

源乐晟资产曾晓洁:

聚焦中观以慢胜快 专注和简单是取胜之匙

□本报记者 王宇露



寻找高景气产业方向

在保险资管工作的时候,曾晓洁就形成了先从中观产业角度思考问题,再去研究产业链中上市公司的投资方法。过去十几年的投资生涯中,他一直坚持从中观行业比较的层面出发,先形成自上而下的对于产业层面的理解,找到处于景气周期的产业,再选择产业结构中增速最快或市场格局更好的赛道进行投资。

曾晓洁举例称,“我们研究一家公司的时候,一般会覆盖整个产业链上各个环节。例如光伏,我们的研究会覆盖从硅料、硅片到电池、组件以及辅材和新技术变革等环节。针对每一个产业环节,我们分析供需变化,比如硅料价格过去两个季度的大幅度上涨,但是硅片价格涨幅远低于硅料价格,我们认为硅片环节的竞争格局在迅速恶化,起因是去年下半年硅片的高毛利吸引了大量的产业资本进入,相关公司毛利率在下降,而电池环节利润率更低,所以最后我们选择了壁垒相对稳定的辅材公司和一体化生产的组件公司。事后来看,市场的表现印证了我们的判断,所以即便是从整个光伏赛道来看,我们也深入研究了上中下游的各个环节,并且挖掘出了格局最好的组件赛道,最后通过财务分析选出了个股进行投资。”

在曾晓洁看来,单纯的宏观数据本身对股票投资指导意义不大,需要研究的是宏观数据变化背后的中观产业逻辑,这对股票投资的意义十分重大。而仅仅自下而上只研

究个股本身,脱离宏观中观也是不够的,比如今年如果不研究中国的互联网政策,不研究互联网格局,只持有互联网的股票不动,就会有很大压力。

要基于产业做出判断,就离不开对产业深度的研究。曾晓洁认为,一方面,需要有足够的研究员去覆盖各个行业和子行业,以及足够多的数据和资源等外部研究支持,否则没有对行业的了解和跟踪,就没有判断景气度的依据;另一方面,要求基金经理自己对这些行业相对比较熟悉,给到行业的数据时要能够依此进行判断。随着A股上市的子行业和上市公司越来越多,很难覆盖完全,但至少在某个阶段,基金经理要能对当前最好的一些方向有所覆盖并做出判断。

曾晓洁透露,在外部研究方面,除了合作的卖方机构提供服务之外,还要找到各行各业内部的专家,持续进行沟通交流。为此,源乐晟每年要花费上百万元的专家咨询费。

曾晓洁坦言,“投资是一件很不简单的事情,中国资本市场的进步和产业进步的增速非常快,行业里的聪明人越来越多,技术手段也越来越发达。比如量化在交易执行上速度和效率非常高,如果我们和量化拼交易是绝对拼不过的,但我们可以‘以慢胜快’,通过研究产业趋势,分享产业增长带来的巨大红利。这对我们的研究能力有很大的挑战,也一直在倒逼我们走出舒适圈,适应行业的快速变化。”

曾晓洁,源乐晟资产董事长、投决会主席。北京大学经济学学士、金融学硕士。曾就职于中国人寿资金运用中心,中国人寿资产管理有限公司。2008年创立源乐晟资产管理有限公司。源乐晟资产和曾晓洁本人共揽获18座金牛奖,其中曾晓洁个人获得过6次金牛奖,且于2019年被评为“十周年金牛杰出私募基金经理”。

从地产周期到双碳周期

过去十多年,中国经济增长非常迅速,主要受城镇化、制造业大规模兴起、人力资本红利等重要因素推动。在2017年以前,中国经济围绕地产呈现每3-4年一个周期,经济波动几乎都能被地产销售的波动解释。

但在2017年以后,地产周期出现了一个很大的拐点。在政策坚定推进长期去地产化的同时,又新提出了2030年碳达峰和2060年碳中和的“双碳”目标。曾晓洁认为,“双碳”政策在过去的一年内对中国经济和资本市场产生了非常大的影响,在接下来的十年中,将持续产生深远长久的影响。

从产业角度来讲,不管是建筑、房地产,工业生产企业,还是大众消费,各个产业的环节都在提“双碳”,“双碳”周期是影响整个中国社会,甚至全世界发达国家经济的一个大趋势。曾晓洁举例称,“例如食品饮料看起来和‘双碳’关系不大,但是塑料饮料瓶子也是和碳排放挂钩的,所以未来生产端成本一定会上升,进而影响到食品饮料的价格。这种影响辐射到了整个经济体的方方面面,所以关于‘双碳’的投资主题是下一阶段资本市场的必答题。”

曾晓洁表示,从长周期来看,全世界规模最大的三个产业主要是中国的房地产业及地产产业链、汽车产业链和包括石油、煤电、天然气等在内的能源产业,现在这三大产业都在发生巨变,同时这个过程对中国经济也产生了深远的影响,一般的制造业要适应这个过程中能源成本的上

升,实现自身的产业升级,这对很多制造业企业来说既是压力也是机会。

从风险角度而言,一方面,传统制造业过去一段时间依靠廉价的能耗和环境成本实现了发展,但未来“双碳”政策会导致生产成本提升,这些企业能否向下游传递涨价,能否实现转型升级将决定这些制造业企业的存亡。

新能源行业的渗透率仍然处在迅速上升的阶段,当前因为需求增长很快所以不用太担心全面内卷化的问题,但是阶段性的某个环节一定会出现内卷化的压力,即行业还在增长但是格局在变差,企业利润率开始下降。这需要我们去跟踪研究,在调研中反复验证。

展望明年,曾晓洁认为有几个确定的机会:第一,有些行业今年因为成本上升、缺芯片以及海运费大幅度增长带来的压力导致利润率较低或利润增长比较慢,那么随着大宗原材料价格下降、缺芯缓解以及海运费的下降,这类公司明年的利润增长会明显加速。第二,制造业的崛起。中国是传统制造业大国,但是过去20年建立的传统制造业红利已经见顶。新时期,中国的新制造业正在全面崛起,例如电动化和智能化带来的汽车产业链崛起;为了解决全球能源问题,需要改造电网、发展风能光伏、大规模发展储能;在半导体、精密设备、机床、新材料等环节加速发展,这些公司的收入增长非常迅速。第三,港股可能有机会。今年港股跌幅非常大,一些成长性还不错的产业和个股或许存在机会。

“专注”和“简单”是取胜之匙

中国私募基金行业从2004年发展至今,目前仅注册在案的私募基金公司就超过2万家。在这个充满奇迹的战场上,明星并不少见,但很多都只是流星一瞬,曾晓洁则带领源乐晟穿越了十三年间市场的风风雨雨。

在曾晓洁看来,“专注”和“简单”是源乐晟能持续取得优异业绩和市场认可的取胜之匙。“第一,是我们更加专注,遇到市场不好或者公司发展出现挫折时,我们没有尝试走任何捷径,还是专注于做股票多头的深入研究。”曾晓洁介绍,2018年是源乐晟过去几年中挑战最大的一年,但他内心的压力没有像早期净值波动时那么大,主要是因为从2016年开始,源乐晟花了很大精力去做研究团队体系的建设,越是在市场不好或业绩有压力的时候,越是专注投入基本面研究,提升投研团队自身的磨合水平,这样帮助其在后面成功地把握了很多投资机遇。

“第二,从管理上来看,源乐晟是一个非常‘简单’的公司,无论是组织架构、内部治理还是公司文化,我们的原则就是保持简洁高效和对成果的正向激励。我们需要保证每一个成员对公司的贡献可以获得相匹配的成就感,以及远超业内平均水平的回报和激励。”曾晓洁表示。

在经历了2019年、2020两年大牛市后,私募行业迅速发展,不少私募机构凭借着优异的业绩大举吸金扩充规模。而作

为这两年业绩最突出的百亿级私募之一,源乐晟却在这个时候选择“减速”。

“我们短期没有快速扩大管理规模的计划,这两年最重要的事不是把规模做到多少,而是要把我们的投研能力、管理水平稳步提高。”曾晓洁坦言,他日常百分之九十的精力都放在投资相关的研究和调研上,在管理方面,他更注重维持一个小而精的团队。尽管公司目前投研团队只有十几个人,但要么是招募来的行业精英,要么就是内部从头培养的新人,每个研究员都可以以一当三,投研高度一体化,所以投研效率非常高。

曾晓洁表示,“资管行业的发展空间是很广阔的,这是我们长期的事业。源乐晟能做到今天,已经超越我们十几年前创业时的预期,来之不易,我们格外珍惜这个品牌。所以我们还是希望像我们过去十几年以来做的那样,每一步都稳扎稳打,保持业绩的长期可持续性。”

谈及个人的管理规模,曾晓洁表示管理规模天花板和两个因素相关,一是基金经理的投资水平或者说认知的边界,能力的边界决定了管理规模的边界;二是市场赋予的机遇,现在中国股市有很多市值体量很大的公司,例如茅台或宁德时代等,这样大市值的优秀公司可以容纳更多的资金规模,管理规模也可以水涨船高。相比于管理总规模的提升,曾晓洁更看重选择投资观念契合的长期资金,保持规模的相对稳定。