

恒越基金赵小燕:

保持好奇心 从成长股投资升级到成长机会投资

□本报记者 徐金忠



赵小燕,恒越基金研究总监、基金经理。上海交通大学热能与动力工程、金融学学士,上海社会科学院产业经济学硕士。11年证券从业经验,2011年至2016年任平安证券研究所研究员,2016年至2020年任华泰证券资管分析师、权益投资主办,2020年8月加盟恒越基金,任研究总监,2021年8月17日起任恒越蓝筹精选混合基金经理。

丰富立体的成长投资

资料显示,赵小燕在2011年进入二级市场,目前超过10年。她曾就职于平安证券研究所,任研究员;还曾就职于华泰证券(上海)资产管理有限公司资管权益部,历任研究员、投资主办等职务。赵小燕的从业经历,是典型的从研究员做到投资经理。她在2020年8月加入恒越基金担任研究总监。2021年8月,恒越基金发行成立由她管理的恒越蓝筹精选混合基金。

“我偏好成长股,市场对于成长股的衡量标准有很多,市场空间、景气度、竞争力等要素共同决定了公司成长的高度、速度以及确定性。”在介绍自己的投资主战场时,赵小燕言简意赅。

精炼的总结背后,实则有赵小燕体系化的投资价值观和方法论。“我们的经济整体在结构升级。一方面,大力支持高端制造业,进行产业升级;另一方面,一些传统的行业一直在做减法。在股票市场,我们可以比较明显地感受到,比较突出的市场行情就是围绕高景气赛道进行的。”赵小燕这样理解当下投资的“时代贝塔”。正是基于这样的宏观研判,赵小燕将投资的重点放在成长机会之上。

同时,赵小燕对于景气度的理解则更为丰富、立体。赵小燕对于成长机会的挑剔,首先来自对于景气度“不均衡分

布”的警惕。“除了少数处在爆发期的行业,对于大多数行业而言行业景气度的变化并不意味着行业内所有公司同向变化。比如光伏行业过去一年其实景气度是超预期的,但因为行业内部供应链、渠道能力的分化,内部公司的实际经营层面是有分化的,并不是所有的公司都享受到了景气红利。”赵小燕对于景气度投资有着独到的理解。

怀疑和“破坏”之后,需要建构自己的成长股选择逻辑。“我个人更关注公司竞争能力的变化,因为市场空间大,天花板是成长股的必要不充分条件,以公司的竞争能力为边界对应到可实现的市场空间才是一个公司真正具备确定性的成长空间,这也是为什么我在选择成长股时更看重公司竞争能力的变化。”赵小燕介绍。

简言之,赵小燕对于成长股的选择,是聚焦具备足够发展空间行业中的优质成长标的。

与此同时,赵小燕的投资是从成长股到成长机会的升级,前者符合对于成长投资的一般印象,而后者则是成长机会的“破圈”。“随着国内经济的发展,从总量增速到结构上的质量,会发现有些行业虽然景气度一般,但一样存在商业模式优化、产品结构升级的机会。这些不

依靠景气度,而是要看经营个体的竞争能力是不是适配。”赵小燕直指要义。

赵小燕定义的成长投资机会,不论是新兴行业还是传统行业都存在,最重要的是公司个体的竞争能力能不能适配甚至创造行业成长的契机。赵小燕的投资中更为核心的“标尺”浮出水面:当我们以竞争能力的变化为标准去看成长股时,每个公司的成长是分阶段的,一些阶段是有风险的,一些阶段是加速成长的,每一阶段能够对应到多少成长空间我们其实都是有基本概念的。

正是在成长投资上的触类旁通,让赵小燕看到更为广阔的机会。其中,对于周期机会的抓取,是对她成长投资理念和方法的检验。在讲到经济转型升级时,赵小燕同样讲到了传统产业的减法,在她看来,加法之中有机会,减法之中亦然。“多数传统周期行业其实已经过了宏观经济周期驱动景气变化的阶段,这些年的周期行业机会大多都是自下而上的供给端带来的行情,因为确实很多行业已经很多年没有进行过资本扩张,供需本身就处在比较脆弱的平衡点,很容易因为外部的扰动而被打破。除此之外,不少细分周期行业的需求出现了新的驱动,但产能扩张是阶段性滞后的,景气阶段的价格弹性也非常可观。”赵小燕表示。

从追逐概念到“抱团”核心资产,再到景气赛道投资,流变不居的市场,挑战了一大批人的投资应对;复杂多变的市场,同样淬炼了一大批人的投资之道。恒越基金研究总监、基金经理赵小燕,拥有广阔的投资“视阈”,并且将自下而上精选个股作为投资精髓。

赵小燕认为,无论是研究还是投资,一定要保持好奇心。投资标的琳琅满目,最终要有取有舍,赵小燕的方法是挖掘和把握企业成长最快、确定性最强的机会。最终,赵小燕的投资组合呈现明显的特点:组合相对分散,但力求抓住阶段性的占优机会。

投资是“可能性的艺术”,赵小燕希望做到的是,树立投资组合的明确目标,建构研究投资的主线逻辑,并在变化的市场中,保持持续、较好的应变能力。

保持好奇 灵活应变

产品管理中,我也在尝试补充一些自上而下的视角。”在投资上,赵小燕并不固守,而是实事求是,灵动应变。

对于赵小燕来说,保持好奇心,灵活应对变化,只为找到优质投资标的,并以此构建投资的组合。“对于成长股来说,首先是通过自下而上对个体竞争能力边界的动态把握,即对应到对每一个标的胜率和空间的比较判断,以此来优化组合配置,优先选择盈利和估值双击、确定性最强的标的;其次是天花板高、正在稳定增长的高确定性机会,当然最好是配合非基本面的因素扰动、压制的时机。”赵小燕说。自下而上和自上而下的组合视角,对于周期股来说也相较更容易在左侧就发现景气度变化的机会,并且在周期变化时,更具备及时应对的能力。

知行合一,赵小燕在具体的投资操作时,践行的正是自己灵活应变的成长投资之道。

回顾恒越蓝筹精选混合基金的操作,赵小燕表示,在建仓期间以新能源为主,以绝对收益为导向,仓位也不高。到2021年四季度,基金仓位大幅提升,围绕新能源车、光伏以及白酒进行布局,具体机会上,新能源汽车领域选择锂矿和电池,光伏行业则选择逆变器标的进行布局,选择白酒的逻辑则是认为未来的业绩增长确定性较强。到了今年一季度,赵小燕重点配置煤炭行业,在外部环境影响和国内稳增长等政策推动下,赵小燕认为煤炭行业迎来逻辑的较大变化。到了二季度,赵小燕对于优质成长股的选择,更加多元化,她的持仓继续保持较均衡的状态。

相机抉择 均衡配置

张,资源品的供给扩张是没有那么快的,更何况这么多年的资本开支不足也不仅是国内存在的问题,海外也一样。“展望明年,煤炭供给端的约束依然相对刚性,大概率是国内经济企稳回升过程中最受益的品种之一,需要关注的因素主要还是需求端,会决定煤价的上行空间。”赵小燕表示。

新能源方面,赵小燕认为,二级市场围绕高景气成长风格以及受经济影响扰动较少的资产继续结构分化。这种状态

正因为景气行业并不具备很高的“均质性”,也因为成长机会可以分布在整体成长空间不大的行业,赵小燕构筑了丰富、立体的成长投资体系。在这一体系中,赵小燕认为,自下而上的个股优选是核心能力所在,同时,自上而下的视角也大有裨益。

“这种自下而上的投资方法论无论是对成长股还是周期股都适用,这种方法论天然会形成一定的行业分散度,可以一定程度上规避单个行业集中度过高的风险。这也对研究的强度有较高的要求,需要持续进行自下而上的推演和验证。但周期股自下而上相对比较好把握的是景气度变化,周期高点通常都是比较难以预期到的,尤其在供给变化引发的周期景气波动中,所以在过去一年的

对于下一阶段的市场,赵小燕倾向于相机抉择,均衡配置。

赵小燕表示,疫情之后大家都会感受到宏观变量对市场的影响有所放大。“在具体投资策略上,我们会在自下而上筛选个股机会的基础上围绕宏观线索做一些配置性调整,作为阶段性平滑波动的策略。”

谈到具体机会,赵小燕对于新旧能源有多角度的投资机会研判。

“旧能源”方面,赵小燕指出,煤炭行业已经有很多年没有进行过资本扩

下,不可避免的就是风格分化拉大后的市场波动。但在新能源本身成长逻辑未变的情况下,市场波动并不等同于投资价值的变化。“我们拉长时间维度,以一年以上的视角去看投资方向可能更明确,新能源尤其是风光储的一些细分领域,以竞争能力边界看还远没有达到它的市值天花板。我们看好一些国内企业的品牌出海、在欧美等海外市场打开更大的成长空间,也看好新能源领域一些新技术的迭代和不断成熟。”赵小燕说。