

国融基金周德生:

以周期为视角 深度挖掘价值投资

□本报记者 刘伟杰



周德生,国融基金管理有限公司混合投资部、权益投资部、研究部副总监兼基金经理,具有近10年从业经历。曾担任国联证券、国金证券计算机行业研究员,以及凯石基金的基金经理。其2023年2月起掌管国融融盛龙头严选混合、国融融银灵活配置混合两只基金,其中前者的任职回报率接近18%,业绩在同类型基金中名列前茅。

自上而下寻找贝塔机会

如果一切只是巧合,在这个变化莫测的市场,周德生的亮眼战绩很难有第二次,机会往往总是留给有准备的人。

伴随半导体高潮的“落幕”,2021年9月周德生离开了凯石基金,选择加盟国融基金,受竞业限制期影响,2023年2月才开始管理两只产品。中间过渡的一年多时间,周德生并没有闲着,对新兴事物的好奇心和探索欲让他对计算机行业和人工智能领域始终密切观察。

ChatGPT的问世令周德生无比兴奋,他认为此前的人工智能只是突破了图像处理技术,使得人脸识别、视频监控等应用广泛普及,但一到语言处理环节,准确率并没有大幅提升,导致很多聊天机器人不够智能。

然而ChatGPT通过大模型与大数据量的训练可以更好地理解人类语言,在辅助与替代人类脑力劳动领域具备巨大商业化价值,带来整个社会生产方式的重大变革,意味着能帮助人类做很多事情,这比人脸识别产生的安防领域商业价值更加宏伟。

面对这个巨大的技术突破,市场对以ChatGPT为代表的人工智能领域发起猛烈进攻,此时的周德生并没有盲目跟风炒作国内的自然语言处理技术公司,以及下游的游戏等应用公司,其掌舵的国融融盛龙头严选混合在一季度重点布局了半导体中的算力方向。

周德生认为,未来各行各业都会用到人工智能,它所需要的算力规模将是难以想象的。在产业链调研中,也看到了算力需求已体现在订单与业绩上,所以对该板块进行了重点配置。

“人工智能所产生的市场机会可类比于互联网和新能源。”周德生表示,面对这样的行业性机会,一方面,要自上而下去寻找渗透率低且技术出现重大变化的产品;另一方面,一旦确定了下游个股属于该赛道机会,就要做到集中持仓。

“随着自上而下梳理整个产业链,我发现GPU(图形处理器)和光模块、光通信的弹性最好。”周德生表示,一旦算力需求起来以后,更多的是需要GPU,因为GPU比CPU的效率更高。

进一步确定细化后的赛道,周德生再度“杀伐决断”,将二季度的持仓聚焦到光通信产业链中。他认为,在GPU、光通信、服务器、PCB、存储等算力各细分行业中,光通信是其中弹性较好的环节,不少光通信公司普遍估值相对较低,而且龙头公司业绩已经有所体现。

周德生凭借一、二季度对AI浪潮的敏锐捕捉,使得国融融盛龙头严选混合在上半年的净值收益率接近60%,规模增长超9亿元,更富有戏剧性的是他上岗仅4个月,便成为“半年考”成绩榜单的领跑者之一。

下半年行情更趋均衡

基于对周期的领悟和体会,周德生将投资之道运用的炉火纯青,他认为,一方面,要准确找到当前所处的周期位置,感受周期的变化,并在变化中发掘市场的波动;另一方面,对长周期的把握能帮助理解短周期变化的前因后果,进而将投资建立在严密的逻辑基础之上。

“基于这个方法,我尤为看重某个细分行业渗透率跨过5%左右的情况,这意味着产品将有望开启大规模商业化,也将成为一轮行业周期的起点。”周德生进一步表示,长期追踪检测这些行业,只要股价层面估值合适或基本面发生重大积极变动,就必然会进行重仓动作。

落实到人工智能的中短期走势,周德生认为,人工智能在今年三季度末和四季度初或迎来一些风险点,下半年AI板块走势很难出现像上半年这样的极致行情,其他被“抽血”严重的价值板块有望得到回归,AI板块或相对收敛,A股市场下半年行情将更趋均衡。

对于半导体行业在今年“下半场”的表现,周德生预测,半导体最差的时间点是2023年一季度,现在已经过去,而三季度将逐步出现复苏苗头,传统的半导体公司有望在三季度末或四季度初开始攀升,该行业由此进入两年的上行周期。

周德生进一步表示,从成长性方面而言,当前半导体国产化率仅有20%,光芯片、存储、模拟、碳化硅等细分行业国产化率更低,未来的发展空间依然巨大。

近期,光通信板块的回调也使得国融融盛龙头严选混合的业绩出现走软,周德生对此表示,该板块遭遇短暂时调整只是“中场休息”,产

业的趋势变革依然存在,目前的调整主要受资金情绪恐高的因素影响,而AI变革需要巨大的算力基础,因此三季度会继续聚焦在算力中的光通信产业链。

周德生坦然表示,能够忍受20%左右的波动,光通信行情的短期调整不会影响集中度布局,主要着眼中周期变化,一旦中周期出现问题,才会调整持仓方向。

那么该如何监测行业的中周期变化?周德生回答道,主要看业绩增速的变化,一般会做未来1-2年的行业增速预判。一旦判断明年会出现降速,就会在下半年对该行业保持谨慎;如果行业仍处于加速增长阶段,那么股价的上行动力依然存在。

“今年是算力行业发展的第一年,明年将依然处于加速阶段,尽管年后依然会高速增长,但增速有可能会下降。因此,对于算力板块的股价趋势,我们在明年下半年或保持谨慎,而今年可能出现的阶段性风险点会在三季度,主要受涨幅过大影响而存在强烈的兑现需求。”周德生如是说。

新能源是周德生当前管理的另一个方向。他认为,光伏和储能总体上已发出底部反转信号,领跑于其他新能源赛道。光伏与电动车产业中存在一些环节的产能过剩,比如硅片、低端组件、电池等,但这种过剩状况在整个产业增速的高速阶段并不会受到太大影响。

在周德生看来,尽管光伏与电动车产业已从高速增长转入阶段性稳定成长期,但其业绩依然良好。经过长时间的下行,股价的下跌空间有限,可能会反复触底,这种区间震荡状态或会持续一段时间。

2014年硕士毕业,先后加盟国联证券、国金证券的周德生,做了三年多的计算机行业卖方分析师。得益于对TMT行业的出色研究和浓厚兴趣,他在2017年9月来到凯石基金任职买方研究员,苦干近三年转做基金经理,因在2019年公司强烈推荐半导体获重用,2021年1月起先后管理凯石涵行业精选混合等多只基金。

半导体行业在2021年7月底“登顶”后,便开启了漫长的估值下行之路,同年9月周德生加盟了国融基金,受竞业限制期影响,2023年2月才开始掌管科技与新能源方向的两只产品。颇为戏剧性的是,他“上马”后不久便赶上算力半导体估值修复的“高潮”,成为“半年考”的佼佼者。

在周德生看来,要基于产业发展周期进行价值投资,以市场为“师”,在坚持中总结,在总结中反省。最重要的方法论是自上而下选择机会,脱离行业的个股往往是很难把握的小机会。

在“蛛丝马迹”中探寻市场真相

“儒雅通达”是周德生留给别人的第一印象,近10年的研究生涯让他总是尝试在一些“蛛丝马迹”中探寻市场的真相,倘若只用一个词来概括市场,他会毫不犹豫地回答道“周期”。

周德生颇有感悟的表示:“万物皆有周期,投资需删繁就简,一定要基于产业发展周期进行价值投资。”

凭借对计算机行业多年研究感悟,周德生认为,任何行业都有其周期性变化的特点,无论计算机、电子、新能源还是有色金属或者医药消费,似乎都可以用一套周期成长的投资方法论去挖掘行业机会,但考验研究能力的是,驱动每个行业的周期性变化因素有哪些,不同行业中周期的“波长”有多长,以及它会如何变化。

“不同的产业有不同的行业发展周期,如果一个行业早期阶段的渗透率在5%-10%,代表该行业正处于加速发展时期;一旦渗透率达到50%之后,这个行业的成长将相对稳定。所以,投资机会主要分布在渗透率的5%-50%阶段。”周德生表示。

至于如何把握行业周期,他用亲身经历给出了解释。2019年在凯石基金研究TMT时,周德生发现全球半导体呈现出很强的周期性,即跟随全球的经济周期波动,而国内半导体的周期性增速比全球更强,渗透率正加速推进。

彼时的宏观经济和半导体基本面均较差,半导体行情在2018年年底走向“谷底”,但在2019年一、二季度时估值有所修复,而此刻半导体行业的业绩并未改观。在周德生看来,这说明股价领先基本面3至6个月,虽然行业依然未见底,而估值已奋力上行,如果未来半年库存一旦大幅消化,基本面必定触底反弹,股价大概率会强势攀升。

事实上,彼时二季度已有半导体公司反映订单优于一季度,但全行业的拐点仍不明显,但库存去化之势已“燎原”。想到这里,周德生在2019年二季度末给公司强烈推荐半导体,他斩钉截铁地向公司高层表示:“最差的时间点已过去,半导体库存大概率会在2019年消化完毕,真正的需求会伴随5G的逐步落地在明年出现,但股价会在下半年‘起飞’。”

这段经历对周德生特别重要,正因其精准地预判并抓住了半导体行业的大级别走势,受到公司重视,由研究员转任了基金经理。