

谁将扛起核心资产大旗

□融通基金权益投资总监 邹曦

近年来,核心资产效应逐渐成为A股市场重要的投资现象,这是A股市场从未出现过的新情况。何为真正的核心资产?核心资产效应还会持续多久?下一阶段核心资产会向哪个方向演进?对于专业投资机构而言,这些问题值得认真思考,以指导未来的投资。

核心资产的真正内涵

关于核心资产的内涵,笔者认为,核心资产是一个收敛的概念。当经济生活中存在明显的产业趋势时,整个经济结构处于扩张状态,顺应产业趋势的新兴企业蓬勃发展,可投资标的的外延持续扩展,此时核心资产的概念很难凸显,或者说很难持续。当经济生活中不存在明显的产业趋势时,经济的内生增长处于平稳期,新兴企业成长性有限,而龙头企业在经营和财务上的资源优势得以充分施展,甚至会挤压新兴企业的成长空间,形成核心资产的投资效应。

基于投资学的基本逻辑,笔者认为,中国经济进入存量经济阶段是A股市场核心资产兴起的基本前提。2016年,以供给侧结构性改革为标志,中国经济进入存量经济阶段。存量经济状态下,各种因素都趋向于促使盈利增长具有持续性的公司实现估值提升,这是核心资产效应的本质,或者说核心资产就是重估存量经济的具体体现。

时至今日,更具现实意义的是推断核心资产效应的演进趋势。首先要回答的问题是:核心资产效应能否持续?

就整体而言,核心资产效应的持续性取决于两点:一是经济是否重新进入增量经济状态;二是通胀形势是否会恶化。

两种情形下增量经济将重新出现:一是全球出现明显的技术进步趋势,二是类似于中国体量的发展中国家群体,以中国过去四十年的速度实现工业化。在此之前,中国可能仍将保持存量经济状态,核心资产效应将持续。在目前的经济增长速度下,通胀恶化的主要原因将来自于供给端的冲击,即类似于美国上个世纪70年代石油危机下的滞胀状态。

笔者认为,当前低利率和低回报率的状态将保持,核心资产效应仍将持续。



周期龙头有望成为核心资产新领军

随着大众认知的深化,基于核心资产的跨行业特性,能见度较低的其他行业中尚未实现估值提升的核心资产,将成为下一阶段核心资产效应演绎的重点。笔者认为,周期投资品行业的部分龙头公司具备了明显的核心资产特征,而且估值仍普遍处于低位,存在估值跃迁的可能性。

可以依据核心资产的界定标准,从行业需求、公司属性和时机选择三个方面进行分析。

从行业需求来看,波动性已经在大幅下降。

在存量经济状态下,房地产行业运营模式发生重大变化。土地红利消退和金融属性减弱,导致开发商行为从“囤地模式”逐步转变为“制造业模式”,“扩大再生产”转为“简单再生产”,房地产建安投资增速波动幅度大幅下降。

从2016年开始,随着政策调控导向转为托底式稳增长,政策定力提高,房地产投资与基建投资同向性减弱,呈现互为替代的关系。周期投资品的增量需求主要取决于房地产建安投资和基建投资,其增速较2016年以前15%以上的水平大幅下降,但是未来有望维持5%左右的低个位数增长,同时波动幅度大幅降低。实际上,2018年房地产建安投资和基建投资出现负增长,即使在这种情景的考验下,部分周期投资品行业龙头依然保持了较高的盈利增长。预计2018年的情况将成为房地产建安投资和基建投资历史性的增速低点,2019~2020年将恢复为平稳增长,为周期投资品行业带来景气性盈利增长。

与此同时,在存量经济状态下,部分周期投资品行业的需求结构发生重大变化,存量更新需求占比持续提升,目前已超过50%,未来或逐步上升至70~80%的水平。存量更新需求具有相当的刚性,进一步推动相关行业的需求波幅大幅降低,呈现平稳波动的状态。

从公司属性来看,龙头公司的优势日益明显。

部分周期投资品行业的竞争格局持续优化,马太效应加速体现,龙头公司的竞争优势不断强化,市场占有率持续提高。需求进入平稳增长阶段之后,基于成本控制、技术进步、品牌和渠道的竞争优势发挥越来越大的作用,产能的有效性更重于产能的规模效应,行业资本开支增速大幅下降,市场主体行为更趋于理性。部分周期投资品行业龙头公司的盈利增长逐渐进入平稳期,即便在行业需求小幅负增长时仍能保持一定的盈利正增长。虽然盈利增速中枢相较2009年以前重化工行业高速发展阶段有所下降,但是持续性大幅提高,因此其估值中枢水平相较于2017~2018年存在大幅提升空间。

从时机选择来看,房地产调控提供了提升盈利增长能见度的契机。

客观而言,由于宏观因素的复杂性,周期投资品行业的龙头公司即便能持续保持一定速度的盈利增长,但是能见度相对不高,因此其估值水平会阶段性受到抑制,这也是这些公司在连续三年超预期之后估值仍停留在较低水平的主要原因。

实际上,从房地产销售到周期投资品龙头公司的盈利增长,要经过房地产投资韧性、基建投资对冲、需求结构优化和龙头公司马太效应等多个环节,每个环节都会导致波动性的下降。当市场普遍认为的影响周期投资品行业的主要因素处于下行状态时,包括货币政策和房地产调控政策收紧等,如果具有核心资产特征的龙头公司并未受到明显影响,行业需求仍能表现为平稳增长,龙头公司继续保持较高盈利增速,可以预见其盈利增长持续性的能见度将迅速提高,估值水平将发生跃迁。这种场景预计在接下来一段时间或会出现。

预计未来2~3年,周期投资品龙头公司可能再现过去几年周期消费品龙头公司实现并确认估值跃迁的过程,成为核心资产新的领军品种。

寻找长期稳健 可信赖投资回报



□鹏华盛世创新混合基金经理 伍旋

寻找风险与回报的平衡是投资的长期课题。如果将投资比作一场长跑,投资者应该淡化净值的短期波动,关注长期价值,寻找长期稳健可信赖的投资回报。长期投资能力背后必定需要一整套投资框架的支撑,以保证回报的长期可持续性。

聚焦优势行业 打造可持续竞争力

人的精力和能力是有限的。市场永远不缺少诱惑,如果所有机会都想抓住,所有的钱都想赚到,最后可能什么都抓不住,所以投资应该专注,打造自己可持续的竞争力。笔者将自己能力圈聚焦在三大行业:大消费、大金融和部分制造业。从产业特征来看,这三大行业都属于优势行业,往往能构建比较强的壁垒,拥有长期生命力:

第一,大消费(产品差异化、品牌壁垒)。消费行业比较容易出现市场化、差异化竞争优势的公司。因为中国市场很大,消费分层和地域分层相对比较复杂,所以低端和高端都会有做得比较好的企业。近几年对消费行业投入的精力和时间很多,覆盖较广。

第二,大金融(监管牌照壁垒)。投资首先应做到研究领先,笔者从做研究员开始研究大金融,建立了一套比较独特的分析框架,容易在里面找出有阿尔法价值的品种,因此将其列为核心能力圈之一。金融公司估值偏低,且有牌照壁垒,长期来看ROE约12%~15%,估值在1倍PB附近波动。

第三,细分制造业(成本领先,技术快速迭代)。在中国有成本领先或产品快速迭代的细分制造业公司,包括一些在全球产业链有竞争力的公司,会花时间进行跟踪调研,同时在组合里进行一定配置,如LED显示、5G、新能源等。

核心能力圈的建设其实跟企业家经营公司差不多,要有自己的核心竞争力,同时也会在能力圈、精力、时间范围内做一些适度的多元化。

逆向布局 控制风险

用好价格买入好公司,以立足长期的心态,降低犯错概率,将客户的资金配置于安全而又优质的资产。

第一,通过估值评估手段,在具备较高的安全边际之上,精选低估值股票,发掘企业价值被低估的投资机会来获取超额收益。

第二,看重公司带来超额利润的可持续性,重视公司的治理结构(利益分享以及绑定机制、是否善待股东等因素),笔者认为,在市场化竞争的环境下,一定是治理结构完善、管理层战略清晰、长期专注、激励机制到位的公司才能脱颖而出。

第三,系统化、可复制,经过实际组合管理检验的流程:初次筛选、深入分析、梯队搭配、持续跟踪、持有以及卖出原则。

梯队搭配 春种秋收

组合构建上,笔者采取“个股集中+行业相对分散”梯队搭配的方式,将股票分成几类,例如种子期、爆发期等,使得当市场机会转换时,投资组合中永远有充分的时间和空间,将投资收益已兑现的行业,兑换成新鲜血液。这种模式使得超额收益具备持续性,成为组合多年长跑中始终领先的保障之一。像种庄稼一样,不仅每一期都有收获,也要为未来收获进行储备布局。这样,每个阶段都可能有爆发型的品种出来,整体的超额收益就会有可持续性。

投资本身,并非一个追求收益的游戏,而是如何控制风险。风险又包括市场本身Beta的风险,和个股层面的风险。许多人其实将精力花在关注市场本身的Beta风险,但这种波动长期看非常难以把握。投资应该少犯错,从战术层面看,要从长期业绩的增长能力、管理层的专注程度,以及公司对应历史的估值水平来规避个股“踩雷”;从战略的角度看,则不要被情绪所左右,任何判断都应该基于长期。相信常识,而不是故事,能大大提高投资胜率。

关注医药行业大趋势 三方向配置优质标的

□博时医疗保健混合基金经理 葛晨

受外围扰动因素影响,市场存在回避风险和追求确定性的需求,虽然今年A股市场一直震荡,但医药板块却显示出较好的防御属性,近来医药生物板块迎来一波逆势上涨行情。在消费结构演进和人口老龄化趋势的推动下,对于健康消费的需求是长期向上的。此外,去年一系列医药行业的“黑天鹅”事件导致市场对医药行业的短期利空过于悲观,医药板块在这种较低的位置下,行业的基本面却依然维持稳健快速增长。

医药行业长期稳健向上

医药行业是受高度监管的行业,细分行业也较多。行业景气度非常重要,同时公司本身的经营情况也值得关注,比如资产负债率、资金周转率、净资产收益率等指标。当然,笔者认为,除此之外,人也是很重要的一方面,要重视公司实际控制人或者管理层的战略眼光和能力。

同时,政策也是值得关注的一点,如果因为政策造成板块恐慌性下跌都是比较好的机会,可以逢低买入。市场总会出现波动,而心理预期的变化、短期政策因素带来的波动是相对容易出错的,因此笔者认为,要多关注行业发展的大趋势。

目前政策正处持续发力阶段,走在正确道路上的企业未来成长趋势较为明确。公司估值也不能静态去看,当未来的确定性较高



时,风险溢价方面应该会有相应的体现,折现率应该要降下来,当前的价值净现值就会更高,体现在当期盈利上面,即它的估值会变高,而当它的确定性非常高时,它会产生估值溢价,有确定性的行业估值还有溢价空间。

医药行业是长期稳健向上的行业,笔者认为,这种行业没有必要去做仓位上的波段,也无需做太多仓位选择,除非看到特别重大利空的“黑天鹅”。而即使有这种“黑天鹅”,市场也是有效的,可能很快就调整到位。

三方向配置优质标的

当前,不少医药股迎来较好表现,部分龙头股价估值也较高,需要等未来预期兑现来消化估值。市场是聪明的,高估值和大幅上涨并不一定意味着高风险,而意味着市场对未

来收益的乐观态度。对绝大部分企业股票而言,行业趋势、公司运营持续向好,若情形超预期,可能出现继续上涨行情,若没有超预期可能就横向发展;但是如果出现过于乐观,行业性趋势或者公司经营发生反转的情况,那高估值可能就成为较大的风险。对基金经理而言,要判断行业景气度或者公司经营情况到底属于什么趋势。

目前医药领域的利好因素包括在各项政策的鼓励下,医药行业的内部环境得到净化,真正有研发有创新有质量有效率的公司,可以更快地从同类竞争者中脱颖而出。此外,可能的利空因素包括部分个股短期涨幅过大,以及行业政策的短期阵痛。

在医药板块中,又划分为医保内、医保外、全球竞争优势三大方向。其中医保内有三个方向,强调疗效导向的创新药、强调性价比导向的仿制药和强调竞争格局高壁垒的仿制药;医保外,看好自费可选医疗消费;全球竞争优势角度,看好医药专业服务和医疗设备。其中,创新药是配置的大方向。笔者认为,作为投资经理,也要考虑估值因素,结合当下时点政策导向和行业发展趋势,对持仓结构进行一定的调整,但同时,基础配置也是有保证范围的。

在笔者看来,医药行业是需求长期稳健增长的行业,在经济环境没有发生大趋势逆转的情况下,短期追求确定性的趋势仍将延续,被市场选择出来的代表行业发展方向的核心资产仍将维持高位,并通过业绩的的增长消化估值。