

白马龙头仍具投资价值

□广发内需增长基金经理 王明旭

从本质上讲,基金的净值曲线最终折射出的都是基金经理的人生观和价值观。宏观策略研究出身,近10年绝对收益投资经验,这些经历让笔者在投资中更加注重防御,期望自己的基金净值以较小的波动走出一条稳步向上的曲线。

除了从业经历,基金经理的性格也会影响到基金组合的风格。笔者喜欢买估值低、具有安全边际的白马龙头。从持仓风格看,所管理的基金主要配置大市值的白马龙头企业,这些品种主要分布在消费、医药、家电、金融四个行业。另外,会在不同阶段配置行业景气度向上的周期股,以增强组合弹性。

偏好价值白马股

谈起价值投资理念,国内很多基金经理偏好巴菲特风格,强调护城河,强调增长质量。但笔者在理念方面更认可格雷厄姆,投资中注重安全边际。格雷厄姆的中心思想是永远要去找有安全边际的公司。在投资实践中,应把安全边际放在第一位,对于一只股票,首先看的是安全边际,其次才考虑它的上涨空间。

对笔者而言,安全边际是一个需要综合评估的因素。第一是估值的安全。估值安全意味着即使对于公司基本面的判断出现失误,但未必在股价上造成向下的波动。这是对未来不确定性的一种保护。第二是企业的“护城河”。护城河越深的公司,其长期经营的安全边际就越强,比如大金融和大消费板块的龙头企业,被后来者颠覆的概率越来越低。

纵观A股历史,往前看10年、15年,会发现在每一轮熊市中跌下去,同时又在下一轮牛市中创出新高的股票并不多,A股中这类股票也就三四十只左右,主要集中在五个行业,包括食品饮料、医药、家电、旅游和金融。因此,笔者的持仓品种主要是五个行业中的白马龙头股,它们都是历史上被证明过非常优秀、股价能不断



创新高的公司。

看好三条主线

今年前10个月,A股震荡上行,结构分化比较明显。28个一级行业中,涨幅前三名的行业是食品饮料、农林牧渔、电子,年内涨幅分别为70%、58%、52%,大幅超越同期沪深300指数。拉长时间来看,过去3年涨幅超过10%的行业仅有四个,其中食品饮料和家用电器分别以102%、42%的涨幅排名居前。

可见,食品饮料过去三年和今年的表现都非常亮眼,可谓是经历了三年的结构性牛市。进入四季度,有些投资者担心以食品饮料为代表的核心资产累计涨幅较高,未来一段时间会进入估值消化期;也有部分投资者担心宏观经济周期对消费行业的需求带来影响,导致核心资产的盈利能力低于预期。消费白马龙头股的长期投资空间可期,啤酒、白酒和家电等细分领域的龙头企业明年还能赚盈利增长的钱,但估值继续抬升的空间较小,需降低收益预期。

行情分化更要拥抱核心资产

□招商核心优选股票拟任基金经理 付斌

最近总有人问笔者这样的问题:大家都拥抱核心资产,会不会太拥挤了?是不是风险有点大了?还有人会问,有的公司涨了这么多了还能涨吗?这些问题其实都是同一个问题。笔者特别反对的一种观点是:涨多了就不会再涨,或者说跌多了就不会再跌。未来的涨跌与过去的涨跌之间既不充分也不必要,其实是取决于基本面和业绩的趋势。笔者认为,无论是过去、现在还是未来,拥抱核心资产都不会错,在行情分化背景下,更要选择拥抱核心资产。但需要注意的是,核心资产里的标的会不断发生变化。

投资核心资产分享业绩增长红利

今年A股市场可谓牛冠全球,截至11月7日,上证指数年内上涨19.44%,沪深300指数年内上涨32.59%。站在当前时点,大盘未来是涨10%还是跌10%都能找出很多理由来,即使大盘整体变化不大,也会有很多公司涨30%而另一部分公司跌30%。事实上,过去一年我们已经看到了这种分化,未来很长时间这种分化仍然会继续存在。

无论是过去、现在还是未来,拥抱核心资产都不会错,而在当前行情分化背景下,更要选择拥抱核心资产。很多人担心核心资产涨多了之后会不会突然崩盘。确实历史上很多公司涨多了之后遭遇了股价腰斩的后果,但其实也有很多公司涨了很多之后继续走出翻倍行情。股价未来是腰斩还是翻倍,与过去的涨跌之间既不充分也不必要。

笔者分析过去先翻倍后腰斩的公司,无一例外都是业绩出现问题,而那些持续上涨的公司,业绩都特别扎实,保持着持续稳定的增长态势。由此来看,未来的基本面和业绩趋势才是驱动股价涨跌的因素。

核心资产是一个动态的概念,涵盖的行业与个股会随着宏观环境与产业格局的变化而变



化,也会随着公司发展和经营的变化而变化。投资核心资产绝不是一劳永逸的事情,需要对介入的标的进行持续跟踪分析调研,这需要强大的研究能力来不断地去伪存真。

不可否认的是,即使优中选优找到了真正的核心资产,其股价也难免避免短期的颠簸。影响股价的因素有很多,大家热衷讨论的行业涨幅、大小盘风格轮动、市场情绪等等不确定因素都会影响股价短期的涨跌。但从中长期角度来看,核心资产的消费人群是稳定的,发展逻辑是长期向上的,投资者更容易分享到公司业绩增长带来的回报。

为龙头、创新、稳定支付溢价

在公募基金从1.8万亿元增长到1.9万亿元的过程中,外资从640亿元增长到1.7万亿元,预计2024年底外资规模6万亿元,可能会超过国内机构的总规模。外资比例提高这个现象对估值的影响有一个明显的趋势是,市场愿意为龙头、创新、稳定这三类优质的核心资产支付

溢价。首先,从估值水平来看,目前很多消费白马龙头股,估值确实不便宜,一些医药股的估值与历史估值比较,已经处于比较高的位置,家电处于历史估值的中枢水平。虽然白酒与医药股的估值偏高,但是如果白酒行业每年有15%-20%的增长,医药每年20%-25%的增长,到今年年底估值切换时,会发现白酒中的优质企业明年估值只有25倍左右,医药股估值为40倍左右。这样来看,这些白马股公司的估值依然在可以接受的范围内。

其次,从资金配置偏好来看,无论宏观经济是否在今年四季度出现向上的拐点,流动性是否宽松,未来有一类资产会有增量资金流入,就是各行业的白马龙头股。今年前10个月,北向资金净流入2183亿元,重点配置的就是白马龙头。11月26日盘后,MSCI将A股大盘股纳入比例进一步提升至20%,同时将中盘股按20%比例纳入,预计还有一批资金会流向这批标的。

为什么会出现这种状况?宏观经济已经进入总量比较平稳的阶段,龙头企业占比不断提升,企业的护城河不仅仅集中在资金、人才、技术、品牌,优势是全方位的。当下,市场份额向行业龙头集中的趋势已经非常明显,互联网行业、金融行业等各行各业头部公司的占比都在提升,未来可能只有排名前五的公司才有不错的发展机会。这种状况下,龙头公司的增速远远高于行业平均水平,放在一个更长的时间维度来看,他们的估值水平、盈利能力依然有一定的提升空间。

除了消费白马公司外,同时看好金融和早周期行业的机会。目前市场预期宏观经济四季度见底,最迟会在明年上半年见底回升。伴随宏观经济回暖,今年涨幅较小的汽车、家电、新能源汽车产业链、与地产投资相关度较高的厨电、家居行业,可能在明年上半年会有不错的表现。此外,随着5G换购潮陆续到来以及新能源汽车行业底部复苏,钴锂行业的供需会相对比较紧张,明年可能会有向上的弹性机会。

溢价。

当前笔者关注的核心资产行业包括白酒、光伏和医药,也会在其他具有确定性和高景气度行业中,通过盈利能力、成长能力、估值水平以及公司质量评估等各项因素优选有业绩支撑、经营稳健且发展前景良好的优质企业。

具体来看,白酒行业具有稳定高增长的优势,但当前估值并不算高。很多人说现在年轻人不喜欢白酒,但过去九年间白酒行业价格年均增长8%,从上市公司业绩和股价表现也可以看出,中国的白酒文化并未衰落。在经济大幅下行的情况下,相比于家电、家居、汽车等行业,白酒的下游行业分布和地域分布更分散,不会受单一行业大幅影响,但白酒行业在产品定位、公司治理、渠道把控上也有分化。

光伏行业看好的逻辑主要是平价步伐临近,全球需求放量,而各个环节的世界龙头都在中国。今年初,国家发改委《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》,从投资环境、电网接入、土地、电价、消纳、市场交易等多个方面享政策优惠,将带动国内平价项目快速增长。从海外市场来看,由于较高的火电电价成本,较好的光照小时、更低的资金利率,光伏发电前景广阔。随着光伏成本持续下降,经过2018年的产业链价格调整后,全球光伏平价已逐步蔓延。

医药行业建议回避带量采购,紧盯业绩增长。老龄化大背景下的生物医药空间巨大,创新药与消费升级是最大主题。随着医保控费政策出台,以及带量采购在全国铺开,传统仿制药企业的利润空间大幅压缩,而医药创新、医疗服务类公司将迎来巨大发展机遇。未来医药行业投资要寻找业绩确定性强的优质公司。生物医药领域有几百家上市公司,在总量政策压缩的背景下,医药行业内部也将出现显著分化,没有创新能力的制造业属性的医药公司将举步维艰,努力寻找投资业绩稳定性高、确定性强的生物医药标的。

估值体系重估 顺应市场趋势



□华宝基金 季鹏

2019年再有一个多月就要收官,今年公募基金表现良好。笔者管理的华宝宝康灵活配置基金去年在同类混合组排名中居于前三分之一,今年至今表现也排在前三分之一左右,总体实现了追求的实现长期稳定收益的投资目标。总结这两年的投资思路,主要有三点:首先认清市场,其次顺应主要趋势,再次重视减少失误。

认清市场

回顾2018年,在国内流动性收缩和外部扰动的双重压力下,A股基本一路下跌。2019年伊始,导致去年市场大幅下跌的两大负面因素都发生了好的转变。首先是较为宽松的货币环境;同时面对外部扰动,国内积极出台对冲政策,投资者的心理承受能力也在增强。今年的流动性改善和投资者的信心回升是有助于提高市场估值的。此外,今年影响A股最大的因素还是海外资金持续流入对A股进行了估值重构,资金更加倾向于行业龙头以及消费医疗等板块。散户的减少、养老和海外基金比例的增加,更加强化了市场结构性行情的趋势。

此外,几大阶段性机会也脉络清晰。一季就是流动性大增带来的市场快速反弹,其中券商和创业板涨幅靠前,以4月份货币调控适度收紧为转折点。二、三季度外部扰动反复,在经历了开始的惊慌之后,市场迅速找到了科技创新和自主可控两条主线,而科创板的开市更加激发了投资者对科技板块的做多热情。

顺应趋势

年初反弹中,宝康灵活配置基金高仓位配置了创业板和券商,并在市场高点进行了减仓应对。二季度又阶段性地把握了养殖板块机会。三季度以来主要在医药、白酒、电子半导体三个板块中选股和持仓。三季度以来,核心资产的戴维斯双击主要来自两方面:第一,今年的医药、白酒龙头股票的盈利一直维持在较高的景气水平,中报之后还有业绩上调的趋势;第二,海外资金流入对消费医疗等板块的估值提升帮助明显。

三季度之后,随着苹果和华为手机的周期性恢复,加上半导体和5G的高景气度,也重仓了电子和半导体,基于过往在科技板块上的研究积累,基本抓住了其中的龙头企业。

减少失误

决定木桶容积的不是最长的那块板,而是最短的那块板,投资组合管理何尝不是如此。失误分两种,即有意识的失误和无意识的失误。主动选股型基金买到不理想的股票,这种事情比较常见,笔者称之为“有意识的失误”,这无法避免。相比之下,我们更需要避免的是“无意识的失误”。何为无意识的失误?回顾过去,哪些板块是长期超额收益的来源?我们会发现是家电、白酒、医药、银行等盈利稳定的行业。

过去笔者的组合明显倾向于电子科技,而轻视家电白酒等消费行业,导致这类长期持续增长的股票在我的组合里的配置并不高。常常在我们用尽全力去寻找那一两个超乎寻常的牛股之时,却错过了那些本应该拿到手的收益。这三年,笔者努力在医药白酒等消费板块中加强学习,提高持仓比例,并取得了不错的效果。定期观察和研究市场的主要矛盾,预判和顺应市场趋势,检查和总结组合的平衡性和持续性。