

# 低估领域“淘金” 静待价值回归

□广发睿毅领先、广发价值领先基金经理  
林英睿

投资中资金的长期复利增长是大家都在追求的终极目标。结合笔者的研究和实践经验,持续的正回报是复利得以体现的最坚实基础和生存土壤。“先不想大赚多少,而是先想着不亏钱”是笔者投资的出发点,也是在投资决策中的自我要求准则。

在具体实践中,笔者会对市场变化保持持续的关注度,尊重和敬畏市场;重点投资A股中企稳向好行业以及有可持续性成长行业里的优质公司,紧密跟踪和把握市场变化趋势,适度动态调整,试图构建一个兼顾超额收益和低波动的组合。

## 战胜市场 创造绝对回报

成功的投资者各有各的不同,而失败的投资却是大差不离的。从海外长期战胜市场的投资者框架和行为来看,我们可以发现通往成功的道路其实有很多。

例如自1977年到2016年,巴菲特在近40年时间取得年化10.8%的超额收益,其中3.4%来自高质量,2.6%来自低风险,1.2%来自低估值,余下3.6%来自其他,比如低成本杠杆以及纯自下而上选股等。巴菲特自己也说,“不管是买股票还是买袜子,我喜欢买打折时候的高质量商品”。近20年时间实现年化12.4%超额收益的索罗斯如是说,“我们做的是更早地买入新趋势,并在趋势临近结束的时候做反向投资。”在他的超额收益中,90%以上是来自大类资产或者资产类别中细分股票的趋势动量。而奉行成长股策略的彼得·林奇在13年时间实现年化12.6%的超额收益,其中有60%左右是来自纯粹的自下而上的个股选择。

反观失败或者亏钱的投资者,无论是投资股票、基金或者其他资产,有一些相同的行为,比如抑制不住交易冲动追涨杀跌,对资产的研究不够深入却又想一夜暴富等。市场是一面镜子,不仅反映基本面情况,更反



映人性在面对波动时的原始冲动。市场交易的并不是未来,而是对于未来不确定性的不同认知。

由于投资者的成长经历、知识积累、个人性格等不同,难以有一条适合每个人的康庄大道。但我们至少不要选择肯定到不了终点的那条路。这也是笔者投资框架的出发点:“先为不可胜,以待敌之可胜。不可胜在己,可胜在敌。”

要想战胜市场,战胜大部分的市场参与者,要敢于与市场主流在一定阶段有部分偏离。落实到行业、公司研究以及具体交易决策时,笔者会特别关注标的资产是否有正的预期回报,对应的风险大致如何;在多长时间内能够实现这个回报,相对各类资产收益率来看是否划算;这个决策是否有可持续性。通过上述努力,希望在中长期为持有人创造较好的绝对回报。

## 寻找价值被低估的公司

基于基本面研究驱动的投资方法,可以分为价值投资和成长投资。前者的目标是判断证券的内在价值并在价格偏离内在价值时买进或卖出证券。可见,价值投资的前提之一是低价。我们会着重考察收益、现金流、股利等,评估企业的内在价值,并在价格足够低时买进,耐心等待价值回归带来的回报。从暂时不受市场关注的“冷门”领域“淘金”,寻找价值被低估的公司,在风险可控的前提下,获得价值回归带来的高收益。这样的投资思路,其实就是“积小胜为大胜”。如果能选出一批当前价格低估、面临底部反转的企业,业绩改善叠加估值提升,实现超额收益并不难。

笔者在行业选择上更倾向于底部反转且具有持续性的周期行业,或者未来两三年能够持续保持较高增长的稳定成长行业。尽管在短期内市场关注度不高,我们会去深入研究行业或公司是否发生变化,锁定行业后,再从低估值、高质量、低波动、管理层等因素进行综合考虑,选出一篮子股票。

从过去几十年的市场表现来看,价格总是围绕价值上下波动,据此行业和公司可分为价值上行、价值平稳和价值下滑;按市场情绪有两种状态,市场追捧和市场忽视。被“市场忽视”的“价值上行”类标的短期下跌空间已经非常有限,我们可以在控制风险的情况下耐心等待市场重新定价,进而获得中长期的正回报。

橡树资本联合创始人霍华德·马克斯在《识别投资机会的随想》一文中提到,“最安全、获利潜力最大的投资,是在没人喜欢的时候买进。假以时日,一旦证券受到欢迎,那么它的价格就只能向一个方向变化:上涨。”对笔者而言,以低于价值的价格买进是所有可能的投资获利途径中比较可靠的一种。只要我们对企业的内在价值估算准确,敢于以低于内在价值的价格买进,那么何时上涨以及市场中其他投资者的反应都无需过多考虑。

# 以周期思维践行价值投资



□大摩进取优选基金经理 朱睿

对于很多投资者来说,周期是当下的风口;估值相对较低、经济修复过程中业绩弹性大、机构配置比例低,以及短期股价弹性较大,都令人难以忽视。2021年周期行业有望获得贝塔行情,我们将以周期的思维去践行价值投资,并继续专注于质地优秀、自身价值不断增长、同时业绩处于上行期的优质周期企业。

## 专注周期优质资产

在过去9年的从业生涯中,笔者最初在海通证券负责化工研究,而后进入摩根士丹利华鑫基金从事策略及周期研究,因此对于周期行业投资有较多心得。我们的特征是鲜明的周期思维,采用周期框架和思维去理解不同行业和公司,通过识别行业周期和盈利拐点,在目标被低估或合理阶段买入,等待价值修复和兑现,所获得的回报基本来自企业盈利和景气周期驱动的业绩增长带来的股价增长。更加关注业绩增长,而不是估值扩张;尽管当前行业相对集中,但我们对自身的要求仍然是专注在公司本身,重视选股,淡化行业配置,持股相对集中。

回顾2020年上半年,周期板块先后经历了两轮冲击:国内疫情发酵影响行业基本面,欧佩克减产协议破裂导致油价大幅回落。同时,在疫情后的宽松举措为市场带来充裕流动性,在市场的反弹中,必选消费、科技等板块与周期板块间的估值差距进一步拉大。面对绝对收益与相对收益的双重压力,我们的确经历了一段艰难的考验,但得益于对行业长期基本面和对持仓个股质地信心,最终承受住了压力。随着疫情得到控制,周期行业盈利逐渐复苏,资本市场也迎来一轮趋势性的行情。

站在当前时点,尽管疫情数据有所反复,但随着疫苗研发成功及推广,全球宏观经济需求的回暖仍是大概率事件,周期行业整体仍处在盈利修复上行的趋势中。传统周期与制造业龙头竞争优势愈发明显,随着需求的逐渐好转,有望在本轮上行周期中获得更大的业绩弹性,因此,周期行业在2021年有望获得贝塔行情。我们也将继续专注于质地优秀、自身价值不断增长、同时业绩处于上行期的优质周期企业。

## 稳步拓展能力圈

大摩进取优选以鲜明并且持续的周期风格而受到关注,但实际上我们并未刻意为自己贴上某种风格的标签,过往持仓是结合行业基本面与个人能力圈选股的结果。诚实地说,我们当前投资管理年限还比较短,视野还不够广,目前需要小心谨慎地在能力圈内经营。

周期不仅仅存在于传统的“顺周期”行业中。科技、消费或周期等分类只是表象,所有行业的发展过程中都经历了周期波动。在不同的行业中,也都存在着很多具有周期属性的资产。关键是正确识别周期阶段,以及保持足够的耐心。

事实上,我们一直在用周期的思维去践行价值投资。如果价值投资分为价值修复和价值增长两个阶段,那么过去我们更加擅长从价值低估到修复的那一阶段;而随着投资年限的增长,以及对企业价值的理解更加深刻,我们正小心谨慎地拓展到价值增长的部分。

当然,保持现有能力圈内的优势是拓展边界的前提。为持有人力争长期可靠的回报,是投资的初心,也是选择每一个投资标的基本标准。但追求卓越并不意味着要去拥抱当下最火热的投资赛道,而是要真正为持有人赚取收益。我们不会由于短期压力而参与到缺少足够认知的热点和主题炒作当中。短期股价波动、市场风格很难预测,重复正确的难度很大。结合自身的能力特点,笔者更倾向于参加比拼耐力的长跑比赛,而不是需要每个环节紧密配合的短跑接力。基金管理者既要在顺风阶段乘风破浪,也要在逆风阶段坦然面对,才能实现可复制的投资表现。

# 伴随优质企业成长 打造“温补型”基金

□富国基金 易智泉

权益类基金的收益主要来自于投资股票的上涨和分红。Wind数据显示,沪深300全收益指数自2005年基日至2021年2月19日累计涨幅653%,年化收益率为13.74%,这是股市提供的收益平均值。而纵观权益类基金过去多年的历史,常常出现净值的大幅波动,股市低位时基金规模较小,股市高位时大量资金申购基金,在股市回调时基金净值也下跌,客户割肉出局,或者套牢数年,解套后立即赎回,再不愿意买基金,错失后续上涨收益。基金作为一种投资理财产品,需要客户对投资基金的时机作出判断。

如果客户的目标是买入基金一段时间后取得盈利,而这个时间是一个明确的数字。对于这个目标,有两种解决思路:第一,规定客户行为。设定较长的持有期,如3年或5年,能够大幅提高客户盈利的概率,有不少基金已采用这种方法;第二,规定投资结果。做出一条单边上涨的净值曲线,则无论客户何时申购、何时赎回,都一定有盈利。

第二种方案难度更大,但是更有价值。只要经济正常发展,股市长期必然上涨,但是短期波动却不可避免。因此,更现实的方案是力争做出一条单调递增曲线,即只有上涨和横盘两种状态,那么客户就不需要担心申购时机不佳造成账面亏损。具体特征应该有两点:第一,任意时点买入,6-12个月后有大概率能取得正收益,根据不同契约,期限有所区别;第二,长期收益率跑赢业绩基准及主要指数,如上证指数、沪深300等,也跑赢CPI、M2、社融增速等货币总量增速,后者接近于真实通胀水平。这是对权益类基金的必要要求。那么,怎样实现上述特征?



首先,正确的资产配置能为基金组合奠定稳定的基础。也就是说在应该配置权益资产的阶段要有足够仓位,在不应该配置权益资产时应该减少风险敞口。经济总有起伏,股市的系统性风险必然存在,无法被消灭,每隔若干年总会重现。采用风险平价模型,可以在相当程度上规避系统性风险。

其次,在权益类资产中优选一批好公司。股票投资收益的来源是在内价值的增长,以及价格与价值的偏离。一个公司如果能长期健康成长,必定有其长期逻辑,或领先的技术、或天生异禀、或新商业模式、或卓越的管理层,寻找一批这样的好公司,就能

为基金创造长期良好回报;如果它们分别属于不同的行业或板块,就能实现中观层次的风险分散,能部分抵御市场波动对组合的影响,从而为基金净值的稳定增长出力。

最后,要实现绝对收益目标,必定要严格防范肥尾风险,如财务造假、ESG风险、负面新闻等。美国近几十年多次出现环境污染导致公司破产倒闭或业务停滞的案例,制造污染的公司及股东已经拿走了利润,而污染的危害并不会消失,反而会随着生命价值的提高而不断增长,后来的股东可能需要承担以前污染损害的赔偿,追溯期限可能长达数十年,这是一种典型的肥尾风险。

企业是现代经济的主体单元,优质企业的价值增长速度超过全社会经济总量的增速,这是客观规律。优质企业持续创造社会价值和经济价值,其中一部分回馈给股东,再通过公募基金这一载体回馈给社会大众。优质企业与公募基金,形成耦合关系,是推动经济与社会良性发展的“动车组”,这一组合已成为全社会财富的第三次分配机制,其影响不亚于初次分配和二次分配,这就体现出公募基金的社会价值。

我们寻找的优质企业,具备社会价值大于经济价值,经济价值大于股东回报的特征。社会价值与经济价值并不天然同框,有时二者有相当大的错位,我们需要寻找社会价值与经济价值的交集,并从中找出具有良好治理的公司。

以史为鉴,能够穿越时代的优秀企业,除了善用新技术、人才、自我进化、拓展新业务之外,也必定是优秀的社会公民,能与社会和谐共处,不是把利益当作唯一信条。未来的成长股,将更多出现在硬科技创新、文化内容创新和医疗健康行业。