

深耕细分赛道 挖掘成长企业

□广发基金策略投资部基金经理 段涛

何谓成长?何谓优秀的成长?正如一千个读者眼中有一千个哈姆雷特,这个问题的答案可能会有无数个。对于笔者来说,熵减是成长的真正内涵,是优秀成长企业的核心优势所在。

什么样的公司是伟大的公司?有些投资者可能会归纳为“护城河”、进化力和熵减力。在笔者看来,熵减力强是成长型企业的核心关键词,这类公司能将“护城河”不断变宽,或者是构建新的“护城河”。换言之,他们具有持续的进化能力,可以不断打破过去固有的想法、组织结构、模式,对新业务提前进行战略布局和储备,最终通过很强的执行力兑现业绩。

寻找伟大企业

费雪曾经说过:“我不喜欢把时间浪费到赚许多次小钱上面,我需要的是巨大的回报,为此我愿意等待。”这也是笔者的投资理想,找到能真正成长为伟大企业的公司,并从一开始就抓住它。

作为成长风格基金经理,笔者是自下而上的选股风格,重点关注的公司有两类,一类是现在伟大的公司,一类是将来有望成长为伟大的公司。

“现在伟大的公司”是指企业在产业链中的地位特别强,行业份额和利润能持续提升的公司。“将来伟大的公司”是在新消费、TMT这些变化比较快的行业中,目前公司业务体量还比较小,但管理层价值观正确,公司的企业文化、组织架构和发展战略都符合时代趋势,未来可能出现爆发式增长的公司。

在4000多家上市公司中,如何寻找到符合审美偏好的机会?笔者曾经对医药过去十年的大牛股进行复盘,发现那些真正能够成长为大市值公司的企业都有一定的规律,比如赛道好、竞争力强、管理层优秀,但其中最



重要的一条规律就是这些公司在不断进化。

根据笔者的研究和分析,这些公司通常满足这些标准:一是能够创造很强的正外部性,创造价值。对于做产品的公司来说,产品本身的价值是价值底线;对于做服务的公司来说,能够很好地协调员工、客户、股东的关系。二是管理层有较强的资本配置能力,能前瞻性投入,短期可能难以见效,但是长期可以把企业的发展天花板提高到比较高的水平。三是符合社会和时代发展的潮流。

例如,过去靠信息不对称赚钱的行业,会慢慢被打破,信息化能力强的公司会发展起来。又比如,年轻人的消费观念在转变,70

后、80后也许会觉得国产的产品品质比不上进口产品,但90后、00后愿意接受国产产品,消费多元化和国货品牌化也是一个趋势。

关注三大方向机会

选股是笔者管理投资组合主要的预期收益来源,但笔者也希望持有人承担的是适度的波动。因此,笔者会通过行业分散、个股风险收益比等方式来平滑投资组合的波动,努力给持有人带来更好的盈利体验。

在行业方面,笔者倾向于坚守自己长期认可的6-7个子行业赛道(而不是根据市场阶段性行业景气度或比较因素做行业风格的漂移),包括医药、消费、食品饮料以及TMT中的电子、计算机、新能源光伏、周期成长等。站在当前时点,笔者将重点关注三大方向的投资机会。

首先,消费升级。纵观全球消费市场,日本、美国在经济增速显著放缓之后都出现消费升级,中国的人口红利远比这两个国家大,也会跑出细分赛道的消费大牛股。而消费升级的赛道包括产品提价、下沉市场、品牌化以及新兴人群带动的新消费。

其次,民族品牌崛起。在供给端,国内产业链配套的成熟和工程师红利,将推动技术的进步、新产品的涌现;在需求端,随着新一代年轻人成长起来,他们对民族品牌、自主品牌自信更强。这些将给半导体、云计算等相关领域带来机会。

第三,行业集中度提升。近几年,传统行业的龙头企业开始引进新型人才、输入管理能力、信息化能力和系统能力,这些行业原来的集中度较低,伴随行业整合加速,龙头公司的市场份额将进一步提升。

这些既是社会发展过程中的共通规律,也是牛股诞生的必备要素。笔者通过选定6-7个行业重点跟踪,既可以更专注于选股,通过深度研究,尽量回避由个股基本面导致的大幅下跌风险;也可以保持组合的相对均衡,避免行业过于集中带来的波动。

拒绝平庸 挑选正确公司



□银华富裕基金经理 焦巍

从一季度到二季度,笔者重仓的一批公司被冠以了核心资产的概念,并经历了向下的大幅波动和迄今为止仍然分化的反弹。两个季度内,基金布局的大多数的基本面并没有发生实质的改变,只是市场的认知和投资人的主观心态调整更多。二季度和上半年笔者主要调出和调入操作以及伴随的反思如下:

一是对前期重仓的快递业龙头进行了清仓。之前重仓这个行业龙头的原因是基于其日常生活的黏性以及用户愿意为时间付费从而加强其行业“护城河”的判断。事实证明笔者的误判很可能只是基于疫情期间的特殊情况。

二是对其中一个中药品种进行了清仓。在投资该标的时候主要因其估值水平长期处于低位,同时希望个人股东的引进能够为其在新的产业方向特别是药妆和医美等先天优势方向有所突破。但后来笔者遗憾的发现自己的判断过于主观,被投资对象的盈利模式、激励手段都与自己的判断存在误差。这一教训再次告诉我们估值陷阱的可怕之处和治理结构对投资者的长远保护弥足珍贵。

三是对白酒的香型进行了再整理。调出了依然优秀的浓香龙头,把仓位主要集中在酱香、清香和馥郁香的配置上。口味的变迁是长期和偏主观的过程,但我们只是主观的倾向了酱香和含酱高的品种的配重。上半年的大酒普遍走势落后于小酒,这一方面有资金博弈的原因,但另一方面不能排除背后有口味变迁和产业内卷的原因。消费品投资从来不是被动的就地躺赢,而是需要不断试错、纠正、再瞄准的匍匐前进。

四是增加了对医美行业特别是敏感肌龙头和注射类产品龙头的配置。男人的胃和女人的脸始终是能够产生品牌溢价和消费者定价权偏移的行业。

五是增加了对医药的投资比重,特别是传统中药、疫苗核心品种和医疗服务的权重。商业模式投资方法论很多,但一家企业的市场份额、定价权,最终取决于这个行业或者产品本身的特质。比如医疗服务的地区属性,功能和品牌共振就会造就细分市场的龙头独属性,以及研究型公司在单品种路线上超越所有对手会带来的短期爆发和长期领跑的可能。一句话总结,就是没有对手的投资是最好的品种。

对于管理人来说,上涨比下跌更难应付。下跌可以按兵不动,同时利用下跌检验自己组合的反脆弱能力和审视弱点所在。但上涨时会面临组合相对涨不动的抉择,或者其他所谓性价比品种的诱惑。大部分人的本能是兑现利润,卖出高估值公司,买入相对便宜品种或者降仓位。看错需要卖,估值过高需要卖,有相对收益和更好的强势品种需要卖等。但在笔者的体系中,所谓估值的高低、强势与否,很难通过量化得出定论。投资的本质就是从生意角度进行比较的过程。包括资产配置比较、行业比较、公司比较等。通过比较筛选出的优秀公司,尽管估值高涨幅大也不应卖出的原因在于,卓越公司往往更卓越,没必要因为价格高低而追随平庸。拉长维度来看,估值很可能只是结果而不是原因。那么,是不是再好的公司也有涨幅顶和估值顶?笔者坦诚目前还不知道答案。笔者更倾向于认为,相对于平庸的公司,优质公司的生命是可以无限延伸的。

笔者目前更多的迷惑来自于希望拓展自身能力圈时候的迭代错乱,比如当习惯用商业模式和终局思维去看公司竞争格局时,会错过很多高增长低壁垒行业的机会。用同样的模式思维,可以在芯片设计领域找到投资对象,但对新能源领域的机会失之交臂。笔者始终认为,只有拒绝平庸,才是接近正确公司的手段。

信用风险溢价逐步回归 债券投资应增加利率债配置

□富国诚益回报拟任基金经理 张士扬

传统固收产品底层资产主要是信用品种,但近年信用事件从零星点状暴露逐渐发展为区域、行业和主体间相关度显著增强的态势,这对固收投资构成了持续的压力。泛固收产品从P2P、信托等高风险产品到理财、公募债基等低风险品种陆续遭遇信用风险的减记损失,因此市场普遍采用的高票息加杠杆模式难以为继。为了适应资本市场的发展,除了降低债券产品的预期收益率外,还必须认真思考债券投资策略的系统性变化。

信用品种的收益率可以简单分解为无风险利率、相对安全资产流动性溢价、信用风险溢价三个要素。“去杠杆”以前的债券市场刚兑文化盛行,信用风险溢价被控制在极低的水平。首先,刚兑有利于宏观信用的扩张,抬升名义GDP和无风险利率水平。其次,过去宏观调控关注需求侧管理,信用扩张过热容易遭遇流动性紧缩,这又抬升了相对安全资产流动性溢价。传统的信用扩张正是高度依赖城投、地产和金融构成的正反馈加速体系,并为债券市场提供了大量的所谓安全高票息合意资产。债券投资表现为重视相对安全资产流动性溢价,而轻视无风险利率和信用风险溢价的特征。随着去杠杆过程的持续深入,信用风险溢价逐步回归到真实的水平。2018年以来的一系列债券违约事件更是对传统的信用正反馈机制造成了深度冲击。新的趋势正在形成,过去的信用扩张压力转为收缩压力。新趋势下,安全高票息合意资产大幅萎缩,信用品种的收益率三要素中的相对安全资产流动性



溢价逐步丧失,无风险利率和信用风险溢价相对价值凸显。

未来的债券投资,需要主动转向无风险利率和信用风险定价,而不是基于高票息策略。债券投资应当战略性增加利率债配置。首先,国内无风险利率相对于全球主要经济体仍处于高位,而在中长期经济增速下台阶

的背景下收益率水平向下的确定性亦较高;其次,长期期城投和优质国企供给大幅下降导致全市场信用债加权久期系统性走低,配置力量会逐步转向利率市场。相较于利率品,信用债细分市场受政策压力、行业基本面变化和投资者风险偏好分层等多重因素影响较为复杂。在中高评级领域,由于近年大型资产管理机构系统地加强了信评团队的建设,市场本身的定价能力已经大幅提升。充分定价区,债券投资的主要挑战是前瞻性地识别潜在下行风险较大的主体,战术上做到风险暴露事前避免重仓和充分预警、事后积极定价并合理决策。这也意味着,信用风险的管理不仅要涵盖传统的避免“踩雷”的要求,而且要识别和管理每个发行主体的下行风险。在低评级位置,投资需要尽量避免信用风险补偿不足时过早进入信用和流动性。

展望短期债券市场,主要风险和机遇来自于如何评估潜在高通胀和信用收缩两个关键因素的走势和前景。当前的宏观环境下,市场对通胀的分歧很大。笔者倾向于认为全球需求错位、供给侧不平衡的问题可能是暂时的,国内持续恶性通胀的概率较低。信用收缩的趋势则较为明确,监管关注的风险领域依然面临压力。银保监会主席郭树清出席2021年陆家嘴论坛讲话时明确指出:“一些地方房地产泡沫化金融化倾向严重,相当数量的政府融资平台偿债压力很大,部分大中型企业债务违约比例上升,加剧了银行机构的信用风险。部分中小金融机构面临的形势更为严峻。”信用收缩意味着长久期利率风险较小,但需要警惕短期的信用风险暴露。