

泰达荷银：我们为什么超配工程机械行业

◇本报记者 王文清

对于规模较大的公募基金来说，在市场上取胜往往不是仅仅依靠一两只牛股，对整体行业机会能否准确把握是基金投资成败的重要关键。去年下半年，在市场和一些知名机构看空工程机械行业，并大比例抛售这一行业个股的时候，泰达荷银却逆市不断买进，几乎旗下基金对工程机械行业股票的配置都达到了上限。

“工程机械行业是一个强周期行业，与国家的基本建设投资息息相关，在去年加强宏观调控的大背景下这个行业的个股是不具有投资价值的，在已经获得了一定收益的情况下应该卖出”——这是当时市场的主流观点，泰达荷银内部也有人持相同看法，这从去年上半年一至三季度工程机械类股票的走势上也反映出来。

“通过国际比较我们发现国内工程机械行业事实上已经被严重低估了，实际情况与人们的印象差别很大，国内机械行业不论在国内市场还是国际市场的销售额都在增长，中国公司的国际竞争力已经在不断提升，因此我们觉得工程机械行业在中国市场不仅不是强周期行业，而且还可以在特定阶段内视为成长型行业，因此市场对它们低估的时候应该果断买进”，这是泰达荷银投研团队坚持的观点。而且泰达荷银公司也确实从去年三季度不断加大仓工程机械行业重点股票。

当然后来的走势也最终证明泰达荷银的投资策略是正确的，包括大部分基金在内的市场主体确实对工程机械行业的估值方面出现了一个暂时的错误定价，这个机会正好被泰达荷银投研团队所捕获，并于去年下半年为其旗下基金取得优异的业绩贡献了主要力量。



中联重科日K线走势图

缘起 灵感来自商业股的启示

近年来在中国经济加快融入世界的进程中，国际比较是机构投资者进行投资研究的一个重要抓手，很多重要行业，重要股票投资价值的挖掘均归功于机构投资者的国际比较研究成果。泰达荷银是一家在投资理念和方法上比较坚持自己原则的公司，在其外方股东所提供的丰富资源和强大支持的基础上，整个投研团队善于发掘市场上有价值的行业。曾经较早发掘并重仓持有大商股份等商业股的经历使泰达荷银的投研团队在2006年下半年把目光投向了另一个

低估值的行业——工程机械。

“我们当时在对行业进行排序的时候发现去年下半年工程机械行业和别的行业相比估值比较便宜，我们就想市场给的这个定价是不是合理呢？国外工程机械行业是如何定价的？”刘青山想到了以前对商业股投资的经历。

“2004年上半年我们发现内地的商业股比香港的同类股票的估值便宜很多倍，商业股在香港是溢价的，而内地却在大幅度折价，当时我们就觉得奇怪”。

发现 工程机械行业被低估了

“我们发现跟国内的行业指数估值相比，工程机械折价已经非常厉害了，甚至是打对折”，刘青山和他的助手们开始寻找原因。

为什么会打对折？这与人们普遍把工程机械作为强周期行业有关，大家普遍看到了工程机械市场增长与国民经济的相关性，但却忽视了其成长性。泰达荷银进一步的研究发现海外的工程机械行业也存在这种估值打折的现象，不过很多人没有注意到的是，经过一个阶段的发展之后，这个行业的估值就会恢复到跟指数差

不多的估值水平，甚至有一段时间会高于这个水平。于是，他们开始研究工程机械行业的估值在海外市场的波动曲线及其内在的驱动力。

“中国的城市化进程远未完成，新农村建设也基本成为一项政治任务，加之国内工程机械产品无论从质量还是服务方面均有长足的进步，对国外品牌的替代不断进行，因此预计“十一五”规划前三年依然是工程机械需求增长的时期”，经过一个阶段的调研，一份关于工程机械行业周期与估值探讨的研究报告摆在了刘青

行动 相信自己 越跌越买

2004年和2005年两年机械行业表现较为平淡，2006年3、4月份销量数据出现明显增加的时候，泰达荷银将工程机械股作为转机行业进行了适当的配置，由于股价便宜，流动性也较好，所以当时很多机构都对机械股有所配置。然而，真正的分歧出现在下半年，到了6、7月份之后，因为按照往年经验，下半年将是工程机械销售的淡季，很多机构就开始对工程机械股进行卖出操作，大家还是把这个行业作为强周期行业对待。于是工程机械的

下跌开始了，下跌从7月份一直持续到9月份，中间很多机械公司召开投资者见面会，介绍他们的销量其实是在上升，但基本上主流资金都持怀疑的态度，大家不相信就继续卖出，到了9月份后，这些股票基本上都已经很便宜了，7、8倍的PE比比皆是。

这时泰达荷银也基本完成了对工程机械行业的重新认识和调研的过程，经过系统的研究后按流程泰达荷银旗下基金开始了对重点工程机械股的全线买入。刘青山之所以让公

商业反映的是消费，以前的看法是商业没什么成长性，所以估值都很便宜。但泰达荷银的投研团队却在国民经济发展到一定程度后快速增长的居民收入使商业已经变成一个快速发展的行业。国外如美国20世纪90年代规模最大的前十名牛股中，有将近一半是商业类的股票，10年来一直如此。

在商业股投资经历的启发下，泰达荷银研究团队开始对工程机械行业当时的市场定价的合理性产生了怀疑。

山的桌面上。研究员们的判断是按照2007年的盈利能力，中国的机械股估值明显低于国外可比公司，按照2007年成长性比较，中国的机械股估值也明显偏低。

研究报告更进一步印证了泰达荷银的分析和判断，不仅如此，他们还发现大家对工程机械的低估值还来自于对中国该行业龙头企业在海外市场的扩张能力的忽视，对装备制造能力向中国转移的大背景缺乏客观认识，把国内宏观调控对该行业的影响做了最坏的评估。

司基金大手笔吃进这类股票，除了发现工程机械行业的估值的确过低之外，同时也因为这一行业有很多股票可以买，而且很多公司的市值不小，对基金的容纳性较强。

在泰达荷银开始买入操作之后，工程机械股仍有不断的下跌，某重点股票甚至被某基金从组合中基本剔除，跌幅惨烈。经过研究员再次一线实地调研后，泰达荷银开始顶着压力继续加仓，直到迎来了年底的大涨，并且最终能够满载而归。

总结 A 用求根的方法做研究

在市场对工程机械行业整体缺乏信心的时候，作为一家对风险严格控制的基金公司，泰达荷银为什么敢于逆市场主流进行超配？

除了上文提及的比较研究后的结论外，更重要的是泰达荷银让研究员深入到了市场的一线，调研范围不仅仅是相关公司经营层，更重要的是以独立的方式接触到大量的一线市场销售人员，获得了更为接近真实的数据。

“泰达荷银一贯的投资理念要求我们投研人员对数据等投资判断依据要自己亲自动手，要求根”，刘青山分析，“当市场出现波动，甚至比较微妙的时候，我们要用求根的方式来论证和防范风险，我们一定要再次关注来自市场前线的声音。只有这样才能在别人都困惑放弃的时候，我们仍然像一头牛一样往前冲”。

在开始对工程机械进行逐步买入的操作后，有关统计部门公布的一个关于固定资产投资的统计数据对该行业构成了一次重大的利空，并进一步导致了股价的下跌。当时泰达荷银的研究员们就对这个数据的准确性提出了质疑，经过和一些大行的研究员交流后，机械行业研究员又再次收拾行李开始了相关上市公司的一线调研，几天后获得的信息是市场实际情况正在向恰恰相反的方向发展。果然12月份公布的有关数据出现了大幅度的反弹。

“求根的方法已经深入到我们投研人员脑子里面去了，成为泰达荷银的投研文化的一个核心。尽管我们也会出现人员变动的情况，但只要我们的“魂”还在，仍然会培养出大量的人才。这也是泰达荷银投研的一个核心理念”，刘青山总结。

总结 B 行业把握最具竞争力

对于资金量庞大具有严格风控体系的公募基金来说，能够对整体投资产生决定性影响的不是发掘一两个个股，而是对行业性机会的准确把握。泰达荷银这次对工程机械行业进行超配，其中一个重要原因就是这一行业股票的市值和流动性非常适合基金的投资。

“泰达荷银的优势是对行业的把握，通过对国际国内行业的演变趋势的比较研究和盈利模式变化特点的研究，通过把握不同阶段不同行业的优劣和变动趋势来指导我们不同行业的投资策略”，刘青山介绍。

刘青山认为，至下而上的选股能力虽然也是基金功力的体现，但这具有相当的不确定性和随机性因素，对于一个以稳健投资为目标的大型公募基金来说不能靠小概率来吃饭，必须是能把握一些系统性的整体行业机会才能吃得饱，长期有饭吃。

“先确定行业的状况，然后再去研究个股，至少能够减少内幕交易的风险，相对来讲失败的风险也较小。这适合公募的机构投资者。我们相信这种模式具有长久的生命力。”