

关注需求结构变化 紧抓建材行业发展新趋势

□天弘先进制造混合拟任基金经理 谷琦彬

当前市场对顺周期行业的关注度较去年显著提升,行业内依旧有很多可供挖掘的机会。投研工作的目标是要选出能够最大化创造价值的企业,并在合适的价格上重仓长期持有。企业的价值创造类似于积分的过程,需要考虑某个时间点上的经营表现,也要考虑时间上的延续性,这样才能累积出最大的成效,优质的企业能够延长成长周期。以建材行业为例,在建材行业中考察公司竞争力,需要更关注经营模式的特质性和公司的管理能力。从建材行业的需求结构变化和产业新趋势变迁看,当前可关注竣工端需求复苏和装配式建筑渗透率提升的投资机会。

优质企业能够延长成长周期

综合考量企业的经营表现和业绩持续性两方面因素,在投研工作中首先要关注在行业中具备突出竞争力的企业。优质企业的核心竞争力往往能够对行业发展曲线进行修正,帮助公司平抑外部环境波动带来的影响,延长企业成长周期。从时间上可以延长企业的成长期和成熟期;从幅度上会放大企业在自身行业中的经营成果,如更强的议价能力、更好的产品占有率等。

竞争力突出的公司不仅能够享受行业发展带来的成长,还能够享受行业集中度提升带来的成长,其成长期会比行业平均水平更长。行业进入成熟期后期乃至衰退期后,龙头企业还能够凭借竞争力外溢拓展品类挤占更多份额,因此能够在相当长时间内处在成熟期阶段,并不会很快进入衰退期。

以建材行业为例,建材产品价格差异可以很大,优秀产品价格可比同类产品均价高很多,涂料、瓷砖、管材等产品均存在这种现象。同时,最近几年建材行业龙头公司都在进行新品类的扩张,依托于自身竞争力来提升消费者在公司品牌上的消费量。如果关注这些公司的报表,可以发现它们的品类扩张大都卓有成效。如果把关注的时间拉长,建材虽然是成熟的行业,但龙头公司仍然在实现持续的快速发展和增长。这些其实都是公司自身竞争力的体现。

关注经营特质性和管理能力

在建材行业中考察公司竞争力,结合行业特性,需要更关注经营模式的特质性和公司管



理能力。

经营模式的特质性简单来说就是人无我有,或者被模仿的成本非常高。特质性的形成通常包含两个方面:一个是先天具备;一个是后天形成。先天具备的比如原材料资源、气候温度、运输港口、文化习俗等。比如建材产品中很多运输半径很短,包括大家经常提到的“短腿”产品。主要是这些产品从单位体积和单位质量角度的价值量不高,从经济性角度考虑导致产品销售的范围有限制。如果对比运输过程中的成本影响,考虑到通常水运成本低于陆运,如果“短腿”产品占据了优质水运航道的码头,那么在运输成本和辐射半径上的优势就是人无我有的。

后天形成的经营模式特质方面,包括企业的先发优势、规模效应等,都是后天通过企业不断的发展积累而形成的,从而导致竞争对手在模仿上比较难,或者模仿需要投入的成本非常高。比如近年来发展迅速的地产商集采,对供应商品质量和供应能力提出了增量要求,企业之前积淀的产能和品牌就会让企业更容易获取地产商的集采招标订单,进一步增加企业的行业市占率。当然,还有传统的规模效应,因为经营规模的变大在生产成本、销售费用等方面带来的摊薄,也是企业经营中后天逐步形成的。

再来看企业的管理能力。对企业管理能力的考察,主要是为了验证经营模式特质性优势能否从理论逻辑层面变成实实在在的公司经营能力。笔者会对公司过往的发展进行复盘,关注过去行业的变动、公司经营发展的历程、公司重要发展决策以及执行等。当行业出现新的政策、

新的产业趋势、新的竞争对手等情况,公司是如何应对的。比如石膏板行业就经历了从天然石膏到脱硫石膏应用的变动,玻璃纤维行业经历了从坩埚到池窑拉丝,产线从小到大的变化。在行业出现变动的时候,可以看到龙头公司是如何通过优质的管理和决策一步步加持自身竞争力的。

结合需求结构变化和产业新趋势挖掘机会

考察完企业竞争力,还需从建材行业发展变迁的维度寻找投资机会。一方面,要关注建材行业整体需求和结构变化,当前可关注竣工端需求带来的机会;另一方面,要关注建材产业新趋势的出现,装配式建筑渗透率提升的机会值得关注。

把建材需求匹配到地产上,按照需求产生的顺序大体分为两个环节,一是开工端,一是竣工端。水泥和防水更偏重开工,玻璃和石膏板、瓷砖等更偏竣工。从行业需求的角度,以及从跟踪的数据来看,过去一两年开工端的表现更好,竣工需求相对弱一些。但是考虑到交房周期带来的强制性约束,地产开工的增长均可以大概表征为竣工的潜在需求,竣工的需求只会迟到,而不会缺席。从幅度上来看,购房合同带来的强制性交付约束,会使竣工需求呈现复苏越晚,则需求累积爆发越大的情况。从龙头公司的经营情况来看,竣工的需求正在逐步体现出来。

对于行业出现的新趋势,装配式建筑的渗透率在逐步提升。装配式是把传统建筑装饰现场施工作业大量转移到工厂进行预制加工的一个变化,一方面节省人工成本,另一方面加快施工效率。装配式趋势从2016年开始,过去几年都保持了较快增长,随着人工成本继续上升以及相关政策支持,预计在“十四五”期间装配式的渗透率有望接近30%。

装配式对建材行业的影响有三个维度:一是对传统建筑材料的使用量上是否有增加或者减少,比如水泥、涂料、石膏板等,需要针对具体产品应用去分析。二是是否有新材料应用的出现,比如在隔墙或者构件的预制阶段。三是装配式带动施工方式的变化是否会影响传统建筑装饰相关企业的竞争力。因为对于终端的建筑装饰企业,装配式的出现会更强强调生产端的能力,这对整个产业链条都会产生影响。随着装配式应用得越来越多,会更多看到在这个新趋势下孕育出来的一批优质企业,值得持续关注。

不是简单算术,也没有一种估值方法可以适用所有的行业和公司,需要对一个行业发展趋势和商业本质有深刻的理解,对公司的核心能力以及这种能力未来能够延伸的边界有充分的认识。

在笔者投资研究过程中,绝大部分时间会花在对行业发展趋势、格局变化的研究,以及公司中长期价值判断上,淡化对择时和风格的判断。对于伟大公司价值空间的判断,远胜于对买入时点的判断。持续稳定的收益回报,一定来自于稳定的投资框架,不漂移、不跟风短期市场的风格变化。同时,作为基金经理,勤奋的一手研究是必不可少。公告、招股书、产业资源等都是非常重要的一手研究资料,笔者目前仍然会坚持每年50家次以上的公司和产业调研。

把一个好公司买重并拿长永远是投资最困难的事情。笔者的组合集中度较高,本质上不是因为风险偏好更高,而是在于危机感更强,控制组合波动最重要,一定是对持仓标的的深度研究,而不是仅靠分散持仓。

展望2021年,需要更有合理的预期回报率。对笔者来说,需要做的仍然是不断学习,仔细评估风险和收益,把行业的本质想清楚,理解优质公司的核心竞争力和边界,算清楚其风险和未来价值空间。站在现在时点,耐心将成为重要因素。

在“播种期”耕耘 在“秋熟期”收获



□建信基金权益投资部执行总经理 陶仙

春节以来市场波动显著放大,原因在于流动性对估值的支撑减弱,市场结构性分化从极致走向均衡,机构配置的调整需求使市场风格出现一定程度切换。

短期来看,预计后续市场将从急跌转向逐步盘整企稳;从中长期角度看,A股市场点位中枢料将震荡抬升,仍有结构性机会可以把握。上半年顺周期板块占优,下半年成长和部分消费板块占优,考虑全年“估值向下、盈利向上”的大背景,我们会尊重市场规律,在“播种期”耕耘,按照GARP策略深入挖掘产业机会,积极寻找各个细分领域的“潜力龙头”和“隐形冠军”,努力在“秋熟期”获得良好回报。

市场演绎将走向均衡

近期市场调整,流动性收紧预期引发投资者对高估值品种的担忧。此前以白酒、医药、半导体、新能源四大机构重仓板块为代表的行业,充分享受市场溢价,估值水平达到历史相对高位。在流动性较前期减弱的情况下,市场演绎将从极致走向均衡。

短期来看,随着市场快速调整,后续料将从急跌转向逐步盘整企稳。一方面,局部估值压力已经有所缓解;另一方面,投资者对流动性的悲观预期反应已相对充分,短期流动性不会进一步收紧,大概率会维持当前态势。

中长期来看,2021年A股市场点位中枢料将震荡抬升,并且仍会有节奏和结构的机会值得把握。前期机构重仓股仍是A股市场中经营管理相对稳健的优质品种,相关公司的估值体系会调整,并回归到经营基本面上。

基于上述判断,我们已经适当降低仓位以应对今年估值波动较大的市场环境,同时严格执行止盈止损标准以及对波动较大个股进行重检。另外,通过加强自下而上的个股研究,力争赚取阿尔法收益来平衡市场风险。经历了市场的均值回归,今年将是一个“播种期”,在市场相对低位获得更多筹码,才能在“秋熟期”收获更好回报。

看好智能生活“新风向”

笔者的两大投资主线,即新兴产业的成长兑现和传统产业的份额集中。智能生活主题不仅位于两者的交集上,同时由于数据首次作为一种新型生产要素被写入“十四五”规划,未来5-10年智能生活存在一个从小到大的机会。数据将在供给与需求之间形成新的生产力,促进供给更好的匹配需求或创造出新需求。

科技和消费类企业最终围绕的是人类生活,与衣、食、住、行、文、教、卫均有相关,在物联网大时代下,智能生活领域会成为新投资方向。同时,我们今年确定的整体投资策略是积极寻找各个细分领域的“潜力龙头”和“隐形冠军”,智能生活领域存在不少满足这两类条件、值得挖掘的优质企业。

另外,实现智能生活需要一个前提条件,即强大的网络基础设施。今天的“高速公路”即5G网络,5G网络具备高带宽、低延时、广覆盖等特点,能够带来真正的万物互联,帮助人和物进行大量的交互,最终给人们的生活带来更好的供给。5G时代可能会诞生一批和数据要素相关的优秀公司,智能生活领域的优秀企业将从中受益。

如何给优质企业定价是价值投资核心

□富国新材料新能源基金经理 徐斌

在过去五年时间里,以大市值白马股为代表的公司,取得了显著的涨幅,以公募为代表的机构投资者也取得了远超指数的优异表现。这是市场风格的轮动,还是背后有深层次的产业逻辑?近期市场波动较大,结合笔者十四年的投研心得谈一点自己的想法。

做好投资,一是选出好行业里的优质公司;二是在合适的价格买入并持有。脱离了估值谈股票投资是没有意义的,优质的行业和公司投资的基础,但必须有深入且数量化的研究来落地。否则很容易陷入对趋势的追逐之中,就像我们经常看到有些时候,明明产品还在涨价,景气度很好,但股票可能已经不涨甚至开始下跌了,原因可能是价格已大幅偏离合理的价值中枢了。

首先,要选出好的行业和公司。笔者从以下几个维度去挑选:行业空间是否足够大(如果是周期性行业,周期位置则更重要);商业模式好不好,是否需要持续的重资产投入,是否有被技术颠覆的较大风险等;公司核心竞争力在哪里。竞争优势又管理优势、成本优势、先发规模优势、网络效应等,对应的“护城河”宽度也是不一样的;最后还有公司的治理结构和管理层,时间越长越重要。

其次,在合适的价格买入持有。笔者认为,



所谓专业投资者,很重要的一点就是拥有给优质公司未来价值做数量化判断的能力,也就是如何给公司定价。一个优秀的有阿尔法的公司,一定能算清它的底部价值,也算得出未来稳态合理水平下的目标价和收益率预期,我们希望能看清楚三至五年甚至更长时间的维度,并且通过深入的研究和密切的跟踪,不断验证和修正我们的判断,只有这样才可能在波动的市场中拿得住。当然有可能也会出错,但是从长期来看,保持不贪婪、不计较的平静心态是长周期维度做好投资的重要因素。

所以,笔者所理解的价值投资,就是如何给公司中长期价值进行定价。这个定价的过程