

筛选高安全边界低估值标的

□鹏华基金 伍旋

在多年投研实践中,笔者形成“稳健增长、合理估值、逆向布局、控制风险”的投资理念。投资实战中主要聚焦大金融、大消费和大制造三大行业,注重精选低估值股票,看重公司带来超额利润的可持续性 & 治理结构。笔者认为,中长期A股市场仍非常值得期待,短暂的市场调整正带来加大权益资产配置的好时机。

低估值板块存在较高获利潜力

近期A股市场出现短期震荡调整,市场上不乏对市场风格切换的各种讨论。从专业机构投资者角度来看,资本都是逐利的,当行业间估值差异度过大,某些行业显示出较好收益风险性价比时,很有可能会发生风格切换。大级别的风格切换需要基本面、政策面、资金面等三个维度发生共振。考虑到全球流动性宽松后经济企稳回升的逻辑,低估值板块将存在较高潜在获利空间。已有部分长线资金开始减持高估值板块,增配低估值板块。

通常所说的“低估值公司”,之所以估值相较同业或者其他个股出现较大折扣,很多时候来自市场对其经营方面,比如产业政策、供需结构、市场竞争格局等出现担忧情况,才可能面临来自市场的忽视或错杀。判断低估值公司的安全边际一定回归公司基本面,尤其关注公司是否存在治理结构的价值陷阱。如果一家企业具备较好的治理结



构,本身竞争力也处于较好状况,即便在不考虑未来成长性 or 行业供需格局放缓情况下,公司仍然能够维持较好的ROE水平及现金流水平,或者资产回报率水平,我们会格外重视这类企业。如果通过综合分析判断压制股价的因素是一些临时性因素,我们会沿着各种线索进一步仔细分析压制股价的具体因素。如果我们发现,仅仅由于市场风格因素导致阶段性的低估,而企业本身以及所处行业均具备较强竞争力的话,会考虑中长期持有这样的个股标的。

如果一个公司具备长期竞争力,或者一个行业长期能给社会和持有人创造较高的回报率,

那么短期因情绪面低估会带来较好的买入时机。价值只会迟到不会缺席。无论是看公司价值还是管理层的专注度,都要站在长期维度去看。当然,再好的公司如果买的太贵,也会损耗长期收益率。另外,市场往往更看重业绩增速,而忽视资产回报率。资产回报率代表一个企业长期获得现金流的能力,从而体现其拥有“护城河”的能力。

如果说现在一些公认的优质企业,估值一直处在较高水平,未来潜在空间有限的话,保持密切跟踪、等待更好的时机不妨也是一种交易策略。对市场,对于未来的不确定性,我们始终保持一种敬畏的心态,同时也会

市场或转向盈利驱动 高股息策略优势凸显

□建信基金权益投资部执行
总经理 陶灿

今年上半年,在全球市场流动性宽松的背景下,成长风格表现强势。5、6月份以来,国内流动性有所收紧,债券市场进入调整通道。预计下半年流动性边际再扩张的难度较大,伴随着PPI回升、工业企业利润恢复通道打开,市场或从流动性驱动切换回盈利驱动,并由此带来市场风格的再均衡。

笔者年初曾提出两大投资主线,一是传统产业的份额集中,二是新兴产业的成长兑现。其中,前一个主线在下半年的确定性更强。上半年疫情给相对成熟的传统产业带来较强外生冲击,企业利润增速整体下滑。但疫情对传统产业来说也相当于一次“供给侧改革”,经过上半年的优胜劣汰,具备核心竞争力的公司在盈利回升阶段有望更加受益,加速行业份额集中趋势,最终实现“强者更强”。而对于估值较高的成长性板块,更重要的是审核其估值消化的能力,如果业绩增长速度可以支撑估值扩张速度,未来估值不存在较大收敛压力,则仍可作为较好的投资标的。

高股息标的当下具备投资价值

在市场切换回盈利驱动、市场风格趋向再均衡的预期下,高



股息策略在当下时点优势凸显。高股息策略的核心投资逻辑在于股息率。根据最优融资次序理论,财务质量好的公司,更倾向于支付股息。反之,财务质量欠佳的公司,自有资本不足,不得不依靠外部融资,因而不愿意支付股息。因此,高股息策略如同一个“过滤器”,锚定股息率较高、估值较低、基本面改善,进而引发净资产收益率抬升的行业与个股,起到去芜存菁的效果。

获得高股息的前提要素是低估值,在相同的股利支付率下,估值越低股息率越高,因此通过股息率选股所得到的组合,是估值相对较低的投资组合。同

时,高股息标的还可作为熊市“减震器”,市场位于下行通道时,可以通过股利再投资积累更多股份,能对投资组合的价值下跌幅起到一定的减震作用,市场恢复后,这些增量股份将提高组合收益率。

具备高股息特征的上市公司往往企业财务表现优异,拥有正面的经营预期。并且,优质的高股息标的通常包含两个维度,一是“高数值”,二是“高频率”。结合当下市场环境,股息的连续性比股息数额的高低更重要。如果企业盈利能力波动大,股息派发周期性明显,会给组合的投资收益带来扰动;相反,如

积极的在能力圈范围内寻找其他更好的机会。

聚焦大金融、大消费、大制造领域

综合来看,在多年投资实战中,笔者能力圈主要聚焦在大金融、大消费和大制造这三大领域,这些行业方向往往能构建较强壁垒。比如消费行业有品牌“护城河”,金融行业有牌照优势,制造业有产品和规模优势。从大消费角度来看,过去几年白酒的行业格局和价值已经逐渐被市场所接受,大消费领域还有大量价值正在被市场不断挖掘。而中国是全球最大的消费市场,整个消费品市值仍有较大提升空间。

回顾今年行情走势,市场年内已经积累不菲涨幅,部分行业估值水平偏高,但整体估值水平仍处在历史中位数附近,在大类资产比价效应上,权益资产仍处在有利位置。此外,国内宏观经济数据良好,工业生产稳中有升、中长期贷款保持扩张、出口受益于海外市场复工的推进,消费也有一定的改善迹象,CPI保持低位。短暂的市场调整能带来加大权益资产配置的好时机。

从中长期来看,A股市场也充满机会。一系列配套制度的改革深化有望更好地激发内需潜力,提升生产要素的流通效率,通过自主可控提高国内产业竞争优势。叠加资本市场开放和基础制度不断完善,中长期A股市场仍非常值得期待。

果企业长期盈利能力突出,未来ROE的稳定性强,才更有持续派发股息的意愿和能力。因此,“高频率”不仅能反映历史情况,也隐含对未来的预期,历史上能够持续、高频派发股息的公司,未来也更有可能是“潜力高股息”标的。

震荡市更需重视止盈止损

在当前市场波动显著加大的情况下,做好止盈止损尤为重要,而止盈止损策略的关键在于既需要防止被市场的Beta伤害,又要力争抓住个股Alpha机会。

Beta强调共性,Alpha关注个性,在构建投资组合的过程中两者均需考虑。从Beta的角度来看,基金组合的Beta由持仓个股的Beta加权而来,因此当预期市场波动较大时,需要控制高弹性个股的仓位,对个股Beta进行把关,及时调整组合对于市场的敏感程度,降低整体组合估值波动率以及市场Beta的影响。从Alpha的角度来看,企业的核心竞争力即是个股Alpha的来源,而核心竞争力最终会体现在未来净资产的盈利能力上,在构建投资组合时,需要不断优化底层资产,优选基本面指标良好的标的。在执行层面,需要根据市场预期调整Beta方向,并在此基础上最大限度保留个股的核心竞争力,以达到抵御波动、争取更高超额回报的目的。

基金机构销售进入新时代

□上海基煜基金销售有限公司总裁 王翔

公募基金行业历经20余年发展,已经成为国内资管行业的重要组成部分。基金销售也从无到有,从小到大,成为推动公募基金大众化和普及化的重要因素。长期以来,基金销售以代销渠道的个人零售占据主要地位,而近年来随着机构投资者队伍的壮大,基金机构持有人数量和机构持有基金规模比重大幅扩增,机构销售服务越来越受到重视,不仅基金公司设立专门的机构业务部门,市场还出现专门定位于服务机构投资者的独立基金销售机构,服务的内容和形式从单一到多元综合,服务体验也越来越好。

回顾基金机构销售发展历程,大致以资管新规的实施为标志,分为两个阶段。其中,以2004年6月《证券投资基金销售管理办法》的颁布实施为标志开启了基金机构销售的第一个阶段,前期主要以基金公司机构直销为主,以产品推销和被动响应式销售服务为主,主要服务对象为社保基金、保险公司等金融机构为主。随着2013年管理办法的修订,基金销售机构准入标准统一,基金销售机构数量和类型扩张迅速,独立基金销售机构快速发展。服务对象除社保基金理事会、保险机构外,机构类型扩展至银行的金融市场部和资管部、券商资管、保险资管、信托公司、财务公司、私募基金、企业等各类机构,服务内容除公募产品外,还有专户、委外等业务,与此同时,独立基金销售机构快速壮大,也促进了机构投资者队伍的壮大和基金规模的膨胀,成为基金公司机构直销的重要补充。

2018年在资管新规和金融科技的双重驱动下,基金发展的大时代到来,基金机构销售迎来了新的发展阶段,此阶段以平台化服务为主要形式,以电子化交易管理、综合化账户服务和智能化投研支持为主要内容。基金公司 & 独立基金销售机构基于持有人利益优先的原则各自发挥优势,形成共存互补的合作关系,为机构投资者提供多元化的服务选择,共同探索为机构投资者提供创新的服务模式。

资管新规实施加速了公募基金持有人机构化的发展趋势。一方面是机构投资者队伍壮大。根据资管新规的规定,公募基金作为标准化资管产品的投资标的,激发了对公募基金,尤其是非货币市场基金的投资需求,促进机构投资者数量的增加;另一方面,资管产品作为投资主体的数量急剧膨胀。资管新规禁止资金池业务,强调资管产品单独管理、单独建账、单独核算,形成资管产品投资的机构化发展。基金持有人机构化的发展为基金销售业务创造极大的市场需求和发展机遇。另外,机构投资者基金投资的组合化、专业化和规范化的投资行为特征对基金筛选的研究、交易、运营、服务等在专业性和风险控制方面提出更高、更严格的要求,给基金销售机构带来不小的市场挑战。

对于任何一家基金管理公司或者基金销售机构而言,同时满足机构投资者组合化、专业化和规范化等投资行为特征的服务需求都是一种挑战。组合化基金投资需要多样化、完善的基金产品货架、高效的账户开立及运营服务;专业化需要在基金产品配置、基金筛选和时机选择等方面提供专业化的投资决策支持服务;规范化需要在基金投资流程、交易管理过程中提供良好的风险管理服务。

为同时满足上述需求,作为定位于专门服务机构投资者的基金销售机构,基煜基金在行业内率先探索利用金融科技的手段,开发建设专门针对机构投资者的电子化基金交易平台——“基沟通”,逐步在平台上实现批量账户开立、批量下单、统一对账等账户运营服务功能模块,解决了组合投资的基本需求;在平台上开发集成了基金数据库、基金筛选可视化、智能拆单和定制基金研究等功能助力基金投资的专业化水平提升;通过在交易流程中开发银行授信、白名单管理、权限管理、额度管理等功能有效提升交易执行的风险管理水平。“基沟通”开启了基金机构销售平台化的新模式,实现了基金交易管理电子化,账户运营、研究支持和风险控制等销售服务的综合化,基金配置和基金筛选等投资决策支持服务的智能化。在电子化基金交易平台上整合基金管理公司和独立基金销售机构各自的优势,既可以克服单独一家基金管理公司产品货架不足、账户运营效率不高等问题,又可以弥补独立基金销售机构基金投资研究能力不足的问题,创新针对机构投资者的服务模式,有利于促进机构投资者队伍的壮大,有利于公募基金在机构投资者之间的普及化和大众化。

站在行业大变局发展的关口,如何利用金融科技的力量来把握机遇和迎接挑战,对于每个行业参与主体都是不容忽视的课题。基煜基金立足金融科技,专注于服务机构投资者,视服务和提升资管效能为己任,将通过持续的系统和研发投入,携手基金管理公司不断提升专业服务能力 & 个性化的服务水平,助力公募基金行业的普及和发展,助力资管行业和资管机构的转型发展。