

把握长期成长逻辑

□广发新经济、广发聚丰、广发优势增长
基金经理 邱璟昊

突如其来的疫情给今年市场表现带来较大影响,但拉长时间周期来看,疫情终归会结束,受损的行业也会恢复到正常的经营活动。其中,优秀的企业终会摆脱阶段性颓势,甚至会以更快的增速弥补过去的损失。行业方面,笔者看好云计算、居家消费以及其他有长期持续增长逻辑的产业。

A股结构性机会始终存在

今年前4个月已落下帷幕,以疫情的发展和控制在主要节点,A股波动有所加大。具体来说,一季度市场行情可分为三个阶段:一是国内疫情爆发之前,市场延续去年以来的逻辑,电子、科技行业表现比较好;二是春节前后,国内疫情防控关键阶段,市场规避疫情影响较大的消费、交运等行业,转而青睐云计算、在线服务等行业;三是2月底至今,海外疫情的爆发,使得科技类公司股价下跌,但受益于国内疫情防控取得的积极成效,消费等板块出现反弹。

在此过程中,我们欣慰地看到,很多优质的公司经受住了疫情的考验,业务恢复较快,短期盈利虽有冲击,但是随着复工复产的推进,下半年追回损失可期。表现在市场上,经受住疫情考验的这类公司获得了投资者的信任,股价回到前期高点甚至部分公司创出新高。这就是投资中重要的阿尔法体现。

站在当前时点展望未来,笔者认为,疫情将持续深刻地影响人们的生活、工作与行为。短期来看,经济较难恢复到疫情之前的热度,但政策端持续出台的一些利好政策,包括各种税费减免以及保持宽松的流动性等,这些将有利于上市公司增厚业绩、居民增加消费意愿以及提振市场信心。

就资本市场而言,结构性的机会将始终存



在,尤其是各种“在线”产品将会加速渗透,在以极低成本获得了大批高效流量之后,相关产业链受益匪浅,尤其以云计算为代表。聚集性消费场景的频次可能会有所降低,但是居家消费将会得到快速发展。此外,一些有长期持续增长逻辑的产业仍然有较大投资机会,比如各类受益于“科学家、工程师红利”的研发外包产业,以及受益于市场化程度持续推进、行业集中度提升的其他细分行业等。

先有产业逻辑 才有个股逻辑

股神巴菲特的成功最重要的前提就是“下注美国”,笔者也是如此,最重要的投资理念就是“下注中国”。笔者相信随着勤劳的中国人民坚持不懈的刻苦奋斗,一定会有超越时代的、全球性的伟大公司涌现,因此,“聚焦研究,精选个股,把握长期成长”是笔者的座右铭。

云游戏和VR游戏有望提升游戏板块估值

□融通转型三动力基金经理 林清源

谈到游戏板块,A股投资者很容易联想起2013—2015年的手游“过山车”行情,对游戏行业的认识也停留在项目制、生命周期短、品类更新迭代快的印象,这些认知也一直成为压制游戏板块估值的重要因素。A股游戏龙头公司的估值也从2013年的70倍市盈率下滑到2020年的25倍市盈率附近。当然估值是个艺术问题,不同的宏观背景和行业发展阶段对估值有重大的影响。有趣的是美国的游戏公司处于成熟期,但美股游戏公司的市盈率要更高些,而且游戏龙头公司股价屡创新高。对比中美游戏行业差异,同时复盘中国手游行业发展历程,我们认为A股的游戏公司仍有较大的成长空间。

2011年,苹果推出iPhone 4S,这也是乔布斯的最后一代产品。这一年,中国手游行业在智能手机的普及带动下,呈现爆发式增长的态势。短短8年间,中国的手游市场规模扩容了100倍,从2011年的17亿元增长到2019年近1700亿元,而增长的驱动力也从早期的用户数量驱动和流量红利,发展到品类创新和ARPU值提升。

总的来看,中国手游行业发展阶段经历了以下几个阶段:

2012—2015年,以休闲和卡牌游戏主导的阶段。这时受制于智能手机的处理能力和3G网络的限制,手游产品和端游差距较大,社交因素也较少,更多是以排行榜形式和社交关系网结合。

2015—2017年,中国手游行业进入重度手游阶段。4G网络普及,同时智能机也进入以iPhone 6为代表的大屏时代,过去无法在手机端展示的MMORPG(大型多人在线角色扮演游戏)和MOBA(多人在线战术竞技游戏)的手游产品开始陆续上线,游戏玩家也从玩游戏变成了玩社交。

2018年,行业进入整合期。因审批机构改革,2018年行业版号停发接近一年,行业增速



接近停滞,大批中小游戏公司退出市场。

2019年,行业规范后重启征程。游戏版号重新发放,但是版号数量大幅下降。2017年以前,每年发放近万个游戏版号,但是2019年只发放一千多个游戏版号。而之后游戏畅销榜排名相对稳定,公司集中度进一步提升。

从过往8年的手游历程看,供给侧收缩,也就是游戏公司往龙头公司集中的趋势是明显的,这种向龙头公司集中的驱动因素有两个。一个因素来自版号政策的收紧,国内手游产品只有在取到版号后才能在应用商店上架,可以观察到2019年后版号审批数量明显减少。在目前网络环境下,内容的合规性仍然是监管层关注的重点,而大厂对于内容合规更有经验,版号就容易往上市公司大厂倾斜。另外,现在游戏团队单打独斗出去创业也面临着拿不到版号的问题,因此更倾向于待在公司体内,这为股东创造价值提供了基础。第二个驱动因素是手游产品的精品化带来门槛的提升,和2013年几个年轻人就能打造出一款流水破千万的卡牌手游产品不同,现在消费者品味在提升,游

戏的画面精细度系统复杂度也在提升,重度手游产品投入动辄几千万,资本门槛的大幅提升,也导致了中小厂商的退出。

另外从游戏产品的黏性和回报率看,中国的手游产品在某种程度上,比美国的游戏产品更好。海外游戏产品大都从游戏性出发,需要玩家为内容付费,所有玩家花的钱都差不多。也会有些增值付费,如皮肤之类,但总体付费差异并不会太大。当然海外游戏内容创新的另外一面就是成本高,消费者口味不可捉摸,风险比较大。而国内许多网游走的是另外一条道路,数值类游戏,消费者为游戏的数值付费,简单说就是玩家充钱了,就会变强。为数值付费的背景是社交的展示空间,所以国内的手游更看重交易、工会、聊天频道、团队合作或者拜师收徒这些功能。国内游戏产品在心理层面的运营明显较海外公司更强,在游戏中充满大量随机抽卡,登陆奖励这些要素。游戏玩家很容易形成黏性较强的操作习惯,这也导致国内部分玩家对游戏性的追求和海外玩家不一致。

站在更长的时间维度看,游戏出海、云游戏和VR游戏都有望带来游戏行业规模的扩容,而这或提升游戏公司的估值水平。2015年后重度手游爆发的先决条件是4G和大屏手机的普及,而5G的到来也会对游戏产业带来巨大的变化,5G相对于4G来说是指数级的提高,带宽大概是4G的40倍,延迟只有4G的1/10,可以有效地解决延迟的问题,满足云游戏和VR游戏的交互体验需求。

最后,市场可能担心一季度后随着复工的全面铺开,游戏行业景气高点已过。通过以上分析,我们认为行业景气度仍有望延续。海外疫情爆发时间相较中国地区更晚,预计游戏出海成绩将在未来一段时间内持续可观。从中长期来看,供给侧收缩导致龙头公司集中度提升,云游戏和VR游戏都有望提升游戏板块的估值,2020年A股游戏板块的表现依然值得期待。

可转债 发行热的冷思考



□华宝基金固定收益部副总经理
华宝可转债基金经理 李栋梁

自2017年股票非公开发行新规和减持新规发布之后,通过非公开发行股票融资的难度增加,可转债成为了主要的再融资工具。同年,可转债的发行方式做了调整,由此前的资金申购改为信用申购,使得发行的效率大大提升,可转债的发行开始提速。可转债发行主体增多、发行规模增加,行业分布更加广泛,以及转债市场的活跃度提高、交易规模提升,这对投资人提出了新的要求。

可转债的入库标准可适当降低

历史上可转债以中高等级为主,信用风险极小,绝大部分转债都可入库。目前低等级可转债的数量占比近80%,即便参照一般信用债的入库标准,将信用等级控制在AA,也有超35%的转债无法入库。

转债的信用风险一般低于同等级、同期限的信用债。可转债发行条件较为严格,尤其对财务指标如净资产、净资产收益率、资产负债率、净利润、现金流等有明确规定,满足条件的企业才可能发行可转债。这样的筛选,也降低了信用风险。另外,可转债的期限一般为6年,对于可转债发行人来说,可转债融资之后得到一笔期限较长的资金,在其他条件不变的情况下,可转债发行人的信用状况是好转的。低等级可转债中有一些品种主营业务有特色、成长性较好,这类品种在股市、行业表现较好的时候,转债的弹性也很好,能够带来较好的投资收益。转债投资人在实际投资过程中,可以根据每个账户的风险承受能力、公司风控制度、个券信用状况等灵活入库,增加可以投资的品种。

加强可转债信用风险甄别

随着转债市场的扩容,低等级转债数量大幅增加,尤其是信用等级在AA以下的品种大幅增加,若经济和行业增速持续下滑,不排除少数品种未来信用状况出现恶化甚至违约,可转债价格可能出现大幅下跌,对此投资人需保持警惕。

可转债具有“进可攻、退可守”的特征,可转债的纯债价值构成转债价格的底限,若可转债发行人信用状态恶化,可转债的纯债价值可能大幅下降,转债的价格也可能大幅下跌。投资人需做好可转债的信用风险甄别和持续跟踪,降低“踩雷”和价格大跌的风险。

可转债市场分层 估值出现分化

此前转债市场成交量较为温和,市场整体换手率较低,市场情绪高涨时全市场成交额也难超200亿元,不过今年3月中旬以来,可转债市场的成交量大幅上升,单日成交额最大超过了800亿元,部分个券单日成交量、换手率、价格波动幅度均大增。究其原因,市场资金利用了深交所可转债无涨跌幅限制、可转债可“T+0”交易的特点,选择少数规模较小、机构持有人较少或没有机构持有人、信用等级低的品种,利用资金优势反复炒作,导致此类可转债的市场价格高高在上且远超过转债的转换平价,转股溢价率大幅上升。

一般来讲,可转债的市场价格超过130元后,其转股溢价率都处在较低水平,少数被市场看好的个券可能略高,但也很难超过30%。这批被炒作的可转债市场价格多在150元以上,转股溢价率多在100%以上,呈现出高价格、高换手率、高波动、高估值的特点,成为游资的玩物,而理性的投资人多已经从这类品种中退出。

剔除游资的品种,余下的可转债估值分化也较为明显,不同个券转股溢价率差异很大,可能与投资者群体、对应正股基本面、稀缺性等因素有关,投资人需综合考虑多个影响因素,选择合适的价格进行投资。