

关注港股市场长期竞争力核心资产

□博时基金董事总经理兼权益投资总部
一体化研总监、权益投资主题组负责人
曾鹏

2021年开年以来,港股市场在南向资金的推动下走出独立行情,科技板块更是一枝独秀,恒生科技指数单月上涨11.1%,吸引着投资者和资金的目光。对于本轮港股上涨行情以及未来走势,笔者认为,短期来看,此轮港股上涨是源于企业盈利的修复和全球宽松的流动性推动,尤其是南向资金的大幅流入。长期来看,港股市场或在中国新经济公司带领下走出长期结构性行情。

港股估值相对较低

笔者在观察A股和港股两地上市的公司发现,尽管港股估值折价有所收敛,但港股相对估值普遍低于A股,主要有以下三个原因。

第一,港股市场是典型的离岸市场,市场参与者高度国际化,除了境内投资者外,估值波动方向受海外宏观经济及流动性影响较大。

第二,港股市场是典型的机构市场,市场参与主体主要是机构投资者,个人投资者占比较小,市场配置和交易高度向龙头企业聚集,体现为行业龙头高估值和边缘公司低估值的分化。

第三,港股相对A股总体成交量较小,容易出现流动性折价。比如港股一些消费品公司的估值并不比A股低,港股个股的估值高度最终取决于公司商业模式、行业地位和基本面趋势,并在不同趋势通道中体现为不同的估值波动中枢。因此,港股估值取决于全球宏观经济和流动性,体现为机构投资者主导下的估值分化和基本面驱动。

港股市场或保持趋势性向上动力

短期来看,笔者认为此轮港股上涨的主要原因是企业盈利的修复和全球宽松的流动性推动,南向资金的大幅流入更是加快了这个节奏。在基本面的支撑



下,本轮港股上涨可能仍会继续。

此外,港股市场也将迎来美股、中概股回归大年。从长期来看,港股市场或在中国新经济公司带领下走出长期结构性行情。港股市场正逐步成为中国新经济企业的重要上市地,近年来内地蓬勃发展的数字经济、云计算、短视频、在线教育、医疗创新和消费创新企业加速登陆港股市场;同时,港股还承接了一批美股上市的优质中概股二次上市。更为重要的是,强劲的中国经济基本面为这些企业业绩持续增长提供重要基础,因此吸引境内外投资者的共同配置。新消费、互联网等新经济公司会给港股结构带来显著影响。

首先,新经济公司加入后,港股市场优质公司供给显著增加,对境内外机构投资者的吸引力更强,与这些新经济龙头企业相关的衍生品也将逐步被开发,港股市场成交量将更加活跃。优质的中国创新企业供给显著增强了港股市场的吸引力。

其次,新经济公司将逐步成为恒生指数重要成分股,并进一步增强恒生科技指数的活力。恒生指数在全球主要市

场的重要性进一步提升,逐步吸引更多境外资金配置中国权益市场。

最后,在强劲的中国经济基本面驱动下,以数字经济为代表的中国创新企业也将通过港股上市走向世界,这也为境内投资者提供了一个中长期投资机会,投资者可以考虑通过公募基金对这些企业进行研究筛选和投资。

港股投资迎新变化

港股投资未来最显著的变化就是会由一个典型的离岸市场逐渐演变为一个在岸市场。由于优质中国新经济公司的上市和境内机构投资者的增量资金供给,港股市场将体现出更强的在岸市场特征,具体包括三个方面:

首先,港股市场上市公司质量将得到显著提升。随着一批中国互联网、云计算、医药生物、在线教育等新经济企业和美股中概股的回归,港股市场中的本地股和传统行业占比将进一步降低,港股市场主要指数权重也将跟随调整。以恒生科技指数为代表的新经济个股将成为港股市场未来的主要投资方向。

其次,港股通公司将体现出更强的在岸市场特点,和A股的相关性也将更强。境内机构投资者主要通过港股通机制买入港股,且主要以做多策略为主,因此港股通个股由于持仓者结构变化,以及多空双方实力的转变,更加具备在岸市场特点。境内投资者由于本土市场研究优势,对相关公司的定价也将更加迅速和长期,港股通公司更加向A股市场靠拢。

最后,港股市场机构化特点将得到进一步加强。公募基金将成为中国个人投资者参与港股的重要工具。境内机构投资者在针对港股上市的中国新经济公司研究方面,掌握更多的资源和工具,因此定价上相对境外投资者和个人投资者有显著优势,未来境内公募基金将成为港股市场的重要参与主体,也将进一步强化港股的机构化特点。

把握“新产业”和“新动能”中的新机遇

□国泰价值先锋股票基金拟任基金经理
王阳

步入2021年新春,伴随经济整体逐步复苏,市场仍存在着结构性机会。回顾2020年四季度,国内外疫情整体已逐步控制,全球产业链供给端和市场需求端都在逐步恢复,主要经济体状况进一步修复,同时流动性投放节奏相对稳定。偏经济顺周期的品种得到权益市场的持续关注,当季权益市场中偏经济周期的品种有相对较为明显的涨幅。

展望2021年,中国经济仍然会在一个相对较为稳定的环境下运行,并且经济结构将进一步优化。海外需紧密跟踪疫情变化,并判断对相关产业的影响大小,以此做好投资判断。流动性投放节奏预期会维持稳定;后续货币政策需紧密跟踪。从产业政策上,预期在结构上会持续对“新产业”和“新动能”方向进行支持。

在未来投资方向的选择上,我们将从三个角度去挖掘标的:

第一,消费品牌升级。在品牌和产品创新上具有核心竞争力,能够引领行业发展方向,满足甚至创造消费升级需求的细分行业龙头,包括医药、品牌消费、轻工制造、新型文化消费等,未来是中国品牌升级与崛起的时代。

第二,制造业产业升级。具有企业家精神,以奋斗者为本,能够代表中国企业走向世界的制造业行业龙头。主要包括以先进制造为代表的新能源、电子、工业自动化以及为各传统行业升级改造服务



等领域。

第三,科创板的发展。未来一段时间内中国的科技创新会进入一个新的阶段,5G、云计算、数据互联等新兴产业仍将会有明显的机会。随着中长期资金持续进入股市,我们认为这种优质的细分行业龙头未来会更快地得到市场的价值重估。

在以往的投资管理中,我们以选择细分行业中的龙头公司作为研究和投资的重要方向,并且积极寻找新的投资机会。未来的结构性市场环境,将更加考验机构投资者的专业性与长期性。资金都有短期逐利性,中短期维度所赚的钱,可能更多来自流动性对估值的扩张,并不代表企业中长期的竞争力水平。我们需

要用较广的视角去关注企业的竞争格局和未来的盈利状况,在更长的运作周期中完善管理人自身的投资框架和理念。

在投资框架上,我们的分析方法分为五要素:第一是产业研究,要研究美国对应龙头公司的走势兴衰,以及研究中国相关行业的变迁史;第二是公司研究,关注一个公司在国内国际的竞争格局及排名,以及产品未来的延续性;第三是财务指标,尤其对重仓股,考察三年以上维度的盈利能力或财务健康状况;第四也是最重要的一点,企业家精神;第五是对估值体系的研究。

具体来说,我们需要从一个行业的中长期角度去分析问题,希望这个行业在中长期角度是一个持续向上的行业。我们需要去赚取企业内在价值增长的钱,简单来说,就是赚取企业业绩增长的钱。我们比较淡化短期市场风格,所以整体上持股周期相对也是比较长的。我们应该和优秀的制造业、消费业和科技业龙头企业一起成长,因为这些公司代表着未来中国新旧动能转型的方向,这些公司也将引领中国经济向前发展。

如果从公司层面来讲,我们需要关注公司管理者是否在过去和现在有非常专业的执行能力。专业执行能力的衡量标准是,他们所承诺的事情在过去和现在是否达成。优秀的公司管理层可以带领公司穿越机遇和风险的周期,然后不断地去寻找公司新的发展方向。所以在公司层面上,我们需要更加关注公司管理层的战略眼光和战略执行力。

优化可转债投资策略 避免全攻全守型配置



□东方基金副总经理、固定收益投资总监 杨贵宾

在流动性宽松和基本面向好双重因素的影响下,今年A股市场整体大趋势将保持上扬。然而,结构性分化不可避免,单个板块涨势也起伏不定。与大幅震荡的股票市场相比,可转债在去年一年异军突起,表现亮眼。从个人投资者的角度来看,兼具股权和债权性质的可转债有望为投资者提供“进可攻、退可守”的投资机会。

“进可攻、退可守”属性凸显

可转债即具有转股权的债券,因此具有债券和股票的双重属性。一般而言,期限为6年的可转债的票息仅不到1%,其利率水平与同期限、同等信用评级的一般债券相比要低。因而,投资可转债主要是依靠可转债对应的期权价值上涨来获得收益。

“进可攻、退可守”是可转债的基本属性。“进可攻”是指如果股市上涨,可转债对应的股权价值也会被放大,驱动可转债价格上涨。而当股市表现低迷时,公司选择下修转股价,以此提振正股价格。那么即使是熊市,由于转股价下修,正股股价上涨,也将驱动可转债价格上升。“退可守”则指可转债可以按一定到期收益率折现得来的债券价值作为兜底。对于绝大部分可转债来说,在不考虑信用风险的情况下,其价格下跌接近其面值时,继续下跌的风险将越来越小。

但近年来,随着市场成熟度的增加,可转债的含金量有所下降。从发行条件来看,此前发行一定数额的可转债必须要有对应数额的投募资金项目。而目前可转债发行条件更为宽松,除募资金项目外,还允许将一部分资金用于补充流动资金。实际上,这增加了可转债的信用风险。仅从可转债指数来看,由于可转债的基本面受到侵蚀,近两年可转债的表现相对弱于其历史数据。

从监管政策来说,可转债投资也面临着新的考验。去年四季度可转债投资遭受市场冷遇,一方面是因为投资者担心低资质可转债带来的信用风险。同时,去年四季度以来市场倾向于追逐大市值股票和“白马”公司、抛弃小市值股票。去年年底,沪深交易所分别发布退市新规,将原来的“面值退市”指标明确修改为“1元退市”指标。注册制的全面推出也将导致重组上市标的价值大打折扣,此前的低价转债策略将逐渐失效。

因此,在笔者看来,投资者需要重新修正可转债投资策略。第一,要把握基本面;第二,要认清可转债的收益预期相比以往有所下降;第三,要考虑到由于可转债介于股票和转债之间的属性,即使市场平稳情况下,可转债基金预期收益率相较股票基金也更低。相对的,在市场上下跌时,可转债基金预期损失也更为可控。对于既想分享市场上涨红利,又担忧未来市场下跌的投资者来说,可转债有望成为“进可攻、退可守”的投资选择。

低价转债策略和平衡性策略相结合

在上述背景下,笔者建议,未来可转债的投资策略应更加平衡,避免全攻全守型的配置,把风险度控制在股票基金和二级债基之间。

此前,投资可转债的主策略是低价转债策略。根据可转债的强制赎回条款,上市公司的正股价连续15-20个交易日高于转股价的130%,则会触发强制赎回。在一些情况下,上市公司为了激励更多可转债转股,会尝试提高股价。而基本面较差、偿债能力不佳的公司,更有可能通过提高股价来驱使投资者将手中的可转债转股。因此,建议投资者低价买入可转债,耐心等待上涨机会。

另外,按照此前的市场监管规则,股价总价值低于公司净资产后,个股下跌空间更为有限,实际上保证了可转债的被偿付几率。因此,此前低价转债策略对于普通投资者而言,风险更小,且有较高机会获得预期收益。

但“1元退市”新规的出台使低价转债策略失去了兜底的保护。上市公司有可能股价下跌,直至无力偿债,甚至直接退市,低价转债策略成功的可能性大打折扣。因此,笔者认为低价转债在今后的投资中将不能再作为主策略。

另一种策略是平衡性策略。发行可转债的公司中也不乏基本面质地较好的公司。在投资时,建议投资者选择基本面好且有上涨动力的可转债,抛弃通过转股价下修实现盈利的策略。

综合来看,在可转债配置方案上,笔者建议投资者一方面可选择配置正股稳定性强的可转债,作为债权持有;余下资产更多配置正股基本面较好、溢利率较低的可转债。