

刘格菰:科技行业正面临历史性发展机遇

□本报记者 万宇



中国科技行业爆发元年

中国证券报:您为什么喜欢科技成长股?与您的研究背景、从业经历等是否有关?

刘格菰:我喜欢研究科技成长股,与我个人的成长经历确有密切关系。一方面,我对前沿、热点的事物总是抱有热情,喜欢做研究。硕士阶段我在五道口学习金融学,经济学原理中关于边际收益递减规律,给我留下了深刻的印象。但工作中接触互联网行业后,我发现很多科技产品、互联网产品,每增加一个产品或者新增一个用户,成本增加不大或者不变,但可以带来收益。这与书本中学到的边际收益递减规律不一致,我觉得这是因为互联网的规模效应比实体经济的规模效应高很多,所以对互联网行业的商业模式产生了浓厚的兴趣。

另一方面,从研究员到基金经理,我一直密切关注互联网、科技行业的发展,在这个过程中,我对成长股的理解不断深入。记得我刚上大学本科时,PC互联网刚刚兴起。后来,随着3G进入正式商业应用期,带来宽带的跨越式发展,以及伴随3G/4G技术和智能手机技术的蓬勃发展,智能手机出货量出现爆发式增长,作为智能手机的代表性企业,苹果公司收入及利润快速增长,并充分带动智能手机产业链中的诸多公司共享行业成长红利。我有幸在自己的成长阶段见证了苹果、谷歌、阿里、腾讯这些世界级的科技公司爆发式的成长过程。

中国证券报:您在成长股投资中积累了哪些经验?如何看待今年科技股的投资前景?

刘格菰:我是从2013年开始做投资的,2014年和2015年业绩表现还可以,当时的风格以自下而上挖掘个股为主,重点在与互联网相关的新兴行业中寻

找市场空间大、有独特壁垒的成长型公司。2015年股票市场波动较大,我对投资有了更深入的思考,风格也发生了变化。我觉得投资最重要的是理解市场并尊重市场规律,要来自下而上的选股中跳出来。因此,2016年以来,我重新调整了投资框架,更多从行业比较层面去思考,第一步是自上而下,结合宏观、产业趋势的判断,将未来几年需求快速增长相对应的行业挖掘出来,再从自下而上的角度去选择这些行业中的好公司。

如果从行业比较框架层面去思考科技性行业未来几年的演进趋势,我认为2019年大概率是中国科技行业爆发的元年,未来三年可能会有一波波澜壮阔的大行情,科技成长股走牛的时间会比较长。得出这个结论的依据主要有两点:一是从供给角度看,中国科技企业已建立了较好的发展基础。回首五、六年前,中国科技企业在操作系统、芯片等核心技术领域的基础比较薄弱,但经过这几年的高投入和优秀人才不断回国,国产操作系统的应用大幅提升,芯片制造、芯片设计也有了专门的生产工厂和设计团队。从供给角度来说,我们已经初步实现了自主可控。

二是从需求角度看,国内科技企业生产的硬件和软件已有较好的应用需求,今年需求或有较大幅度的增长。需求的增长主要来自于两方面,一方面是基于国家信息安全角度的“整芯助魂”工程,另一方面是基于企业经营安全角度的供应链体系向国内转移。这两个需求很可能在2019年爆发。这两方面的需求将会带动国内芯片设计、制造、设备以及软件公司迎来五年以上的黄金成长周期。在行业比较中,这种需求的边际改善是我最为重视的一个投资依据。

迈克尔·波特在《国家竞争优势》一书中提到:一个国家的发展可以划分为生产要素驱动、投资驱动、创新驱动和财富驱动四个阶段。当前,在国家实施创新驱动发展战略、建设世界科技强国的背景下,科技创新成为引领我国发展的战略支撑和动力引擎。

广发基金成长投资部总经理刘格菰认为:“科技改变了人们的生活习惯、企业的经营环境和商业环境,科技行业的成长正面临着难得的历史发展机遇。”

对科技行业的兴趣和关注,可以追溯到刘格菰求学期间。他在人行研究生部(现清华五道口金融学院)攻读硕士、博士学位期间,正是信息技术从2G到4G的升级阶段,新的互联网行业层出不穷,智能手机不断升级。毕业后,刘格菰对信息技术、互联网行业进行深入研究,并在2013年的TMT行业中脱颖而出,从行业研究员成长为基金经理。

在刘格菰看来,2019年很可能是中国科技行业爆发的元年,未来三年可能会有一轮波澜壮阔的大行情,科技成长股将走出长牛、慢牛行情。据2018年基金季报显示,由刘格菰管理的广发小盘成长、广发创新升级、广发双擎升级在2018年底重点配置科技成长类行业和公司,包括云计算、半导体、新能源龙头以及部分消费升级领域龙头。截至3月21日,上述三只基金今年以来回报均超过30%,在同类基金中均排在前10%之列。

围绕两个关键词投资

中国证券报:您如何理解成长股投资?哪些大师投资成长股的理念是您比较认同的?

刘格菰:菲利普·费雪、彼得·林奇是海外成长股投资的代表,他们选择成长股的核心要素是看成长空间与成长速度,目标是选出在某个历史时期处于新兴领域、业务高速发展、未来成长空间巨大的公司。美国成长风格基金经理长期获得丰厚的回报,收益来源主要是新兴市场红利,即全球性企业将市场份额从美国向中国等新兴市场拓展,实现企业盈利稳定增长。但中国的市场环境海外不一样:一方面,中国的产业结构与成熟市场相比还比较新,可以找到部分新兴产业的机会;另一方面,中国有自己独特的市场容积,例如,部分产品从进口到实现自主生产,未来可能是中长期成长主线。

中国证券报:在中国市场做好成长股投资,其核心是什么?

刘格菰:我觉得在国内市场进行成长股投资,最核心的关键词有两个:一是生命周期,二是成长壁垒。根据行业生命周期理论,行业的发展经历投入期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段。其中,投入期和成长期是行业快速成长的阶段。2013年至2015年,国内一批新兴行业都处于成长期,包括视频、手游、新能源等,很多上市公司的市值比较小。当时做投资最重要的就是自上而下进行行业比较,集中投资处于高速成长阶段的风口行业。

但到了现在这个阶段,很多新兴行业的上升周期已经结束,很难再找到爆发式增长的行业。我们需要在现

存新兴行业中寻找能做大的企业,前提是这家公司具有核心竞争力,“护城河”要足够宽,这样企业不仅能享受行业稳定成长的红利,还能通过抢占市场份额实现更快成长。这里说的“护城河”包括公司的治理结构、技术壁垒、渠道壁垒、品牌积淀等,无论是何种表现形式,核心表现为企业的成长壁垒。

中国证券报:围绕刚才提到的两大关键词,广发基金是否也建立了一套成长股投资体系?

刘格菰:为了更好地挖掘成长股投资价值,广发基金去年对权益投资的组织架构进行了调整,将原权益投资一部拆分设立为价值投资部、成长投资部、策略投资部。成长投资部成立后,将自上而下与自下而上相结合,建立了成长投资体系。自上而下方面,我们从行业生命周期理论出发,结合行业销售额和利润额等核心指标进行行业比较,将处于投入期和成长期的子行业 and 产业链梳理出来,这些是成长投资部重点投资的方向。自下而上层面,我们从核心竞争力、成长性、市场空间、估值四个维度出发,找出行业中最优秀的公司进行投资。

为了让基金经理将精力集中在成长方向,我们将部分周期性比较强、处于成熟期的行业列入限制投资名单,包括银行、钢铁、煤炭、农林牧渔、交运、电力、公共事业、建筑、综合等。需要说明的是,这个限制投资池会动态更新。如果宏观经济、产业政策等发生趋势性的变化,导致上述行业需求有趋势性的扩张机会,成长投资部讨论通过后,会将相关行业从负面清单中剔除。

精选长期高成长企业

中国证券报:在重点投资方向,您是如何精选公司的?

刘格菰:我的投资风格可以用三个关键词来总结:精选赛道、持仓集中、持股周期长。对于成长股投资而言,赛道最关键,如果赛道选错了,个股选得再好也没有太大意义。因此,我会精挑细选成长空间足够大的行业,再在行业中选出管理资质比较优秀、技术壁垒比较高、有持续成长能力的公司。对于这类公司,我的持仓会比较集中,持股周期也比较长,一拿就是好几年。

我们选择投资标的,大概可以分为三道工序:选行业、选公司、选合适的价格。在选股这道工序中,我们将“主动+量化”相结合。一方面,我们内部开发了量化投资系统,通过净资产收益率(ROE)、净利润、收入增速等代表成长性的量化指标筛选出股票池。另一方面,我们从核心竞争力、成长性、市场空间、估值等四个维度对公司基本面进行深度研究。例如,评估企业核心竞争力,考察指标有技术、市场、产品、商业模式等,成长性则关注行业成长和公司成长等。

中国证券报:根据你们的研究,投入期和成长期的行业有哪些?重点看好哪些方向?

刘格菰:根据我们的研究,人工智能、虚拟现实等技术投入行业目前处于投入期;互联网、生物制药等新兴消费处在成长期;影视、航空、保险等消费升级品种以及家电、家居、白酒等传统消费品处在成熟期阶段。在此基础上,我们会在投入期和成长期中每季度选出1-3个行业作为重点投资方向,并要求基金经理的组合中有一定的比例配置在这些领域。

今年一季度,我们确定的重点投资方向有两个:一是具备可持续高景气度,具备独立或者逆周期增长逻辑的行业和个股,包括新能源产业链(光伏、风电、新能源汽车)、与半导体相关的自主可控链条。这些都属于市场需求逆势扩张的行业,未来两年企业盈利增速有望保持上行趋势;二是逆向选取部分暂时处于商业周期低谷,但具备市场空间广阔、核心竞争力突出的龙头公司进行提前布局,从长期看可能是绝好的买入时点,例如,部分创新药和医疗器械等。