

聚焦周期成长 and 新能源方向

寻找符合产业趋势 优质成长股

□博时基金股票投资部总经理助理兼基金经理
沙炜

节后市场迎来一波回调,在市场涨跌中,前期受资金追捧的成长赛道白马股节后表现不如从前,而顺周期低估值品种表现亮眼,受到投资者关注,尤其是化工、有色等顺周期板块,受益于产品涨价及需求提升,表现相对强势,当前市场仍在板块轮动中。笔者认为,A股市场短期预计以震荡为主。长期来看,中国资产的全球吸引力未变,高质量发展改革的改革方向未变,核心资产长期稀缺性未变。

周期行业核心优势投资价值显著

在笔者看来,周期方向中的一批龙头企业具有非常高的长期投资价值,长期成长确定性较高,估值又比较有吸引力。

首先,我们优选的周期核心企业的长期成长性主要来自于以下三点:一是国内供给格局优化和份额扩张。中国作为全球最大工业国和出口国,传统制造业体量巨大。在国内供给侧改革、“碳中和”、制造业升级背景下,传统制造业供给端约束不断强化,促使行业不断整合洗牌,竞争格局基本形成,龙头企业优势显著且还在不断强化,在国内市场通过技术、成本和产业链等优势挤压中小竞争对手份额获得规模提升。格局的不断优化使得行业波动减弱,盈利也趋于稳定抬升。二是海外市场扩张。从国际范围来看,国内头部企业开始逐步主导众多全球产业链,如工程机械、聚氨酯、玻纤、特种钢材等。近年来海外竞争对手新品研发推广明显放缓,而国内企业正加大研发投入和规模扩张实现加速赶超。巨大的全球市场也为国内头部企业提供了广阔成长空间。三是新兴产业带动增量需求。国内新兴产业快速发展,带动众多材料和设备需求,如新能源产业发展对钴锂金属、磁材、玻纤、特种塑料、特种玻璃等原材料需求的带动,为相关领域核心企业带来业务规模和盈利的成长空间。同时,在我国产业链供应链安



全要求下,一批关键材料和装备急待国产化,传统制造企业具有相应的研发和产业链优势,是众多核心环节突破的关键力量。

其次,从盈利能力来看,周期性行业中龙头企业短期易受宏观经济或行业景气度等导致盈利起伏,但竞争格局中长期优化使得企业利润率逐步稳定和抬升,龙头企业也通过产业链发展降低盈利波动性,总体保持较高的回报率和现金流。

最后,从估值来看,众多周期核心资产处于2021年20倍PE以内的估值水平,中长期成长性又较确定,3-5年后随着盈利中枢抬升,估值有望降到10倍PE上下,且ROE保持在20%-30%的高水平,并仍有良好的增长潜力。周期核心资产是目前A股市场性价比比较高

的一类资产,未来能够享有盈利增长和估值提升带来的收益。

关注制造业升级和“碳中和”等方向

周期板块的投资可以分为两大类:一类是跟随宏观和行业景气波动的贝塔投资。从短期交易来看,此类机会往往确实较急促,在经济预期向好,企业盈利预期向上时会快速爆发,且容易与其他高估值板块的表现形成反差。长期来看,随着中国经济转型升级,传统行业中不少企业长期增速向下,甚至有业务逐步萎缩的风险,因此市场不易形成长期和稳定的预期,更多是以交易为主,在盈利看到高点后容易快速下跌,并较长时间表现平庸。

第二类机会可称之为个股阿尔法投资。周期中有众多细分行业长期有持续稳定的需求增长,随着供给端的约束加强和企业全球范围扩张,这些行业中的优势龙头企业能够通过产能扩张、产业链纵向延伸和横向拓展,实现中长期确定性的成长,随着竞争格局的不断优化,企业盈利也会长期趋于稳定和抬升,总体保持较高的回报率和现金流,这类企业具有很高的投资性价比,长期持有能够获得领先于市场的收益。而在贝塔行情中也有更好的向上弹性和持续性。

今年以来顺周期整体表现抢眼,与全球宏观经济复苏和国内政策直接相关,也与核心资产阶段性估值消化相关。下半年随着海外复工复产推进,我国出口份额和宏观经济总体具有不确定性,基于宏观和行业景气的贝塔行情也具有不确定性,周期板块将更多是结构性机会。从宏观层面来看,未来半年较确定的是海外工业复苏,而长期确定的方向是制造业升级和“碳中和”等大方向,对应到周期板块,结合各具体行业长期发展空间和确定性,笔者看好的方向包括“碳中和”产业政策下的电解铝、化工、清洁能源运营,制造业升级的特钢、玻纤等新材料,以及受益于海外强复苏的机械、有色板块等。



□平安安盈灵活配置基金经理 薛冀颖

过去两年,成长风格明显跑赢低估值风格,特别是一些公司的盈利并没有明显增长,但估值在持续提升,在年初时估值水平差距已经较大,估值分化程度达到历史极值水平,从历史来看往往会呈现阶段性估值收敛行情,过去两个月已经开始发生。目前国内流动性已经有所收紧,国内经济已得到较好恢复,一些资金也开始脱虚向实,这些因素会使一些估值高但经营情况不达预期的个股产生较大的下行风险,需继续密切关注行业景气度变化和企业自身的经营情况。

预计接下来市场风格会相对均衡,与前两年投资机会主要集中在科技和消费领域不同,未来个股分化将加大,对个股的筛选将更加重要,需加大对行业和个股的研究深度。过去两年市场更关注企业的长期前景,如果公司足够优秀、竞争格局良好,长期业绩增长前景确定,发展空间够大,市场对估值的容忍度较高,大多都是看远期能够做到的收入和利润来给相应的市值,但在今年宏观环境有一定变化的情况下,选股角度应与之前稍有一定差别,要对业绩增速和估值匹配度进行一定考量。

最优秀的一批公司在股价大幅下跌之后带来一定的配置价值。很多优质公司在春节后都有较大幅度调整,其中有些公司估值可能已经到了相对合理的位置。这些公司所属行业景气度足够高,并且业绩增速很快,拉长长时间来看应该会有较强吸引力。另外,来自外部的增量资金也较确定。截至一季度末,外资在A股的持股比例为5%,而海外很多成熟市场的海外资金占比都在30%左右。

相比过去两年投资机会主要在消费和成长板块,今年一些传统行业或将出现较好的投资机会。在经济复苏过程中,一些企业同比有很高的业绩增长,同时估值较低,如银行板块虽然长期空间相对有限,但在今年宏观经济向下的背景下,对坏账的担心能够大幅缓解,估值理上有所提升。

今年较适合纯粹地从自下而上的角度寻找增速较快同时估值不高的股票。过去两年特别是从去年下半年开始,市场风格过于极致,市场集体抛弃中小市值公司,对中小市值公司来说,无论业绩再靓丽,可能都不会被关注。但今年的市场风格更容易体现研究的价值,可以积极挖掘一些中小市值公司。

从具体投资角度来看,对持仓个股要做更严格筛选。在今年的市场环境下,预计只有业绩超预期的个股大概率才会有较好投资回报。一些估值较高但业绩增速不达预期的个股股价存在较大的下跌风险,持仓应尽量集中在景气度足够高估值能消化的个股,最好业绩能够不断超预期。

另外,春节后的调整主要在于市场对流动性的担忧,由于过去股市上涨受益于宽松的流动性,在流动性收缩过程中受到一定抑制是正常现象,预计货币政策与财政政策大概率都会比较平稳,不用对此过于担心。需要注意的是,在市场明显调整之后,市场对宏观因素的反应大概率不会像之前那么剧烈和敏感。很多优质公司估值已经明显回落,这时候更应注重企业基本面,自下而上选股将更加重要。另外,虽然利率上升对股票估值不利,但如果盈利增速超过估值下降的速度,股价将仍有上涨空间。

笔者认为,成长是市场永远的主线,总会有结构性机会出现,找到符合产业趋势的优质成长股往往会带来较大的回报。

读懂上市公司生意经

□中泰资管基金业务部副总经理
中泰开阳价值优选基金经理 田瑛

经常有投资者会问,从披露的季报来看,为什么我的投资组合会呈现出行业分散、持股又很集中的特点?笔者个人的理解是,组合行业的分散有助于平抑组合波动;但持股集中则是因为要通过仓位兑现研究的价值,而这一切的前提是读懂上市公司的生意经。

事实上,读懂一门生意经并不容易,深度研究以及持续跟踪会耗费大量精力,且期间务必做到拒绝以“半成品”为原料的研究。

这里的“半成品”,指的是一些中间结论。如果平时经常阅读研究报告,一定不会对“某公司成本有优势、有竞争力”、“下游客户在选择供应商的时候,更愿意选择它”这样的内容陌生。它们就是所谓的“半成品”。作为中间结论,它们不足以直接形成投资结论(如买入或卖出),却又是形成结论时重要的前提假设。在很多情况下,这些“半成品”以市场共识的姿态出现在我们面前,然而直接基于这些“半成品”做决策,却会埋下重重隐患。

举个例子,笔者曾经读过一篇报告,其观点是一家汽车零部件企业因为在成本端有优势,未来的市占率会逐步走高。乍看之下,在产品同质化(质量、性能同质)的充分竞争市场,通过低成本占领市场的逻辑很顺畅。但事实并不完全如此,一旦扎根一手的基础信息后就会发现,在具有成本优势的国内汽车零部件企业替代国外供应商的过程中,很多因素的出现都会减缓这个进程,这些因素包括但不限于零部件供应商的遴选机制、进入供应商名单之后的磨合节奏、不同车型在生命周期更换供应商的程序及频率、新车型的推出节奏、突发质量问题车企



如何决策等等。

因此,为了真正弄清楚这家企业究竟在成本端有没有优势,有哪些优势,至少要给自己提出这些问题:客户为什么会更换供应商?选供应商的流程是什么?大小企业遴选的原则一样吗?客户更换供应商的契机是什么?客户更换供应商的节奏是什么?给客户提供的核心价值是什么,是低成本还是稳定的品控?客户的购买频率如何?产品质量的评判标准是什么?感知途径是什么?成本优势来源于何处?这些问题中任何一个环节出错,都可能会

使“市占率稳步提升”这个看似逻辑合理的“半成品”不再那么理所当然。

再比如,曾经有一家风电行业上市公司,由于若干年的优秀经营结果,在很长一段时间内都被市场定义为具备“护城河”。确实,从历史上的财务数据来看,它很优秀、市场份额也很高。但优秀的财务数据是结果,具体投资中还要为这个结果找到归因——“护城河”是如何形成的,是采购规模所致,还是选型上的规模效应,或是能够稳定运行的时间更长、后期维护成本更低?事实上,一旦对具备“护城河”这个“半成品”存疑,我们就会对这些所谓共识刨根问底,继而发现上述结论的归因并不可持续。

当然,投资者可能会问,既然“一手信息”相对于“半成品”,会给我们提供那么多的额外信息,为什么大多数人仍然会不自觉地接受“半成品”?

原因可能有两方面:一是“一手信息”更琐碎、不易得;二是即便拒绝了“半成品”自己再做一轮研究,大多数情况下的结论其实和“半成品”差异不大,因此这个动作可能不太经济。而且,通常挑战权威、共识会被认为是非量力,这样费力不讨好的事自然会让人下意识地回避。

但这是一种典型的困难后置心理,就是事前把重要性很强、错的概率很低的事情交给别人,这也是我所认为的投资大忌。拒绝“半成品”的背后,要以事无巨细的态度做研究,以企业家的角度去看待公司,关注细节,对于任何蛛丝马迹都要刨根问底,客观挑剔。

所有的价值投资者必然会遇到市场考验,值得依赖的有且只有对公司本身的研究足够充分与深入,这也正是价值投资者在下跌的过程中敢于逆向而行的底气。