

光大保德信基金陶曙斌:

把握高端装备行业“时代脉搏”

□本报记者 李岚君 见习记者 王鹤静

光大保德信基金经理陶曙斌是一名从业十余年的老将。在投资中,他以优化组合风险回报率为首要目标,采取自下而上精选个股为主、自上而下行业配置为辅的投资方法,寻找市场中具备“优质行业、优质公司、优选价格”的“三优生”,与优秀公司共同成长。在他看来,高端装备行业仍将在“机器替人”和“碳中和”的驱动下保持增势。

细分赛道右侧布局

对于把握赛道和研究公司,陶曙斌认为,选对细分赛道更加重要,“看准优势赛道进行投资,就像在鱼多的池子里捞鱼,捞到的概率总是更大的。”他认为,首先要确定景气度更高、盈利增速更快、估值性价比更高的细分赛道,再去寻找有竞争优势的公司,可以实现事半功倍的效果。

在陶曙斌看来,赛道投资一定要注意估值区间,如果高景气度行业估值较高,那么投资该行业很可能会面临赚不到钱的情况,甚至是本金的永久损失,所以景气度投资一定要判断景气度所在的位置,以及公司在对应赛道的估值水平。

“判断产业趋势和景气度,首先还是要有大局观,多观察,根据常识感知。”陶曙斌表示,专业的东西只有一样,那就是对财报的理解,当收入和利润的增速在某个季度突然加快,这种情况一般出现一个季度就可以开始观察,连续两个季度保持,基本上就可以佐证并非季节性因素导致的偶然现象。

锁定细分赛道后,在挑选个股的时候,陶曙

斌更偏向于右侧布局。在他看来,从0到1的过程中有太多的偶然性,赚得的利润可能更多来自于运气,所以他更愿意选择从1到N、具备竞争优势、行业排名靠前、盈利增速明显的公司。“右侧的公司并不代表没有成长,而是可以享受行业的增长,所以选择好细分赛道十分关键。”陶曙斌表示。

事件驱动向盈利驱动转型

“目前,我国的军工行业投资出现了本质变化,2020年以前基本是事件驱动,之后逐渐转向盈利驱动。”陶曙斌表示,事件驱动带来的行情往往导致估值过高,需要靠多年的盈利增长去消化。

陶曙斌分析,在经过4到5年的估值消化后,军工行业从2019年开始出现盈利转变,大部分非主机厂军工企业的盈利确定性到了较高位置,例如结构件、航空电子、复合材料、国防信息化等细分行业,盈利增速快,利润兑现程度高,并且估值在2010年以来大概处于后10%的水平,导致板块的吸引力增加。

相对于其他制造行业,陶曙斌认为,军工的优势在于竞争不是完全市场化的,对竞争者的



资质要求很高,不完全靠价格竞争来驱动,使得利润水平相对更确定、更有保障,投资期望的回报也会更好一些。

在陶曙斌看来,军工行业偏下游的主机厂以成本加成为主,通过布局上游的零部件环节反而可能创造超额收益。“主机厂由于成本加成,完全靠量的逻辑驱动,利润弹性相对较小;偏上游的环节例如复合材料、军工电子、结构件等,是量和价的提升逻辑,相对来说盈利更

好。”他表示。

另外,从风险角度看,陶曙斌认为,军工赛道最核心的问题还是价格机制。他表示,虽然军工属于顶尖的科技行业,但从常识判断,价格形成机制的风险还是存在的。

锚定高端装备制造

在陶曙斌看来,无论是工业自动化、检测检验服务行业等受益制造业复苏预期的板块,还是在“双碳”驱动下,新能源相关的锂电、光伏、风电、核电以及“低碳”拉动的高效流体机械、智能物流等行业,在“智造”升级的背景下,高端装备的发展前景十分广阔。

拟由陶曙斌管理的光大保德信高端装备将于10月31日至11月8日发售。该基金界定的高端装备相关行业,是指具备高技术、高附加值的高端工业设施设备的行业以及围绕上述行业提供原材料、服务和产品的行业,该基金旨在中国经济结构调整和制造业升级的过程中寻找具有核心竞争力的高端装备行业的公司进行投资。

“新能源装备方面,锂电设备、光伏设备、风电设备目前处于高景气水平,下游需求和技术迭代双重驱动上游设备企业订单和业绩双增。”具体来看,陶曙斌认为锂电行业估值不贵的原因,主要在于盈利增长把估值消化掉了;随着锂电行业参与者增多,一旦出现竞争格局恶化,盈利就会受到影响,所以存在一定的风险。

“另外,风电板块尤其海上风电的景气度也比较高,往后几年可能会高于新能源车;光伏板块的基数处于高位,虽然在高基数的情况下谈盈利增长倍数会比较困难,但是上游环节的技术创新机会还是可以去挖掘的。”陶曙斌表示。

广发言 | 以时间的名义

广发基金王海涛:浅析“熬夺投资”寻找“低风险高收益”的机会

风险与收益同源,这个广为人知的理念告诫人们在追求收益但不要忽略风险的同时,也暗暗向人们传递了一个信息:风险与收益是对等的,或者说是对称的,即高风险对应高收益、低风险对应低收益。但其实,风险和收益还存在另外一种表现形式——低风险对应高收益。换言之,风险和收益也具有不对称性。

在A股市场,大多数投资者关注的是风险收益对称,即追求高风险高收益。但其实市场中还存在低风险高收益的投资机会。不久前,我重读了《熬夺型投资者》,作者莫尼什·帕伯莱通过投资案例和实践经验帮投资者总结了寻找“低风险高收益”机会的九大法则。

莫尼什·帕伯莱被称为巴菲特的门徒,从2000年到2018年,他执掌的对冲基金收益率高达1204%,而同期标准普尔500指数的收益率仅为159%。《熬夺型投资者》是一本相对小众的投资类书籍,莫尼什以朴实语言分享了其有关绝对收益投资的理念和方法。全文总计12万字,核心思想归纳起来就是两句话:第一,投资低风险、高不确定性的企业;第二,少投注、投大注、看准了再投注。

寻找风险低、不确定性高的业务

dhandho(读作“熬夺”)是印度古吉拉特邦方言的一个词,源自于梵语“财富”(dhana),字面意思是指“努力创造财富”。关于创造财富,大多数人的认知是“要赢得高回报,就必须冒更高的风险”。古吉拉特语的“熬夺”翻转了这个概念——以承担最小的风险来获得最大的收益。因此,“熬夺”更精确的意思是用无风险的方法保证财富的创造。

如何以最小的风险获得最大的收益?在《熬夺型投资者》的前四章,作者通过“帕特尔特人开汽车旅馆的生意经”“马尼拉尔的生意经”“维珍集团的投资之道”“米塔尔缔造钢铁王国的熬夺法”详细阐述了“熬夺型”生意人关于获取“低风险、高回报”的投资之道,并总结了“熬夺型”投资模式的框架。

作者将该投资框架归纳为九大法则:(1)投资现有的业务;(2)收购变化缓慢的行业;经营模式简单的企业;(3)在不景气的行业里对经营不善的企业进行抄底投资;(4)投资具有持久竞争优势的行业;(5)看准有利时机投大注;(6)注重套利;(7)买入以远低于内在价值折价出售的企业;(8)寻找风险低、不确定性高的业务;(9)模仿好过创新。

书中,作者提到“低风险和高不确定性对投资者而言是最佳拍档”,企业股价会因为这两个因素暴跌。所



广发基金高级董事总经理 王海涛

谓的低风险,就是失利概率小的情况;“不确定性很高的情况”,可以采取保守的态度来遏制事态朝着不利于自己的局面来发展。背后体现的其实是“熬夺型”投资的经典思路:情况好,赚得多;情况不好,赔得少。

莫尼什偏好低风险、不确定性高的企业,这样的语言描述容易让人误解:不确定性高的业务不就应该风险较高,同时估值给出一定的折价吗?这样的理解是对的,但在投资中很多人会混淆不确定性和风险带给他们的感受,尤其是股市中的机构投资者,他们更多追求确定性,对不确定性有着极度的厌恶,这也造成当企业看上去有高度不确定性时,那些由专业投资者主导的市场先生可能会给出极端的估值,而这种极端的估值有时并非反映企业的高风险,相反,这时企业的风险可能恰恰较低,而这是可以利用的好时机。

例如,2020年之前的煤炭行业尽管盈利尚可,但由于过往固定资产投资过大,员工数量较多、历史包袱较重等原因,很多企业经营处于举步维艰的境地,甚至出现个别企业的债券差点违约的窘境。彼时的煤炭行业哀声一片,投资者“谈煤色变”,部分投资机构甚至已经不再配备专门的煤炭行业研究员。

进入2021年后,由于煤炭行业在之前近十年的产能出清,减少了近十亿吨的产能,我国的煤炭产量相较于最高点减少了五亿吨,而居民与工业日益增长的供电需求则以每年5%以上的增速增长。由此带来的结果是,煤炭的供需格局出现反转,煤炭价格一改颓势出现了巨大的涨幅。此时,很多煤炭企业的估值只有3、4倍市盈率,市净率大幅小于1。往后看,煤炭的价格中枢可能还会上扬,上市公司的利润仍然有机会大幅提升,预计利润高速增长的新态势会持续。即使高增长无法持续,如果企业没有新的资本开支,很多企业的股息率仍有望做到5%以上。

事后来看,结合煤炭股的盈利增速、估值水平及可能带来的预期回报,2021年布局煤炭股,或许就是一笔“低风险高收益”的价值投资机会。但是只有少数的投资者在当年买入煤炭股。对此,大多数投资者给出的理由是在“碳达峰、碳中和”的背景下,新能源保持高速增长,煤炭用量很快将大幅减少,对于这样一个很快没落的夕阳行业,大家希望在自己的组合中尽量减少“高不确定性”的机会。事实是,2021年,煤炭板块的涨幅达到39.40%;2022年至今,煤炭行业的涨幅超过20%,在中万一级行业排名第1(数据来源:wind,截至2022.10.26)。

这两年,我在某些组合买入部分煤炭股,看中的正是这种低估值带来的低风险,但是当时由于担心这种“高不确定性”,买入的仓位并不多,每次回顾起来都是隐隐的痛。由此,当我重温书中作者长达4年重仓Universal Stainless & Alloy Products公司的案例时,对作者的经历产生了强烈的共鸣。

看准机会要敢于下重注

结合莫尼什总结的九大投资法则,把握“低风险、高收益”的机会,重点是要从两个方面着手:一是寻找“低风险、高不确定性”的机会,二是在合适的时机出手,要敢于下重注。

那么,国内市场有哪些风险收益不对称的机会?除了前面提到的煤炭股投资案例,其他领域也在历史的某些阶段出现类似的机会,比如可转债、曾经的定向增发、网下打新、封闭式基金等。

可转债是一种股债结合的资产,资产本身是债券,要求到期还本付息,但与普通债券不同的是,可转债附带转股权,即可转债的持有人可以选择按约定的价格和比例,将债券转化成股票,正是因为有到

期本息、回售、转股价下修的保护,其作为含权资产在某些阶段会体现出低风险特性。

我清楚地记得,2013年某银行转债的价格已经大幅跌破面值,而距离到期日已不到3年时间,潜在年化收益率超过4%。作为一个AAA级国有银行的可转债,价格波动小,违约概率低到几乎为零,未来还存在着转股价下修、股价上涨转股的大大可能,这样的转债契合前面所说的“低风险高收益”的特点。当时,我们管理的专户组合重仓该转债,并在随后一年左右的时间为客户实现了翻倍的收益。

2019-2021年的转债也体现出类似的特点。但不同的是,转债的发行行业相较于以前出现了较大范围的扩展,转债的投资也出现了较大的变化:有些A股投资者通过转债可以介入因正股估值过高而不敢下手的公司。过去两年,如果持仓品种因A股上涨而转股,那么可转债既能为投资者带来丰厚的收益,同时承担的波动又比权益产品小得多。

除了如何寻找“低风险高收益”的机会,书中还介绍了把握机会的“战术手段”,包括要少投注、投大注、非经常性投注;要注重套利;要注重安全边际;要重视抛售的艺术等。

结合自己的投资经历,我对于书中多次强调的“当胜率压倒性地对你有利时,要下重注,进行大笔投资,并且只投最好的”这一点感受颇深。过去十几年,我主要管理绝对收益产品,既体会到买入重仓10%、2年上涨10倍个股的喜悦;也有因对公司理解不够深刻,持仓比例只有2%、上涨1倍卖出后股价又上涨了10倍的懊悔。能够重仓一只10倍股对组合的贡献极为显著,但关键是投资人自己要有足够的知识储备和功底积累,要看得准、看得透,同时有胆有识,敢于出手。

正如巴菲特所说“宁要模糊的正确,不要精准的错误”,在市场低迷时期寻找被低估的机会,注重安全边际、少投注、投大注,拉长长时间看可能将会带来可观的回报。

基金经理简介:王海涛,19年证券从业经验,17年投资管理经验,现任广发基金管理有限公司高级董事总经理、总经理助理。

(风险提示:文章涉及的观点和判断仅代表投资经理个人的看法。本文仅用于沟通交流之目的,不构成任何投资建议。投资有风险,入市须谨慎。)