

国投瑞银马少章:

## 把握确定性机会 看好日常消费新兴产业



证券时报记者 李浩

在股市波诡云谲的结构性情中,在创业板和蓝筹股兴衰更替的争论中,明星基金经理马少章携全攻全守产品再战江湖。作为明星基金国投瑞银新兴产业的基金经理和国投瑞银策略精选的拟任基金经理,他对经济基本面和市场走势怎么看,看好哪些行业和板块,证券时报记者对他进行了采访。

马少章表示,从中长期来说,他更看好日常消费品、新进基药大品种及创新药,受益于智慧城市建设的安防行业、受益于智能电网和配网自动化建设的电力设备,受益于能源结构调整的天然气产业,以及新兴消费电子。

### 成长股PK蓝筹股

今年以来,市场结构性特征明显,经历了前期成长股的大幅上扬之后,近期市场出现了关于创业板与主板、新兴产业与传统产业或者成长风格与价值风格的激烈争辩。上周一由银行股带动的大涨是否意味着蓝筹的崛起和创业板的溃败?

对此,马少章认为,首先,市场是多元化、多种风格资产并存的,投资者结构也呈现多元化,不同成长经历和性格的投资者拥有不同的风格偏好;其次,既定时间内的特定市场环境,某类风格资产收益占优是市场常态,但是市场环境变化会导致风格转换也是常态。因此,争论谁是谁非意义不大,对于投资者来说,关键是要把握住适合自己风格偏好的投资机会,赚自己明

白、有把握的钱。

### 看好日常消费新兴产业

谈及目前的经济基本面,马少章认为,从宏观角度看,在政策托底的背景下宏观经济基本企稳,但仍需关注经济旺季的成色。8月份的PMI指数显著回升,创出年内新高,数据显示企业新订单和生产情况好转,企业库存出现积极的变化。宏观经济企稳的同时,还需关注旺季总需求的后续演变。房地产销售保持平稳,但是同比增速开始放缓,土地出让面积和金额也有所回落,房地产投资增速反弹的持续性值得关注。从微观数据来看,螺纹钢和水泥价格在8月末和9月初出现反复,同时钢材日均产量也有所放缓,宏观经济企稳仍是经济基本面的大背景,后续经济增长的可持续性值得关注。

其次,市场流动性压力得到明显缓解。二季度末外汇占款的负增长叠加央行的主动收缩使得流动性紧张程度超出市场预期。随着商业银行资产负债久期的逐步调整,宏观经济企稳改善了此前的悲观预期,外汇占款持续负增长的格局出现积极变化,流动性压力有所缓解。此外,由于美国就业数据低于预期,美联储QE退出的规模可能也会低于预期,全球流动性格局对新兴市场的冲击相应减弱。

就短期和中长期的投资机会而言,马少章认为,短期来看,大部分成长股估值已经较为充分地反映了市场对其未来业绩增长的预期,而低估值的周期股仍然面临经济低位徘徊的尴尬局面。

朱来决定市场走向的关键因素是经济增长趋势的变化,具体要考察房地产政策及影响,地方政府债务如何化解等变量。他说,中长期方面,随着改革的全面深入推进,经济将步入效率、质量为主的新周期,策略上采取中性仓位,立足长远优选行业、精选个股。

具体到行业个股选择上,需要重点考虑行业未来两年是否处于景气上升周期;公司业绩增长的确定性可持续性。中长期马少章较为看好的品种包括,日常消费品、新进基药大品种及创新药、受益于智慧城市建设的安防行业、受益于智能电网和配网自动化建设

市场是多元化、多种风格资产并存的,投资者结构也是多元化的,不同成长经历和性格的投资者拥有不同的风格偏好。既定时间内的特定市场环境下,某类风格资产收益占优是市场常态,市场环境变化会导致风格转换也是常态。争论谁是谁非意义不大。

的电力设备、受益于能源结构调整的天然气产业,以及新兴消费电子等。

### 货币政策中性概率大

当前,有市场观点认为通胀已经开始得到控制,也有人担忧通胀起来,对于这个影响宏观经济的关键因素,马少章认为,在经济增长方式转型的大背景下,出口和房地产两大增长引擎已减速,新的增长动力尚未出现,经济仍处于中期下行周期,大部分制造业处于供过于求的产能过剩状况,价格上涨压力不大。未来涨价压力主要集中在能源领域的价格改革,居民房租及周期性食品价格波动。在目前稳健偏中性的货币政策下,通胀处于可控范围内。

与此相联系,货币政策走中性

路线的概率较大。马少章说,2013年5月份之前,货币政策名义稳健实际偏松,主要体现在社会融资总量增长较快,6月份偏紧。他对此的理解是,本届政府上任伊始最紧迫的任务是调结构、促改革,对于“增长”而言,重在稳而非刺激。因此,马少章判断,央行会吸取6月份的教训,未来保持稳健中性的概率大,难以进一步宽松。

### “国投系”混基表现优异

众所周知,混合型基金有仓位灵活的优势,可根据市场情况变化调整股票、债券的投资比例。正在发行的国投瑞银策略精选混合基金股票投资占基金资产的比例可在0-95%灵活变化,债券仓位则为0-100%,攻守皆宜,正好契合目前的震荡结构性行情。

事实上,选择在目前的结构化行

情中推出全攻全守的产品也是基于“国投系”混基过往的优良表现,以及马少章对混基的优异管理能力。

从中长期业绩来看,国投系混基”依然表现不俗。晨星数据显示,截至今年8月末,国投瑞银稳健增长基金最近五年总回报率在同类51只标准混合型基金中排名第一,并获评三年期和五年期双五星基金。国投瑞银融华基金过去1年则在23只保守混合型基金中排名第二,过去两年、三年业绩则均位于同类基金前五名。

与此同时,晨星统计数据也显示,截至2012年12月底,由马少章共同管理的国投瑞银稳健增长混合基金以14.25%的年度增长率在晨星81只标准混合型基金中排名第一;而同样由其共同管理的国投瑞银新兴产业混合型基金紧随其后排名第2,两只国投系混合型基金包揽了年度冠军。

## 排除噪音 直面质疑

作为国投新兴产业和稳健增长的“双料”混基基金经理,马少章在自感责任重大之余,也对多年的投资生涯有了新的感悟,对于未来会遵循什么样的投资框架和选股逻辑的问题,他表示,投资需要直面质疑,排除噪音,按照既定框架独立思考,把握好确定性机会,分享企业成长成果。”

马少章,15年证券从业经历,曾在多家券商和基金公司任职,现任国投瑞银稳健增长、国投瑞银景气行业以及国投瑞银新兴产业混合型基金的基金经理。

经历多年的投资研究实践,马少

章感慨,投资充满挫折和遗憾,投资人会经常直面市场打击和外界质疑,对此,必须排除投资噪音,完善自己的分析框架,坚定按照既定框架客观分析、独立思考。市场永远是复杂多变和具有不确定性的,马少章将自己的投资哲学总结为,管理基金能做到的是尽量把握好确定性机会,分享企业成长成果。在配置基金资产时,对大行业要自上而下做配置,小行业则重点个股选择,个股选择首先要自上而下甄别细分行业。

对于挖掘企业价值,马少章有自己的心得。首先,行业潜在需求好,市场大、增长快,行业竞争格局好是必

要条件;其次,公司处于行业领先地位,竞争优势明确。业务积累充分,即将进入收获期或处于快速成长前期、中期;第三,公司治理结构合理,管理层专业、诚信,事业心强。

学会卖出也是投资人的必修课。在三种情况下,我会卖出股票。”他说,第一种情况是买入理由被证实错误时;第二种情况是买入持有的基本面逻辑遭破坏,比如成长股快速成长期出现结束迹象时,周期股在经济繁荣期出现结束迹象时;第三种情况是估值纵向、横向比较出现严重泡沫特征,或者找到风险收益比更好的投资标的时。(李浩)



景顺长城张继荣:

## 宏观经济企稳 传统行业有望反转

证券时报记者 杜志鑫

进入2013年下半年以来,政府陆续出台政策刺激信息消费、进行“宽带中国”建设,以及加强铁路建设,同时,经济数据也出现好转迹象,德意志银行等海外大行相继上调中国经济增长目标,A股市场对此做出积极反应,9月份以来市场已有走强势头。在此背景下,如何看待目前中国的宏观经济态势?如何看待传统行业的复苏机会?未来新兴行业和传统行业是否会有风格转换?证券时报记者就此采访了景顺长城鼎益基金经理张继荣。

### 宏观:看好经济复苏 与企业盈利持续改善

证券时报记者:在经济下滑的背景下,政府强调“底线”思维,你如何看待当前的经济现状?

张继荣:传统的经济增长模式难以继,经济增速面临下滑的压力。但自今年7月高层领导提出不让经济增长滑出“下限”以来,“稳增长”政策的释放力度有所加大。对经济的前景保持乐观,政府具备稳定经济的能力。

证券时报记者:为了稳定经济增长,政府已经出台刺激信息消费、进行“宽带中国”建设,同时加强铁路建设,您如何看待此类刺激政策的意义?

张继荣:基建、房地产以及受益于稳增长政策的其他领域投资需求的稳定将支撑固定资产投资稳定增长。央行也释放出下半年将继续执行稳健货币政策,如有需要可做一些灵活微调的信号。预计年内经济无忧,看好经济企稳复苏与企业盈利持续改善。

证券时报记者:目前已经确定11月召开十八届三中全会,同时近期政府表态要深化改革,您如何看待未来的改革方向和改革红利?

张继荣:经济转型是必然的,制度改革红利有较大的释放空间。

### 市场:经济触底有利传统行业

证券时报记者:今年前三季度,在结构性行情演绎到极致的背景下,如何看待9月份和四季度的A股市场?

张继荣:短期看,经济在三季度将触底反弹,周期行业盈利有望好转,因此三季度市场情况有利于传统行业的表现。新兴产业有阶段性压力,但长期依然关注符合转型方向的产业。

证券时报记者:电子、传媒等新兴行业股票估值已经达到40倍左右,是否已形成泡沫,另一方面,银行、地产、汽车等传统行业估值被压得很低,这种风格是否会转变?

张继荣:结构性行情隐含了泡沫化情绪在内,成长股涨幅过高,尤其是概念题材涨幅高,短期有风险。但长期看成长股受到资金青睐是符合经济规律的。经济减速和转型阶段,符合转型方向的产业长期受益,因此关注点还是会长期集中在这些相关受益行业。三季度经济环境有利于传统行业表现。

### 行业:从产业结构转型选公司

证券时报记者:金融和地产一直受到压制,现在估值十分便宜,未来是否存在机会?

张继荣:短期来看,三季度经济触底反弹有利于传统行业的表现,估值相对较低,相信有阶段性表现的概率较高。

证券时报记者:你对汽车和煤炭有色怎么看?张继荣:汽车行业今年增速有好转,从整个行业角度看,未来两年可保持较好成长。估值相对便宜,新车型多,在传统行业中属于较好状态。煤炭有色更多受到两个因素影响:需求和价格。目前需求处于下降阶段,难确定何时触底。价格来看,QE退出,对大宗商品的价格有不利影响。短期看不到好的投资机会。

证券时报记者:您接下来的投资策略是什么?张继荣:总体来说,主要策略是自下而上选择符合投资理念的公司以及立足于用相对合适的价格选择成长性较好的公司。同时,从产业结构转型的角度选择未来更有发展空间的公司,未来将优化投资组合,强调组合中个股的核心竞争力。

具体来说,中国经济发展模式正从出口主导转型为更加依赖内需和技术创新的模式,中长期来看,医药、大众消费品、环保、传媒和消费电子等内需和成长性行业依旧是中国经济结构转型必然的选择方向。下半年将主要从这些行业中优选具备核心竞争力、估值合理的个股。

交银施罗德基金曹文俊:

## 谨防落入成长陷阱



证券时报记者 张哲

今年以来,不少股价翻番的成长股给市场注入一剂兴奋剂。不过,成长股并不是铁板一块,最牛的是成长股,最熊的也是成长股,每遇市场调整,裸泳的还是所谓成长股。因此,交银趋势基金经理曹文俊提醒投资者,在投身成长股投资浪潮的同时,要谨防“成长陷阱”。

### 主题投资更易陷入“成长陷阱”

今年以来,结构性因素上升为市场主导因素,创业板、中小板个股

辈出,很多成长股孕育着中期的投资主线和巨大机会。不过时至今日,伴随着结构性因素的掘金浪潮,这些成长股的估值水平已经较半年前系统性地大幅提升。

无论哪一种原因形成的陷阱,最终对应的结果都是成长速度低于预期,导致估值过高甚至形成泡沫。”事实上,高估值的背后是高预期,对未来预期过高也是人之本性。然而,期望越高,失望越大,一旦成长故事不能兑现,估值和盈利预期的双杀往往会出现十分惨烈。主题投资和成长股投资很相似,主要在于两者的市场空间均足够大,或者行业处于导入期,离天花板还有很远的距离。”曹文俊说。

不过,尽管主题投资市场空间广阔,非常诱人,但企业最终难以将其转化为营收和盈利,投资者因而无法通过企业盈利的增长来获得股票的长期回报,而仅仅在初期通过其他投资者的认知偏差赚取一些估值提升的钱。

曹文俊说,我们并非排斥主题投资,实际上,主题投资者运用得当,也是获取收益的一种很好的方法。只是在当前市场环境下,投资者对于成长股的期望过高,隐含的风险与潜在的回报不成正比。从风险的角度重新审视或许对投资者更有

帮助。”

### 认清“成长陷阱”的表现形式

曹文俊将成长陷阱划分为几类,第一种,存量业务提供业绩,增量业务提升估值。这类股票在市场中很常见,并且在特定阶段,其股价表现相当出色。增量业务契合当前市场主题或者市场空间特别巨大,而存量业务成长性偏弱或者带有一定周期属性时,由于市场的追捧,原先20倍的PE短期内可能就被提升至30倍甚至更高。

曹文俊说,当年的涉矿概念股和今年的手游概念股大体属于这种类型。一般来说,增量业务的市场空间中很大,标的稀缺性越高,那么估值水平提升的速度越快。这类公司可能出现的陷阱在于增量业务进度慢于预期或者增收不增利,而传统业务增速过慢或者周期性下行拖累业绩。投资这类公司时,存量业务的安全边际需要仔细考量,否则容易陷入成长陷阱。”

第二种情况是,在规模做大的同时,没有及时建立起护城河。很多行业处于导入期时,市场热衷于其快速的行业成长性,而忽视了进入壁垒的重要性。许多行业的兴起,是

陷阱一:增量业务进度不及预期或增收不增利,传统业务拖累业绩;陷阱二,做大规模的同时,没有及时建立护城河;陷阱三,“傍大款”式增长,客户黏性不够;陷阱四,资本消耗型增长——盈利模式的缺陷。

因为其抓住了市场的需求,分裂出了一个新的细分市场,开创了新的盈利模式。比如,我们把电商看做一个新的行业,事实上它是传统商超的延伸。行业处于导入期的时候,玩家相对有限,因为市场容量还不够大;而当行业从导入期过渡到成长期阶段的时候,真正考验的是那些初始玩家有没有建立起拦截竞争对手的护城河。如果进入壁垒没能有效建立,行业中的大玩家一旦发起攻击,那将是致命的。”

第三种,“傍大款”式的增长,客户黏性和转换成本问题非常重要。某公司苹果生产触摸屏传感器,股价一飞冲天,不过触摸屏传感器的生产相对低端,技术壁垒并不太高,由此决定了其客户黏性不够强,转化成本不够

高。随着后来相关产品自给率不断提高,该公司的产能利用率不断下降。

第四种是资本消耗型增长——盈利模式的缺陷。有一类公司非常依赖于融资,才能保持其快速增长。其财务报表的特征就是每年投资活动现金流(流出)远大于经营活动现金流(流入),或者经营活动现金流净额始终为负。这类企业初期也能保持快速增长,但随着公司业务体量变大,融资的需求量日益增加,最终其成长模式难以继。这类公司本身的盈利模式存在一定缺陷,但在其出现瓶颈或暴露其弊端之前,或许能维持相当长时间的

增长。此外,“成长陷阱”还包括技术路线转移、多元化失败(所谓平台型公司等)。