

与时代浪潮中卓越企业家携手同行

□广发聚瑞混合基金经理 费逸

在股票投资中,我们经常会遇到一些阶段、偶然性因素遮蔽了眼睛,例如行业政策的变化、经营业绩的短期波动、突发的“黑天鹅”事件等,而忘记了影响一家企业长期价值的本质究竟是什么。如果我们能在一开始就看透这个本质,像熟悉我们的孩子一样了解它们,长期专注跟踪它们的成长,那么,当市场系统性风险来临或者公司遇到阶段性的挫折时,我们只要确认企业优秀的本质没变,用买入去支持公司的发展,相信长期看一定会获得丰厚的回报。

把握时代脉搏 优选最具活力的行业

企业创造的长期价值是投资收益的重要源泉。正如资本市场一句俗语,股市短期是一个投票器,但长期是一个称重器,这个“重量”指的就是企业的长期价值。自2001年以来,A股市场诞生了贵州茅台、格力电器、美的集团、云南白药、恒瑞医药等一批长期大牛股,它们成功穿越宏观经济周期和行业景气波动,最终实现企业收入和盈利的可持续增长,股价也实现几十倍乃至上百倍的增长。

每个行业出牛股的概率不一样,我们当然希望做大概率的事。那么,什么是好的行业?不同的时期,好行业的内涵并不相同。从理论上讲,股票投资的本质是分享企业价值的增长。不同国家在不同发展阶段,驱动经济增长的动力不同,其中对经济增长贡献最大、最具活力的行业,往往是那个时代最好的



行业。从美国股市的市值分布历史来看,工业革命后先是铁路运输行业“一枝独秀”,随后是能源和原材料行业的兴盛,到二战后通信和信息技术行业的崛起,医疗健康行业一直以稳定的速率在总市值占比中增长。

由此可见,驱动经济增长的好行业随着时代变迁不断发生变化。公募基金专注主动管理投资,同样需要把握住时代的脉搏,将资源配置到最具活力的行业支持国家发展,同时也更好地分享经济增长的红利。

从宏观和中观层面来看,笔者认为,中国在可见的将来,仍然是以制造业立国,在新旧动能的转换过程中,制造业升级始终是主旋律;另外与之相对应的,就是随着中国制造业在全球产业链中的地位提升,在价值链中占据的份额越来越大,带来的居民财富增长后的消费升级。我们对中国的未来充满信心,制造业升级和消费升级,就是历史前进的逻辑。

投资就是投入 与卓越的企业家同行

股票投资的本质是从基本面出发,发现企业内在价值,分享企业长期价值增长带来的回报。那么,我们如何从行业中挑选出最优秀的企业呢?笔者认为,投资企业归根结底还是投入。同一行业中公司的发展差异很大,公司管理层起着决定性作用。

在绝大部分公司中,人才是公司最有价值的资产。当然,少数有垄断经营权的公司或者具备强大品牌壁垒的消费品公司除外。卓越的企业家,就如同在迷雾中穿行的航船的舵手,在看不清未来的时候,在每一个充满风险的决策面前,依靠自己的天赋、经验和勤奋,带领企业坚定前行的方向,一步步走向成功。越是全球领先的企业,管理层的作用也越重要,没有参照物可以模仿,只能靠自己去探索方向。

在笔者看来,卓越的企业家必须具备远大的理想、务实的作风、创

新的精神。随着中国企业走向全球价值链的高端,竞争势必越来越激烈,规模效应的结果就是赢家通吃,如果没有做到全球第一的勇气和抱负,偏安一隅迟早会被对手蚕食干净的。既要仰望星空,也要脚踏实地,策略的落地执行需要团队在每一个关键细节上倾注努力,管理层的勤奋和执着必不可少。此外,企业家创新精神也是企业发展的重要动力,其可以带领企业进行技术创新、市场创新和管理创新,从而让更多的新技术、新业态、新模式不断出现,这也是企业永葆活力的根基。

从长期来看,卓越的企业和普通的企业,差距只会越来越大。因此,选择与好行业中最优秀的企业为伍,是我们最佳的选择。但是我们也发现,好东西都不便宜,如果以较高的估值买入,可能需要很长的时间才能通过企业价值的增长来消化估值。所以,我们需要耐心等待市场给出低估的买入机会。这种时机可能出现在系统性风险发生时,或者是市场对行业、公司出现重大偏见时。在这种时候,是我们对中国长期前景的乐观信仰,是我们专注的深度研究,给了我们战胜恐惧,挑战市场共识的信心。这样的机会比较少,但一旦出现,就要重仓买入。

2018年的A股市场,不仅仅反映了短期经济的下行,更是反映了市场信心重挫,这也给投资者带来千载难逢的买入优质资产的机会。站在当前这个时点,笔者认为,A股整体仍然处在估值偏低区域,优秀的公司依然处在合理的估值区间,短期虽有波动风险,但从长期看依然有不错的投资机会。未来,笔者将紧跟时代的步伐,与长期创造价值的优质企业共同成长。

未来十年是 优质权益资产黄金时期



□前海开源基金研究团队负责人 肖立强

一季度A股市场涨势如虹,上证指数从年初到一季度末上涨幅度达24%。作为一名基金策略研究人员,最近常被周边朋友问到最多的问题是:市场这么短时间已经涨好多了,现在还能不能买股票或基金?对于那些仍然犹豫要不要“上车”的朋友,我的回答是,风物长宜放眼量,2019年中国开始进入大权益时代,未来十年是优质权益资产的黄金时期。因此,当下仍然是战略布局中国权益市场的好时点。

首先,我们认为中国将迎来一场深化改革驱动的长期牛市。过去三十年,中国GDP的年均增速达9%以上,但随着GDP总量越来越大,其增长速度必然放缓。而过去多年高速增长的同时也伴随着产能过剩、企业债务杠杆过高等问题。我们一直通过深化改革来解决经济增长过程中遇到的问题。特别是2018年下半年以来,不断加大对民营经济的支持力度,同时通过个人所得税抵扣居民减负、通过降低增值税率以及社保费率给企业减负,通过不断鼓励和支持创新来促进转型升级,实现高质量的经济增长。本轮减税降费有望为企业减负将近2万亿元,这将对企业盈利特别是上市公司盈利构成直接利好。更重要的是,这些政策不断给予企业和公众对未来经济发展的信心,有利于中国资本市场长期估值中枢的提升。

其次,2019年起中国居民大类资产配置将有望持续向权益类资产倾斜。过去十几年来,中国老百姓大类资产配置最重要的资产是房地产。过去多年高速推进的城镇化进程带动房价上涨和巨大的财富效应。与此同时,居民对于股票基金等权益资产配置比例却远低于房地产。笔者认为,三个背景的变化将使得未来房地产的吸引力不断下降,一是“房住不炒”政策的坚决推进与执行;二是货币总量增速的阶段性放缓;三是1990年代起年度新增人口数量的阶段性下行。相对于450万亿元的房地产总市值,中国A股目前总市值仅仅50多万亿元。房子背后对应的是居住空间和钢筋水泥,而优质的股票背后则是优秀的个人和团队,相信未来更多的资金将配置优质的权益资产,因为社会的进步是由人来创造和实现的。

再次,为配合经济转型升级,鼓励创新,A股市场的战略定位得到明显提升,为市场长期向好打下坚实基础。今年即将推出的科创板进一步彰显了对资本市场功能的重视。正如美国纳斯达克的推出孕育出无数伟大的创新公司一样,未来我们也将看到更多伟大的中国公司不断发展壮大。

以上是看好权益类资产的长期逻辑。回到当下,从一些宏、微观数据看,3月份PMI拐头上行,许多行业的经营数据也出现好转,预示着短期经济正在企稳向好,前期积极的财政政策正在并且未来还将持续发挥作用,最终将促进企业的盈利情况改善。

一季度的快速上涨,更多是对2018年过度悲观情绪的修复。截至4月7日,A股市场的整体估值约18倍,许多公司特别是优质公司的估值仍然处于历史均值之下。接下来一段时间,在改革持续超预期,经济企稳和上市公司盈利情况好转的预期下,A股市场有充足的向上空间和动力。

中小市值价值成长仍具较高风险收益比

□北信瑞丰产业升级多策略混合基金基金经理 陆文凯

年初至今,全市场各宽基指数基本都实现了30%以上的涨幅,除了宽松的流动性、积极的资本市场政策配合外,核心驱动力依然是低估值;市场在经历快速上涨后,股权风险溢价脱离年初的历史底部极值,逐步向均值回归,但目前仍然低于历史均值,估值依旧具备吸引力,同时流动性、政策处在长周期友好环境中,虽然短期或有波动,但市场中长期趋势依然向好。

今年以来的上涨主要是修复过去一年悲观情绪导致的错误定价,市场整体估值低估,因此风格趋势并不显著。在填平估值洼地后,中长期市场关注的重点会从估值修复转向盈利增长,承担一定风险去布局价值成长股会成为不错的选择。

需要注意的是经济仍处在降速周期中,虽然一季度经济数据以及顺周期上市公司业绩依然不错,但就此预期经济见底回升的判断或有所偏差,顺经济周期的行业公司目前仍然处在景气高点,一季度的快速上涨使得目前市场参与者的预期较满,二季度基本面的不确定性风险仍然需要关注。

回到年初,在历经2016年至2018年三年时间的中小市值公司下跌后,低于50亿元市值的公司数量超过2000家,占比超过60%,市值低于100亿元的公司数量占比



超过80%,市值低于200亿元的公司数量占比则超过90%,这一数量占比处在近几年较高的水平,与2012年末接近;虽然上涨后中小市值公司的数量有所减少,但从数量角度来看中小市值公司是目前市场的主体。

按市值分组来看,年初市值低于100亿元的公司处在近十年来估值的最底部,市值500亿元以上的公司估值则是略低于历史平均。虽然中小市值公司的估值还不具备绝对便宜的条件,但已经显著低于历史均值就会产生均值回归的动力。即使近阶段市场完成了一轮快速的估值修复,但仍然有相当部分公司的估值被显著低估。另一方面,2016年至2018年的经济上行周期主要源于全社会加杠杆的投资驱

动,以及供给侧改革带来的价格繁荣;强周期的上游和后周期的消费均较为受益,大量处在中游行业的企业却面临着要素(原材料、资金)成本激增的不利因素,其中有相当多优质公司经历了估值、盈利的双杀,成为中小市值公司。这些公司从营收和资产规模角度其实并不是小公司,甚至是各自行业的龙头,这些公司在周期底部获得了更高的市占率和行业地位,在供给侧改革趋于缓和,资金成本下行的大环境下,盈利水平具备较高的上行概率。

并不是全面看好小盘股,但加强对于中小市值价值成长类公司的研究布局具备不错的风险收益比:鉴于中小市值公司样本量足够大,估值整体低估且离散度较

大,加强中小市值价值成长类公司的研究布局具备不错的风险收益比。挑选其中受到经济下行周期影响较小、盈利在底部向上概率较大、估值低估的公司具备较高的投资胜率。同样的,大市值公司并不是不值得被看好,只是过去几年传统蓝筹定价较为充分,估值偏中性,并且大量存在于顺周期的上游和高景气的消费行业,盈利水平处于高位,面临一定增速下行的风险。这些公司一样很好,由于价格的原因,这些标的在风险收益比上可能比不上一些优质的中小市值公司。

近几年外资持续加速流入A股,蓝筹白马得到外资的一致青睐,中小市值公司遭遇定价缺失,但笔者认为A股是全球重要的主权资本市场,市场参与者结构依然是以内部投资者为主,随着近几年市场的逐渐成熟,股票定价会进一步科学化、合理化,会更关注股东回报。

就像外资的买入卖出无法决定牛市还是熊市一样,外资对于A股定价的影响更多也是平衡而不是主导。大小盘本身就是一个Smart Beta的重要因子,过去三年市场显著偏向大盘因子,众多小盘股的下跌仅仅因为它是小盘股,卖方买方大量出现放弃研究小盘股的现象,因此小盘股的定价很不充分;只要公司能够持续贡献股东回报,并且价格便宜,大小市值并不构成投资决策的决定性因素。