

涌津投资谢小勇:

立足价值成长 锻造立体综合的股票投资策略

□本报记者 王辉



谢小勇,复旦大学硕士,南开大学国际贸易学士,现任涌津投资董事长兼投资总监。17年证券、期货从业经验。截至2022年年末,涌津投资共摘得2021年度、2020年度等三项私募基金金牛奖,当前公司资产管理规模超70亿元。

先胜后战:“交易结构”为先

天地皆同力,人和事竟成。历经十年的砥砺前行,成立于2013年7月的上海涌津投资管理有限公司(简称“涌津投资”)即将于近日迎来公司创立十周年。对于公司十年来取得的“一些成绩”,涌津投资创始人、董事长兼投资总监谢小勇日前在接受中国证券报记者专访时,将其归因并感恩于伟大的“时代贝塔”。这些伟大的“时代贝塔”不仅包括中国经济的蓬勃向上,还包括资本市场和私募行业的发展壮大,行稳致远。

作为一位“非学院派”的“准百亿私募”掌舵人,谢小勇也将涌津投资过去十年间持续迭代优化、沉淀成熟的投资哲学、体系、策略,凝炼为在投资理念、收益来源、研究范式上的“一二三”。对于公司的长期发展,谢小勇表示,面对资管行业广阔的发展前景,未来公司将致力于成为一家“以专业的价值成长投资和低风险套利投资”为特色的私募管理机构;将融合定增、风险对冲工具的“立体综合股票投资策略”作为根本出发点,力争为投资人创造长期稳健的绝对收益。

来自朝阳永续等第三方机构的监测数据显示,在2022年至今的A股市场震荡调整周期中,涌津投资的业绩回撤控制,在国内50亿元以上规模的中大型主观多头股票私募的排名中持续领先,并延续了2020年、2021年两个年度在进攻端出色的表现。而这一点正来自于公司自2020年开始不断构建优化的新交易结构体系。涌津投资将其总结为“先胜后战”:即通过灵活利用金融工具,更好把握低风险套利机会增强产品收益并降低产品净值下行风险,尤其是平滑产品净值的潜在极端波动。

谢小勇介绍,作为最早从期货行业入行的基金经理,其本人及公司核心投研团队对于衍生品工具并不陌生,也有更高的敏锐性。在2020年涌津投资大量参与定增(2020年2月监管部门下发定增新规)之后,公司就开始对“立体多策略”的股票投资框架进行探索。截至目前,公司旗下多数股票基金产品均融合了风险

对冲、定增、打新等投资策略。从近3年的投资实践来看,相关投资工具大大平滑了公司产品净值曲线的波动率,并提升了投资人的持有体验。

对于风险对冲工具,谢小勇坦言,“在公司成立的早些时候,我们对于这些衍生品工具相对比较谨慎,觉得这些工具总体上看其实是增加了交易成本,而真实的有效性很一般”。但从过去3年多的运行来看,相关指数期权、个股期权、雪球等工具,对于产品的“保险作用”十分突出。此外,谢小勇透露,涌津投资的风险保护工具最终还是为公司投研结果服务。因此,一方面,公司并不会完全中性对冲,而是“花很小的成本去买衍生品工具的保险”,为投资组合提供保护;另一方面,公司也要确保在选股及大产业周期上,不出现大的错误。

在定增策略方面,谢小勇以2020年年初全球新冠疫情暴发时公司所参与定增的某银行股和某有色股为例称,当时全球股

市及A股市场均出现了一轮深度调整,不少A股优秀上市公司都较便宜;“如果投资者正常以二级市场的价格去买,大概率也能挣钱,但我们通过定增投资的方式必然有更好的安全边际,两只龙头股最终的定增价相当于我们在二级市场价格的基础上打了九五折和七折。”谢小勇称。整体而言,定增策略最大的有利之处,就是在看好个股的买入成本上,相较于市场“领先一个身位”。

“从最近几年情况来看,‘传统老派’或者说是‘经典’的纯主观多头策略,在市场的宽幅波动中往往比较被动,甚至直白一点说,这部分管理人一定程度上没有跟上时代的变化。”谢小勇称。在他看来,商场如战场,股票市场也是一样。而在战场中,比拼的一大关键点就是“武器工具”,即武器工具要能够充分配合好投资的战略、战术。这一点从近两年的AI科技革命、国际地缘冲突中,能得到“较充分的观察和结论”。

坚持正念:锚定“一二三”

从期货行业入行,随后转身在证券私募行业长期深耕,谢小勇笑言自己和涌津投资是“民间派基金经理”“草根私募”。截至目前,公司员工约20人,其中过半为投研人员,公司在管资产规模超过70亿元,并于2015年成为基金业协会普通会员,也获得了“3+3”私募投顾资质。目前公司旗下有三大类产品:一是纯股票多头策略的基金产品,二是纯打新、定增等单策略产品,三是将风险对冲、定增、打新、纯股票多头等多个策略进行融合的多策略产品。

对于公司的投研体系和策略框架,谢小勇将其概括为“一二三”。从投资哲学来看,作为价值派投资机构,公司长期战略性看好中国优质权益资产,坚持以合理或打折的价格投资优秀公司,分享优秀企业和优秀企业家的成长。其中,“以合理或打折的价格买入优秀公司”,就是涌津最朴素的核心投资理念,即所谓的“一”。

公司认为,股票市场的收益来源主要有两个方面,即所谓的“二”。具体来说,一是“时代的贝塔”,即宏观经济、股票市场自身的上行趋势;二则是在“时代的贝塔”中能够找到怎样的阿尔法。

“在涌津看来,阿尔法又可以分为两个方面”。谢小勇称。一方面要在个股中优中选优;另一方面要通过一些投资工具或策略,实现更好的收益或更好的“风险收益比”,即“策略的阿尔法”。这些策略既包括定增、

打新、低风险套利,也包括指数期权、个股期权等特定衍生品工具的“保险”。

从基本面研究看,涌津投资经过多年丰富的投资实践和梳理反思,将上市公司研究概括为“三维研究范式”:景气周期、安全边际和商业模式,分别对应中国传统哲学中的“天时、地利、人和”,即所谓的“三”。

“买入成长前景良好的优秀公司,必须要考虑这家企业所处的时代背景与景气周期,这是近几年感触特别深的方面。”谢小勇表示。例如,从反面案例看,近几年教育、房地产、互联网平台、医药医疗等都曾经由于内外部环境的变化,受到超预期影响;从正向案例看,新能源、新能源汽车、AI等行业,也乘着能源结构的变迁、关键技术的重大突破和新一轮科技变革浪潮的东风而扶摇直上。

另外,谢小勇也以过往涌津重点参与投资的龙头白酒股、龙头保险股和电信运营商为例分析,一家基本面优秀、具有强大“护城河”的消费类企业,可以从现金、库存、扩产等角度合理估算其真实价值和成长空间,从而得出基本的股价安全边际;一家优秀的大型金融企业,也可能因为新业务扩张不及预期而出现商业模式的衰退或恶化;同样,电信运营商在经过长期重资产投入之后,也可能在其他新业务上迎来“第二增长曲线”,商业模式出现大幅好转,从而带来价值重估的投资机会。

适度积极:下半年A股仍可期

经过2022年震荡调整后,今年上半年A股市场在指数整体低位回稳的情况下,市场波动和投资难度较明显。谢小勇表示,上半年市场走出了与许多投资者预判不一致的反差,很大程度上来源于“预期出现了偏离”。展望下半年,在基本面复苏、政策面潜在发力等积极因素推动下,市场整体下行风险预计有限。包括消费、医药、互联网、新能源汽车、AI、“中特估”等领域,下半年预计仍可寻找到不错的投资机会。

具体而言,去年底市场对经济基本面修复抱有较一致预期,而2022年11月到今年1月的市场表现,也证明了这一点。此后,过于乐观的预期开始脱离了现实。例如,经济基本面修复

并不是急速、翻天覆地的变化。“如果类比为两条曲线,现实的曲线可能还是比较平滑的。”谢小勇称。目前市场所处的阶段是预期大幅下行,但事实上经济的现实情况却没有那么大幅度的变化,这种新的“预期差”反而会对市场带来正面影响。

前瞻来看,下半年有三个方面积极因素值得期待。第一,下半年经济基本面还将继续修复。如果投资者对此预期过低或没有预期,那么市场反而会反映经济复苏的超预期。第二,上半年较大力度刺激政策并没有出台,但相关方面的积极进展可能只会迟到,不会缺席。第三,外围环境预计将渐进好转。

谢小勇透露,目前公司

在仓位上继续保持相对偏高的“积极水平”,下半年重点看好三方面机会。一是偏传统赛道的消费、医药和互联网。部分优质标的尽管上半年股价出现回调,但基本面没有变差,也不太可能比去年更差,其中部分个股股价已接近去年低点。二是偏成长类机会。包括新能源、新能源汽车、车规级半导体、AI等。三是偏防守类、估值特别便宜的资产。在“中特估”方面重点看好其中兼具低估和成长改善机会的标的。

从具体策略看,下半年会更加强调“自下而上与自上而下更紧密结合”,即要看清楚大方向。此外,市场还没有进入全面牛市,需要谨慎选择出手机会、做好风险管理。