

集结“四大门派”独门绝招 发挥研究的最大价值

——走访广发基金研究发展部



基金经理简介

孙迪,清华大学电机系本科,美国德克萨斯大学奥斯汀分校电气工程硕士,香港大学金融学硕士,11年证券从业经历,3年投资管理经验。现任广发基金研究发展部总经理,担任广发品牌消费、广发资源优选、广发高端制造基金经理,广发研究精选拟任基金经理。

研究语录: 深入研究 创造价值



冯骋

研究语录: 把握趋势 抓住本质

陈樱子

研究语录: 深入研究 紧密跟踪

陈伟波

研究语录: 深耕产业 把握趋势

徐驰

研究语录: 独立思考, 客观证据

【消费品】

陈樱子:集大成之作 “两门绝活”独步消费赛道

足够大,能创造很好的投资收益。”陈樱子说。

基于这一逻辑,消费组在拥抱白马的同时,凭借研究深度和广度的优势,常常另辟蹊径,领先市场在细分领域挖掘出不少“蒙尘的明珠”。

2018年,研究员发现一家消费类企业历史业绩表现平稳,但估值常年 在20倍以下。当时,公司管理架构发生 变化,进行事业部改革、信息化改造、 职业经理人管理模式。同时,作为细分 行业老大,公司现金流充裕,在主业平 稳增长之外,新业务发力空间广阔。

果不其然,2018年之后,该行业 互联网渠道红利逐步消退,公司在业 务架构、产品价格体系、加盟商激励 制度上进行大刀阔斧的升级,盈利能力 逐步提升、业绩超预期释放,股价从 2018年四季度以来表现突出。广发 基金由此成为少数长期重仓的基金 公司。

不过,在持有过程中,中间也曾 出现过一些波折。“我们对上市公司进 行紧密跟踪,当上市公司业绩低于预 期时,知道这不是因为公司经营管理 本身,而是节日的错位影响。基于此,

“天下武功出少林。”

在投资中,消费也是价值投资源 头鼻祖。在机构扎堆的赛道中,广发 基金研究发展部消费组有自己的两 门绝活,一是公司研究的深度追踪, 另一个是行业研究的广度覆盖。

“我们不仅把握了主流的机会, 也在相对冷门的领域挖掘了牛股,为 投资人带来超额收益。”消费组组长 陈樱子对笔者说。Wind数据显示,截 至9月30日,研究部管理的广发品牌 消费A成立以来累计回报达到 77.1%,超越业绩比较基准达到 68.23%,年化回报为22.64%。

消费赛道中“最孤独的买方”

对消费领域而言,“捡烟蒂”的 时代逐渐落下帷幕,在拥挤的消费赛 道中如何脱颖而出,是陈樱子经常思 考的问题。

“白酒被誉为消费行业皇冠上的 明珠,但在白酒之外,这几年也有很 多大众品企业成功跑出来;中国的人 口基数庞大,小品类亦能造就中大型 的行业规模,在格局相对分散的阶段, 行业龙头处于成长期,潜在空间

为本’这一核心价值观,赚企业价 值成长的钱,为持有人创造价值;二 是坚持研究主导投资,通过投研之 间的良性互动机制和科学的投研决 策制度,切实将研究成果转化为投 资业绩。”广发基金研究发展部总 经理孙迪说。

近日,笔者走访了广发基金研 究部总经理孙迪、A股四大研究小组 组长,深入了解研究团队是如何通 过基本面研究把握公司价值,抓住 市场机会。

体系、更高效。

深度研究 紧密跟踪

正如价值投资者马丁·惠特曼所言,坚 持正确的投资理念才能为投资者带来可靠的 收益。

“我们部门的理念是,要做高质量的 深度研究,真正实现研究驱动投资。”孙迪对 团队的要求总结为八个字:深度研究,紧密 跟踪。

“只有高质量的深度研究,才能够挖掘 到企业真正的价值,并让基金经理在波动的 市场中拥有坚定持有的信心。”孙迪指 出,深度研究就是对企业要有准确的定价 能力,超额收益来自深度研究为基础的价 值发现。

“我们希望通过自己的研究,真正理解 本质的东西,理解公司的长期竞争力和壁 垒,把这些不变的东西研究清楚出来后,再 去跟踪基本面的变化。”孙迪说。

广发基金在深度研究上有一整套严格 的流程和标准,每年年初,研究员筛选出10 家以上具有长期竞争优势、大市值的细分 行业龙头公司作为重点公司,每月完成基 本面跟踪报告,通过包括上市公司调研、专 家访谈、产业链上下游验证等多个渠道 的高频跟踪进行持续而深度的基本面研究, 更准确地对企业价值进行定价,并由此获 得了良好的回报。

是技术快速迭代。“除了数据跟踪,体系化 研究,我们需要对新的技术、新的产业趋势 紧密跟踪,对技术变革和需求变化保持高 度敏感。”冯骋认为,TMT研究核心是把握 两点:一是技术变革,技术催生新的需求; 二是产业政策的变化。为此,他们通过三大 维度来建立研究壁垒。

首先,深入产业链上下游,通过对行业 的紧密跟踪、深入调研,感受行业技术变革 带来的新需求变化。同时,建立和完善数据 跟踪体系,通过高频度的数据跟踪,保持对 行业趋势变化的敏感性。

第二,对产业链深入研究,当出现新的 需求变化时,能够快速找到格局较好的细 分领域,抢占先机。

第三,通过深度研究发现真正的好公 司。冯骋指出,虽然科技行业变化很快,但 真正的好公司往往具备更长期的核心竞 争力,可以快速应对这种变化,对于这类 公司,TMT小组会对其做深度研究和更 紧密的跟踪。

“我们写深度报告时,要把核心竞 争力和竞争壁垒讲清楚,而不会过度关注短 期业绩或者短期催化。”冯骋说,深度研 究体现在当公司遇到问题,股价跌下来时, 你知道哪个位置是底部,敢于加仓。

要有两部件构成:文化和人。”正如 瑞·达利欧在他的《原则》一书中所 提到,要成为在历史长河中持续进 步的极少数企业,需要同时拥有优 秀的人和优秀的文化。

2018年,在“价值为本 行稳致 远”的理念指引下,广发基金推动 投研一体化机制、产品风格稳定化 改革,通过高质量的深度研究,获得 长期稳定的超额回报。

“这几年我们做到了两点:一 是我们做所有事情都是围绕‘价值

在这些机构扎堆的赛道中,广发基金 是如何先发制人把握机遇?

“我们是团队作战。”孙迪介绍,广发 基金配备了一支理念统一、经验丰富、梯队 合理、人员充足的研究队伍,成员均毕业于 清华大学、北京大学、复旦大学、上海交大、 约翰霍普金斯等国内外顶尖学府,平均从 业年限近4年。

结合行业和公司特点,A股研究团 队分为“消费”、“TMT”、“制造业”及 “周期”四大研究小组,实现对所有一级 行业的全面深度覆盖。“当人员配备很全 齐,大家的经验也足够丰富时,就有基础能把 握住主板块或者重要行业的重大机 会。”孙迪说。

专业的研究团队仅仅是基础,高质量 的研究成果输出,与广发基金长达17年的 研究积淀和一套套标准化的研究流程及方 法密不可分。

“广发基金打造的研究体系,非常有 利于研究员的成长。它就像是武术门派中 的少林武当,按照标准动作培养弟子。在这 套体系下,研究员选最好的公司,持续跟踪 了解它,方向不会跑偏。”一家基金研究机 构评价称。

孙迪对此也深有感触,他指出,广发基 金对内部研究一直很重视,强调研究主导 投资,研究驱动投资,最近几年,研究部在 人才培养、过程管理、研究方法上变得更有

“不做研究就投资,和玩扑克牌不看 牌面一样盲目。”彼得·林奇在《战胜华尔 街》一书中提到,研究永远是投资必备的能力。

在广发基金投资体系中,深度研究是 投资的基础,研究对投资起主导作用。从 “投研转化率”看,2019年,研究发展部推 荐的股票中超过八成被投资部门采纳买 入,2020年这一指标继续提升。

研究部总经理孙迪介绍,广发基金将 研究发展部打造成一支高质量的研究团 队,凝聚四个研究小组的智慧结晶,为投资 部提供坚实的研究支持和优质弹药。

凝聚智慧 体系作战

最近两年,广发基金主动权益投资团队 是基金行业一道靓丽的风景线。据银河证券 统计显示,截至9月30日的过去两年,广发基 金旗下20只主动权益基金实现翻倍回报,该 数量在全市场基金公司中位列第一。

出色的业绩背后,离不开研究团队提 供的研究支持。“我们最近两年发掘了很 多牛股,都是从基本面脉络和逻辑出发,通 过持续跟踪,投研团队共同研究,变成公司 重仓股。”孙迪说。

结合基金季报和wind数据,在科技、 消费、医药、制造等不同赛道,广发基金 管理的组合涌现一批过往表现较为优秀 的标的。

【TMT组】

冯骋:深度研究精准出击 筑造科技研究壁垒

天下武功唯快不破。

TMT行业日新月异,如何在快速的 产业迭代中把握投资的真谛?广发基金研 究发展部TMT小组使出的正是疾风骤雨式 的咏春拳法,他们站在产业趋势的前端,深 度研究精准出击。

2019年二季度,当市场对半导体的 产业周期仍有疑虑时,TMT小组研究员与基 金经理一同在产业链上下游奔忙。当国产 替代的产业逻辑得到验证后,他们果断将 半导体的评级调整至超配。得益于对电子 行情的精准把握,2019年广发基金旗下6 只产品收益超80%,3只产品收益超100%。

投研比肩 精准捕捉行业拐点

谈到去年对科技板块的精准把握,冯 骋表示,一方面是基金经理的专业判断,另 一方面是研究部提供了扎实的研究支持。

“研究员提供素材,基金经理来做策,两 者比肩而上互相配合,取得了不错的成 绩。”冯骋说。2019年5月,中美贸易环境发 生变化,市场对半导体持悲观态度,认为行 业景气周期要到2020年才可能反转。但他 们提出的逻辑假设是科技巨头启动国产替 代计划,将会导致行业供需格局发生明显 变化,半导体的行业景气或提前见底反转。

深入产业紧密跟踪 在变化中找到不 变的真谛

为何TMT组的研究能够领先于市 场?冯骋将其归结为两个因素:一是公司 配备了梯队完整、经验丰富的研究员,他 们经历过完整的科技周期,对行业景气 变化比较敏感。二是TMT小组建立了数 据跟踪体系,包括行业数据库、中观数据 库等,保持月度或者季度更新的频率,由 此,研究员对子行业出现拐点的敏感性 有了客观的依据。

相比其他行业,TMT行业的一大特点

都说“拳出少林,剑归华山”, 华山剑法有道亦有术,气宗与剑宗 相辅相成。在广发基金研究发展 部的“四大门派”当中,制造业小 组同样是一支内外兼修的团队。 研究员从业年限均超过三年,深耕 汽车、新能源、机械、军工等制造 行业,深入草根调研把脉产业 趋势,一旦敏锐捕捉到行 业拐点,长剑出鞘又快 又准。

去年以来,在电动 车、光伏和军工等板块行 情中,以广发高端制造为 代表的基金较好地把握 了机会。银河证券统计显 示,截至9月30日,今年以 来、过去一年、过去两年, 广发高端制造收益率分 别为 95.68%、125.03%、 188.09%,均在12只装备 制造业股票型基金的 排名首位。

深耕供给端 敏锐判断行业供需拐点

今年二季度,当市场 对光伏预期悲观时,制造 业小组通过需求端的研 究,提前把握行业拐点。

“光伏的需求与价格 成反向关系。随着海外疫 情蔓延,光伏产品价格下 跌。同时,欧美启动了以

新能源为切入点的后疫情修复计 划,海外需求会起来。”陈伟波介 绍,当时,大部分观点认为,光伏产 业仍处于过剩状态。而制造业小组 通过研究,得出了不一样的结论。

“因为疫情因素,供给端出现 比较大的收缩,市场份额向龙头企 业集中。”陈伟波说,基于需求回 升、供给收缩的分析,研究员判断光 伏的景气回升,龙头公司的增长路 径比较清晰。

基于这一判断,广发高端制造 在二季度逆势加大光伏的配置比 例,把握住了二季度之后的大行情。 Wind数据显示,4月1日至9月30 日,光伏指数涨幅近46%,同期沪深 300涨幅为24.45%。这是自2016年 以来光伏指数表现最好的半年。

此外,在军工、电动车等细分赛 道,制造业小组也把握住了行业拐 点的机会。今年6月,研究员在产业链调 研时发现,龙头公司布局新业务,订 单大幅增长,盈利能力明显提升。

紧密跟踪 把握产业趋势的Beta

“TMT是看产业趋势,消费是 看清楚大家当下的偏好,制造业更 注重对过去规律的总结。”陈伟波 认为,制造业的研究,核心是把握产 业规律,紧密跟踪产业动态。而产 业的研究离不开供需框架,需求端和 供给端都要重视。

其中,需求端的预测主要基于

【周期】

徐驰:“当闪电打下来的时候” 周期组已经在场

霍华德·马克斯在《投资最重 要的事》一书中写道:“在投资界 浸淫的时间越长,我对事物的基本 周期就越重视。……周期永远胜在 最后。”

在广发基金研究发展部周期 组组长徐驰看来,周期的特点是股 价波动大、行情持续时间短,研究 员要敢于在底部推荐,并在预期透 支时提前撤退。因此,把握周期行 业的机会,必须做到两点:独立思 考、客观证据。恰如武功大宗当 中的武当,专注修炼内功,以静制 动、以柔克刚。

基于此,在看空的市场氛围中, 研究员要敢于在底部推荐,并在预期透 支时提前撤退。因此,把握周期行 业的机会,必须做到两点:独立思 考、客观证据。恰如武功大宗当 中的武当,专注修炼内功,以静制 动、以柔克刚。

在广发基金研究发展部周期 组组长徐驰看来,周期的特点是股 价波动大、行情持续时间短,研究 员要敢于在底部推荐,并在预期透 支时提前撤退。因此,把握周期行 业的机会,必须做到两点:独立思 考、客观证据。恰如武功大宗当 中的武当,专注修炼内功,以静制 动、以柔克刚。

“在环保公用领域,周期组也在 底部挖掘了一些牛股。例如,去年 周期和资源属性行业的权益基金。 Wind数据显示,截至9月30日,该 基金成立以来累计回 报达到 70.43%,超越业绩比较基准达到 81.96%,年化回报为20.98%。

独立研究 底部买入

“周期机会集中在三类,一是 供需格局发生重大变化的行业及个 股,二是周期成长股,三是低估值重 资产。”徐驰说,近三年,周期组精 准把握了2017年钢铁、煤炭等块 块的反转行情,重仓建材、化工的优 质成长股,且在公用事业、环保等相 对冷门的细分行业挖掘了牛股。

周期板块的行情,并非随时存 在,正是因为紧密跟踪,尽可能了解企 业的全貌,才能在更长的周期中坚定 持股。”陈樱子说。

大多数人都不看好,依据是宏观基 本面不支持、钢铁产能过剩。”徐 驰回忆,研究团队进行了大量的产业 调研和论证工作,发现钢铁的供需 格局发生了根本性的变化,钢价上 涨的驱动因素来自行业格局的好 转,而不是原材料推动。

在广发基金研究发展部周期 组组长徐驰看来,周期的特点是股 价波动大、行情持续时间短,研究 员要敢于在底部推荐,并在预期透 支时提前撤退。因此,把握周期行 业的机会,必须做到两点:独立思 考、客观证据。恰如武功大宗当 中的武当,专注修炼内功,以静制 动、以柔克刚。

在环保公用领域,周期组也在 底部挖掘了一些牛股。例如,去年 周期和资源属性行业的权益基金。 Wind数据显示,截至9月30日,该 基金成立以来累计回 报达到 70.43%,超越业绩比较基准达到 81.96%,年化回报为20.98%。

“我们研究了海外公用事业的 研究框架,找到了国内公用事业研 究当中认知不足的地方。未来随着 国内公用事业认知投资框架逐渐成 型,这类股票大概率会成为核心资 产。”徐驰在内部研究如是表示。

中观击水:重构周期行业研究框架

在传统的认知中,周期行业受 宏观政策、供需影响比较大,需要 对宏观大方向、产业趋势有比较清晰 的认知,更符合自上而下的投资逻 辑,但徐驰带领下的周期组,结合宏 观环境的变化,重构了一套以中观

政策、产业环境和数据方面的研究, 市场比较容易形成一致预期,但一 致预期不代表正确,比如工程机械 行业,今年需求增长幅度超预期, 供给端研究包括产能、企业竞争优 势、护城河、产业链关系等。

“要做好供给端的研究,需要长 升、供给收缩的分析,研究员判断光 伏的景气回升,龙头公司的增长路 径比较清晰。

具体而言,制造业小组会通过 两方面开展工作。一是财务指标定 量筛选,通过内部选股模型,对毛利 率、净利率、ROE、各种收入增速情 况进行筛选,找到一些指标出现改 善的公司;第二,研究员要开展大量 的产业链调研工作,包括草根调研、 上市公司调研、专家访谈等,进行产 业积累,深入一线获取产业信息。

“制造业研究最重要、最难的 工作就是判断产业趋势,一旦在研 究中充分验证之后,该进攻的时候 就要果断。”陈伟波说。