

博道基金孙文龙： 市场迎来难得“上佳击球点”

□本报记者 徐金忠 见习记者 魏昭宇

离开国投瑞银基金后，孙文龙于今年1月正式加盟博道基金，这位从业12年的中生代实力名将选择开启一段新的投资之旅。在经过一年的沉淀学习和融入团队后，孙文龙即将发行自己加盟博道基金后的第一只产品——博道惠泰优选混合基金。

孙文龙对中国证券报记者表示，基于目前的股权风险溢价水平，市场估值已经步入历史低位，底部信号较为明确，市场迎来难得的“上佳击球点”，在此时发行基金也是希望通过在市场低位提早布局，为投资者带来较好的长期持有体验。

均衡又不失锐度

孙文龙的产品业绩表现为能涨、抗跌、擅长跑的典型特征，而这和美国橡树资本创始人霍华德·马克斯所提出的“投资不对称性”有着异曲同工之妙：在有利的环境下，可以赚更多的钱，在不利的环境下，可以损失更少的钱。Wind数据显示，孙文龙在管理期间的代表产品国投瑞银新兴产业混合基金累计回报248.07%，业绩基准变动34.46%，累计超额回报213.61%。

“我的目标就是希望年均收益率能够在15%到20%之间。在市场较好时，可能这个回报率不是很起眼，但是如果能够长期累积下来，从相对回报这一角度看，也是很不错的。”孙文龙说。

这一成绩的取得，和他的“均衡不失锐度”的风格紧密相连。从孙文龙的组合构建思路上可以发现，无论是行业选择还是商业模式选择，孙文龙都力求做到均衡配置。“首先，在行业上，我对单一行业的配置比例基本不会超过20%；其次，在商业模式上，我希望它是分散的，这样每个个股的竞争力也会不一样。”孙文龙说。

加盟博道基金后的近一年时间里，孙文龙通过和研究团队深度交流及不断学习，进一步完善了自己的能力圈，对互联网、风电、光伏、汽车、半导体、军工、宠物等多个行业展开细致研究。孙文龙表示，很少有行业能够在市场内“长青”，自己能做的就是不断在行业研究的广度和深度上下功夫，优化投资结构。

孙文龙希望自己的研究是左侧的，布局是偏右侧的。“研究的时候我希望尽量在左侧，我会不断拓展自己的能力圈，捕捉更多线索，等到经营周期往上走的时候，再把个股放到组合里面。而投资的时候我希望能够做到80%的右侧和20%的左侧，就像花和花骨朵的关系一样。80%是‘即将绽放的花’，要有相对收益；20%是‘花骨朵’，进一步提升组合锐度。”

四维度发掘优质个股

孙文龙通过7年多的投资管理实践，逐步进化着自身的投资框架：价值内核、偏重成长。而在这一过程中，孙文龙特别提到《价值，公司金融的四大基石》一书，对自己投资的影响，尤其是其中ROIC（投入资本回报率）和利润增长的底层逻辑。

“首先，这家公司需要有比较高的ROIC，



而且ROIC要高于WACC（加权平均资本成本），只有实现了资源的有效配置，才能创造更多价值；其次，光有ROIC是不够的，这家公司的收入利润还需要有较快增长。”孙文龙说，“当然还有一个前提，就是一定要有现金流，如果没有现金流，那么资产负债率扩展到一定程度，就很难再继续扩张下去，生意也很难继续下去。”

具体到选股操作上，孙文龙归纳为四个维度：核心竞争力、成长空间、周期位置、隐含回

报率。

其中，核心竞争力与成长空间被孙文龙定义为“慢变量”，这是长期持股的信心来源；周期位置与预期回报率被定义为“快变量”。选股的核心是先研究慢变量，然后再看快变量，买在慢变量的右侧，快变量的左侧，才能描好基金净值的走势曲线。

在投资方法上，孙文龙是成长价值一手抓，主要配置“盛开的花”——持续稳定增长的行业龙头，其余的仓位会关注“花骨朵”，特别是那些从行业二线向一线跃进或者从行业“龙二”变为“龙一”，这类有“黑马”潜质的个股。

正值布局好时机

对于未来的投资机会，孙文龙表示，当下市场大概率已经走过低点，正是投资可以大展身手的阶段。

虽然2022年市场受多重因素扰动，全年整体呈下跌态势。但是，孙文龙却觉得，站在当前时点，相关因素的影响都在减弱甚至出现逆转。

比如房地产，相关政策明确表示支持房地产市场平稳健康发展，预计明年地产销售会企稳；而海外流动性出现边际变化，美国通胀目前已见顶回落，基本能够确认美联储加息最快的阶段已经过去。

孙文龙认为，市场大概率已经走过低点，机会远大于风险。谈到看好的行业，孙文龙表示，主要会围绕高端制造、疫情复苏和新消费这三大主题寻找更多结构性机会。同时，他还提到了海上风力发电和军工。“长期来看，海上风力发电未来几年还有5-10倍的成长空间，随着明年需求逐步增长，预计基本面会进入右侧。”孙文龙说，“我也会重点关注军工行业，目前这一行业有许多利好因素。”

广发言 | 以时间的名义

广发基金王丽媛：跟随时代旋律 把握产业浪潮

法国作家罗曼·罗兰曾在其著作《米开朗基罗传》中写道：世界上只有一种真正的英雄主义，那就是认清生活的真相之后，依然选择热爱生活。

对投资人来说，英雄主义是在认清投资的真相之后，依然选择热爱投资。在不同投资人的眼中，投资的真相有许多种，或许是对价值的探寻，或许是与人性弱点的斗争，抑或是取舍之间的平衡，但有一点是共通的，那就是在探寻真相的过程中，不断积累和提升做投资的技术与艺术，实现自我与投资的和谐共融。

经过从业多年来反复的实践、锤炼以及复盘自省，我慢慢沉淀了关于投资的理念和心得，那就是基于时代的背景理解投资，对自己的能力范畴要有清醒的认知，进而运用这份认知管理组合。在这个过程中，关于基本面、趋势、价值的分析，都只是我们在市场上获得收益的工具。

从时代的足音中寻觅核心资产

有句话讲，没有核心资产的时代，只有时代的核心资产。在大力发展重工业的时代，大市值企业往往是石油、煤炭、金属、周期等；在各国的贸易市场之门大开、全球迅速融为一体的时代，消费市场（全球化）迎来了投资机遇；而从金融危机至今，科技虽有波折，但大趋势是长牛。可见，每一个时代的核心资产，都是由特定的时代背景所造就。

故而，我认为，核心资产并不是狭隘地指通常意义上的行业天花板高、ROE水平高、护城河高的行业龙头，它应该有更丰富的内涵，即：如果这类资产能解决当下时代国际国内政治和经济环境中最核心的矛盾，或者它能用“更高更快更强”的新技术、新模式提高全社会的运营和制造成本，它就是当之无愧的核心资产——即便此时它还是一个小小公司或者报表上的盈利并不起眼。

举个例子，在外资持续流入A股市场的时期，符合外资审美的高ROE的行业龙头是核心资产；在全球核心主题碳中和背景下，电动车和风光储能是核心资产；在电动车和光伏快速发展的背景下，供给紧缺的锂矿和硅料是核心资产；甚至，在锂价高企之时，能解决降本问题的电化学的新技术路线，也都是属于契合当下的核心资产。

如何找到当前阶段的盈利并不起眼呢？我的体会是要抓大放小，洞察当下时代的“痛点”。首先，我们要清晰地知道当前的核心矛盾在哪里。在这个环节，如果有良好的国际视野将有助于思考，因为投资决策需要以宏观、政治以及军事相关的知识进行辅助判断，从而得出对国际环境走向的认识，各主要经济体处于经济周期的何种阶段、大宗商品大致趋势以及外资大趋势是流出还是流入等大方向的判断。

犹记得2013年，我曾对全球多个国家的汽车市场进行研究，撰写了《中国和国际车型比较报告》，该文从宏观经



广发基金国际业务部基金经理 王丽媛

济、市场结构、地理环境、人均保有量阶段的消费者偏好等维度对中国、欧美日韩等国家的汽车产业进行了比较，得出的结论是中国市场的消费者偏好结构与韩国更相似，SUV车型的占比有望超过30%。彼时，国内市场SUV的占比还只是个位数，我建议国内车企积极引入海外成熟的SUV车型，并建议自主品牌在未来的产品规划中更多研发和设计SUV车型。在这个后验为真的预判中，国际视野起到了较为关键的作用。

其次，我们需要在梳理出的几条主线上进行持续的学习和跟踪，包括产业政策、行业空间、竞争格局、核心参与者的基本面进行深入的研究和跟踪，积极寻找合适的投资机会。

第三，我们要对主线的关键假设和核心变量保持敏锐，以便在变化出现时能迅速识别并做出判断。当然，我们每个人的知识体系都是不完整的，自身的框架要持续进化的同时，团队分享与沟通也格外重要，帮助我们完善视角的全面性、逻辑论证的缜密性。

关注渗透率“六因素模型”精选标的

由时代发展所推动，由新技术、新产品和新模式带来的长期景气周期和成长空间，往往是较为长期且可持续的。因而，我会更偏好以产业发展的视角，去观察和把握5-10年乃至更长的产业趋势，进而根据“六因素模型”下沉挖掘

公司。具体而言，我的思路是把握行业的渗透率从低到导入期、到快速成长期、到产业初期买入，会有比较舒服的估值边际，长期持有能更好地获取超额收益。尤其是当产业渗透率完成0到1的过程进入到1至N的阶段，伴随渗透率不断提升，正是超额收益最为丰厚的时期。

举个例子，2015年商用车骗补退潮之后，新能源汽车行业鱼龙混杂，国家对产业政策进行了严格的调整，部分二三线企业退出，到2019年年中，行业整顿过程接近尾声。同时，积极的信号也开始出现，宁德时代进入特斯拉产业链，标志着国内新能源汽车产业链的技术已位于全球前端，同时特斯拉相关产品开始放量。

当时，市场对于新能源车仍然非常悲观，但我们预判，行业的供需都出现了黄金买点。于是从2019年中期开始精选标的，陆续予以重仓。正如我们的预判，新能源车的行业渗透率从我们重仓时的两三个点不断提升，截至2021年12月已达到19%，现在正处于从15%至30%的提升过程中。若不是因为“缺芯”，这个过程很有可能加速完成。而长期来看，无论是因为缺芯还是疫情，每一次波动往往是良好的买入机会。

在找出产业方向之后，我会借助“六因素模型”对股票池进行显微镜下的分析和筛选。“六因素模型”具体是指从行业空间、竞争格局、商业模式、管理层、景气度和估值六个维度均衡并重的投资框架。拥有好商业模式的公司一定是能够在较长时间维度带来丰厚现金流的，相比之下，行业景气度反映的是中短期的热度或者供需关系；短期来看，高景气和高增长能够令人心潮澎湃，但在长期维度看，只有景气度肯定是不够的。在选股时，我会将自己带入到公司管理者的角色，关注生意的长期性和持续性。

另外，在我的投资框架里，产业链不同环节的公司也有不同的估值空间，比如TO C的电动车，我愿意给高估值，因为它更接近于消费品，有终端定价权，可以有估值溢价。往上游走，估值就要逐渐降低，光伏、风电、核电、汽车零部件，我会按照行业增速、竞争格局、公司质地、盈利能力、净利率贴现做估值排序。排序过程中，我也会对持仓进行动态调整。

高端制造业仍然是重点关注方向

时代在变化，“核心资产”并非一成不变，投资人的审美也不尽相同，这需要我们去更深入地去理解公司成长历程的每个阶段与时代的关系，再来评估公司在当前环境下是否有机会成为核心资产。立足当下，中国的泛制造业面临大的产业机遇。

放眼全球，中国的制造业具有规模体系以及完善供应链和产业集群的特点，即便在全球重塑供应链供应的背

景下，我国的制造业凭借持续研发、规模效应有望持续保持领先优势。而且，我们会看到不同产业的龙头公司在全球的市场份额持续提升，比如汽车、风光储以及工程机械等等。

再观国内，我国很多高精尖的技术和材料依然依赖海外进口，有些领域还面临他国对我们的技术封锁和制裁。但我们也欣喜地发现，很多领域开始实现“0-1”的突破，例如，“专精特新”领域的军工、半导体设备、半导体材料、元器件、化工新材料、防务装备等。这是时代赋予中国企业的机遇，新时代的能源革命以及多个领域的技术突破让我们看到中国企业从跟随发展的阶段跨越到了赶超甚至引领全球科技进步的阶段。

临近2022年收官之际，未来的时代“痛点”是我重点关注的一大课题。我认为，2023年最核心的主线就是经济复苏，代表经济高质量发展和产业结构转型的高端制造业，依然是值得重点挖掘的机会所在。

一是经济复苏背景下的商用车以及工程机械的机会。中国的商用车是周期成长性行业，从1997年至今年的年均复合增速接近20%，长期空间主要来自于近两年来出口高速增长带来的全球份额提升。随着国内经济企稳，商用车或将结束两年的下滑趋势，有望迎来戴维斯双击的投资机会。同样，工程机械行业也面临相似的发展机遇。

二是精细化工板块的投资机会。中长期来看，化工行业也有国产替代以及全球份额提升的逻辑。短期而言，受成本端原油相关产品价格大幅上升以及国内景气下行影响，化工企业的盈利能力两头受到压制，股价短期内大幅下挫。展望2023年，成本端和需求端有望迎来改善，企业盈利能力修复，长期估值或将得以恢复。

此外，成长领域里面，钠离子电池方向也有广阔的成长空间。2023年是钠电的产业元年，会按照“两轮车-A00级别车型-储能领域”逐步进行产业导入阶段，实现“0-1”的突破。随着量产成本的下降，钠离子电池因其良好的高低温性能、安全性的优势，将会占据一定的市场份额。另外，我国锂矿资源较匮乏，碳中和的长期发展受制于锂资源也是我国新能源发展的“痛点”，因此鼓励发展新型型化学电池也是一大趋势。

基金经理简介：王丽媛，10年证券从业年限，6年投资管理经验。现任广发基金国际业务部基金经理，管理广发瑞福精选。曾任华创证券分析师、长盛基金研究员、建信基金专户投资经理。

（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。）