

工银瑞信基金盛震山： 平衡风险与收益 掘金低估品种

□本报记者 张舒琳

查理·芒格的格栅理论认为,不同学科的思维方式相互作用,就像一个纵横交错的格栅,将脑中的思维方式安置在格栅模型,从不同的维度对同一个问题作出判断,就能离事实真相的距离更近一步。

工银瑞信基金盛震山就是这样一位具备多元视角的基金经理。从实业跨界金融后,在“卖方”与“买方”工作的双重角色,以及追求绝对收益目标的专户管理理念,为盛震山的投资风格留下深刻烙印。他将满足投资者获得感视为自身使命,平衡组合的风险与收益,力求打造净值稳步向上的产品。

追求长期可持续的获得感

通信专业出身的盛震山,毕业后曾先后在电信、移动两大运营商担任工程师、项目经理,扎实的通信行业实践成为他进入证券行业的切入点。盛震山先后担任光大证券通信行业首席分析师研究助理、诺安基金的基金经理,2019年加入工银瑞信基金,开启专户产品管理生涯,现任工银瑞信基金专户投资部投资副总监、基金经理兼投资经理。

在管理专户产品的过程中,盛震山对不同于以往公募基金投资者的专业机构客户的目标和风险偏好有了进一步的理解,这让他又在一次走上公募基金基金经理岗位之时,对自身的投资目标定义更加清晰。

追求极致化、剑走偏锋式的投资方式,有时确实能在相对较短的时间内取得远优于同业的收益率,这也往往会导致基金在产品净值阶段高点买入。但是,这样的爆发性业绩往往难以持续,在基金申购后产品净值可能又会经历不小的回撤幅度。盛震山认为,用承担更多风险的方式去追求短期亮眼收益率的投资方式并不

能带给基金持有人满意的投资体验,他们需要的是长期和可持续的获得感。他对市场保持敬畏、对组合管理保持审慎,将风险收益作为投资最主要的考量因素。关注每一笔投资的潜在风险和收益能否适配,在严守一定安全边界的基础上,追寻超额收益,力求在控制波动和回撤的情况下,争取实现亮眼的年化收益,是他所追求的目标。

“我会尽量做减法,这既包括行业配置,也包括个股选择。与此同时,在组合管理方面会尽量控制重仓行业之间的相关性,以及组合持有个股的数量。”他表示。

降低风险偏好

与寻求高景气行业的投资者不同,盛震山认为那些具备中低增速、中低估值特征的行业和公司,以及一些进入成熟阶段、竞争格局稳定的行业,往往由于市场关注度低从而具备更高的估值安全边际,从长期来看更有可能为投资者贡献有吸引力的投资回报。他擅长从价值判断出发,寻找安全边际较高、具备相当重估潜力或业绩释放潜力的公司。



具体来看,在盛震山的投资象限图中,右上角是风险最高的一类企业,即最受市场关注、交易最拥挤的热门成长行业。这些热门赛道股惯常具有较高的业绩增速预期和估值水平,一旦出现业绩不达预期的情况,“杀估值”的动力也明显更强。相比之下,他更倾向于挖掘处于投资象限左下角的企业,即业绩增速虽然较低,但估值也相对较低的品种。“尽管增速曲线看上去不那么‘性感’,但这类行业格局已经十分稳定,相关领域的龙头公司有很强的竞争优势和进入壁垒,也经常具备持续盈利能力和较高的股息率水平,有望给投资者带来

持续的回报。”他表示。

掘金“冷门”细分领域

回顾今年一季度的市场行情,盛震山认为,经历了去年10月底以来的消费、互联网股票反弹后,很多优质核心资产经历了复苏交易,其估值水平已回到合理范围,从风险收益角度呈现的吸引力较低。因此,他并未配置多数与宏观复苏高相关度的偏贝塔类资产,而是寻找受益于出行和线下消费场景恢复且并未被充分预期的细分领域,以及一些具备更强抗风险能力和逆周期属性的行业。

对于近日热门的AI题材潮,他认为,对于管理较大规模资金的投资者,如果当市场的风潮来临时再去追逐热点,这样的投资模式潜在风险很大。

对于港股投资,盛震山相对更关注A+H两地上市的蓝筹公司。因为很多在香港和内地两地上市的蓝筹股票,港股的同类公司估值水平显著低于A股,股息收益率更高的同时往往具备更低的波动性,从风险收益特征来看是更有投资吸引力的备选资产。通过A+H同时配置的方式,有可能通过两个不同市场的流动性和风格差异,在个股层面进一步实现平滑波动和多元配置的功能,力图降低组合净值的波动幅度。

盛震山,硕士。曾任中国电信集团北京市电信有限公司工程师、中国移动通信有限公司研究院项目经理、光大证券股份有限公司研究助理、诺安基金管理有限公司基金经理;2019年加入工银瑞信基金,现任专户投资部投资副总监、基金经理兼投资经理。2023年1月13日至今,担任工银瑞信聚丰混合型证券投资基金的基金经理。

中信保诚基金吴振华： 当下是投资半导体好时机

□本报记者 魏昭宇

今年3月以来,由ChatGPT引爆的科技股行情愈演愈烈,其中半导体板块涨势走高。通联数据显示,3月1日以来,半导体指数(H30184)已经上涨超过15%。近日,中信保诚基金基金经理吴振华在接受中国证券报记者采访时表示,半导体板块有望开启新一轮产业复苏,当下即是投资半导体行业的好时点。

孕育复苏行情 半导体板块蓄势待发

吴振华表示,无论是从空间上看,还是从估值上看,半导体板块或已显露筑底态势。“从历史回归角度分析,自2021年8月份至去年年末,半导体板块下跌的最大幅度已经超过50%,仅次于2015年那一波回撤幅度。从空间上看,目前半导体板块已经进入低位区域。”吴振华表示,“从PE-TTM角度看,半导体板块的下跌已经触及到了历史估值低位,上一次触及估值低位还是在2019年1月。”

在吴振华看来,半导体板块有望孕育复苏行情。首先,从产品周期角度看,2023年,手机、PC等消费电子需求复苏有望触底回升,产业升级带动新品渗透快速推进,需求端有望带动应用市场进一步扩容。其次,从产能周期角度看,晶圆代工厂的产能裕量有望改善,并有望减轻下游芯片设计环节的成本压力,进而改善芯片设计环节的盈利能力和业绩。最后,从库存周期角度看,2022年10月,部分细分行业的库存水平已开始回落。2023年,随着行业主动去库存的持续,半导体库存水位有望恢复至健康水平。

而一旦行情开始变得明朗,半导体板块具备的高成长性将为这场复苏带来更多生机。“首先,半导体板块的产品创新从未停止,比如随着新能源需求的不断增长,越来越多本土企业开始大力布局碳化硅产业,相关产品有望在未来3-5年内加速成长;其次,受益于国内晶圆

代工产业的快速发展和相关政策的大力支持,本土半导体厂商有非常大的产业空间和机遇。”吴振华表示。

聚焦能力圈 洞察半导体行业新机遇

吴振华这样总结自己的投资理念:自上而下跟踪行业景气度、优选细分行业,同时自下而上对比风险收益、精选个股。

专注于自己的能力圈,做好关注领域的专业化研究分析,是吴振华一直在践行的事情。

吴振华刚上大学时,便与半导体结下了不解之缘。2004年,吴振华进入上海交通大学微电子学院,正式开启了他的半导体研究之路。后来,上海交通大学安泰经济与管理学院的硕士学习经历又使他与投资结缘。毕业后,吴振华先后进入了埃森哲、中国结算等公司从事大型IT技术的咨询与研发工作。科班出身与多年的半导体从业经历,帮助吴振华形成了对半导体行业及其各个细分领域的全面化专业认知。

在他看来,半导体领域的投研方法与其他行业有很多不同之处。“比如,我们有独特的定价模式,一般把资产分成三大类别:如果公司业绩比较稳定,那么我们会用PE(市盈率)法去估值;如果公司处于快速发展时期,那么我们一般会用PS(市销率)法去估值;如果公司在行业中处于比较特殊的地位,而且行业壁垒非常高,尽管这类公司目前还没有较高的利润产出,但



对标美股市场的类似公司,我们认为这类公司的成长潜力会非常大,这时候我们一般会用终局法去估值。”吴振华举例道。

不少投资者担忧,高成长往往与高风险并存,对此吴振华表示,在保持组合锐度的同时,也会对组合的风险进行科学把控。“比如买入的个股浮亏达到15%时,我们会考虑将其纳入预警观察名单,进行二次评估;如果核心假设受到破坏,或浮亏进一步下跌超过20%,我们可能会及时进行止损操作。”吴振华说道。

成长空间可期 多个细分领域或迎拐点

谈到对哪些半导体细分领域的投资机会比

较关注,吴振华表示,半导体设计、半导体设备、半导体材料和半导体封测等领域均可能有较大成长空间。

第一,半导体设计。吴振华表示,其逻辑在于需求增长与国产替代。“国内芯片设计公司近年来在各个细分领域都有所突破,但整体差距仍然较大,国产化程度处于较低水平。”吴振华表示,“在大芯片方面,AI、信创等产业的兴起会带动对大芯片的需求,而目前国内大芯片替代率低,与海外龙头差距大,国产替代需求旺盛;在车规芯片方面,随着新能源车渗透率提升以及车载电子器件用量提升,对于车规级芯片用量增加,市场车规级芯片短缺给了国内厂商加速导入的机会;在模拟芯片方面,该板块具有市场空间大、下游应用广、长尾效应、周期波动小等特点,是非常好的有望持续增长的行业。”

第二,半导体设备。吴振华认为,其逻辑在于资本开支与国产替代。“从资本开支角度,2022年-2025年国内晶圆厂可见资本开支维持高速增长。根据芯片产能规划,预计后续会有更多晶圆厂启动资本开支。成熟制程国产化设备逐步具备使用条件,设备国产化比例有望迅速提升。”吴振华表示,综合预计来看,接下来设备采购金额可能维持较高增速。

第三,半导体材料。吴振华表示,目前半导体材料国产化率普遍较低,与半导体设备不同,半导体材料需求的持续性较强,且需求和实际落地的晶圆厂产能线性相关。按照现有计划,国内晶圆厂产能或仍将持续扩张。

第四,半导体封测。吴振华认为,随着5G、数据中心、智能汽车等下游需求持续增加,2023年封测有望迎来反弹。此外,封测行业估值回落至历史低位,或已充分消化行业下行预期,有望开启业绩与估值的“戴维斯双击”。