

金信基金孔学兵:

科技成长永不眠 半导体行业繁荣可期

□本报记者 张焕的



“三步走”挖掘科技牛股

“理性分析价值、深度挖掘成长,坚持以中长期相对确定性应对短期的不确定性。”对于自身核心投资理念,孔学兵如此阐释。同时,更要做到不跟风、不盲从,坚持从性价比出发,相信常识,这也是其多年打磨的投资理念。

他表示,将会持续重点聚焦于全球性需求扩张驱动、长期景气度上行、估值具备性价比优势的科技成长股。

谈到科技股投资方法论,孔学兵介绍,在自身认知基础上,建立了“三步走”的投资框架:第一步,把握行业景气度或产业趋势;第二步,深入分析公司所处产业链位置,洞察企业本身的竞争优势;第三步,对公司进行估值与定价。

“我对科技股估值方法的理解,主要可以表述为三高三低。”孔学兵表示,三高在于:第一,高研发投入,这有助于加强竞争壁垒;第二,高收入规模,企业的收入规模是未来利润的根源;第三,高增速。三低在于:低ROE(与消费股相反)、低PB或PS(安全边际)、低PER(研发加回后的PE修正)。

“这意味着需要深入分析科技公司的景气拐点,争取在业绩放量、市场分歧消除之前提前布局。”孔学兵表示。

那么,该如何判断科技行业景气度?孔学兵分析,对于科技行业的产业观察与跟踪在于产业链供需两端,分析量和价的关系。价格是量的表现形式,与其他行业没有根本性区别。不同之处在于科技生而创新,迭代速度更快,需要持续观察研发投入与研发转化效率、新产品市场竞争、市场份额变化、毛利率与收入结构等。

孔学兵坦言,在行业景气度跟踪上,目前大多数投资机构实际上已经很少能做到明显差异化,但对行业的偏见会一直存在,这就带来预期差,预期差带来投

资机会,股价上涨就是分歧走向共识的过程。

在日常调研工作中,孔学兵更关注报表之外的因素,包括公司发展战略与愿景、企业自身的资源优势与短板、针对市场变化公司的应对策略等。

科技股的高波动是老生常谈。对于回撤控制,孔学兵坦言,没有具体的刚性盈亏比例标准,持有重点更加依靠逻辑和业绩验证,卖出更多基于逻辑动摇或被更具性价比优势的股票所替代。

“回撤是投资绩效的重要组成部分,应该把它视为一种代价。要看承受某种程度的回撤,是否能在不太长的时间内换取净值新高。”他表示。

他阐释,对任何资产而言,波动性的高低并不会完全基于行业属性,性价比也是波动性的重要影响因素。即便是传统防御性行业,或稳定增长类行业,如果市场为相对确定性支付了过高溢价,股价短时期内累积了过大涨幅,一样会出现波动放大。

谈到组合管理方面,孔学兵坦言,聚焦可能是必然的,程度会有差异,毕竟作为投资者都要做出选择,“核心+卫星”可能是在寻求超额收益过程中平衡净值波动的主要手段。

孔学兵分析,聚焦的优势在于关注度相对集中,能够更加紧密地跟踪产业趋势变化,在市场机遇出现时,更好实现“看到并做到”。聚焦的缺点在于“不在风口时很考验人,需要耐得住寂寞,才有机会迎来繁华”。另外,不同性质的资金来源、不同久期的考核机制,也可能对基金经理组合的风险收益特征有影响。

“作为基金经理,面对市场波动要主动应对,理性分析价值,时刻审视投资组合的性价比,相信常识并真正敬畏市场。”孔学兵总结。

孔学兵,金信基金投资部董事总经理、基金经理。25年证券自营与资产管理经验,丰富的投研一线管理经验,深刻理解中国资本市场。科技创新践行者,理性分析价值,深度挖掘成长;坚持长期视野,以中长期相对确定性应对短期不确定性。

Wind数据显示,截至2021年6月23日,金信基金投资部董事总经理、基金经理孔学兵管理的金信稳健策略基金近一年来净值上涨达到71.58%,位居市场前列。对于科技行业的前瞻布局,是基金取得超额收益的主要原因。

1996年入行至今,拥有25年证券自营与资产管理经验的孔学兵可谓是国内资管行业真正的“老兵”。日前在接受中国证券报记者专访时,孔学兵表示:“科技生而创新,科技成长永不眠。”他会坚持理性分析价值、深度挖掘成长,通过对产业趋势、竞争优势与估值性价比三个维度的综合判断,来进行科技成长投资。展望后市,孔学兵认为,对国内科技创新迎来大发展充满信心,其中半导体产业链景气度繁荣可期。

持续学习构建能力圈

一直以来,孔学兵对国内科技创新事业的未来充满信心。

“投资要有时代感,资本市场一定会反映时代的变迁。”孔学兵表示:“从中国经济结构调整和产业升级的规律出发,科技进步对提质增效的贡献度不断提升。相应的市值结构中,科技股从市场总量到份额都有显著的提升空间。当前消费是立国之本,未来科技是强国之本。”

然而,不断迭代变换的科学技术,对于基金经理的能力圈建设与拓展也是重要考验。

“一定要做适合自己价值判断标准的,做能够理解并坚持的,做拿着晚上睡得着觉的。”在孔学兵看来:“持续学习是成长型选手的宿命,尤其是对于科技股投资者,想要躺赢,轻轻松松赚估值的钱,恐怕是一种奢望。”

以科技产业发展为例,孔学兵指出:“大科技领域在不同的经济发展阶段,需要重点投入研究资源的方向也在不断变化,不存在一招鲜吃遍天的秘籍。”

他回顾,在2013年至2015年以4G大规模应用为标志,移动互联网成为科技核心资产。而如今,曾经那些以流量变现和商业模式创新为代

表的科技股,更多演变成具有科技属性的消费股。

2018年以来,以5G规模化商用为标志,以基础学科为支撑的硬核科技成为全球高端制造的制高点。伴随着科创板的推出,很多优秀科技公司顺势而上,参与全球产业链价值分配,逐步成长为新的科技核心资产。

再比如在新能源汽车领域,前期可能主要围绕电动化进程,今后是否会重复智能手机走过的道路,走向“软件定义汽车”,智能化是否会成为投资重点?另外,以华为鸿蒙开源为标志,AIoT(智能物联)可能会迎来产业级互联网海量应用场景的爆发。即便是聚焦科技成长,在不同的市场阶段,其重心与内涵也是不断变化的。

孔学兵认为,能力圈建设是持续巩固并不断拓展边界的过程,基金经理需要在自身成长经历基础上,建立自身能力圈并不断巩固“护城河”。同时,对能力圈之外的领域要保持好奇和兴趣,随着能力建设的巩固与管理规模的增加,不断投入新的学习资源,拓宽能力边界,使之与管理规模相匹配,并力争适度超前于规模增长。

半导体产业处于繁荣阶段

尽管科技发展前途光明,但阶段性而言,自从2020年疫情发生以来,科技股陷入反复的区间震荡,给投资者的体验并不是很好。

究其原因,孔学兵分析,一方面是经历了2019年大幅上涨后,客观上面临估值消化和业绩验证。另一方面,市场的抱团风格对变化较快的科技板块产生挤出效应。尽管产业趋势和业绩增长层面,科技股更具比较优势,但外部扰动因素放大了市场参与群体的悲观情绪。市场低估了优秀科技龙头公司应对复杂环境持续创造价值的能力,高估了行业属性天然具有的不确定性。

近几年在A股市场,科技行业的核心领头羊无疑是芯片与半导体产业。近期,半导体板块又迎来一波强劲反弹。

孔学兵分析,2021年春节前后,市场经历了较剧烈的双向波动,资金开始重新审视科技板块的投资机遇。一个不可否认的事实是:以半导体产业链为代表的科技成长领域目前正处于历史性繁荣阶段,而估值处于历史30%-40%分位,景气度与估值水平的“剪刀差”处于历史最高水平。

从一季报来看,57家半导体产业链公司,在去年高基数基础上,

有43家实现了同比翻倍以上增长,股价表现与业绩趋势的持续背离,当市场环境出现变化时,可能带来关注度上升。市场资金结构的再平衡可能是这波反弹的主要诱因。当然,景气度优势是根本驱动力。

孔学兵表示,在产业层面,预计芯片自主制造能力提升,仍旧是2021年国内半导体产业发展主线,并且会加速在重点产品领域和基础环节的上下游产业链协同攻关。半导体2021年实现20%以上的行业增速应该是大概率事件,产业规模有望超过1万亿元。

他透露,根据相关数据,目前由于需求端的快速增长,叠加产能供给紧张带来的缺货涨价情况已经遍布到行业内所有环节。从IC设计到晶圆制造到封装测试,量价齐升成为全球性普遍现象。尽管晶圆厂都在积极扩产,结合资本开支情况,预计到2024年供应量大概能增长17%。预计全球半导体产能紧张的局面会延续至2022年,甚至在8寸产能上有可能延续至2023年。

在半导体细分领域方面,孔学兵表示,看好两大方向:制造端“产能为王”,IDM厂商通吃晶圆和品牌两道环节,短中期业绩弹性最大;IC设计端看景气赛道,细分

龙头有望凭借研发优势以及与fab厂的合作优势,获得更稳定的产能供应,中长期可能有更多机会引领产业趋势、实现价值量跃迁。在芯片设计环节,目前他重点关注两大方向,一类是汽车智能化趋势对IGBT、高端MOSFET创造的新增需求;另一类是5G普及和鸿蒙开源背景下,作为物联网的核心环节,以低功耗和高可靠性为特征,嵌入在海量终端中的微处理器,如MCU、SoC等。

谈到当前市场宏观与产业层面关注的要点,孔学兵坦言,利好方面在于预计年底大多数人会接种疫苗,有望逐步实现群体免疫的目标,经济活动恢复,企业盈利改善。值得谨慎的要素在于人口因素对消费总量的影响,市场结构性泡沫的消化程度等。

针对后疫情时代的选股,孔学兵认为,市场可能弱化路径依赖,更加关注中小市值成长先锋、估值的性价比和市场预期差,演绎出结构性机遇。

对于后市看好的板块,孔学兵分析,从中长期成长空间、渗透率等角度,半导体、新能源汽车(电动化、智能化)、医疗医美等行业值得关注,但对部分资产的估值泡沫化需要警惕。