

# “重质”时代来临 优选行业龙头

□广发沪港深新起点基金经理 李耀柱

2018年中国权益资产价格单边向下,投资者对股票市场的前景表现得非常悲观。以笔者的切身感受而言,部分投资者对2019年经济和股票资产的悲观预期,已经达到2008年时的水平。

巴菲特曾说,投资第一大原则是独立思考 and 内心的平静。做优秀的投资者并不需要高智商,只需拥有不轻易从众的能力。在别人贪婪时要保持警惕,而在别人警惕时就要贪婪。基于中国股票资产的盈利能力和估值水平分析,笔者对中国资产的投资机会充满了信心,只要我们找对方向,坚定持有优秀的公司,长期会有不错的回报。

## 经济下行周期 股票同样有投资机会

笔者对中国股票资产的信心,主要基于三个层面的分析:股票估值、投资收益、经济基本面。股票价格围绕价值中枢上下波动,衡量股票价格的锚是股票估值,通常用市盈率或者市净率评估。当前沪深300市盈率比历史均值低1个标准差,达到十年低点,恒生指数的估值也是这样。当前位置买入优秀公司的股票,是比较划算的买卖。笔者认为,只要股票估值远低于历史均值,同时盈利还有增长,低估时买入优质公司仍是一个长期跑赢通胀的策略。

中国股票资产(包括港股)收益率呈非线性分布。可能一段时间不涨,但是在几个月或者一年时间释放大部分收益,2007年、2009年、2013年、2015年、2017年都呈现这样的特点。很多人说中国股市的过去十年是失落的十年,但其实,虽然上证指数十年没有涨,但很多企业的涨幅达到10倍,例如,贵州茅台、格力电器、海康威视、腾讯、申洲国际、恒瑞医药等。因此,只要我们找到持续增长的好公司,并在低估时买入,长期下来总会有不错的收益。

经济增速下台阶是很多人对市场前景悲观的理由。据国家统计局数据,2018年,我国国内生产总值超过90万亿元,比上年增长近8万亿元,全年GDP增长6.6%,这是1990年以来增速最低的水平。领先指标中国制造业PMI自2018年四季度开始加速下滑,并在近期跌破50荣枯线。笔者认为,中



国经济增速回落的态势可能要延续到2019年上半年。

资本市场有句俗话,“股市是经济的晴雨表”。但是,经济下行和股市表现并非完全同步。2014年、2015年,经济增速下行,但股市在经过三年盘整后走出了牛市行情。尤为值得一提的是,当市场磨底时,优质公司也会先于市场走出底部。例如,2002年至2005年,上证指数从1643点下探至1259点,但在此期间,部分优质公司的股价已经提前见底。所以,虽然2019年经济增速可能仍在下滑,但股票市场已经充分消化这一悲观预期,投资优质公司的时间已然来临。

## 重“质”时代来临 看好消费品、科技和高股息公司

什么样的行业和公司存在投资机会呢?过去十年,中国一直面临严重的产能过剩问题,很多传统产业迎来空前的高度整合,龙头公司份额集中,尾部公司持续退出。在这个阶段,我们看到互联网行业迎来高速发展,这是因为互联网充当媒介实现信息匹配,通过长尾供给和长尾需求的匹配推动了行业的高速发展。

改革开放四十年,中国受益于城镇化的飞速发展,制造业、金融业得到飞速发展,可以说过去是量驱动的市场。如今,经济增速进入换挡期,将由过去的高速发展转向高质量发展阶段,未来增量放缓,但质驱动的市场会慢慢起来。中国拥有14亿人口,是全球最大的消费市场。同时,消费者的购买力持续提升,对产品质量的要求也持续提升。未来,不仅仅是中国的消费行业会重视产品质量,中国的科技行业也会慢慢进入重视质的时代。

追求美好生活是人类发展的长期趋势,消费升级的趋势短期也不会改变。只要有好的产品,居民的购买需求还是会非常旺盛,并不会受经济增速下滑影响。从一个长周期趋势来看,奢侈品和高端化妆品是长期增长的行业。在中国,高端白酒就是中国自有的奢侈品,长期需求旺盛。我们要做的是在估值低时买入持有,长期持有会有不错的回报。长期看,中国对应的是最大的消费市场,消费行业还有广阔的发展空间。

正如前面所言,中国慢慢会进入重视产品的时代,行业增量放缓,驱动产业转型。在经济高速发展阶段,企业追求产量的快速增长,并以此来获得更大的市场份额。但随着行业增量放缓,未来会进入慢工出细活的阶段,如果一家企业的产品没有好的质量,市场份额将会被蚕食。笔者相信,很多企业也会慢慢认同“慢即是快”的道理,中国的科技企业会通过自身的研发投入逐步建立核心竞争力,优质的公司会脱颖而出。现在已经有些企业走出来,例如,大数据的应用、互联网技术的应用方面,中国处在世界前列。笔者相信,未来会有更多行业进入世界前列。

除了在消费和科技领域,消费者越来越重视产品的质量。引申到投资领域,投资者也会越来越重视上市公司的盈利质量。ROE保持稳定、稳定派息的公司估值未来会得到重估。根据经济学理论,长端利率下行和流动性宽松会导致资产价格抬升。高息股就像是长久期的债券,在长端收益下行趋势下会有不错表现。另外,中国优质上市企业的稀缺,特别是稳定ROE和稳定派息公司的稀缺会吸引资金集中流入。其中,港股的高息公司估值低,公司治理优异和派息历史较长的公司具有较好的配置价值。

## 科创板投资的正确“姿势”



□长见投资总经理 唐祝益

科创板与试点注册制落地再进一步,决策层次之高、优先级别之高,在资本甚至金融领域亦或史无前例。A股立刻给出积极反应,相关概念表现突出,擅长炒作的资金扑向券商、创投类以及高科技映射标的等三个方向。

我们一贯不赞同以事件驱动投资的行为,对目前市场认同的三个热点方向仔细分析,大部分都是借机炒作,参与者要三思。

对于券商类公司,固然受益于科创板的开启,但受益程度有多少呢?如果科创板首年发行50家以内,按照每家融资5-10亿元的规模考量,合计融资250-500亿元,按照目前的收费标准5%计算,对于全部券商来说,投行业务可以提升收入不超过25亿元;以券商业务平均30%的净利率水平衡量,可以增加利润水平不超过10亿元,在2018年的惨淡行情中,券商整体利润水平为600多亿元,可见科创板给券商增加的利润是有限的。因此,从业绩角度来看,以科创板开启为理由而大肆炒作券商板块是值得商榷的。

对于创投类公司,科创板的推出对创投机构无疑是重大利好,一方面科创板拓展了创投机构前期项目的退出渠道,另一方面也有利于创投机构今后的进一步融资。可是,对于创投业务来说,孵化项目上市具有很大的波动性,而且上市后带来的收益是增加净资产还是按照市盈率给估值,这个问题存在很大争议。而对于有争议的情况,资本市场一般解决方法是估值水平打折,所以,创投类公司普遍不能享受高估值,参与炒作无疑增加投资风险。

对于高科技映射公司的炒作更是无稽之谈,一个公司不可能因为另外同类公司的上市而提升价值,而且科创板的开通对于这类公司来说是降低了稀缺性,会削弱其估值的基础,这是彻底的跟风炒作行为,潮水早晚退去,公司终究回归自身价值。

还有一部分投资者认为,A股市场有“炒新”的习惯,新上的第一批科创板公司一定要参与,这种想法也不可取。

诚然,从政策执行方的角度考虑,希望优质公司能够第一批上市,确保能够高标准启航。同时,我们不应该忘记,在中国经济结构性改革的背景下,科创板被赋予了特别的意义:要增强资本市场对科技创新企业的包容性,着力支持关键核心技术创新,提高服务实体经济能力。

从这个要求来看,科创板只能成功,不能失败。制度设计者会考虑防止二级市场的过度炒作,以实现服务实体经济的目的。我们预计科创板在上市节奏、交易制度、投资者准入等相关政策会充分考虑抑制炒作。因此,以炒新的眼光看待科创板一定是不现实的。

我们要从大的制度变革角度来理解科创板,才能从更宏观的角度领会科创板开通带来的投资机会。科创板开通的目的是为了促进科技创新产业的发展,科创板重点鼓励五大领域企业上市,五大领域包括:新一代信息技术、高端装备制造和新材料、新能源及节能环保、生物医药、技术服务。对这一类公司的资产评估与价值判断不同于传统企业,这一类高科技创新型公司上市为投资提出了新课题,作为投资者,应该更多地研究科技产业发展的特点,深入分析相关五大领域的产业发展趋势,摒弃炒作的思路,从基本面角度寻找相关投资机会。

环顾全球可以看出,科技创新最活跃的国家,往往有与其相适应的资本制度安排,美国科技创新的高度与纳斯达克为代表的资本市场有着极大的关联度。科创板成功必然带动中国科技创新产业的发展,必然涌现出一批伟大的公司,参与这些公司,获得下一轮中国经济增长红利,才是科创板投资的正确“姿势”。

■《2018年中国资产管理行业报告》节选

# 国内MOM发展需破解多重难题

□歌斐资产

什么是MOM产品?

MOM(Manager of managers)即“管理人中之管理人”模式,是基于FOF产生的一种新的投资形态。MOM将资金交给优秀的管理人打理,MOM管理人再管理这些子管理人,可以视为“人的组合”。以“多元资产、多元风格、多元标的基金经理”的组合为主要特征。

虽然从字面上看,FOF选择基金,MOM选择基金管理人,但二者的本质差别并非来自产品或人。FOF投资标的基金时必然离不开对基金管理人的考察,而MOM母基金选择好的投资经理时也必然要发行产品才能将资金交给其打理。所以FOF和MOM都是通过挑选行业内好的投资人才的方式实现风险有效管控下收益最大化,其核心区别是,FOF直接购买标的基金份额,而MOM以设立专户、子账户或者以子基金聘请投顾的方式将资金交由各投资经理管理。

## 海外MOM产品受青睐

MOM于20世纪80年代诞生于美国。1980年,罗素资产管理公司发行了第一只MOM。由于MOM的披露有限,目前仅能查到2001-2006年MOM的资管规模由2440亿美元上升到6390亿美元。在美国相对于对冲基金业绩较大的波动性,

MOM业绩相对稳定,由此受到大型企业年金、养老基金、慈善基金以及保险资金等大型机构投资者的欢迎。

2011年3月,平安罗素投资管理公司在中国成立,这家公司首次将MOM概念引入中国,于2012年8月6日成立了第一只MOM产品——平安罗素MOM一期,拉开了国内资本市场MOM产品的序幕。由于MOM产品前期在技术、系统、制度等方面需要消耗较多资源,MOM产品较FOF产品发展缓慢,但这几年仍然处于迅猛发展阶段。根据Wind数据显示,目前市场上有公开信息的MOM产品中,包含券商系和私募系,截止到2018年6月30日,MOM产品总计146只。由于私募MOM产品的规模在wind无数据显示,仅查询到券商系的21只MOM产品截止到2018年6月30日,规模总量为16亿。

## MOM产品的投资管理体系

一是确立投资目标和限制因素,进行资产配置。投资初始需要确认MOM母基金的目标,即指基金最终需要达到的目标收益,通常需要考虑到风险偏好、流动性需求和时间跨度需求;并注意实际的投资限制、操作规则等问题。落实到具体的量化指标则包括收益率、波动率、最大回撤等,这些指标可以与相关指数对比,或者是同业的基本指标对比,或者是人为确定的绝对指标。然后在目标基础上对宏观经济、市场形势

等因素作出判断,自上而下进行大类资产配置,构建组合。

二是标的管理人/基金经理研究。能够持续创造超额收益且风格稳定的标的基金经理是MOM模式运作的基础。MOM研究员以定量为基础结合定性的研究,对基金经理进行筛选。一般来说,目前较主流的筛选方法是以基金公司概况、基金经理个人能力及品行、投研团队实力、基金经理过往产品业绩及风险收益特征、业绩归因等5个维度进行综合考量。通过层层筛选,建立多级私募池,并对优秀的管理人按照策略、风格等维度分类储备。

三是动态调仓,投资再平衡。基金的资产配置策略,管理人持仓占比不是永恒不变的,在组合运作过程中需要考虑到宏观经济、市场变化、已投资管理人的业绩变化、MOM母基金风险集中程度等因素,进行动态调仓,做到投资再平衡。再平衡策略分为两类:

自上而下。当MOM母基金组合达到/偏离短期目标时,进行策略及风格归因分析,将策略有效并且投资风格与市场一致的管理人提高仓位,或新增。降低或淘汰策略无效且风格不一致的管理人。

自下而上。持续对已投资管理人的业绩进行追踪分析,并不断将其与市场同类策略/风格的基金管理人,或者对标指数进行比较,优胜劣汰。