

平安基金张晓泉:

不预设赛道和风格 聚焦投资性价比

□本报记者 张韵



张晓泉,清华大学材料科学与工程专业硕士研究生。曾任广发证券研究员,招商基金研究员,国投瑞银基金研究员、基金经理助理、基金经理。2017年10月加入平安基金,现任平安基金研究总监,平安新鑫先锋混合、平安研究精选混合的基金经理。截至2023年3月12日,任职平安新鑫先锋混合A期间回报率为165.99%。

“不预设赛道和投资风格、聚焦性价比、放眼全市场进行选股。”这是平安基金研究总监、基金经理张晓泉的核心投资理念。

张晓泉日前在接受中国证券报记者专访时表示,投资应该从最简单、最根本的理念出发,回归投资的第一性原理,力争用更小风险赚取更高收益,寻找性价比更高的投资机会。以“1+X”的研究框架为基石,以“X÷1”的投资框架为楼宇,借助“超预期研究”这一画笔,构建出能够超越市场的投资组合。高景气 and 困境反转是他近期重点关注的两大主线,地产、锂矿资源、汽车零配件等领域的投资机会值得期待。

以更低风险获取更高收益

提壶斟茶,品茶答问。基金经理张晓泉在谈笑间将其投资理念娓娓道来。

与照本宣科式的陈述不同,张晓泉喜欢在一个个反问后抛出自己的观点,他坦言:“基金经理也是常人,他们投资最根本的目的其实和大多数投资者一样,都是希望能以更低的成本获取更高的收益。”

张晓泉说,他主要是通过“X÷1”的框架进行投资性价比的判断。“X”代表超预期利好兑现可能带来的上涨空间,更多地与基本面定价和景气度有关;“1”代表当前股价存在的下跌风险,更多地与公司内在价值和市价的差距挂钩。“X÷1”所得到的风险收益比越高,意味着此时投资的性价比越高,适合买入,反之则卖出。这也是张晓泉在择时交易时的主要依据之一。

具体应用上,张晓泉表示,不同情况下对X和1的关注程度会有所不同:当确定一个资产定价被严重低估时,股价本身就有估值修复的空间和动力,这时可以不那么关注有没有超预期因素,只要没有超预期的、坏的变化,就可以买入;当收益空间巨大的时候,比如研究标的可能有几倍的上漲空间,此时对风险的接受程度可以有所提升,只要基本面判断没有发生改变,股价的下跌就会带来更高的风险收益比,这时应该果断加仓。

因此,在张晓泉的投资决策中,最核心的出发点就是找到性价比更高的股票,在股票性价比对比中进行买卖交易。他说,当其经常能够找到性价比高于原有持仓个股的时候,他的换手率相应就会提高。如果在持续动态对比中,他发现依然是原持仓标的性价比更高时,他就不会做出换手的决策。行业分布上亦是如此,只要判断公司性价比高,他就会买入,这与公司属于哪个行业无任何关系。用他的话说:“产品没有标签,不预设赛道和投资风格,覆盖全市场选好股。行业集中度或换手率等指标,都是选择性价比高的股票之后的结果,而不是出发点。”

将“1+X”研究作为投资基石

在张晓泉看来,研究可谓是投资的基石,是其投资框架里的重要组成部分。公司资深研究员的推荐在其投资决策中占据相当地位。

他说:“团队的付出才是产品能够持续做好的最强保障。随着专业投资者力量的逐渐增强,如今的股票投资不是靠基金经理自己一个人的全能,而应该更多地依靠团队通力合作。”

据了解,平安基金目前的研究团队已基本覆盖各个行业。食品饮料、新能源、医药、电子等行业各配置有2名研究员,其它行业各1名研究员。公司鼓励研究员沿着主业产业链进行上下游拓展,在做好主业研究的同时,多个行业研究员共同配合,抓住交叉领域的投资机会。

在投资决策上,张晓泉表示会通过研究员推荐个股,尊重研究员的选择,通过跨行业小组讨论,精选30至40只性价比较高的个股构建组合。据介绍,其管理的平安研究精选混合采用的便是这一投资思路。他认为,这种产品设计模式可以较好地弥补常规研究精选类产品的不足。

他说,以往研究精选类产品一般有两种配置模式:一种是将资金按照不同权重分配给不同行业,行业内个股参考研究员模拟组合进行建构,但这类产品个股众多,权重分散,难以很好地把握市场主要机会。另一种完全是基金经理个人风格的体现,往往会偏离研究精选的本质,β可能强于α。两种模式皆有其不足。而不做行业和风格预判,完全从个股出发,根据研究员的推荐动态调整个股持仓,保持个股性价比的这一模式,则可以较为充分地体现“研究精选”的魅力。

根据张晓泉的介绍,在对全市场个股进行研究和筛选,构建股票池时,他们主要使用的

是“1+X”的框架。“1”表示基本面研究,目的是对资产进行合理定价;“X”代表超预期研究,通过深度和前瞻的研究,预判标的在超预期情况下的收益空间,从而获取超额收益。

在“1”这个基本面研究上,张晓泉有其独到的见解。他认为,传统价值投资包含的财务数据、商业模式、竞争壁垒、竞争格局、管理层等都只是基本面研究中的一小部分,还有大量的基本面研究是在传统研究要素之外的。基本面研究的最终目的是对标的进行合理定价,而定价往往是动态的,不同时期影响股票定价的核心因素是变动的。这就要求研究员要根据不同的时间阶段,在不同的市场环境下,找出影响股价的主要矛盾,通过界定和量化主次矛盾,判断标的真实的投资价值。

他认为:“没有一种定价方法是永恒的。”除了所处时间阶段的影响外,不同细分行业的个股定价标准也有所不同。无论是PE(市盈率)、PS(市销率)、PB(市净率)、PEG(市盈率相对盈利增长比率),还是终端销量和价格等方式,都不能对全市场股票进行统一的、标准的定价硬性约束。他举例说,白马龙头股的定价可能更适合现金流贴现法,高景气股则更适合PEG法。

在“X”这个超预期研究层面,张晓泉认为,随着机构投资者的增加,市场的有效性逐步增强,对于一个有效的市场来说,跟随市场的研究是不太有意义的。要想获得超越市场的业绩,那就必须有超越市场的认知。超预期研究不仅要要对产业和个股发展变化做出预判,更要对市场整体对标的认知有一个基本认识,这样才能做到超预期。

近期重点关注两大主线

正如估值定价的动态变化一样,在张晓泉看来,投资策略也需要适应市场变化进行不断调整,很难有一种策略能长期保持有效。因此,在谈到对后市看法时,张晓泉多次强调,这只是站在当前时点上的观点,随着市场环境的变化,他的判断也会进行调整。

他说,就近期来看,高景气和困境反转是他重点关注的两个主线。高景气又可以分为景气度延续和新增景气两个方向。景气度延续主要包括新能源汽车、风光储、国防军工等领域,这些领域有望延续近年来的高景气态势;新增景气是指以安全为主题词的能源安全、粮食安全、军事安全、产业链安全、信息安全、科技安全等细分领域,在政策和国内外环境变化的背景下,相关领域公司业绩有望迎来较大幅度增长。困境反转主线则包括金融地产链、大消费、医药、半导体等多个领域。

张晓泉说,房地产、锂矿资源、汽车零配件是他近期较为看好的三个细分板块。看好房地产板块的主要原因是当前股价处于较低位置,加上各种利好政策的不断出台,部分个股呈现出来的投资性价比已经具有较强吸引力。

锂矿资源方面,他认为,随着近年来新能源汽车渗透率的快速提升,整车行业逐步进入存量竞争时代,通过降价进一步刺激销量成为各大车企的新战略。而新能源汽车销量的提升无

疑会增加对电池的用量,电池需求日益增长与锂矿资源稀缺之间的供需矛盾使锂矿资源的重要性日益提升。从部分企业的远期订单情况也能看出,市场对锂矿资源需求较大。而从股价来看,该板块仍是被低估的状态,具有一定的投资价值。

汽车零配件尤其是国内汽车零配件行业亦颇受张晓泉青睐。他说,汽车零配件的降价将成为趋势之一。就现有的全球汽车零配件行业竞争格局而言,“造车新势力”与老牌供应商进行价格谈判较为困难,引入新供应商或将成为有效应对措施之一。而具有较高生产力和成本优势的部分国内汽车零配件企业极有可能成为新入场者,逐步进入全球新能源产业链体系,发展空间可期。

“乐观的人在苦难中看到机会,悲观的人在机会中看到苦难。”张晓泉算得上是一个乐观者。在采访中,他多次表示,对于市场的观察其实很多时候也取决于观察者的态度。当基本面未发生改变、市场未出现大的风险时,下跌对于乐观者而言其实意味着股市有更高的性价比。

整体而言,张晓泉认为,2023年A股市场预计迎来修复行情。在震荡回升、盈利修复偏缓的背景下,应着眼结构性机会,拥抱确定性,聚焦景气度,科技成长有望长期领跑,均衡成长风格将相对占优。