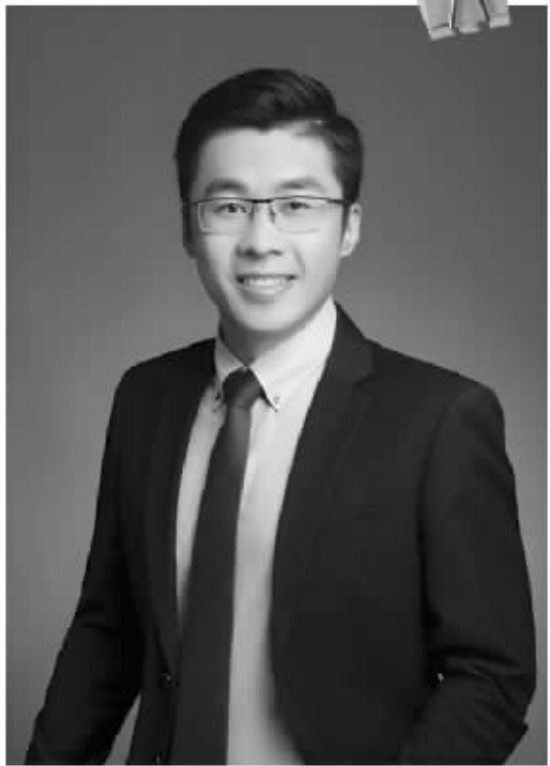


东方阿尔法基金唐雷：

精挑细选 捕捉最强科技成长阿尔法

□本报记者 齐金钊 见习记者 张韵



唐雷,东方阿尔法基金经理、助理总经理、研究部总监、公募投资部副总监。具有14年研究投资经验,先后任职于民生加银基金、安信证券资产管理部、金信基金。2013年4月开始独立管理股票账户,2016年7月起任基金经理,现为东方阿尔法优势产业混合基金和东方阿尔法产业先锋混合基金的基金经理,即将拟任东方阿尔法兴科一年持有期混合基金的基金经理。

把握市场 “细分” 赛道

“自上而下做行业比较和行业选择,这是我最核心的投资方法。”东方阿尔法基金经理、研究总监唐雷在接受中国证券报记者独家专访时表示,近两年来,他愈发明确自上而下的宏观策略分析以及行业比较和行业选择在其自身投资决策中的重要性。

“大多数情况下选对了行业,基本上就成功了一大半”。唐雷认为,科技成长领域涵盖行业类别很多,按照他的投资框架,现阶段会更加看好其中的光伏和储能领域。当前正在发行的东方阿尔法兴科一年持有期混合基金,也将继续遵循产业趋势投资逻辑,在科技成长领域“精挑细选”,捕捉最强阿尔法。

唐雷在2016年开始担任基金经理时就重点投资成长型股票。他表示:“2018年以前的话还会关注大类资产配置等方面,但后来逐步聚焦做减法,专注在自己核心能力圈,也就是在科技成长领域进行深耕。”

科技成长领域涵盖行业类别很多,他表示,按照其投资框架,现阶段会更加看好其中的光伏和储能领域。“光伏的景气度是处于向上的,在宏观环境不变的情况下,我相信明年的增长会超过60%,光伏处在一轮强景气周期中。同时,它的盈利空间会成倍增加,因为硅料的成本未来会下来,成本下降将带来需求的放量。同时光伏产业中下游环节的盈利空间会大幅度增加,那都不是‘戴维斯双击’了,它是‘三击’,是盈利、需求、估值的三重增长,这是一个弹性最强的阶段。”

至于储能,唐雷表示,由于它之前是一个小行业,更多会将其视为光伏的附属行业。近期储能概念之所以被热炒,主要的原因是欧洲电力成本高企,欧洲户用储能行业出现了产业爆发趋势。今年行业需求出现三倍以上增长,且明年仍然有翻倍增长的可能性。他认为,在这种增速的加持下,未来储能板块依然还有较大成长空间。

他认为,光伏和储能行业景气度的真正开启,在某种程度上可以说是由于俄乌冲突。能源安全的重要性开始被大家广泛认可,各国加速从化石能源向清洁能源的结构转换。在这一催化下,叠加硅料价格

的下跌和供应的释放,他判断,光伏储能的景气周期预计还有两年上行空间。

具体到光储行业的细分赛道选择,唐雷向中国证券报记者分享了自己的三个策略性见解。

首先,结合最近的市场变化,可以说“成长的尽头是化工和有色”。他认为,当属于高端制造的科技行业发展增速很快时,最终带动的其实是上游资源和化工品,而这些产品的供应在一轮景气周期里往往没有太多的弹性。当整体需求规模越来越大,上游供应的瓶颈就会更为凸显。这时会产生两种弹性:一种是量的弹性,即下游需求扩张带来的资源需求量增加;第二个是价格的刚性,导致价格的上涨。

以光伏和储能为例,唐雷说,今年这两个领域表现较好,也可以发现市场正在寻找其上游的资源,譬如EVA粒子、石英砂、工业硅等,而且这些原材料的价格都已经有了上涨趋势。虽然说光伏和储能的需求在这些原料的下游需求中占比可能只有30%左右,光伏增长50%至60%可能只会给上游原料带来10至20个点的需求增加,但由于原料的供应是刚性的,叠加缺电带来的供应限制,那它的价格可能就会涨很多,翻倍是很正常的。这种翻倍反映到相关公司的利润上,可能就是好几倍的增长。他进一步补充说:“而且这些公司估值目前都很低,这也是我们的一个布局逻辑。也就是说,除了买中游紧缺产品,比如说光伏组件、硅片、电

池片以及下游的电站之外,还有一个重要关注点就是上游的资源。”

其次,唐雷提到,这一轮光伏和储能的超强景气周期中,尤其要关注新技术、新需求和新产品。实际上,科技行业的每一轮景气周期往往都伴随着技术周期的迭代。比如说,储能的爆发式增长就是来自于欧洲户用储能的新需求,最受益的都是之前聚焦在欧洲户用储能这些小众产品的公司。光伏行业受到技术迭代的影响更大,在电池片领域,行业正从P型PERC向N型TOPCON、HJT演进,专注于新技术的技术领先者、新进入者、行业搅局者都将具有更大的投资机会。

至于这一轮“小票”行情究竟能持续多久,唐雷认为,这同样可以从产业周期角度来思考。他说:“上一轮小票行情是2010年到2015年。背后对应的是智能手机和移动互联网产业周期。但从2016年开始,移动互联网红利走到尽头,加上当时中小市值股票被系统性高估,所以它经过了三四年的杀估值。到了去年,小票的估值已经很低了。同时,新一轮以新能源、新能源汽车、半导体、军工、工业自动化为代表的高端制造新兴产业周期开启,这轮周期肯定不会一年就结束,它会持续三年到五年的时间,跟过去一样。”因此,他认为中小市值占优的行情仍会演绎比较长的一段时间,据此,在光储行业的个股选择上,他可能也会更偏好于选择一些二三线龙头公司和尾部的小公司。

持续比较 “精挑” 行业

在谈及行业选择时,唐雷用“男怕入错行”来形容其重要性。他认为,行业选择是投资成功与否的一大关键,不过这并不是一蹴而就,而是不停地比较、选择的过程,直到被市场验证选对了为止。

唐雷表示,在行业选择之前,他会先通过浏览大量研究报告进行初步行业梳理,然后再通过对比不同行业的景气度来选择其中最具有成长性的投资赛道。“这种对比通常会放置在一轮产业周期的框架内展开,通常一轮景气周期大概是3到4年,我会更倾向看2年的时间。重点关注各个行业间的绝对增速及增速的变化。”

他强调,行业的绝对增速是很重要的,它能够反映整个行业的景气度弹性和强度。绝对增速越高,表明行业景气度越好。而在绝对增速都保持高位的情况下,他则会更加偏好于绝对增速持续提升,且增幅空间更大的行业。

他向中国证券报记者举例说:“像电动车行业,今年全球销量增速大概是50%,其实是很高的。但它是从去年的100%降下来的,绝对增速下了一个台阶,再展望明年,我可能会担心其进一步下降。再比如军工,它实际上是一个能实现绝对收益的品种,但是绝对增速的幅度较为有限,所以我也不会把它作为最强的选择。”通过这样的一步步排除、迭代比较,唐雷才会最终选择几个符合自己投资标准的高成长性行业。

理论逻辑下层层推演所得到的更多只是一种实验室环境

下的理想结论,是否符合实践仍需要接受市场的考验。唐雷同样将最后的决定权交给市场。“我是一个右侧选手,永远把自己放在一个相对弱势的地位。”他表示,当通过前期景气度筛选后的行业开始出现明显上涨时,就是在一个很好的人场时机,他会在这时开始逐步重仓介入。虽然前期已有一定涨幅,右侧介入会舍弃部分利润,但是由于选择的是最强的行业,所以涨势往往不会不止一轮,后续依然有较大盈利空间。而且起初的上涨可以被视为该行业的基本面得到市场验证,或者说是市场部分资金开始认可这一行业逻辑的信号,在此之后进入具有更强的确定性。“因为左侧等的话我也不知道要等多久,性价比可能就不太高了。”

至于如何判断前期涨幅是否已经完全反映了市场预期,以及是否能持续,唐雷表示,他主要是从时间维度和行业所处景气周期的位置这两个维度进行考量。时间维度上,他认为,一般行业上行周期与个股上涨时间是基本一致的,如果行业依然处于周期上升阶段,而其中的个股在上涨后出现回调,这其实就是一个合适的人场机会。在行业所处景气周期的位置上,他表示,一般当行业处于一轮景气上升周期的前半段时,后续行业发展往往会超过市场预期,那他会对股价更乐观一些。而当行业处于一轮景气上升周期的后半段,尤其是接近周期顶部的时候,他就会更谨慎一些,因为这时候股价涨幅往往透支了。

正如唐雷一直所强调的,行业选择是一个持续不断的过程,当出现更优的选择时,他也会进行重点行业的切换。因此,在大部分时间专注于现阶段最认可行业的同时,他还会保持对其它高成长性行业的关注,等待周期拐点的出现以及行业景气度优势的被验证,最后选择合适的时机介入。

在谈到后续重点关注的行业方向时,唐雷直言:“我们主打科技成长,是想在科技领域里面做以年度为单位的切换,走一步看一步。比如,去年我们

集中投资的是电动车,今年是光储,下一步是什么?半导体还是别的什么?我们一直在做准备,我们是开放性的,但大体是在科技领域里面。”对于如何切换,他表示,主要还是基于他对产业趋势的判断,对行业景气度的分析,以及对科技成长领域里不同细分行业的横向比较,最终目的是选择那些阶段性(以年为单位)最强的方向去做集中配置,并及时出击。

唐雷认为,就现阶段的观察而言,半导体板块在未来是值得重点关注的。“客观来讲,

紧盯浪潮 乘势出击

半导体行业很令人激动。”他告诉记者,2019年那一轮行情他买的就是半导体,他们在半导体板块有较好的收益。

唐雷表示,当前半导体行情的受制因素主要是以手机为代表的消费电子需求较弱,导致行业整体景气度处于非常低的位置。不过,他认为,这种情况未来会有所改善,“未来一年内我们会迎来半导体景气向上的拐点,现在要等待的是行业库存周期的向上,以及一些创新产品的出现。”

对于接下来的东方阿尔

法兴科一年持有期混合基金,他强调,这只新基金会继续专注在科技成长领域,自上而下地做行业比较和选择,通过对产业趋势、行业景气的分析判断,在科技成长领域“精挑细选”,力争捕捉最强阿尔法。同时,他也会利用新产品一年持有期的特点,在基金成立后先用低仓位进行底仓配置,然后等待明确的市场拐点出现或看好的科技行业大幅回调之后再行逐步加仓,以减少净值的波动,提升基金持有人的获得感。