

构建投资组合基石

挖掘高景气成长个股

□建信基金权益投资部副总经理 邵卓

二季度，市场流动性环境较一季度有所放松，白酒和新能源板块上演“王者归来”，部分核心赛道的二线龙头股表现优于部分传统赛道的一线龙头股。随着中报业绩预告加速，市场将延续宽幅震荡格局。

下一阶段，整体仓位可保持中性乐观，利用好宏观及美元流动性压力尚未实际收紧的窗口期，进行更加积极的结构调整和更为精细的宏观研判。自上而下来看，此前利润表受损较多的个股出现回暖机会；自下而上来看，则将加大对次新股的挖掘和研究，同时积极寻找优质高景气成长的个股机会。

跟踪核心资产基本面

今年以来，部分估值高企的核心资产经历了市场的均值回归。如果以未来两到三年的角度来看，核心资产的底层逻辑没有改变，但阶段性估值是否可以接受在很大程度上取决于机会成本和预期收益率。未来，海外经济体要经历疫情逐步恢复、量化宽松逐步退出的过程。在流动性边际转紧的情况下，A股核心资产对外资的吸引力可能会相对弱化。但国内的货币政策独立性比以往更强，中国因为疫情控制得当，经济恢复也更早开始，目前相对正常的利率水平有能力为下一轮经济压力阶段留下余地。

当下的核心资产有继续持有的价值，流动性收紧对其的影响更可能以时间消化估值的形式出现，而非以估值大幅调整的形式来实现。当然，我们也必须保持对各类核心资产基本面的紧密跟踪，寻找基本面长期向好的标的。

在此轮输入性通货膨胀的周期中，上游资源品相对受益，中游制造业由于难以



向下游客户传导涨价的影响而减少销量，必选消费的食品、医药行业中能够传导涨价影响的企业会相对受益。单纯从通胀角度，食品、医药和上游资源品中的核心资产受到的影响较小。

作为偏好高质量成长股的基金经理，笔者在选股时通常会考虑五个方面，即行业空间、竞争格局和企业的壁垒、行业景气度和周期阶段、个股的两年期业绩增速以及估值。在流动性相对宽松的阶段，相对重视前两个条件；在流动性偏紧的阶段，更重视后两个条件。

看好新能源车

二季度，新能源板块再次成为市场的焦点。从中长期来看，新能源车的市场空间仍然非常广阔，渗透率是重要的指标之一。

东吴证券研究数据显示，2020年全球新能源车销量304万辆，仅占7797万辆新车销量的4%。假设2025年实现1700万辆新能源车销售，新能源车销量相当于2020年的5.6倍，届时渗透率也仅为17%（2025年全球新车销量假设1亿辆）。目前新能源车的渗透率阶段，可类比苹果推出iPhone4的2010年，而2010年后的十年，都是A股消费电子产业链投资的黄金时段。因此从渗透率角度来看，新能源车板块具备较高成长空间。

需要强调的是，从投资周期的角度，投资成长股最重要的依据是渗透率指标，在确认行业空间和公司竞争力的前提下，渗透率从15%到50%的阶段是行业快速成长的阶段，也是理想的投资阶段，需要加大对估值的容忍度。除了典型的周期股以外，很多行业或多或少具有一定的周期性，这时周期位置就很重要，产业周期低点和高点在一定程度上决定了投资周期的跨度。

除此之外，新能源车的长期向好趋势还来源于日趋改善的智能驾驶体验和日趋提高的里程经济性。今年下半年到明年，多款新车型在智能化和自动驾驶方面会有新功能推出，值得后续重点关注。

此外，半导体也是笔者看好的方向。半导体行业在过去一年多持续进步，另外板块估值经过自2020年7月的一轮调整后重新具备吸引力。

风物长宜放眼量。在时代发展的趋势下，笔者愿意陪伴有自主创新能力的科技企业和制造企业共同成长，包括半导体、新能源、高端制造产业链的龙头公司和潜力公司。自上而下看，制造业应该是国家竞争力的根本；自下而上看，越来越多的行业、公司体现出强大的原创技术创新能力，它们将成为我们构建投资组合的基石。

基于企业长期价值进行逆向投资



□广发基金价值投资部基金经理 李琛

投资大师霍华德·马克斯在《投资最重要的事》中说：“成功投资要的不是短期暴利，而是长期稳定的收益。”这也是笔者颇为认同的投资理念，基金经理要为组合实现良好的回报，一是要找价值持续增长的好公司；二是要做好组合的风险控制，以合理或者低估的价格买好公司。

笔者是厌恶风险的，在投资中非常看重安全边际。因此，我在做资产配置和个股选择中，会时刻提醒自己，到底承担了多少风险，组合的风险收益比如何。经过多轮周期考验后，笔者对投资的理解可以浓缩为一句话——在合理估值或者价值低估时，买入具备给社会持续创造价值的优质企业，与之共同成长。

深入研究公司 发掘企业价值

对于价值投资，每个人都有自己的定义。就笔者而言，价值投资就是以合理或者低估的价格，买入能为社会持续创造价值的优质企业，并通过长期持有的方式获取企业成长带来的超额收益。具体到实践中，一是判断公司是否是值得长期持有的优秀公司；二是搞清楚公司价格是否被低估。公司是否优秀是最重要的衡量，当然买入的价格是否合理也是决定收益率非常重要的因素。

首先，公司的价值判断是最重要的。虽然经济有周期，产业有周期，但是优秀的企业能在长时间维度上穿越牛熊。这样的企业具备长期投资价值。判断一家企业是否具备价值，需要从它的产业赛道、商业模式、竞争壁垒、成长空间、管理能力、创新能力等多个维度去进行衡量。排除短期市场波动因素的干扰，对企业价值的判断才能更纯粹地从公司经营出发，去看清楚它未来的能见度。

其次，即使再优秀的公司，买入价格也是需要衡量的。笔者更希望以合理或者低估的价格逐步买入。买入价格是决定收益率高低的重要因素之一，在低估时买入，安全边际较高，获得绝对收益的概率更大。因此，笔者更倾向于左侧逆向布局，虽然可能会有时间成本，但是这种方法更容易以低估的价格买到优质的公司。

举个例子，我们曾经在估值较低时布局一家食品领域的细分龙头，当时市场对它的一致认知是主业的市占率非常高，但老品经营增长缓慢。从财务报表来看，它的老品表现确实一般，不过，企业经营和盈利能力却出现了一些良性变化。经过大量调研后发现，企业在积极地推进品类扩张和渠道内部架构改革，新品的市场空间容量大，他们做的事情比较符合企业具备的能力以及竞争优势。因此，在逐步还没有关注到它时，我们花了较长时间对它进行研究，并逐步建仓。

站在产业维度洞察长期价值

把握企业长期价值的核心是把投资周期拉长，站在产业维度去思考公司的社会属性和竞争力，深刻理解所投资的产品本质，思考公司商业模式，观察公司管理能力和组织架构，研究企业长期发展能力。我们会从几方面研究公司的价值。

第一，深入研究企业的商业模式，思考它的产品属性和发展空间。从多维度去考量企业商业模式的优劣势，考察他们做生意的难易程度，以及可持续性，竞争力的构筑以及长远性。

以商业模式为例，长期价值突出的公司往往具有以下特点：第一种是产品和服务具备极高的客户粘性；第二种是产品和服务具备极强的可复制性和延展性。这类产品和服务可以较大范围地进行低成本的连锁扩张，并提供标准统一的产品和服务；第三种是需求端对产品和服务的价格不敏感，甚至对于产品和服务的标准无法自行判断，需要供给方给予需求引导，且需求呈刚性；第四种是企业拥有技术、规模、网络效应等优势，具备大规模低成本扩张的能力。

第二，站在产业发展趋势的视角来研究，花更多时间思考企业的发展战略，把企业放到同行业甚至不同行业中进行对比，考察企业的组织架构是否与其发展战略相匹配，分析企业的管理者是否具备长远的企业家精神，考察企业的管理能力以及创新能力。

第三，从企业经营的产品空间容量、成长性、周期性等方面去思考企业未来的“能见度”，以及成长空间。

第四，从财务角度去验证企业的经营水平。以上都是抛开短期因素，不是只追踪短期业绩拐点或者业绩增速，而是从更长期的维度去思考公司的价值。

寻找“长期成长”的投资机会

□富国长期成长混合型基金经理 厉叶森

今年是笔者进入资本市场的第十年，这期间经历过数轮牛熊。回头看，真正让公募基金赚到钱、给持有人带来可观回报的，都是那些业绩持续增长的优秀公司。这也让笔者坚定了现在的投资理念：和优秀的公司在一起，赚长期业绩成长的钱。

选对行业是第一步

如何去寻找这些优秀公司，笔者认为选对行业是第一步。许多产业、企业的发展，都有比较显著的时代特征和背景，比如早年金融地产的发展，对应着中国城镇化；有色、化工的发展，对应着中国的工业化、现代化；互联网公司的崛起，则依赖电脑和手机的普及；高端白酒、医疗服务，需要老百姓生活水平提高后带来的消费升级等。

中国的崛起是这个时代最大的特征。以智能制造行业为例，工程师红利从“量变”到“质变”加上中华民族天生的“坚韧”，让中国的智能制造在全球的竞争力持续提升。未来数年，包括全球碳中和背景下的电动汽车、新能源发电，工程师红利和国家崛起带来的智能制造，老龄化推动的养老、康复、创新药、医疗外包，消费升级带来的高端消费品、医疗服务，还有人工智能、万物互联和国产替代等，都是我们这个时代非常具有吸引力的机会。如果我们能聆听时代的声音，跟上时代的节奏，胜率相对会更高一些。

具体到新能源汽车，笔者认为，汽车



的电动化和智能化是这个时代非常大的机遇。整个行业目前渗透率只有7%左右，未来可能达到30%甚至更高。主要有两个驱动因素：第一，大家都希望开车更安全、更轻松、更愉快，就像当年大家需要智能化手机一样；第二，“碳中和”政策会从供给端加速行业发展，许多车企都会优先供给电动车。重要的是，新能源汽车产业上游、下游的优秀公司基本都在中国。这意味着未来3-5年，中国企业有机会深度参与甚至引领这个朝阳产业的发展。

电池的竞争格局相对稳固，虽然电池

是to B的生意模式，但它和车的安全性相关，而且供应商与车企从最初的双方接触，到产品测试再到订单放量，通常需要两到三年时间，无论是用户黏性、供应稳定性，都比一般以价格为主的to B生意高一档次。电池行业是一个后发优势不那么显著的行业，龙头公司的格局能保持稳定。中国的电池龙头能够继续引领行业的发展。

六维度选股法则

选对行业之后就是选股，影响公司业绩的因素有很多，如果从时间维度来划分，短期主要是看景气度，中长期则是ROIC最为重要。经历过数次迭代，目前笔者会从产业空间、商业模式、竞争格局、管理层、估值、景气度这六个维度综合来选股。

这六个指标中，产业空间和竞争格局是笔者调研公司最常问的两个问题。因为在调研公司前，对商业模式已经有了一定理解，估值的高低也显而易见。景气度是经常变化的，而产业空间和格局则相对稳定；景气度影响短期股价，而空间和格局则是决定公司长期价值非常重要的因素。如果一个优秀公司所处产业空间足够大，格局又相对比较好，那么中长期来看，这个企业一定会有所作为。另外，风险控制也很重要，特别是市场较弱的时候，这也是笔者现在特别看重的因素。

基金经理跟公司发展一样，是一个需要“长期成长”的职业。投资是一个有复利的事业，每一天对公司和行业的学习，长久来看一定会对投资工作有帮助。社会在不停变化，产业在不停发展，基金经理也需要不断拓展自己的能力圈。