

流动性和估值提升 港股配置价值凸显

□德邦基金海外与组合投资部总经理
股票研究部联席总经理 郭成东



今年以来,港股与A股的表现可谓“一半是海水,一半是火焰”。截至11月30日,受海外因素影响港股下跌6.6%,而沪深300指数上涨21.1%,这让不少机构再度关注港股这块全球范围内的“价值洼地”,南向资金今年以来净流入已逼近6000亿元,为沪港通、深港通开通以来历年之最。

当前,港股配置价值吸引力进一步提升。随着中概股陆续赴港上市,以及新经济板块在港股市场占比逐渐提升,港股通当中的一些优质公司已具备“戴维斯双击”的潜在特点,值得中长期配置。

估值是硬道理

港股的市场表现,对经济基本面有更大的依从性。2018年,恒指从33484点一路向下,海外资金的流出带来港股的估值折价。2019年,多重因素严重压抑港股市场表现。2020年初,疫情爆发使全球经济持续下行,港股一度出现接近历史低点的极端估值。

目前AH溢价逐步扩大,创下近5年来新高,多个板块处于“非理性”的估值状态,进一步显示香港市场投资的性价比。比如金融板块中,当前券商、保险、银行的溢价率分别达到110%、113%、37%,相比6月初分别提升了20%-30%,直接导致AH溢价的快速扩大。另外,港口海运、钢铁、有色金属、高速以及航空等板块整体AH溢价处于较高水平。这些低估值板块中的很多公

司,未来存在“经济复苏”带来的业绩弹性回升和估值重估的双重机会,估值仍有抬升空间。

明年伴随基本面向好,从相对估值、资金流入、盈利修复等角度来看,AH溢价指数收敛已是大概率事件。对于投资者来说,从“价值洼地”入手是最好的选择。这样既可以避免在高位“摔跤”,还可以分享企业成长红利。

完成起跳前准备

2020年对于香港市场来说是“再出发”的一年。过去三年,港股生态的变迁悄然开启,市场结构有了大的蜕变和跃升,曾经压制港股低估值的因素已全面反转,港股似乎已完成起跳前的所有准备动作。

首先,三年蜕变,香港加强资本市场建设成效显著。

从港交所的动作来看,为了营造出更便利的投资环境和引入国际化机制进行了历史性的改革。包括MSCI亚洲系列指数产品落户香港、港交所深化改革迎接中概股二次上市、香港证监会加大监管力度完善制度基础、恒生指数大变革纳入同股不同权公司及第二上市公司选股范畴等一系列标志性事件,不仅为香港市场注入了更多活力和多元化投资渠道,也为香港作为国际金融中心的实力和潜力增加了砝码。

其次,曾经压制港股低估值的因素,已全面反转。新经济企业带来“活水”,流动性与估值双提升;港股企业盈利持续修复,2021年港股企业盈利增速或达23%,而2020年仅8%;中国经济复苏强劲。

最后,从资产配置角度来看,港股具有明显的配置价值。无论从全球估值,还是AH比价角度,我们再次强调当前港股的高性价比。而且对内地投资者来说,港股相对A股互补性强,相关性低,能够有效分散风险。此外,当前配置风口正转向顺周期,而港股周期板块安全边际更高,弹性空间更大。

熵减是伟大企业的核心内涵



□广发利鑫基金经理 段涛

何谓成长?何谓优秀的成长?正如一千个读者眼中有一千个哈姆雷特,这个问题的答案可能会有无数个。对于笔者来说,熵减,是成长的真正内涵,是优秀成长企业的核心优势所在。

作为一名基金经理,我们的工作职责有两个:一是将资金投入有价值的企业,分享好公司的成长红利;二是给基金持有人创造价值,提供良好回报和盈利体验。为此,笔者的目标是成为深度的成长股选手。一方面,通过自己独立的思考和研究,挖掘不断进化的优秀企业,把专业知识转化为投资成果;另一方面,通过组合的均衡配置和风险控制,努力为投资者提供回撤相对可控、高夏普比率的产品。

深度研究 挖掘持续进化的成长企业

“熵”,原本是热力学第二定律的概念,衡量无序的混乱程度,热力学第二定律又称熵增定律:一切自发过程总是朝熵增的方向发展,熵增最终会熵死,即死亡。熵减则与熵增相反,通过吸收能带来熵减的负熵因子,比如能量、物质、信息等,使得系统更加有序、功能更强,从而延缓系统的衰老和死亡。什么样的公司是伟大的公司?有些投资者可能会归纳为“护城河”,进化和熵减力。在笔者看来,熵减力强是成长型企业的核心关键词,这类公司能将“护城河”不断变宽,或者是构建新的“护城河”。换言之,他们具有持续的进化能力,可以不断打破过去固有的想法、组织结构、模式,对新业务提前进行战略布局和储备,最终通过很强的执行力兑现业绩。

笔者曾经对医药行业过去十年的大牛股进行复盘,发现那些真正能够成长为大市值公司的企业都有一定的规律,比如赛道好、竞争力强、管理层优秀,但其中最重要的一条规律就是这些公司在不断进化。

这些公司通常满足这些标准:一是能够创造很强的正外部性,创造价值。对于做产品的公司来说,产品本身的价值是价值底线;对于做服务的公司来说,能够很好地协调员工、客户、股东的关系。二是管理层有比较强的资本配置能力,能前瞻性投入,短期可能难以见效,但是长期可以把企业的发展天花板提到比较高的水平。三是符合社会和时代发展的潮流。

满足这三类定性标准的公司,就是笔者认可的成长型企业。在定性筛选的同时,笔者也会通过定量的财务指标优中选优,比如排除低ROIC、自由现金流差等存在“硬伤”的企业,并从中框选出表现优秀的企业。

当我们把好公司挑出来后,会面临持有期的选择。笔者认为,真正的成长股投资者是以年甚至五年、十年为单位来考虑投资,他们建立的不仅是一种证券组合,更是一种与企业家的关系。因此,笔者选股的出发点也是着眼长期,是基于未来3-5年持有这些公司的预期收益率,耐心陪伴优秀企业成长。

均衡组合 提高持有人的盈利

选股是笔者管理投资组合主要的预期收益来源,但我们也希望持有人承担的是适度的波动。因此,笔者会通过行业分散、个股风险收益比等方式来平滑投资组合的波动,努力给持有人带来更好的盈利体验。

在行业方面,笔者倾向于坚守自己长期认可的6-7个子行业赛道(而不是根据市场阶段性行业景气度或比较因素做行业风格的漂移),包括医药、消费、食品饮料以及TMT中的电子、计算机、新能源光伏、周期成长等,从中选出具有成长潜力的公司。从目前中国经济结构转型来看,上述行业体现了时代的发展趋势。

首先,消费需求多元化,需求下沉,居民对国内消费品牌的民族意识也在增强。其次,越来越多优秀公司上市,招揽人才、提升管理能力和信息化水平,不仅自身成长空间大,行业整合也在加速,市场份额进一步提升。第三,国内产业链配套的成熟和工程师红利的发挥,很多行业会涌现国产化机会,比如半导体、云计算等。

这些既是社会发展过程中的共通规律,也是牛股诞生的必备要素。通过选定6-7个行业重点跟踪,既可以更专注于选股,通过深度研究,尽量回避由个股基本面导致的大幅下跌风险,也可以保持组合的相对均衡,避免行业过于集中带来的波动。

作为成长股的价值投资策略之父,菲利普·费雪的一句名言是:“我们不要把时间浪费在平庸的机会上”。笔者对此高度认同。复盘那些投资大师的历史持仓,真正给他们创造巨大超额收益的股票数量并不多,费雪、林奇、巴菲特均是如此。投资者把钱交给专业的基金管理人,就是希望分享优秀公司的成长机会;作为专业投资人,笔者会尽自己所能,抓住这些能真正成长为伟大企业的公司,与优秀的企业一起成长。

优质周期制造业龙头有望持续贡献超额收益

□天弘周期策略、天弘优质成长基金经理
谷琦彬

三季度以来,顺周期资产表现出明显的超额收益,但市场对这一趋势的可持续性有所疑虑。笔者认为,受疫情影响,顺周期、弱周期估值比处在极值,考虑到未来全球经济将迎来超预期复苏,顺周期资产的超额表现或刚刚开始。同时,优质周期制造业龙头企业能够穿越周期,有望持续贡献超额收益。

经济进入回升阶段

顺周期是一类资产范围的总称,主要包含上游周期品、中游制造业、金融地产,这些方向的资产都和经济活动密切相关,经济好的时候特别好,经济差的时候就比较差,基本和经济方向保持同向。

顺周期行业从2018年初开始表现较弱,直到今年上半年表现都弱于大盘。从今年7月开始,顺周期板块有了明显异动,这段时间以来顺周期板块相对大盘有非常明显的超额收益,这一趋势有望延续。

带动顺周期板块行情的本轮经济复苏是2019年底复苏趋势的延续。从2019年四季度开始,很多中观行业指标,比如机械行业的先导数据,订单、预收、资产负债表的变化,在建工程等都有了非常明显的触底反弹和复苏趋势,结束了2018年初以来的下行趋势。不过,今年初受到疫情影响,经济复苏趋势往后推迟了半年时间。从下半年开始,无论是宏观行业的各种数据,还是跟踪中观行业的高频指标,抑或是微观草根调研,都显示经济进入回升复苏阶段。

展望后市,2021年全球经济将进入后疫情时代。在此背景下,顺周期资产都有希望被重估。目前全球顺周期资产的估值水平都处在历史底部,它们和弱周期资产之间的估值差距达到历史极值。这个历史极值是疫情造成的,市场对顺周期资产预期非常悲观,明年一旦经济恢复正常,这部分资产非常有望迎来“戴维斯双击”。



顺周期资产的表现或刚开始

顺周期资产的表现是否会昙花一现?笔者认为,经济活动是有周期性波动的。从经验来看,一轮经济上行和下行周期都是以两年为中轴波动。因此,今年三季度开始的这一轮经济复苏有望贯穿未来几年。整体来看,这一轮复苏的力度有望超出市场预期,不仅中国,全球复苏的力度都会超预期,或持续相当长一段时期。因此,目前顺周期资产的超额表现或只是刚刚开始而已。

从A股上市公司的可比数据来看,目前顺周期资产的行业固定资产周转率普遍比2007年高,比2007年时更加景气,供需更加紧张。这主要有两方面原因:一方面是上市公司的头部效应导致。传统行业龙头过去很长一段时间内定价权、“护城河”不断提升,反映到上市公司报表中就是盈利的波动性下降,盈利能力和稳定性都在提升——市场过去三年都没有对此有效定价,存在较大预期差。另一方面,上市公司的上一轮大幅度资本开支是在

2009年、2010年,此后基本没有大规模的资本开支扩张,但每年都有折旧,并且叠加供给侧改革,这些因素共同导致顺周期资产的供给端出清非常彻底。在这样的背景下,如果需求有微弱复苏,就会产生很明显的供需缺口。

笔者认为,未来一段时间需求端的复苏会比较强劲,类似的供需缺口在未来几个季度中会体现得非常明显,令相关上市公司业绩超出预期。

较多龙头企业未被充分定价

从未来几年乃至更长的维度来看,顺周期资产能否持续贡献超额收益?

市场常常对周期制造业或顺周期资产有刻板印象,觉得它们没有长远的前景。但在笔者看来,其中有非常多的优质龙头企业,它们长期成长空间和盈利的稳定性没有被市场充分定价,这当中蕴含着很多投资机会。

优质的周期制造业龙头企业能够穿越周期,持续贡献超额收益。只要寻找到行业中的优质龙头企业并中长期持有,龙头企业竞争力的提升可以在很大程度上熨平行业波动。无论经济波动如何,行业里的优秀公司相对于行业基准是有超额表现的,在合适位置投资,当顺周期行情来的时候能够产生双击效应,这些企业不但能够获得Alpha收益,而且能够享受Beta收益。

由于中国制造业的深度和广度都非常大,有很多优秀企业的价值远未被市场认知,挖掘一些细分行业的“隐形冠军”有望获得更多超额收益。挖掘这些行业需要专注深耕,过去几年,无论市场好坏、风格如何切换,天弘优质成长、天弘周期策略基金的投资风格都没有漂移,始终聚焦在周期制造领域。

目前顺周期的投资方向主要有三个:中游的制造业、上游的周期品和金融地产。尤其是中游制造业,包括汽车、机器人、挖掘机和电子设备等,在中国从制造业大国向制造业强国升级过程中,会诞生非常多的大市值公司。