

国新国证基金张洪磊:

坚守价值投资本心 掘金细分行业龙头

□本报记者 赵若帆



张洪磊,对外经济贸易大学金融学硕士,10年证券从业经验。2021年7月加入国新国证基金,2021年9月7日起担任国新国证新锐灵活配置混合基金经理,2023年5月4日起担任国新国证融兴6个月定开混合基金经理,历任福田汽车董事会办公室员工、天相投顾汽车行业分析师、东兴证券研究所大机械组组长、建信基金研究部研究员、专户投资部投资经理助理、投资经理。

谨慎出手 不轻易做左侧交易

今年以来,重仓人工智能板块的基金走出优美的收益曲线。在众多基金中,有一匹“黑马”杀出重围。Wind数据显示,今年以来该基金收益率曾一度涨逾50%。近期虽然TMT板块有所回调,但截至5月29日,其收益率仍接近40%,位列全市场主动型基金收益排名前5%。这匹“黑马”便是国新国证新锐灵活配置混合。

引人注意的是,这匹“黑马”身上有着许多不同寻常之处。截至2022年末,该基金尚为一只规模略超2000万元的“迷你基金”,清盘的压力悬于头上。此外,大众对其基金经理的信息也知之甚少。更重要的是,该基金的仓位也似乎变幻莫测。2022年一季度末,该基金仓位曾一度降至一成;而今年一季度末,其仓位又升至九成以上。

为何仓位变化如此之大?作为迷你基金,何以能“逆天翻盘”?带着种种疑问,中国证券报记者近期对国新国证新锐灵活配置混合的基金经理张洪磊进行了专访。“我坚持使用价值投资的思维方式去寻找投资标的。”面对记者提问,张洪磊坚定又简洁地回答道。而这也是一个关于价值投资者成长的故事。

芒格曾言:“要以合理的价格购买优秀的企业。”这也是无数价值投资者理念的出发点。在同样坚持价值投资的张洪磊眼中,其中的底层逻辑在于判断上市公司的盈利能力和盈利趋势。

多年的研究和投资经验让张洪磊明白,单一的因素无法支撑投资实践,判断应建立于多重标准之上。他将自身的投资框架归结于五方面因素:一是政策变化和经济周期;二是产业趋势和行业景气度;三是竞争优势和“护城河”;四是公司盈利和景气度变化;五是股价位置和估值水平。循此出发,张洪磊在2022年三季度末时便已看好人工智能板块,尤其是计算机软件板块。在他看来,彼时板块既有政策利好,同时也离不开基本面景气度支撑,其中龙头公司也有业绩增速支持。

投资者也曾有疑惑,专业的出身是否会使得张洪磊天然亲近计算机板块?实际并非如此。“在我看来,没有特别好或特别差的行业。从经济周期角度来看,每个行业都有自身的高光时刻,也会在特定阶段存有风险。”翻看其持仓不难发现,张洪磊并非对计算机板块情有独钟。消费、医药都曾是他的重仓赛道。即便今年一季度TMT板块领跑市场,一季度末其前十大重仓股中仍出现了医药股的身影。

在张洪磊看来,对行业的选择决定了如何获取贝塔收益。对此,政策和周期是他判断的关键指标。他用谨慎来形容自己,反映在投资上,便是不轻易做左侧交易。“只有政策、周期或者行业景气度边际变化已经处于‘右侧’时,我才会去布局。”张洪磊表示,底部的位置在事前往往难以判断,盲目追求左侧交易甚至可能陷入低估值陷阱。因此,他常怀着一颗谨慎之心,在观察到大量积极的变化后才会出手入局。

价值投资是张洪磊的制胜法宝,五因素框架则是他捕捉个股的“网”。他也从不吝惜自己对看好个股的偏爱:那些符合投资框架判断,确定性较高的行业和个股,往往会被其重仓长期持有。

展望后市,张洪磊表示,若无意外发生,将持续看好国内自主科技创新的大趋势,尤其是科创板中的龙头板块。近期科创板回调主要源于板块内半导体公司占比较大。目前,科创板中的计算机、医药、通信等行业已出现积极的边际变化。

近期人工智能板块的持续回调,也让不少投资者担忧曾领涨市场的“最强主线”是否就此熄火。对此,张洪磊坚信,人工智能是未来一次大的产业浪潮,现在仍处于初级阶段,算法和模型也并不完善,还在演进之中,因此人工智能板块短期内不会熄火。他表示,每轮牛市都会有一个从低估到合理再到泡沫的过程,人工智能板块同样如此。目前,板块内确有不少蹭概念、讲故事的公司出现了泡

沫化。但想要投资的长跑中胜出,更关键在于如何选出个股,获得阿尔法收益。行业不分好坏,但公司却有优劣之别。张洪磊表示,好公司往往具备穿越周期的能力。那些能制定行业标准,获得行业定价权,研发创新和成本控制能力强的公司,股价也常具备长期向上的生命力。对比鲜明的是,大多数业绩比较差的公司由于缺乏支撑,常常登高跌重,怎么涨上去便怎么跌回来。“因此在个股选择上,我会严格筛选那些细分行业龙头,综合看管理层、竞争壁垒、产品黏性等因素,尽可能投资于真正的细分行业龙头。当出现利空事件或者判断失误的时候,也会第一时间止损。”张洪磊表示。

水能载舟,亦能覆舟。近期人工智能板块回调让一些基金的净值有所回撤,部分投资者望而生畏。如何控制回撤,是投资中绕不开的关键话题。“上涨机会中的回撤是很难控制的,很难判断较短时间内的回调何时开始和结束。为了规避回撤而有可能错过大机会是不经济的。”

张洪磊会依据所处市场阶段开展风险控制。“核心还是看性价比,如果是处于相对消极的市场环境,就尽可能降低仓位,宁可错过机会也绝不轻易加仓;如果是处于比较积极的市场环境,宁可承受一定回撤也绝不错过大的机会。”

因此,不难理解为何其产品仓位有较大变动。“我对仓位的选择完全出于对市场的敬畏,根据市场情况做出选择,不会刻意维持在某个仓位。”张洪磊坦言,2022年一季度末大幅减仓正是综合判断的结果。事后来看,彼时市场面临内外部双重干扰因素。当时他将仓位降至一成,成功规避了风险。当风险因素减弱,也正是重整旗鼓之时。“2022年四季度开始加仓,则是判断阶段性回调结束,需要把握新一轮机会。”他说。

AI行情短期不会熄火

沫化。“但我们还要看到很多真正细分龙头涨幅并不是很大,或者很多公司盈利持续改善但股价没有大涨。”他建议,后市在观察到见顶信号之前,可以关注行业板块内质地优秀的绝对细分龙头,或者涨幅较小、营收或利润增速持续改善的高性价比公司。

具体来看,AI赛道将是值得持续期待的细分赛道,背后是未来几十年人工智能产业持续创新升级、应用持续落地的大趋势支撑。“经过调整后的公司很可能蕴含机会,那些短时间内爆炒的个股反而在积累风险。”在他看来,当下AI仍处于早期阶段,技术尚未成熟,更谈不上大规模应用落地。因此,与此前“互联网+”时代关注商业模式和应用的思路不同,那些能真正参与模型和算法等技术演进的公司才可能成为行业的龙头。“我相对看好计算机软件行业的公司。可以重点关注那些在同一细分行业里毛利率和研发费用率比较高、营收增速相对较快的公司。”张洪磊建议。

完善价值投资理念 尊重但不盲从市场

张洪磊本可以走上另一条职业道路。

大学时,他原本就读于计算机专业。彼时,互联网行业刚刚萌芽,沿着这个专业走下去,未来一片光明。然而,张洪磊却在途中转了专业。他从小对投资感兴趣,芒格、巴菲特和彼得·林奇等投资大师的著作是他大学课余时间的最爱。这让张洪磊系统搭建起最早的投资认知,也自此在他心中种下了价值投资的理念。

循着兴趣,张洪磊在研究生阶段跨考至对外经贸大学金融专业,也走上了一条全新的职业道路。入行后,张洪磊在行业内摸爬滚打多年,历任分析师、研究员、专户投资经理等职,这留给他的不仅是视野的开阔,也是一趟投资理念不断丰富和成长的过程。

可以说,从职业开端,张洪磊便坚定要做一个价值投资理念的践行者。但理念的践行总要依据现实不断修正。刚入行时,基本面成了张洪磊最关注的因素。事实却并非如此,许多基本面良好的板块并未如愿上涨。这成了他投资生涯中的第一课:基本面并非投资中唯一决定因素,“市场先生”总有它的脾气,政策、经济周期、景气变化、产业趋势和市场情绪等都影响着市场的表现。

但市场又往往喜欢“开玩笑”。板块大涨之际,许多好公司或性价比比较高的公司常“原地盘旋”,一众讲故事、炒概念的公司却领跑市场。大涨也意味着诱惑。张洪磊坦言:“这种时候是很煎熬的,也很有诱惑性。”长期以来积累的研究和投资经验让他保持清醒,虽然参与炒作能提升短期业绩和排名,但有“偷鸡不成蚀把米”拖后腿的风险,长期来看,不利于提升自身的投资能力,也不利于持有人的利益。

“这些都是市场对心性和意志的磨砺,经历得多了便能保持平常心。”在张洪磊看来,市场从不缺诱惑,耐得住寂寞,方能有所收获。而这也成了张洪磊贯彻至今的投资准则:保持积极乐观的心态,尊重但不盲从市场,始终以持有人的利益最大化为目标。

至此,张洪磊的投资理念渐趋完善。在他看来,价值投资只是一种认知上的指导原则。“公司的市值和价值都在不断变化中。理论上只有市值大幅高于价值时投资,才是真正的价值投资。但这种机会是极少的,甚至有不少低估值陷阱混杂其中,事前是很难判断的。”一千个人眼中有一千个哈姆雷特,诚如芒格与巴菲特这对黄金搭档,对价值投资的理解也并非完全一致。在张洪磊眼中,坚持纯粹的价值投资并非易事,更重要的是如何用价值投资的思维方法,以多元化标准去挖掘性价比相对高的投资标的。