

长城基金陈良栋:

深度研究产业趋势 捕获业绩增长回报

□本报记者 余世鹏

“基于对产业趋势的深入研究,寻找优质成长股。”长城产业趋势混合基金的拟任基金经理陈良栋近日接受中国证券报记者专访时表示,投资中倾向于在景气产业早期阶段提前介入,买入并长期持有,捕获业绩增长带来的投资回报,并且会阶段性重仓成长确定性和胜率都很高的行业。

陈良栋认为,在经济稳增长、抗风险、抗冲击能力进一步提高的过程中,众多产业都在发生结构性变迁或不断轮动。接下来,会重点关注新兴产业中快速增长、处于发展关键环节的优秀公司,技术革新产业中符合产业发展方向的公司,成熟产业中引领周期轮动的优秀公司,看好新能源、电动智能车、半导体等高景气赛道。

提前布局持续跟踪

陈良栋的本硕阶段于清华大学攻读电子专业(芯片设计),期间还额外修读了经济学、心理学等课程。2011年毕业后,陈良栋直接进入长城基金从事行业研究工作,研究领域涵盖电子、化工等行业。2015年11月,陈良栋开始管理公募基金,随着能力圈的不断扩展以及基金产品业绩的增长,他也逐渐为人熟知,被称为“成长股猎手”。

“11年来,我亲历了严重分化的结构性行情、单边上涨的牛市、泥沙俱下的熊市等各类行情,种种市场环境的影响下,我逐渐形成了自己的投资理念——基于对产业趋势的深入研究,寻找优质成长股。”陈良栋表示,他会通过洞察商业模式、需求、竞争格局、技术、政策等相关因素的变化趋势,寻找顺应产业趋势的优质成长股。在投资中他偏好长期成长空间大的个股,倾向于在景气产业的早期发展阶段就介入

关注,通过提前布局、持续跟踪、在合适时机提前买入并长期持有,捕获业绩增长带来的投资回报。

在行业层面,陈良栋表示,只有成长确定性和胜率都很高的行业,才会阶段性地重仓。对于技术更新迭代快速的新兴产业,他更加谨慎,会通过不断地动态跟踪来评估长期逻辑的置信度。“比如,半导体、消费电子和创新药这类公司,不管是股价波动,还是置信度和胜率的波动,都远高于传统行业和消费行业,这需要一套相对匹配的交易方式去承载。”

在个股持仓比例上,陈良栋直言,胜率是一个重要参考因素。“我不会重仓胜率不高的个股。重仓的前提要从行业空间、产业趋势和竞争格局三个维度来确定公司长期空间,还必须满足三个条件:很高的赚钱确定性、很高的长逻辑置信度和当下合理的估值。”

此外,除了在科技板块挖掘成长股,陈良栋表示还会在传统行业中寻找高成长机会。在他看来,高增速的新兴产业固然诱人,但技术在变,政策在变,市场参与者也在变,高估值的基础可能并不稳固,一些看似发展迟缓的传统行业反而潜藏着丰富的投资机会:一方面,竞争格局稳定,优秀公司不断发展壮大,从“剩者”变成“胜者”,利润和市值都加倍放大;另一方面,管理经验丰富、产能充裕的制造业公司增加新品类往往水到渠成,业绩不断增厚。

重点关注新兴产业优秀公司

为布局高成长投资机会,陈良栋介绍,拟由他管理的新产品长城产业趋势混合基金当前正在发行中。该基金股票投资占基金资产的比例为60%—95%。在投资策略上,该基金



将依据产业趋势的投资理念来构建和管理股票投资组合,注重寻找在各产业变迁或轮动中能够顺应或引领产业变化趋势的个股进行投资。

“中长期来看,在产业变化中越具有前瞻性的公司,其内在价值越能持续提升,可带来长期的投资回报。”陈良栋认为,在近年来加

快经济发展及转变经济发展方式大背景下,中国的综合国力显著提升,产业体系完备、产业链不断升级的优势持续彰显。在经济稳增长、抗风险、抗冲击能力进一步提高的过程中,众多产业都在发生结构性变迁或不断轮动。新基金会重点关注新兴产业中快速增长、处于发展关键环节的优秀公司,技术革新产业中符合产业发展方向的公司和成熟产业中引领周期轮动的优秀公司。

在看好的成长赛道方面,陈良栋提到了新能源、电动智能车、半导体等高景气赛道。

针对电动智能车,陈良栋表示,从过去三五年来看,锂电池的发展给汽车电动化带来了较大助力,锂电池产业链、光伏、风电都出现了不错的投资机会。从当前时点往后看,除了锂电池之外,汽车电动智能化是非常强劲的产业趋势。“这一趋势才刚刚开始,涉及的相关赛道包括了电子零配件、三电系统、变速箱、热管理泵阀、高精度定位等。这些都是我接下来会重点关注的方向。”

在新能源发展方面,陈良栋提到了新材料这一方向。新能源的发展思路主要是用绿色能源替代传统能源。他重点关注的是生物基材料对石化材料的替代趋势,这是能源领域一个非常重要的发展趋势。“从目前情况来看,美国、欧洲等国家和地区都规划了化工材料对石化材料的替代目标和路径,现在渗透率可能在10%左右,到2030年生物基材料在所有材料中的占比有望提升到30%。”

“目前能做出生物基材料且具有高性价比优势的公司还不是太多,但如果用合成生物材料,会有较明显的竞争优势。合成生物材料的制作需要有较强的成本创新能力,长远的市值空间可能会很大。”陈良栋说。

广发言 | 以时间的名义

广发基金武幼辉:从武学的式微看投资的Beta

在金庸的小说里,有一个奇怪の設定,年代越靠后的人物武功就越差。春秋时期《越女剑》里的阿青,用一根木棍就可以击退两千士兵。南宋《神雕侠侣》里的杨过,虽然没有以一抵千的本领,但也可以在乱军中用飞石击毙蒙古大汗。到了清朝《鹿鼎记》里的韦小宝,最有名的功夫只剩下穿着金丝软甲逃命了。

《枪炮、病菌与钢铁》中揭示了这个问题的答案。1532年,168名西班牙战士在皮萨罗的带领下,来到了陌生的卡哈马卡,在对当地毫无了解且没有支援的情况下打败了8万人的印第安人军队,并俘虏了他们的皇帝。西班牙士兵取得胜利的关键因素在于以枪炮、钢制武器和马匹为基础的军事技术,这是美洲大陆所不曾有的新事物。韦小宝生活的清朝早期,已经是枪炮开始占据绝对优势的时代,个人的武功再高(alpha),也抵抗不了钢铁洪流的侵袭(beta),因此武学的式微几乎是一种宿命了。

在股票投资中,一个普遍的共识是基金经理要抓住alpha,因为这才是投资能力的体现。但在实际中,很多时候抓住beta对组合带来的收益贡献往往更大。

三种不同的Beta收益来源

具体而言,我们可以将beta的收益来源分为三种。

第一种:经济增长的beta

根据不同行业的ROE和经济增长中枢的相关程度,我们将行业区分为增长高敏感性行业(能源、材料、工业和银行)和增长低敏感性行业(日常消费、医疗保健和信息技术)。2010年之前,大部分行业的盈利能力和宏观经济同涨同跌;2010年之后,虽然经济出现趋势性下行,但部分行业的盈利能力保持相对稳定,这些行业主要集中在消费升级和产业升级的领域。

我们对名义GDP的增速和不同行业的投资回报进行统计,结果显示,自2000年至2007年,中国名义GDP的复合增速为14.6%,经济高敏感性行业的年复合回报为21.5%,相比经济低敏感性行业高出14.6%。2010年中国经济增速开始换挡,自此至2020年,中国名义GDP的复合增速为10.2%,但经济高敏感性行业的年复合回报仅为2.2%,远低于经济低敏感性行业的12.5%。行业之间的回报差异超过了10个百分点,而长期复合回报超过20%的基金却寥寥无几。

上述两组数据表明,在经济高速增长的时期,应该买经济高敏感性行业,比如上游的能源和原材料。反之,在经济增长中枢持续下移的时期,应该关注受经济回落拖累较小的经济低敏感性行业,比如消费、医药和科技。对于主动管理的基金经理而言,抓住行业beta的重要性甚至要高于精选个股带来的alpha。



广发基金宏观策略部总经理 武幼辉

第二种:产业周期的beta

没有核心资产的时代,只有时代的核心资产,核心资产永远都是动态地反应宏观经济和产业周期的变化。在重工业时代,A股的核心资产是“五朵金花”(煤炭、汽车、电力、银行与钢铁);在城镇化时代,我们的核心资产是金融地产和“煤飞色舞”;而随着经济增速换挡和产业结构的转型,消费升级和产业升级开始成为时代的主旋律,新经济大幅跑赢旧经济,核心资产的范畴也陆续从消费电子、传媒互联网、白酒医药转向了当前以新能源、电动车和半导体为代表的高端制造。复盘A股过去十五年的发展历程,顺应产业发展的趋势,选对了空间大、增速快、渗透率低的产业,基本上预示着投资已经成功了一半。

第三种:货币政策的beta

经济增长和产业周期的beta比较容易理解,而货币政策的beta往往容易被忽略,但实际上它在某些阶段

对投资的影响要更大,最近几年更是如此。

2008年金融危机之后全球进入低增长时代,主要发达国家开启了量化宽松的货币政策,过去几年全球的负利率债券规模大幅增加,美国的实际利率一度大幅转负。但随着后疫情时代通胀的兴起,欧美央行的货币政策取向急剧转向,利率中枢大幅抬升。由于利率是风险资产的锚,导致很多资产最近几年的价格波动大幅增加。比如木头姐的旗舰基金在2020年疫情之后涨幅超过3倍(同期比特币的涨幅更是超过了10倍),其中个股提供的alpha比较有限,绝大部分的净值贡献都是由美联储的无限QE压低了实际利率所致,因为木头姐的持仓以长周期的科技股为主,实际利率越低,长期的利润贴现到当前,估值就能给的越高。

全球宽松的货币政策对中国资产产生了深远的影响。过去几年,由于国际化进程加快,长周期的成长股同样会受到美债利率的影响,比如作为类债券的某高端白酒公司,在2017—2019年期间的估值基本都在20—30倍之间;疫情之后,公司的盈利增速明显下滑,但估值最高时却超过70倍。拆解股价上涨的驱动因素,最主要的贡献因素也是美债的实际利率跌到了创纪录的负值。

今年以来,美联储为了控制高通胀,实施了较为强力的货币紧缩政策。市场由此也经历了近40年来最快的美债利率上行,而美债利率飙升会压制成长股估值。我们在二级市场也看到,随着美联储货币政策的正常化,木头姐的持仓和A股高端白酒的估值基本上同步回归。而且,越是没有利润支撑的公司,估值回归的压力就越大,这也可以用来理解为什么木头姐最近一年的净值跌幅要远远大于一般的科技股。

相对于前面两种beta,货币政策的影响往往较为隐蔽,关注这个因素并能够深刻理解的人不多。比如,2019—2021年上半年,白酒和医药的业绩相对稳定,但估值出现了大幅波动,这里面大部分都是受美联储货币政策所影响。有些自下而上选股的投资者可能会将这两年的行情理解为个股的alpha,但其实这是一种货币政策的beta。

成长风格有望趋势性占优

如果把经济增长的beta、产业周期的beta和货币政策的beta结合起来,我们大致上还可以得到另外一个重要的结论,那就是A股的成长风格很可能在比较长的一段时间内都会趋势性跑赢价值风格。

从美国的经验来看,过去100年中前90年价值因子都是有超额,但2008年金融危机之后,直到2020年通胀起来之前,成长风格都是趋势性跑赢价值风格。当然,每次在经济增长和利率开始回升的阶段,价值风格会小

幅逆袭,但拉长时间看是显著跑输成长风格。其中最主要的原因在于金融危机之后,全球需求相对不足,供给相对过剩,高成长性的公司开始变得稀缺。

由于价值风格的标的往往和经济增长的相关性比较强,而成长风格和经济的相关性较弱但久期更长。因此,随着经济增长和利率中枢的持续下移,成长风格享受到了盈利和估值的双重溢价,这也是巴菲特在金融危机之后的10年业绩表现一直不尽如人意的关键原因。实际上,这并不是精选个股带来的alpha不好,而是被时代的beta击败。从A股市场的情况来看,过去很多年中国的经济周期实质就是地产周期,随着“房住不炒”政策的坚决落实,未来推出大规模经济刺激计划的可能性不大。从总量上看,经济结构的转型和产业的升级也会在政策中反复强调。对照来看,当前A股所面临的宏观经济和市场环境,很像是金融危机之后美股面临的宏观环境,映射到资本市场则是成长股的投资时代。实际上,2019年以来,A股的成长风格已经连续三年跑赢价值,同一种风格连续三年占优,这在历史上也是首次出现。

前耶鲁大学的首席投资官史文森在《非凡的成功》一书中曾提到,我们的投资收益主要来源于三部分:资产配置、证券选择和时机选择。其中资产配置的作用可以达到90%,剩下的两者只占10%,甚至对很多个人投资者来说个股和择时提供的超额是负值。我们往往对市场的alpha给予了最大程度的关心,但很多时候构成收益的主体其实是beta。beta也以不同的存在形式,影响着我们的投资收益。

基金经理简介:武幼辉,美国纽约州立大学经济学博士,拥有近10年证券从业经验,擅长大类资产研判与宏观经济分析。现任广发基金宏观策略部总经理、广发聚祥基金经理。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎。)

