

# 守正出奇 战略配置高ROE企业

## 消费投资的“势”与“式”

□广发策略优选混合基金经理 罗洋

价值投资理念的核心思想是投资回报来源于企业创造的价值,来自企业利润增长带来的回报。在投资实践中,每个人对企业价值的理解不同。于笔者而言,坚持价值投资有三点非常重要:赛道有优劣之分,重视长期高ROE行业;市场逃不开周期,以均值回归作为基本假设,警惕“这次不一样”;确定性比弹性更重要,深度研究白马比找黑马更重要。

### 精选赛道 重视长期高ROE行业

巴菲特曾在《致股东的信》上称:“判断一家公司经营好坏的主要依据,取决于其净资产收益率ROE”。其黄金搭档查理·芒格也曾说过:从长期看,一只股票的回报率与企业发展息息相关,如果一家企业40年来的盈利一直是资本的6%(即ROE6%),40年后你的年化收益率不会和6%有什么区别,即使当初你买的是便宜货。

为什么投资大师都如此重视这个指标?笔者认为,这是因为ROE是综合评价一家企业盈利能力的最佳指标,也是直接关乎投资者收益的指标。一家企业能维持高ROE,代表公司从生产、销售、经营、技术、服务、市场占有率等层面汇聚的综合绩效非常优异,股东因此才能获得较高的投资回报。

巴菲特曾直言其在中国市场的选股标准:只有ROE不低于20%且能稳定增长(连续10年)的企业才能进入其研究范畴。笔者选股时也非常看重ROE,透过这个财务指标,可以分析企业的核心竞争力、商业模式、行业壁垒,产生ROE的动力和原因。同一行业的不同企业,如果ROE的均值越高,说明该企业的盈利能力越强。

在A股市场,长期高ROE行业和市场权重最大的几个行业高度重叠,主要包括银行、保险、食品、医药和家电。如果基金经理没有对这几个行业进行深入研究,长期战胜市场并不容易。

### 选好公司 确定性比弹性更重要

同一行业中,根据企业所处的地位、市场份



额、盈利能力等可分为龙头企业、二线企业、中小型企业等。2011年至2015年,A股是典型的成长风格,资金喜欢追捧市值小、弹性更大、增速更高的中小企业。在品种选择上,投资者更喜欢将精力花在挖掘黑马,而不是研究白马公司。

2017年以来,市场风格发生切换,以白马龙头为代表的优质资产获得资金追捧。投资者选择标的时更注重增长的确定性,而不是增长的高弹性。这也是笔者一直以来信奉的理念:企业增长的确定性比弹性更为重要,深度理解白马比找黑马更重要。找到一个十倍股固然令人开心,但少犯错是投资中最重要的事,一半以上的基金经理长期没有战胜市场,不是因为他们没有选对牛股,而是有很多错误抵消了他们工作中的亮点。

相比逆势突围的黑马,白马企业往往具有规模大、盈利能力强、护城河更深的优点。他们在某些领域拥有独特的比较优势,例如,多年深耕带来的品牌优势,巨大研发投入带来的技术先发优势等。基于自身的核心竞争力,这些公司基本面出现风险的概率更低,保持稳定增长的概率更高,拉长长时间看收益率更高。过去几年,价值白马深受投资者追捧,对传统白马股的研究变得越来越拥挤。如何提升对白马股的研究深度,加深对白马股的理解是目前所有投资者面临的挑战。

### 均值回归 耐心等待合理的估值

当我们选好投资标的时,在合适的价位买入价格是投资决策中重要的一步。笔者相信,股票市场遵循均值回归理论,在投资时需要耐心等待,以合理或者低估的价格买入好公司。

均值回归的现象最先是由芝加哥大学行为金融学教授理查德·塞勒与威斯康星大学沃纳·德邦特教授提出的。他们研究发现:以3至5年为周期,原本表现不佳的股票开始摆脱困境而向上走好,而原先的赢家股票则步入下坡路,这种反向走势不仅表现在股价上,也表现在公司的盈利上。

股价的波动由估值和盈利所决定。估值的均值回归比较容易理解,对估值进行纵向和横向的比较,通过分析其与盈利增速、市场空间等要素匹配,最后得出估值是否合理的结论。如果不合理,则估值有向合理估值回归的动力。

对于如何理解盈利的均值回归,迈克尔·波特的竞争理论给出了一个合理的解释:当行业盈利丰厚时,新的进入者竞争拉低盈利;当行业无利可图时,退出者为行业盈利恢复创造条件。从这个角度看,多数公司难以持续保持高盈利能力,除非它具有某种特殊竞争优势,而这类为数不多可以抵御均值回归的公司正是巴菲特所说的具有护城河的优秀公司。因此,可以理解均值回归是普遍现象,而能够抵御均值回归的优秀公司则是市场中的特例。

均值回归理论在投资中的应用体现在两方面:一是整体估值的均值回归。将市场看作一个整体,当估值低于历史均值水平时,从长期看对未来应抱着相对乐观的态度。二是行业和个股基本面的回归。所有行业和公司都有自身的周期,当一个行业或板块景气度处于高位,估值大幅抬升,需要保持高度谨慎,避免陷入“这次不一样”的逻辑陷阱。反之,如果优秀的公司因为短期的周期性因素估值受到压制,长期竞争优势并没有受到影响,往往是好的买入机会,因为市场经常有夸大短期冲击,忽略长期影响的冲动,由此产生的错误定价为我们提供了好买点。



□国海富兰克林基金 杨富麟

近几年,A股消费板块备受国内外投资者关注,特别是食品饮料板块已经连续多年在A股行业涨幅榜中排名居前,笔者认为,其主要原因是优质消费公司ROE相对稳定,并且利润增长的确定性和持续性更强。而在消费投资过程中,把握好“势”与“式”,在发掘优秀消费标的中显得尤为重要。

所谓“势”,即判断行业本身的属性以及行业发展的趋势。行业属性的判断是消费投资的第一步,抛却可选消费和必选消费这个较初级的属性之外,在行业属性中最关键的是空间大小,大行业能够孕育出大公司的概率较大。只有选中大品类,才能选中大行业,如大品类是指调味品行业中的酱油(小品类是醋)、电器行业中的空调(小品类是小电器)、娱乐行业中的游戏(小品类是电影)。从长期回报来看,投大行业、大品类的公司往往会获得更加超额的回报。

做完行业属性的研究后,就要进行行业发展趋势的判断。发展趋势重点关注的是变化性,要从行业整体以及行业内部两个维度进行剖析。行业整体的变化就是行业空间的增长曲线,高成长性的行业中,龙头公司往往能够享受行业红利,获得超过平均的增长。而行业内部的变化就是演绎趋势的判断,判断正确行业演绎趋势和路径,才能结合公司发展规划找到优质标的。消费领域中服装类上市公司数量不少,但是大公司却很少,主要是因为无法演绎未来趋势,如女装每个季度都要去做时尚的预判,上新不同的SKU,没有一条趋势演绎的主线,导致长期持有的逻辑受到考验。而像白酒行业,品牌格局相对稳定,消费升级带来的行业发展趋势较为明显,成长出很多大市值公司。所以一定要能抓住内部演绎的变化性,优先挑选趋势明显并且变化较小的行业。

关于“式”,由于篇幅的限制,笔者主要分享行业在不同发展阶段,应当关注的公司经营要点。自然界有春生、夏长、秋收、冬藏四季,行业也有初创、成长、成熟、衰退四阶段。行业初创期对应的是高风险、低收益,行业融资数量增加,前端开办费用和后台研发等支出呈指数增加,但是往往都是亏损。成长期对应的是高风险、高收益,行业收购兼并频发,高举高打策略下逐渐建立壁垒。成熟期对应的是中风险、中收益,玩家数量相对稳定,市占率开始有趋势性变化。衰退期对应的是高风险、低收益,不同于初创期,衰退期的远期收益也较低,此时市场萎缩,企业逐渐倒闭。

初创阶段企业融资输血能力是前提,此外要特别关注盈利变化趋势以及盈利改善路径。以生鲜小店为例,盈利变化应关注的是前端毛利率以及费用率变化趋势,深入分析前端改善路径是否具有可持续性,比如单纯的提价不可持续,而改变货品和陈列进行结构升级可持续;以及后端费率变化是否符合趋势,如物流建设,信息系统建设等。成长阶段应当特别关注企业的营销战略以及行业的新进入者壁垒。白酒行业就经历过高速成长期,企业通过广告营销以及资本收购快速享受行业红利,营销推行带来了企业形象的标签化,新进入的壁垒开始逐渐增强(规模优势+营销效率降低构成了壁垒)。成熟阶段关注服务的改善和新品培育的能力,乳制品行业都已经进入成熟阶段,直控终端的能力和爆品研发的软实力构成了优质公司抢占市场份额的制胜法宝。此外,衰退期的行业在没有行业催化的前提下则建议系统性规避。

消费投资,把握住“势”与“式”,就有望获得相对超额的收益。

# 大类资产重新配置时间窗口开启

□博道基金基金投资部副总经理 张迎军

A股市场在今年年初探低点2440点后,走出一波迅猛的反弹行情,最高至3288点,涨幅近35%,但随后旋即又步入快速调整。行情的转瞬变化让很多投资者不适应。除了经济周期性探底之外,外围环境的不确定性也是市场调整的原因。

### 静待业绩增速好转的拐点

从2018年年报及2019年一季报统计来看,目前A股多数行业上市公司业绩增速还处于下降周期。根据上一轮A股上市公司业绩增长周期的统计数据,上市公司业绩增速下降的周期为9个季度。从2017年二季度上市公司业绩增速见顶开始计算,到2019年5月本轮A股上市公司业绩增速下降周期持续了8个季度。笔者认为,随着2019年年初以来财政政策刺激与货币政策变化对实体经济的传导,上市公司业绩增速的拐点也即将出现。因此,本轮沪深股市调整幅度有限。

展望A股后期中长期走势,倾向于认为2019年沪深股市总体处于牛熊转换底部震荡走势。首先,上证综指2900点与沪深300指数3650点所对应的市盈率分别为13倍与12倍,估值处于历史低位水平,显示了市场的巨大潜力。其次,从大类资产比较角度看,在与房地产、债券、信托、非标理财等资产类别比较中,A股的估值水平有绝对吸引力。

### 大类资产迎新配置时点

在过去两年中,随着房地产、信托等类别资产增长分别见顶回落,境内居民大类资产中长期重新配置的时间窗口正在打开。

首先,从中外历史经验看,大类资产重新配



置转换期时间窗口的时间跨度可以长达2到3年时间,而一旦重新配置的趋势被确立,资金大量流入的资产类别将迎来一轮波澜壮阔的牛市行情。2019年一季度沪深股市的大幅上涨,正是境内大类资产重新配置的一次开始序曲。

其次,大类资产重新配置的趋势确立是需要条件的,需要市场各参与方形成一种长期共赢的循环。从股票市场战略地位重新定位、对近期上市公司违法违规严肃处理以保护投资者利益等政策导向判断,A股市场正在向建立“长期共赢循环”努力前行。

第三,从过去几轮A股市场底部构成熊牛转换的历史经验分析,“货币拐点——市场底部——经济拐点(上市公司业绩拐点)”的顺序是一种比较大概率率出现的形式。今年4月下旬以来的A股调整,可以理解为市场在等待上市公司业绩拐点出现并确认的信号出现,从而完成中期市场底部的构建。绝大多数行业上市公司业绩增长的拐点在今年二、三季度出现的概率较大,因此本轮A股调整是增加A股股票资产配置的有效时机。

不过,对目前A股股票投资而言,同时也需要关注以下风险:第一,对外围市场的担忧带来的市场风险偏好下降。第二,以康美药业、康得新为代表的上市公司财务造假、大股东侵犯上市公司利益的案例数量扩大化,对市场带来的非系统性风险冲击。

### 两维度寻找投资机会

基于对A股市场中长期看好,从自上而下和自下而上两个维度来寻找股票投资机会。

首先,基于自上而下的逻辑,根据目前中国经济发展阶段、资源要素的比较优势判断,现阶段看好以下投资方向:消费品行业。回溯分析美国股市50年历史中的长期牛股构成,消费品股票占据多数,这是由消费品行业上市公司一些天然属性决定的。中国股市目前也正在经历类似的路径。因此,现阶段股市中在消费品行业找到长期牛股的可能性更大;医疗服务行业。与发达国家相比,目前中国医疗服务价格处于较低水平。面对数量庞大患者不断提升医疗服务体验的巨大需求,医疗服务行业中长期发展空间巨大;房地产相关产业链。现阶段中国最具全球竞争力的比较优势在于大规模制造带来的规模经济优势,在具备规模经济特征的行业中相对容易找到业绩持续增长的公司。房地产作为经济增长的基础性行业,有着中长期稳定需求。以家电、建材、家居等房地产相关产业链,行业特征契合大规模制造优势,同时行业的竞争格局也是以内需与内资竞争为主。因此,过去房地产产业链相关行业出现长期走牛的股票,未来这一趋势还将继续。

其次,从自下而上的逻辑来看,在目前的经济背景下,相对于多元化经营而言,在自己擅长的领域发扬工匠精神,把专业化做到极致的上市公司,更能为股东创造价值。