

相信常识和逻辑

寻找具备优势的持续增长型公司

□广发基金 邱璟昊

作为一名公募基金经理，对于证券研究与投资，笔者更多的是相信常识、客观数据以及由此形成的逻辑判断，专业知识更多的是作为辅助理解而用。因为复盘历史，我们可以看到，很多牛股的核心驱动因素往往都是非常简单的逻辑，普通投资者依靠常识就能做出判断。其中的难点主要在于领先或者同步于市场从万千个矛盾中找到这个主要矛盾，并且坚定持有。作为一名职业投资者，最主要的工作就是“辨别噪音”，把握长期的主要矛盾。

选择优势增长企业

在笔者的投资框架中，优势增长的企业分为两类，第一类是企业具备一定的行业地位，经过多年的经营，积累了一定的壁垒和竞争优势，是细分行业的头部企业之一。这些公司的管理层比较优秀，公司增速比较稳健，略快或大致等同于行业增长，且在可预测的时间维度内，仍将维持这一增速。笔者将其称之为稳定增长型公司，这一类公司的研究重心要放在细分的赛道以及公司能否维持或者增强现有的护城河。

第二类是经营反转的公司。这类企业过去经营遇到一定困难，但公司所处细分行业仍比较有吸引力（行业增速高于GDP的增速）。虽然没有成为行业领军者，但是公司历史上做了一定的资本开支或者品牌建设，已建立一定的壁垒；同时，公司基本面正在发生一些变化，比如更换了更加优秀的管理层，或者行业迎来了更快增长机遇，抑或是二者兼而有之，并且有一段时期的定期报告展示出这些迹象和端倪。这一类经营反转的公司业绩



增长有可能大幅超出行业增长水平，笔者将其称之为快速增长型公司。当然，经营反转型公司业绩增长的持续性不如稳定增长型企业。因此，这一类公司的研究重心除了所处的细分行业之外，还需要侧重研究未来在可预期的时间维度上增长的持续性，其中一个重要原则就是“符合逻辑和常识，且可解释”。

定性研究与定量研究相结合

如何在海量的上市公司中找出优势增长型企业？笔者的方法是结合定性和定量研究综合判断。定性研究的主要工作就是找出影响上市公司基本面的主要矛盾，并且研究与此相关的核心变量，选出雪道长（好赛道）且湿（竞争力突出）的标的。定性研究看上去简单，但实际上是由大量的定量研究作为支撑。

定量研究的主要工作是判断公司的盈利能力、盈利质量和盈利速度。盈利能力主要研究上市公司毛利率、ROE、人均创收

等；盈利质量主要是对企业现金流、研发支出、应收/预收账款等财务指标进行分析，来判断公司的商业模式、竞争壁垒以及经营的可持续性。盈利速度则主要关注收入/利润YOY、商誉等，以此评估要研究公司的收入和利润复合增速。

当然，所有的研究工作都不能脱离行业。因此，还需要深度理解行业的特性，把握行业的脉搏，对行业间的竞争对手，以及产业链的上下游企业都需要认真研究，多重验证，以免研究过于单薄，正所谓“兼听则明、偏信则暗”。

此外，研究的目的是为了探寻客观世界的真实性而并不是寻找一个结论，更多的研究工作在于发现主要标的公司及其相关行业的变量，然后寻找之间的逻辑关系，结合常识做出判断。其中，股价并不是决定因素，尽管一定程度上股价的趋势性变动可以揭示某一规律，但是对于笔者而言，做出判断的依据主

要是基本面的变化。

专注在能力圈内寻找Alpha

笔者对自己过往4年的持仓进行梳理发现，自己喜欢在景气度最高的资产板块（ROE快速提升期）寻找具备优势且业绩持续增长的公司，然后买入并持有，分享公司由业绩驱动带来的市值增长的果实。不可否认，每个人都有自己的能力圈，做投资研究更是如此，因此，清楚地认识到自身能力圈范围，不去越界做判断和决策，就会将损失减少到最低，这也是巴菲特反复教导我们的“能力圈原则”。结合自身的知识结构和研究积累，笔者将主要精力聚焦在医药、食品饮料、TMT等行业，通过上述的方法深入研究与挖掘，寻找最优质的成长股。

之所以聚焦上述几个行业，主要是基于两方面考虑：一是因为医药、食品饮料、TMT等行业的长期成长空间广阔，它们的商业模式比较好、行业景气度比较高、增长的确定性比较强、受宏观经济等外部因素的影响较小，符合雪道长（好赛道）且湿（竞争力突出）的特征。

二是自己对这些行业比较熟悉。笔者拥有8年生物、化学、医学的专业背景，2009年毕业后有近6年时间负责医药行业研究，在医药领域具有一定的积累，也对行业的长期前景充满信心。以生物医药行业为例，该行业占中国GDP的比重不到5%，在美国的占比是20%。中国医药企业经历仿制药的红利后，开始进入向专利药转型的过程，未来的行业占比会持续提升。从美国的发展经验来看，生物医药行业的增速通常是GDP的2倍，即行业增速能超过10%。在保持较高增速的行业中，选出符合增速超过30%的企业，成功概率更高。

布局新产业趋势下的优质龙头



□农银汇理基金 张峰

一季度流动性拐点带动春季行情，科技板块全面反弹；二季度盈利稳健的消费、医药集中抱团取暖；三季度以来，以5G、华为产业链为代表的科技股表现卓越。市场头尾分化，核心消费、医药和科技股持股集中度不断提升，机构重仓股赚钱效应显著。笔者长期看好新产业趋势带动下科技股的未来空间。

追求中长期优异回报

回顾过去三个季度的操作，我们坚持以业绩稳健的核心白马价值股为底仓，超配产业趋势向好的新能源光伏、5G华为链等成长股。秉承“自上而下”行业配置，结合“自下而上”交叉验证的投资策略，基于中长期产业方向选择优质龙头企业的投资逻辑贯穿始终，为基金管理带来了中长期稳健回报。

站在当前时点，今年表现突出的科技、食品饮料及医药板块都存在一定估值偏高问题。看好科技与消费的长期投资机会，但估值的提升并非是一个无止境的过程。在当前环境下，如果短期再快速上涨20%—30%，就需要警惕明年的涨幅是否会提前透支。如果这些板块可以用时间换空间，依然是我们未来长期看好的产业方向。

从个人投资角度，笔者更偏好以优选行业为主，首先要考虑是否符合宏观预测，产业趋势是否清晰。通过宏观经济和流动性判断，结合分析产业逻辑确立行业选择，然后在产业趋势主导下选择中期投资机会，再通过对比行业内主流个股业绩的跟踪验证来判断、确认产业趋势。在确认趋势性机会后，优选其中的龙头企业并重仓持有。

做投资更重要的是要以相对长期的眼光来布局，但如何真正做到长期投资？笔者认为，第一要买入好的资产，第二不能在特别贵的时候买入。具备这两点才可能真正成为长期投资者，否则如果买的时候估值已经偏贵、仓位又比较高，就会被迫变成短期投资行为，面临较大的风险敞口。

做多窗口仍将延续

多维度估值比较，A股具备较优的全球配置性价比，以外资为代表的长线资金流入可期。中观层面，新产业趋势仍在形成途中，相关企业仍然具备业绩、估值双升的机会。

首先，虽然9—10月CPI连续两月升至3%以上，引发市场“滞胀”担忧，但从经济走势看，市场的担忧情绪有望减弱。流动性方面，央行11月调降MLF、逆回购利率表明货币并不会因结构性通胀出现根本转向，流动性保持在合理水平。经济层面，9—10月信贷社融增速保持平稳，实体需求并未失速下滑，基建、消费仍有上行空间。

其次，从大类资产配置角度来看，A股性价比比较优。当前A股（非金融）整体估值在2010年以来的47%分位，沪深300、创业板指也均在中位数附近；上证红利股息率4.5%左右，相较3.2%水平的十年期国债有明显配置价值。

今年外资延续2017年以来持续加仓态势，前三季度累计净流入1824亿元。11月MSCI进一步上调A股纳入因子比例，并纳入中盘股，中期有望带来400亿美元增量资金。10—11月，外资持续增配A股，净流入超600亿元。除外资之外，银行理财子公司、保险等长线资金受制于非标资产收益率降低，预计也将增加对股票的配置。

在投资策略和选股思路，未来将依然以“自上而下”的产业趋势为主线，长期看好新产业趋势带动下科技股未来的空间。行业层面，中长期继续看好新科技、新消费和新服务方向，包括消费电子、计算机、光伏、教育、化妆品等行业。

长期来看，我们将践行一以贯之的投资理念，兼顾投资标的稳健性和成长性，重视研究，强调基于中长期产业趋势的投资，努力为投资者获取持续稳定的超额回报。

在不确定性中寻找确定性

□清和泉资本董事长 刘青山

2019年，中国A股迎来一轮结构性行情，大量外资涌入，机构投资者迎来春天。在这样内外复杂的新形势下，如何去伪存真，在不确定性中寻找确定性，是值得思考的问题。笔者认为，从宏观背景来看，经济换挡、利率下行、逆全球化是目前市场三大趋势。

今年市场特征及驱动因素

回顾今年的行情可以分成三个层面：一是来源于2018年极端悲观行情的估值修复；二是来源于2019年估值扩张；三是来源于2019年业绩增长。这里涉及“一个基础”和“两个驱动”。“一个基础”是年初估值极为便宜。“两个驱动”是政策+科技。市场结构分化也非常明显，消费出现很多机会，实现了戴维斯双击，主要受益于行业集中度的提升，使得其盈利能力有所加强，市场地位更加稳固，比如白酒和调味品领域；而TMT多数以政



策驱动为主，当然也有一些龙头公司在越做越强，比如消费电子领域。

此外，目前国家对创新研发的投入已经到了落实阶段，外部的冲击促使我们要增加竞争力、加大研发。过去二十年来中国在研发的投入，从占GDP的0.7%提

高到2.2%，这种研发投入必然带来更多投资机会，反映在投资标的结构上，在成长股、科技股中，很多有创新能力的企业走出了一波行情。

逆全球化势头不断升温

目前三个确定性的宏观环

境：第一，经济处于增速换挡过程中；第二，利率处于下行通道中；第三，逆全球化势头不断升温。因为逆全球化会导致谁拥有统一的、单一的市场谁就有话语权。

笔者详述一下逆全球化：全球化和逆全球化是相互交织构成轮回的，过去100多年经历了三轮周期，目前处于第三轮周期中。本轮周期的全球化开启于20世纪80年代，标志是新技术革命的兴起，结束标志是2008年全球金融危机，对应着全球的平均关税从10%左右下降到了5%上下。而目前处于逆全球化过程中，全球平均关税有缓慢抬升的势头，这是周期的轮回。在全球经济没有找到新的增长点的背景下，这可能就是个长期的过程。

这种条件下，谁拥有一个统一的大市场，谁就在全球经济中占有强有力的地位。如果投资者能够认识到这一点，将会是中国市场未来很重要的信心修复。