

# 探寻细分领域“隐形冠军”

## 优化组合结构 把握股债轮动机会

□建信基金权益投资部执行总经理  
陶灿

近期A股市场波动加大，房地产、消费、医药以及前期较强势的电力设备、新能源板块都出现了回调。展望后市，市场系统性下跌的概率较低，下半年仍然存在结构性机会，看好高景气的硬科技及高端制造领域的中长期配置价值。此外，由中长期人均收入增长、居民财富积累带动消费升级的趋势不会改变，待产业政策明确后，部分被错杀的消费和医疗细分领域的配置机会将凸显。

### 长期牛市格局未变

市场多日出现调整，但是权益市场的长期牛市格局没有被打破。支撑权益市场长期投资机会的三大因素包括：稳定且可持续的经济社会格局、持续加速且深化的资本市场改革、无风险收益率下降过程中居民财富向权益资产迁移。目前来看，这几个因素仍然在持续支撑股市长期向好。

市场波动告诉我们，没有永远的“核心资产”，能够顺应经济规律、符合经济转型和结构升级的产业才能成为某个时期的“核心资产”。对于投资者来说，需要甄别的是产业新方向，需要把握的是经济发展的新结构。

### 结构性机会方兴未艾

展望后市，笔者认为，需要重点关注中长期政策思路，并密切跟踪对不同产业发展方向的影响：一是对于民生问题的关注，包括房地产、教育、医疗、养老等；二是硬科技、核心技术和高端制造将是国家实力竞争的重点领域，也是国家战略长期支持的方向。这一系列的产业政策都可能对相关产业



产生巨大影响，甚至颠覆原有的行业模式。

同时，产业投资逻辑正在发生变化，正在从高端制造领域向通用制造领域、基础工业领域不断传导，投资机会也不再局限在少数赛道，而是通过高景气赛道的繁荣，带动更大范围、更多数量中小企业的发展，寻找细分领域的“隐形冠军”将成为下一阶段投资的重要方向。物联网、云计算、智能化等各类新技术的发展与运用，将创造出此前从未有过的新场景、新环境、新机会。

如果用一句话概括笔者未来看好的方向，可以表述为“用科技创新的手段，达到产业升级的目标，最终实现消费升级的愿景。”因此，笔者看好三个主要方向。

一是科技创新板块，包括国产半

导体和智能家电。半导体在国际上属于典型的成熟行业，但在我国属于高速发展行业。下一阶段主要关注国产半导体能否顺利度过导入期，进入具备获取收入利润能力的景气成长阶段；智能消费品包括智能家电等，我国企业在扫地机器人等细分领域已经掌握了较强定价权，未来随着技术迭代、成本下降和技术的大规模应用，有望带来可观的业绩增长。

二是产业升级方向，包括新能源和高端制造。新能源板块虽经历普涨，但其长期成长空间大、成长确定性高、行业增速高，可以较快消化较高的静态估值，是未来5-10年的大机会，当然我们会着重寻找优质个股的阿尔法机会。高端制造产业许多公司获得技术快速迭代和产品升级的机会，同时行业空间大，未来发展可期。

三是消费升级方向，包括食品饮料行业和纺织服装。食品饮料行业作为大消费的重要力量，在前两年的牛市中影响显著，未来在消费升级的影响下，啤酒等细分板块可能迎来竞争格局重塑，行业龙头具有发展潜力；纺织服装板块中，受益于“国潮”风起，国货品牌认知度提升，需求增长明显，业绩有望持续向好。

市场长期向好趋势不变，结构性机会突出，但短期内市场明显波动。另外，要警惕全球流动性的变化，以及明年之后全球经济修复动力逐步减弱的潜在压力。这些因素决定了未来的市场不是一蹴而就的趋势性市场。考虑到A股盈利改善的强度支撑，市场也不会出现熊市，更大的可能是更宽幅度的箱体震荡。对于投资者而言，应该相信专业投资机构在震荡市中挖掘阿尔法的能力，对中国经济的转型升级和权益市场的长期发展给予更多的信心和耐心。



□华富基金总经理助理、固定收益部总监、华富安盈债基担任  
基金经理 尹培俊

“固收+”产品考验的是基金经理的均衡配置能力。“固收+”产品不是简单的“股票+债券”的组合，而是要抓住大类资产配置的核心，动态地在不同的资产之间做配比和调整，考验的是基金经理把握股债轮动机会的能力，某种程度上来说也就是“择时”能力。

笔者认为，成功的“固收+”投资需要掌握两大核心能力。一是基金经理和团队的信评能力。注重企业现金流规模与债务的匹配度和业务模式，通过制定严格的出入池筛选标准，并对持仓债券进行持续的跟踪研究，严格控制信用风险；二是大类资产配置能力。在不同资产之间不断衡量资产性价比，以及在同一资产中寻找高估与低估的机会，并且不断地动态调整、优化组合的结构，为投资人创造超额收益。

### 评估资产的胜率和赔率

笔者的投资理念主要有三点。第一，相信均值回归。资产价格永远围绕价值波动，但投资者的情绪会导致价格偏离。在价格与价值发生偏离时，不同资产之间就出现了性价比差异，也创造了投资机会。市场波动是常态，拥有信仰便能在投资时保持内心的平静，这种对于情绪的把控尤为重要。

第二，通过综合评估各类资产之间的胜率和赔率，挑选性价比较高的投资标的，即赔率和胜率“双高”的资产。赔率方面通常会参考历史估值水平判断当前资产价格的定位。不过，单纯的静态评估很容易陷入价值陷阱，因此笔者和团队还会引入动态评估。比如有些资产看似便宜，但实际上是随着经济大趋势的变化，它的价值不再增长而导致的便宜，对于这类资产要尽量剔除。

胜率方面，笔者主要考虑四个层面的因素。一是宏观层面。根据融资环境、企业景气度、库存周期、通货膨胀四个大维度，将经济周期切分成六个阶段，开发了更贴近中国市场的宏观时钟；二是中观层面。综合考量行业的基本面，寻找景气度上升、渗透率高、发展空间大或供需格

局明显改善的行业；三是微观层面。重点关注企业盈利与估值水平相匹配的龙头公司或现金流稳定、市场地位高、产能扩张的公司；最后是政策方面。会关注对市场影响较大的一些重大决策，比如经济体制改革、资本市场改革等。

第三，动态调整资产组合结构，在整个资产管理过程中进行精细化的动态调整，以达到均衡配置的目的。所谓均衡配置，并不是精准判断市场的每一个拐点，而是遵循“战略偏左侧，战术偏均衡”的策略。在长期战略层面，大部分的资产配置会尽量选择胜率跟赔率都比较合适的标的，但价格是在持续波动的，所以在短期战术层面，会根据资产的阶段性价格进行动态调整，即把贵的品种逐步减持，便宜的品种适当增持，不断地进行平衡调整。

### 股债合理搭配

展望下半年市场，从流动性来看，降准已较大程度打消了市场对流动性边际收紧的担忧，市场对央行的政策意图预期更加充分，即结构性压降实体杠杆的同时，大概率会保持宏观流动性稳中有松，避免去杠杆过程中出现大规模现金流危机和风险的扩散，对债市相对有利。当下债市虽存在一定的交易拥挤，赔率略有不足，但估值相对合理，胜率略占优。

权益资产方面，预计流动性短中期仍将保持宽松状态，未来半年权益市场仍将以结构性机会的方式呈现。业绩增速较高的高端制造业，以及部分兼具成长性或受益于“碳中和”、供给侧改革的顺周期品种具有较大的配置价值。因情绪性杀跌但基本面未有大瑕疵的消费和金融板块也有一定的左侧布局机会。至于市场最热的新能源板块，短期应该注意风险，但行业景气度没有改变，只是估值上升太快因此波动加剧，中长期来看仍是重要的配置品种。

今年以来，经济层面的扰动因素较多，叠加全球其他主要资本市场处在相对高位，下半年股债市场暂不具备大的趋势性机会，但不乏结构性机会，预计波动路径复杂，参与难度加大。在此背景下，具备良好大类轮动能力、攻守兼备的“固收+”产品配置价值凸显。

# 寻觅技术驱动下产业投资方向

□博时基金新能源一体化小组组长  
郭晓林

新能源板块自2020年以来涨势喜人，在今年股市震荡的背景下，新能源仍是当前备受关注的投资板块。对于今年市场表现，笔者认为，上半年A股市场表现相对平稳。一季度大宗商品价格快速上涨，带动上游周期类行业表现较好，相应的科技成长类股票表现较差，整体市场快速上涨后出现回调；二季度指数小幅震荡，大宗商品价格到达顶点后有所回落，带来周期类资产价格显著回落，以新能源半导体为代表的科技成长类资产因业绩持续高增长表现较好。

### 新能源行业增长空间大

当下新能源板块走势较好，但也呈现一定波动性。对于当前估值问题，笔者认为要动态看待。新能源行业持续增长空间广阔，其估值也会比传统行业如智能手机行业高。从绝对估值角度看，我们会对比历史上类似行业在相应发展阶段的估值如何。因此，看待估值时可以先与行业增速做比较，再看动态1-2年的估值水平。目前来看，新能源行业估值仍处在合理水平。

目前新能源行业的渗透率较低，新能源汽车今年全球销量占全球汽车整体出货量的比例可能不到10%，行业未来成长空间大，笔者对其未来持续增长抱有信心。具体来看，行业发展趋势较确定。据此，有



两个方向值得关注，一是能源发电，二是逐步将传统燃油车替换为新能源汽车。

从新能源车的角度，主要看好两个方向的机会。一是电池。电池是整个新能源汽车产业链中竞争壁垒最高，同时竞争格局相对明确的板块。二是一体化下有成本优势的材料企业。如果一家公司能够在成本上与竞争对手拉开差距，即使在某一阶段行业供给增长可能较快，但具备成本优势的公司仍能获得超越行业平均水平的超额利润。

### 从产业角度精选股票

技术革新是大部分产业中持续胜出的龙头企业的核心成长驱动力，笔者的投资聚焦于一线产业趋势变化，在长坡赛道中寻找跨过技术变革奇点、景气周期向上的方向。在选股层面，笔者一般是从产业角度出发，基于日常调研，在产业中挖掘因技术进步而带来的某些新增长需求，或者寻找某些产品在中份额大幅提升的机会。具体到选股标准，笔者注重从产业赛道足够长、中期景气度持续上行的行业中，寻找核心竞争优势明显、公司治理结构较好、财务质量较高的优质龙头企业。

从投资层面来看，笔者侧重于右侧布局。具体来看，左侧的交易占比会小一些，一般选取一些高赔率但发展相对属于初期和处在不确定性阶段的品种；右侧的布局居多，选择产业发展趋势明确，自身对行业竞争格局和公司竞争力有比较明确判断的品种。相对于从零到一的初创阶段，笔者更倾向投资于从十到百的稳定成长阶段。这一阶段产业发展趋势明朗，笔者能够对行业竞争格局和公司竞争力有较清晰的判断，因此确定性会更高。

当前短期板块交易过热后会存在阶段性波动，但要关注行业持续增长的空间有多大。新能源行业目前渗透率较低，未来两到三年都能保持较高的增长速度。此外，基于新能源行业产业链环节相对较多，专业门槛较高，投资者可以考虑通过基金投资的方式参与。