

华夏基金张帆:

科技投资核心在于把握成长周期

□本报记者 吴娟娟



张帆,北京大学理学硕士,华夏基金股票投资部总监。2010年4月至2011年4月,曾任华创证券研究部TMT行业分析师。2011年6月至2015年10月,曾任中信证券研究部高级副总裁、电子行业首席分析师等。2015年11月加入华夏基金。

“风险厌恶型”成长投资选手

中国证券报:请介绍一下你的从业经历。

张帆:我本科、硕士都是电子学系,一个纯理工生,2010年初通过一个偶然的机会进入金融行业,先后在华创证券和中信证券做电子行业研究员。接近6年的卖方工作让我有时间和精力深入地去研究和跟踪一些公司,更加幸运的是完整经历了智能手机驱动电子行业的成长周期,期间经历过和观察过众多公司起起落落,不管对研究还是投资,都是一笔宝贵的财富。

中国证券报:与同行相比,你的投资风格具有怎样的特点?

张帆:个人性格厌恶风险,但投资领域又是高贝塔的行业。这一度给我的研究和投资带来困扰。后来,我发现以一年角度来衡量的话,板块的贝塔水平对业绩影响很大,但拉长到3年到5年维度,个股的阿尔法和贝塔是统一的。因此我将投资目标设定为赚取公司长周期成长的钱,这个是通过深度研究能够把握的,而尽量不去参与短周期的博弈。我认为自己更像成长股里面的价值型选手,相对来说比较保守稳健,不赚博弈的钱。这个投资目标决定了基金组合在同类基金中偏稳健。

中国证券报:你如何判断细分行业或个股在周期中所处的位置?

张帆:一般来说,创新驱动的行业大多遵循初期(或萌芽期)、成长期、成熟期三个阶段,每个阶段的性质不

同因而投资思路也不同。大致的规则是看行业成长空间是否可测算、可预见:如果成长的空间可预见,成长的通道相对来说清晰,这个时候它已进入成长期了,而成长期是投资最重要也是收益率最高的区间。

如何去把握现在所处的阶段?这个问题可以分为两个部分,一是目前处于哪个阶段,是初期还是成长期?这个问题相对较为容易而且一般也都存在市场共识,可以参考渗透率、增速、市场空间等指标。二是什么时候是拐点,某个行业是不是已经跨过鸿沟进入成长期?这个问题不同行业需要具体分析,而且在当下的时候其实不太容易把握,只有回头看的时候才是清晰的。科技股投资中很重要的一个部分就是去识别和理解行业中发生的事情,行业是否出现了质变,同时又要知道自己给出的判断很可能是错的,对市场保持敬畏。

举例来说,2007年初iPhone就出现了,尽管产品非常好,但是智能手机行业仍然在初期,其后3年半的时间,它的销量非常少,一年的销售赶不上诺基亚一到两周的销售。2010年夏天,iPhone4出现以后,整个行业进入了成长期。产品足够好,3G基础设施又足够完善,智能手机行业由此进入了8年量价齐升的大发展,一直到2017年年底iPhoneX上市,基本标志着整个智能手机量价齐升成长期的结束,进入了成熟期。

数据显示,截至7月24日,他管理的多只基金均取得不错的成绩,其中华夏科技成长基金净值近一年的增长幅度达到87.50%,排在同类基金的前5.3%。因为恪守“不赚博弈的钱”这一投资纪律,该基金的回撤水平显著低于同类基金均值。

高估值不可怕 假成长才让人担忧

中国证券报:对处于不同周期的行业,你的投资策略有什么不同?

张帆:初期(萌芽期)的特点是行业空间似乎很大但无法测算,同时成长路径也不清晰,这时大家都不清楚这个公司最后值多少钱,这个行业能有多大,投资就很难有“锚”,在这个阶段,往往主题投资者云集。

成长期是最重要的投资周期。一旦迈入成长期,行业的成长通道开始清晰,同时中期空间可预估(譬如可以看到3年的成长通道),这时最优的投资策略就是选取优质公司坚定持仓,充分赚取企业成长的钱。成长期的公司是最重要的、也是最有可能产生长线大牛股的阶段。在智能手机周期里,2010年到2011年买入一些龙头公司,持有至今的收益率可达40倍甚至70倍;假设现在赶上大熊市估值全部跌一半,收益率也还有20倍到40倍。

当行业可测算的空间不大的时候,这意味着行业进入了成熟期。这时候情况会因为各个行业的属性不同而产生较大的差异,有些重资产的行业譬如面板、存储就是周期股了,另一些行业可能就是价值股,也有一些就会衰落下去了。

我的投资目标是希望能够聚焦到成长期的行业,通过集中持仓优秀的公司而充分获得成长的收益。这么做的难点主要有:优质成长股数量不足、选错个股、成长阶段判断失误、择时失误等。一些问题需要不断地努力研究降低发生概率,而择时失误往往是源于投资者自身的贪婪和恐惧,需要基金经理不断提升予以克服。

中国证券报:如何判断科技成长股的估值贵不贵?

张帆:首先,高估值不可怕,假成长才可怕。科技股也好,成长股也好,估值高是

一个必然现象,这是由它的基本特点决定的。如果一个所谓科技股的公司,估值远远低于同业,那有问题的概率还是挺大的,我反而会比较怕。

对于成长期的优秀公司来说,3年左右的路径是清晰的,长期空间可能很大而当下无法预测,而长期的成长通道往往是在人为的,公司的能力、行业机遇、各种随机因素都会影响公司的发展。比如2010年某信息技术龙头上市时大概100亿元的市值,那时候其实想不到它能做到4000亿元的市值,当初即使估值给他翻一倍,拉长到10年维度对收益率的影响也不那么大。所以未来空间就是高估值的一个支撑,它后面有可能完全把这个估值消化掉。所以首先要是一个真的成长股,一个优秀公司,高估值才不可怕。

另一方面,估值是否就完全不用考虑了?其实也并不是。如果我们的投资目标是赚取成长周期的钱,那么假设我们能够非常清晰严谨地算出3年到5年以后它的成长空间和利润,而当下的估值透支了那些空间和利润(当然衡量的指标不一定是传统的市盈率、市净率,可能用市销率、现金流,甚至是用户数等指标),那么是可以选择减仓或者卖出的。也就是说当它的市值大到投资者消化不了时,投资者可以选择卖出。比如有个公司,看它的产品线,大概算出来三、四年以后的利润应该是在十几亿元的位置上,如果这时候市场给了它100倍估值。这家公司被高估了,在这种情况下是应该减仓甚至卖出个股的,虽然它的成长通道还没结束,但估值已经透支了。这里面有几个风险:我们的盈利预测有多准确?估值高到多少算真正透支?这些问题的答案取决于投资者自己的选择,我自己也没有量化的答案。

赚成长的钱 不赚博弈的钱

中国证券报:科技股投资的一个痛点是“回撤较大”。你怎样在成长和波动里寻找平衡?

张帆:这个问题是一个终极难题。我的选择是明确自己的投资目标,承受该承受的,回避不该承受的,同时放弃不该赚的钱。

我们投资赚的钱说到底有两类来源:一类是公司成长的钱,就是这个公司每股收益从1元到100元;一类是博弈的钱,公司每股收益1元,但投资者在估值10倍时买,估值100倍时卖出。投资目标是赚哪类钱,决定了组合的表现和回撤。

如果赚的是第一类的钱,就是要赚公司成长的钱。我们的投资周期要与公司的成长周期大致匹配,期间只要估值没有透支未来,所有的回撤都是应该承受的,这些回撤的痛苦是投资成长股的必要代价。不可能“既要”“又要”——既要足够的收益率,又要每天平均涨,不能回撤。第二类的钱是博弈的钱,那个钱我不去赚。博弈带来的所谓“回撤”不是回撤,是永久亏损。

很多投资者都想找高增长、低估值,希

望寻找基本面向上但估值向下的公司。但这种公司其实是可遇不可求的,能挖到是小概率事件,大概率事件是好公司、大空间一定是高估值。这个公司股票的回撤是我们该承受的。让我们经常“紧张兮兮”的基金组合净值从1元净值回撤到0.8元,但如果我们的组合十年收益率能够做到10倍以上即净值达到10元以上,那么回头看这0.2元的净值波动根本不值一提。人的精力是有限的,与其天天琢磨回撤,不如把精力花在真正寻找好的公司上。

中国证券报:谁对你的投资风格影响比较大,有没有推崇的投资类书籍?

张帆:我特别喜欢的是菲利普·费雪写的《怎样选择成长股》,还有霍华德·马克思写的《投资最重要的事》。《怎样选择成长股》是我认为最好的、讲清楚怎么做成长股的投资类书籍,费雪的职业生涯经历了包括大萧条在内的各类市场,书中的理念非常成熟。你问我怎么选股和选行业时,我真的没资格说,这本书写得非常清楚,大师讲的道理简单朴素,我们能做到里面的一半就已经是优秀的投资者了。