

## 泰康基金魏军：

# 量化“老兵”的精细管理之道

□本报记者 张舒琳

大事必作于细。量化行业资深“老兵”、泰康基金量化投资部负责人魏军，深谙投资是一项复杂工程。他力争不放弃每个获取超额收益的机会，不错失每一分细微的收益。以提升客户体验为中心，在投管工作中力争降低跟踪误差，同时通过投教陪伴帮助客户深入理解不同产品的“使用说明”，树立正确投资观念，自主做出投资决策。

### 以提升客户体验为核心

人大数量经济学本硕博班出身的魏军，毕业后先加入广发基金，2019年加入泰康资产公募事业部（现泰康基金），如今已拥有超过14年证券从业经验。提及被动指数、指数增强、绝对收益、量化多头等量化产品时，魏军如数家珍。他时常思考，不同客群的需求是什么？怎样的产品形态才能够契合这些客群的需求？

在魏军看来，包括场内ETF、场外指数等被动指数型产品，工具属性应十分鲜明，要让客户“所见即所得”，一切以提升客户体验为核心。

以ETF为例，在日常投管工作中，首先，要降低跟踪误差，让产品发挥应有的工具属性；其次，要通过建设场内流动性生态体系，保持ETF产品活跃的交易属性，提升客户的交易体验。此外，在投教工作中还要做好产品解读和行业科普，帮助客户深入理解ETF产品的“使用说明”，树立正确投资观念，自主做出投资决策。

大直若屈，大巧若拙。魏军擅长将投资“抽丝剥茧”，挖掘可能的投资回报来源，也把精细化管理思路贯穿到投资始终。魏军认为，A股市场有部分可以挖掘的风险相对低的红利机会：转融通、大宗交易、转债投资等创新业务，都可能带来产品收益。但若管理人团队精力不足，或者以“佛系”姿态管理被动产品，就会与这些机

会擦肩而过。

例如，公司有专门的打新小组，负责研发打新报价策略等，通过参与打新，基金经理每年能够多出一个获取可观收益的可能渠道；另一方面，管理人可以通过合理使用股指期货、转债等工具，增强ETF的收益弹性，或在下跌的市场行情中尽量减少回撤，提升客户的持有体验。

### 指数投资未来可期

Wind数据显示，截至2022年8月31日，中国股票型指数基金数量达到1494只，规模超2.01万亿元。ETF方面，各机构竞相布局，赛道之争逐渐白热化。

不过，对比海外市场来看，目前，国内ETF行业尚处于早期发展阶段，存在同质化竞争、小微基金泛滥等问题。尤其是非权益资产ETF发展滞后，对大类资产配置形成了掣肘。“大类资产配置是发达国家市场财富管理的重要策略，海外很多头部资产管理公司采用不同资产类别的ETF，来构建具有不同风险收益特征的财富管理产品，相较单资产组合，这些产品的风险收益水平和稳定性都更占优。”他介绍，目前国内的ETF主要集中于权益资产上，债券、商品、不动产、波动率等ETF或处于萌芽阶段，或尚未出现。未来，随着我国金融市场不断成熟，相应的创新产品有望陆续面世。



就权益类ETF而言，他认为，Smart Beta相关的风格主题ETF仍有广阔发展空间。未来，如果国内机构投资者占比越来越高，市场波动性有望逐渐降低，趋势性有望增强，或形成长期慢牛的市场行情，Smart Beta ETF方向大有可为。

魏军认为，ETF这一产品形态在国内具有很强生命力。管理人应基于对行业或者风格主题的理解，与指数公司合作开发具有不同特色、贝塔鲜明的指数，为投资者提供更丰富、更纯粹的配置工具。

例如，泰康基金依托股东泰康资产，服务大量高净值客户的配置需求，为品牌客群提供相应的产品，做好用户陪伴和投教内容输出。未来，泰康基金将沿着“大健康+大消费”、“双碳+科技”

这“两大两辅”方向进行产品布局。

### 看好医药、双碳赛道

近期，医药行业形成明显的反弹攻势，医疗器械、中药、医疗服务等细分板块轮番上涨，魏军认为，主要是受到医药行业长期处于估值底部、机构持仓比例较低，以及政策利好影响，三重因素共振下，板块开启贝塔行情。“与上半年投资人需要费尽心思寻找细分阿尔法的行情不同，本轮医药行情由权重股领涨，资金率先涌入大白马股，是明显的火车头领跑行情，非常适合通过配置被动指数产品来把握。”他表示。

医药方向，魏军看好医疗器械、中药、CXO，以及前期受到集采影响比较大、积极寻找创新增长点的制药龙头企业，随着政策预期逐步改善，影响医药行业的最大估值压制因素或逐步解除。因此，这次反弹的幅度和时长都值得期待。此外，一些疫苗龙头企业有望在年内迎来大量订单落地，中期视角量价可观，可关注阶段性机会。

双碳方向，魏军看好动力电池产业链投资机会。他认为，我国动力电池龙头企业的全球竞争力很强，在全球产业链中拥有很强议价能力。龙头企业的国内供应链非常完善，甚至产业链中游材料供应商在正负极、隔膜、电解液等电池制造的核心环节全球市占率也比较高，符合中期维度市场重视技术安全、供应链安全、独立自主的投资主线。从需求端来看，动力电池下游的新能源车赛道“长坡厚雪”，渗透率提升空间广阔。

产业链当前核心矛盾是上下游存在扩产周期的错配，上游材料价格大涨对中下游成本端造成压力，这一矛盾短期难以得到解决。但去年年底以来，该赛道大幅调整，目前估值已经回归到具有一定吸引力的区间，未来阶段性投资机会值得持续关注。

## ■ 广发言 | 以时间的名义

# 广发基金王瑞冬：从高ROE到ROE边际变化 追求高质量成长

成长投资中最吸引人的无疑是戴维斯双击，即在业绩增长时，市场也给予更高的估值水平，投资人获得业绩和估值双双上涨的回报。其中，业绩增长是成长投资的重要基石。但成长的内涵，并不等同于业绩增长，也并非简单地与净利润的增长划等号。

我个人认为，利润表的成长性只是经营结果的呈现，依赖于资产负债表的扩张作为支撑。高效运营的企业可以通过较少的资本扩张获得盈利增长，而ROE（净资产收益率）正是体现这种效率的重要财务指标之一。考虑到许多企业需要通过融资来扩张，体现企业成长质量的ROE指标更能体现剔除融资摊薄后，股东长期持有一只股票的可预期回报水平。

### 成长并不等于利润同比增长

长期来看，A股是一个成长风格长期占优，某些阶段价值风格占优的市场。因此，投资者非常注重企业的成长性，尤其注重收入和利润的同比增长率。

背后的原因也很好理解，因为二级市场股东的回报通常主要来自几方面：一是直接通过现金分红带来的股息（回购也可以带来类似的效果）。

二是股价本身的变化，而股价的变化又可以拆分为企业盈利的增长和估值（市盈率）的波动。

以一年为周期，股息率回报的数值相对较小，而企业盈利和估值的变化幅度往往要大很多。如果以市场整体进行分析，A股2019~2021年的股息率在1.7%至2%之间，扣非净利润增速分别为6.1%、-1.3%、23.7%，而市盈率的变动幅度分别为37%、29%、-11%。如果以个股为例，假设一只市盈率10倍、盈利稳定的价值股，公司将当年利润的50%以现金形式分红，则税前股息率为5%；而成长股的利润增速高达30%以上，估值的波动更经常在-50%~几倍之间。

由此可见，分红（回购）、盈利增长、估值波动这三个因子中，后两者的弹性要比前者大得多。而由于估值的影响因素较为复杂难辨，且估值变动对股价的作用会随着时间的拉长而弱化，因此投资者为了追求更高的回报率，天然会更偏好盈利的高增长而非稳定的分红。

不过，成长是否就等同于收入和利润的同比增长率呢？当前，部分投资者在成长的理解上呈现三个特点：一是投资者很在意同比增长，对同比增长质量相对比较忽略。二是比较注重宏观的利润，而忽略企业的自由现金流。三是很多人关注二级市场的股价变化，忽略了增长过程中带来的摊薄或者股东的回报，比如回购和分红。



广发均衡价值基金经理 王瑞冬

事实上，利润表的成长性只是经营结果的最后呈现，背后需要资产负债表的扩张作为支撑。高效运营的企业可以通过较少的资本扩张获得盈利增长，而ROE正是体现这种效率的重要财务指标之一。换言之，或许ROE是全面衡量成长质量的指标。

### ROE衡量的是成长的质量

在公司金融学定义中，ROE=企业某年度实现净利润/期间的平均净资产，体现的是股东投入净资产的内生增长速度。

高ROE的公司可以通过自身利润再投入经营，实现“有机增长”而不用摊薄老股东的权益；相反，低ROE的企业虽然可以通过股权融资扩张净资产来提升利润增速，但其代价是总股本扩张，老股东的权益被摊薄。假设在同等的增长水平下，不依靠融资的增长质量更高。

假设某企业ROE为10%（这一数值已经超过A股平均水平），当年利润不分红全部投入再生产，则每年内生盈利增速只有10%。如果企业每年按照1倍PB增发5%的新股，则能够再多增加5%的增速，让利润增速达到15%。但老股东享有的每股盈利因为总股本增加了5%，依然只有10%的增长。当然，如果企业比较幸运，能够以更高的PB估值增发股票，则可以在一定程度抵

消这种摊薄（比如按照2倍PB融资，则只会摊薄2.5%），但仍然改变了每股利润增速<企业盈利增速这一结论。

因此，原有的老股东会倾向于在企业经营风顺风顺水，估值较高时进行股权融资，扩大经营。但此举，对新进入的股东并不友好。除非企业能够一直以较高的估值融资，让每批进入的股东都享受较低的股权融资成本，这显然是不现实的。

复盘A股上市公司的历史财务表现，2019~2021年，A股整体的扣非ROE在8~9%左右，分别为8.69%、7.81%、8.81%，其中能长期维持15%以上ROE的公司非常少。企业想长期维持较高的ROE水平需要具备护城河，包括品牌、专利和专有权、规模优势、网络效应、高客户转换成本、有效规模等。满足上述条件的公司大部分都是历史上的牛股。当然，除竞争优势以外，行业阶段性的供需关系紧张也会大幅提升企业ROE，但通常难以持续。大部分公司想实现持续15%以上的盈利增速，都需要借助股权融资。这个结论是从A股平均ROE水平倒推回来的，虽然直觉上低于我们对很多上市公司成长性的预期。

### ROE的稳定性会影响股东回报

虽然ROE体现了企业的内生增长能力，但具体到特定的某年，企业的净利润增速经常会大幅超过或低于ROE。这是企业年度间的ROE波动带来的，即ROE是波动的，投资也不可避免地要面对波动。

按照杜邦分析，ROE=净利率\*总资产周转率\*权益乘数，代表了企业的议价能力、运营效率、资本结构等方面。如果企业净资产不变，企业首年ROE为10%，次年由于经营改善或者加大财务杠杆提升至20%，则利润增速为100%，体现出远大于ROE的成长性。但由于企业的净利率、周转率、杠杆比率都有很明确的外部约束，所以后续的ROE很难维持每年翻倍的扩张速度，而企业的盈利增速也最终随着ROE的稳定而回落。事实上，ROE的波动是常态，因为企业的经营有周期性。无论是行业本身的周期，还是企业自身业务结构和竞争力的变化，都会带来ROE的波动。而在A股，ROE的波动通常会带来估值的同向变化，且周期性越强的行业，波动越大。

从行业的角度分析，A股历史上高ROE公司主要分布在食品饮料、家电、医药、银行、非银、地产、建筑、建材等行业。其中，部分行业自身ROA（总资产收益率）较低，主要依靠高杠杆获取ROE，如金融、地产、建筑等板块，这些行业净利率的小幅变化都会带来ROE的大幅

波动。相较而言，高ROA来源的ROE会更稳定。

假设不考虑择时因素，股票给投资者带来的长期回报会趋近于ROE。但如果想在上述基础上获得更高回报，要么在选股层面做得更好（即选到长期业绩增长更快的公司），要么更好地择时（对特定个股确定更好的买点卖点）。

如果以较长的持股周期来应对，则估值的影响会因被开根号而淡化，最终股东得到的年化回报还是企业整个经营周期过程中的平均ROE，但这个过程最好波动较小，否则对投资人是心理上的巨大考验。如果考虑短期择时，则需要构建有效的择时体系，而这个对绝大部分投资而言是一件非常困难的事情。相较于在估值上的精准择时，买入长期ROE较高且稳定的公司是确定性更高的一种选择。

结合我们所投资的A股市场来看，中国经济作为全球第二大经济体，存量大，产业链齐全完善，有大量结构性高增长的细分方向（比如整车中的新能源车、药品行业中的创新药等），这意味着成长投资在未来仍然会占据重要地位。

近两年，我管理的基金组合持仓主要由两类品种构成：一类是比较传统的白马成长股，即市场认知比较充分的高ROE公司，常见的是白酒和医药龙头；另一类是市场关注度还不高的中小市值公司，这些企业过往的ROE并不突出，但预计未来会有机会获得边际提升，带来企业盈利的非线性增长。

除去行业整体景气度变化的因素外，企业ROE边际改善的原因常见于下面四类情形：一是原有投入进入回报期，如亏损业务扭亏、研发型产品取得进展；二是竞争格局改善，如价格竞争趋缓，费用投入收缩；三是规模经济，如人效、费效比提升；四是固定资产投放周期，如在建工程转固带来资产周转率提升等。ROE的边际改善通常伴随利润增速大于收入增速，即利润率提升、成长加速，进而带来股价和估值的双击。

**基金经理简介：**王瑞冬，10年证券从业经历，2年多投资管理经验，现任广发基金价值投资部基金经理，管理广发均衡价值、广发稳健回报。曾任中国人寿资产管理公司医药研究员、广发基金医药行业研究员。

**（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。）**