

站在高估值十字路口 基金经理走向“裂变”

□本报记者 李岚君

2021年二季度,A股市场热点板块此起彼伏,以公募基金为代表的各路机构最终还是将锚抛在了新能源车等确定性成长板块中。确定性的弥足珍贵,在此时发挥到了极致。从一季度暴跌后拔地而起,短短几个月时间,不少新能源车个股的涨幅动辄以倍数计。在股价迭创新高后,引发了市场激辩,高估值会破灭吗?

激辩引发的基金经理投资路径“裂变”,在日前出炉的公募基金二季报中暗藏。基金经理们用不同的“笔法”透露出其对高估值的分歧。譬如,针对当前高估值中不合理的风险收益比,公募“规模一哥”张坤忍不住发出了一声感叹:回首自己以往的判断,发现有不少错误。而银华基金经理焦巍却说:通过比较筛选出来的优秀公司,尽管估值高、涨幅大也不应卖出,原因在于卓越的公司往往更卓越。

质疑与簇拥的裂变,折射到了公募基金二季度末的重仓股持仓中。有享受了几个月暴涨之利后果断落袋者,也有重仓不辍高喊回调就加仓者。中国证券报记者发现,无论是前者,还是后者,在高估值的十字路口,都在惴惴不安。

黄金赛道变窄

与一季度众多赛道百花齐放不同,如今机构扎堆抱团的黄金赛道显然窄了很多,最突出的无疑是新能源车和半导体芯片等行业板块。而聚焦的目光越浓,新战火燃起的概率就越高,不少基金经理开始扪心自问:这些黄金赛道的个股估值到底高还是不高?如果确实是高,那应该撤退还是蹲守?

中国证券报记者在采访中所获的答案显示,相比2017-2018年,当下新能源车个股的估值平均贵了3倍左右,部分龙头股甚至高出5倍以上。在此背景下,“预支估值”法陡然流行。一般来说,估值通常基于一个公司当年或下一年的财务数据,“预支估值”则是基于3年甚至5年“线性外推”后的理想数据的体现。

说白了,就是在当前估值难有说服力的情况下,基金经理需要眺望到更远,用远期回报的测算来迎合当前的估值。从历史数据来看,这多少有些“寅吃卯粮”的感觉。

但近几年来,或许是由于黄金赛道中的个股屡屡调整之后却再创新高,接受上述估值方法的基金经理似乎越来越多。譬如,焦巍就在二季报中表示:“在我们的体系中,所谓多高算高,多好算更好,都没有能力对此做出量化的定论。我认为,投资的本质就是从生意角度进行比较的过程。包括了资产配置比较、行业比较、公司比较等等。通过比较筛选出来的优秀公司,尽管估值高、涨幅大,也不应卖出,原因在于卓越公司往往更卓越,犯不着因为卓越的价格而追随庸庸。”

源乐晟资产管理有限公司总经理曾晓洁同样认为,估值是艺术,每个人的估值方法不一样,带来的结果就不一样。如果这个空间足够大,短期成长速度又快,可以忍受它的高

估值。

许多基金经理会用实际行动来力挺这种估值艺术。被称为宁德时代“忠实粉”的农银汇理基金经理赵诣,凭借新能源车板块的优异投资,摘下了2020年度主动权益类基金业绩桂冠,而直至最新披露的二季报中,他所执掌的基金,无论是农银汇理工业4.0,还是农银汇理新能源,宁德时代始终都在十大重仓股的耀眼位置上。

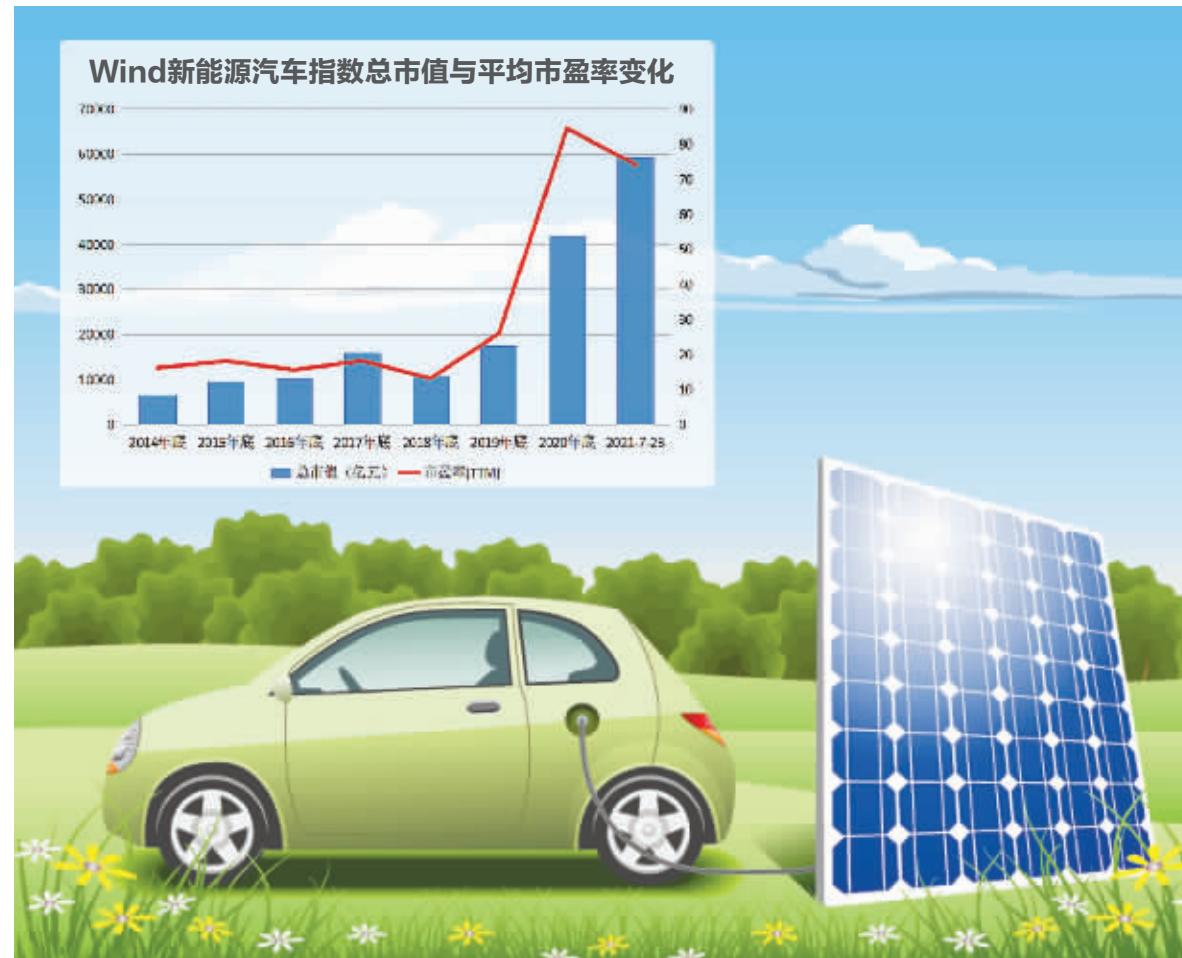
而若深入了解,记者发现,部分基金经理愿意忍受高估值的核心原因之一,其实在于当前整个A股市场不确定性较强的背景下,确定性成为最稀缺的价值。而确定性如此之稀少,以至于众多基金经理愿意付出更高的对价。

以新能源车、光伏等高估

值板块为例,银华基金经理李晓星就曾表示,碳中和是一个十年以上的发展浪潮,是一个全球各国都极为重视的发展浪潮,是一个孕育着巨大投资机会的发展浪潮。碳中和范畴宽广,但要实现碳中和,一个关键点是要实现能源生产和消费结构的转变。能源生产结构要向电气化和清洁化转变,就是发展光伏风电。能源消费结构要向电气化转变,就是发展电动车。能源生产端看新能源,能源消费端看电动车,这是未来十年以上的淘金方向。淘金已经开始一段时间,但还将继续。

尽管高估值已经给个股选择带来困难,但基金经理认为,由于增量资金持续流入市场,成长股会变得越来越贵,机构资金对这些品种高估值、高股价的容忍程度正在提升,大量资金涌入的一个直接结果就是过去的估值体系被打乱。

于是,人人都在问同样一个问题:在当前投资中估值还重要吗?



视觉中国图片 数据来源/Wind

“恐高症”弥漫

在新的估值手法下,高估值披上了一层合理的外衣。但在A股的众多投资者中,包括部分基金经理,相信历史经验和传统的人,也不在少数。他们,开始“恐高”了!

张坤是一个典型的例子。他很委婉,也很专业地说,面对越来越高的市盈率水平,对企业的估值方法也越来越多采用远期(如2025年甚至2030年)市值贴现回当年,似乎只有这样,投资者才能获得一个可以接受的回报率水平。无疑,这样的环境对投资人判断正确率的要求是很高的。

“我们发现,对于一些公司,在各种假设都兑现的情况下,可能未来5年能赚取贴现率或者比贴现率略高的收益率水平,但是一旦错误,可能就要面临30%甚至50%的股价下跌。而在一个流动性宽裕、资本焦虑地寻找高回报率领域的环境下,未来几年,不少行业面临的竞争程度恐怕比过去5年更为激烈。”张坤说。

综合来看,如果选择正确,可能只获

得一个平庸的回报率,一旦选择错误,则面临不小的损失。在这样的赔率分布下,对于投资来说显然是高难度动作。在这种论断下,作为投资者会如何抉择?

上半年业绩领跑的金鹰民族新兴基金,似乎用实际行动来解答了自己的选择。譬如,一季度末,该基金的第一大重仓股是宁德时代,但在最新公布的二季度末持仓中,宁德时代排名降至第十位。由周应波管理的中欧创新未来基金,十大重仓股中已没有了宁德时代的踪影。而诸如此类的案例,在基金二季报中不胜枚举。

景顺长城的基金经理杨锐文认为,整体来看,二季度市场上部分公司股价表现非常极端,核心资产之间出现了明显分化。高估值资产的表现明显好于相对低估值的资产,而部分公司的估值透支了未来5年至10年的空间,但这种透支终有尽头。在此时,既是购买便宜的优质中小市值公司的好时候,又是估值过度透支的公司可能会带来潜在风险

的坏时候。

上海某基金经理则道出了基金抱团股高估值背景下,一个赤裸而残酷的游戏规则:击鼓传花。“现在很多抱团投资赚钱的方式就是赚资本的钱,只要有下一个机构来接盘,我就可以赚到钱。抱得越紧,赚得越多;抱得越早,安全垫越厚。当下很多股价已经预支5年后的空间,谁知道到时候能不能达到预期,但这个真的重要么?”该基金经理说。

事实上,在很多基金经理心里,估值这杆秤,从来就很难找到平衡的时候。一位基金经理援引《长期的力量》一书中的话:估值容易受市场情绪影响,因为市场情绪高涨的时候,所有可比公司估值都很高,平均估值也就很高;市场低迷的时候,所有可比公司估值都很低,平均估值也就很低。所以,一旦市场整体被严重高估或者被严重低估,某家公司的估值也就会跟着被高估或者被低估,也无法对公司成长能力等进行准确估值。

期待破局

其实,许多基金经理十分清楚当前的投资窘境。

上海一位股票型基金的基金经理指出,在全球流动性过剩的大背景下,优质资产越来越紧缺。而随着人口老年化,需求升级、碳中和等大潮兴起,医药、科技等成长行业成为拉动经济增长的重要引擎,是肉眼可见的长期赛道,加之全球“黑天鹅”事件频发,资本也更愿意追逐具备确定性增长的行业。

“所有的高估值最后都会变成低估值,这是所有公司的宿命。”高毅资产首席投资官邓晓峰表示,“从产业的整个生命周期来看,高估值绝大多数是不可持续的,几乎所有的行业最后

都会变成一个正常的行业,不管是现在高增长的行业,还是普遍低估值的行业。”

热闹非凡的投资盛宴还将持续多久?下半年的投资浪潮又会席卷何处?

中欧基金经理袁维德表示:“低估值和估值合理的公司从股价上来看未来更可能超越市场预期。低估值组合如果低于预期,低于预期的幅度也会相对比较小。我们选择估值更加合理的公司,是因为当出现预期错误的时候,可以带来更多的安全边际。同时,如果我们的判断是正确的,未来业绩确实不断兑现,我们能获得的回报也是相对比较好的。下半年,对于一些大市值龙头公

司,我们会关注中游制造业和下游家具、家电行业。”

李晓星认为,下半年的市场驱动力跟上半年相比,可能有所逆转。在下半年经济增速没有上半年快的情况下,一些行业和公司可能因为业绩的低预期而带来一些下跌,而流动性的合理充裕对于估值是有支撑的,整体市场情绪是稳定的。所以整体市场的走势会比较平稳,不会出现上半年的大起大落,业绩可以持续维持增长的行业和公司有望迎来比较好的投资机会,结构性行情显著。下半年依然会以合理的价格买入优质的公司,通过公司的业绩增长实现股价增长。