

把握好公司“不易变”因素

前瞻研究获取好价格

□天弘创新成长拟任基金经理 周楷宁

笔者的投资框架是以合理或者较低价格买入优质企业并长期持有。考察公司质地,把握生意模式、企业管理、护城河等“不易变”的因素十分重要。每一笔投资都要弄清楚行业中长期发展关键因素、行业未来格局、投资的原因和风险。在好公司基础上,要用好价格和子行业分散打造安全边际,并且力求通过前瞻研究创造超额收益。

四维度丈量优质企业

优质企业需要具备四方面因素:生意好、公司管理层和企业文化好、成长空间大、公司“护城河”深。好公司是类似的,但各有侧重,科技股更注重成长空间大,而消费股更关注“护城河”。

好生意表现为盈利能力强、现金流好、上下游有议价权、频次高等。如何评判“护城河”深浅?可以从几个维度考量:一是被消费者认可的品牌。二是网络效应,例如一些用户数量庞大的即时通讯软件,任何一个用户都难以独自放弃使用。三是高转换成本,例如一些产品或服务占用户支出的比例特别小,但十分重要,如果更换产品的成本又有较高的学习成本,这导致用户对产品或服务的价格不敏感,而且不会轻易更换。四是规模经济,尤其是对于重资产的行业来讲,规模越大成本越低,届时竞争对手就难以进入。

值得注意的是,虽然近期市场对大市值股票有较强偏爱,但只是市值大、公司规模大并不代表具备竞争优势,即使市占率高、产品好,但如果“护城河”不深,长期看也可能掉队;我们更侧重选“美”而不是单纯地选“大”。事实上,相比于在行情后期“抱团”热门板块,笔者更强调研究的前瞻性,先于市场或者在行情初期就发现或重仓,才能创造更多超额收益。



“不易变”关键因素更重要

在投资研究中,跟踪高频数据,力求紧密跟踪业绩和行业景气度变化很重要,把握一些不那么容易变化的因素同样重要,比如企业管理、“护城河”、中长期发展关键因素等。这些因素一般在半年、一年内不会发生剧烈变化,这也是深度研究的核心之一,如果能够得出超越市场一般认知的结论,就有望获得超额收益。

好的企业管理大概包括几个方面:一是公司管理层,特别是实控人,对公司事业和产品服务充满热情和激情。二是要有长期战略。三是对员工、客户、股东比较好。

中长期发展关键因素方面,笔者认为投资企业,首先,要弄清楚这个行业未来3至5年的发展格局,找出行业发展核心关键指标并紧密跟踪。其次,要对行业竞争格局有判断。再者,要想明白投资的原因和风险,以及未来风险暴露时如何应对。最后,综合分析公司大概发展情况,给出概率、赔率判断,确定投资仓位,对高概率、高赔率的好公司大胆重仓。

需要指出的是,好的企业发展一定不是短期的,需要中长期战略的坚持执行。同时,即便是符合条件的优秀企业,也不可能每个季度业绩都增长,反映到股价上也是非线性的。很多公司可能一段时间不涨,涨的时候则集中在很短的时间内爆发,很难踩点买入,这反过来要求投资时对估值不是大幅透支的好公司要坚定长期持有。

用好价格和子行业分散打造安全边际

解决了好公司的问题,再来看好价格,也就是估值。笔者认为,即便是好公司,也要以合理或者较低价格买入。这是一种风险补偿,投资追求的是大概率,但企业经营充满不确定性,即使是大概率,总会有偶然性事件发生。这种对好价格的要求意味着卖出的时候是比较从容的,也会避免盲目追逐市场热点。因为被动追逐市场热点时,意味着研究和投资都没有优势,同时买入成本较高,也对持股造成心理压力。

好价格只是安全边际的一方面,另一方面要在子行业方面适度分散。风口行业不可能每家公司都优秀,从中长期视角看,集中持有某个子行业可能蕴藏着较大风险。

回到当下的科技股估值,有投资者担心TMT板块整体或者优质公司的估值已经被高估。笔者认为,对于爆发式增长但是当前估值较高的公司,如果两三年后企业的业绩增长仍不足以把估值降下来,就应当保持谨慎。而对于估值合理或者低估的公司,股价的下跌是买入时机。

整体而言,目前TMT板块经过半年的调整,安全边际有所增加,结构性机会长期存在。2021年看好的投资机会包括AI、智能网联汽车、云计算、国产替代、电子制造业和新经济Z世代。此外,美股互联网新经济公司逐渐回归港股或A股科创板、创业板,港股也有一些很好的互联网公司和新经济公司,提供了较好的机会。虽然科技股波动较大,但如果认准科技投资的中长期机会,以一年以上的维度来看,仍有望取得相对理想的投资回报。

投资“固收+”基金 缓解择时焦虑

□浦银安盛基金固定收益部副总监 李羿

“固收+”已经成为过去一年公募行业的风口之一,但是如何定义“固收+”,收益和回撤如何平衡?“固收+”是简单的股+债配比复制,还是二级债基都可以冠以“固收+”之名?

笔者的理解是,“固收+”横跨债股市场获取收益,遵循绝对回报思路,以相对平滑的净值曲线,能够让不同时点申购的投资者拥有相似的收益体验,以缓解普通投资者的择时焦虑,是“固收+”产品“积小胜为大胜”的投资目标。

尽管2020年权益市场非常火爆,但“固收+”产品发行的速度和规模也呈现出“井喷”态势。近年来,银行理财产品逐步向净值化产品改造,以往部分银行理财的投资者对于净值型理财产品的接受程度开始变低,而对于类似理财产品的稳健型收益产品的需求变高。

这一进一退之间,形成的新格局就是银行理财向净值化产品靠拢,但净值化产品这种传统“专业选手”开始向理财靠拢,去做低回撤、低波动的“固收+”产品。两类产品开始产生交集,就成了近期投资者热议的“固收+”产品。



因此,近两年“固收+”产品与以往有着本质区别。以往“固收+”产品是基于固收部门每到债券收益率低点,而股市收益稍好时,通过配置二级债基等手段增厚收益,以满足投资者的需求。而近期谈到“固收+”,则一定会提到“回撤”,这跟之前所说的增厚收益是两码事。现在的“固收+”产品更注重投资者资产的安全性,在严控回撤的基础上追求较高的投资收益,致力于打造一条平滑向上的投资收益曲线,力求给投资者以更好的投资体验。

既然管理“固收+”产品最看重回撤控制,那么笔者认为,在控制回撤上需注重几方面要求:

第一,要有合适的大类资产配置体系。很多优秀的股票基金经理是靠自下而上择股来获得收益的,但“固收+”基金经理除了自下而上选股外,可能更多还要自上而下进行资产配置。

第二,要有和权益投资部门合作的流程体系。市场上多数“固收+”产品管理是由债券部门负责的,但产品中涉及到权益投资,此时要和权益部门合作,在投研方面共享资源信息,股债配合。

第三,要有合适的管理人。对于“固收+”产品来说,基金的过往业绩和基金经理个人风格、性格有很大关系。尤其对“固收+”产品来说,对回撤幅度的容忍度很低,所以“固收+”的基本策略是追求小胜,不赌小概率事件。追求小胜,也是追求长期。这也是做投资的核心,以自上而下的宏观大类视角,调节股债有效仓位,以底层资产的固定票息收入创造收益安全垫;再通过合理的久期策略、券种分散策略及其他风险收益合理的投资策略,提升收益;在此基础上配置一些安全边际比较高的股票,并运用可转债等具有防守性的工具去做投资,构建收益、风险与波动的平衡。

展望后市,我国新冠疫情已得到明显控制,而随着疫情在全球范围的蔓延,市场关注焦点已从国内经济复苏速度,转为全球产业链复工复产进度。有序复工、稳增长、稳就业将成为近期政策主题,未来流动性或仍将维持宽松。

债市方面,经历了2020年的调整,2021年债市投资的性价比已经提升,存在不少具有较高安全边际的标的,存在投资机会。

权益方面,新老基建、医药、消费等都是值得关注的方向,特别是医药服务、新兴消费、白电、估值偏低的大金融等。策略方面,建议关注中低价转债和业绩稳健的股票。整体配置中低价转债和业绩稳健的股票是当前较为稳妥的策略。

深入探索消费新趋势 捕捉优质公司成长机会

□广发消费品精选基金经理 李琛

随着我国人均GDP逐步提升,国内消费市场正在经历新一轮消费升级浪潮,这与消费行业的特性相关。因为每个人都会期待不断提升自己的生活品质,当经济实力改善时,就会想要购买和使用更好的消费产品。消费行业与所有居民的日常生活息息相关,具备长赛道厚雪坡的特征。

消费行业又是涵盖范围广泛的行业,细分行业较多,不同行业的产品属性、经营模式有差异。同时,伴随着社会产业的变迁、经济结构的变化,消费行业也涌现新的发展趋势。因此,消费行业具有较好的长期发展空间。而且这个行业在不断变革,各种新的产品品类、新的渠道、新的销售模式不断涌现,新的投资机会也在不断出现。因此,这个行业具备值得深度挖掘的价值。

在消费行业追寻长期稳定的合理收益

查理·芒格说过,要在有鱼的池塘里钓鱼。笔者自2007年起开始管理公募基金,10多年来一直深耕消费行业,为何如此关注这个板块?其实是在寻找能获得长期稳定合理收益率的投资目标。因为不同行业特性不一样,投资结果会呈现出不同的波动率和周期性。比如行业周期性强,这个行业的短期收益可能弹性比较大,但是它的波动率也会比较大;有些行业增长稳定,收益持续性强,但短期收益弹性小,但拉长时间周期来看,这些行业的长期复利收益比较可观,而且比较稳定。因此,笔者偏好从这些长赛道的行业中去挖掘长期稳定收益率的机会。

那么,如何找到具体投资标的?主要是从行业特征维度来挑选:第一,寻找长而厚的



雪坡,找到优质赛道,具备像星辰大海一样广阔的市场空间容量;第二,寻找到容易形成深度“护城河”的商业模式;第三,寻找到优秀商业模式中,现金流良好的行业;第四,行业需求增长稳定,而不是周期波动较大的行业。依据这些特征,可以在消费行业中找到较多合适标的。

针对消费细分行业的产品属性、经营模式差异,笔者重点关注消费细分行业的产品属性,深刻理解产品对人的需求满足在哪个层次、解决哪些痛点、粘性是否刚性等因素,其中产品端属性是非常重要的观测点。对于公司的经营,笔者会深度研究企业的经营模式和能力,是否具备对产品标准和价格定义的能力,以及持续输出能力。从更长期维度,思考公司的社会属性和竞争力,而不是将注意力放在短期业绩拐点或者业绩增速,即把投资周期拉长,深刻理解所投资的产品本质、

企业本身。

顺应时代潮流 优化投资策略

受新冠疫情影响,居民消费往线上“搬家”的速度较快,“直播购物”、“网红经济”是资本市场高频出现的词汇,线上带货、社区团购等新渠道的迅速崛起,进一步“蚕食”线下零售份额,传统商业模式受到冲击。探究其背后的原因,笔者认为,这与人口、技术、产业、资本等因素息息相关,未来直播带货、直播电商可能会成为零售企业、甚至消费行业的标配。而且,新商业模式是针对旧商业模式的痛点进行精准打击,比如减少渠道加价率,提高仓配效率,提高库存和资金周转率等。

面对消费行业出现的新变化、新趋势,投资也要顺应潮流。为此,笔者对自己的投资策略也进行优化和迭代。例如,过往在研究超市行业时,会关注其经营效率和经营能力,主要包括观察超市的扩店计划、规模效应;观察坪效;看品类选择、布局;成本控制、公司管理流程;同店增速等五个方面。但在新形势下,除了上述内容,笔者还会关注新商业模式对传统商业模式的打击,观察角度随着新商业模式的崛起发生变化,从更多维的角度思考企业的经营。

对于新消费未来的投资机会,可以关注两个方面:一方面,关注新消费和新零售。比如新消费和“互联网+”紧密相连,随着消费需求的变化,其个性化需求更多,而新消费有望满足投资者的多样化需求。另一方面,新的消费渠道涌现,很多新锐品牌可以获得渠道红利。而且龙头消费企业如果能够适应好新形势,它们也有可能进一步深化自己的竞争优势,获取更大的市场份额。