

把握三大核心要素

追求长期稳健回报

□博时荣丰回报拟任基金经理
吴丰树

近期市场持续震荡,上证综指已在2800点附近徘徊近1个月。股市短期或仍以震荡为主,但从长期来看,目前A股估值位于历史偏低位置,且中国优秀的上市公司未来盈利大概率仍将实现较高速度增长,现在或是股票资产配置的好时机,长期投资机会较为显著。

复利、变化、胜率

经过多年的投资实践经验,笔者发现,在投资中主要有三点最基本,也是最核心的法门,即复利意识、变化思维、胜率原则。

第一,复利意识。作为首要法则,复利意味着投资不是看短期赚多少钱,而是要少亏钱,控制好回撤非常重要。复利还要把握好自己的投资节奏,或者投资周期。每个人的投资周期是不同的,有的人擅长做短线,也有人更适合从中长期出发。只要按照自己所适应的节奏就是正确的方法,节奏紊乱就容易出问题。就笔者个人而言,更偏向中长期。

第二,变化思维。投资是一门把握价值变化的艺术,投资中唯一不变的就是“变”。笔者认为,决定股价变动的因素非常多,按照影响股价周期长短的不同,可以分为三大类:基本面、资金面



和情绪面。其中,基本面决定了股价中长期走势,资金面决定了中短期,而情绪面则更短,是随机游走的。而这些因素都是动态变化的,它们综合决定股价的走势。每位投资者都要存有敬畏市场的态度及保持不断学习的精神。更为重要的是,投资者要形成自己与市场的“预期差”。短期可能体现为一种“信息差”,真正体现实力的是长期预期差,或者叫“认知差”。要对某一些变化因素的把握具有深刻的认知,并以此建立自己的优势和“护城河”。

第三,胜率原则。从复利的角度来看,胜率是股票投资中的重要一环。股票投资不应一味追求“小胜率、高赔率”,而是应该做有把握的大概率事件,在变化中寻找相对确定性。笔者认为,始终把“胜率”放在“赔率”的前面考虑,这就是胜

率原则的核心要义所在。只有这样,才能有效降低本金永久损失的风险,增强投资业绩的可持续性。要做到高胜率,需要相信常识,对所谓的市场共识保持审慎态度。

市场长期慢牛可期

价值投资是可以长期战胜市场的法宝,基于对投资的认识和多年实践经验,笔者形成了价值投资、精选个股、适当集中的投资框架。价值投资者拥有长期复利思维和较强的风险意识,投资时能够恪守股价安全边际,以时间换取空间,力争分享公司成长的时间价值。

今年以来,市场持续震荡。短期来看,市场的震荡主要是基本面和资金面对冲造成。基本面角度最大的影响因素是当下的新冠肺炎疫情,疫情造成了经济短期走弱。就国内而言,

企业盈利会有至少一个季度的负面冲击,预计全年实现正增长压力较大。不过,在流动性比较宽松的背景下,市场出现趋势性下行的概率较低。因此,笔者认为短期市场仍是一个震荡筑底的过程。

长期来看,笔者对市场则较为乐观。首先,当前国内A股估值很便宜。据Wind数据统计,以沪深300指数为例,静态市盈率仅约11倍,市净率约1.3倍,处在历史偏低位置;与海外发达市场相比也较具优势,例如,标普500指数目前静态市盈率仍有20倍左右;从大类资产配置的角度而言,目前沪深300的股息率约2.5%,与十年期国债收益率相当接近。笔者认为,A股已具有很高的配置价值。

其次,从企业盈利角度来看,虽然一季度面临一定压力,但后续几个季度,企业盈利增速应该会在一季度挖坑以后震荡上行。从三年维度来看,笔者对国内企业盈利增速依然比较乐观。笔者认为,疫情终会得到控制,经济不会一直处于走弱的状态。

最后,国内政策层面十分重视股票市场的发展,鼓励发挥直接融资作用,促进经济结构转型升级。而目前中国证券化率水平与发达市场相比并不高。从此意义上看,笔者认为,国内股票市场未来仍有较大成长空间。

从科研到投研的求真之路



□中欧医疗健康、中欧医疗创新基金经理 葛兰

笔者是一名工科生,从清华大学本科一直读到美国西北大学的博士,工科生最推崇的就是科学精神,“须根据事实,以求真理”。后来有幸加入基金行业,从研究员成为一名基金经理,慢慢感悟到投资研究异曲同工,依然是一个基于客观、追求真相的过程。从业近十年,用科学的精神去做每一次调研,通过勤奋铺就的道路挖掘出潜在的投资标的,经历无数的波动曲折、坚守自己的认知判断,通过时间的积淀最终转化为每一位持有人可以共同分享的价值回报,这本身是一件非常有意义的事情。

无论是科学研究还是投资研究,追求真相的道路总是曲折艰难的。初为研究员时,就曾有一位资深金牛基金经理对笔者说过,“在一群聪明勤奋的同行中,取得优异成绩是很艰难的。”笔者深有体会,研究和投资的路上本无捷径可言,在追求卓越的道路上只能更加勤奋,需要独立深度思考。

2012年末,那时笔者还在做研究员,为了调研光伏行业跑到全国各地去做草根调研,几乎一个月没有回家。当时我发现无论是大厂还是濒临破产的小厂都进入最后一轮产能关闭,现在还依稀记得一个小厂厂长说:“做牛仔褲都比干光伏赚钱,再也不干了。”低谷意味着拐点将至,是逆向布局的机会,我把研究结果写入研报中。不久之后,伴随欧美复苏和国内需求的启动,行业拐点浮出水面。

对于长期经营稳健、报表健康的企业笔者都格外关注。2013年上半年的年报披露期,在认真读完每一份年报后,我在一家企业年报的“管理层讨论与分析”部分惊喜地发现,这家公司因增长波澜不惊被市场忽略已久的公司,在公司治理方面出现重大改善,而其所在细分行业也因为医疗体系的改革景气度持续提升。正如当时的研究结果,这家公司从此开启两年10倍之旅。

相比于研究,投资是一项更具挑战的工作,无论是日常的组合管理、风险控制,还是应对突发事件的冲击、市场情绪波动引发的申赎,尤其是伴随管理规模的增大,对重仓股的判断于组合损益的影响往往是巨大的,这些新领域都是在研究员阶段从未考虑的事情。很幸运,笔者的基金经理生涯起于中欧基金。中欧基金坚持为持有人提供长期稳定回报,把投资者盈利体验放在首位。这是一个追求卓越的团队,坚持长期投资、价值投资,这与金牛精神不谋而合。

2017年上半年,在众多上市的新股中,笔者发现一家四、五十亿市值的医药公司,虽然体量不大,但已有品种在欧美等规范市场获批,战略前瞻性可见一斑;公司重视研发,准备了丰富的品种管线计划申报欧美市场,体现出该公司具备国际水准的技术研发生产能力。初识该公司董事长,她精力充沛、神采奕奕,无论清晨深夜、工作还是休息时,只要谈及医药行业,大到行业发展趋势和企业战略,小到技术细节,都会兴致盎然又专业细致。在她的眼神中我看到了不一样的光芒,那是最真实最真切的热忱,而我相信热爱是专业和勤奋的基础。于是,在充分的研究之后我坚定的持有了这家公司。

然而即便是优秀的公司,获取投资回报也不是一帆风顺的。在2018年四季度,医药主题基金的至暗时刻来临。当时“黑天鹅”疫苗风波还未平息,一些政策调整又给行业带来新的挑战。医药板块短期内出现大幅调整,市场对制药企业一刀切地选择抛弃,上市公司股价随之大幅下滑,大批投资者斩仓出局。应该顺应大势尽早离场,还是逆向投资低位加仓?怎样才能最大限度地保存组合收益、保住持有人的利益?虽然承受着净值大幅回撤带来的巨大压力,但因为有了前期的深入调研、缜密分析,笔者在博弈情绪和坚守成长价值的对弈中,选择了坚定持有自己长期看好的标的,整个组合的净值曲线也在经历波谷后,奔向新的高度。

今年有幸获得金牛基金奖项,于我而言既是鼓励又是鞭策。关于投资和研究,其实并没有太多酷炫的技巧,正如金牛精神所强调的“立足客观真实、倡导价值投资”,只有在漫长的时间长河里脚踏实地、勤勤恳恳,才能提升基金产品的持续回报能力。笔者真心希望,可以通过自己的努力奋斗,让基金投资成为人们生活中的一部分,在更长的时间维度一点一滴的沉淀增长,为生活、为未来谱写出更美好的华章。

价值股折价造就黄金买点

□鹏华基金董事总经理 王宗合

强劲的全球刺激政策,一方面正在挽救全球经济于水火之中,另一方面也带来了一个不容忽视的次生性问题——货币贬值持续加速。未来最不值钱的东西或许就是现金,而放眼全球,比现金更优质的资产则少之又少。

基础资产背后往往会有杠杆资产。民众、企业的现金流断裂会带来债务危机、流动性挤兑,进而导致美元流动性枯竭;在美元升值的背景下导致其他国家货币贬值,使外债很高的国家出现外债违约。如果政策调控不到位,疫情带来的短期影响就可能演化成债务危机和流动性危机,进而演化成长期通缩,以至于金融危机可能演变成经济危机。

为什么这种演化在中国并没有出现呢?虽然各国的货币宽松政策和低利率环境不断推升了各种资产的杠杆,使得整个金融体系非常脆弱。但是国内杠杆率相对较低,相比欧美股市,A股、港股市场调整幅度相对较小。目前,我国并没有出现大规模的失业潮、企业倒闭潮,企业、民众复工元素等正循环依然存在,相当于经济按下了短期暂停键,只要暂停结束,经济就会恢复到疫情之前的正常循环之中。

回顾美国过去20年,牛股只产生在特别重要的两个领



域:一是2C端,很多企业不仅仅是面向3亿美国人,而是覆盖全球市场,因而衍生出大量牛股;二是创新端,例如科技、创新药、新材料等。假设一个公司,它既做2C的服务和产品,又包含了创新,这种公司在美国过去20年的市场中表现会极为突出,会成为牛股中的牛股。

那么这两个领域为什么能产生牛股?背后核心的因子有两类:第一,优秀公司的价值来源于成长,无论是苹果或谷歌等,它们的价值都是成长出来的。第二是壁垒,在创新和2C端服务的基础上,容易让企业形成一个长期无法被超越的经营壁垒,同时带有很大的成长性。

相较于美国市场,中国市场牛股的诞生逻辑多了一条,共三方面:第一,2C端的产品和服务。比如白酒、家电等行业价值龙头企业,有14亿人的消

费能力背书,从诞生起就具有牛股基因,互联网端等头部企业也是如此,2C端的产品和服务衍生不断。第二,创新。目前中国的原创创新还有很大上升空间,我们还处在学习曲线的中早期,比如创新药等。在14亿人口的巨大内需支持下,仿制药能够给企业带来巨大的价值空间,这也使得创新药在国内的发展相对缓慢。第三,2B端。不同于美国的是,中国在2B端的发展空间仍然很大。能够以最低的成本、最好的服务、最优的性价比为很大一批企业提供2B端的商品和服务,这类企业成为牛股的概率会相当高。

美国科技股最近10年一直都引领美股走牛,美国有很多优秀的创新企业,但是这些企业近年来确实进入了增长瓶颈。对比中美,笔者更看好中国市场。

笔者认为,所有价值股的折价,都是千载难逢的黄金买

点。在基本面无出现变化的情况下,某个经过深度研究具有投资价值公司股价下跌10%,会是非常好的入场机会;如果跌幅达30%,或是10年不遇的好机会;跌幅超过50%,将是百年不遇的好机会。因为从长期来看,价值股随着其自由现金流、业绩的成长,股价必然会创新高。所以市场的短期情绪很多时候带来的是机会。只有坚持价值投资,我们才能在市场情绪比较低迷的时候找到更好的投资机会和投资时点。

目前,对于一些价值成长的龙头企业,一个季度甚至半年度业绩会受到影响,但长期的成长动力不会改变。而企业的价值正是长期利润和自由现金流的折现,所以这种突发因素导致的下跌,对于真正的价值成长型投资而言,是千载难逢的买入机会。

从目前整体估值水平来看,市场大概处于历史20%的分位,也就是处于历史低位附近。笔者较为关注的首先是消费领域,其次是医药创新、医疗服务,上述领域均有望衍生出投资机会。

但值得警惕的是,机会中同样蕴含风险,投资者面临分辨真正“价值股”的考验。有些企业没有真正强大的核心竞争力,阶段性的市场估值相对较高,疫情带来的供应量、需求的短期影响,可能会演变成长期扰动。