

前瞻性寻找行业配置超额收益

□新华基金研究总监、基金经理 张霖

基金公司能够顺利运作、不断成长,乃至从公司层面形成良性循环,扎实的研究功底是基石。投研作为买方机构的核心部门,其风格理念和投资能力决定了最终的投资效率。笔者认可老子的理念,“图难于其易,为大于其细”,从细节入手,精益求精,秉承“价值投资”理念,通过不断优化投研制度、细化重仓股财务模型、搭建估值培训体系等筛选具备长期竞争力的优质个股,并采取“少而精”的策略,对重点行业头部公司进行持续深度挖掘,注重产业链跟踪和验证,形成“价值导向、与时俱进、实用高效、前瞻思维”的研究风格。

深挖消费升级和科技创新个股

从长期来看,企业盈利是A股收益的主要来源,1999年以来Wind全A指数和企业盈利的年化增速分别为9.9%和10.8%,但估值变化贡献了约70%的波动,而把握估值的提升,首先是看准产业趋势的变革。通过创新提升投资效率、加快技术进步是中国经济高质量发展的必由之路。这也与“创新是引领发展的第一动力,是建设现代化经济体系的战略支撑。”的科技强国战略不谋而合。

在这样的时代背景下,我们前瞻性地捕捉到产业大趋势就是消费升级和科技创新,因此应加大配置、深挖个股。中国在过去几十年的全球化过程中,从最低端的消费品做起,到中低端的材料、零部件与制成品,再到中高端的资本品、消费品,产业链上不断升级。近年来我国加速向科技驱动转型,消费升级和科技创新已经成为最主流的投资逻辑。映射在资产价格上,从2019年开始,科技和高端制造业等板块持续跑赢大盘,成为“新核心资产”,2019年下半年以来更是进入加速状态。

以消费升级和科技创新为核心的行业,



往往具备增速快、门槛高、创新周期长和规模效应等特点。尤其是科技创新的竞争是极其激烈的,但最后活下来并成长起来的少数企业就会分享行业庞大的市场。

哪些资产盛宴还能延续

当前经济以稳增长为要旨,新基建成为稳投资最为重要的发力方向,其涵盖的5G、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和云计算大数据等领域,是未来最大的投资机会。过去二十年,中国历经数次科技周期,从信息互联互通到媒体娱乐,再到物联网与互联网经济,我国在互联网应用领域的水平已经领先全球,但在互联网硬件、软件方面相比西方国家还有差距。当下互联网已经不是高科技的唯一代表,互联网的基础设施也不是高端制造业的唯一代表,更多的高科技行业或蓬勃发展或初露锋芒,高科技的渗透给很多传统行业也带来革命性的变化。

他山之石,可以攻玉。不同国家发展阶段存在差异,但在发展规律上往往存在惊人的相似。比如城镇化,西方国家几十年前已经完成,而我們是在上世纪末才开始进入高峰期。当时的房地产和基建,曾有连续十几年趋势向上的高速发展,甚至更像成长股,周期性反而不太强。我们也可以通过对我国发展阶段进行国内外横向和纵向对比,识别大的确定性机会,沿着大周期方向,在每个小周期的底部入场或者加仓,收益是极其可观的。

因此,只要选好赛道、选对个股,坚定长期持有,必将获得不菲的回报。

关注均值回归压力

消费升级和科技创新行业的未来是光明的,但也要考虑交易节奏和配置均衡性,任何行业都是沿着趋势上下波动的。从估值来看,A股还是偏低估的,相对于房地产和大宗商品,股票未来更值得配置,但偏成长个股短期估值偏高,需要关注均值回归的压力。

目前科技龙头的估值水平在45倍左右,静态看并不低,但考虑到公司在未来5-10年行业成熟后、大概率可以成为行业龙头,那么目前科技龙头比消费品龙头贵1.6倍左右,按照5-10年左右的估值折算也算是非常合理的,甚至有可能是偏低的。从PB估值的水平也可以说明目前的科技龙头估值长期来看仍有空间。通过对研发费用的调整,我们考察经研发费用调整后的国内科技龙头股票的PE水平,目前在27倍TTM的水平,可见采用不同的估值方法,能前瞻性挖掘国内科技龙头估值的“潜在洼地”。

因此,三季度建议适当均衡配置,择机布局部分优质内需消费、低估值新老基建产业链的修复机会,如酒店、家电、家装、建材等;另外可选择科技板块中从中长期看估值依旧偏低的细分子行业,如传媒、云计算、信创等。

守正出奇 挖掘长期成长性公司



□博时医疗保健混合基金经理 葛晨

年初以来,市场持续震荡,股市分化明显,数据显示,中信中医药行业指数年初以来涨幅可观,医药板块和医药类基金备受关注。银河证券数据显示,截至2020年6月17日,医药类偏股混合基金年内平均收益已达到49.73%,远高于混合型基金平均13.41%的表现。笔者认为,医药股的高估值反映了投资者对疫情影响下经济下行压力的担忧,这种担忧导致投资者对具有长期确定性、刚性需求资产的追捧。此外,对于部分疫情防控相关的公司而言,疫情对其经营并非负面影响,甚至部分企业不仅盈利大幅提升,甚至竞争格局也因为疫情实现了弯道超车。对于这类公司,疫情常态化防控为其带来发展机会,股价上涨体现的是其公司价值的升华。

医药行业两大特点

医药板块最大的特点之一是它的长期稳定增长,其需求和未来基本较为明确。此外,这个行业里的细分子行业特别多,在医药行业里能够找到其他各类行业的映射。如消费行业,其实医药行业也有消费的内容,包括品牌中药等,这些品牌的消费品属性很强,它的研究方法基本上和很多大众消费品非常类似。因此,在笔者看来,其实各行各业的研究方法都是能够在医药行业中接触到的。

而作为医药等行业基金,最重要的是需要清楚这个行业的发展驱动力是什么,其未来的发展大方向是什么。而那些代表了产业发展方向的核心资产,则是我们配置的基础。把握住大方向,基本上就能够跟上时代进步的步伐。

在笔者看来,医药是一个适合定投的行业,因为它的发展相对稳定。在我们人生可见的范围中,医药行业仍处于成长的阶段,中间可能会有一些波动,但是它的终点却相对明确。所以比较适合持续不断地买入,定期投入可以平抑掉中间的波动,因为医药行业受政策的影响比较大,虽然会有波动,但如果现在已经有一个非常明确的前景则是值得关注的事情。

未来关注长期成长性公司

短期来看,除了疫情直接相关领域,疫情对医疗行业、健康产业,乃至社会健康运行间接产生的长期影响,或会存在一些投资机会。笔者认为,疫情短期不会结束,所以在投资中可关注那些在疫情中公司整体实力得到验证、长期竞争格局得到优化,有增量需求、具备长期成长性的公司。

医药行业是一个长期稳健增长的行业,从中长期来看,医药行业投资的根本逻辑和核心矛盾没有发生变化,即国内人口老龄化加深和健康消费水平在持续快速提升,但基础医疗保险的收入支出增速在逐渐放缓。在笔者看来,仍然应该抓住医药板块的三条投资主线,首先是医保卫生经济学评价,满足老百姓更多未被满足的临床需求,包括疗效导向的创新药及产业链、性价比导向的仿制药一致性评价;其次为针对个性化、高端化、改善性需求的自费可选医疗消费,如部分眼科、口腔、体检、医美等;第三则是由于中国独特的人才产业结构所带来的一些具有全球竞争优势的产业,比如工程师红利和产业链优势,具体如医疗设备、CRO/CDMO行业等。

在个股选择上,笔者在对上市公司进行判断时,首先会分析公司的实际经营状况、产品潜力、商业模式等,其次会关注资产负债率、资金周转率、净资产收益率等重要财务指标。这些指标的背后其实是人,因此公司的实际控制人或者管理层的战略眼光与能力是比较重要的。

此外,在考虑到公司基本面安全边际的同时,还要考虑到基金规模大小、公司股本、公司流动性等。而且对公司的研究要非常深入,优质公司可能暂时没有关注度和热度,如果不是有深刻的认识则很容易动摇,耐不住寂寞、不能坚持长期持有,容易倒在黎明前。但在不同的风险偏好、政策导向等市场环境下,笔者也会根据不同特点作出取舍,在把握大方向的同时,自下而上地挖掘优质个股,争取做到守正出奇。

跳出投资舒适圈 紧跟产业发展迭代

□鹏华基金董事总经理、权益投资二部总经理 王宗合

基于基本面研究的价值投资都需要深度挖掘个股,需要在一个个行业、一家家公司里面扎根研究,这样对个人的时间和精力消耗非常大,此时应该如何拓展能力圈?评价基金经理管理的维度非常多元,投资理念、认知能力、历史业绩、风格清晰度等都是非常重要的因素。深耕价值投资的基金经理核心竞争力在于个人能力圈跟随时代发展、产业发展、公司发展而不断迭代变化。

共振拓展能力圈边界

我们不可能固守着一个小小的能力圈,在十年、二十年乃至五十年的时间长河里亘古不变。当下社会处于产业、商业模式、创新发展快速迭代的阶段。如果基金经理或者投资团队只是固守在自己最熟悉的舒适能力圈范围,那么随着社会及产业日新月异的发展,再过五年、十年,不同产业和公司已经处于生命周期的不同阶段,如果你还一直坚守在某个发展阶段,无论投资理念和方法再好,可能都无法创造出好的收益,这正是能力圈迭代的重要性。

通过追溯社会经济发展历史,我们可以发现,在2006年至2007年的时候,投资能力圈建立在地产、银行、机械、化工等领域是正确方向,因为这是那个时代国家高速发展的重点产业。但是如果十年过去了,你还主要坚守这些板块而不关注时代发展的新机遇,很可能不会抓住当下社会最具创造价值的企业。这与我们所坚持的基本面投资并不矛盾。一方面,我们要坚定不移地坚持价值投资、长期投资、经验投资、深度研究的投资理念;另一方面,我们也要坚定不移地随着整个社会产业的发展,不断迭代自己,让我们



的能力圈、认知能力能够与整个社会、行业的发展,与最具创造价值的产业、公司和企业家相匹配。

市场风格的切换从来不是我们所关注的,我们更专注于投资的本质,专注于真正挖掘到经济发展与社会进步创造的投资价值和投资机会。我们认为,现在最具创造价值的产业,除了消费,还有互联网教育、创新药、医疗服务、医疗器械、云计算、5G的应用等。

尊重鼓励风格差异化

每个人的时间精力与认知能力都是有限的,如何更大程度拓展能力圈,更要依靠强大的团队力量。在大多数资管机构,每家公司都有专属的投研团队及互动机制。但是从我们过往十几年的投资经历来看,基金经理之间或者基金经理与投资团队之间高效形成合力还是挺难的。那么,我希望所带领的团队能够充分发挥每个人在各自领域的深度研究优势,同时尊重团队风格的差异

化,共建“和而不同,美美与共”投研互动氛围,发挥团队合力的优势,共振拓展能力圈的边界。

在精英云集的投研团队,每一位基金经理都有自己相对擅长的研究领域,也有些领域是我们不擅长的,每一个行业板块都有不同的细分赛道。为了挖掘细分赛道最好的龙头公司和企业家,基金经理需要充分调动研究资源,通过找到全市场对某个细分领域研究最透彻、分析最深入的研究力量,云集全市场最优质的研究资源,从“产业中来建立认知框架”,再进一步调动产业链上下游的专家资源“深入产业中去”,从而全方位、多角度研究标的公司各方面的情况。如此,我们能够在各个行业每一个细分赛道云集最好的研究资源,然后在基于价值投资和基本面投资的基础框架下,在通过共同的讨论不断拓展自己的能力圈。

通过整个投资团队的协同作战,我们基本保持每周3-5场的深度研究交流,用看似“最笨的”方法一家家公司深挖,从而找到最具有创造价值的产业和公司。大家通过基金定期报告也可以看到,我们重仓标的像白酒领域龙头企业贵州茅台、五粮液,创新药领域贝达药业,港股标的美团等,都是各个细分领域的优秀企业。透过这个研究共享机制,每一位基金经理可整合各自擅长赛道全面的研究资源,而无需每个领域都面面俱到,通过时间的积累,我们会逐步沉淀出一个研究库、专家库、细分行业库及重点公司库。如此建立研究知识库,在每个细分赛道我们力争能找到最优价值的研究资源,真正做到透彻的深度研究,为投资决策提供专业知识智囊,也不断拓展每个人的能力圈。

只要我们始终坚持投资最本质、最核心的价值,就能在“和而不同,美美与共”的团队氛围下不断精进研究,拓展自身能力圈。