

# 周志超：敬畏市场 遵循内心

□本报记者 张昊

## 时刻对市场保持敬畏

2014年12月,突然降临的蓝筹行情波澜壮阔,以券商为代表的非银行板块充当了涨停的急先锋,一举带动大盘攻破3000点。在此之前,周志超从对中国经济的基本面出发,将投资重点放在了低估值成长股上。事实证明,周志超顺应了结构性牛市的脉络,投资收益也实现了他的预期。那么,一个擅长于成长股投资的基金经理,又如何研判当下的蓝筹行情?

周志超认为,2010年至2013年,股市一直处于调整状态。2013年两大主线推动了股市的上涨:一是经济转型带来细分行业的繁荣,催生了电影、手游等细分板块的结构性行情;二是并购重组。这段时间部分公司通过收购、重组的方式实现快速做大做强,部分公司焕发新生。良好的基本面,加上更为乐观的预期,造就了一轮以创业板为代表的轰轰烈烈的小盘股行情。2014年以来,随着大部分小盘股的估值越来越高,上涨动力不足。不过,持续了一年多的赚钱效应继续发酵,场外资金来源不断地流入,

融资额也持续放大。在此背景下,投资者需要新的资金宣泄口。恰逢此时,沪港通正式实行、央行非对称降息等一系列利好纷纷出台,天时地利人和齐聚,导致了金融、地产这些大盘蓝筹股的快速上涨。

也正是基于上述预期,周志超认为造就本轮蓝筹行情的,并非相关企业基本面或者预期的改善,而是资金流入、比价效应以及政策利好这三大因素所导致的上涨。考虑到大盘蓝筹股的绝对涨幅巨大,估值回归合理水平,加上长期前景依然存在不确定性,周志超对其能够持续上涨维持相对谨慎的态度。

12月9日,市场出现天量下跌,此前上涨的品种全线下挫,蓝筹行情终于迎来了一个节点,但同时成长股的走势也不容乐观。周志超表示:“本轮蓝筹行情并非由公募基金发起,但当蓝筹股持续上扬时,一些公募基金可能会抛售成长股转而去追蓝筹股,此举令重仓成长股的基金承受了较大的压力。但是,我依然不会盲目追高蓝筹,毕竟基本面还是不配合。”

## 选股坚持三个原则

作为一名选股型的基金经理,周志超并不以创业板拥趸自居。他认为虽然创业板公司某种程度上代表了中国经济转型的方向,但是很多公司估值都比较高,并不符合价值投资的思路。

周志超表示,他的选股原则可以简单归纳为:在业绩的成长性和股价的安全性之间保持平衡。他表示,在经历了2013年以来的成长股大牛市之后,尽管很多公司股价都已经远远超出了基本面所能够支撑的范围,但是纵观2600家上市公司,其中还是有很多估值较低、成长性较好、行业前景光明的企业,而他的主要精力就放在挖掘这类公司上面。此外,周志超认为,股市是波动的,成长股的股价不会一直高高在上,也会有调整的时候,他也在耐心等待那些高估值公司的股价回落到合理区间。

周志超自称选股思路“不拘一格”,但归根结底仍然是价值低估的原则。在他的仓位配置中,更多的超额收益是来自那些不为普通投资者所熟知的非白马股。对于这些标的他均经过了极为精心的筛选,绝大多数都要进行实地调研及长期的反复研究,如此才能确保对自己所选择的公司充满信心。

具体到选股标准,周志超主要关注三个方向:

一是潜力巨大、估值合理的成长股。具体来说,估值合理(动态市盈率在25-30倍左右)、产品市场空间很大、管理层有很强的进取心、收入和市

值都比较小均是非常重要的观察指标。周志超介绍,他投资的一些公司都是依据这种逻辑挖掘出来的,大都获得了不错的收益。这种逻辑看似比较简单,但如何认定公司有较大的成长空间,需要多方面来求证。

二是稳定增长行业中被低估的公司。周志超表示,在A股市场中,有一些增长相对稳定的公司,由于行业属性的原因受到冷落,估值也就受到了整个行业的拖累,如果不仔细分析也就认为其就是一家普通的公司。但如果深入地研究,就会发现这些公司中隐藏着金矿。以汽车零部件和后汽车业务为例,过去汽配股常年被低估,其主要原因是汽配企业的估值原来是参照整车企业,而整车企业市盈率大都在10倍以内,使得汽配企业市盈率也常年维持在十几倍。但事实上,汽车零部件公司无论是在进口替代,还是在出口方面,都有很大的增长空间,这一点是整车企业不能比的,理应享受更高的估值水平。

三是现金充裕、有并购能力的公司。2012年之前上市的很多公司手持大量超募资金,对做大市值的诉求很强烈,加之IPO发行速度大幅放缓,很多质地优良、缺乏资金的企业迟迟无法实现上市融资,并购就成为上市公司与项目公司的最佳选择。去年创业板的行情一半来自新经济例如手游、影视行业的业绩爆发,而另一半则来自公司并购,周志超认为这个趋势在后市仍会继续存在,可作为选股方向之一。

2014年年末的市场风格转换突如其来,气势如虹的蓝筹股抢走了当下股市的多数戏份,而此前已经连续结构性上涨了两年成长股不再是市场的热点。对于专注成长股的基金经理而言,这意味着更深刻的影响——不仅排名优势有所减弱,未来市场走向更是考量着此前积累的投资经验与价值判断。

周志超正面临这样的考验。对于低估值成长股勤奋的分析和调研使得他的投资风格顺应了此前的市场,在此轮蓝筹行情之前,他管理的大摩主题优选今年以来的收益排名曾经进入全市场前十。但尽管市场风格转换,大摩主题优选今年的收益排名也有望稳居前十分之一。敬畏市场,遵循内心,周志超正在践行着这样的投资准则,这一切都是为了做一名值得持有人托付的基金经理。



周志超,南开大学经济学硕士,8年证券从业经历。从2006年起,先后在诺安基金公司、信达澳银基金公司、广发基金公司担任研究员。2011年5月加入摩根士丹利华鑫基金公司,历任研究员、基金经理助理,现任大摩主题优选基金、大摩卓越成长基金和大摩品质生活基金的基金经理。

## 对未来既有悲观也有乐观

周志超刚刚步入金融行业时,从事的是周期和宏观研究,因此对于未来宏观经济方向的研判,是他投研的重要起点之一。对于未来的经济形势,周志超悲观与乐观并存,这样的观点未来也将体现在他的投资操作上。

有几个宏观经济数据,周志超至今记忆犹深。一是1990年初我国的M2余额大约1.2万亿元,而截至今年10月,M2余额120万亿元,同期美国的M2余额只有70万亿人民币;二是固定资产投资完成额占GDP的比率,1990年这个数字约为24%,2013年达到了78%,而近30年来,美国的这一比率一直维持在20%上下,2013年为18.8%。此外,因为调研的关系,周志超跑过国内很多一、二、三线城市,他发现几乎全国所有的城市,都处于一种大干快上的建设状态。因此无论是基于数据分析,还是我们平常的切身感受,都能推导出一个结论:目前中国经济存在房地产和基础设施建设这两大泡沫。

遗憾的是,这两大泡沫正处于破灭期。但考虑到我国的具体情况,他认为泡沫破灭不会像国外那样以经济危机的方式表现出来,而是会以一种长期、下台阶的方式呈现。

从数据上来看,房地产和基础设施建设投资的顶峰已经过去:2012年之前,我国的固定资产投资增速一直保持在23%以上,而经过近三年的下台阶之后,2014年1-10月固定资产投资增速已经降至15.9%。考虑到这几年为了稳增长,中央和地方政府已经批复和开工了大量基建项目,在这样的背景下投资增速还在不断地下台阶,更加凸显固定资产投资的难以为继。

更为严峻的是,投资从顶峰的下滑仅仅是开始。地产和基础设施不是消费品,需要不断地补充,这些设施一旦建成,使用年限很长。因此当这些设施的投入达到饱和之后,建筑需求会大幅萎缩,只剩下稳定的更新和维护需求。长期来看,我国的固定资产投资占GDP的比率理应维持在美国的20%左右的正常水平。经过周志超的测算,假设未来我国GDP年均增速4%,同期固定资产投资增速为零,大约在2048年,这一比率可以降至20%(如果按照美国GDP年均增速1.5%,届时中国GDP将比美国高29%)。如果将假设条件定的稍微保守一点:GDP长期增速3%,宏观经济达到再平衡的期限在20年左右,则意味着2034年的固定资产投资总额约为2013年的1/2,年均增速为负的3.3%。

但周志超也有乐观的一面。他认为,首先,我国劳动力的价格红利还会长期存在,不仅包括体力劳动者,也包括以研发、设计工程师为代表的脑力劳动价格红利;其次,完备的基础设施和开放的政策环境也是其他发展中国家无法比拟的;第三,按照经济学理论,发展中国家在技术和质量提升方面具备后发优势。未来,中国企业在参与经济全球化方面依然具备很强的竞争力,而且参与竞争的舞台会越来越偏向高端化。周志超相信,未来我国会诞生越来越多具备高精尖技术和过硬质量的全球化企业。此外,我国具有全世界最大的单体消费市场,而随着人口老龄化和年轻人消费能力的提高,未来我国的消费市场依然会保持稳定增长,在某些细分市场还会有加速甚至爆炸性的增长。

总的来说,周志超对于未来的宏观经济既悲观也乐观。他认为中国经济的转型是不以人的意志为转移的,是历史规律驱动的必然结果。他表示,坚定看好转型经济中受益的行业和上市公司,这正是他对股票投资充满热情和信心的基石。