

南方基金郑晓曦:

重视行业景气周期 看好半导体设备板块

□本报记者 张韵



郑晓曦,2008年7月加入南方基金,历任助理研究员、研究员、高级研究员,负责建材和通信行业研究。2016年5月至2019年6月期间,担任基金经理助理。2019年6月19日起担任基金经理,目前在管产品包括南方信息创新混合、南方科创板3年定开混合、南方半导体产业股票发起等3只基金。截至今年三季度末,总管理规模超过70亿元。

以行业景气度为先

中国证券报:可以分享一下您的投资框架吗?您主要关注哪些方面?

郑晓曦:我的投资框架主要包括行业景气度、企业竞争壁垒、估值三部分。其中,行业景气周期是我投资研究框架的重点,如果给一个权重的话,我认为在40%-50%之间。景气周期是非常重要的投资指标。

中国证券报:基于这三部分构成的投资框架,在实践中,您具体会如何开展投资操作?

郑晓曦:对于排在第一位的行业景气度来说,从近几十年来的产业变迁看,每一轮重要的产业成长都是经过四个周期——导入期、成长期、成熟期、衰退期。我希望能在产业由导入期迈向高速增长期的转折点买入,然后长期持有,一直到它走过高速增长期,进入成熟期时兑现。如果在导入期或成长早期介入,更多体现为主题投资性质,需要很长时间才能实现0的突破。而已经实现了0到1的突破,正在进入1到10甚至10到100的高速增长阶段是最理想的,这往往也就是市场渗透率快速提升的阶段。

排在第二位的是企业竞争

壁垒,具体包括技术壁垒和产品护城河两个方面。我认为,投资一家公司的超额收益主要也是来自于此。尤其是对于新质生产力方向的企业而言,企业竞争壁垒越高,其潜在的投资价值也越大。竞争壁垒的形成往往与公司治理、管理层、核心研发技术路线、内部运作效率、对未来第二成长曲线的前瞻布局等方面息息相关。这部分在投研框架里的权重占比大概在30%至40%之间。

排在第三位的是估值水平。近年来,在我的投资研究框架中,估值被放在越来越次要的地位。我认为,对科技股的投资应当适当弱化估值,更加专注于公司的产品和技术壁垒。以新质生产力为代表的科技创新行业,往往体现为高研发壁垒和投入,尤其是从导入期向成长期转变的企业,很多研发都是前置的,这部分研发并不能立刻带来订单及收入,需要不断迭代到产品成熟之后才能在企业报表上有所体现,即带来持续的订单、收入、利润等。在这个阶段,公司的PE(市盈率)、PB(市净率)、PS(市销率)估值水平偏高其实是常态。

行业景气周期是排在第一位的,青睐有较高技术壁垒且足够专注于主业的公司,通过左侧布局控制回撤……近日,南方基金郑晓曦在接受中国证券报记者专访时表示,对于科技赛道投资,她会将行业景气度分析摆在首要位置,更偏好产业由导入期迈向成长期的转折点入场,长期持有,在成熟期兑现,也就是投向技术驱动市场渗透率快速提升的阶段。在构建投资组合时,她倾向于选择那些在竞争格局向好领域里的高技术壁垒企业。展望未来,半导体设备领域是她较为看好的投资方向。

偏好技术强且专注的公司

中国证券报:落实到投资选股上,您在筛选公司构建组合的过程中会比较看重公司的哪些特质?

郑晓曦:我筛选公司主要看以下几个方面:一是公司的行业地位和核心竞争力;二是成长性和市场空间,主要体现在市场份额、渗透率指标,一般来说,企业的渗透率从突破0,到进入10%-50%加速期,会迎来比较好的景气周期;三是创新能力,关注公司的研发投入强度、专利质量、在关键领域突破瓶颈的能力,也会通过下游主流客户持续验证其技术壁垒;四是财务健康和盈利能力,这一点在早期投入大量研发而未形成收入和订单时,可能不是非常重要。一旦产品销售放量,就要关注财务健康情况,比如毛利率、净利率、现金流指标是否能随着产品量产而显著改善;五是管理团队和战略能力,这是企业长期价值的支撑,尤其是管理层诚信度、战略执行力,在储备及开拓第二或第三增长曲线上的前瞻性和决心。

中国证券报:有没有哪些公司是您一定不会碰的?

郑晓曦:绝不会买的几类公司其实也就是以上几个维度的反面。第一类是缺乏核心技术、市场验证、客户口碑的企业。它们过往获得的订单可能是商务能力比较强,而不是技术能力比较强,这种企业后续发展容易受制于研

发和创新能力。第二类是过于偏离主业和特别多元化的公司。目前,科技创新领域对技术的要求非常高,管理层专注是获取成功非常重要的前提,如果在早期就不聚焦主业、多元化发展,我认为这类公司成功的概率可能不高。第三类公司是产品陷入“红海”价格战,毛利率受竞争对手挤压而持续走低的公司。即便这些公司产品销售可能在放量,但市场份额并没有得到巩固,这一类企业后期财务指标会有一定压力。总体来看,我更愿意投资竞争格局不断优化、选择那些有技术实力、非常专注投入主业,最终能够在优质赛道建立起强大竞争力的公司,并陪伴它们长期成长。

中国证券报:就近年来的市场表现来看,以半导体为代表的科技板块经常演绎强势行情,但同时回撤风险也较大。在投资过程中,您是如何控制回撤的?

郑晓曦:这几年的回撤控制基本是以产业周期为锚,更关注进入高速成长期的产业板块,回避成熟期或进入衰退期的板块,力争通过选股来控制组合净值的回撤。聚焦高壁垒企业,回避技术壁垒发生变化或短期市场预期过高的个股。尽量在左侧布局超跌的优质公司,而不是右侧追高。未来我会继续综合运用这几种控制回撤的方法,尽量在控制下行风险的基础上提供具有较好弹性的投资体验。

半导体设备板块成长逻辑将逐渐兑现

中国证券报:基于您的投资框架,您比较看好哪些细分板块的投资机会?

郑晓曦:我非常看好半导体设备板块。未来三年或是成长逻辑逐渐兑现的右侧收获期,景气度、订单、利润有望持续兑现,行业增速、国产化率也有望大幅提高。

首先,大型晶圆厂对中高端设备的验证、测试以及量产的需求越来越清晰,明年后扩产规划也非常积极,这将给国内的半导体设备企业提供很强的内生增长动力。其次,AI和各类新兴应用的驱动也将带来需求的持续爆发。例如,近期存储器出现了涨价和缺货现象。这些或直接拉动先进制程半导体设备的需求。再者,近年来,国内先进制程半导体设备行业的格局不断优化,竞争格局趋好,对于真正优秀的核心设备公司来说,未来的景气持续时间会更长。

中国证券报:关于您刚刚提到的存储器涨价缺货现象,市场讨论颇为热烈。相关板块也出现过不小的涨幅,但近期

明显回调。您如何看待这一板块的行情演绎?

郑晓曦:该板块此前的涨幅主要是由现货存储器价格反弹驱动的,部分型号DRAM(动态随机存储器)的价格相较去年底一度上涨一倍以上。供需结构紧张可能会持续到明年上半年,带来短期溢价。不过,目前市场预期已经比较充分,涨价幅度已经影响到下游客户的提货需求。由于存储器价格涨幅太大,下游终端企业的利润受到较大侵蚀,短期需求将趋于谨慎。

未来三年,存储板块扩产的确定性较强。一方面,需求是确定的,尤其是AI推理拉动的存储需求;另一方面,DRAM、NAND(与非门存储器)产能过去几年没有显著增长,海外几家大厂的资本开支处于较低位置。目前DRAM产能比较紧张,NAND已经步入去库存尾声。存储扩产有望带来大周期的高景气度,并直接拉动以半导体设备为代表的自主可控板块。我对明年半导体自主可控的景气周期持乐观态度。