



# 张坤投资思想文集



雪球村长视野

仅供个人学习交流使用，严禁用于商业售卖

## 目录

大道至简.....	1
分享企业成长.....	3
速度还是耐力.....	4
读老虎基金致投资者的信有感.....	5
耐心.....	7
晚上睡得香比什么都重要.....	8
流动性折价.....	10
海水和火焰.....	12
独立思考.....	14
事情的两面.....	16
医药股板块投资性价比相对更高.....	18
从几个指数表现差异的随想.....	21
价值投资适合中国国情.....	24
耐心的力量.....	27
发掘高质量成长公司并长期坚定持有.....	32

## 大道至简

2012. 10. 22

这两天出差调研上市公司，晚上打开邮箱发现有 400 多封未读邮件，除了邮件每天还能收到 100 多条短信，其中绝大部分是券商同行对行业数据和公司经营情况的跟踪，不禁感慨于跟踪的紧密。作为投资人员，每天都能接收海量信息，接收信息的同时不免要思考一下，有没有新的投资机会，原有的持仓要不要调整一下等。

是不是接收的信息越多业绩越好呢？至少有两个伟大的投资者——居住在奥马哈的巴菲特和常住巴哈马的邓普顿，在缺少华尔街提供高频信息的环境下，依然取得了卓越的投资业绩。伯克希尔哈撒韦的年报显示，其重仓股如可口可乐、美国运通、宝洁、富国银行等，都是人们普遍熟知的公司，巴菲特很少因为短期的经营波动调整持仓。相比于不断跟踪企业经营的波动寻找机会，发现并一直持有几家具有长期逻辑的优秀公司似乎更为简单有效。像伯克希尔 1987 年年报中提到的，“能够创造盈余新高的企业，现在做生意的方式通常与其五年前甚至十年前没有多大的差异”。巴菲特数十年践行着朴素的道理——分享具有长期逻辑的伟大企业的成长，并借力保险业务的杠

杆效应，成为了几十年来最伟大的投资家。另外，对投资来说，复杂的投资逻辑不一定比简单的好，尝试跨七尺高的栏未必比跨一尺高的栏获得的回报更高。1999 年 12 月巴朗周刊的封面文章题名《What's wrong, Warren?》，文章质疑巴菲特错失了科技股的机会，失去了投资的魔力，但没过多久，市场就证明到底是谁错了。

回到国内的资本市场，虽然目前整体平淡，但仍然有一些优秀的企业，其利润和股价不断创出历史新高。在中国这个高速发展的经济体中，我们更应该有自信找到简单、清晰、有护城河的上市公司，只要长期逻辑没有改变就持有并分享其成长，而避免博弈短期的波动。投资应该是简单而让人愉悦的，回归投资最朴素的原理，我们到 82 岁时也能像老巴一样踏着舞步去工作。

**零城逆影：**这篇文章可以看出，张坤在刚刚接手基金经理时（2012.9），就已经是一个深度的巴菲特信徒了。

---

## 分享企业成长

2013. 1. 21

A 股市场在过去几个月走出了 V 形走势，先是半年多的绵绵下跌行情，股指创出三年的新低，紧接着是一个多月波澜壮阔的上涨，在大家还在讨论“玫瑰底”、“黄金底”的时候瞬间上涨了 20%。站

在目前的时点，我们可以有很多解释，例如投资复苏、RQFII 带来资金流入等等。然而解释显然没有任何意义，哪怕回到两个月前，谁能预测到市场走势是这样的？对大部分投资者来说，预测市场短期走势是一件非常困难的事情。

但是就在市场不断的波动中，我们发现有不少股票在不断创出历史新高，似乎与市场的跌宕起伏毫无关系。仔细研究这些股票我们会发现，这些走出独立行情的股票往往都是非常优秀的上市公司。最近调研了几家企业，其中一家企业 A 上市多少年来从未进行再融资，完全依靠内生利润增长 20 倍，成为行业龙头，企业非常重视以研发驱动利润增长，目前已储备不少重量级的新产品；另一家企业 B，处在一个竞争激烈的行业中，与外资巨头竞争 20 年不仅不落下风，而且在不断提高市场份额。无论是 A 还是 B，都让我非常尊敬。在中国经济的起起伏伏中，已经有一批杰出的企业诞生，并逐步具备了成为伟大企业的潜质。

投资的本质即是分享企业的成长，股票市场提供了这个平台。试想，我们只需买入优秀公司的股票，不用做其他任何事情，就能分享这些杰出企业家辛勤工作创造的财富，这是多大的幸运！

-----

## 速度还是耐力

2013. 5

年初以来，市场剧烈分化，沪深 300 指数下跌 3%，中小板指数上涨 6%，创业板指数上涨 28%。市场的热点集中在电子、传媒、医药、环保等新兴板块，其中涨幅多的股票有一个共同特征，即盈利增速快，并且其估值伴随盈利同时提升。而传统产业即使部分公司盈利增速尚可，但估值的下移使股价没有表现。

今年以来，小盘股相比大盘股的估值溢价不断拉大，几乎回到了历史最高的水平。与香港市场比较可以发现，对于两地上市的公司，蓝筹公司的 H/A 有溢价并且不断拉大，而小市值公司 H/A 仍有较大折价。A 股投资者更喜欢小公司，其逻辑包括：小公司大多基数小、增速快，符合经济转型方向；而海外投资者更欣赏大公司，其原因有：大企业行业地位更稳固，议价能力强，增长持续性好。总而言之，A 股投资者更在意增长的速度，海外投资者更关注增长的耐力。

估值巨大的差异代表了如何看待未来的巨大分歧，却没有对错之分。产业资本越来越多的参与到资本市场中，如果上市公司被低估，产业资本自然会增持，甚至在二级市场发起收购，如果被高估，产业资本自然会减持。市场短期是投票器，可能并不理智，但长期看，市场作为称重器是最公平的。作为股票投资者单纯纠结于估值是没有意义的，需要静下心来，一方面是深入研究发掘有核心竞争力的公司；

另一方面，从产业资本角度考虑，如果有充裕的资金例如一万亿，愿意从市场收购哪些公司，如果这些公司暂停交易甚至退市，是否还愿意付出同样的代价。

-----

## 读老虎基金致投资者的信有感

2013.7.8

近不少人纷纷转载老虎基金掌门人罗伯逊 2000 年致投资者的信，大意是说老虎基金从 1980 年到 1998 年取得了很好的业绩，但由于不理解科技股的价值，错失了随后的科技股行情导致业绩不佳，投资者纷纷赎回基金。罗伯逊表示“不知道市场的‘庞氏金字塔’何时倒塌”，但“绝不会冒险把大家的金钱投资在我完全不了解的市场”，因此决定将老虎基金解散。这封信的日期是 2000 年 3 月 30 日，信中罗伯逊说“我们却看不到这一切行将结束的迹象”，但就在 20 天前纳斯达克见了历史大顶，让人颇有些悲凉的感觉。13 年过去了，纳斯达克指数离 2000 年的顶部还有 50% 的距离。

显然，大多数人此时转载这篇文章是因为中国的“纳斯达克”——创业板也正走出一波独立的牛市行情，关于创业板是否有泡沫的争论从四月份开始就一直不绝于耳。到今时今日，已经很少有投资者对传统经济模式仍保持信心，转型才是中国的希望已经成为市场的共识，也正基于此，股票市场中主板和创业板之间才投射出巨大的估值

差异。但股票市场的特点是，一旦认为是确定的东西，就会在估值上不断反映，而从众心理容易导致正反馈形成并过度反映。作为股票投资者，保持客观是非常困难的。去年 12 月创业板 600 点，不少人对其唯恐避之不及；而到了今年 6 月份，“创业板是未来三年最牛的指数”、“创业板才是 A 股稀缺的高成长标的”等观点纷纷出现，难道这些公司在六个月内都发生了翻天覆地的变化？恐怕还是市场的心动了。

再回到老虎基金，老虎基金不止错过科技股行情这么简单。罗伯逊在信中所说，“老虎基金以往多年的成功，要诀是我们坚持的投资策略：买入最好的股份及沽空最差的股份”，但老虎基金在 1998 年大幅沽空日元导致损失几十亿美元，虽无法得知具体原因，但至少这笔操作和他所说的投资策略并不相符。同时，罗伯逊持有大量美国航空的股票，回头看也没有实现穿越周期。因此，罗伯逊后两年业绩不佳是三者因素的叠加：错过自己不擅长的、没有在自己擅长的领域做好、进入自己不擅长的领域并做错。同样 1999 年业绩不佳的巴菲特也错过不擅长的科技股，但在后两方面都做的很好，在他擅长的金融、消费领域做到极致，并坚决不进入他不了解的领域，安然度过了科技股泡沫。投资的业绩是由两方面决定的，一是把握住了多少机会，二是犯了多少错误。罗伯逊和巴菲特都错过了科技股的机会，但犯错误更少的那个人直到现在还在继续着他的投资传奇。

零城逆影：恪守能力圈



---

## 耐心

2013. 10. 15

最近在业余时间读了《德川家康》，对这个在日本历史上充满争议的人物加深了了解，发现家康身上有不少值得学习的品质。很多人不喜欢德川家康，认为他胆小懦弱、缺乏英雄气概。但正是这样一个人，结束了日本的战国时代，成就了霸业。

德川家康的时代出了很多的英雄人物，例如今川义元——家康早年曾委身于义元做人质，武田信玄——三方原之战中让家康遭遇惨败，织田信长——家康为保持与其同盟而杀掉自己的亲生儿子，丰臣秀吉——信长死后家康继续隐忍这位过去信长的家臣。前述这些英雄人物都曾经无比耀眼，但德川家康就像一只“乌龟”，虽然不起眼，却不断向前，最终统一了日本。

家康曾说过“人生有如负重致远，不可急躁”。家康早年历尽了各种磨难：在今川家做人质时，这个“三河孤儿”受到今川家主公和家臣的羞辱；结婚之后，他忍受着筑山夫人的傲慢和无礼；后来，为了保持和信长的同盟，忍受了杀子之痛。然而这些磨难非但没有击垮家康，反而成了他不断增强自己实力的动力。另外，家康从未对自

己有过任何得意和自满，直到成为了拥有三河、远江、骏河、甲斐等 100 万石的大名，仍然不吃米饭而吃麦饭。

从天赋来看，家康似乎并不如信玄、信长和秀吉，但他总是拼命学习，并用经验教训不断改造自己。家康早年受到各种磨难，最终完成了日本的统一。由此可见祸之福所倚，福之祸所依。

面对着未来四五十年的投资生涯，我们可以从家康身上学习很多优秀的品质，唯有保持耐心，不懈努力研究，从正确中获取经验，从错误中汲取教训，方能在投资上最终取得些成就。

---

## 晚上睡得香比什么都重要

2014.4.8

塞思·卡拉曼 2007 年 10 月 20 日在麻省理工学院发表过一次著名的演讲，本文的标题正是取自这次演讲的结束语（Ultimately, nothing should be more important to investors than the ability to sleep soundly at night）。卡拉曼在这次演讲中，陈述了很多非常有启发意义的观点。

首先，卡拉曼讲述了投资者倾向于将短期的趋势无限外推，以美国的次贷举例，各种分析模型都假设了房价不断上涨，没有考虑下跌

的情形。卡拉曼预言这些衍生品在房价下跌的时候流动性会接近于 0，2008 年的次贷危机上演了这一幕预言。

同时，卡拉曼强调对于投资者来说最重要的不是回报，而是与风险匹配的回报。任何一笔投资要首先考虑风险，再考虑与之匹配的回报。卡拉曼自己就是巴菲特“不要赔钱”箴言的忠实践行者，**从 1982 到 2007 年，卡拉曼获取了 94 倍的回报，在其间只有一年是亏损的。**卡拉曼认为太多的投资者在波动性加剧和下跌的市场中不知如何应对：**趋势投资者在趋势消失的时候迷茫，为成长付出昂贵溢价的成长型投资者，当发现增速没有兑现的时候不知所措。**与之不同的，如果投资时坚持了安全边际，安全边际将提供犯错、坏运气和应对糟糕经济环境的空间。但是在当前，大部分人都只关注短期的市场中，坚持价值投资需要巨大的耐心和纪律性。

另外，卡拉曼认为金融学理论和现实世界存在巨大的差异。卡拉曼从来不相信有效市场假说，在其 25 年的职业生涯从来没有计算过 beta 或者 alpha。他认为价值投资有效的核心就是市场反复出现定价错误，严格遵守用 50 块的价格买 100 块的东西。**25 年时间里卡拉曼从来没有使用过杠杆，随时保持充分的现金，时刻准备从着急、绝望、情绪化的抛售者手中购买股票。**

这篇演讲已经过去了 6 年多时间。卡拉曼在其 2014 年致投资者的信中指出，去年标普 500 指数上涨 32%、纳斯达克指数跃升 40% 的时候，企业盈利却几乎没有增加。这种情况放在任何一年都应该引起

警觉,而不是幻想股市还将繁荣下去。美国市场 2013 年有 230 次 IPO,比 2012 年多 59%, 接近了 2007 年最高的 288 次。市场上, 讲未来如何赚钱故事的公司比现实世界中已经赚钱的公司更有价值。6 年前, 许多投资者经历了巨大的损失, 他们曾经发誓要做到小心, 不要贪婪, 不要看得太短期。但现在我们又回来了, 陷入在愉快的市场环境中, 似乎没有什么能够阻挡股票上涨。但或许很快就能看到, 2008 年的教训不会只有一次, 贪婪和恐惧永远是周而复始, 而到时候就会发现, 只有非常少的投资者做好了准备。

**在当前的市场下, 投资者是不是应该想一想有没有让自己睡不着的持仓呢?**

-----

## **流动性折价**

2015. 5. 18

我们经常可以见到, 同样行业且业务模式类似的公司, 由于上市地的不同, 存在明显的估值差距。甚至对于在 A/H 或 A/B 两地上市的同一个公司, 在两地市场的股价也常有明显的差异。通常来说, 在香港、美国、B 股市场上市的企业相比在 A 股上市的企业有一定的估值折价, 往往是公司市值越小, 折价越明显。除了资金偏好等原因以外, **流动性水平的差异是形成折价的重要原因。**

以香港市场为例，2015 年一季度恒生大型、中型、小型和非成分股的年化换手率分别为 159%、80%、83%和 46%。与此对比的是，A 股创业板的年化换手率超过 1200%，流动性的差异自然可以部分解释估值的差距了。

	股票数量	市值占比	平均市值(亿港元)	2015Q1 日均成交额(亿港元)	平均每只成交(亿港元)	年换手率
恒生大型股指数成分	90	76%	2258	351	3.9	159%
恒生中型股指数成分	176	14%	217	130	0.74	80%
恒生小型股指数成分	196	5%	65	42	0.21	83%
非综指成分主板股票	1099	5%	12	79	0.07	46%

然而，流动性折价的减弱往往带来明显的投资机会。B 股市场过去也是一个流动性折价很高的市场。2001 年 2 月，国家放开境内个人投资者投资 B 股市场。市场预期 B 股的流动性将有明显改善，B 股指数在其后的 3 个多月涨了近 3 倍，而同期的 A 股指数仅上涨 10%左右。

那么，香港市场是否也面临类似的机遇呢？本届政府的领导人多次表态要推进人民币的国际化，而资本市场的逐步开放是不可或缺的一环。政府领导人也多次表态将推出深港通，并考虑 QDII2 等资本项目逐步开放的举措。香港作为最近的离岸金融中心，随着人民币国际化的推进，其股票市场有望率先受益，随着国内的流动性注入，与 A 股估值差距巨大的中小市值股票有望最为明显的收益。

---

## 海水和火焰

2015. 11. 23

A 股市场最近如火如荼，其中一个引人注目的股票是七喜控股。2013 年从纳斯达克退市的分众传媒借壳七喜控股登陆 A 股市场，按照发行后的股本计算，市值已经超过 2500 亿，相比分众传媒退市时不到 230 亿人民币的市值已经翻了 10 倍，私有化财团的收益率相当惊人。其实分众传媒并非个案，被巨人网络借壳的世纪游轮仍在连续无量涨停中。目前已经有几十家中概股公司提出了私有化预案，按照目前两地市场的估值体系差异，市值回归后增加 5 倍应该不是难事。

同样是中国的企业，在美国和香港上市和在 A 股市场上市对比就像海水和火焰一样。在信息沟通发达的互联网时代，这种现象仍然存在就有其合理性。对 A 股市场来说，投资者是非常慷慨的，一定程度

扮演着 VC 和 PE 的角色，乐于承担融资功能。只要一个公司可以向投资者描述未来发展的美好远景，一批一批的投资者就扮演着 A 轮、B 轮、C 轮的角色，不断投入并不计较公司有所回报。反观海外市场，二级市场投资者和一级市场投资者角色有着明确的划分，对于二级市场投资者来说，主要诉求就是索取。投资者要求上市公司回报，即使暂时无法回报，也要有清晰的逻辑和时间表说明未来可以。投资者对上市公司的索取行为例如融资通常是很抗拒的。中概股最近的合并潮如携程和去哪儿等，一定程度与投资者的偏好是相关的，投资者逐步厌倦了不断烧股东的钱还看不到清晰回报的时间表。

从概率来说，现阶段承载着梦想的 A 股公司中，未来几乎必然诞生伟大的企业。就如 2000 年的亚马逊一样，虽然其估值已经比当年低了很多，股价却早已超过 2000 年的高点很多。但是同样不可忽略的是，这也是一个小概率事件，纳斯达克上市公司中能够超越 2000 年高点的公司只有当时数量的不到 5%。

对于投资者来说，其主要的工作就是预测未来。但预测未来是非常困难的，对于专业投资者，投资决策能达到 55% 的正确率已经非常了不起。在 2000 年的纳斯达克市场，由于付出了过高的代价，对未来预测正确的概率已经不到 5%。股市的魅力就在于权益代表的剩余价值，其波动性和收益性同样都非常大，投资者要做的是想方设法封杀下行风险，让收益不断向上的波动。



---

## 独立思考

日期：2016-07-15

最近读了一本畅销书，以色列作家尤瓦尔·赫拉利写的《人类简史——从动物到上帝》，书中提出了很多新颖但有争议的观点，可见作者并不为主流观点所束缚，经过了独立思考后写成了此书。首先，作者指出宇宙中根本没有国家、没有钱、没有人权、没有法律、没有信仰、没有公司，这些东西都只存在于人类自己的发明并相互讲述的故事里，人类正是靠这些虚拟的故事生活在一起。这些虚构的故事由于存在的时间太久，大家已经当成理所当然的了。人类从出生就被种种虚构的故事和概念围绕，让他们以特定的方式思考和行事，这种人造的规范就是“文化”。这种所谓的文化，不管是汉莫拉比还是美国的开国元勋，心中都有个想象着的世界放之四海皆准、永恒不变的正义原则（例如阶级、自由和平等）。然而这种原则只存在于人类丰富的想象力里，这些原则从来就没有客观的正确性。其次，科技进步无法带来福利的增加。毫无疑问，科技进步带来了人类生产力的巨大进步，但是不会给人类带来更多的快乐。快乐并不在于任何像是财富、健康之类的客观条件，而在于客观条件和主观期望之间是否相符。顺利的时候，我们的期望跟着膨胀，就算客观条件改善了，我们



还是可能不满意。而在一切不顺的时候，我们的期望也变得保守，于是就算碰上其他麻烦，很可能心情也不会更加低落。人类演化的结果，就是不会太快乐，也不会太痛苦。我们会短暂感受到快乐，但不会永远持续。迟早快乐会消退，让我们再次感到痛苦。虽然科技进步让现代人类拥有强大的多的力量，却未必拥有比 2000 年前人类猎狩到长毛象时更多的快乐。因此，人类偶然发现了能够带来快感的咖啡、烟、酒甚至毒品后，迅速将其发展为全球巨大的产业。 作者的这些观点是否正确我无法断言，但我认为至少从逻辑上是自洽的。资本市场也有太多流传许久的各种规则，这些规则由于流传的太久以至于大多数投资者已经把它们当成理所当然正确的了。或许我们应该重新独立思考一下，这些所谓的规则实则为“虚构的概念”是否是正确的，是否是可以持续的。

**零城逆影：**缺口必补、招商策略会魔咒、春节红包行情、壳价值、新股必涨等等。

-----

## 事情的两面

2016-12-14

在杰里米·西格尔的《股市长线法宝》这本书中，作者论证了股票的长期复合收益率超过了债券、黄金等其他类别的资产，也就是说

股票具备了各类资产中最强的收益特性。巴菲特本人也是股票的拥趸，他的公司伯克希尔·哈撒韦在过去 50 年实现了 19.2%净资产复合增长率，也使巴菲特成为世界顶尖的富豪之一。

19.2%的收益率，为什么在很多人看来平淡无奇呢？如下图，A 股从 2012 年开始就经历了一轮 4 年的牛市，中位 PE 从 28 倍上升到最高 61 倍，即使目前仍有 55 倍。因此，过去几年估值的猛烈扩张给人造成了赚钱不难的印象。但如果跨越一个周期来看，根据“72”原则，从 09 年 12 月到现在实现 10%的复合收益净值即可翻倍，但从公募基金来看，这期间能实现净值翻倍的基金比例很低。再往前推 7 年，从 02 年 12 月到现在实现净值 4 倍的基金更加寥寥无几。



为什么会出现这种情形呢？因为收益的另一面——亏损。复利的威力无疑是巨大的，造就了伯克希尔这样的奇迹，但亏损对复利的伤害更大。例如，A 连续 10 年获得 16%的收益，B 连续 10 年获得 20%的收益，但第 10 年亏损 15%，谁的累计收益更高？伯克希尔无疑是控制亏损的典范，虽然伯克希尔在 50 年里仅有一个年度收益率超过

50%，但 50 年里伯克希尔仅仅在 2 个年度亏损，并且最大亏损没有超过净资产的 10%。

A 股在过去 15 年的平均 ROE 为 7-8%，股市的表现长期来看不可能超过公司本身的获利表现。并且由于佣金、税收等各种摩擦成本的存在，投资者的回报整体上低于上市公司整体获利的回报。如果在投资中过高出价，隐含的假设是我选中的公司必然实现高增长，而不同的投资者有不同的判断和审美观，但是残酷的事实是整体市场不可能个个公司实现高增长。

因此，投资中的安全边际就非常重要。也就是，如果预期的事情没有发生，股票会如何表现？**对投资来说，能够在最坏的情形下得到合理的结果，远远重要于在乐观的情形下得到很好的收益。**如上图，在经历了连续的估值扩张后，A 股在历史上也是比较贵的阶段，此时更加需要以审慎的态度对待投资。

-----

## 医药股板块投资性价比相对更高

2017-08-12 07:06

苛刻遴选个股“发现一家伟大的公司，然后陪它一起伟大下去。”  
张坤坦言，其投资风格绝对是自下而上的，选股上有苛刻的要求。

张坤的苛刻体现在他的投资理念上：“投资就是要不忘初心，要知道出发点在哪里。不想持有 10 年以上的标的，就不要持有 1 分钟。”

在当前 A 股 3200 多只个股中，符合他择股要求的也就不到 10% 左右，约两三百只。

张坤说，魔鬼都藏在细节中。“我是一个保守的人，严格地践行”不要亏钱”的原则，不喜欢买了一个股票就跌很多。对风险的排除，我会亲手去做。”

对于如何筛选标的，张坤第一步看的是财务指标。“企业首先要能赚钱，这是一个通行的要求。”

张坤说：“在过去一个比较长的时间内，比如过去 5 至 7 年，企业平均 ROE、ROIC 要在 10% 以上。A 股中这样的公司大概只有 600 来家，占比约 20%。”若从动态来看，高盈利回报是否能持续，这样的筛选，会更消耗精力。

第二步，再剔除掉高杠杆的公司。张坤说，他不喜欢商业模式上有大量负债的、重资产的类公司，他偏好于依靠自身诚实经营积累起来的、内生性成长的公司。

第三步,排除掉行业中市场地位比较低的、议价能力不强的、营运资金很大的企业。如此一来,A股市场上的此类标的就只剩下两三百家。

在张坤看来,目前中国大约有 200 家优秀的上市公司,其中约有 100 家在沪深交易所上市,约 50 家在港交所上市,还有 30 至 40 家在美国市场上市。“这些公司将会成为非常稀缺的标的,随着资本流动越来越畅通,这些标的未来注定会成为投资者抢购的对象。”张坤说。

#### 看好四大板块

张坤坦言,自己偏好于投资两类行业:一是变化最快的行业,另一是变化最慢的行业。对于前者,如互联网行业,只要在技术上稍微强一些,就能迅速碾压对手,抢占到对手的市场份额,形成垄断优势,成为赢家;对于后者,如白酒类企业,品牌壁垒突出,一招鲜吃遍天,新竞争者很难挤占到市场中来,或者最起码要消耗大量的时间成本、沉没成本。

而最危险的当属于渐进变化的行业,一般来说 5 年或者 10 年市场格局就会发生巨大变化,它们提供的是同质化产品或服务,主要依靠价格优势取胜。这类企业很可能在某个关键时点被淘汰。

在张坤看来,有四类公司的投资前景值得关注,未来能取得比较好的投资回报。

第一是科技类、互联网类企业;第二是消费类公司;第三是医药类板块;第四是形成寡头格局行业的高端制造业企业。

“第一类应该是投资标的中最好的,但在A股中很少。A股中多偏重于后三类公司。”张坤说。

除了配置上市类型的公司之外,在标的池中,张坤还会搭配一些可以提供长期稳定回报的机场类公共事业类公司,构成投资组合。

**零城逆影:** ROIC 这个指标大家可能会比较陌生, ROIC 是生产经营活动中所有投入资本(包含债务)赚取的收益率。

$ROIC = NOPLAT(\text{息前税后经营利润}) \div IC(\text{投入资本})$

$NOPLAT = EBIT \times (1 - T) = (\text{营业利润} + \text{财务费用} - \text{非经常性投资损益}) \times (1 - \text{所得税率})$

$IC = \text{有息负债} + \text{净资产} - \text{现金} - \text{非经营性资产}$

ROIC 高的公司,内生性成长很强,不需要太多的负债就能成长。比如茅台,基本上没有什么有息负债,上市后也没再融资过。

---

## 从几个指数表现差异的随想

2018.6.25

引言：以互联网为代表的新兴行业在不到 10 年时间内形成了一批巨头公司，积累大量自由现金流的优秀商业模式+寡头的竞争格局+业务边界的持续扩张，使投资具备了高增长+高确定这两个罕见同时出现的属性。中国的上市公司是散落在 A 股、香港、美国三地的资本市场中，这就需要投资者开拓视野，在三地的资本市场中，投资并分享最优秀中国上市公司的成长。

回顾 2017 年，在全球股票市场普遍牛市的背景下，代表中国上市公司的不同指数却表现出了巨大的差异，如下表所示：

	2017 年涨幅 (人民币口径)
MSCI CHINA 指数	43.5%
沪深 300 指数	21.8%
创业板指数	-10.7%

其中，代表海外上市中国大公司的 MSCI CHINA 指数表现最好，人民币口径上涨 43.5%，代表国内上市的中国大公司的沪深 300 指数表现次之，上涨 21.8%，代表国内上市新兴产业公司的创业板指数却下跌了 10.7%。

为何各指数表现会有如此大的差异？下表列示了指数的前十大重仓股票

MSCI 中国指数	权重	沪深 300 指数	权重	创业板指	权重
腾讯	18.3	中国平安	6.6	温氏股份	8.3
阿里巴巴	12.6	贵州茅台	3.0	信维通信	3.6
建设银行 H	4.7	招商银行	2.6	东方财富	3.5
百度	4.0	美的集团	2.2	三聚环保	2.9
中国移动	3.7	格力电器	1.8	汇川技术	2.8
工行银行 H	3.6	兴业银行	1.8	碧水源	2.4
中国平安 H	3.3	民生银行	1.7	机器人	2.1
中国银行 H	2.4	伊利股份	1.6	乐普医疗	2.0
京东	1.7	交通银行	1.5	三环集团	2.0
网易	1.6	万科 A	1.3	沃森生物	1.6

MSCI CHINA 指数的前十大重仓中包括了 5 家新兴产业的巨头，腾讯、阿里巴巴、百度、京东、网易，合计占了指数 38.2% 的权重，这 5 家公司贡献了显著的指数涨幅。无独有偶，在美国市场中 FAAMG 五巨头也贡献了相当大的指数涨幅。

巴菲特在 2017 年伯克希尔的股东大会上，谈到科技巨头时指出，这些公司的增长几乎不需要固定资产，也几乎不需要运营资金，这是很神奇的商业模式。不得不感叹股神对商业模式理解的一针见血。的确，科技巨头最重要的资产是无形资产，例如数据和网络效应等。相比有形资产，无形资产构筑的壁垒更容易形成马太效应，一方面让对手难以进攻，另一方面积累了巨大的自由现金流。

另外，科技巨头掌握了海量的用户数据，使业务具备了相当的延展性。以腾讯为例，从最初游戏业务起家，到过去几年广告业务开始



发力，再到现在金融业务的扩展。2017 年，微信支付和支付宝的支付流水合计超过 10 万亿人民币，可以想象再过几年就几乎培育出了一个 Master 或 VISA。同时，金融业务还包含了另外两项盈利潜力巨大的业务：信贷和金融产品代销。

中国经济在 2008 年金融危机后，其实已经悄然发生了重要的结构变化。以互联网为代表的新兴行业在不到 10 年时间内形成了一批巨头公司，**积累大量自由现金流的优秀商业模式+寡头的竞争格局+业务边界的持续扩张，使投资具备了高增长+高确定这两个罕见同时出现的属性。**中国的上市公司是散落在 A 股、香港、美国三地的资本市场中，这就需要投资者开拓视野，在三地的资本市场中，投资并分享最优秀中国上市公司的成长。

-----

## 价值投资适合中国国情

2018-08-10

张坤在发行易方达蓝筹精选期间回答部分投资者提问  
[蓝筹精选界定的“蓝筹”是什么？](#)

张坤：蓝筹精选界定的是一个广义的蓝筹，也就是企业在过去的一段时间，通常是在 5 到 10 年内，经营指标非常优秀，包括在行业里有很高的行业地位、对上下游有很强的议价能力等综合地反映在财务指标上就很强的 ROE 和 ROIC 的水平。

蓝筹包括各个行业：银行地产、消费、医药、科技等，是各个行业里面最优秀的一批公司。

您投资理念中的“控制股票下行风险”具体是如何实施的？

张坤：投资组合的下行风险不是通过仓位去控制的，而是通过具体标的选择去控制的。用苛刻的眼光去考虑企业在最艰难的情况下经营会产生什么样的结果以及出现了这种结果之后，股票会下行多少？如果公司潜在下行风险较大，哪怕可能有比较大的上涨空间，也不会纳入到组合范围里来。总的来说还是通过严格的基本面筛选去控制股票下行风险。

我们观察到您的持股集中度比较高？

张坤：我管理的产品从历史来看，集中度都比较高，并且换手率比较低。关于集中度，我还是相信巴菲特所说的“把你的鸡蛋都装在一个篮子里，然后看好你的篮子”。做好深入研究，并在此基础上重仓持有个股，还是散弹枪似的买很多个股，但对企业基本面并没有深入了解？我相信从长期来看，第一种方式风险更可控，长期收益更容易预期。

易方达蓝筹精选适合做定投吗？

张坤：我觉得这个产品是适合做定投的。长期来看，企业盈利可以不断地增长，而定投可以不断地通过削峰填谷的方式，避免在情绪高涨的时候买入大量的基金，保证在低谷的时候也会对基金有所申购。我自己就在定投易方达中小盘和亚洲精选基金。

蓝筹精选投资范围涵盖港股，能否简单谈下您的港股投资经验？

张坤：我从 2014 年 4 月份开始管理易方达亚洲精选，主要投资香港和美国市场。经过四年的积累，应该说对香港市场不管是研究和投资都有相当的经验。我也是市场里面少有同时兼任 A 股和 QDII 产品的基金经理，且两个市场均有四年以上的投资经验。

消费行业选股时为什么更看重每股自由现金流、有息负债率两个指标？

张坤：实际在任何行业选股，都非常看重每股自由现金流和有息负债率两个指标。因为从长期看，企业的价值是取决于自由现金流的折现。A 股有很多公司是有盈利，但自由现金流非常弱，这种企业不是我们的投资标的，长期看也很难给股东创造价值。所以每股自由现金流是企业有价值的一个重要的前提条件之一。

有息负债率指标一定程度能反映企业自身造血能力。因为 A 股公司很少借债回购公司股票，对于优秀的造血能力强的上市公司来说，很快就会通过经营产生现金流，从而把有息负债降低到一个很低的水

平。这在一定程度上也反映出企业的商业模式是否优秀，这也是一个重要的判断指标。

所以这两项指标对于判断各个行业优秀企业都是很重要的。

您认为价值投资适用于中国国情吗？

张坤：我相信价值投资在中国是适用的。价值投资的理念就是以合理的价格买入优秀上市公司股票并分享公司的成长，我相信这个道理在全球各个市场是普适的。

近期消费、医药类股票调整幅度较大，中长期来看，其实提供了一个很好的介入的机会。只要这批企业足够优秀，他们的行业又提供了足够的成长空间，这批企业就会保持它的市占率，获得一个与行业同步甚至更快的成长。随着经济增速放缓，优质企业相比于平庸企业竞争力越来越强，拉开的差距也越来越大。

-----

## 耐心的力量

2019-7-12

张坤视巴菲特为榜样，信奉价值投资——用巴菲特的话说，价值投资的含义是，“买入优秀的企业，分享企业经营成果。”在这一哲学指导下，他形成了简明、坚定的投资逻辑：纯粹自下而上，选择

成长确定性强的公司，在有较强估值保护的情况下买入，低换手率，集中持股。

首先是选公司。张坤的标准是“不想持有十年以上，就不要持有一分钟”。初选的第一步是看财务指标。他要求公司在较长时间内，比如过去 5 至 10 年，平均 ROIC 不低于 10%且没有大幅波动。第二步是剔除高杠杆的公司，比如有息负债率过高、或有频繁股权融资的历史。张坤说，他不喜欢商业模式上有大量负债的重资产类公司，喜欢那些依靠自身诚实经营积累现金流成长起来的、内生性成长的公司。第三步，再排除掉行业中地位不够高、对上下游议价能力不强、营运资本高的企业。至此，A 股数千家公司，能通过他初选标准的已经不超过三百家。

针对标的池中的公司，他会花大量时间去研究，“把公司研究做到极致”。而在研究手段中，“阅读甚至比调研更重要。”张坤说，实地调研大多以被动接受上市公司想要传递的信息为主，带有一定的倾向性，不能完全反映真实。通过大量阅读资料、不断交叉验证，方能去伪存真：“魔鬼都藏在细节里。”

因此，每天除了开会和很少的交易时间，他大多数时间和精力都是放在阅读上——有目的性、有针对性、范围极广的阅读。为了对行业和公司理解透彻，他每年会阅读 800-1000 份公司的年报，认为年

**报是最客观的反映企业历史成绩单的资料，也会读几乎所有可以找到的深度报告、相关人物传记以及一切能和公司关联的资料。**

然而评估一家企业的价值不是一件容易的事，张坤对此极为谨慎，尽量剥除干扰因素去评判其真实价值。首先，他不仅会看业绩增速高低，还会看业绩持续性；其次，预测业绩时，他会在综合考虑乐观概率和悲观概率后再出价，以免预估过高；此外，他会剔除公司业绩增长中的行业景气因素，并会在优质企业短期遇到困难时果断介入，比如 2013 年的贵州茅台、2017 年的华兰生物

据 Wind 统计，与沪深 300 成份股相比，易方达中小盘偏好的股票明显具有更高的 ROIC、ROE 和更低的有息负债率。在财务分析中，这样的指标往往正意味着公司具有较强的产生自由现金流的能力和较低的负债水平，而创造自由现金流的能力强，意味着企业有很难复制的商业模式、足够强大的竞争优势、足够深的护城河，并能以此为基础实现稳定的业绩增长。

### **强调安全边际**

其次，即使是好公司，也必须在足够安全边际的保护下买入，才有可能“从中真正获取价值”、从而实现长期的复利增值。

张坤曾写道，本金亏损是股票投资的最大风险所在，“一旦有本金亏损，后续收益率即使更高也难以弥补对复合收益率的伤害。”考量公司时，他会思考，**如果用目前的市值将公司私有化，站在五年的视角能否算得过来账。**

对安全边际的强调，形成了对产品回撤的有效控制。以易方达蓝筹精选为例，这只产品建仓初期即遭遇市场回调，但产品回撤极小，成立至今（截至7月10日）收益率为34.71%。

和优秀的公司站在一起

最后，对选定的公司，他会集中、长期、坚定地持有。

以贵州茅台为例，易方达中小盘是所有主动管理基金中持有茅台最多的产品之一。这只股票2013年二季度首次进入易方达中小盘的前十大重仓股名单，此后六年从未离开过。同样是10%左右的仓位，对应市值已经从2013年二季度的2亿元一路升至今年一季度末的12亿元，为基金创造了丰厚的收益。

在这六年的历程中，茅台曾受累于白酒行业塑化剂风波、股灾等因素多次出现大幅回撤。自2013年二季度以来，易方达中小盘是所



有公募基金中唯一一只连续 24 个季度在前十大重仓股中持有贵州茅台的产品。

截至今年一季度末，易方达中小盘最新的前十大重仓股中，茅台已经连续持有 24 个季度，五粮液(000858)连续持有 21 个季度，泸州老窖(000568)连续持有 16 个季度，上海机场(600009)连续持有 10 个季度，苏泊尔(002032)连续持有 10 个季度，华兰生物连续持有 6 个季度，爱尔眼科(300015)连续持有 6 个季度。这些长期重仓持有的优秀公司为基金贡献了大量收益。据 Wind 统计，自张坤管理以来，易方达中小盘的换手率每年在所有公募基金中均位于最低 10%之列。

“很幸运能陪伴企业一起成长。”张坤说，他相信，真正优质的企业是罕见的，他的理想是陪这些优质企业 10 年、20 年一直走下去。因此，他基本不做择时，易方达中小盘的股票仓位稳定在 90%左右，前十大重仓股占净值比大部分时间维持在 70%左右。

## 耐心

有趣的是，价值投资早已成为显学，为什么实践中能真正把业绩做好的很少？巴菲特自己给的答案是，“投资其实不需要巨大的智慧，但很多时候需要一种稳定的情绪控制能力。”



曾有人用一则日本寓言来形容基金经理对待市场的不同态度：战国时期，织田信长、丰臣秀吉、德川家康三人，有人问他们，杜鹃不鸣，何如？信长公云：我令其鸣。秀吉公云：我诱其鸣。家康公云：我待其鸣。最终，是持有敬畏之心的德川家康结束了日本的战国时代。

2013年10月，开始管理基金一年多后，张坤为德川家康传记写下一篇读后感。他写道：“从天赋来看，家康似乎并不如信玄、信长和秀吉，但他总是拼命学习，并用经验教训不断改造自己……面对未来四五十年的投资生涯，我们可以从家康身上学习很多优秀的品质，唯有保持耐心，不懈努力研究，从正确中获取经验，从错误中汲取教训，方能在投资上最终取得些成就。”

**“人生有如负重行远，不可急躁。”张坤曾经告诉媒体记者，稍有闲暇，他便会把巴菲特历年致股东信拿出来反复研读，对照自己的投资思路，在持续反思中获得新的启发。**

方法、技巧是“术”，而在投资过程中不断自省是“道”。张坤说，“术”、“道”相合，不断精进，是巴菲特的制胜之道，也是他正在走、将来还会坚持走下去的道路。

-----

## “乌鸡变凤凰”的故事在资本市场概率很小

2019. 9. 30

**雪球：**易方达中小盘混合 2019 年上半年净值上涨达 50.57%，居于同类产品前列。近 5 年收益更是高达 243%，是所有偏股混合型基金中的第一名，请问您持续取得超额收益的原因是什么？

**张坤：**从业绩归因来看，基金持续超额收益主要来源于个股选择，即发掘高质量成长公司并长期坚定持有。

首先，中国资本市场上有一批基于竞争力、护城河和商业模式等基本面质地优异的企业，它们能持续创造大量自由现金流并且保持较高的资本回报率，例如贵州茅台、上海机场、爱尔眼科等。

我很有幸能选出这批优质企业中的一些，并通过长期持股的方式陪伴它们成长，从而分享到这些优秀企业成长的回报。另外一方面，过程中也有选错过企业，但及时调整，没有亏很多钱。所以从长期回报的结果来看，基金取得了比较显著的持续超额收益。

**雪球：**您曾说会用大量时间阅读上市公司年报，并且认为阅读有时候甚至比调研更重要。您能否分享一下您是如何阅读这些年报的？阅读给了您哪些调研中无法获取的信息？

**张坤：**我阅读年报的方法很简单，就是按时间顺序一年一年往下读，每一份都从头到尾细细读。

很重视年报阅读的原因是，年报是刻画一个企业经营全景最好的资料，通过年报能够对企业产生最贴近现实的整体印象。

具体来说，第一，大学的校训告诉我们要“行胜于言”，如果说对企业的调研是“听其言”，看年报无疑就是“观其行”，可以很好地观察企业对历史上讲过的战略是否有切实执行、执行的实际效果如何。

第二，按顺序读年报能最直观地感受出企业的商业模式和竞争力如何，例如最优秀的公司大多只有 IPO 时融资一次，此后就靠自由现金流不断滚动长大，公司有持续稳定的资产收益率和资本回报率，固定资产和运营资本占比始终保持在较低的水平。

第三，年报能反映出很多潜在的“红灯”，即公司治理的潜在缺陷（例如关联交易的金额），企业会计政策是否激进（例如研发费用资本化），折旧政策是否符合经济特征（折旧年限是否过长，应该采用加速折旧却采用了直线折旧）。

**雪球：**易方达中小盘混合，过去三年换手率年均不到 100%，非常低。这表明您在持股过程中很多都是赚取公司成长的收益，而不是交易的收益。请问您是如何发现这些优秀的公司的？

张坤：优秀的企业从来不是突然优秀的，它们往往有相当长时间的优秀历史，已经在过去的市场中证明过自己。易方达中小盘持仓的企业平均有超过 15 年上市历史，有大量历史数据可供观察回溯。“乌

鸡变凤凰”的故事在资本市场中可能存在、但概率很小，与已经在市场中证明过自己的优秀公司相比，是缺乏吸引力的。

具体的选股方法是，首先，筛选出历史上自由现金流强劲、ROIC 持续稳定、有息负债率低、没有反复股权融资历史的企业，这一步做完之后大约有 200-300 家左右的企业。

其次，阅读每个企业从上市以来的所有年报，剔除掉壁垒正在丧失、竞争力在削弱的企业，留下的企业都在持续观察的名单中。之后，会在这批企业遇到短期困难而不影响长期竞争力时果断介入，例如 2013 年茅台遇到三公消费困境时，2017 年华兰生物遭遇渠道去库存困境时，2019 年白云机场遭遇前一年机场建设费取消困境时。

**雪球：您分享过很多买入和持有好公司的逻辑，能否分享一下您卖出一家公司的逻辑？**

张坤：卖出一家公司最主要的原因还是基本面的变化，比如最初对企业的竞争力评估出现了偏差需要修正，或者随着时间的推移企业竞争力发生了减弱。

**雪球：易方达中小盘混合回撤控制十分优秀，即便在 15 年股市出现大幅下跌期间，回撤也不超过 30%。能否分享一下您关于回撤的看法？您是如何控制回撤的？**

张坤：首先，权益资产是所有资产中长期复合收益率最高的，这其中一个重要的条件就是存在波动，高收益率一定程度上是高波动的

合理补偿，如果不愿意承受波动，就只能接受低收益率的固定收益类资产。

其次，在投资中，我并没有刻意控制回撤，我不认为自己有判断大市的能力，我相信只要企业选择正确，这个企业的股价会一轮一轮不断创新高的。

**雪球：**正值 70 年国庆之际，目前国内经济发展方式，也正在由以前的重数量转向重质量，各大龙头行业的头部效应明显，在这样的  
**大环境下，您怎么看中小市值的公司成长和投资机会？**

张坤：现在的优秀企业也是从中小市值成长起来的，不论是市值已过万亿的茅台还是千亿级的上海机场、爱尔眼科等，都是从几十亿到一百多亿的市值涨到现在规模的。毫无疑问，目前中小市值的企业中也会有佼佼者成长为十年后的优秀企业。但从投资的角度看，这种能由小长大的企业在比例上无疑是很低的。

对投资人来说，最大的困难是选对一个企业的同时要以选错多个企业为代价，可能需要忍受个别股票精彩但组合整体暗淡的情况，毕竟我们资产管理关注的是组合的收益率而不是某只个股的收益率。

具体到公司特征上，这种“未来之星”往往商业模式独特，并非和现有成功的企业以同样的模式竞争，并且在企业的很早期就展现出了远超同行的竞争力。