

挖掘平台型公司

围绕景气度把握科技股估值与卖点

□天弘互联网混合、天弘创新领航基金经理
陈国光

虽然近几个月科技股整体出现一定回调,但笔者认为,从科技发展周期来看,目前正处于本轮周期的上半场。投资科技股,一方面,要跟踪各个细分领域的产业、业绩变化,把握主线;另一方面,要追踪景气度,在景气度高点时考虑卖出,避免业绩、估值双杀带来的大幅回撤。此外,对于优质稀缺的平台型科技公司,如果能够看清5年以上的业绩成长,不宜进行波段操作,而应坚定持有,并且敢于越跌越买。

科技周期仍处上半场 把握核心主线

目前这轮科技周期处于什么阶段?笔者认为,5G建设加上5G应用发展,时间周期至少跨越3-5年,而目前还在硬件系统的建设和智能终端的普及这两点上,应用和内容的发展可能会在明年系统建成之后逐渐提升。整体来看,当前正处于这一轮科技周期的上半场。

这并不意味着科技股的普涨行情,在每次科技浪潮来临时,每个细分领域的波动与涨幅是不一样的。比如5G手机其实是一个结构性机会,并不是所有消费电子的供应链都有景气度,只是和5G相关的品种景气度非常明显。

因此,在什么时点配哪些细分行业要遵循逻辑、把握主线。这个逻辑并不是追逐市场热点,而是要辨析在一轮科技创新来临时,业绩将会沿着怎样的轨迹移动,时间有先后,从哪些产业先开始,在哪些产业传承,最后又在哪些产业结束。在这个过程中,知道哪些产业的业绩是最早产生的,就可以按照时间轴提前布局。对业绩主线的把握,最重要的是对产业的理解,需要在日常学习工作中不断加深对科技产业的理解和对科技行业发展规律的认知。

围绕景气度 化解估值与卖点难题

高估值、高波动是科技股的特点,如何在高点卖出,避免坐过山车一直是投资难点。科技板块整体估值的范围非常大,高的时候可以突破100倍估值,低的时候也可能有20、30倍估值。事实上,科技行业中很多股票属于周期性成长股,在景气度向上时,往往是戴维斯双击——估值和业绩双提升;一旦盈利下降,则会出现双杀,



即估值随着业绩的下降而下降。这些股票从底部起来一般都有2-3倍的上涨,成长周期一般是2-3年,能卖在相对高点已经相当成功。

估值高波动下如何解决卖点问题?笔者认为,景气度高点是一个至关重要的时间点。如果对这个时间点认识清楚,在公司业绩达到高点时,就要做好仓位调整的准备。因为这些周期性成长的品种一旦回撤,幅度会非常大。为此必须深入研究产业周期,把握景气度高点,因为等业绩下跌体现在报表上时,回撤往往已经结束,所以一定要在高位做预判。

景气度的判断非常难,笔者也积累了一些经验。一方面,从历史来看,产品的市场渗透率往往可以作为判断景气度的先决条件。比如穿戴设备,从之前的苹果手机到后来的手表、耳机,从硬件来看,渗透率在10%之前增速较慢,但是从10%增长到50%这段时间渗透速度非常快。还有5G手机,渗透率在达到50%之前,相关品种的业绩都一路向上,一旦渗透率达到50%以上,这些品种就可能达到景气度高点。另一方面,从财务特征角度看,毛利率也是一个很好的验证景气度指标。比如业绩还在向上,但毛利率已保持平稳或开始下行,这个时候就要特别谨慎,可能就是一轮产品销售的高峰。

比如对于5G设备的景气度判断,先行指标可以看季度毛利率还能不能向上,出货量增速是否已经下来,集成商对它的价格压制是否比

以前更大。如果这些信息得到验证,就会考虑把标的仓位逐渐降下来。往往在第一个数据出现时,回撤还比较温和,后面一个季度很可能是验证高点已经确认,也是回撤比较剧烈的时候。

当然,对于一些较长时间高景气度的行业来说,高估值可能是常态。以争议最大的半导体为例,这个行业属于高投入、高产出,格局一旦形成,竞争者很难撼动。在进口替代没有达到50%之前,半导体行业的高估值未来3-5年可能是一个常态。

优质平台型公司稀缺 越跌越买

并非所有科技股都是根据景气度进行操作,有一些平台型公司往往能穿越行业周期,这些公司十分稀缺,操作上一般不会轻易做波段,因为短期内卖掉只是回避10%、20%的回调,但很难在底部再买回来。一般来说,能看清五年以上成长的公司,不会轻易卖出。

对于这些平台型公司,如果研究比较透,看得时间比较长,回调就是买入时间。目前,经过2019年和2020年的上涨,很多优秀公司的估值已相当高。目前科技回调,恰恰是买入的好时机,最近已经对一些仓位比较轻的优质平台型公司进行加仓。

即便后期,这些平台型公司的股价继续波动,由于对公司三年后的情景有很好的预判,知道它未来的盈利水平和行业地位,这时候波动并不会影响持有的决心。当然,前提是要比同行研究得更深刻,能对研究成果有较大信心,做出逆向选择。

无论是追随景气度投资还是坚定买入和持有优质平台型公司,最终目的都是为了给持有人带来更好的体验。科技领域往往涨起来比较快,中间波动也较大,相比其他权益基金回撤大一些,给投资人带来的体验并不友好。

笔者总结出的经验就是要选产业中的优秀公司,通过优秀公司来规避非系统性风险。系统性风险大家都难以避免,但是如果组合中优秀公司比例高的话,整个组合上涨时幅度会比较大,回撤时幅度会比较小,这是做风控最重要的经验,即不做择时,而是筛选优秀品种。当一轮科技牛市的周期结束时,可能要做一些仓位控制,但是对于目前这一轮三年周期的科技牛市,找到优秀的公司重仓持有是对风险最好的控制。

坚持平衡稳健风格
审慎对待2021投资机会

□银华基金 贾鹏

一场疫情改变了世界,2020年投资所处宏观环境是“弱基本面+超级流动性”的组合,我们经历了历史上少见的股票市场牛市,很多人的收益率堪比2015年;虽然投资时钟对债券有利,但在一个本身较低的债券利率下,叠加信用债风险暴露,债券市场的波动超出预期。然而,2021年投资的难度要大幅高于过去两年,我们须更为审慎地对待2021年的投资机会。欲至千里,不急一时。

2021年的投资难度会大幅高于过去两年,我们对收益率的预期也大幅下降。

2021年投资面临的有利环境包括:第一,疫情大概率得到控制,对新冠疫苗抱有比较大的期待。虽然大部分疫苗从启动到上市,时间只有一年左右,但是临床数据表明,已经获批和可能获批的若干种疫苗,在安全性和有效性方面都表现不错。各国政府会抓住机会,快速推进疫苗的注射工作,抢在可能的病毒变异之前,完成群体免疫。全球经济活跃度是一根弹簧,经历了疫情长时间的压缩,现在开始逐步恢复活力;第二,我们面临的外部环境有所缓和。第三,中国经济增长的质量在提高。几个重要的长期增长动能包括:居民消费能力的释放;资本市场改革带来直接融资的发展,能不断推动创新型企业的发展;居民资产配置缓慢发生变化,财产性收入长期提升。这些共同构成经济转型和持续增长的强大力量。

但同时我们认为,2021年投资的难度要大幅高于过去两年,原因有以下几点:第一,经过两年的大幅上涨,股票市场的估值已经不算便宜,特别是主要的优质公司,估值都在历史偏高的水平;第二,在疫情逐步控制,经济恢复增长之后,流动性环境可能会发生转折。在这种背景下,权益市场要想估值扩张难度很大;第三,虽然经济总体的杠杆率不高,但部分经济效益较差的企业,在过去积累了较大债务规模,如果流动性开始收紧,局部信用风险值得关注。

我们团队大部分产品在2020年均获得了比较好的年度收益。综合考虑相对基准的超额收益、相对排名、净值波动、客户体验,我给自己和团队在2020年的投资成绩打85分。我们比较好的坚持了既有的投资风格——平衡稳健,在净值增长和波动之间保持一定的平衡,在获得较高收益的同时,净值回撤相对可控,为投资者提供更好的体验。这种做法当然限制了我们的收益,但是也让大部分客户能够安心持有,不至于震荡出局。我们努力追求,自己产品能成为客户的底仓配置。

事实上,我们的团队确实在2020年变得更好。我们平稳应对了规模的快速增长、信用风险的挑战,同时可转债投资也初步形成了完整的体系。我们在成长和消费的投资上,把握住了机会,再一次证明了自己的能力,每个人在各自的专业领域越来越成熟。

于笔者自己,2020年最大的进步,一是选股的能力有了较大进步。第二是心态变得更加平和,无论是看待业绩还是规模的增长。

2020年已经过去,我们需要忘掉过去两年的高收益,放低预期,更为审慎的对待2021年的投资机会。无论是机构客户,还是个人投资者,在每笔资金的背后,都是一份份鲜活的期待和信任。我们希望用净值增长,为每一个平凡梦想助力。

寻找中国动力 与优质企业一起稳健增长

□平安基金权益投资总监 李化松

2021年,我们对中国经济和A股市场依旧充满信心,市场风格或进一步均衡,个股分化加大,对个股筛选的能力更重要,各个板块都存在一定的优质机会。目前,我们在价值成长和新兴成长两类资产之间保持了相对稳定的配置水平,更重要的是通过自下而上的选股策略,所选股票都是长期看好的、基本面优秀的公司,公司有较强Alpha,以此获得相对稳健的收益。

坚守能力圈 专注自下而上选股

总结自己多年的研究和投资生涯,最重要的是坚持自下而上选股策略,寻找能力圈范围内的公司。回顾今年的投资,有三点非常重要:第一是长期,始终要相信价值投资,公司长期价格会回归价值。第二是专注,始终要坚守能力圈,不为外界环境所诱惑,相信复利的力量,扎实做好研究格外重要。第三是谦卑,始终要从为投资者创造收益的角度出发来掂量每一笔投资。

2020年主要集中挖掘食品饮料、医药生物、化工、机械设备等行业中的个股,个股的选择对超额收益贡献度相对更大一些,选出了一些市场相对冷门的“牛股”,同样也有遗憾,错过了一些擅长领域的投资机会。

个人比较擅长在自己能力圈范围内的行业里,通过自下而上,选择出新兴成长类型的企业和价值成长类型的企业,通过基本面和估值的相对比较,决定配置权重;同时也会主动控制风险因子的暴露程度,以降低组合的波动和回撤。

对于不同类型的企业偏重点稍有不同,新



兴成长企业产业趋势相对重要;发展中期的企业管理层相对重要;而价值成长类型企业盈利模式更为重要。

长期来看,在价值成长股方面,消费、高端制造等行业里有较多盈利模式非常好的优质公司,未来盈利模式有望持续优化,长期持有或将带来稳定的回报;新兴成长股方面,科技创新驱动的TMT、新能源、医药等领域有较多新的机会,寻找优质成长股始终是市场追逐的目标;传统行业因为供给侧结构优化也有很多投资机会。

A股吸引力持续增强 长期乐观看好

展望后市,我们对A股的基本面保持乐观,看好A股市场长期的投资机会,主要原因在于:第一,外资持续流入A股市场的趋势将在较长时间内持续,目前A股外资配置明显偏低,A股市

场的优质公司相对于国内外其他类型的资产,估值水平更低,成长空间更大,并且在国内疫情已经得到较好控制而国外疫情始终有反复的情况下,吸引力持续增强;第二,国内资金持续流入的趋势难以逆转,无风险利率或在较长时间内处于低位,股票相对于固定收益和理财产品的估值优势更明显;第三,中国的一些科技产业处于爆发期,随着政府重视程度的日益提升和产业自身的不断成长,未来会有较多的优秀企业脱颖而出;第四,中国正步入品质消费升级时代,此次疫情也增加了中国消费者的信心,加速了消费升级的趋势。

从市场风格来看,2020年下半年以来,价值风格与成长风格收益差进一步收敛。2021年市场风格或进一步均衡,个股分化加大,对个股筛选的能力更重要,各个板块都存在一定的优质机会。以消费为例,从中观和微观两个角度,能看得到有三种比较不错的趋势,未来也会有不错的机会和企业出现:第一,线上化消费趋势,不只是商品,越来越多的服务也逐渐转移至线上,例如在线教育、在线医疗、社区团购等,未来可能都会有更多的创新模式出现;第二,根据消费者消费习惯的变化(线上化趋势),越来越多的消费品也随之更新升级;第三,随着居民收入的提升,消费升级需求持续,仍能找到一些估值相对合理的优质个股有较确定的成长空间和业绩增速,能够获得相对稳健的收益。

在科技领域,我们当前正处于以5G、新能源、人工智能等为代表的新一轮的科技创新革命起点。科技产业处于爆发初期,存在巨大成长空间。