

广发基金王瑞冬:

做长期可积累的事 追求相对市场的超额认知

□本报记者 万宇



王瑞冬,10年证券从业经历,2.8年投资管理经验,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。

慢就是快 追求长期稳健回报

欲速则不达,长跑如此,投资亦是如此。作为一名热爱跑步的基金经理,王瑞冬在接受中国证券报记者专访时道出了投资与跑步之间的相通之处。“运动不一定会让你快速瘦下来,但长期一定可以产生积累,提升体能和精神状态。投资或许有一夜暴富的故事,但对绝大多数人来说,需要通过点滴积累来提升自己的认知水平,我们应该尽量做长期可积累的事情。”

这种积累始于王瑞冬求学阶段。王瑞冬是一名不折不扣的“学霸”,本科就读于清华大学生物科学系,硕士就读于清华大学化学工程系,同时在北京大学辅修了经济学的第二学位。跨生物、化学、经济学的复合专业知识、日复一日的科研训练、多学科的思维模式对研究大有裨益,比如生物方面的知识结构,让王瑞冬在分析医药、化工企业时更容易理解公司业务;而经济学方面的知识积累,则便于其更深入地理解企业的商业模式。

2012年进入证券行业后,王瑞冬顺理成章地成为医药研究员,他扎根医药行业,一干就是8年。医药是一个复杂又庞大的行业,商业模型和生态链条很全面,既有偏周期属性的上游原料,也有偏技术创新的中游制造,还有贴近终端消费者的零售业和服务业。对于商业模式不同的企业,研究框架和研究方法也大相径庭。王瑞冬介绍,比如研究原料药需要周期品的思维,低值耗材需要制造业成本领先的思维,创新药需要科技创新的思维,连锁药房需要零售业坪效周转的思维,连锁专科医院需要服务业的思维。从这个角度看,医药行业的研究

看似与其他行业的研究跨度很大,但不同子行业的底层商业模型与其他很多行业是共通的,这也使得他能够快速切入其他行业的研究,并比较快地拓展自己的“能力圈”。

2020年5月,王瑞冬开始独立管理产品。延续他在研究期间一丝不苟的风格,他在投资中也选择稳扎稳打,追求长期稳健的回报。“资产管理行业长期空间非常大,如果一个产品长期回报稳定、回撤又比较低,对很多客户来说都是有价值的。”王瑞冬说,A股长期ROE(净资产收益率)是9%-10%,长期跑赢市场的主动权益基金,年化收益率大概率会比9%-10%更高一些。但是,较大的市场波动往往令客户难以长期持有,从而无法真正获得良好的回报。要让客户有比较好的投资体验,控制回撤和追求收益同样重要。

基于此,王瑞冬的理念是以合理或者低估的价格买入高质量的成长股,赚企业成长的钱。他认为,要赚企业成长的钱,有两个重要条件,一是不能买太贵,二是不能买在周期高点或周期下行的趋势中。2020年他接手管理广发均衡价值时,并没有优先配置自己熟悉的医药股,而是配置了食品饮料,原因就在于医药行业优质公司的估值比较高,不符合他对估值的要求。事后来看,他避开了医药板块的大幅波动,而食品饮料则为其组合贡献了可观的超额收益。

Wind数据显示,2020年和2021年,广发均衡价值的上涨弹性大于同类基金,比沪深300指数要高,收益获取能力得到印证。2022年,沪深300指数跌幅超过20%,该基金净值仅小幅下跌不到8%,展现了良好的风险控制能力。

所有的跑者都在努力提高跑步成绩,所有的投资者都在努力获得更好的回报,投资看起来像是与他人比赛,其实更多时候是一场不断挑战自我、突破自我的马拉松。

作为一名跑步爱好者,广发基金基金经理王瑞冬保持每周至少三次的跑步习惯,在长年累月的锻炼中提升自己的体能和精神状态。作为一名专业投资人,王瑞冬也坚持做长期可积累的事情,他在证券行业从业超过10年,管理公募基金近3年,期间不断扩展自己的“能力圈”,提升自己对于行业、企业中长期判断的准确性,实现相对市场的超额认知。

银河证券统计显示,截至4月7日,王瑞冬管理的广发均衡价值过去三年累计回报率为73.57%,同期沪深300指数的区间涨幅为11.04%。4月10日起,拟由王瑞冬管理的广发核心竞争力开始发行。他希望寻找高质量成长的企业,帮助投资者分享企业核心竞争力孕育的丰硕果实。

把握节奏 聚焦高ROE行业和公司

投资和跑步的共性除了长期性,保持好的节奏也很重要。就如跑步时若偏离方向就不能抵达终点,投资中如果不能选到优质的公司,也难以画出稳健向上的净值曲线。

王瑞冬希望通过自己的研究,寻找那些高质量成长的企业,高质量成长意味着有长期较高且稳定的ROE水平,可以不依赖股权融资或财务杠杆实现持续稳健的利润增长。“我对公司成长的质量要求比较高,这种质量一方面体现为企业是内生增长驱动,而非低效融资扩张,另一方面是企业的成长性能够持续,而不是大幅波动。”

在A股市场上,高ROE的优质企业呈现一定的行业集中分布态势。在研究行业时,他会考量三个方面:一是这些行业内有一批代表企业拥有较高的ROE,代表企业内生增长的能力;二是高ROE的来源最好是企业的竞争优势,而非行业短期的供需错配;三是ROE的来源最好不依赖财务杠杆,因为如果企业高杠杆经营,净利率侧的小幅波动都会带来ROE大幅波动。历史数据表明,消费、医药的商业模式比较容易产生符合上述标准的企业,所以在研究精力的分配上,他会更倾向投入在这些方向上。

在选股上,他会选择具备核心竞争力的企业,他认为,长期来看,具备竞争优势的企业会有更强的抗风险能力,在行业周期波动时具备经营韧性。如果一家公司在行业逆境中比同业有更强的经营韧性,这样的企业通常是具备核心竞争力的。一般来说,企业的核心竞争力通常来自品牌、专利、专营权、成本领先(或者是规模效应)、网络效应、高客户转换成本等方面,

符合上述特点的企业都可能维持长期较高的ROE水平。

以ROE为投资中的锚,王瑞冬的组合主要涵盖三类企业:一是历史高ROE的白马成长股,这类资产适合在估值分位数不高的时候作为底仓;二是ROE边际改善的黑马成长股,这些公司可能因为拓展新业务或者其他原因短期ROE处于低谷,但未来会边际改善;三是ROE高,增长缓慢,但估值处于底部,具备一定分红收益率的价值股,这一类公司占组合的比重不会太高,通常会在前两类公司缺乏机会的时候才会纳入。

选定公司后,他也敢于承受投资中的压力和寂寞。“投资收益的来源就是认知的分歧,如果市场认知完全一致其实很难有超额收益。我在投资时比较在乎相对市场的超额认知,这种超额认知可以是在不同时间维度下的,但最终的兑现是靠市场的认知向自己靠拢。”王瑞冬说。

以王瑞冬曾持有的某中药OTC(非处方药)公司为例,当时他选择重仓主要是基于两个维度:一是从支付端看,OTC药品很多是自费购买,受医保政策影响较小,长期可以享受老龄化需求量的增长;二是从商业模式看,OTC药品类似快消品,企业的竞争力在于品牌、终端规模、营销体系和产品矩阵的精细化管理,这类公司的经营性现金流很好,资产较轻,ROE较高,而公司当时估值还不到15倍,符合他的选股标准。但在他买入后,这家公司的股价在很长一段时间没有明显的表现。仔细复盘买入逻辑、调研公司基本面情况之后,王瑞冬选择了继续坚守。事后来,这家公司成为其投资组合过去2年获取超额收益的重要来源。

保持乐观 权益市场或震荡上行

从2012年入行到现在,王瑞冬深耕投资已有十年,面对不同的市场环境,他持续完善自己的投资体系。展望今年的市场,王瑞冬持谨慎乐观态度,他认为全年的权益市场或将是震荡上行的,结构性机会仍较丰富。

从基本面看,首先,经济复苏的趋势是明确的,今年1-3月制造业PMI都维持在50以上,“两会”上也明确了全年GDP增速5%的目标。但考虑到欧美处于衰退周期,我国出口型企业面对的外需比较疲弱,所以复苏的力度较难超预期。其次,流动性环境大概率维持稳定,因为国内目前的通胀压力不大,紧缩的可能性较低,货币政策大概率是稳健的。此外,目前权益市场的估值水平在中期看是比较有吸引力的,当前对中期的权益市场应该保持乐观的态度。

在投资机会上,王瑞冬重点关注高端消费品、医药、电子半导体的关键材料等。

对于长期深耕的医药板块,王瑞冬表示,老龄化的进程还没有结束,行业需求仍有较大空间,有不少细分方向可以找到结构性机会,比如偏消费类的产品和服

务、科研和工业的上游试剂或耗材、研发外包产业链等。从交易层面看,全市场基金对于医药行业的配置仍处于低配阶段,交易结构并不拥挤。

对于一季度涨幅领先的TMT,王瑞冬分析,TMT板块有三条主线:通信运营商、信创、人工智能,分别对应价值重估、政策鼓励、技术进步三个基本面的变化。短期来看,经历前期的大幅上涨后,一些估值洼地已迅速完成修复,后续板块波动会比较大,他会保持谨慎。但从长期来看,一些技术创新的方向仍然值得重视,比如人工智能技术的突破和配套的应用场景,这些突破确实会提升生产效率。

“通常这种技术变革带来的股价表现不是一蹴而就的,也会分阶段,比如短期的上涨通常会比较发散甚至偏主题,但长期会沉淀出一些能够兑现利润的企业。”王瑞冬认为,目前市场处在第一阶段,以普涨为主,到第二阶段会重点考虑业绩兑现的问题,比如在算法、算力、应用三个维度上有哪些公司是具备长期竞争力、能够成长起来的,这是一个去伪存真的分化过程。