

张东一:埋头研究很好玩 创造价值带来幸福感

□本报记者 万宇



张东一,理学硕士,2008年2月加入广发基金管理有限公司。2008年2月至2013年9月,在研究发展部任行业及公司研究员;2013年9月至2015年12月,先后任机构投资部、权益投资二部投资经理;2015年12月8日至2016年7月25日,任权益投资二部研究员。现任广发聚优灵活配置、广发创新驱动、广发聚泰混合、广发中小盘精选基金经理。

用PB-ROE策略买入便宜好公司

中国证券报:在投资中你最看重哪些指标?

张东一:巴菲特曾表示,衡量一个公司是否优秀,如果只用一个财务指标,那就是ROE。但在A股市场,很多好公司与经济周期的相关度较高,当经济周期向下时,好公司的股价也会出现高波动,很多投资者很难做到长期持有好公司,忍受市场的起起伏伏。在此背景下,PB-ROE策略成为市场的次优选择。在我的投资框架中,PB-ROE策略是实践“便宜时买入好公司”的理想策略,利用PB和ROE的均衡关系,找出被市场忽视或错杀而估值便宜的好公司,赚取市场预期修复或者认知偏差的收益。

市净率PB能够更真实反应一个企业的估值水平,净资产收益率ROE能够更好地反应一个企业的长期盈利水平。PB和ROE之间长期存在一个正相关的关系,同样PB估值角度下,ROE盈利能力好的公司表现更好;同样盈利能力下,PB估值更低的公司表现更好。我会倾向去选择低PB,并且ROE有潜在向上可能的公司。你可以认为这是一种偏逆向的投资策略。估值低的时候,说明这个公司关注度很低,当ROE开始向上的时候说明景气度在回升,最终可能带来估值和盈利的双击。历史上看,用这种策略会牺牲一部分收益,但是回撤比较小,最终以较低的波动给投资者带来较高的收益率,也就是更好的夏普比例。

中国证券报:在你做个股筛选时,会不会有PB和ROE的硬性指标?

张东一:我们以PB市净率和ROE净资产回报率作为选股参考指标,本质上是一种估值和盈利的性价比角度。有些公司估值很低,但盈利也很差。有些公司盈利能力很好,但是估值很贵,安全边际

不足。我们看重的是性价比,以较低的价格选出盈利能力向好的企业。我不会去用一个硬性的指标来筛选标的,因为这会导致选出的行业可能比较偏,在某一风格上集中暴露太多。比如有些行业天然的ROE很高,还有一些时候像周期性行业盈利高点时,会普遍出现ROE很高、PB很低的状态。单纯用一个硬性指标考虑,就会屏蔽很多行业。

广发估值优势并非一个量化产品,核心还是依靠基金经理主动选股。如果从纯量化角度做,你很难区分行业和行业之间的差异。更重要的是,对于ROE变化趋势的判断,就是一个基于基本面研究的主观判断。ROE是一个结果,体现的是行业和公司景气度在什么位置,短期和长期的竞争力等。我需要对未来景气度发展的变化做出主观判断。

中国证券报:在动态平衡中,你会更看重一个公司的质量ROE,还是更看重估值PB?

张东一:这也是我们的产品策略和PEG选股不太一样的地方。PEG更看重短期增速和估值匹配,所以会给短期增速一个很高的权重。而我们的PB-ROE指标,会看重这个公司的净资产对于所有者的权益。作为一个股东,我按照公司目前净资产对应的权益进行出资,能带来多少回报。这个策略会更看重资本回报率。

我们不会单纯看企业的质地,而是看质地对应价格的性价比。如果只看企业的质地,就变成高ROE策略。由于看重估值性价比,我们这个策略会在周期类公司低ROE的时候买入,而非他们高ROE的时候去买。这时候因为估值低,ROE又在生命周期低点,这类公司提供的风险收益会比非常好。

市场迎来建仓良机

中国证券报:对下半年的市场怎么看?

张东一:现在外部环境确实不太好,但我认为不必过于悲观。目前来看,偏周期的板块,比如银行、地产等估值都不高,在宽松的政策环境下,市场继续下跌的可能性不大,大概率会维持震荡或者震荡向上,但是向上的幅度也不会太大。

广发估值优势在市场2700点的位置募集,此时市场情绪低迷,发行会比较困难。但是,对建仓而言却是一个非常好的机会。因为PB-ROE策略筛选出来的标的主要是周期性相关度比较高的品种,今年处于经济景气下行周期,市场面临盈利估值双杀,按照这个策略选出来的都是估值比较低、未来盈利预期向好的品种。一旦经济周期向上,重仓低估值、盈利预期向好的标的,向上的弹性也会比较大。

中国证券报:广发估值优势可以将0-50%的仓位投港股,你对港股怎么看?

张东一:A股和H股都可以投的基金,或者是更多市场可以选择的基金,从

长期来说是夏普值比较好的基金。今年港股的整体收益率高于A股,港股中小盘股票已经创出新高,这与南下资金有很大关系。市场上有很多聪明的钱,判断港股股票的性价比更好,所以有很多资金在流向港股。港股的教育、医药等板块,不管从收益率还是估值安全边际来说都优于A股,如果回调到合适的位置,我们也会配置这些品种。

每个市场长期表现最好的那一批股票,就是每个国家最具有全球竞争力的企业。中概股在美股市场屡创新高,这些就是我们最有竞争力的东西,放宽到全球也是最好的东西,资金会涌向美股买这些公司。在港股市场上,你也会发现生物制药板块的公司大多是国内第一、第二梯队的公司,投资的性价比比较高。另外,服装产业中做体育用品的龙头公司也大多都是在港股,表现也很好。所以我们亟需在全球范围内找一些好资产,在每个市场里面选取最有特色的好资产,为持有人实现长期稳健的超额回报。

投资是认知能力的非线性变现

中国证券报:你的投资经历是怎样的?

张东一:我在2008年一毕业就进入广发基金,最开始担任消费行业研究员,2013年9月开始管理专户,2016年8月开始担任公募基金经理,接任广发聚优灵活配置基金经理,2017年10月接任广发创新驱动灵活配置基金经理。除了这两只基金,目前还管理广发聚泰混合和广发中小盘精选。

中国证券报:你的兴趣爱好对你的投资有什么影响?

张东一:我平时的生活比较简单,不喜欢逛街,也不喜欢追剧,为投资人创造价值,给我带来的幸福感更强。我对世界有很强的好奇心,最喜欢的就是埋头研究各种各样的新鲜事物,这些研究不局限于投资领域,身边有什么吸引人的书或者事物,我都喜欢埋头钻研,我觉得研究是一件很幸福的事情。

投资中,我喜欢研究各种各样的公司,包括海外公司的研报我都会去看,虽然有些公司可能目前我们不能去投资,但我还是喜欢去研究这些公司。国内上市公司的发展历程还比较短,所以很多事情我们站在目前的时点,用当前的角度可能看得不够全面,只有跳到一个更宽的维度去,才能想明白是怎么回事。另外,我也经常出去调研,比较喜欢参加券商组织的调研会,一次能看很多家公司,收获很大。

中国证券报:你的投资理念是怎样的?如何挑选公司?

张东一:我认为坚持正确的价值观,一直活下去就行了。公司是这样,做投资也是这样。这些道理很简单,但是大多数人做不到,人性总是比较容易短视。

投资的本质是认知能力的一种变现,如果没有专业的认知能力,就无法判断市场给出的价格是贵还是便宜,也没有办法准确理解公司的商业模式和经营发展质量。认知不同,决定了机会发掘和投资决策的不同。只有不断拓宽自己的认知边界,才能更好地理解投资,做好投资。

但是,这种认知能力的变现并不是线性的,而是一个逐渐积累的过程。你看了一本,不会马上就拥有了两本书的认知,你研究了一家公司,不会立即就有了对这家公司的认知。这些认知都是慢慢积累下来,然后逐步形成一个完整的框架和对事物的看法,或许到后面,才会体现在业绩的爆发方面。投资能力的积累,其实不是一个快速变现的过程,更多是一种长跑。

投资中最理想的事就是管理着价值观跟自己一样的持有人的资金,投资跟自己价值观一样的公司,所以我选公司的标准,包括我做人的标准也是绝不急功近利,我更着眼长期,追求的是长期稳健的超额回报。因此,在标的选择上,我更喜欢着眼长远发展,并且能够脚踏实地做好业务的公司。如果这样的公司在二级市场被低估,我认为这很可能成为一个优质的投资标的,其超额回报将会更显著。

在投资行业,基金经理普遍面临比较大的心理压力,如果与研究充满兴趣,投资就会变成一件幸福的事。广发估值优势拟任基金经理张东一就是这样一位对投资始终抱有高度热情的基金经理。“我很热爱研究,觉得干这个事情很有意思。我的思维和性格比较理性,和大部分女性不太一样,我对逛街、追剧等没兴趣,倒是觉得研究公司很好玩。”在接受中国证券报记者采访时,张东一坦言:“为持有人创造价值,给我带来的幸福感更强。”

在她看来,投资是认知能力的变现,但这个兑现并不是线性的,需要厚积薄发,因此她在投资中从不急功近利,而是注重风险收益比,善于精选估值合理的好公司进行投资。在张东一的投资框架中,PB-ROE策略是实践“便宜时买入好公司”的理想策略,利用PB和ROE的均衡关系,找出被市场忽视或错杀而估值便宜的好公司,赚取市场预期修复或者认知偏差的收益。Wind数据显示,自2016年7月26日至今年7月25日,她管理的广发聚优累计回报20.48%,超额收益率为12.49%,名列同类基金前1/8。