

博时基金曾鹏:

洞悉科技投资本质 挖掘新兴成长溢价

□本报记者 张焕灼

曾鹏,博时基金权益投资总部投研总监,现任博时权益投资主题组、投研一体化小组负责人,兼博时新兴成长混合基金、博时特许价值混合基金的基金经理。



基于“成长溢价理论”的主题投资框架

作为博时权益投资主题组、投研一体小组的负责人,曾鹏将多年的经验与积累,以及团队的投资方法论,凝练在“成长溢价理论”之中。

曾鹏介绍:“所谓‘成长溢价理论’,是用来解决新兴产业投资的估值困境和价值陷阱的,认为投资周期背后叠加的是企业的产业周期和生命周期。”其中包含几个基本要点:

第一,企业生命周期包括初创、发展、成长、成熟、衰退五个阶段,而投资周期包括概念、主题、成长、价值四个阶段。“投资周期的本质,是企业生命周期在不同阶段的价值体现。”曾鹏强调。

第二,从历史研究经验来看,市场给予新兴产业公司估值溢价最高的时期主要在两个阶段,即“主题成长阶段”和“价值成长阶段”。

首先是“主题成长阶段”。商业模式初步成型,或者产业趋势刚刚进入爆发期带来估值弹性溢价。在此阶段,市场关注的是潜在的产业空间、壁垒及企业未来的盈利弹性预期,产业市值比是重要的衡量指标。

曾鹏特别强调,在“主题成长阶段”的投资,与所谓概念炒作完全不同。主题投资的出现,一定是具备相对成型的商业模式,即使报表上还没有显示出开始盈利,但它的模式雏形已经开始呈现。尽管较为早期,但这个阶段企业实际上已经开始出现投资价值。例如阿里巴巴在最早期也有过不盈利的阶段,而随着企业发展,企业的潜力逐渐释放,并开始盈利和稳步成长。

其次是“价值成长阶段”。曾鹏指出,商业模式成熟后利润开始进入兑现时期,会出现快速成长的阶段,进入量价齐升的状态。这个阶段,市场关注的是成长的质量,以及对产业景气程度确定性与持续性的把握。

第三,对处于不同产业周期的企业进行估值定价及操作,各有衡量标准。

在曾鹏看来,做科技新兴产业投资,关键是弄清楚“到底企业处于怎样的估值阶段?适用于怎样的估值方法?”在“主题成长阶段”,应当多关注企业的壁垒、发展空间、潜在盈利弹性等。用这样的标准去衡量,就可以理解为何博时敢于在100倍PE时买入大家似乎看不懂的芯片股,但最终仍取得很好的投资收益。而在“价值成长阶段”,则更关注企业成长的质量,如业绩增长与估值的匹配程度(peg)、盈利能力、现金流等。当产业进入成熟期时,我们会更关注企业的永续经营

能力、现金回报及分红率等。到这个阶段,就可以运用大家较为熟悉的PE、PB、股息率等估值方法。

一个较为普遍的观点是,成长风格的基金经理换手率高,交易频繁;价值型基金经理交易较少,长期持有。曾鹏认为这其实是一个误区。成长股研究的重点集中在赛道、壁垒及弹性,而价值股研究的重点在于对企业价值中枢的判断。他举例,以某港股互联网巨头为例,过去十多年在任何时候卖出都是错误的选择。但是对于很多煤炭、电力、水泥等股票,根据PB的变动低买高卖,却是较为合理的方式。因此,在成长股投资上,一旦确定了赛道和产业方向,对龙头公司的持股周期应比较长。而价值股的持股周期在判断价值中枢被低估时买入,在高估时卖出才是高手。

谈到自身投资组合,曾鹏坦言,差异化特色之一在于“行业相对集中,个股相对分散。”

他介绍,博时科技投资创新基金会重点投资于企业的产业周期处于“主题成长阶段”和“价值成长阶段”的公司,选出优质的景气赛道,布局其中具备潜力的公司。而等到行业格局逐渐清晰,则会对占据优势的龙头个股进行聚焦。曾鹏发现,历史上牛股的出现,往往都是产业周期和企业生命周期同时发生共振的时候,而他要做的,正是见微知著,捕捉到它们。其中的难点之一,在于如何紧密跟踪产业趋势与企业动态。

曾鹏介绍,博时主题投资小组的整体投资方法论,是基于企业所处的产业方向与产业前端,在过程中不断进行筛选,通过自上而下的方法论构建,结合自下而上的产业跟踪体系,实现标准化产业投资流程。

曾鹏透露,在博时内部的体系中,科技行业并非简单地分为电子、计算机、通信等,而是细分出超过60个细分子行业。每个子行业所处的产业周期阶段都不一样,投研部门建立有庞大的产业观察圈,保持与上下游产业链条中专业人士的密切交流,并且通过周会、月会、季会不断更新,完善清晰产业图谱与路径,不断进行优化修正。在这一过程中,不断筛选出细分产业的投资机会。

曾鹏以近期市场上较为火热的“新基建”举例,包括5G设备、特高压、轨道交通、充电桩、大数据、人工智能、工业互联网等多个行业,看似复杂,但在博时投研小组的“成长溢价体系”中,可以用产业周期这一条线将其贯穿起来,再在各自领域下沉做深入的研究。

A股将走出独立行情

近期全球资本市场剧烈震荡。曾鹏认为,这与所谓全球性的衰退没有必然联系。作为基金管理人,需要判断这是阶段性还是趋势性的衰退。从目前来看,曾鹏的观点倾向于阶段性。

他分析指出,3月份以来,海外资本市场大幅波动。但通过分析可以看出,美国政府与居民的杠杆率在2008年之后持续下降。在《沃尔克法则》的控制下,整个海外银行体系相对稳定,尤其在美联储宣布无限量化宽松政策将直接进入市场提供流动性后,爆发全面性危机的概率不大。

至于国内,曾鹏表示,中国不会发生流动性危机。企业杠杆率自2017年以来已大幅下降,政府还有足够的财政政策与货币政策来应对冲击。当前,国内疫情基本被控制,随着复工率逐步提升,经济会逐渐企稳。从全球比较来看,中国经济增长韧性很强,中国资产具有极高的性价比。“我们认为,A股波动的行情应该是阶段性的,中国完全具备走出独立行情的基础。”曾鹏表示。

为了应对衰退的可能,世界各国出台各类宽松措施,利率水平下行,这对资本市场影响几何?

曾鹏认为,无风险收益率的下降是一个中长期因素。“无风险收益下降,居民储蓄搬家,是中国未来资本市场估值增速上升的一个重要因素,未来趋势会越来越明显。”他表示,对于股市而言,利率下行会抬升整体资本市场的估值中枢,无论是新兴产业还是传统

消费行业都会因此受益。当然,龙头公司估值溢价会提升得更快。

谈到科创板,曾鹏相信,未来依然会有显著的超额收益。当前科创板不仅有较好的估值溢价,更重要的是,未来科创板上市企业质量会不断提高。“只要有优质的企业在这里,市场就会有不断产生超额收益的持续性。”

当然,曾鹏也提示,并非是全面开花的状态。以纳斯达克的历史来类比,只有小部分公司最终能成长为参天大树,而能否挑选到这些真正具有长期发展潜力的公司十分关键。曾鹏认为,博时投研小组所构建的方法体系和产业跟踪体系具备捕捉这种机会的能力。

谈到未来看好的赛道与方向,曾鹏表示,中国在过去30年的工业化过程中,诞生了一批世界级龙头企业,中国在科技领域将会在未来30年重复这一过程。这一契机来自于过去两年国内对于核心技术环节自主化的反思,而中国未来能实现这一进程的最大驱动力在于国内本土市场。

曾鹏心中的“好赛道”正是以科技创新为代表的经济。“半导体、云计算、自主可控、新能源、医药生物……这些领域都值得长期看好,未来都是上万亿市值的产业,会诞生一批世界级的企业。”曾鹏表示,目前还处于产业刚刚起步阶段,投资正是要把握这一历史性机遇。

探寻科技投资本质

在曾鹏看来,要做好科技股或以科技为代表的新兴产业投资,必须追根溯源,从投资本身作为出发点来思考。

“我们讨论的科技产业投资,它的本质到底是什么?”这是曾鹏认为首先必须回答的问题。

曾鹏认为,探寻投资的本质,必须回归企业本身。基金管理人选择投资的每一只股票,背后都指向一个真实的企业,同时都对应着相应的产业链条,蕴含着企业与行业的多重逻辑。

“投资周期的本质是企业所处产业的产业周期,以及企业自身的生命周期,在不同时间阶段的价值体现。”这是曾鹏的根本理解。他阐释,就像每个人都有诞生、成长、成熟,再到稳定并最终衰老的过程,企业与产业也一样。

在不少人眼中,目前科技股的估值非常昂贵。曾鹏说,如果时间倒退到15年以前,我们现在看到的很多传统行业也曾经有过类似的景象。因为在当时的宏观环境中,这类行业确实具有很高的成长性,因此也获得了较高的估值溢价。但随着行业的成熟和宏观环境的变化,其估值逐渐向成熟行业收敛。

在一轮成长周期结束后,企业自然会迈向成熟阶段,这是所有企业发展的必经之路。在曾鹏看来,当前以科技为代表的兴起产业也一样,无非是科技行业处于产业发展的早期阶段。“如果单纯以静态的眼光并用成熟行业的估值标准去看半导体,肯定是看不懂的,因为其所处的时代阶段和成长期起始就不一样。”

因此,投资科技股,曾鹏认为看清未来产业方向和赛道,研究清楚其壁垒和未来的弹性至关重要。“只有分析清楚每个企业,以及它背后所映射的产业处于怎样的发展阶段,并根据不同的产业阶段运用不同的估值方法,才有可能获得投资上的超额收益。”

在投研经验超过15年的

曾鹏看来,洞悉科技投资的本质是做好新兴产业投资的前提,对于产业周期阶段的正确判断与跟踪把握,是获取超额收益的基础。在此之上,成熟应对科技股的弹性波动,长期持续挖掘新兴成长的投资机会。

这一切,被凝练在基于“成长溢价理论”的主题投资框架中,这是博时基金博时权益投资主题组、投研一体化小组的秘密武器。

作为博时权益投资总部一体化投研总监的曾鹏,由他拟任基金经理的博时科技创新基金已于3月26日起发行,这或许将是理论与实践辉映的载体。