

千合资本崔同魁：

穿越周期 践行长期成长投资

□本报记者 王宇露



崔同魁，千合紫荆1号投资经理，2008年毕业于清华大学机械工程系。历任华夏基金行业研究员，华夏大盘基金经理助理，华夏复兴、华夏成长基金经理。

攻守兼顾 行稳方能致远

战胜市场很难，在牛市、熊市和震荡市都取得较好的成绩更难，而崔同魁就是这样一个稳健的猎手。

崔同魁坦言，现在的投资风格有一个逐渐形成的过程。刚开始在公募做投资时，因为公募的相对收益属性，自己也更激进一些。

2015年崔同魁来到千合管理第一只产品后，他开始思考如何做好绝对收益。

崔同魁认为，绝对收益和相对收益的主要区别在于对回撤的控制，绝对收益的业绩走势相对更稳健，原因在于投资者结构的不同。现在，他会注意兼顾长期的股价空间和短期的业绩波动，在市场风险较大时，主动降低风险暴露，以保证自己的动作不变形。

过去三年，在应对波动较大的市场环境时，崔同魁逐渐变得得心应手。他认为，要控制好回撤，需要做好三个方面的工作：

第一，选择有发展空间的真成长公司。这样，即使市场下跌也敢进一步加仓，而市场波动结束后，这类好公司会率先反弹。

第二，均衡配置行业和市场。除A股之外，崔同魁也会配置港股，扩大选股范围；在行业配置上会精选消费和科技中的龙头公司，均衡配置，以此避免集中持有单一公司、单一行业或单一风格带来的巨大波动风险。

第三，适度逆向投资。当市场过于狂热或悲观时，坚持独立思考，做前瞻性判断。这也是崔同魁从导师王亚伟身上学到的重要特质。

尽管注重风险控制，但崔同魁对于仓位管理仍比较谨慎，只有在面临可能的大的系统性风险时才会进行仓位大幅调整。崔同魁表示：“我不会追求短期收益的排名，只要坚持一个长期有效的方法论，做大概率能胜出的投资策略，长期收益也不会差。”

看好科技与消费行业优质成长股

近日，海外疫情蔓延，全球股市大跌，崔同魁认为主要有两个原因：一是流动性风险，二是大家对于经济衰退带来金融风险的担心。“从最近的情况来看，我认为阶段性的流动性风险可以宣告解除了，之后一定是估值修复的过程，但盈利情况还有待观察，短期风险不能完全排除。后续还是以结构性行情为主，看好偏内需方向的如新基建、部分消费行业，以及暂时受海外疫情影响但是中长期前景较好的科技类的公司。”

尽管本轮科技股调整较大，但崔同魁仍继续看好科技股。崔同魁认为，海外疫情的影响只是阶段性的，对于科技行业的好公司来说，长期趋势并没有改变。疫情结束之后，5G依然需要建设，换机潮也会如期而至，国产化替代还要进行，很多公司的竞争力并没有受到影响，依然有很大的发展空间。而且，科技股经过这一轮调整，很多公司已经具备了中长期的投资价值。

“部分公司经历大幅调整，反而具备了投资机会。一旦需求预期恢复，这些公司的股价可以迅速反弹，成为之后超额收益的主要来源。”崔同魁称。

消费、医药等蓝筹股也在此次调整中下挫。崔同魁认为，因为海外疫情演进，对现在的市场无法准确判断，因此内需相关的板块短期会成为“避风港”。消费和医药类公司是否具有投资价值，主要看其中长期是否有发展潜力。受疫情影响下跌后，消费板块将逐步回升，而不会是一蹴而就的反弹，个股的表现也会分化。第

一，消费者对疫情心理上的消化是一个渐进的过程；第二，除一些细分行业外，对于主流的消费公司来说，即使今年没有疫情，其增速也是放缓的，这是由其产业发展周期决定的；第三，对比科技股，消费股这一轮回撤幅度相对较小，随着近日的反弹，消费板块整体估值水平比较合理，没有大幅低估的情况。

崔同魁表示，当前科技板块整体处在周期向上的趋势中，因而更多公司会受益于这样的产业趋势。总的来说，科技有自上而下的机会，而消费更多是自下而上的机会。

具体方向上，崔同魁看好科技中的5G、国产化替代、云计算等领域。“5G既符合国家新基建的大方向，又是这一轮科技周期的基础；国产化替代也有较大的发展空间，去年有一批公司受益，涨幅很大，今年也会有一批新公司出现；云计算领域的在线软件、服务器等，因为疫情需求反而上升，以后也会有不错的发展趋势。”

崔同魁表示，这一轮股市调整，其实也是一个去伪存真的过程，经过这一次行业洗牌，好公司的优势会更加凸显。后市仍是一个偏结构性的市场，选股更重要。“无论是消费还是科技，核心还是要找到真正的好公司，中长期的超额收益主要来源于个股的选择。”

凡事要先预而后立，投资也不例外。彼得·林奇有言，投资是令人激动和愉快的事，但如果不做准备，投资也是一件危险的事情。而在这一次波动中，崔同魁已经瞄准好了下一批“猎物”，静待时机。

精选成长股 警惕价值陷阱

与崔同魁共事10年的同事这样形容他——“道”不变，“术”更新。

不断完善、与时俱进的，是他的涉猎方向、投资视野。而其中不变的“道”，就是他以成长股投资为主、兼顾逆向投资的投资理念。

崔同魁表示：“我个人的特点是选择符合产业发展趋势、业绩可以持续快速增长的好公司，而不拘泥于某个方向。同时兼顾短期和长期，特别是中长期发展趋势，做偏稳健的投资。我的成长股投资方法是挖掘具有长期成长空间且中长期被低估的投资品种做组合投资。”

在具体的投资策略上，崔同魁主要从周期定位、行业选择、精选个股三个维度进行立体性考察：在周期定位方面，主要判断市场整体运行方向、风格特征、轮动特点；中观行业上，系统布局当前景气度较高或面临拐点、有较大向上空间和业绩增速的行业；个股方面，主要以有核心竞争力、管理优秀、业绩增速高于行业平均水平且估值合理的好公司作为重点投资标的。

将其投资策略总结成一套选股的标准，就是选择长期有空间、中期有逻辑、短期有业绩且估值比较合理的好公司，所谓“术”。具体来看，在精选个股的多个因素中，崔同魁主要关注发展空间、竞争格局、管理团队和估值这几个方面：

第一，发展空间。行业未来空间的大小直接决定了估值的空间。如果空间太小，长期增长的时间缩短，即使是龙头公司也难以长大，估值容易遇到天花板。

第二，竞争格局。崔同魁认为，在消费领域竞争格局尤其重要，头部公司占据了很多资源，包括品牌力、渠道力、产品力等，在变化较小的行业，竞争格局会直接决定盈利的稳定性和可持续性。对于高科技公司来说，通过其很强的技术壁垒可以获得很好的先发优势和较长时间的利润垄断优势，短期难以被超越。

第三，管理团队。团队是否足够优秀，决定公司能否从小做大、从大到强、从强到卓越，管理团队是决定公司能否成为一家百年老店的重要因素。

第四，估值。即便是一个好公司，如果是在高点进入，也会有亏损的风险。

在选择公司时，崔同魁比较聚焦，数量非常精简，以龙头公司为主。但同时，崔同魁也非常重视把握低关注度行业和个股的投资机会。挖掘关注度低的个股，一方面是要把握周期阶段性关注度低的行业；另一方面，在高关注度的行业中，挖掘有自身逻辑但关注度相对较低的个股，比如细分行业龙头等，在其关注度低时，一般估值不会泡沫化，未来具有实现超额收益的机会。

崔同魁举例：“行业的发展都有周期性。以2019年二季度为例，因为贸易环境的变化，许多科技板块的消费电子、半导体个股大幅下跌，与消费中的白酒等行业相比，科技是当时关注度较低的。但从下半年开始行业景气度出现反转，这些科技个股带来了巨大的超额收益。当下低关注度的行业，未来一定要有成为高关注度行业的潜力，对于一些长期没有空间的行业，可能只有周期修复的机会，而不符合成长股投资的逻辑。”

崔同魁提示，成长股投资一定要明确所选标的是否处在这个产业发展上升的周期中，警惕价值陷阱。“一些公司业绩增速已经系统性放缓，但是市场依然对其长期增长前景保持乐观，这就是价值陷阱，或者说是成长陷阱。如果增速已经很低，即使是龙头我也很少配置。业绩增长和估值是相匹配的，长期来看一定是业绩为王。”

“成长股投资并不等同于TMT或科技股投资，可选择范围很广，无论周期、消费、科技，都会有长期或阶段性能够保持较快增长的公司可供挖掘。”崔同魁说。