

# 聚焦产业升级和消费升级

关注“孩经济”“美经济”“懒经济”  
把握消费升级新亮点

博时权益投资成长组投资  
副总监 蔡滨

近两年A股板块轮动明显,消费、科技、医药、养殖、非银、黄金等行业板块轮番登台唱戏。在经济改革转型的大背景下,预计未来A股整体呈震荡走势,市场仍以结构性机会为主,新兴行业以及传统行业优质龙头企业的投资机会值得关注。

## 重选股淡择时 关注成长赛道

笔者的投资风格可以用12个字来概括——“成长赛道、稳健风格、均衡配置、长期回报”。具体来看,有三个特点。

第一是持仓特点,注重权益类资产,专注于成长性投资。在持仓板块和行业配置上,80%是自下而上的精选策略;配置特征相对稳健,主要配置于周期、消费和制造板块,但整体行业配置较均衡分散,单一行业净值占比较行业平均偏低;大部分权益仓位维持在50%-80%之间。

第二是投资行为特点,换手率大概接近行业平均水平。从归因角度来看,成长性投资追求个股的风险收益比。因为A股市场波动较大,我们会适时兑现收益,这会带来一部分换手率;另外我们会控制风险,如果看错了,那么不管涨跌都要卖掉,这也会带来一部分换手率;此外,笔者持仓集中度偏高,风险偏好较低,相对重视风险收益比,注重回撤控制。

第三是能力特点,股票市场



是大类资产配置中最好的选择。行业上更加关注制造业,注重产业升级方向的选股能力和折射能力。从组合数据量化复盘来看,基本上主要收益都是由阿尔法来贡献的,因此,笔者更加注重选股,尽量减少择时。

## 结构性机会仍存 挖掘优质龙头企业

预计未来全球宏观环境具有经济低增长、通胀及利率向下的特点,同时经济高杠杆和市场高波动特征仍然突出。从国内情况来看,未来国内财政政策将更加积极,货币政策将保持灵活,股市微观流动性宽松但边际递减。虽然一季度受疫情影响,经济基本面短期相对承压,但从长期来看,逆周期宏观经济政策将发挥显著作用。此外,经济结构调整以及增

长效率提升将成为未来经济基本面改善的主动动力。目前中国经济正在经历深刻转型,技术进步和商业模式迭代加快。发展过程中出现了一些新兴的增长方向,全社会对它们的认同度高,投入不断加大,有希望成为未来重要的经济增长极。

当前A股市场估值处于中位水平。从沪深300指数估值来看,当前市净率处于近10年以来64.47%分位,处于相对中位位置,结构性机会仍存(数据来源:Wind,2020年10月21日)。在经济改革转型大背景下,笔者认为,市场仍以结构性机会为主,需持续关注流动性变化风险。

## 持续关注产业升级 和消费升级方向

回顾三季度,板块表现分化

较大,前期涨幅较大、估值处于历史高位的TMT、农林牧渔、医药等板块涨幅落后或出现一定调整;行业景气度向好的国防军工、新能源以及免税等高端消费涨幅居前。在传统行业里,具有更多个股Alpha的汽车、机械、建材、化工等板块表现好于银行、地产、钢铁等偏周期性的板块。

对笔者而言,更希望从中长期维度寻找投资机会。从2014年、2015年起我们持续关注国内产业升级和消费升级这两个大方向,未来5-10年这仍然契合中国整个转型升级背景,过往以劳动力密集、资金密集、土地消耗、能源消耗的发展模式已无法持续,而新能源、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和品牌消费等方向趋势持续,也会反映到资本市场,相关行业和相关优秀公司会在这个过程中变大、变强,这成为产业升级和消费升级两大方向最主要的时代背景。

具体到细分行业,对于赛道所处阶段性估值水平的把握也很重要。在上述这个大方向上我们的投资更专注于自下而上精选个股,希望企业的成长性与估值匹配,阶段性的好行业、好公司如果没有合适的价格,那么对于投资来说并不一定是特别好的机会,在这个过程中我们需要好的价格配合。从整个市场来看,投资者都会关注这些方向,我们希望能以好的价格去布局这些优秀公司,力争为投资者带来更好的投资回报。



银华品质消费拟任基金经理 张萍

2020年已进入第四季度,对于大多数人而言,今年是相对困难的一年;但对于资本市场,今年远比预期要好。整个市场呈现明显的结构性行情,成长股表现远好于低估值股,市场对“真成长”“真龙头”给出非常高的估值溢价。这背后根本原因就是“确定”的稀缺性上升。

回顾今年以来的操作,我们唯一一次明显的调仓是在3-4月。由于年初对消费景气度判断乐观,当时组合大部分仓位集中在消费板块,但突如其来的疫情打乱了我们的投资节奏,短期科技板块成为市场避风港。面对消费股的暴跌,我们审视组合中的标的,暂时忽略短期的一次性影响,站在1-3年的维度去思考企业竞争力、盈利持续性。通过不断复盘历史上每一次系统性风险发现,只要需求不消失,消费的两个趋势就不会变,一个是向龙头集中,一个是消费升级,而且每次市场份额是加速向龙头集中。因此当时我们不仅没有减少对消费板块的配置,还增加了对很多消费龙头公司的配置,这为我们在后来的表现奠定了基础。

我们团队有个一致的投资目标:相信长期稳定的超额收益就是绝对收益。如果每年都能跑赢基准一定的幅度,拉长长时间看,就能产生让投资者满意的绝对回报。景气度趋势投资方法,最看重的是行业增速。我们希望找到未来两三年增速向上的行业,或者景气度能够维持在高位行业。从投资排除法上,我们会避免投资景气度向下的行业。

不同行业的景气度指标不一样,以消费品为例,有些行业的景气度和经济相关度较高,也有一些行业景气度和经济是弱相关的。消费品体现收入有两个指标:量和价。以调味品为例,这个行业的景气度和经济相关度较弱,主要看结构和格局的变化。白酒、酒店的景气度和经济相关性较强。当经济较差时,会影响到居民收入,对于强周期消费品需求就会弱一些。

在高景气行业中,我们通常选择业绩增速最快的公司。股票的收益来自两个部分:业绩(EPS)增长和估值(PE)扩张。在高景气行业中的高增速公司,有可能获得业绩和估值的戴维斯双击。我们买入股票时,也会去评判标的公司的估值水平,尽量去找到业绩和估值匹配的品种。最后,我们会不断做组合中的性价比调整,让组合的仓位尽量多布局在风险收益较高的品种上。

展望四季度和明年的市场走势,整体市场风险可控,但系统性机会并不大,会以结构性机会为主。明年的整体配置思路是选择业绩增速快于估值下降速度的股票,这些不多的结构性机会就是组合超额收益的来源。从中长期来看,仍主要关注科技、消费两大领域,中短期关注银行和保险这两类资产。

除了稳定增长的白酒、医药龙头公司以外,笔者也特别关注“孩经济”“美经济”“懒经济”这些消费升级中的新亮点。随着技术进步,未来科技将驱动消费场景、产品、营销、生产等环节发生迭代变革,从中将产生一批牛股,为消费投资注入新活力。

港股方面,笔者主要关注三类资产:一是代表新兴生活方式的优质资产,它们还没在A股上市或者在A股上市但还没成长为龙头;二是A股中没有但港股中有的消费股;三是A股和港股同时都有,但港股的质地更好或估值更便宜一些个股。

明年有两类股票要谨慎对待:一类是业绩增速本身比较慢而今年估值拔得比较高的股票;另一类是质地较差,短期由于业绩高增长市场给予高估值的股票。第一类资产需要用时间换空间,第二类资产可能会因为业绩增速不及预期而出现亏损风险。

# 以合理价格买入做好生意的好公司

富国均衡策略拟任基金经理  
刘博

权益市场既是一个价值发现、价值创造和价值守望的市场,也是一个不断考验人性的市场。有人追求主题投资的爆发,有人看重长期价值的积淀,也有人用夏普比率等公平衡量承受的波动是否划算。

基金经理作为这个市场既平凡又特殊的群体,更多时候还需要有坚持自己的勇气和怀疑自己的勇气,以及在什么时候选择坚持自己,什么时候选择怀疑自己的智慧。纵然投资大道千万条,但每一位理性的投资人,选择的往往只有一条,并在这条路上坚持走下去。

在我看来,“以合理的价格买入做好生意的好公司”是投资的出发点,亦是最终归宿;辅以均衡配置化解结构性风险,适度的“大颗粒”择时;在追求可持续性中高收益的基础上,提供中低回撤。

## 理解商业模式 是投资的核心能力

基金经理要判断什么样的生意是好生意,阅读商业模式是投资的核心能力。我们可以用一个相对比较简单的“三位一体”的框架描绘:一是需求好,潜在空间广、增速高、潜在集中度提升可能性大、市场有延展性;二是产业结构优,进入壁垒高、退出壁垒低、对上下游议价能力

强、替代品竞争弱;三是可复制性强,商业模式能够从1到n持续复制下去。重资产的可复制性相对较低;轻资产的可复制性相对不太受资金的限制,长期现金流会很好;而本身为通胀型产品商业模式也会加强。

一般而言,“好生意”具有超额利润持续、资产负债表稳健、现金流充裕、资本开支少等财务特征。从量化打分和排序结果来看,目前互联网、办公软件、物业管理、高端白酒、调味品、免税店、疫苗、创新药、医疗器械、芯片设计、高端制造、综合金融服务等都属于“好生意”。

第二,在好生意的基础上,判断是否属于好公司,可以立足于两点:一是治理结构是否好;二是管理能力是否强。治理结构是明牌,基本上是有标准答案的。但管理能力不是明牌,很难有客观的标准去判断它。很多时候,我们无需纠结于如何对一家公司的管理能力给出一个主观判断,而是让公司的历史给出答案,如果有比较长的过往历史,那么它的确性相对较高;如果过往历史比较短,那么需要从权重上给予考虑。

第三,对于合理的价格问题,不是简单的PE或PB价值的概念,而应该是以未来的股价收益率进行预期。在此基础上,若长期逻辑不变,股价落入历史估值低位,则左侧买;如果短期催化导致中、长期逻辑增强,则右侧买。



## 低回撤是目标, 更是选择的结果

回顾A股市场,每种风格都有各自占优的环境。最近两年是消费、医药、科技,之前几年是大蓝筹股,再往前两年是中小票。从风险控制角度来看,80%的风险由结构决定。

对长期投资而言,不用去判断风格,在金融地产、消费、医药、科技、制造周期这四类行业中,采用均衡策略,通过高质量的个股选择,也有机会较好实现“中高收益、中低回撤”的投资目标。

很多时候,低回撤往往是一个策略选择的结果。控制回撤一般有五种方法:控制仓位,最简单、但负面效果也很明显,倾向

于在有必要的时候做比较明显的减仓,否则就保持持有状态;选择高分红蓝筹股,优势是有分红支撑,波动性较小,但成长性不足,长期收益率并不突出;选择好生意的好公司,这类股票跌了总有人去接,兼顾中期与长期平衡;阶段性的强势股,在短期回撤的时候往往非常抗跌;预期差比较大的公司,预期已经很低、跌无可跌,波动性也会自然减少。这五种方式适时融合,以实现可控的回撤目标。

此外,在大多数情况下,港股和A股的走势是有差异的,这样的配置可以使风险更加分散。在此背景下,辅以“大颗粒度”的仓位调整,不频繁择时,努力为投资者提供收益尚可、体验突出的产品。