

# 积小胜为大胜 守候价值回归

广发睿毅领先基金经理 林英睿

投资追求的目标就是资金的长期复利增长。结合自己的研究和投资实战,笔者认为,持续的正回报才是复利得以体现的最坚实基础和生存土壤。基于此,“先不想大赚多少,而是先想着不亏钱”是笔者投资的出发点,也是在投资决策中的自我要求准则。

在具体实践中,笔者会对市场变化保持持续的关注度,尊重和敬畏市场;重点投资A股中周期企稳向好行业以及有可持续性成长行业里的优质公司,紧密跟踪和把握市场变化趋势,适度动态调整,试图构建一个稳健向上的净值曲线。

成功投资各有不同 失败投资千篇一律

笔者认为,成功的投资各有各的不同,而失败的投资却是千篇一律的。从海外长期战胜市场的投资者框架和行为来看,我们可以发现,通往成功的道路其实有很多。例如自1977年到2016年,巴菲特在近40年时间取得年化10.8%的超额收益,其中3.4%来自高质量,2.6%来自低风险,1.2%来自低估值,余下3.6%来自其他,比如低成本杠杆以及纯自下而上选股等。巴菲特自己也说,“不管是买股票还是买袜子,我喜欢买打折时候的高质量商品”。

近20年时间实现年化12.4%超额收益的索罗斯说,“我们做的是更早地买入新趋势,并在趋势临近结束的时候做反向投资。”在他的超额收益中,90%以上是来自大类资产或者资产类别中细分股票的趋势动量。而奉行成长股策略的彼得·林奇在13年时间实现年化12.6%的超额收益,其中有60%左右是来自纯粹的自下而上的个股选择。

反观失败或者亏钱的投资者,无论是投资股票、基金或者其他资产,却仿佛有一些相同的行为,比如抑制不住交易冲动追涨杀跌,对资产的研究不够深入却又想一夜暴富等。市场是一面镜子,不仅反映了基本面情



况,更反映了人性在面对波动时的原始冲动。市场交易的并不是未来,而是对于未来不确定性的不同认知。而面临不确定性时,人类那种原始动物精神的大幅波动,可能也正是亏钱的来源。

由于投资者的成长经历、知识积累、个人性格等不同,难以有一条适合每个人的康庄大道。我们至少不要选择肯定到不了终点的那条路。这也是笔者投资框架的出发点。

要想战胜市场,即战胜大部分的市场参与者,意味着要敢于与市场主流在一定阶段有部分偏离。落实到行业、公司研究以及具体交易决策时,笔者会特别关注标的资产是否有正的预期回报,对应的风险大致如何;在多长时间周期内能够实现这个回报,相对各类资产收益率来看是否划算;这个决策是否有可复制性。

低估值领域“淘金”

基于基本面研究驱动的投资方法,可以分为价值投资和成长投资。前者的目标

是判断证券的内在价值,并在价格偏离内在价值时买进或卖出证券。可见,价值投资的前提之一是低价,我们会着重考察收益、现金流、股利等来评估企业的内在价值,并在价格足够低时买进,耐心等待价值回归带来的回报。

作为一位价值型选手,笔者的投资策略是从暂时不受市场关注的“冷门”领域“淘金”,寻找价值被低估的公司,在风险可控的前提下,获得价值回归带来的高收益。这样的投资思路,其实就是“积小胜为大胜”。如果我们能选出一批当前价格低估值、面临底部反转的企业,业绩改善叠加估值提升,两年实现30%以上的收益并不难。

基于此,笔者倾向于自上而下寻找边际改善的5-7个行业。在行业选择上更倾向于底部反转且具有持续性的周期行业,或者未来两三年能够持续保持较高增长的稳定成长行业。当然,重心会放在市场关注度暂时不高的方向。我们会去观察行业或公司是否发生变化,如行业整体供给或企业应对方式等。从低估值、高质量、低波动、管理层等因素进行综合考虑,选出一篮子股票。

抓住机会,在价格低于价值时买入。从过去几十年的市场表现来看,价格总是围绕价值上下波动,据此行业和公司可分为价值上行、价值平稳和价值下滑;按市场情绪有两种状态,即市场追捧和市场忽视。经过前面两道工序,我们优选的方向是被市场忽视的价值上行,通常这类标的短期下跌空间已经非常有限,我们可以在控制风险的情况下耐心等待市场重新定价,进而获得中长期的正回报。

对笔者而言,以低于价值的价格买进是所有可能的投资获利途径中比较可靠的一种。只要我们对企业的内在价值估算准确,敢于以低于内在价值的价格买进,那么何时上涨以及市场中其他投资者的反应都无需过多考虑。这其实就是《孙子兵法》所说的“先为不可胜,以待敌之可胜”。

给科创投资赋予时间加成



浦银安盛基金 褚艳艳

当前全球疫情形势严峻,世界金融市场经历了一场地震。不过笔者认为,在投资过程中,短期、长期的时间阶段需要有明晰界定。短期的市场充满变数、波动与不确定性,四处追击很容易迷失方向;而长期投资的发展趋势确定性是较强的,认准了方向性问题之后能够获得长期收益。正是基于这样长期的眼光,我们拥有长期信心。纵观发达国家历史,结合当下我国经济结构动能新旧转换背景,笔者认为,既要置身当下,也要看清未来,才能有助于树立产业发展投资逻辑,科技创新就是一条较为清晰的投资主线。

近年来可以看到,战略性新兴产业、装备制造业等行业的工业增加值明显高于传统产业,一大批优秀的创新企业正成长起来,未来这样的趋势会更加明显。今年以来,5G、数据中心、医药生物、工业互联网等发展趋势明确。同时云计算、云服务等新科技的发展也说明,面对疫情压力,创新经济的长期趋势不仅不会减弱,反而会进一步加强,甚至是创造新需求。

从产业层面来看,国产替代与自主可控的大方向明确清晰。特别是在5G新一代通讯技术引领下,“新基建”正处于建设的起步阶段,有望复制4G的进程,但包括的领域更加广泛,从上游设备采购到资本开支加大,都验证了本轮市场风格趋势的确立,资本市场已经对这一趋势予以积极回应。政策支持叠加产业景气,共同助力本轮的科技创新周期。

当前外需的不确定性升高,而中国的内需市场相对强劲,消费升级支持科技创新领域各个子行业蓬勃发展。中国企业在消费电子、智能制造等多个细分领域融入全球产业链,进入“工程师红利”阶段,如5G、移动互联网、云计算、新能源汽车等领域具备国际竞争力。

从流动性来看,春节后人民银行释放流动性对冲经济下滑风险,为保证经济稳定增长提供支撑。货币宽松导致资本市场流动性充足,资金配置优质权益资产的诉求正在逐步增强。

经历本轮市场调整后,A股估值已经进入历史中值下方,在部分子行业甚至偏低估,创业板估值回到过去十年平均值左右,进入长期估值的合理区间,这为我们精选个股长期投资提供了很好的机遇。针对科创投资,由于科创板品种往往都处于企业的快速发展阶段,市场会通过技术预测、市场未来空间、销售扩张速度等角度给出较高的估值水平,但企业的实际盈利释放需要一定时间来体现,而且受市场情绪、投资者的认知水平和前瞻性影响较大,估值的波动也会很大。因此,科创型企业股价具备高波动特征,但长期来说,并不会改变科创投资主线向上趋势。

笔者认为,“科创+时间”是一对好拍档,本轮5G建设周期与半导体周期可能持续数年,封闭式运作更有利于分享产业发展长期红利。科创基金封闭三年时间的运作模式使得基金管理人可以更好地进行长期投资,贯彻投资理念,避免基金申赎带来的组合调整;封闭运作也可以帮助投资者建立长期投资理念,尽可能避免短期情绪化交易,以长期投资平滑阶段性波动,静待时间的美好回报。此外,可以参与战略配售也是科创基金全方位把握科创投资机会有优势。

从科创主题具体的投资标的来看,主线在于发掘中国科技创新领域优秀企业的核心价值,包括新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业的科技创新企业。当未来产业进一步向纵深发展,部分产业会重新定义原有行业特征,如人工智能、云等应用场景不断丰富,科创主题范围的空间将更为广阔。

我们着重看趋势选行业,重点关注空间大、赛道好、符合长期趋势的好行业,如5G、新能源汽车等行业和板块;看品质选公司,重点关注企业持续创新能力、研发能力、“护城河”、盈利能力等。引入行业“微笑曲线”的投资方法,发现曲线两端的企业可以享受较好的收益弹性和估值溢价。因此,我们更加倾向于寻找在行业微笑曲线中处于有利位置的科创公司进行投资,抓住最受益的品种,力争以时间的加成收获丰厚的收益回报。

## 布局ETF产品 捕捉新能源汽车市场机会

平安基金 刘俊廷

电动车或者纯电动汽车,其出现的历史其实已经有一百多年了,世界上第一次电动车研究是由匈牙利工程师于1828年在实验室完成,第一辆实际制造出来的电动车是由美国人在1832年制造的。因此,在很多人的认知里面,燃油车与电驱动车的本质都是车,区别只是提供动力的系统。如果仅仅是这个变化,那么孤立地把汽车动力从燃油转为电力并没有太大的意义,也称不上革命。

但从笔者近年来的研究经验来看,新能源汽车行业发生的变化远远超越了动力系统的差别。那么,以现在能观察到的产业变化,我们应该如何预期新能源汽车行业的变化,笔者认为,新能源汽车正在经历一个从产品进化到一个系统,并最终演进为生态的革命,而电动化是其最重要的物理基础之一。

定义汽车新时代

产品端的革命,是性能与美学的双重飞跃。性能上,电机将与内燃机拉开本质的差别。由于半导体技术近年来的巨大发展,从晶闸管、MOSFET到IGBT的大规模商业化,电机系统的整体性能得到了前所未有的快速发展。从产品美观上,电动平台为汽车美学的颠覆式创新奠定了基础。由于汽车内燃机、变速箱、油箱的存在,传统汽车无法做出大的变化。但电动平台的到来,给汽车美学的基本框架埋下了颠覆性变化的种子,巨大的发动机和变速箱消失,取而代之的是体积精简的电机以及布局非常灵活的电池系统。汽车的美学会进化成怎样的新形态值得期待。

系统的革命,将定义汽车新时代。汽车未来将是一个移动的超级计算机兼数据中心。而新能源汽车或电动汽车时代上半场的第二步,就是服务于这个汽车系统架构。我



们传统的燃油汽车由于内燃机+变速箱控制的非线性及复杂特性,这导致系统开发的难度很大,从更易于建立起完善的超级计算机系统方面,电动化系统也是未来的不二选择。在电动车的浪潮中,越来越多的汽车厂商平台化开始研发自己的产品系列,就和现在的苹果系统、安卓系统一样,其底层的硬件结构将越来越同质化,基于其物理平台的软件将越来越规范化,汽车就具备了持续的可升级能力,也就意味着新能源汽车架构将具备无限制扩张的能力。

生态的革命,则将撬动更大的价值。就像智能手机对于人们的意义远超过通讯设备一样,当基于汽车环境下的应用程序开发存在有无限可能后,汽车对于我们的意义将显著的不同,它更加深度的融入到我们的生活之中,将会给社会和我们的生活带来翻天覆地的变化,电动汽车也将会是一个个有机生态的载体,而不是单独的产品。正是存在巨大的想象空间和空间,它将撬动更大

的价值。

产业优势积累

从新能源汽车的物理基础说起,锂离子电池产业从上世纪90年代初诞生以来,至今已有大约30年时间。从我们的互联网生态系统中,可以看出,中国企业特别善于开发应用场景,能够迅速把车、路和本地生活联结起来,充分发掘其商业潜能。

而回到新能源汽车的投资上,汽车行业历史上诞生了很多伟大市值的公司,我们可以期待这也将在新汽车行业发生。汽车行业对应的是数十万亿的市场,汽车产业和金融产业、医药、消费等行业一样,是一个能够诞生很多伟大市值公司的地方。它有足够的承载力,能够承载一连串大市值公司。即使是一个动力电池产业链,带来的市值空间也是巨大的。

从历史维度上看,可以看到中国无论是在动力电池还是在互联网创业的发展历史上,做了许多的事情,才奠定了在全球整个产业链的地位,也培养了目前中国互联网创业、动力电池产业链中少有的企业家精神的文化。

总体而言,我们的汽车行业正在经历从产品到系统,并最终演进为生态的革命,这个产业刚刚诞生,而这个产业的土壤非常雄厚,能够支持非常多市值的企业诞生。新能源汽车正在带来整个经济的成长和投资机会的涌现,中国在这场革命中大概率会成为最大的赢家之一,只要行业演进和中国产业地位这两个要素不变,那么新能源汽车将蕴含市场未来非常大的投资机会。然而在新汽车行业发展的浪潮中,科技或技术的变化将会非常迅速,同时产业链又将涉及到很多细分领域,因此,布局ETF产品或许是一个非常好的选择。