

天弘基金杜广:

# 供给端推动周期变化 挖掘“大折扣”标的

□本报记者 王宇露



杜广,北京大学数学硕士,清华大学金融学博士。10年从业经历,5年基金管理经验,管理天弘新价值、天弘添利等产品。擅长权益类资产投资,偏爱可转债中低价策略。股票投资以逆向价值投资为主,重视估值保护,持股相对均衡。

2023年,在北交所挂牌的很多股票一度陷入低谷。仅以5倍估值,就能买到一家细分行业的小龙头公司,每年有7%-8%的股息率,20%左右的净资产收益率(ROE)。这样的公司为数不少,在天弘新价值、天弘添利基金经理杜广看来,尽管细分领域的小龙头也面临竞争,具有一定的不确定性,但5倍估值却是一个无法忽略的市场信号。

“严重低估!我从2023年五六月份开始抄底北交所股票,一直买到十月份。因为相关产品流动性不强,后期组合也有不小的压力。”谈及当时的操作,杜广记忆犹新。时间来到2023年底,北交所股票行情突然爆发,杜广持有的不少股票都迎来了翻倍的行情,也为他管理的产品贡献了出色的业绩。

抄底北交所股票正是杜广投资策略的一个缩影。事实上,他还有抄底保险、银行个股的得意之作。杜广认为,自己的投资策略简单明了,一直以来的目标就是寻找折扣比较大的优质标的。

## 相信周期的力量

在采访中,杜广不断强调两个字——周期。“在资本市场中最好的预测方式并不是线性的,而是带着周期性的视角,一个宏大叙事深入人心、抵达顶点,往往是衰落的开始。”他表示。

在他看来,市场预期经济基本面仍有不确定性。在股票市场上,反映为资金对水电、运营商等大盘红利资产的抱团;在债券市场上,反映为资金对长久期利率债的持续追逐;在渠道端,反映为资金对许多低权益产品的热捧。这种全市场形成的一致预期,往往意味着反转的可能。

他分析,抛开大型成分股造成的指数结构性扭曲情况,从市场整体估值情况来看,Wind全A的市净率(PB)中位数在1.7-1.8倍,几乎跌到了过去25年的底部位置。杜广认为,决定股市的重要变量,特别是我国的经济结构正在发生系统性变化。

通过近期对上市公司的调研,杜广发现,因为需求不尽如人意导致很多企业不再投产,留存现金或做一些回购,这些微观的变化有可能会慢慢地改变一些行业的利润分配格局。市场大部分观点认为需求更加重要,没有刺激政策,股市就难以走出调整格局。杜广则认为,供给端的变化更加重要,供给端“卷不卷”对股市的长期表现意义更大。

从微观方面来看,过去20年很多行业需求端增速并不高,甚至需求总量早已见

顶,但是供给端格局变化驱动了优质股票长周期相对更好的回报表现,比如白酒、啤酒、彩电、白电、客车等领域。杜广以某彩电龙头举例说:“2016年、2017年时,彩电的内销量在五千万台,现在只有三千万台左右。如果仅看需求端,你一定不会买这个行业,但你会发现一些公司逐渐退出了这个行业,供给端慢慢发生变化,利润率就会修复,整个行业就会慢慢变得有利可图。”

所以,周期的力量不完全来源于需求的变化,供给端的缓慢调整也会带来一些长期的良性变化,但往往容易被外界忽视。2024年,供给端变化很可能会在非常多的行业中逐步出现,这是杜广对权益市场长期表现比较乐观的原因。

“从IPO、可转债、定增等类股权融资规模来看,几乎到了2005年以来的最低水平。过去20年A股市场的宏大叙事是我国经济处于增量阶段,企业想扩张;此外,在一二级市场,给企业提供了充足的资金弹药,协助企业扩张。企业、地方政府、资本市场三者形成循环,使得过去20年我国经济经历了高固定资产投资,产能大幅扩张,各行业利润不断压缩。由投资驱动产能扩张,很容易出现宏观经济的剧烈波动。”杜广介绍,发达经济体如美国、日本等都经历过类似的阶段,在这一阶段的股票市场往往都不会有太好的表现,且波动较为剧烈。但是过了这个阶段,在工业化成熟期,股票市场往往长期表现出色。

## 可转债市场具有高性价比

相对来说,杜广对A股市场的看法更为乐观。从自身布局的维度上,杜广认为有两点需要把握:第一,一定要买得足够便宜,在极端行情下,即便很便宜的估值仍有可能不够便宜,因此在估值上需要更强的保护,而构建高股息的投资组合,客观上也能在一定程度上起到安全屏障的作用;第二,现在的防守动作无需做得太多,重要的是要去找未来几年空间比较大的个股,拥抱向上的弹性。

相对于股票,杜广认为,可转债市场基本到了历史上颇具性价比的位置。本轮可转债市场的演绎大概经历了以下几个阶段:年初的调整始于小微盘股风险;第二波是即期的信用风险和退市风险开始发酵;1-2个月前开始定价远期的信用风险,包括光伏、锂电、电子的白马品种等;近期则是流动性因素导致无差别下行,一些财务稳健的白马品种也出现大幅调整。

杜广敏锐地注意到了上述情况:“市场出现许多不寻常的定价现象,一些白马品种的可转债静态收益率达到了5%-6%的水平,是同期信用债的3倍;基本没有有息负债的部分可转债静态收益率也达到了5%以上的水平。”他表示,市场上为什么没有人

来做价格发现?一是没有增量资金,不少机构认为可转债变成了垃圾债,基本放弃了这个市场;二是确实存在流动性问题;三是投资者对股市的情绪不佳。

在当前局面下,杜广认为可转债已经进入到了比较好的投资布局期,其性价比甚至比股票还要高,如果个券没有信用风险,随着时间维度的拉长,可能有比较好的回报。上一次类似阶段是2021年1月,被市场抛弃的一些超低价个券,大部分实现了非常好的回报。

回顾过去每一轮市场的顶部和底部,都会伴随着参与者一致性的乐观或者悲观。在杜广看来,市场的这些群体性行为,是人类进化过程中形成的各种行为偏差所致,比如社会认同倾向、可得性偏差、线性外推偏差等,这些偏差有利于长期进化中人类的生存,但在投资的世界中容易造成致命的错误。在市场底部,会反映在大部分投资者容易因为过去市场调整而继续看空,因为周围伙伴的悲观情绪而相互传染,导致大部分人都忽略了“无论经济还是股票市场都呈现周期性波动”的事实,从而错过了在市场底部买入的机会。他反复说:“低谷时刻,需要我们回归常识,保持理性。”

## 寻找“大折扣”标的

杜广拥有近10年的投研经验,早期固收投资的经历,客观上让杜广的投资策略风险偏好较低,因而更加注重对回撤的把控,而“折扣大”就是最好的安全垫。

“哪里折扣大,我就会转向哪里。我的风格总体偏价值方面一些,但在大小盘风格上没有特别明显的偏好,偏大市值的公司和小市值的公司都会配置,相对比较均衡。”杜广介绍,他选择卖出的信号也很明确,折扣不具备吸引力时,就要考虑卖出。

近三年,杜广管理的偏股混合型基金天弘新价值取得了较好的业绩,在同类型基金中排在前30%的位置(数据来源:银河证券,分类:灵活配置型基金,近三年排名120/431,截至2024年6月30日),这一切,都归功于挖掘大折扣标的。抄底保险、银行个股,抄底北交所等投资操作,均是这一策略指导下的结果,大折扣标的成为了组合投资收益贡献的主要来源,正是杜广特色鲜明风格的体现。

杜广说,研究固收领域需要密切关注宏观经济,关注银行、保险企业的报表,因为它们是对市场影响比较大的机构参与者,尤其是在纯债市场方面。说到股票投资,尽管杜广在策略上偏好自下而上,但他强调研究一家公司要放在对行业、宏观环境的研究之下,尤其是供给端的情况和商业模式的研究,个股离不开行业。

从固收投资转向可转债、股票投资,杜广的投资范围实现了巨大的跨越,也意味着更大的能力圈范围。但杜广在不断反思后认为,能力圈的大小并不是特别重要,知道自己的能力圈边界范围反而更加重要。“近两三年我一直反复读巴菲特致股东的信,给我比较大的启发和收获是,我会发现有些生意确实不应该是长期专注的方向,比如有一些变化比较快的生意,还有一些纯粹的成本优势的生意,这些领域渐渐不在我的考虑范围之内,我会更专注把精力放在一些偏稳定的、能够有持续竞争优势的行业和公司里,比如偏金融、消费、公用事业、资源能源等方面。”相比于不断拓展能力圈,杜广反而有意收缩投资范围,在特定的部分方向持续深耕。