

广发基金张东一：

深入理解企业商业模式 寻找买入好位置

□本报记者 万宇



张东一,约克大学理学硕士,伦敦政治经济学院(LSE)理学硕士,12年证券从业经验,近4年公募基金管理经验。现任广发基金国际业务部基金经理,管理广发聚优混合、广发估值优势等基金。

对投资始终抱有热情

中国证券报:你怎么看待所从事的工作?

张东一:我很热爱我所从事的投研工作,喜欢安静地研究和思考一些东西。我觉得静下心来做研究是一件很幸福的事情,通过研究为持有人创造价值给我带来很强的幸福感。

我是2008年毕业后入职广发基金担任大消费研究员的。除了研究覆盖的A股行业和上市公司,我还很喜欢研究我覆盖范围以外的公司。当时投资A股的基金经理基本不投港股,但我在业余时间抽空研究了在香港上市的零售、纺织服装领域的优秀公司。虽然这不是我的本职工作,但我就是喜欢做这样的事情,觉得很有意思。

这个习惯一直保持到现在,我现在也会看一些海外公司的年报、上市公司公告等资料。因为相比海外成熟公司,内地上市公司的发展历史相对较短,因此,研究海外上市公司的发展历程和成长路径,对我们研究A股也有比较好的参考意义,有利于帮助我们更好地理解什么是“好”的标准。

中国证券报:你的学习和研究经历对投资产生了怎样的影响?

张东一:我本科和研究生学习的专业是金融和会计,毕业后做了6年消费行业研究员;从2013年开始从事投资,负责专户产品;2016年开始管理公募基金,一直到现在,从业12年。

金融学的专业背景让我以更宏观的视角考虑问题,对很多东西的看法带着对经济、对社会自上而下的认识角度。而会计学的基础让我在投资中格外重视公司财务状况,我认为不管看什么行业,会计学都是最基础的,我们能拿到的公开信息或者用来进行判断的依据大部分在报表上都有所反映,我们不能离开报表去研究公司。很多时候我们能了解或者接触到的对企业的分析描述,也许并没有触及商业本质,真正的商业本质是可以通过

报表解读来发现的,比如公司到底在经营什么生意,是重周转率还是重杠杆率,是否在认真经营一个品牌,商业模式是不是合理,这些都可以通过财务报表来解读。

回顾自己的从业经历,我觉得不同的入行时间点和过往研究方向对基金经理的投资框架也有影响。我在2008年入行做研究员时,市场处于熊市阶段,投资情绪比较谨慎,大家在选择标的时高度重视企业的质地。这使得我在后来的研究和投资中都很重视企业的基本面研究,注重把握企业的商业本质。2013年,我从研究转到投资,管理的是以绝对收益为目标的专户产品,所以我格外重视风险控制,偏向于寻找确定性比较强的机会。2016年我转做公募基金经理后,公募产品要求我们为持有人带来比较好的长期回报,考验的是基金经理的长期选股能力。因此,我在投资中会以更长期的视角构建组合。

中国证券报:你觉得女性基金经理在投资中有哪些优势和劣势?

张东一:女性从事投资有自己的优势,比如女性基金经理在研究方面往往比较细致,注重细节;对风险控制更为重视,可以接受净值平稳增长。不过,也许女性对下跌的承受能力没有男性那么强,如何在大的机会到来时敢于下手,在风吹雨打中坚持自己选择,对女性基金经理是一个挑战。

于我而言,我和部分女性不太一样的是,我对逛街、追剧等兴趣不大,对投资始终抱有热情。我们这个行业就是要不断学习,时刻对新东西感兴趣。另外,我的思维和性格比较理性,对很多事情比较有韧性和耐心,能忍受短期持仓的行业不在热点上,对于涨跌没太大的喜感和悲感,一个月可以当作一周来看,一年可以当作一个季度来看。如果我觉得企业的长期价值没问题,就可以坚持,能够忍受短期的波动。

在权益类基金经理阵容中,女性基金经理并不多。就投资能力而言,巾帼不让须眉,广发基金的张东一就是一位颇有特色的女将。她在求学阶段是一名学霸,获伦敦政治经济学院、英国约克大学数理金融学和财务会计学硕士学位,毕业后进入广发基金研究发展部,潜心研究消费品行业。

2016年7月26日,张东一开始独立管理广发聚优混合基金,一开始并不是很出挑,但随着时间的推移,她管理的产品逐渐显现出“长跑”的特质。银河证券统计显示,截至5月8日,沪深300指数近3年涨幅为22.68%,而同期广发聚优A的3年累计回报超过65%,在269只同类基金中排名前8%。

5月22日,拟由张东一担任基金经理的广发品质回报将开始发行。该产品主要选择受益于经济增长、消费升级、国内经济结构调整大背景下增长质量较高的高ROE企业作为主要配置方向。组合构建上,长期核心持仓品种为中长周期稳定增长的高ROE企业,配置型仓位则关注PB-ROE体系下高性价比的品种。

中国证券报:在你的投资框架中,什么样的企业属于好公司?

张东一:好公司的标准主要有三个:第一,行业处在好赛道。不同行业产生好公司的概率不同。如果一家企业正处于一个成长期或成熟期的行业,其实现长期稳定增长的概率更高。对于初创期或已经进入没落期的行业来说,不容易产生长期稳定增长的好公司。第二,要选资本回报率比较高的企业,精选高ROE、高ROIC的品种。这代表我们的钱要投到能带来较好资本回报率的公司,这样才能在中长期带来比较好的投资回报。第三,企业要有良好的现金流,现金流代表企业的“造血能力”,也是企业成长的源泉。只有企业拥有较好的自由现金流创造能力,才可以维持长期的收入增长,才可以保证最终企业价值以能分配利润或留存资本金作为股东的回报。

中国证券报:你提到要以合适的估值买入好公司,那么,低估时敢于买入的原因是什么?

张东一:A股的研究群体很多,做研究的供给特别丰富,研究覆盖比较充分,很难有好公司不被人发现。怎样才能大家在耳熟能详的公司中找到好的

中国证券报:即将发行的广发品质回报有什么特点?

张东一:“品质回报”中的投资方向是指受益于中国经济增长、消费升级驱动,在内地经济结构转型、居民可支配收入提升的背景下,能够提供优秀品质的产品、服务或解决方案,并且通过提供产品或服务不断满足且提高居民生活品质的行业。

该产品A股和港股都可以配,但港股持仓不超过股票仓位的50%。在港股方面,将考虑品质回报主题类港股相对于同类A股的估值优势,精选具备估值优势的公司纳入组合。

中国证券报:新基金将采取什么样的策略来构建组合?

张东一:新基金仓位分两部分:一部分是主要的股票仓位配置,是长期持有的核心持仓,这部分标的的特点是公司有比较高的竞争壁垒,有比较稳定的商业模式,预期未来能持续稳定增长的高ROE企业。另一部分仓位是配置型仓位,用PB-ROE策略选品种。它们不一定是中长期最优秀的公司,但属于中短期风险收益比较好的选择。我会平衡这两类配置的权重,但主要仓位配置在中长期的核心持仓上。

从中长期角度看,在估值合适的情况下,买到一个好公司是长周期最优策略。加入PB-ROE策略的目的是阶段性增加组合的弹性和一段时间规避组合的系统性风险,综合起来就是降低波动。PB-ROE策略主要是规避人多的地方,去人少的地方看看。有些标的之

以好价格买入好公司

价位买入,这也是检验我们能力以及产生差异的地方,它考验的就是研究深度。如果我们对这个行业或公司的认知和理解更深,如果我们可以看得更远,对估值体系认识更加准确,知道这个公司的价格远低于自身的价值时,就会有勇气在低估时买入。

2018年,受假疫苗事件影响,某生物医药类企业的股价最低时跌到20多倍的估值,是历史上比较低的水平。当时我分析后认为,疫苗事件对它的冲击更多是心理层面的影响,此项业务对公司利润的贡献不高。而从长期看,生长激素在中国的渗透率不高,长期看有比较好的市场空间,预计未来几年公司依然有比较明确的增长,因此我在当时买入该企业,后来取得了不错的收益。

这些年,随着专业投资者占比的提升,股票市场变得越来越有效,耳熟能详的好公司,估值大多不便宜。因此,在市场极度恐慌时,我们要理性分析,敢于在低位买入优质公司。当然,下定决心逆势买好公司,短期不一定很安全,也许还会受市场恐慌情绪影响短期继续下跌,但长期还是能获得不错的回报的。

A股港股投资价值显著

所以性价比高,就是因为没有那么多人的追逐,这类标的不是市场上最耀眼的明星,但可能是性价比很好的选择。利用PB和ROE的均衡关系,找出被市场忽视或被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。

中国证券报:现在是不是投资A股比较好的时点?

张东一:A股、特别是港股已成为全球“价值洼地”,中长期投资价值显著。首先,从估值来看,上证综指与恒生指数PE值在全球主要市场中均处于较低水平。从近十年纵向对比来看,上证综指与恒生指数PE值对应的估值历史分位也处于较低分位水平。

其次,从经济基本面分析,疫情并不会影响到中国的中长期潜在增长中枢。近代人类历史上的大疫情之所以产生那么大的杀伤力,是因为当时的医疗卫生条件有限。现在的疫情虽然传染性较强,但不会对人口基数产生冲击。而且,此次出现的疫情,只是短期对经济产生冲击,不会影响经济长期发展趋势。

目前,市场估值两极分化,受疫情影响相对较小、中长期逻辑比较好的行业,比如必选消费品、医药的估值都处于历史较高水平;受经济影响比较大的可选消费等行业,比如家电、白酒等部分行业估值处在历史中间水平;而与宏观周期相关度比较高的金融、地产等行业则处于历史低位。总体来说,很多行业的估值在历史非常低的水平,现在不管从分红率还是从其他角度来考虑,拉长周期看都会有不错的回报。