

嘉实基金苏文杰:

厚积薄发 做拥有娴熟选股手艺的匠人

□本报记者 杨晓玉



苏文杰,中国人民大学工学硕士,拥有理工学术背景及制造与周期研究背景,近15年从业经验,现任嘉实基金基金经理,擅长中观比较,以成长的视角看周期和制造领域,侧重阿尔法投资。

守正出奇

不矫情,投资选股没有个人执念,懂得敬畏市场,善于感知“市场先生”的情绪,加之日复一日的勤奋研究。在最近几年发展如火如荼的财富管理市场,苏文杰这种基金经理并不抢眼,因为大多数情况下,他的投资策略并不允许自己发生业绩“一飞冲天”的情况。而他更像一窠酱香老酒,时间的累积让其业绩愈发彰显竞争力,“言必行,行必果”的稳健投资风格,反而让他穿越最近几年的市场波动。

截至2022年末,苏文杰掌管的嘉实资源精选A自2018年末成立以来收益率为142.65%,超越基准103.55个百分点。据了解,最近几天苏文杰都是5到6场路演,不少机构关注到了他的基金。

总结苏文杰的投资方法论,主要包括精选个股和中观行业比较两方面,他倾向于左侧买入和左侧卖出,并要求自己守正出奇。

“正”包括两个部分。首先,纯粹从个股风险收益比出发,不考虑景气波动,算清个股盈利上行和下行的空间,将公司的底部市值和当下市值进行比较,从左侧布局,“如果计算得出目前股价处于底部波动状态,即使个股的利润还在往下走,但股价已提前充分反应,我并不担心,若看好未来3年的预期回报率,会继续持有。”苏文杰表示,通过配置具有

高阿尔法属性的公司,为组合提供具有稳定器作用的底仓。一般来说,出于其教育背景和研究经历,这部分个股多来自化工领域。

其次,从行业中观比较出发。结合宏观政策方向和行业景气轮动,在高景气的子行业中选择成长性好、竞争力强的优秀成长标的。

“最初管理组合的超额收益基本都来自精选个股,但2021年这一策略出现了较大问题。”苏文杰说。

其所管理的基金在2021年三季度出现了一次较大回撤。苏文杰事后反思道,是由于自己对政策感知的钝化导致忽视了中观行业的景气轮动,所持有的个股经历了暴涨暴跌。此后,苏文杰的投资方法论迎来一次迭代,即有必要通过一定的行业 and 个股轮动避免组合在景气高点出现较大回撤。

以2022年配置煤炭为例。苏文杰说,当时配置过一小段时间的煤炭,一个月赚了20%之后他便落袋为安了。“因为2022年全年处于紧缩的过程,应该进行防守反击,赚到钱时要赶快兑现。”

在“奇”的部分,苏文杰喜欢选择周期里面的成长股,当看对景气方向时,不仅能收获价格的弹性,同时能获得量的弹性,相当于乘数效应的增加,对应的市值或股价弹性会比较大。

赚价格弹性的钱

对于今年的市场,苏文杰认为,从周期维度看,国内处于复苏周期,海外则处于从滞涨到衰退的过渡期,国内经济今年将普遍呈现出弱复苏的状态。“目前权益市场整体估值仍处于高性价比区间,但同时市场和预期也在不断博弈修复,成长性标的仍有更好的买点。”他说。

在弱复苏状态下,苏文杰认为,应该赚价格弹性的钱,而不是价差弹性的钱。

他表示,今年更看好上游领域。假设商品价格在弱复苏的状态里都上涨20%,偏上游行业企业的成本端,如人工、折旧、能源等占比较大的成本不变,价格提升20%会对应大概有15%左右的净利率提升;中游原材料成本大概占上80%,如果产成品价格、商品价格同步上涨,中间的差价只有4%,扣完所得税利润率只有3%,意味着在偏弱复苏的状态里,价格弹性方面,上游要比中游的利润更具爆发力。

具体来看,他认为有色板块机会很大,比如偏复苏早周期的铜以及镁、锡等小金属,“但有色方向今年具体机会上很难存在一个产品打天下的情况,中间应该会有一些结构性的切换。”

另外,他认为,黄金未来仍有上涨空间。短期来看,黄金价格主要是跟美联储实际利率负相关,加息后段,实际利率下降,金价有望继续上涨。长期来看,逆全

球化导致美元、美债的信任程度下降,对应的黄金作为世界通用货币更获市场信任;军工材料、新材料等是支持国内外产业发展的基本要素,多数相关公司处于成长阶段,市场渗透率不断上升,存在供不应求的情况,此类新材料企业有望在投资层面获得较好的超额收益。

近日,由苏文杰管理的嘉实碳中和主题混合基金正在发行。用他的话说,这是一只“新能源不是必选项”的碳中和主题基金。

在苏文杰看来,新能源只是碳中和的一部分,碳中和不仅是政策导向,更是生活目标,是全民都要参与的生活模式。在碳中和主题下,新旧能源相互辉映,可持续发展中蕴含着广阔的投资机会。

除了确定碳中和是一个长期正确的方向,苏文杰认为,碳中和领域也有长期较好的成长性,即大家常说的长坡厚雪。碳中和不是某一个行业或者赛道的“独角戏”,而是很多成长性良好的发展方向上的“组合拳”,目前来看,他看好至少5个细分方向的投资机会,包括工业端的化工龙头、新材料、氢能产业链、环保行业以及新型的电力系统。

对于碳中和方向,他表示,将持续关注上游有色端,配置化工、新材料、环保等板块,并将新材料作为后续重点关注方向。

宋代文学家欧阳修笔下的卖油翁,以铜钱做孔,能够将油从钱孔中注入葫芦,铜钱却未被浸湿丝毫,他用这套娴熟的酌油技术折服了自命不凡的善射手陈尧咨。

投资圈里人们常说,公募这种代客理财的生意是一门手艺活。相较于靠天赋和运气出名的幸运儿,纯朴厚直、怀技而谦逊的“卖油翁”这类投资人往往是很多聪明投资者进行托付的第一选择。

从业近15年来,在周期领域的力耕不辍,让苏文杰厚积薄发。凭借近三年稳定攀升的业绩净值曲线,拥有娴熟手艺的“卖油翁”苏文杰正在吸引越来越多“聪明人”的关注和加码。

的工厂在大巴也开不到的县城郊区,苏文杰找了辆三轮车继续前行。到工厂附近,路越来越窄,只能下车步行至目的地。

“很多时候到了现场,发现根本不是那么回事。”苏文杰笑着说,“90%的调研不是为了得到机会,是为了去掉一些标的。”

除了用务实的脚步感受经济和行业的温度,苏文杰也通过不断的反思明确市场的态度。

他相信市场有效理论,并要求自己时刻反思为何没有和市场保持一致。苏文杰说,周期投资有两个非常容易犯的错误:一是判断商品的价格方向和节奏,二是即使判断对了,映射到行业和个股上,很难与市场宏观和中观的变化保持投资节奏上的一致。

“纠错是让投资思路更贴近经济实际运行的状态,这才是最重要的。”他说,相较于之前为追求较高的收益而暴露更多的风险敞口,现在则会在涨到80、90分位时就选择逐渐减仓,落袋为安,果断离场。

对于如何获取可持续收益,苏文杰的总结围绕“勤奋、思考、反思”三个关键词。

一是要勤奋。通过持之以恒的调研和案头数据梳理,起码要在所研究的行业里有10个左右非常了解的细分领域,同时能够相较之下选出目前最有趋势的方向。“不能这10个方向都像‘撒胡椒面’,配完之后主动基金变成ETF,没有任何意义,要对公司进行深入调研,要对数据有更细致的研究。”苏文杰说。

二是要思考和反思。他表示,固步自封的投资框架不可取,要将投资的思考和所得出的结论交给时间和市场进行检验,错了一定要改,而且要及时纠错。

博观约取 厚积薄发

7年化工本硕博教育,超10年周期研究积淀,以及一套娴熟的化工领域研究“手艺”,让苏文杰谈起周期投资的方法论时如数家珍。

求真、务实、谦逊,是苏文杰留给很多人的整体印象。

“舒服”一词在苏文杰接受采访时出现近10次。他说,去年下半年加仓黄金加得特别舒服;他还说,本来3年看1倍收益的个股,假设半年涨了80%,对他来说就不太舒服,他会卖掉,因为剩下的时间里收益空间太小了。

仔细品味“舒服”这个词,其实是苏文杰对个股和行业实际运行状态逼近现实的求索。“当前企业利润上行或下行的空间究竟有多少?”“结合宏观、中观、微观环境,哪个行业当前景气处于左侧上行阶段?”

以去年下半年加仓黄金为例。苏文杰表示,当时所有商品景气大概率都处于下行状态,只有黄金价格提前上行。他解释,考虑到美国市场步入加息尾声,美债的实际利率会先于基准利率开始向下,黄金的价格开始向上,此时这一板块更具性价比。于是在去年7月,苏文杰果断调仓转向黄金板块,也因此躲过了第三季度的市场大幅下跌。

“春节后的每一周我都在外面调研,短则两三天,长则一周,你只有跟上市公司、非上市公司或者专家沟通,去实地工厂、矿井、仓库里看一看,才能更直观感受到中国经济或者一个行业的运行状态,才能判断当前到底是一个偏空的还是有效的市场。”苏文杰说。

同事形容苏文杰经常是“人在囧途”。据了解,他曾跟一位70岁的董事长,下过3000米的矿井。去山西调研一家化工企业,坐火车到了之后,又转乘大巴。由于要去