

关注结构性投资机会

始终坚持价值投资赚企业成长的钱

□博时荣享回报混合基金经理
蔡滨

随着整体市场活跃度的提升,当前市场情绪相对乐观。笔者认为,短期市场仍将以结构性机会为主,关注流动性变化风险,市场将回归中长期价值判断。

市场将以结构性机会为主

2020年是不平凡的一年。新冠肺炎疫情对全球经济造成重创,很多海外主要经济体进入衰退。相对而言,国内经济则较为稳定。目前需要关注的是经济基本面和流动性,短期市场仍以结构性机会为主,A股整体估值相对合理,但中位数以下的个股分化较为严重。估值高的个股可能处在历史比较高的位置,但估值低、类似银行地产等上游的一些资源,仍处在历史非常低的位置。所以市场存在较大分化,这种分化会使得市场稳定性不够高。

作为基本面投资者,在笔者看来,短期市场变化并不是最重要的因素。我们更多的还是基于观察中长期产业变化、公司竞争力层面,来把握相关投资机会。对接下来市场的阶段性走势,笔者认为,流动性为主导的市场行情边际上是弱化的,市场仍然会回归到中长期对于行业和企业价值的判断,基于中长期对权益市场比较乐观。

疫情对很多产业经济的发展产生了后续影响,比如最基础的加强医疗保健基础设施建设,因为出现疫情冲击后发现这方面是



薄弱的,所以需要加强,在之后的运行过程中我们也感受到网络信息化带来的正面影响。与此同时,有些行业进入了困难模式,但是在困难模式中那些优质的龙头企业,能够获得更好的发展,竞争力得到更好的提升。对于资本市场来说,这些影响都会反映在基本面和估值变化当中。

对于后市,笔者认为,市场仍以结构性机会为主,关注流动性变化风险,市场将回归中长期价值判断。在投资策略方面,笔者仍以聚焦产业升级+消费升级

关注产业升级和消费升级

投资说到底,就是为相信买单。而投资和运作管理一只基

金,需要为相信坚守。笔者始终坚持价值投资,坚持基于行业和公司的深度基本面研究,赚取企业成长的钱,以及周期性行业轮动的钱。

同时笔者也要对投资框架进行持续完善,一方面,是要拓展能力边界,比如科创板上市,我们会学习、观察这些处于成长早期阶段的企业,寻找和把握企业成长早期阶段的投资机会。另一方面,是拉长对成长和周期的评估周期。

在笔者的投资框架中,可以分为成长和周期两个方面。在成长投资的框架里,看一个公司最少要看3-5年才能看得比较清楚,可预见性较强,但是有些行业的价值评估周期可能需要更长时间。比如,现在的新能源车

行业,属于渗透率比较早期的阶段,需要看到5年以后、10年以后这个行业的发展情况,市场会给它5年、10年的价值评估;再比如像医药和消费这样比较稳健稳定的行业,从更长的时间维度去评估它的成长性会更合理。在周期股的投资框架中,笔者之前主要把握一些周期底部、股价底部转向回升的机会,但现在来看,有些周期性行业在底部的时候,部分优质企业表现出来很强的抗风险能力,能够在行业大面积亏损的时候不亏损,反而有非常多的行业超额收益。对于这样的公司,虽然不知道周期持续多长时间,但是它现在的估值和风险收益比已经比较合理,非常具有吸引力,我们就会买入,不一定要等到周期见底、有明确的回升迹象才去买。

在笔者看来,成长和价值并不是对立的,投资成长股、价值股或周期股都属于价值投资,共性都是基于基本面研究。无论注重的是企业未来成长带来的价值,还是注重当下被低估的价值回归,回归本质都是从企业价值角度评估的投资。

基于上述分析,未来5至10年我们依然重点关注国内产业升级和消费升级两大方向,这契合中国转型升级的大趋势。未来新能源、智能制造、科技、消费老龄化带来的医疗以及人民生活水平提高的品质消费等方向趋势持续,也会反映到资本市场,相关行业和优秀公司会在这个过程中做大做强。

打造全面均衡配置能力

运用“木桶理论”寻找超额收益

□招商基金 王景

A股市场具有十年以上基金管理经验的人并不多,过去十年间管理基金横跨债券基金、股票基金和社保基金,且长期业绩突出的人就更少了。在接近20年的投资生涯中,回顾投资路上的历次“进化”,笔者一直都坚信,基金经理要做的是长期综合能力的提升,以便能在各种市场中都能为投资者获取稳健收益。

注重综合能力提升

笔者认为,基金经理最大的价值就是给持有人赚钱。我的目标是以最小的风险赚更多的收益,所以在投资风格上较为均衡,不会让组合过度暴露在某种风格或者某个行业上,更多是用相对均衡的组合配置策略,规避非系统性风险,获取超额收益。

从收益来源的角度来看,既要自上而下赚市场趋势的钱,也要自下而上赚企业成长的钱。

笔者有一个自己的“木桶理论”,即长期业绩如何不在于最长的板(最擅长的领域),而是在于最短的板(最不擅长的领域)。这个理论也代表了笔者对投资的想法,注重长期综合能力的提升,是一个优秀投资管理人的本职工作。

把握周期和流动性

赚市场趋势的钱实际上是



通过对周期和流动性的把握,在资产配置上做出超额收益,直接表现是择时。过去投资者较多关注经济周期,现在应简化成库存周期,并且加入外资这个变量。因为笔者有宏观研究的基础,所以择时的胜率相对较高,不管是管理公募基金还是社保组合,都可以获得较为明显的超额收益。

通过观察货币市场流动性,其实是可以获得超额收益的。例如2014年,流动性较为宽松,债券市场收益率开始下行。笔者注意到这些问题以后,自当年4月开始就维持高股票仓位操作,并在债券仓位中配置较多可转债,提高仓位弹性,从而当年获得了较好收益。而到了2015年后半

年,尤其临近年底,流动性的变数大增,人民币汇率出现明显调整,这引起笔者的警觉,并及时调低了股票仓位,也因此避开了2016年初的大幅下跌行情。

笔者认为,基金经理大部分时候不需要频繁做择时变动仓位,但一定要在类似这种关键的时点进行操作。

企业成长是超额收益的真正来源

挑选公司更多要从不断跟踪和观察的角度出发,先买入一些进行观察,如果跟踪下来觉得某个企业并不足够好,就将它从组合中剔除掉。这样剩下的公司都是经过层层筛选的,这个过

程本身就是寻找阿尔法的过程。在笔者的组合中个股较为分散,风格也较为均衡。组合前十大重仓股的集中度在40%-50%之间,持有5-6个行业,单一行业占比不高。而且组合里面的市值分布、估值分布、ROE分布都非常均衡。笔者追求的是组合的平衡性,而不是组合的锐利度。另外,笔者一直坚持调研上市公司,保持每年调研近30家公司的节奏。

具体到选股层面,笔者关注三个方面:好公司、好赛道以及盈利的确定性。除了这些,笔者还看重公司的管理和执行力。笔者经历过许多被买方和卖方津津乐道的上市公司“护城河”,回头看有很多都是经不起推敲的。而当时大家拼命赞许的商业模式和“护城河”,也只不过是周期的轮动。选择一家公司更多还是要从不断跟踪和观察的角度出发,不能刚买入一家公司,就认为它有很高的“护城河”,是一个很优秀的企业。在企业的发展过程中,一定会面临许多问题,只有不断完善,才能不断成长。

短期来看,笔者相对更看好顺周期板块,另外会密切关注半年报数据。从中长期趋势来看,智能汽车、医药、新能源、电子、云计算等领域趋势较好。不过,还要密切跟踪产业链调研、盈利预测和产业趋势。

把控制风险放在首位 深挖被市场低估优质公司



□鹏华基金权益一部副总经理、基金经理 伍旋

在多年投研实践中,笔者形成了“稳健增长、合理估值、逆向布局、控制风险”的投资理念。在投资实战中,擅长在具备较高安全边际之上,精选低估值股票,看重公司带来超额利润的可持续性与治理结构,在长期投资管理中形成了系统化、可复制、经过实际组合管理检验的流程。

控制风险谨慎挑选企业

基于低风险偏好投资风格,我们更希望以好价格买到好企业。在获取收益的同时,也要注意控制风险,控制风险和获取收益实际上是一个硬币的两面。在实际投资过程中,笔者会更注重把控制风险放在首位,在控制风险的前提下谨慎挑选企业,控制买入价格,注重合理买入的估值区间,通过这些控制风险的手段,希望能够把客户资金配置在优质安全的资产上,这是笔者最希望做到,也最认可的投资路径。

在投资中,笔者更倾向追求风险调整后的可持续超额收益,希望所买入的资产,市场对它的预期或估值没有到非常狂热的状况,这样就可以长期持有,通过时间的积累,享受良好的复利回报。

对于如何做好权益投资,笔者认为要解决三个问题,即买入哪些股票,以什么价格买入,持有多长时间。

关于股票选择,笔者非常认可具备可持续价值创造的优质公司。权益投资最大的魅力就在于能够产生非常可观的复利回报,应买入能不断创造出高于社会平均利润的企业,按照基本面的框架理念,这种价值创造型企业就是最优标的。

关于买入价格,笔者认为,无论选择哪些行业或者上市公司,首先,买入价格要具有一定的安全边界,下行风险相对较小;其次,要有一定的投资吸引力,未来的潜在回报应该比较可观;再次,要相对比较低估,或者在相对合理的估值水平上发掘价值尚未被市场充分反应的机会。当市场对未来预期非常美好的时候,往往会有想象不到的意外发生,随之带来股价的剧烈波动。

关于持有时间,则需要根据上市公司基本面、估值以及市场预期情况,做适时调整。

偏爱成长性被误判的低估企业

在震荡市和熊市,也可以说是潮水褪去的时候,低估值投资或者偏价值风格的表现会更好。而在所谓的大牛市,特别是牛市尾端流动性推动的时候,价值投资由于更注重风险控制,而不是追求短期股价弹性,可能表现相对较弱。但因价值投资本身是在控制风险的前提下获取较好回报,所以熊市中价值投资会跌的相对较少,震荡市中价值投资能够实现较好的正收益。所以在这两种市场环境中,价值投资超额收益会得到更充分的体现。

从理论上来看,PE水平其实隐含的是上市公司资产回报率水平和成长性两者相结合所体现的估值结果。在A股市场中,投资者往往对成长性给予太多的权重,但对上市公司本身商业模式下面的资产回报率给予权重较低。

基于成长性错判,优质标的本身可以维持相对较好的成长性,并维持较好的资产回报率。但往往这一类股票,其成长性没有预期高,因此会获得比较低的估值。反之,一旦行业景气出现一定的复苏,或者行业的供需格局出现一定改变,短短两三年时间,市场又会重新把这类股票视作核心资产。

笔者希望能够找到可持续的、比较温和或者比行业整体稍快的增长。其实对于一家上市公司而言,如果能够持续维持略高于行业平均水平的成长性,其可持续资产回报率水平,但基于市场成长性误判而获得较低的估值,这类标的就是笔者偏好并会去选择的。