

兴证全球基金张睿、徐留明： 守护安全边际 追求行稳致远

□本报记者 王鹤静

合管兴全恒益债券基金一年半以来,兴证全球基金基金经理张睿和基金经理徐留明,在稳健的投资风格上始终保持一致步伐。

固收方面,张睿不过度参与信用下沉,以优质信用债为配置主力,积极捕捉交易机会增强收益;权益部分,徐留明自下而上精选个股,均衡配置挖掘价值,守护安全边际。二人力求以较低波动,追求“固收+”产品稳中求进。



兴证全球基金 张睿



兴证全球基金 徐留明

行业话语权、管理层表现、估值保护性等方面他也同样看重。

化工新材料行业涉及从上游大宗商品到下游经济化学品等方面,行业内上市公司众多,产业周期和商业模式不尽相同,这段研究经历极大地拓宽了徐留明的研究思路与能力范围。除了能够在买入个股时把握好估值,这种行业层面的分散能力也帮助他有效控制组合回撤。

志同道合 行稳致远

谈及两人的默契合作,张睿、徐留明坦言,彼此都比较看重估值保护,并且相对偏爱稳健型的投资品种,所以顺周期行业参与偏多,对热门赛道、主题性投资并不十分热衷。

基于一致的投资底色,两人在投资合作上的沟通更加顺畅,在组合管理上不会频繁调整大类资产配置,而是做好择时,尽可能规避大的错误和风险。

立足当下,张睿长期上对股债性价比相对乐观:一方面,去年市场风险偏好较低;另一方面,今年市场存在基本面修复的共识,但分歧在于对复苏节奏和力度的判断。张睿表示,随着债券收益率不断走低,优质权益资产的相对吸引力在逐步增加,而担心主要来自盈利周期将如何修复。

据悉,拟由张睿、徐留明担纲的兴证全球招益债券于6月12日起发行,该基金对债券资产的投资比例不低于基金资产的80%,对股票、存托凭证、可转换债券、可交换债券的投资比例合计不超过基金资产的20%。张睿表示,由于新基金的权益持仓比重较低,波动会相对较小,固收持仓的重要性显著增强,所以初期会以平缓起步的方式建仓债券资产,力争通过中短久期资产累积一定收益。

债的有利时机就在于可能会首先反应。同时,对转债的收益预期要适度放低。

近年来,转债数量不断扩充。在张睿看来,虽然转债市场自下而上的机会不断增加,但转债市场逐渐分化,其中往往隐藏着低价、高信用风险的转债陷阱,所以未来对于转债的研究能力以及择券能力可能会提出更高要求。

构建权益“护城河”

徐留明加入兴证全球基金已有三年多时间,从研究员成长为基金经理,兴证全球基金的包容文化和长期主义已根植于徐留明的投资体系中。

“我信奉的投资理念,是把一家公司的自身情况以及所在行业情况研究清楚后,基于安全边际分析,才会考虑买入。”面对市场热点轮动,如果没有足够深入了解,徐留明很少会参与其中做快速的切换。

安全边际如何构建?徐留明以自己研究颇深的化工新材料行业举例:“行业人士比较关注大宗商品价格何时会涨,能有多高涨幅,但这些都难以预测。我更关注价格是否处于历史底部区域,处于历史低位虽然不排除进一步下跌的可能,但长期向上的可能性相对更大。”

基于对大宗商品价格的判断,徐留明十分关注企业盈利的安全边际,比如在产品价格和价差都处于历史低位时,企业能否保持一定的盈利水平?盈利能否支撑目前市值?所处行业的长期发展趋势是否明确?这些都是他密切关注的发展方向。

保障安全边际,并不意味着不追求更高收益。徐留明希望从自身“能力圈”出发,实现可复制的回报。除了看企业的ROE,徐留明更加注重基于长期视角的商业模式及其背后反映出的企业创造自由现金流能力。此外,核心竞争力、

广发言 | 以时间的名义

广发基金刘彬:在擅长的领域深耕 三维度识别核心竞争力

知其然,知其所以然,知其所以必然。

基金投资是一门代客理财的行当,赚钱是这个行业赖以生存的基石。但赚钱从来不是一件容易的事情,背后的影响因素众多。在投资的路上,失意亏损时需要自省纠正,得意赚钱时其实也同样如此。

首先,要明白自己赚的是什么样的钱,是实力还是运气。其次,知道赚钱背后的逻辑,并且通过观察、归纳、分析总结出成功背后的原因。最后,由此总结出来的方法是否行之有效,能否长期复用,还需要在投资中不断摸索和验证,这是一个逐步形成自己能力圈的过程,也是一场不断完善自身投资理念和框架的修行。

在擅长的领域里赚长钱

我是在拿到理工科博士学位后直接转入证券投资行业的。刚入行的人很容易把赚钱作为工作的第一目标。的确,无论是来自公司的考核还是社会的压力,以及自己对行业的初级认知,赚钱都容易成为第一位的事。我也不例外。

但问题随之而来,如果目标是赚钱,那么赚钱之道多种多样,是否哪种方式更赚钱就随哪个潮流走?其次,职业投资人的社会价值又在哪个方面体现?难道我的社会价值仅仅是一个通过低买高卖赚钱的交易者?

结合日常的工作实践,我慢慢找到了自己的答案,或者说努力的方向:证券投资是普通投资者分享经济发展红利的方式之一。对基金持有人来说,我工作的意义是通过投资帮助他们更有效地分享到经济社会发展的红利;对上市公司来说,则是陪伴优秀企业成长,使其获得正确合理的定价,通过资本市场辅助其加速发展,实现社会资源配置的优化。

由此,选出市场中优秀的企业,跟持有人分享企业成长带来的回报就成为我的目标。那么,实现目标的正确路径是什么?我的体会是每个人都有自己的能力边界,一定要从自己擅长的领域中去找机会。在一段时间里,将80%的精力放在自己擅长的20%的行业上,这是效率比较高的方式。不过,我们也要时刻警醒不能形成思维定式,因为我们处于一个不断变化的世界之中,积极拥抱变化,不断拓展自己擅长的领域,才能更好地应对变化。

基于以上思考,我将策略定位为在自己擅长的领域里赚长钱。“相信复利的力量”是专业投资者都会强调的一句话,但在现实中,人们往往会高估短期收益,而低估长期回报。因为相比赚快钱,赚长钱对投资者的短期吸引力更小,但其胜在确定性和容错率更高。

当今社会信息资讯传播速度非常快,在短时间就能形成市场一致预期,靠短期的信息不对称来获得超额收益变



广发基金成长投资部基金经理 刘彬

得越来越难。但在中长期的时间维度,每个人对未来的认知和预期会有较大差异,市场一致预期也未必正确,这种中长期时间维度的预期差是我获取超额收益的主要来源。

具体而言,我寻找中长期预期差的路径主要有两条:一是超前思考,尽可能地看清楚三年以上的发展结局场景,并引以为鉴判断当下的形势;二是保证当前基本面研究的深度,对于未来所有的推演必须建立在对当前信息的全面掌握和深刻理解之上,在错误的数据之上不可能得出正确的结果。

秉着在擅长的领域里赚长钱的理念,我从宏观周期、中观行业、微观公司和估值四个维度进行研究,并基于深入的研究结果构建组合。在不同时间段,上述每个维度的权重会随市场发生变化。但总体而言,中观行业和微观公司所占的权重会更高一些,从投资风格看也是以自下而上选股为主。囿于篇幅,今天主要分享中观层面的产业研究和微观层面的个股审美。

沿着产业趋势做深度研究

在2019年走上投资岗位时,我已经做了近8年的行业研究员,看过比较多的行业,对电力设备与新能源、电子、建筑建材、汽车和家电行业比较熟悉,对产业了解得

比较透彻。这些行业看似分布在不同的板块,有周期、制造、消费,但我看好的行业有一些共性的特征,如受政策扶持、有新产品或新技术出现、渗透率快速提升等。

首先,我喜欢在符合经济发展方向、受政策扶持的行业里找机会。在国内市场,行业基本面很重要,政策面也是一个关键要素。有人认为依赖政策、未经历过市场竞争的公司不具备核心竞争力,但我认为,随着行业的高速发展,具备先发优势的企业在后续竞争中往往更容易形成自己的核心竞争力。

其次,我喜欢有新技术或新产品出现的行业,渗透率能够迅速提升。过去几年,我在行业选择层面的成功案例有2019年重仓苹果TWS产业链以及在2020年重仓新能源,这给组合贡献了显著的超额。其实,这两个板块具有明显的共性,都是有新技术、新产品出现,行业渗透率迅速提升,行业和企业进入快速增长阶段。如果有行业具备这样的特征,我会花比较多的时间研究,买入后也会保持较高的配置比例。

第三,确定好行业方向后,深入的产业研究必不可少。我在2011年入行,一开始看的是建材,如水泥、玻璃等,当时我针对水泥构建了研究分析的数据库,包括省市地区统计水泥行业数据,分析每个省份水泥价格的变化,哪些公司在哪些区域有多少产能等。这段研究经历,让我在行业的供需平衡、周期行业的研究方面打下了扎实的基础,看到某一个数据就能理解其背后代表的意义,进而对当下的产业现象做出解释并对未来进行预判。

这种从产业出发的研究习惯,后来也复用到我在苹果产业链、新能源产业的研究上。以新能源车为例,我曾专门制作了一张产业链全景图,不仅涵盖每个环节的供需分析,如预期行业有多大产能,哪些公司有多少产能,还有对应的勾稽关系,例如,一吨碳酸锂对应多少正极,一辆车需要多少电池等。

回过头看,新能源车的产业研究复杂,涉及二十多个子行业。从上游的原材料(锂矿、镍矿、磷矿)和设备,再到中游各种正负极材料、电解液、隔膜、电池,以及下游的汽车。此外,新能源车时代还要做轻量化和热管理,铝制结构件、天幕玻璃和热泵空调等新技术新产品开始在汽车上大量应用。我曾做过统计,仅新能源车涉及的标的有100个左右,它们分布在不同的环节,需要对每个环节做供需分析,也要做分子行业的比较,决定在哪个环节配置什么比例。

总结新能源产业的研究方法,一是要看整体,即分析整个行业的供给和需求趋势,因为这是一个大产业链,需求有相关性;二是要看结构,每个环节所处位置不同,供给释放节奏不一样,其需求也不会完全同步;三是要看个

体,每个细分子行业的供需结构不同,行业内的公司质地不一样,在细分领域的竞争力水平也有差异,龙头企业竞争力的不同,也会导致产业链的产能释放节奏发生变化,这些都需要持续的跟踪和研究。

三个维度探析企业核心竞争力

对产业做了深入的研究后,我会将精力聚焦在公司层面,从成本控制、管理团队、研发投入三个维度拆解企业的核心竞争力。

第一,看成本控制。过去我投的公司大部分偏制造业,制造业在中国最大的核心竞争力就是成本控制能力,越是趋向于成熟的行业,成本控制越重要。成本控制如何表征?大家做同一个东西,如果一家公司比同行的净利率高10个百分点以上,我会拆解这10个百分点的净利率是怎么实现的。一般来说,技术路线、精细化管理、产能布局和原材料资源等等都可以形成成本优势,搞清楚成本优势从何而来,才能判断它的可持续性。

第二,看管理团队。企业管理层的经营战略以及对行业发展的判断也是企业核心竞争力的一部分,定期的管理层沟通交流有助于我们更好地把握投资机会。

第三,看研发投入。我国已经从人口红利期迈入工程师红利期,高比例的研发投入更容易形成企业核心竞争力,提升企业的全球竞争力。

结语

罗曼·罗兰在《米开朗琪罗传》中有一句名言:“世界上只有一种英雄主义:便是注视世界的真面目——并且爱世界。”从根源上来说,影响我们决策的底层核心因素只有两个:认知水平和价值观。认知水平的广度和深度提供了我们赚钱的基础,而价值观决定了我们赚钱的方向。在投资过程中,拥有一个正向积极的价值观至关重要。

“悲观者正确,乐观者前行”。在投资旅程中,希望我们都能秉持积极的价值观和乐观的心态,在面对市场波动时保持冷静和坚定。愿我们都能在投资的路上走得更远。

基金经理简介:刘彬,清华大学机械系本科,北京大学材料科学博士,近12年证券从业经历,近4年投资经验。现任广发基金成长投资部基金经理,曾任新华基金基金经理、中信建投证券非金属材料行业分析师。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎)