整的数字化改造拉开了和对手的差距；消费品企业借着国内自我民族意识的提升，实现了从产品力和渠道力向品牌力的跃升；国内优势制造业通过工程师红利以及产业集群优势，进一步打破国外企业在研发端的垄断，重新分配产业链利润。这些都是我看好的长期机会，不过，这些机会体现在各个领域的优势企业身上，并没有明显的行业属性。

（风险提示：基金的过往业绩、过往评级并不预示其未来表现，基金管理人管理的其他基金过往业绩不代表新基金的未来表现。基金经理当前关注方向，不代表长期必然投资方向）