

把握供需格局 重视高ROE企业

□广发策略优选混合基金经理 罗洋

回顾2019年,A股市场为投资者带来较丰厚的回报,截至12月20日,沪深300指数上涨33%,偏股混合型公募基金平均收益率为42%。

按申万一级行业分类,28个行业中有26个行业今年上涨,涨幅靠前的有电子、食品、家电、计算机四大行业,仅钢铁、建筑行业微跌。表现较好的行业分别代表了两大类主流的投资逻辑,第一类是长期高ROE方向,代表行业为食品、家电;第二类是ROE有改善趋势的方向,代表行业是电子、计算机。

笔者认为,这两类投资逻辑分别代表了两大类不同的投资价值观,贯穿A股投资始终。这两大类投资逻辑并不矛盾,只是不同投资者结合自身的研究积累建立适合自己的投资理念和能力圈。对笔者而言,第一类是组合投资的核心基础,第二类是增强组合弹性的有效补充。

重视高ROE企业 做时间的朋友

历史数据显示,食品饮料、家电作为长期高ROE方向的代表,长期复合回报率较好。投资者在选择这类公司时,核心投资逻辑是寻找可持续的经营模式,有护城河的公司,享受长期稳定的复利。不过,笔者想讨论的并不是怎么选这一类公司,因为这类公司通常市场已经帮我们做出了选择,一提公司名字就耳熟能详,市场的分歧不在公司本身的好坏,而是估值是否偏高,行业景气度是否偏弱。笔者认为,对于这一类公司,应该设立很高的卖出标准,做时间的朋友。

首先,从估值的角度分析,假设我们认为一家公司25倍市盈率是合理估值,简单测算一下,如果未来5年的复合收益率还有16%,这个收益率是可以接受的。而如果未来5年的复合收益率低于10%



则会考虑卖出,此时的估值水平会达到39倍以上。

其次,从成长性的角度分析,食品饮料、家电等大消费板块的白马企业具有规模大、盈利能力强、护城河更深的点,增长的确定性更强。他们往往在某些领域拥有独特的比较优势,例如,多年深耕带来的品牌优势,巨大研发投入带来的技术先优势等。基于自身的核心竞争力,这些公司基本面出现风险的概率更低,保持稳定增长的概率更大,拉长长时间看收益率更高。

第三,从景气周期的角度分析,不可否认任何行业或公司都是有周期性的,但是从景气波动的幅度或概率上讲,好赛道中的好公司要远优于一般的公司。比如食品饮料行业的一家龙头公司过去10年每年利润都保持正增长,家电行业的一家龙头公司过去10年业绩仅1年业绩下滑,表明这类公司周期波动较小,如果把短期景气度作为决策的主要依据,胜率不高。

综合来看,A股市场中长期优质的公司其实是非常稀缺的,在绝大部分时间它的风险收益比都要好于现金或其他资产,做出卖出的决策时需要很谨慎。

以ROE改善趋势方向增强弹性

与食品饮料、家电不同,今年表现非常亮眼的电子、计算机板块,属于第二类ROE有改善趋势的方向。投资这类资产的核心逻辑是寻找企业经营的边际改善,主要是供需格局的变化,比如需求的扩张或者供给的收缩,其中需求的扩张还可能引起估值提升的“戴维斯双击”,享受阶段性高景气。供需缺口需要具有一定的持续时间才有投资价值,如果短时间就能恢复供需平衡则交易价值不高。

对于ROE有改善趋势的这一类投资逻辑,笔者认为,确定性是关键,因为供需格局或者景气周期是不断变化的,市场永远不缺高景气度的行业公司,但是要确保高胜率才是高效率的投资方式,否则投资的性价比不高,甚至有亏损风险。高胜率一方面是建立在股票合理的估值安全边际上,另一方面则需要对产业规律有很深的理解。这要求基金经理要构建自身的核心能力圈,在能力圈范围去挖掘这类公司的机会,往往胜率比较高。当然,研究平台的支撑也很重要,可以不断帮助基金经理去及时更新信息,做出正确的判断。

展望2020年,或者往后看更长的时间,笔者认为,投资仍将从上述两类投资模式中寻找机会:以长期高ROE方向作为组合的核心基础,以ROE改善趋势的方向作为增强组合弹性的有效补充。在宏观经济增速保持相对平稳、货币环境相对宽松的背景下,笔者预计市场仍将是结构性的投资机会。站在当前时点来看,代表长期ROE方向的第一类公司仍有很多估值处于合理范围内的品种可以选择,长期持有仍可以享受稳定的复利;代表ROE趋势改善的第二类公司2020年也有很多确定性景气度往上的细分领域,基于自身的能力圈去投资,也有望获得不错的回报。

采用“增强GARP”策略选股控制回撤



□光大行业轮动基金经理 董伟伟

在成长股投资中,“合理估值下的成长”,即GARP策略是被广泛运用的策略,具有较好的风险收益比。在此基础上,笔者在传统GARP策略上加了三层约束,一是嵌入成长曲线形态,优先选择景气加速的行业或公司。二是更多地考虑“市值空间”。这种投资策略,笔者称之为“增强GARP”策略。

展望2020年,笔者认为,在全球经济放缓的趋势下,中国经济已经从高速增长阶段过渡到高质量发展阶段,总体将呈现行业结构分化较大的特点。因此,需要选择那些符合高质量发展要求,有助于提高经济全要素生产率的方向作为优选方向。其中,以5G及其应用产业为核心的科技成长股是笔者最为看好的赛道。

看好科技股回调后机会

在笔者看来,虽然近期科技股在经过短暂的调整后又持续上涨,但我们仍然对明年科技股的表现寄予厚望。虽然不排除明年一季度因为基金考核期的结束和其他的一些原因科技板块可能会有所回调,但笔者仍看好科技股回调后的投资机会。未来的成长股行情,笔者主要看好:创新成长,以5G及应用、创新药、半导体、云计算等为代表;传统成长,新能源汽车、光伏等。

从产业发展的视角来看,未来2-3年,笔者最看好的是以5G及其应用产业为核心的科技成长股的行情。5G及其应用产业未来有很多机会。一是未来2-3年5G基站投资或大规模启动,有望呈现爆发式增长;二是中国在5G产业上具有全球比较优势,包括在标准制定、专利数量、产业配套能力和市场需求等方面,这使得中国企业更能享受行业景气度提升的红利;三是5G由于高带宽、低延时、多连接等特点,其应用场景远大于前几代通信技术,包括工业互联网、物联网、超高清视频、AR/VR、智慧城市、云游戏等,应用范围广,市场容量大,投资机会多;四是随着中美科技领域的碰撞逐步增多,中国发展科技的决心更加坚定,未来一些关键设备和元器件领域的国产化替代进程将加速。

采用“增强GARP”策略

在具体投资框架上,笔者主要采用投资理念指导下的三位一体的投资框架进行投资。具体而言,投资理念可概括为合理估值下的基本趋势。三位一体的框架指的是:投资决策系统、风控系统和心态的三位一体。投资决策系统是:行情研判系统和投资操作系统。而笔者在投资操作系统中所使用的正是“增强GARP”策略。

传统的GARP策略有三个特征。第一,用合理或者低估价格买入稳定成长。第二,传统GARP策略更多偏好稳定成长而非高速增长。第三,该策略强调的是复合收益率概念。

笔者认为,传统GARP策略的问题是,过度看重成长的稳定性,往往会错过景气度向上,高速增长的企业。因此,笔者所采用的“增强GARP”策略主要有以下两个方面的改进。

首先,在传统GARP策略的基础上迭代了成长曲线概念。通过深入的基本面研究,在企业成长曲线比较确定的情况下,选择符合条件的公司。若能在公司进入业绩增长加速形态的中前期介入,或能获得比较明显的超额收益。

其次,更加强调市值空间。市值空间是基于公司未来2-3年进入稳定成长期后,能给予多少的合理估值。即使一些公司短期业绩增长加速,但如果市值空间不大也较难长期带来超额回报。

总的来说,笔者所采用的“增强GARP”策略分为两个核心步骤。第一步,寻找高速成长的行业和公司,特别是增长曲线加速的;第二步,对公司的估值和市值空间进行计算,并且对公司的质地进行分析。

当然在实际的投资过程中,成长股本身的不确定性和爆发力使股价产生大幅波动的可能性较高。笔者非常清楚产品的波动会极大影响着持有人的体验。因此,在实际操作中会通过以下四种手段去平滑产品的波动率。

第一,应对性的择时即仓位管理。笔者认为,择时不是提前预判,而是当发生一些事件的时候做一些动作;第二,制定严格止损、止盈策略;第三,进行个股的波动操作,在市场波动较大的时候,或去进行逆向操作;第四,尽量去选择高质量的上市公司,因为从历史经验来说,ROE更高的公司长期来说回报更好,回撤更小。

展望后市,笔者将通过宏观形势的判断和政策的研究,选择出一些中长期前景较好的方向和行业,并在行业内使用“增强GARP”策略进行个股选择,把握结构性投资机会,以期持有人带来长期、稳健的回报。

利用ESG手段追求价值投资大概率事件

□浦银安盛基金 杨岳斌

追求大概率事件一直是价值投资者追寻的目标,价值投资大师巴菲特为我们提供了一个回报期望公式能够具象化这一大概率事件。即:回报期望值=投资成功的概率×成功后盈利的幅度-投资失败的概率×失败后亏损的幅度。当这个回报期望值大于0时,从概率上来说才是值得投资的。当回报期望值小于0时,从概率的角度看,价值投资者就不应该出手投资,则应该回避该项投资。

除此之外,概率论中的贝叶斯公式也能够帮助价值投资者不断验证核心投资逻辑。贝叶斯公式可以看作是:新信息B出现后A的概率=A的概率×新信息B带来的调整。

在具体运用价值投资的过程中,投资者一般会基于前期研究对个股有预设的价值判断,这个判断隐含着先验概率,随着投资中不断接受关于个股的新信息流,会不断动态调整对个股的价值判断,即调整后验概率。如果由于信息流入使后验概率较之前增加,进而导致期望回报值进一步上升,那么应该坚守这一投资逻辑和价值判断。反之,若信息流入导致后验概率较之前下降,或是之前价值判断的前提条件不在了,那期望回报值下降甚至为负值,投资者此时就应该依据大概率判断,减少或者退出这一笔投资。

资本市场是一个价值发现的公开市场,如一盘棋局,充满了各方价值博弈。价值投资者在投资的过程中如果遵循巴菲特和贝叶斯的大概率逻辑,再凭借自身对投资标的长期观察的专业判断,大概率可以分享上市公司发展带来的合理收益。

在运用贝叶斯模型进行投资价值的判断过程中,输入的信息质量尤为关键。



模型的有效性高度依赖输入信息流的质量。而且上述公式中的参数设定也需要根据投资者的主观判断,如上市公司商业模式、管理层能力等,不过百川归海最终都归于对投资标的的长期价值进行判断。因此,资产管理机构在做价值判断时,一定要注重信息源获取的质量和有效性。

巴菲特和芒格都反复强调过,“永远要与最靠谱的人并肩作战”。不要和有问题的人打交道,而要多跟信任的人合作。在国内外的资本市场中,有部分机构会发布、传播一些虚假、低质,带有误导性的信息,令投资者在价值判断过程中产生明显的错判,造成资金使用的浪费,不利于资本市场的有效性和规范化。

为了筛选最靠谱的人,避免投资者受到误导,我们将ESG理念融入了价值判断。ESG(Environment, Social, Governance)投资理念近年来方兴未艾,重点关注环境、社会责任和公司治理对公司投资价值的影响。ESG给价值投资者提供了财务数据以外的增量非财务信息,有助于更好地检验核心投资逻辑。另外,财务

数据与非财务数据应该有协同性,当发现两者背离时,可以将ESG提供的非财务信息作为辨别财务数据质量的依据之一。

“安全边际”是巴菲特的老师格雷厄姆提出的一个重要理念。在价值判断过程中,即使出现极小概率的风险事件,也有可能对投资带来毁灭性打击,出现巨大本金损失,这些风险是价值投资者应当回避的。注重安全边际,规避最坏条件下可能带来的本金损失,其中很重要的手段是通过对个股的深度研究来防止毁灭性风险事件的发生。关于ESG的信息由国内外主流机构提供,注重数据的真实性、有效性。能够帮助我们运用模型对个股价值进行动态判断的过程中,借鉴增量的非财务数据信息,对于投资标的的前验概率加以验证。

因此,在实际运用ESG理念进行投资管理时,我们发现运用“负项筛选”的原则,可以更加有效地帮助投资者“避雷”。长期无视社会责任、环境责任、公司治理不佳的公司,一味追求股东利益的公司发展模式是不可持续的。因此,可以通过ESG“负项筛选”的方法将他们筛出选股池。我们在投研实践过程中,也借助这一原则多次避免了部分上市公司因为中药注射剂、滥用抗生素、上市公司高管存在道德品质等方面的瑕疵而导致的风险事件。

在《穷查理宝典》中,芒格屡屡提到“多元思维模型”,他提倡要不断学习多学科的知识来形成一个思维模型的复式框架。价值投资者在投资的过程当中也需要建立多元思维模型,跨学科学习。在自己的能力圈内寻找特定投资领域问题的答案,就像用一把特定的钥匙去打开特定的一扇门一样。笔者认为,ESG提供了大量财务数据以外的真实信息,应该成为资产管理人掌握的诸多钥匙中的一把,来打开投资中不同的问题之门。