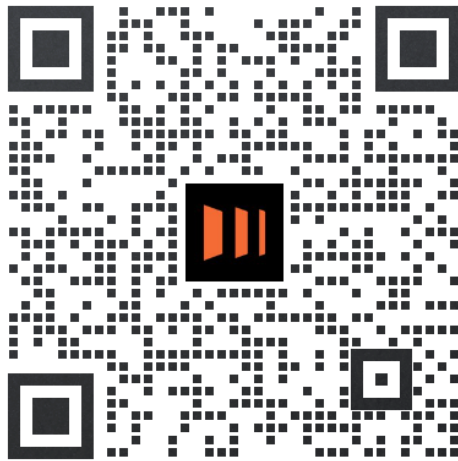

张坤十年言论合集

目录

- 20200611 易方达“王牌”张坤：一个变慢的社会才是股票投资的黄金时代 2
- 20200611 易方达张坤：持仓盈亏比 9:1 千亿市值公司会越来越多 6
- 20200402 晨星对话易方达张坤：优秀企业不会因疫情改变未来，短期利空是长期投资者很好的介入机会 19
- 20200331 易方达张坤：坚持自下而上选股策略 精选高质量企业 21
- 20200302 对话易方达张坤：最完整的投资思路 22
- 20191019 易·专访 | 雪球采访张坤：“乌鸡变凤凰”的故事在资本市场概率很小 38
- 20190715 易方达张坤：七年累计收益率 305%的投资之道 40
- 20190715 易方达张坤：自下而上选股 选择成长确定性强的公司 43
- 20190712 易方达基金经理张坤：耐心的力量 44
- 20170911 张坤：寻找跨越周期的企业 47
- 20170812 易方达中小盘混合张坤：医药股板块投资性价比相对更高 49
- 20160715 易方达张坤：独立思考 51
- 20140414 易方达张坤：晚上睡得香比什么都重要 52
- 20131015 易方达张坤：耐心 53
- 20121022 易方达张坤：大道至简 54

免费获取远川福利报告

1. 扫描下方二维码**添加小助手**，即可免费获取远川福利资料一份
2. 不定期免费分享**高质量**研报和内容
3. 视频号直播开播**第一时间**通知
4. 行业报告均为公开版、权力归原作者所有，远川研究所仅分发做内部学习。



20200907 2020 中报精华观点——张坤、邬传雁、杨浩、焦巍介绍投资理念

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

报告观点：

最近，市场的结构分化引起了不少投资者的讨论，分化的一边是市盈率大幅超过历史均值的TMT、医药以及部分消费行业，而另一边是市盈率大幅低于历史均值的周期行业。在此谈一点个人的想法。

首先，不同的投资者有不同的投资期限。以基金为例，可以用单边换手率近似估计出：50%对应平均持有2年，200%对应平均持有0.5年。但实际上，由于公募基金每天面临申购赎回会有一些被动的操作，加上投资中难免犯错，纠错也会带来操作，我认为实际的目标持股期限要比理论期限要长（从个人经验来看估计在2倍左右，即大约一半的操作是在做流动性管理和纠错）。

（其次，）不同的投资者会采用不同期限的估值方法，同样是DCF的简化，用明年的估值去贴现得到目前的合理价值，和用5年或者10年后的估值去贴现得到目前的合理价值，两个数值可能是有很大差异的。此外，在较短的时间区间，估值变化是股价的主要决定因素；而只有在较长的时间区间，业绩变化才是股价主要的决定因素。所以，一个以5年期限的投资人买入一个股票，和一个以1年期限的投资人卖出同一个股票，对两者的投资体系来说，可能都是自洽和合理的。

（第三，）任何长期有效的投资方法，短期必然间歇性失灵。如果短期一直有效，会导致大量的人采用该方法，从而导致该方法长期失效。因此，一个投资人不论采用何种方法，必然在某些时期面临业绩的落后。我的体会是，一个投资人选择何种投资方法，并不是这种方法在出彩时多灿烂，而是在这种方法阶段性失灵时仍能坦然面对，并且晚上睡得香。这一点，很大程度取决于投资人的性格和价值观。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

（第四，）基金有不同的风格，对于持有人来说如何选择？我的建议是问三个问题：第一，这个管理人的投资体系是否自治？第二，这个管理人的投资体系是否稳定？第三，我的投资体系和价值观是否与这个管理人的投资体系和价值观匹配？第一和第二个问题通过观察持仓、换手率、长期业绩大致可以判断出来；而第三点通常持有人关注不多，但我认为非常重要，只有持有人自己的投资体系和价值观与管理人匹配（即持有人本身认可的投资周期是多长？投资收益的来源是什么？愿意在何种市场接受策略的阶段性失灵？），才能做到持有基金的久期和基金持有股票的久期基本匹配。如果期限错配，容易导致两方面的负面结果：一方面，业绩阶段性出彩时很兴奋，业绩阶段性不佳时很沮丧，无法做到内心的平静；另一方面，容易导致持有人在业绩阶段性出彩时兴奋而买入，阶段性不佳时失望而卖出，而这恰恰是导致部分持有人收益率低于基金收益率的重要原因。

总之，对持有人来说，选择一个和自己价值观匹配的产品，要远比选择一个阶段性业绩出彩的产品重要的多。这样，至少可以使基金的收益率最大程度转化为持有人的收益率，毕竟，后者才是对持有人真正有意义的。

最后，我们对于中国资本市场的长期前景是乐观的。我们相信会有一批优质的企业不断长大、企稳并且长寿。具体来说，我们将坚持深入研究，选择商业模式优秀（生意本身能够产生充沛的自由现金流，并且明智的进行分配）和企业竞争力突出（同行中具备显著领先的地位，相比上下游有较强的议价能力）的高质量企业，长期陪伴并分享这些优秀公司的经营成果。

20200905 如何选出好基金？7 年 5 倍的易方达张坤亲口说出了“关键点”

报道原文：

易方达张坤老 K 这个人老 K 说过很多次了，绝对属于目前公募界的顶尖基金经理。

现任基金资产规模 522.51 亿，从业 7 年多，任职最佳基金易方达中小盘的回报达到了 567.68%！

7 年 5 倍多，为投资人创造了很高的回报，他是巴菲特价值投资观念在中国的践行者。

基金经理：张坤



张坤

累计任职时间：7 年又 344 天
任职起始日期：2012-09-28
现任基金公司：易方达基金管理有限公司

现任基金资产总规模
522.51 亿元

任职期间最佳基金回报
567.68%

截至 2020.09.05

以他管理的代表作易方达中小盘，任职回报 567.68%，年化收益达到了 27%！

	今年来	近1周	近1月	近3月	近6月	近1年	近2年	近3年	近5年	成立以来
涨幅	51.81%	-1.19%	6.30%	33.68%	49.99%	57.54%	124.91%	152.46%	277.14%	848.03%
同类平均	30.48%	-0.94%	0.41%	19.29%	21.11%	38.95%	62.23%	54.07%	90.16%	---
沪深300	16.44%	-1.53%	-0.12%	19.79%	15.92%	22.75%	41.81%	24.04%	41.72%	---
同类排名	551/3275	2551/3956	83/3849	285/3631	107/3379	818/3126	198/2731	40/2228	11/1120	---
排名变动	27 ↓	2149 ↓	30 ↓	85 ↓	12 ↓	30 ↑	4 ↓	4 ↑	1 ↓	---
四分位排名	优秀	一般	优秀	优秀	优秀	良好	优秀	优秀	优秀	---

数据截止至：2020-09-04

风险提示：收益率数据仅供参考，过往业绩不预示未来表现！

张坤中长跑能力特别优秀，而他为人却十分低调，日常鲜见其发表投资观点和参加交流。

这次基金半年报，张坤却给了基民一个大大的惊喜，用近 2000 字写了一份关于投资理念、市场看法、选基方法论的简报。

老 K 可以说，这是今年最有“含金量”的基金半年报了。其中最让老 K 觉得眼前一亮的是张坤发表的选基方法论，今天拿出来跟大家一起细细品读下。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

张坤提到，基金有不同的风格，持有人该如何选的这个问题的。

他建议投资者问自己三个问题：

第一，这个管理人的投资体系是否自治？

第二，这个管理人的投资体系是否稳定？

第三，我的投资体系和价值观是否与这个管理人的投资体系和价值观匹配？

第一点，投资体系自治，很多基民可能有点懵，什么叫自治，其实就是自相一致，也就是说基金经理自己的投资逻辑和实际操作要一致。

第二点，投资体系是否稳定，主要就看基金经理投资风格的延续性。

张坤在简报里也说了，第一和第二个问题通过观察持仓、换手率、长期业绩大致可以判断出来。

也就是好的绩优基金经理经过牛熊的考验，其实都已经崭露头角了，基民们通过各类分析基本也知道这个市场有哪些优秀的基金经理了。

难就难在第三个问题，张坤在简报里也说了，第三个问题关注的基民不多，但其实是最重要的。

咱们基民的投资体系和价值观和所选基金经理的投资体系和价值观是不是匹配？

这个确实是最难的，如果你想赚快钱，但又承受不来一点点波动，那可能全市场都没有“好基金”。

张坤在简报里提到，选择一个和自己价值观匹配的产品，要远比选择一个阶段性业绩出彩的产品重要的多。

这一点老 K 也是深度认同的，买到合适的才是最好的。

具体到测试匹配度的方法上，张坤问了这几个问题。

持有人本身认可的投资周期是多长？投资收益的来源是什么？愿意在何种市场接受策略的阶段性失灵？

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

老 K 在这里把他的问题问的再直白点，就是你投资基金打算投资多长时间，是打算赚企业成长的钱还是打算追涨杀跌赚市场情绪的钱，还有就是你能接受多大程度的回撤。

基金经理都是有历史业绩可以去追溯的，具体的把这些量化的数据和自己的心里做个对比。

比如说你接受不了高波动的产品，那像诺安成长、银河创新成长这些赌单一行业的基金就不要去碰。

张坤还点出了错配产品的负面结果：

一，业绩阶段性出彩时很兴奋，业绩阶段性不佳时很沮丧，无法做到内心的平静。

二，在业绩阶段性出彩时兴奋而买入，阶段性不佳时失望而卖出，而这恰恰是导致部分持有人收益率低于基金收益率的重要原因。

其实他的意思就是，如果基民不能正确的按照自己的投资体系和价值观去买匹配的产品，就很容易陷入追涨杀跌的误区，最后出现基金赚钱基民不赚钱的“怪圈”。

当然，说易行难，大道理大家都懂，但真的能做到选一只优选的基金，然后一直长期投资下去，真的很难做到。

但是在 A 股机构化趋势越来越明显的情况下，老 K 还是希望大家要相信那些穿越牛熊的绩优基金经理，他们只会比我们做的更好，如果他们都做不好，我们肯定也很难做好。

所以，我们基民要做的事情很简单，就是选择一只自己很欣赏的绩优基金经理管理的基金，长期投资下去，然后等着“躺赚”就行了。

20200830 关于公募大神张坤的“未解之谜”

报道原文：

对市场结构的分化，易方达大神张坤也忍不住发表了意见。在刚刚公布的半年报中，张坤写了 2000 余字，我总结为两点：

第一，每个基金经理基于自身特点所给出的不同估值，其实都是“合理”的；

第二，投资人最重要的选择，不是收益率，而是自身价值观和基金经理价值观的一致性，这样才有机会赚到这个基金经理能赚的钱。

中报之外，更想聊的是，**我对张坤的一些直接观感，以及一些难以理解的地方。**

1

第一点，观察张坤 2012 年以来的持仓，行业上，基本不持有金融、互联网、传统周期的公司，大多为偏 C 端的公司。**从本质上说，是不变或者变化很小的东西，同时也可以说是一些周期特别长和逆周期的东西。**

从收益率出发，**意味着他不是追求短时间，赚得比别人多跑得比别人快。**

譬如 2013 年到 2015 年，快速变化的互联网，是当时投资最大的热门，可是张坤的持仓里看不到一点影子，这也导致了这几年的业绩不算出彩。

序号	股票代码	股票名称	相关资讯	占净值比例
1	600872	中炬高新	股吧 行情	10.29%
2	600887	伊利股份	股吧 行情	10.01%
3	600066	宇通客车	股吧 行情	9.81%
4	000858	五粮液	股吧 行情	9.68%
5	600519	贵州茅台	股吧 行情	9.60%
6	600340	华夏幸福	股吧 行情	7.65%
7	002422	科伦药业	股吧 行情	5.75%
8	000651	格力电器	股吧 行情	5.16%
9	002572	索菲亚	股吧 行情	5.07%
10	000568	泸州老窖	股吧 行情	4.28%

易方达中小盘混合 2015年1季度股票投资明细				来源
序号	股票代码	股票名称	相关资讯	占净值比例
1	600887	伊利股份	股吧 行情	9.85%
2	600519	贵州茅台	股吧 行情	9.31%
3	600066	宇通客车	股吧 行情	8.77%
4	000858	五粮液	股吧 行情	8.41%
5	600340	华夏幸福	股吧 行情	5.58%
6	600872	中炬高新	股吧 行情	5.43%
7	002422	科伦药业	股吧 行情	5.40%
8	000651	格力电器	股吧 行情	4.88%
9	000001	平安银行	股吧 行情	4.66%
10	002572	索菲亚	股吧 行情	4.61%

2

直观上看，他长期持有一些好公司不动。

“贵州茅台好，海天好，爱尔眼科好...**这些好东西大家都能看出来，但是他能长时间持有不动，其背后的逻辑是什么，很多人其实是很难理解到的。**”一位在公募做投资的朋友评价说。

“13 到 15 年到家都在买创业板的时候，他就在布局这些核心竞争力的公司，他是真正把这件事想的比较明白。”

更进一步说，投资很多时候是后视镜，一些好公司，其实他们的核心竞争力一直在，但是在错误的时间买，很多时候要付出代价的，比如 2007 年买了招商银行、中国平安，要到 2017 年才能解套。

哪怕巴菲特买可口可乐也有长达十年没有收益。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

那么，“在这些好公司已经涨很多的时候，还建立这样一个好公司组合，未来三到五年有没有显著的超额收益，很多人是说不清楚的。”

3

进一步延伸和抽象，很多东西比如说美国这些科技成长股看成是一种风格，也可以把 A 股的消费、医药看成另一种风格，任何一种风格战胜另一种风格，**背后都有当时的宏观背景在里面。**

看美国，2008 年后至今，连续十多年时间，美国价值股跑输了成长股。

又或者说，**张坤的持仓也好，市场上的消费基金经理也要，其背后的东西驱动力应该是一样的，持有的都是同向资产。**

所以，这个宏观因素，究竟该怎么理出来？

4

回到最新的持仓，今年上半年，**张坤在重仓买入了，2019 年来大家一直觉得特别贵的通策医疗。**

在 2019 年底的时候，易方达中小盘并没有通策医疗。

7.4.1 累计买入金额超出期初基金资产净值 2%或前 20 名的股票明细

金额单位：人民币元

序号	股票代码	股票名称	本期累计买入金额	占期初基金资产净值比例（%）
1	600763	通策医疗	897,314,923.15	4.81
2	002304	洋河股份	637,240,478.06	3.42
3	000423	东阿阿胶	532,965,513.53	2.86
4	600066	宇通客车	510,051,270.21	2.74
5	002007	华兰生物	485,591,319.75	2.60

上半年，张坤累计买入最多的个股就是通策医疗。

截至今年 6 月末，通策医疗成为易方达中小盘的第 7 大重仓股，持仓占比 6.01%。

金额单位：人民币元

序号	股票代码	股票名称	数量（股）	公允价值	占基金资产净值比例（%）
1	000568	泸州老窖	19,989,538	1,821,446,702.56	9.51
2	600519	贵州茅台	1,210,000	1,770,084,800.00	9.24
3	000858	五粮液	10,300,000	1,762,536,000.00	9.20
4	300015	爱尔眼科	37,000,000	1,607,650,000.00	8.39
5	600161	天坛生物	29,000,000	1,314,570,000.00	6.86
6	002007	华兰生物	24,000,000	1,181,500,000.00	6.17
7	600763	通策医疗	6,900,014	1,150,715,334.78	6.01

这个案例，值得持续的跟踪和观察。

5

过去 7 年多的时间里，无论是任期总收益，还是年度收益，张坤都极其出色。

但，令人意外的是，拥有信息优势和专业能力的机构投资者，在易方达中小盘的占比一直不太高。

机构投资者为什么会错过张坤？

他们和张坤在哪些地方发生了分歧？

为什么一直没有得到纠正？

公告日期	机构持有比例	个人持有比例	内部持有比例	总份额（亿份）
2020-06-30	5.65%	94.35%	0.15%	31.60
2019-12-31	7.09%	92.91%	0.09%	37.58
2019-06-30	16.12%	83.88%	0.13%	31.18
2018-12-31	17.83%	82.17%	0.19%	25.99
2018-06-30	25.08%	74.92%	0.15%	20.46
2017-12-31	21.33%	78.67%	0.18%	11.90
2017-06-30	38.85%	61.15%	0.05%	15.93
2016-12-31	31.40%	68.60%	0.04%	6.49
2016-06-30	16.36%	83.64%	0.06%	4.32
2015-12-31	4.64%	95.36%	0.07%	3.65
2015-06-30	2.72%	97.28%	0.05%	3.80
2014-12-31	2.41%	97.59%	0.08%	7.17
2014-06-30	7.19%	92.81%	0.05%	10.70
2013-12-31	9.07%	90.93%	0.05%	12.10
2013-06-30	4.41%	95.59%	0.03%	13.58
2012-12-31	7.43%	92.57%	0.03%	16.05
2012-06-30	12.74%	87.26%	0.01%	17.44

如上图所示，2017 年 6 月底，机构持有份额超过 6 亿份，是张坤任期的顶峰。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

此后的数据，依次是：2.5 亿份、5 亿份、4.6 亿份、5 亿份、2.6 亿份，截至今年 6 月底的数据不到 1.8 亿份，持有占比下降到 5.65%。

我不理解的东西不意味着不好，只是说明我的能力没有这样的觉悟。

最后，我用张坤在中报中写的一句话收尾。

他说：

我的体会是，**一个投资人选择何种投资方法，并不是这种方法在出彩时多灿烂，而是在这种方法阶段性失灵时仍能坦然面对，并且晚上睡得香。**这一点，很大程度取决于投资人的性格和价值观。

问答原文：

问：自您 2012 年 9 月 28 易方达中小盘以来，本产品年化回报达 23.76%，您持续取得超额收益的原因是什么？

张坤：从业绩归因来看，**基金持续超额收益来源于个股选择的 alpha**，即对高质量成长公司的发掘并长期坚定持有。

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，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。

问：您认为什么样的公司才能被称为“优质企业”？

张坤：主要有五个标准，具有长期增长能力、竞争优势、公司治理良好、财务状况良好、估值水平相对合理。

问：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。

问：您在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：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。

问：您曾说过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。能否分享一下您是如何阅读年报的？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，我大学里的校训告诉我们要“行胜于言”（清华大学），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到企业的商业模式和

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

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）。

问：我们观察到您的持股集中度比较高，但回撤控制得也不错。易方达中小盘自您任职以来，即便历经了 15 年的股灾，至今的最大回撤也只是略高于 30%，而同类平均同期最大回撤超过 50%，请问您是如何控制组合风险的？

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。

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。

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。**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。**

问：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。

问：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。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。**

未来相当长的时间，随着中国经济增速放缓和结构转型，资本市场会是非常精彩的时代。信息传递会更快，头部的企业相比过往，获得竞争优势的速度更快，强度更大。**在这个时代里，我们会看到很多优秀的企业跑出来，站在很高的市值上。我们希望能选出这些企业，和他们一起成长，分享中国经济的成长结果。**

20200611 易方达“王牌”张坤：一个变慢的社会才是股票投资的黄金时代

易方达的“明星”基金经理张坤，过去一段时间“低调蛰伏”，少有公开发声。但这不妨碍业内和市场对他的高评价，他的观点和投资动向依然引人关注。

日前在一个小范围的场合上，张坤深入的聊起他这段时间对投资的最新体悟和观点，其中不乏妙语：

一个变慢的社会才是权益投资的黄金时代，长期看，权益投资有更高的收益是明确的，但波动就是要付出的成本。

未来十年，随着行业集中度和竞争格局的变化，中国会诞生更多伟大企业，伴随他们成长是我们最大的机会。

对于疫情、贸易摩擦等因素，短期看对估值可能有较大影响，但从三五年维度来看就不重要了。

无知才是最大的风险。如果你不了解这个企业，哪怕只是买了 1%，但对于整个组合来说，其实风险是很大的。

我们通过一套严格的体系去找漏洞比较少的企业，在熊市里面是会有更多的超额收益。当然，不可能有一个方法能够在任何时候都能跑赢市场。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

股票投资的风险不在于波动，而在于本金的永久损失。

医药、互联网、消费，肯定还是要战略性重视的板块。但目前估值确实是比较高。

Choice 数据显示，张坤是易方达中小盘混合、易方达蓝筹精选等多只产品的基金经理，其现任基金资产总规模 313.72 亿元，他从 2012 年 9 月开始管理的易方达中小盘至今的收益率为 414.28%。

原文实录：

01

不太倾向于用成长、价值来区分企业

我在 2008 年加入易方达基金，2012 年担任易方达中小盘的基金经理，2014 年易方达亚洲精选股票基金经理，2018 年担任蓝筹精选的基金经理。

我的投资理念是，要以防范组合的风险为首要出发点。我们收益主要来自于分享优秀企业的业绩增长，实现长期比较稳定的回报。

从投资风格上来看，我们非常关注的是，企业是不是真的优秀。即看中企业的竞争力，包括它的护城河、商业模式、创造自由现金流的能力。我们会去选择一些成长确定性比较强的企业，这些企业的成长性不一定要很快，但是它的确定性是比较强的。

要在比较强的估值的安全保护情况下去买入好企业，实现中长期的对它们的集中持股。

我的投资方法，是自下而上深度地去研究优秀的企业，去获取持续稳定的业绩增长。

其实，我不喜欢去说，企业到底是价值还是成长，我们更关注的是企业到底是不是很优秀。在历史上，过去的五年、十年它们是不是能出比较好的成绩单，是否有较高的水平，是否有比较

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

强的产生自由现金流的能力，财务状况是否非常健康，相对于上下游企业是否有比较强的议价能力，管理层是否有比较明智的去分配社会资本的能力。

如果是的话，就能够经历住各种经济周期的考验。

从投资上来看，对于股票长期的复利增值，我们非常关注。我认为，获得复利最重要的方式，是在每一轮的市场当中，能够保证企业股价下跌是相对有限度的，这样随着经济的增长，股价能一轮一轮地创新高。这也是能让我们组合净值创新高的原因。

从这个角度来说，其实股票投资的风险不在于波动，而是在于本金的永久性损失。希望不要有这种本金的永久性损失，这样就可以能够实现复利的有效积累。

另外，组合中一定会有表现比较好的公司，和表现比较差的公司。就如巴菲特所说，“我最好的三个股票可能和大部分的投资人差不多，但可能我最差的三个股票要比其他投资人好得多”，这也是我努力的方向。我希望通过比较严苛的标准、深度的研究，能够把组合里面最差的股票做到可控。

.....

02

不可能用一种方法在任何时候都能跑赢市场

我们对公司的估值，也很关注。相对企业一两年增速的快慢而言，我们更看重企业成长的持续性，即企业长期能够积累自由现金流的能力。

假设企业在这方面有比较强的能力，那我们对其估值的容忍度会更高，在盈利的时候，要避免把情况想得过于乐观，希望在悲观的情形之下，我们的投资也能够做到全身而退。

行业的景气度方面，我希望把行业景气度带来的波动对企业业绩的影响，能剔除掉去判断企业。

市场上主要有三种钱可以赚，一种是获取信息的钱，第二种是解读信息的钱，第三种是控制情绪的钱。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

在移动互联网时代，其实信息传播的速度是比之前要快很多，在这种情况下，获取信息的钱是越来越难赚，其有效性是在迅速地下降。解读信息的钱，即信息来了，我们怎么去认知它。但对这块来说，我们是希望通过深度研究去理解企业，理解企业的生意模式和长期竞争力。在市场上，更多投资人是关注企业一年期、半年期业绩的情况，这个时候我们还是希望能够去解读企业的三、五年内到底会发生什么事情。比如，.....

在控制情绪的钱方面，其实市场很容易低估优秀企业持续增长的能力。所以在这块，我们要有足够耐心去跟这些企业一起成长。随着经济的增速的中枢，从过去的两位数慢慢增长到 60、70 的话，我们相信能看到中国资本市场有很多类似于美国那样，有 50 年历史甚至更长历史的企业出现，它们可以在它们的生命周期当中持续地成长。

另一方面，我觉得在熊市里面，我们的方法是会比较有效的。因为这个时候，大家对企业的质量会更加关注，我们通过一套严格的体系去找漏洞比较少的企业，在熊市里面是会有更多的超额收益。当然，不可能有一个方法能够在任何时候都能跑赢市场。

03

投资风格的形成并非“跃变”

对于我的风格是怎么形成的问题，我觉得这不是一个“跃变”，对于价值投资这件事情，你要么是在五分钟之内接受，要么可能你一辈子也很难接受它，我属于是五分钟之内就接受的那种。

我觉得整个价值投资的体系和逻辑，实际上是非常自治的，这与我本身的性格是比较匹配相符的。对于投资风格和思想的打磨，是一个渐进的过程，并没有说在某个时刻发生跳变。

其实我在毕业之前，就读过伯克希尔股东的信，但是在那个时候并没有太多的感觉。真正从事投资职业之后，每一次读都有很多的新的体会。特别是在投资当中不断地进行反思的时候。

我认为，评判一名投资人，至少要有十年的时间去进行评估。基金经理是一个靠时间去慢慢磨、慢慢在这个市场里面去积累的职业。对于知识的积累其实也是一个复利的过程，不断地去提升自己的水平，去提高自己的准确率。

无知才是最大的风险。如果你在不了解企业的情况下进行买入，哪怕只是买了 1%，但对于整个组合来说来说，其实风险是更大的。还是要把研究做扎实、做透，然后才去做投资。

04

要降低对医药、消费的预期收益

我觉得医药、互联网、消费这三个板块，肯定是需要战略性重视的板块。

首先，有足够长的赛道去供企业的成长。

其次，在医药、食品饮料和互联网行业里面，企业能相对容易做出差异化。比较容易获得竞争对手的显著优势。

第三，这三个行业大部分的资产都比较轻，现金流、生意模式各方面会比较好。

因此，我觉得这三个行业还会是我们重点考虑的方向。

目前，消费、医药都经历了比较大的一轮上涨，估值确实是比较高。估值越高，越会透支未来的收益率。因此，对于医药和消费未来收益率的预期，肯定是要做降低的。

对未来市场的看法方面，一个变慢的社会才是权益投资的黄金时代，权益投资长期看有更高的收益是明确的，但波动就是要付出的成本。

未来十年随着行业集中度和竞争格局的变化，中国会诞生更多伟大企业，伴随他们成长是最大的机会。

对于疫情、贸易摩擦等因素，从短期一两个月看对估值可能有较大影响，但从三五年维度不重要，所以对这些因素不太关注。

20200611 易方达张坤：持仓盈亏比 9:1 千亿市值公司会越来越多

报道原文：

聪明投资者历经多年构造出了一套基金的多维分析和评价体系，把着眼点放在基金经理身上，根据长期业绩、Sharpe/Sortino/Calmar Ratio、任职年限、换手波动、基金规模等指标，并对 1 年、3 年、5 年、10 年段业绩赋予不同权重后进行年化收益排序。

在此基础上，再结合面对面访谈调研，考察基金经理获取超额收益的来源和能力圈所在，特别是剔除了有违规或隐患的基金，定量+定性，最终形成了聪投 TOP30 基金经理榜单。

这是一份囊括了 A 股目前在管理公募的最顶级基金经理的榜单，包括了一批成名已久的老将和这些年逐步冒头的中生代、新生代投资高手，简单说，一榜在手，赚钱不愁，从这 30 名入选的基金经理业绩水平来看，5 年一倍以上是基本门槛。

易方达的张坤是最为广大基民熟知的基金经理之一了，同时他也是聪明投资者评选出的之一。

张坤自 2008 年硕士毕业之后就进入易方达基金，至今已经有 12 年的时间了，从开始做地产和建筑行业的研究员，到 2012 年开始独立管理资金，高集中度、高胜率、低换手，这“两高一低”是张坤的特色标签。

他和同在易方达的萧楠、陈皓，基本前后脚入行成为研究员，开始管理基金，三人风格各有特色，但共同的一个特点是，长期业绩都非常优异，我们将这三位基金经理称之为“易方达三剑客”。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

张坤目前共管理 313.72 亿的资金，这样的管理规模在公募主动管理型基金经理中排名第四。

(基金一季报)

基金名称	任职日期	任职回报	任职年化 回报	相对沪深300 超额收益	相对比较基准 超额收益	YTD
易方达中小盘	2012/9/28	419.96	23.85	340.55	404.05	2.98
易方达蓝筹精选	2018/9/5	85.64		65.55	72.64	7.59

资料来源：Wind；截止 2020 年 6 月 10 日

从 2012 年 9 月份开始管理易方达中小盘，至今近 8 年的时间，共获取 419.96%的总回报，年化回报达 23.85%，相对同期沪深 300 有 340.55 个百分点的超额收益。

另一只 2018 年 9 月开始管理的易方达蓝筹精选，近 2 年时间，至今也有 85.64%的回报。

除了出色的业绩，张坤的投资风格也相当显著，高仓位高集中度、持股周期长、换手率低都是他的管理特色，像是贵州茅台已经连续持有 7 年，而连续持有两年半以上的公司有 10 家。

而这样的一个长周期持股中，张坤保持了较高的胜率，从易方达中小盘的历史上持仓和盈亏比例来看，最终盈利和亏损的个股，大概是个 9：1 的比例。

就是说，张坤买 10 个股票，可能在卖掉的时候，大概有一个股票会出现亏损。

而要想做到以上这些结果，是张坤与之相匹配的投资方法在支撑着其净值的不断上扬。他过往的业绩是足够优秀了，那么，在以后是否还能继续保持这样赚钱能力？

在最新的线上交流中，张坤完整阐述了自身的投资理念和投资框架，从多维度解释对优质企业的理解，分享了一些他的小技巧：认真地把 idea（想法）从 1 往后排，比如排到 20，最后回头来看，排名前 5、前 10 的 idea 还是要配足够量。

对于今年估值已经偏高的消费和医药板块，他也提醒，需要对预期收益率做一个降低。而对今年热点不断的港股市场、基民们的投资建议，张坤都做出了全方位的解答。

看得出，张坤超额收益的来源，更多是靠选股，靠企业的成长，是靠理性守规则的投资方法，并不是依赖市场风格的风口。当然，A股市场巨大的波动，也是优秀基金经理能产出如此高企的年化收益的良好土壤。

那么，在接下来无论是所谓价值、成长；大盘、小盘；科技、消费等行情，他大概率还是能从中挑选出优质的企业，在长期跑赢市场。

聪明投资者整理了张坤对自身投资方法总结以及对当前市场的观点：

“我们会去选择一些成长确定性比较强的企业，这些企业不一定要成长速度很快，但是它的确定性是比较强的。”

“我们非常关注股票的长期复利的增值，它的复利一定要可以持续，也就是说，我认为最重要的复利持续方式，就是在每一轮市场下跌当中，能够保证企业股价的下跌是相对有限度的。”

“大部分情况下，我们还是希望在悲观的情形之下，我们的投资也能够做到全身而退，这个其实比乐观的时候能赚很多钱，我觉得要重要很多。”

“我们判断企业，一定程度上我们不太喜欢去讲到底是价值还是成长，我们更为关注这个企业到底是不是优秀。有没有较高的 ROIC 水平，是不是有比较强的产生自由现金流的能力？财务状况是不是非常健康？资产负债水平最好是比较低。”

“我们的方法在什么样的市场环境里会相对有效？我觉得相对在熊市里面，我们的方法是会比较有效的。在牛市里，能够跑平市场，我们就认为是一个很好的成绩了。因为不可能有一个方法能够在所有市场中都跑赢，一个方法长期有效的前提，也是短期会经常性的失灵。”

“至少应该有 10 年的时间，才能真正意义上去评估投资人，投资这个行业就是这样，就像芒格讲的，你跟一个 40 岁以下的人去聊天，收获可能会比较少，它是一个靠时间去慢慢磨，慢慢在市场里面积累。”

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

“估值越高，它一定程度上确实是会透支未来的收益率，对于医药和消费的未来预期收益率肯定要做一个降低，因为高估的部分作为你的预期收益率的时候，会平摊到你的持有区间。”

“我们从欧美可以看到，当经济增速变慢的时候，整个企业的竞争格局，包括企业的投资和企业资产回报率上来说，其实是会有一个提升的。

特别是在移动互联网的时代，信息的传递会越来越快，这个时候头部的企业相比于过往获得竞争优势的时间、速度和强度会比过去那个时代更强。

在这个时代里面，我们会看到很多的优秀企业跑出来，而且会涨成一个相当大的市值，它们涨成相当大的市值之后，很可能不会跌回去，会站在一个很高的市值上。”

给大家介绍一下我的投资方法和投资逻辑。

从我自己来说，我 2008 年加入易方达，一开始是地产和建筑行业的研究员，然后是基金经理助理；2012 年开始担任易方达中小盘的基金经理，2014 年担任易方达亚洲精选的基金经理，2018 年担任易方达蓝筹精选的基金经理。

防范组合下行风险是投资的首要出发点

重视企业成长的确定性

讲一下我们的投资理念。从投资理念上来看，还是以去防范组合的下行风险是首要的出发点。

我们的收益主要还是来自于分享优秀企业的业绩增长，实现一个长期比较稳定的回报。

从投资风格上来看，我们非常关注这个企业它是不是真的是优秀，我们很看重企业的竞争力，包括护城河、商业模式和创造自由现金流的能力。

我们会去选择一些成长确定性比较强的企业，这些企业不一定要成长速度很快，但是它的确定性是比较强的。在有比较强的估值的安全保护的情况下去买入，实现一个中长期的持股，并且是集中持股，集中持有在我们认为最好的这批企业上。

从投资方法上，因为有自上而下和自下而上，我们的方法是一个纯粹的自下而上的方式，去深度研究这些优秀的企业，去获取持续稳定的业绩增长。

我们判断企业，一定程度上我们不太喜欢去讲到底是价值还是成长，我们更为关注这个企业到底是不是优秀。

它历史上，过去的 5 年、10 年，是不是交出了一个比较好的成绩单，有没有较高的 ROIC 水平，是不是有比较强的产生自由现金流的能力？财务状况是不是非常健康？资产负债水平最好是比较低，

这样的话能够经历住各种经济周期的考验，是不是对于它的上下游企业有比较强的议价能力？

管理层是不是有比较明智的去分配剩余资本的能力？

从投资上来看，我们非常关注股票的长期复利的增值，它的复利一定要可以持续，也就是说，我认为最重要的复利的持续方式，就是在每一轮市场下跌当中，能够保证企业股价的下跌是相对有限度的。

这样它就能够随着继续增长，一轮一轮的股价创新高，也就能让我们整个的组合净值一轮一轮的创新高。

所以从这个角度说，其实股票投资的风险其实不在于波动，而在于本金的一个永久性的损失，希望不要有本金的永久性损失，这样就可以实现复利的有效的积累。

为各方面都优质的企业在估值上做一些容忍

历史持仓盈亏比 9：1

另外，因为投资是做了一个组合，组合中就一定是有表现比较好的公司和表现比较差的公司。

我希望通过一套比较严苛的标准和深度的研究，能够把组合里面表现比较差的公司，让它可控。

从易方达中小盘的历史上持仓和盈亏比例来看，最终我们大概是个 9：1 的比例，就是说，我们最终买 10 个股票，可能在我们卖掉的时候大概有一个股票会出现亏损。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

所以说，我们从头到尾是希望以一个比较严格的标准去选上市公司，不会因为有一些其他考虑，去放松我们选企业的标准。

我们对公司的估值也很关注，相对企业的业绩在一两年增速的快慢，我们其实更看重企业成长的持续性，以及它长期能够积累自由现金流的能力。

在这种情况下，如果这几方面都比较强，那么我们可以在估值上稍微做一些容忍。

在做这种盈利预计的时候，还是避免去把情况想得过于乐观，大部分情况下，我们还是希望在悲观的情形之下，我们的投资也能够做到全身而退，这个其实比乐观的时候能赚很多钱，我觉得要重要很多。

另外，行业景气度毕竟是一个波动的状态，我们还是希望把行业景气度带来的波动对于企业业绩的影响，这个成分给剔除掉，去判断企业自身的阿尔法和本身盈利的能力。

市场有三种钱可以赚

我们赚的是解读信息和控制情绪的钱

下面就是说我们希望基金赚的是多少钱？市场上可以说有三种钱可以赚：

一种是获取信息的钱，你获取的信息更快；

第二种是解读信息的钱，

第三种是控制情绪的钱。

我们认为，在整个移动互联网的时代，信息传播的速度比之前要快很多，这种情况下，获取信息的钱是越来越难，它的有效性是在迅速的下降。

第二种是解读信息的钱，就是说一个信息来了，我们怎么去认知它？这一块，我们希望通过深度的研究，去理解企业的生意模式和长期竞争力。

同时，在市场上，其实很多投资人很关注一年期、半年期的业绩，这个时候我们还是希望能够去解读这个企业三五年内到底会是什么样。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

所以这个时候，在一定程度上我们可能会和市场的主流观点发生一些分歧。

也就是说，可能某个事情是一年期的利空，但是我们认为在 5 年期，企业的竞争力并没有发生变化，这个时候就发生了一个解读上的差异。

如果大家都是解读一年期的信息，我相信随着市场的研究越来越有效，其实很难解读出一个很大的差异，去 leverage 时间的情况去获取收益。

第三个就是控制情绪的钱。

一方面，其实市场很容易去低估很优秀企业的持续增长能力，在这块，我们有足够的耐心去去跟这些企业一同成长。

我们相信中国的资本市场会有很多像类似于像美国一样，可能有 50 年历史的企业，甚至更长历史的企业出现，他们可以在他们的生命周期中持续成长。

另一方面，在市场情绪出现短期过度乐观或者过度悲观的时候，我们也可以控制住自己的情绪，不会被整个市场的情绪带着去走。

我们的方法在熊市相对有效

在牛市可能会阶段性跑输市场

另外，就是我们的方法在什么样的市场环境里会相对有效？在什么市场环境会相对无效？

我觉得相对在熊市里面，我们的方法是会比较有效的，我们也希望在熊市和平衡市里，能够有一个显著的超额收益。

因为这个时候大家会对企业的质量更加关注，大家会掰开了、揉碎了去找企业的缺点。

我们通过一套严格的体系去选择漏洞比较少企业，这个时候，我们认为在熊市里，是会有一个超额收益。

另外在牛市里，我们认为在一个估值扩张的市场里面，我们这个方法很可能是要阶段性的跑输这个市场的。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

因为这个时候市场的偏好相对比较高，它是希望更多的看到企业的一个亮点，这种情况下，我们大部分企业的经营是比较平稳的，不太容易进入到主流的市场里面，所以在牛市里，能够跑平市场，我们就认为是一个很好的成绩了。

因为不可能有一个方法能够在所有市场中都跑赢，一个方法长期有效的前提，也是短期会经常性的失灵。

产品管理回溯：持股集中度高、换手率低

接下来是我们的一些产品的情况，对易方达中小盘一个历史的介绍，管理差不多 7 年零 9 个月左右的时间，累计收益率是 410%多。

其实可以看到，我们的主要的超额收益还是来自于 2016 年，2016 年之后的市场，相对来说市场风险偏好比较低的时候，可能是我们表现相对好的一个时刻。

然后从持仓风格来看，有几个特点：

1、集中度是比较高的，前十大重仓股会有 60~70%左右的一个比例，前二十大基本上有 80~90%的一个比例。

因为还是很相信巴菲特说的，“你还是要把所有的鸡蛋放在一个篮子里，然后看好你的篮子”，这个篮子的意思是我们的一个组合。

其实我们在组合里面也是有不同行业的分布，我们希望在行业之间的经营相关度比较低的情况，让组合更平衡，在某个市场状态下，有一部分股票在表现，一部分股票相对是比较沉寂，换一个市场，可能就是另外一批股票在表现，原来这批股票沉寂的状况。

2、换手率是比较低的，过去的三年都是不到 100%，是一个中长期的持股。

重仓股也是持有的比较久，可以看到组合里面的贵州茅台已经连续持有了 28 个季度，也就是连续持有 7 年，连续持有两年半以上的公司有 10 家，有充足的耐心去陪这些优秀企业去一直成长下去。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

然后易方达蓝筹精选这个产品是 2018 年发行的，从投资比例和业绩基准来看，跟这次的易方达优质企业是比较接近的，这个基金运作了差不多 1 年 9 个月，收益率是 80%多；

从整个持仓来看，它是一个横跨了 A 股和 H 股的产品，前十大里面基本上是对半分，5 个 A 股和 5 个港股。

我们希望这个产品从 A 股和和港股两个市场里，把各行业最优秀的企业挑出来，并不是很在意它具体在哪个市场上市，关键还是看这个企业是不是真的优秀。

问答环节

价值投资要么在 5 分钟之内接受它

要么一辈子都很难接受

至少应该有 10 年的时间

才能真正意义上去评估投资人

问：目前这种比较极致的价值投资风格是怎么形成的？这中间有没有一些时点或者事件对你的投资思想产生比较大的影响？

张坤：我 2008 年硕士毕业就加入易方达，2012 年开始管基金，关于风格是怎么形成的，它不是一个跳变。

应该是巴菲特也说过，对于价值投资这件事情，你要么是在 5 分钟之内就会接受它，要么可能一辈子也很难接受它，我可能属于 5 分钟之内就接受它了，整个一套体系和逻辑实际上是非常自治的，和我本身的性格也比较相符。

投资的风格和思想的打磨是一个渐进的过程，它没有说在某个时时刻发生一个跳变。

我在毕业之前，我就读过伯克希尔的致股东信，但是那个时候读没有太多的感觉，我工作做了一段时间的研究员之后再读，就会有很多的新体会。

包括做投资之后再读，因为反反复复读了很多遍，确实是每一次读都会有新的体会，也慢慢地通过投资有些股票盈利了，有些股票最后没有兑现，去反思自己哪里做错了。

再回头去想，如果在类似的情景上，投资大师们会怎么去想这个问题，再去反求诸己，这是一个逐步形成的过程。

而且，至少应该有 10 年的时间，才能真正意义上去评估投资人，我严格意义上也没有到 10 年的时间。

投资这个行业就是这样，就像芒格讲的，你跟一个 40 岁以下的人去聊天，收获可能会比较少，它是一个靠时间去慢慢磨，慢慢在市场里面积累。

对于知识和投资体系的积累，也是不断积累复利的过程，不断地去提升自己的水平，再去慢慢地提高自己的准确率。

对于医药和消费的未来预期收益率肯定要做一个降低

基本上不太可能会看到 20 年之内成立的白酒品牌

问：目前蓝筹精选的持股，行业首先是医药，其次是食品饮料、互联网等等，中小盘料第一重大仓是食品饮，第二是医药，第三是家电。放眼三年，新的产品是否依然会聚焦在医药或者食品饮料互联网这些板块？理由是什么？

张坤：这三个板块肯定还是战略性重视的，因为他们还是有一些共性的：

第一，整个的赛道是足够长的，它有一个足够长的赛道可以去供企业成长；

第二，在医药、食品饮料和互联网三个行业里面，企业相对比较容易做出差异化来，比较容易获得跟竞争对手的显著优势。

第三，这三个行业大部分资产比较轻，自由现金流、生意模式各方面会比较好。

所以这三个行业还会是我们重点考虑的一个方向。

问：消费和医药在今年年初以来经历了一轮比较大幅度的上涨，当前的估值怎么看呢？

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

张坤：估值越高，它一定程度上确实是会透支未来的收益率，对于医药和消费的未来的预期收益率肯定要做一个降低，因为高估的部分作为你的预期收益率的时候，会平摊到你的持有区间。但是作为长期的投资者来说，如果你持有的时间足够长，高估的分摊时间就会更长，企业本身的成长也是一个非常重要的矛盾。

问：怎么看在短暂的时间内，白酒行业龙头短暂超越了银行业龙头这一现象？

张坤：很难去评价，投资还是做好自己能力圈内的事情，我们在能力圈里去选择一些企业。投资就是这样，你不是一定要去做一个决策，可以选择投或者不投，可以选择不知道就先放在一边。

对于白酒行业，我认为这是在能力圈内的，它的行业，包括企业生意模式、品牌壁垒，基本上不太可能会看到 20 年之内成立的白酒品牌，非常有限的玩家去分享未来消费升级的中高端白酒市场。

所以这是非常有吸引力的一门生意，在这里面也有非常好的企业。这样的企业是我们非常看好的，我们更多还是放在企业本身，不太会考虑和其他东西做对比。

我们会配两个市场相对没有那么偏好的、没有那么拥挤的

问：蓝筹精选的一季报显示，十大重仓里面港股的配置比例是达到了 42%，截止到 6 月 9 号，蓝筹精选的净值增长接近 83%，这一部分港股的贡献到底有多少？同期恒生指数是下跌的，而且是跌了 12%，如何在港股市场获取超额收益呢？

张坤：港股的贡献 30 多个点，占比例看接近 40%，在这个基金里面港股和 A 股的贡献率是差不多的。

香港市场一定程度上是一个机构为主的市场，包括是离岸投资者为主的市场，它的投资人可以在全球，可以在美国，可以在英国也找到类似的优质企业，大部分情况下它提供的赔率相对会更好一些。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

因为 A 股一些比较优质的企业有个稀缺性的溢价，在香港会相对好一些，我们在港股的做法和 A 股是完全一样的，以同样一套标准去看企业到底是不是足够强，在香港市场没有一个很特别的标准。

问：对 A 股和港股怎么看，未来在行业的配置上会不会各有一些侧重？

张坤：分两方面来说，从出发点上来说，肯定不会去做侧重考虑，但从结果上来看，会有一些侧重，这是因为两个市场的特点决定的。

相对来说，在 A 股市场，大家可能对于成长性更喜欢，对于高成长的股票会给予一个相对比较高的估值溢价。

港股也不能说没有，它的相对成长性的溢价通常比 A 股会低一些。

但是对于行业逻辑非常的稳固、成长性并不是很突出的企业，香港市场会更偏好，A 股市场对于这类的公司一直都不是特别喜欢。

我们会配两个市场相对没有那么偏好的、没有那么拥挤的，去做这个组合。

问：美国大选临近，中美目前的现状会不会对港股市场资金面带来一些影响？

张坤：这个取决于看多长，如果看一个月，肯定会有影响。类似于 3 月份的全球市场大跌的时候，可以看到香港市场阶段性的离岸市场属性，也让它阶段性的跌幅超过 A 股市场。

但这个并不太重要，因为从一个足够长的时间来看，企业基本面是决定公司走势的最主要因素，最终它还会回来，只是阶段性会有一个波动而已。如果企业好，最终它还是会创新高的。

没有刻意去控制回撤

无知是最大的风险

问：在高度集中持股的风格下面，你是如何做到控制回撤的？

张坤：回撤是一个结果，没法从控制回撤这个出发点，去思考这个问题，更多的还是从企业质地来说。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

如果企业本身的经营非常强劲，它的周期性也并不强，自由现金流也很强，在产业链上的议价能力也很强，也就是在整个行业遇到下行期的时候，它对于上下游也有一个很强的议价能力，这个时候，在出现系统性下跌的时候，自然就会有资金去买。

大部分情况下市场还是很有效的，还是从企业质地来看。

另一方面，我们持有的一些白酒行业个股和一些医药行业个股，他们本身在经营周期上是有差异的，就会导致可能在 2017 年的时候，这些医药公司是相对比较沉寂的。

但是在 2018 年的时候就轮到他们表现，可能 2018 年的时候白酒公司相对沉寂一些。

在管理蓝筹精选之后，我们持仓有很多互联网行业个股，有交易所，还有机场，还有一些其他行业的个股。

通过行业 and 行业之间本身经营的差异，一定程度上也会对回撤有一个控制。

问：你的权重股集中度很高，在这么高集中度的情况下其实有两面性，那要怎么控制风险呢？

张坤：我觉得就像巴菲特讲的，“其实无知才是最大的风险”。

如果你不了解这个企业，哪怕只买了 1%，或者买了 10 个你并不了解的企业，买了 10%，这对于基金来说其实风险是更大的。

我觉得我们需要把研究做扎实、做透，然后认真地把 idea（想法）从 1 往后排，比如排到 20，最后回头来看，排名前 5、前 10 的 idea 还是要配足够量。

从大概率来看，从历史的回顾来看，我们排在前 5、前 20 的 idea 长期的回报是要更好的。

我觉得投资还是要勿忘初心，最终不是为了持有这个公司而持有这个公司，还是希望你从内心对这个企业有很强的一个信心，愿意陪企业一起走下去，才去持有这个企业。

企业的许多答案都在它的历史中

要抓住主要矛盾

问：市场往往容易低估长期持有一只股票的难度。你在管理中小盘近 8 年的时间里，最长的重仓股已经持有超过 7 年，为什么在全市场都拿不住的情况下，你能拿得住？什么时候你会考虑卖呢？

张坤：我还是觉得需要对企业有一个全方位的研究，对于它历史的研究，比如它是如何走到今天这个位置上的？它是怎么实现非常强的一个地位的？

我觉得这其实就像一个人在找人生伴侣，不管怎么样至少你有一件事需要做，就是了解这个人过去做了什么。

当你认真地了解了一个人过去做了什么的时候，大概率你就会了解他现在为什么在这种状态。

企业为什么会在报表里，体现很强的资产回报能力和自由现金流积累的能力？它为什么能具备这些能力？

其实很多的答案是在历史中的。

在这种情况下，企业还有很多短期的经营困难，但我觉得任何一个企业经营的困难就像人的成长一样，不可能一生的成长都是一帆风顺，你还是要抓住一个主要矛盾。

因为你不会说一次考试，一次求职，一次工作的不顺利就把一个人给否定掉了，还是要看到这个人主要的矛盾，看他到底是不是足够强。

其实有些问题看了足够长之后，就会比较清晰了。

相信它未来能在 5 年、10 年变得更大，变得更强，涨得更好，这个时候我们就会一直持有这个公司。

如果我们觉得这些逻辑不在了，就是这个企业未来没有办法变得更大，变得更强，能够给股东创造更多的回报，那这个时候就是卖出的时候。

市场对于短期因素赋予过高权重的时候是可以对抗市场

但大部分情况是不能对抗市场的

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

问：你什么时候会去对抗市场？什么时候又不能去跟市场去对抗？

张坤：其实大部分情况下是不能对抗市场的，有人可能有误解，市场绝大部分情况下是非常有效的。如果说市场真的是遇到阶段性无效的时候，那这种时候是千载难逢的时候。

出现可以对抗市场的情况，是市场对于短期的因素赋予了过高的权重，这时候是可以对抗市场的。

但是当一定程度上认为企业的中长期出了问题，或者说它的逻辑上有些问题的时候，这种时候大部分情况下市场其实是对的。

在我接近 8 年的投资历史当中，其实也就只找到几次能够对抗市场的（情况），但大部分情况下市场是非常有效的。

现在的 2900 点和 10 年前的 2900 点

整个结构已经发生了一个重大变化

问：以三年的维度，怎么看目前 A 股 2900 点，港股在 25,000 点的估值？

张坤：如果看指数的点位，整个指数的结构也在发生一个比较大的变化。因为它本身就有个优胜劣汰的过程，现在的 2900 点和 10 年前的 2900 点，整个结构已经发生了一个重大变化。

但从我们投资的角度、从一个自下而上的角度说，在这两个市场当中，还是会有不少的优秀的企业，包括一些未来上市的优秀企业，包括在香港二次上市的优质互联网企业。

如果未来他能够进入可投资的范围，都是我们可以重点研究的对象，这块我们还是从入手标上去想这个问题。

底层逻辑是

相信未来中国能跑出一批优秀企业

问：我们可以看到最近三年的上证指数，包括万得全 A 这些指数的收益率其实有的是负收益，有的收益率也是表现平平。假如说遇到一些极端情况或者表现不太尽人意的情况下，咱们三年持有期的产品怎么实现资产的稳健增值？

张坤：我觉得权益确实在所有的资产类别当中是长期收益率最高的，不管在美国、中国其实都是类似的，我相信以后也是类似的一个情况，它的代价就是确实要承受一些波动。

我们需要分清这个波动是来自于系统性的市场资金各方面引起的波动，还是出现了企业基本面逻辑的波动。

在这个时点，我们会尽全力去把两个市场里面的最优质企业，在一个相对合理赔率的情况下把他们选出来。

最终作为一个投资人来说，资产的增值还是来自于企业的增值。底层的逻辑就是，我们相信未来在中国会跑出一批优秀的企业。

我们现在可能看到 1000 亿市值以上的公司在中国并不多，但是我相信未来随着经济体量的发展，包括行业格局的优化，这样的中大型公司会越来越多地跑出来。

他们跑出来的过程，其实是作为股东去分享他们的成长收益的一个过程。

三年期设置相当于

用外部的方法去克制自己的贪婪和恐惧

问：三年期产品的设置对投资者来说会有一个什么样的优势和好处？

张坤：我觉得从投资的角度说，它其实是没有了流动性管理，因为流动性管理在一定程度上，在应对申购赎回的过程当中，会对管理带来一些难度。

对于投资人来说，就相当于用一种比较外部的方法去克制住自己的贪婪和恐惧。

比方说在 2 月份或者 3 月份这种极端的环境之下，能够有一个外部的约束去做到长期的持有，因为毕竟持有的时间越长，收益更多的来自于企业业绩的解释，估值的解释在里面的占比会越来越低。

其实持有的时间越短，估值的波动也会是一个主要的矛盾。估值的波动在一定程度上我觉得是不太可测的事情。

经济放缓，资产回报率却会提升

从 10 年、20 年的周期来看

将是一个非常精彩的时代

问：假如有机会向所有的投资者说一段话，你最想跟投资者表达的是什么？

张坤：我觉得在未来相当长的一段时间之内，随着整个中国经济的增速慢慢放缓和经济结构的转型，对于资本市场是一个非常精彩的时代。

我们从欧美可以看到，当经济增速变慢的时候，整个企业的竞争格局，包括企业的投资和从企业的资产回报率上来说，其实是会有一个提升的。

因为这个时候企业家会更理性，然后优势企业会获得更大的一个优势。

特别是我们在移动互联网的时代，信息的传递会越来越快，这个时候头部的企业相比于过往获得竞争优势的时间、速度和强度会比过去那个时代更强。

所以我觉得从 10 年、20 年的周期来看，这是一个非常精彩的时代。

在这个时代里面，我们会看到很多的优秀企业跑出来，而且会涨成一个相当大的市值，它们涨成相当大的市值之后，很可能不会跌回去，会站在一个很高的市值上。

从我们资产管理（的视角）来看，我认为这个时代也是一个非常好的时代。我们希望有幸能够选出一些企业去跟它一起成长，也希望有机会一起努力分享中国经济成长的结果。

20200402 晨星对话易方达张坤：优秀企业不会因疫情改变未来，短期利空是长期投资者很好的介入机会

问答原文：

1. 能否谈谈您在 2019 年对组合做出的一些重大调整？哪些调整或持仓对您管理的基金 2019 年度的业绩有重大的贡献？

张坤：2019 年组合没有做出重大调整，2018 年底在市场普遍悲观时，分析评估组合后认为绝大多数个股的长期风险收益比都较好，将股票仓位加到了 90%以上。组合中部分白酒和医药持仓对 2019 年度的业绩有较大的贡献。

2. 您认为 2019 年的经济环境和金融市场中主要存在哪些风险因素？这对您的投资决策有怎样的影响？

张坤：2019 年市场担忧贸易战的升级和经济去杠杆后的降速，对投资决策基本没有影响。依然坚持一贯的自下而上的策略，追求高安全边际和持续的成长性，看重企业的商业模式、竞争力、护城河、创造自由现金流的能力。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，中长期集中持股。

3. 贵司投研团队目前的构成是怎样的？在过去一年中，贵司的投研团队在人员配置或者架构方面是否有进行调整和优化？您认为未来团队会在哪些领域进一步加强投研实力？

张坤：目前主动投研有 90 多名成员，在过去一年内人员配置和架构基本稳定。

4. 您认为在投研能力和投资流程方面，是否还有需要进一步改进/提升的地方？

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

张坤：需要进一步加强对全球行业和优质企业研究，通过对比全球各行业最优秀的企业，加深对中国企业的理解。

5. 您如何看待 2020 年度中国股市/债市的投资机会？基于此判断，您准备如何构建组合以更好地捕捉投资机会或规避风险？

张坤：对于 2020 年中国股市和债市并没有高确信度的判断，但**认为当下市场对于新型冠状病毒肺炎对经济和企业盈利的预期过于悲观。**

短期来看，疫情对中国经济将不可避免的会产生冲击，很多上市公司的业绩也会有明显的影响。

但是，从海外经验来看，类似甚至更严重的疫情发生过多次，但无一例外都是阶段性的，我认为本次疫情也不会例外，极大的概率在一年后对中国经济和上市公司的影响完全消除。

从 DCF 估值来看，只要公司不因为疫情破产，疫情对公司的影响就仅限于一年的自由现金流，是非常有限的。这样的短期利空对长期投资者来说提供了很好的介入机会。优秀的企业不会因为疫情改变其长期的发展路径。

20200331 易方达张坤：坚持自下而上选股策略 精选高质量企业

报道原文：

3 月 31 日，易方达中小盘发布 2019 年年报。易方达中小盘基金经理张坤在年报中表示，2020 年春节后，市场对新冠肺炎疫情的扩散产生了恐慌，A 股市场出现了明显的下跌。短期来看，疫情对中国经济将不可避免的会产生冲击，很多上市公司的业绩也会有明显的影响。但是，本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

从海外经验来看，类似甚至更严重的疫情发生过多次，但都是阶段性的，他认为本次疫情也不会例外，对中国经济和上市公司的影响有极大的概率在一年后完全消除。

张坤指出，从 DCF 估值来看，只要公司不因为疫情破产，疫情对公司的影响就仅限于一年的自由现金流，是非常有限的。这样的短期利空对长期投资者来说提供了很好的介入机会。他认为，优秀的企业不会因为疫情改变其发展的路径，仍将一轮一轮创出股价的新高。

“站在更长的视角来看，中国经济的逐步减速是很难避免的。这对于股票市场的投资者来说却未必是坏消息，反而很可能是好消息。”张坤说，从海外的经验来看，行业增速放缓后，行业格局的稳固性会更强，企业家和投资者的预期会更加理性，在资本开支和竞争方面会更加谨慎，行业的竞争格局得到逐步改善，企业的利润率和周转率得到提升，从而提升企业的净资产回报率和自有现金流。

投资策略方面，张坤表示，易方达中小盘仍将坚持自下而上的选股策略，争取和一批中国最优秀的企业站在一起，分享这批优秀企业的成长。具体来说，坚持深度研究，选择商业模式优秀(生意本身能够产生充沛的自由现金流，并且明智的进行分配)和企业竞争力突出(同行中具备显著领先的地位，相比上下游有较强的议价能力)的高质量企业。在短期行业遇到不利情形时以较低的估值介入，争取获得高确信度的长期复合收益。

20200302 对话易方达张坤：最完整的投资思路

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

在与小雅的对话中，张坤认真说了这些非常有思考的内容：A 股的好生意聚焦在哪里；他看好的两类公司的不同玩法；产生大公司的三大领域，各自驱动力；全球对比后，在中国看到的全球最好的公司；对于家电、银行、新能源等行业的看法；对于医药和化工行业大牛股的思考；怎么在配够量和均衡之间做取舍；一个好公司的买点和卖点抉择；考量投资人水平的一个重要指标；他在“失败的投资”中得到的教训；他从其他优秀投资人听到最受用的经验；以及，他两次跟全市场对抗的经历。……实在~~太多看点！他还提供一个非常有意思的观察视角：怎么从供给侧去考量企业的长期盈利能力。以下，是小雅和张坤超过 1.6 万字的对话，非常有料，欢迎留言探讨。

对话原文：

考量投资人水平的一个重要指标

1 小雅：能总结一下你的投资方法论吗？

张坤：我愿意跟生意模式很好、竞争力很强的企业非常长期地一起走下去，我愿意陪他们走很多年，可能五年、十年或者二十年。很多人更关注企业的边际信息，这个季度、这一年业绩怎么样，这一年行业有没有贝塔、有没有 5G 或者投资主题拉动等等。对我来说，一个事情发生，如果三年后回头看它不重要，那它在这个时间也不重要。另外，我不太愿意撒胡椒面，愿意比较集中地持有一些行业企业，一定要优中选优。

2 小雅：说到时间，你怎么看“时间的玫瑰”一说？

张坤：不要看一个人怎么说，要看他怎么做，看他是不是真的能跟这个企业一直走下去。投资说起来很简单，比如，我现在给你讲很多道理，告诉你海天味业是多么伟大的公司，但是那又

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

怎么样？我自始至终最多持有两个点的海天味业，我并没有在这只股票上面赚到大钱。我说得再好，但如果没有重仓，没有长期持有，说明对这个事物的理解程度还没到那个份上。大家很容易低估重仓持有有一个公司的难度，但这是对持有人水平很重要的一个考量。

经济趋稳，企业逆袭难供给侧决定企业赚钱能力

3 小雅：你通过什么方法来找到确定性？

张坤：最重要是看企业的历史。短期看，所有东西都会波动或者有周期。长期看，可以确定，中国经济增速会慢慢稳下来，长期会走到 3%、4%甚至更低增速。一个经济体的增速越低、越稳定，带来结果是，企业的逆袭会非常难。2000 年以后，美国这 20 年真正诞生的新的大公司，只有 Facebook。微软和苹果都是四十几岁的公司了。一个科技公司 40 岁，相当于 100 岁的消费品公司。我们要找的确定性就是，第一，商业模式非常好的公司，它有很强的自由现金流，自己就能够滚得起来，这种公司在 A 股很少。第二，这家公司有很强的竞争力，可以对行上下游都很强势。这种优势过去会面临一些挑战和不确定性，但是未来经济增速越来越慢，这种优势在无形中是被放大的。举个例子，大家很看重需求的变化，因为这个很闪耀，但对于供给的变化没有那么关心。但我认为，一个行业供给侧的变化，很大程度上才决定了企业能赚多少钱。比如，美国烟草公司菲利普·莫里斯，历史上发生了一件非常重要的事情：全球很多政府，90 年代开始禁止香烟企业打广告。消费品企业不能打广告，就是灾难，大家第一反应是这很糟糕，但长期看，它却把这个生意从 good business（好企业）变成了 great business（伟大的企业）。第一，不让打广告，就意味着新品牌没有任何成长起来的可能性。第二，会强化消费者心中最强的品牌，因为大家已经看不到第二名打的广告了。第三，烟草公司每年大量的营销费用不花了，变成股东的利润了。可以确信的是，只要全球对烟草广告不友好，诞生一个新的烟草品牌的可能性几乎是零。消费品也是一样。所以，从确定性投资来说，我更多会从行业的供

给端、竞争格局找到未来可持续的东西。能确定的东西不多，但我们能找到确定性的东西。我们也不需要找到很多，找到几个就足够了。

确定性的机会：玩家数量相对固定

4 小雅：你现在找到了哪些确定性的东西？

张坤：我投的很多东西，都是在供给端有很强限制的东西，例如白酒、机场还有血制品、医疗服务公司。比如血制品，2001 年之后就没有新批血制品企业了；医疗服务需要很长时间的经营，才能建立消费者信任。比如白酒，一个品牌要占领大家的心智，可能需要几十年的时间。如果生意的需求能增长（并不用很快），同时玩家数量相对固定，就是非常好的一件事情。

5 小雅：好生意也需要有好价格，你的仓位里，白酒占比高，今年都涨了很多。面对这样的情况，你怎么选择，怎么考虑？

张坤：其实价格是不是贵，跟涨多少没关系，它不取决于 PE（市盈率）、PB（市净率）或者 PS（市销率）。而是取决于一点：如果你有足够多的钱，你愿不愿意私有化它，你能不能算得过这笔账。现在的茅台市值 12000 亿，是很容易算得过账的，不管从任何一个角度，例如它每年赚的钱转换成自由现金流的程度，和它的品牌稳定性等各方面来说，都是算得过账的，这是一方面。第二，有时候，市场会低估这种很优秀的企业的连续成长，这些时间带来复利积累、不倒退积累的公司。不倒退是积累复利最重要的品质，不管对于公司经营和组合管理都是。你可能在这个时点看，它是合理甚至略微高估。但如果看三五年后的价值，它可能就是一个非常低估的状态，它本身还有自身价值的永续积累。市场很容易关注一、两年的业绩，不太关注企业经营的永续性。

6 小雅：但是作为二级市场投资，你还是需要考虑，涨到什么程度会卖它？

张坤：对于像茅台这种盈利几乎全是自由现金流的公司，比如说 30 倍之内，都是非常简单的决策，根本不用考虑它是不是被高估了。30 倍之后你可能需要考虑一下，它的股价对于成长性

是不是有过高的预期。很多公司涨得多，不代表估值贵，很多公司跌得多，不代表估值便宜。

比如爱马仕、法拉利，那真的叫贵，爱马仕的 PE 是 40 多倍，法拉利 50 多倍。当然，这些公司的股价可能已经充分地反映公司的价值了。但如果你看报表的质量，茅台不输于上述任何一个公司。茅台有自己的问题，但这些问题在当前估值水平上也都不是问题。（注：访谈时茅台市值是 1.2 万亿）

喜欢两类公司：完全不同的玩法

7 小雅：有人说，从很长的历史来看，任何时间卖茅台都是错的。但也有基金经理说，这个观点不对，从 2012 年到 2015 年，持有它是非常糟糕的一件事。你怎么看？

张坤：这取决于你的持有期限是多长，投资期限不同，做出相反的决策是完全合理的。你的持有期限如果是一年，可能你在这个时间卖掉是合理的。但如果持有期限是五年或者十年，那在这个时间卖掉是不合理的。持有期限越长，估值显示出的作用就会越小，企业本身的价值积累就会显得越重要。最后，高估部分会在整个过程当中平摊掉。

8 小雅：你看多久呢？你是打算做永续投资吗？

张坤：我的出发点是希望能跟这个企业长期走下去，但是很多时候中间有很多的不确定性，但我在买一个企业的时候，至少是以 3 到 5 年的视角去看它。

9 小雅：会有行业区别？比如茅台，你可以按 20 年的视角去看它，但某些行业，比如说电子行业，可能就看三年？

张坤：电子行业可能都看不了三年，一年就很不容易了，变化太快的行业一般我会避开。

10 小雅：但你曾经提到，你就看两类行业：一个是不变的行业，另一个是变化最快的行业。

张坤：变化最快的行业，像互联网有些超高速成长的股票，我也会看。它最有魅力的一点是，可能建立一个优势，迅速地把它转化成一个统治性的状态。投资这种公司是高难度动作。第一你不能经常做高难度动作，不能整个组合都是高难度动作。第二，这种你要看得非常准。它会

有一种魅力，短期内把它的高回报变成再投资，然后再高回报，这样反复循环，最后让企业迅速长大。

11 小雅：它可能快速长大，也可能会失败。

张坤：是的，所以它是不是有统治性地位，行业地位是不是足够强，这一点就非常关键。大部分所谓的高成长，行业历史不够，不可替代性不够。什么叫强的企业？简单说，就是你敢跟你的客户说不，我不跟你做生意了。有篇写中美贸易战的文章写的挺好：“如果你没有掀桌子的实力，你不会在谈判桌上得到任何东西。”但中国大部分企业没有到这个地步。这种（快速成长的）公司先天就是少的，我主观上也不愿意选很多这样的公司。因为选中一个可能要以选错几个为代价，而作为基金持有人，没有人会关心某个个股的表现，只会关注整个组合的表现。

中国的好生意聚焦在哪里？

12 小雅：你认为，在中国，好生意主要聚焦在哪些行业？有没有某个行业本身就是一个坏的经营模式，在你的负面清单上？

张坤：中国大部分重资产公司的生意模式都不太行。不是说重资产不行，这是两码事，重资产也有好的产品，我也有机场这种重资产公司。但中国大量的重资产公司都有一个问题，它们没有拿到跟自身重资产相匹配的净利率。资产和成本费用从本质上具有类似性，而且资产是现金流前置的，更加不利于企业自由现金流的积累。你要知道，可能一个重资产公司拿到 30%、40% 的净利率，才相当于一个轻资产公司拿到 10%、20% 的净利率。例如，台积电的净利率有 35%，但 ROE（净资产收益率）只有 20% 出头，上海机场的净利率有 45%，但 ROE 只有 16%。这都是顶级的重资产公司了，但 ROE 水平也就和一些比较优秀的轻资产公司类似。因为资产投下去之后，如果没有那么强的上下游的议价能力，最后就变成资本杀手。

13 小雅：你现在是重资产基本都不投吗？

张坤：除非能够获得很高的利润率，我也重仓了重资产的机场股，净利率大概有 40% 多。它的资产已经在这里了，随着免税额往上走，多出来的全是利润。

14 小雅：某些机场股和旅游股都有免税概念，但机场是重资产，旅游是轻资产，你怎么选？

张坤：我没买你说的相关旅游股。还是要看议价能力。买一个公司，一定要看在谈判过程当中，谁是敢掀桌子的那边，谁更不依赖谁，谁更不怕这个合同做不成，谁更难找到替代者。机场是流量方，它不依赖于别人，只需要找一个变现方而已。旅游公司可以做变现方，但是离了流量方，非常艰难。从海外的经验来说，流量方最终拿走了利润的大部分，变现方拿到的很有限。在行业景气周期当中，你可能看不出议价能力强弱的差别。但一个企业会遇到顺利的时候，也会遇到不顺利的时候，议价能力会保证它在困难的时候，稳定性会高很多。

大部分周期行业都不碰

15 小雅：除了轻重资产，有没有什么样的行业是你完全不碰的。

张坤：大部分周期行业我都不会碰。金融也是，这个行业大都带很高杠杆，任何时候它都要特别警惕，一旦出现任何不想出现的情况，这个杠杆会杀死它。而任何时候，我要确保我的投资、我的组合一定不会暴露在一个极大的风险里。涨的慢这件事从来不会困扰我，但我没法接受一笔投资一下跌很多。我特别不喜欢那种依赖借钱的公司，最好你能完全靠自己滚起来。任何时候把公司所有的债务全部都断掉，它都可以靠自己。投资最怕的是永久性的损失。最糟糕的就是遇到像花旗银行这样，它在遇到一个很大困难、跌了很多之后，一把被人在底部摊薄掉，你的投资就接近于零了，永远翻不过身来，这跟分级基金下折是一个道理。

16 小雅：有时候，重资产可以把进入门槛抬高？轻资产好像谁都能进来跟你竞争一下。

张坤：短期内，你说的是对的，但是长期看，别人一定会想办法复制你的东西，资本不能形成门槛。从全球来看，1000 亿美金以上市值的重资产公司寥寥无几。用钱搞定的事情，一定都不是很重要的事情。重资产最糟糕的就是，它是用钱能搞定的事情，你很难通过重资产做出差

异化，轻资产的东西才更容易做出差异化。做投资，一定要买那种很赚钱、但让人无奈无法去分一杯羹的公司。比如，所有人都知道茅台，成本 50 块一瓶的酒出厂价 969 块。赚钱吗？赚。羡慕吗？羡慕。你去复制一下试试？你都无处着手。就像巴菲特讲的，你给我 1000 亿美金，我可能不知道怎么去跟可口可乐打，但我知道怎么跟美国钢铁打，怎么跟这些靠资产堆积起来的公司去打。一定要让别人觉得，他用钱都不知道怎么跟你打，这个企业才足够的强。

17 小雅：换句话说，要买轻资产，而且要买龙头、买最大的那家？

张坤：是的，并不是只要轻资产就可以。轻资产死了之后，真的是连渣都没有。它一定要大，而且无形资产很难被别人复制。比如，Costco 会做大量自有品牌，比如鱼油、纸巾、拖把什么的。但你看 Costco 敢做自有品牌的可乐吗？它做不了，它做了 Costco 牌的可乐，没人买，这就是可口可乐牛逼的地方。这就是护城河最朴素的概念，就是你赚大钱，但是也不能让别人进得来，而且让别人花钱都不知道怎么打穿掉你。

18 小雅：这样说起来，做投资好像很简单？买轻资产巨头就可以了，它是无可替代的。

张坤：这里面有很多似是而非的地方，看似是，其实并不是，也有很多看似有护城河但其实并没有的情况。另外，也有很多企业中间经营是有波动的。比如，茅台 2013 年遇到问题的时候，大家弃之如敝履。

19 小雅：茅台当时的塑化剂事件，现在都知道只是一个风波，但在当时是看不清楚的？

张坤：茅台在 2013 年遇到的问题是需求侧的断崖，但在供给侧并没有人替代它。它还是中国白酒的第一品牌，这件事是没有变的，很多人没想过这一点。大家想的是，三公需求占一半，这种需求没有了。如果只看一年，这是对的，是核心矛盾。但如果看十年，这就不是核心矛盾，东西好不好才是核心矛盾。

20 小雅：当年伊利的毒奶粉事件你怎么看，你当时有买伊利吗？

张坤：没有。那个确实要更难一些，伊利并不是不可替代的。

21 小雅：你是否想过，如果当时有伊利，你会怎么做？还是与你无关，你根本就不会去想？

张坤：投资就是这样，做不出来的决定，你可以不做。就像芒格说的，我们把公司分为三类：

Yes/No/Too hard。想不出来的就放到 Too hard 里面就好了我一直的观点是，错过一百个机会，都不是你的错，但做错就是你的错。所以，核心要做的是，有把握的时间才出手，没把握时就看着。不要看别人赚钱眼红，他赚他的，我赚我的，我赚到该赚的钱，就可以了。

高难度投资：化工产品太同质

22 小雅：化工行业也有比较强的 w 公司，你怎么看？

张坤：这是高难度动作，我更倾向于不碰这种公司。做同质化生意是非常高难度的，w 公司也是个奇迹。我回到过去的任何一个时点，我都判断不出来 w 公司会有今天，说实话，它是一个奇迹，这是个高难度动作，不是我能力范围内的。就像巴菲特说的，做投资，不要去跨七英尺高的栏杆，这家公司属于七英尺的栏杆，虽然你跨过去了，赢了很多钱，但我觉得难度太高了，我去跨一英尺的栏杆就行了。

三个会出大公司的领域，驱动力不一样

23 小雅：你学生物的，为什么没有重仓 H 医药，它不是好公司吗？

张坤：阶段性我持有过，但是我没在这个公司上赚过大钱。药还是蛮难的，它整个产品的生命周期比较短，但是它需要不断研发出新产品，不断有重磅产品获批上市，这并不容易。

24 小雅：中国这么大的市场，医药一定会出伟大的企业，如果有，H 医药的概率比其他更高？

张坤：会高。但我是这么看的。全球来看，消费品、医药、科技是三个最大的产生大公司的领域。消费品是品牌和渠道推动的，在消费品行业，小公司很难有机会。科技企业大部分是渠道（平台）推动的，比如，微信、阿里巴巴是最牛逼的渠道，所有人都要来从这走，脱离开巨头的平台支持，小公司要成长起来非常难。医药是所有行业里唯一一个小公司可以有机会独立变大的。为什么？因为医药是产品驱动的，产品驱动的公司，稳定性要比品牌驱动和渠道驱动弱

得多。你只要做出一个特别牛逼的产品，公司叫什么无所谓，产品能治病就行。所以，美国有大量小的生物科技公司成长起来，大药厂反而要去高价并购这些公司。H 医药也是个产品驱动的公司，你看五年十年，确信度没有办法那么高。你可以说 H 医药是个很优秀的公司，我百分之百同意。这种优秀必须来自于它极其勤奋的选中下一个新药的靶点，不错过任何一次行业的风口，才能够保证它持续地成长。H 医药从小到大成长到今天，早年做仿制药，后面做 me-too 药、小分子、大分子，踏对了每一个浪潮。但即使今天的 H 医药，这么大的公司，除了销售方面，在产品方面它也没办法确保在未来的产品上它跟小的公司有绝对大的优势。药是个很好的赛道，我也投了很多。但我确实觉得它难度更高一些。

25 小雅：如果所有行业都去跟白酒比确定性，可选的东西就太少了。

张坤：巴菲特一千多亿美金的组合，前十个公司大概占 60%多的仓位，其实你不需要那么多标的。投资其实不是比较，拿到你该拿的那部分就满意了。但你不要犯错误，不要掉到陷阱里面。不掉到坑里去，比任何东西都强。

家电的价、量都有天花板 全球都没有很大的家电企业

26 小雅：今年二季报，你的重仓股没有家电股，这个行业是寡头垄断，也算供给有限的行业？

张坤：家电过去我拿的就不多。我觉得未来没有太多需求增长的空间，没有太多价格提升的空间。第一，这是耐用品，你不可能买更多。第二，它有价格锚，空调可能十年前卖 2000，现在可能还卖 2000，它是一个功能属性的东西，不像精神属性的东西，都是没有锚的。精神属性的东西是一个货币现象，就像爱马仕的包一样，价格没有天花板。但家电的价格是有天花板的，家电的量也已经到天花板了。企业要成长，只能去挤压竞争对手。

27 小雅：多年前，很多投资人都觉得家电行业到天花板了，但却发现龙头公司的股价远远没到天花板。

张坤：因为它们的净利率一直在提升，但这终究有个头。利润高到竞争者进来有盈利空间，这时候你就不可能再往上提价了。这是行业格局开始松动的一个信号。这种情况下，如果管理层又不能做很明智的分配自由现金流，对股东是一种伤害。比方说业外收购，毫无疑问都是在摧毁价值。

28 小雅：它们有没有可能通过一些品类扩展空间？

张坤：小家电有可能，但是小家电对于国内家电巨头来说，已经无济于事了。对于一个 2000 多亿收入体量的公司，至少要有 100、200 亿体量的产品，才拉得起它的收入，让它有显著增量。

29 小雅：品牌家电有没有可能像拼多多做的那样，下沉到更大的农村市场去？

张坤：它们的销量其实已经都很大了，国内家电巨头 1 万多亿的销售额，就是全球最大的。家电行业在全球都很难产生大企业，欧美没有任何一家家电企业是大企业，因为这些行业很容易在经济发展的早中期就见顶，大家的需求很容易满足，这是行业空间决定的。

30 小雅：你看很多海外书，如果对标海外优秀企业的成长，哪些对你在国内投资是有价值的？

张坤：大分子的 CRO（生物医药研发外包）可能有价值。但这也不是确切答案，也在看，更多地去看 Lonza 等海外公司，但还在看，只是一个可能性。

31 小雅：中国新零售会不会出现巨头？

张坤：阿里巴巴不就是最大零售巨头（哈哈），你说线下的？没有可能了，在它们做到足够大之前，阿里和京东就出现了，其他已经没有机会了。零售是两头受挤、最苦的行业，一定是成本领先型的。最低的成本才能做好这件事，而控成本这件事，线下做死也做不过线上。海外可以有 costco、沃尔玛，因为它们早先做出很大的体量，可以享受规模优势，它还可以跟线上平起平坐，但现在都有点打不过的那种感觉。中国那些零售企业太小了，它们在太小的时候遇到阿里巴巴和京东，所以都不行。但这对中国人是好事，消费者是得益的。

不看新能源：报表没有看到赢家

32 小雅：有大佬很看好新能源行业，你会去看吗？

张坤：不会，除非公司在行业已经有很强的壁垒，赢家已经出来了。我不在意我买得晚，我可以等，等这个东西明确了之后，就像制造业买台积电一样，你等它 2009、2010 年之后再买，一样可以涨三五倍。晚买可能让你错过前面的 10 倍 20 倍，但你也避免了买错、跌百分之八九十的可能性。新能源公司的龙头现在还没有那么强，如果真的强了，会从它们的报表反映出来。不管是制造业还是其他行业，任何一个强的企业，报表一定要足够强。但新能源行业，包括大家公认的那几家龙头企业，我不觉得报表非常强，没看到有很强议价能力的企业。

重点研究：长期 ROIC 超过 10%的公司

33 小雅：你研究的公司多吗？

张坤：很多，在我的自选股里，A 股公司大概有 200 家。但我买的公司不多。

34 小雅：这 200 家是怎么挑选出来的？

张坤：我会看 ROIC（资本回报率）长期（五年以上）在 10%以上公司，但这样的公司本来也不多，可能只有 200 家，我都看过它们上市以来所有的年报。

35 小雅：你会不会去看一下同行持仓？

张坤：也会看一下。

36 小雅：谁的持仓是你借鉴的？

张坤：投资很难抄。别人的办法再好，你可能不信，也学不来。最简单的，你拿他的股票，他拿你的股票，会拿不住。顺的时候也许可以，但波动你可能就想卖掉了，这是很糟糕的一件事。

37 小雅：同业里面，你比较欣赏谁？

张坤： * *（私募）做得很好。他们真的不是很在意一两年的公司表现，持仓都很久。我跟他们创始人 * 总交流过两次，很有智慧的一个人，对投资的理解真的非常高手。他说的很多话非

常有哲理，我印象最深的一句话就是：做投资一定要路子对，路子对的话，无非是三年成功还是五年成功。但如果路子不对，你永远不行。我印象很深的，还有他的自信，和那种对于投资的专注、热爱。成功的长期投资人，最重要的就是很热爱这件事，同时你路子对，又一直努力，通过时间的积累，做得越久，别人越难打败你。因为你看过、比较过很多东西，脑子里就会形成大量模式识别，当在正确的方向上积累很多年，你会有很多感觉，一眼看过去，就知道这个东西大概是什么样子了。

“撒胡椒面也是一种极端风格” 均衡策略：重仓股不相关

38 小雅：你现在的重仓股里面，五粮液、茅台、泸州老窖加起来大概有 30%，会不会担心行业风格比较极致？

张坤：会啊，但是好东西你也要配够量才好。

39 小雅：从风控角度，你有没有想过，自己的组合在行业上更均衡一点？

张坤：会考虑，行业之间还是要有一些平衡。

40 小雅：在配够量和均衡之间，你会怎么取舍？

张坤：这是一种主观感觉，并没有一个定量数据。什么叫做极致？比方说，一个东西配 70 个点，那叫极致。之前有些基金，前十大重仓股全是某一个行业，可能完全地走向了一个极端。但我觉得撒胡椒面，什么都配一点，这是另一种极端。你最终要获得收益，就必须承担波动。又不想承担波动，又想获得收益，这是不太可能的事情。对我来说，比方去年（2018 年）下半年，白酒都很差的情况下，我有一些东西可以平衡住我的组合，我不要求说那种时候我一定要正收益，这我做不到，它跌得少一点，就可以了。

41 小雅：你的具体平衡策略是什么？

张坤：我的平衡策略是，它们是完全不同的生意。比方说，我的前十大重仓股里，爱尔眼科和苏泊尔的业务相关性就非常低，华兰生物和茅台的相关性也接近零。

42 小雅：你有没有某个行业确定、一定不能超过比例的心理底线和准则？

张坤：坦率说，没有很定性。如果特别喜欢它，我可能配得更多。为了获得长期的收益，我愿意承担这个波动性。当然，它最终会有一个度，但我很难说铁定怎样。你看伯希尔 1000 多亿美元的股票投资组合，大概 40%仓位是金融股，也是很偏的一个组合，这不是问题。核心问题还是，任何时候要保证你的组合里面，有一些不相关的东西。很多行业看起来不同，但其实相关性很高，可能都是同步的，这其实没意义。最后还是得确保你的组合里，需求的波动、行业的波动确实是有差异的。

43 小雅：你刚才也提到两个基本面很不错的公司（*地产和*水泥公司），它们也是行业龙头，供给也越来越集中，但是它并没有进入你的前十大重仓股，因为它们都是周期股？

张坤：不完全是这个原因。在海外，好公司 CEO 有很强的资本配置能力，有自由现金流的公司能投到可以有最大产出的地方，而不是进入到一些越来越低产出的地方。但是，中国大部分价值股的企业家喜欢做大收入，哪怕牺牲资本回报。这对股东是一个伤害，做大对股东没有任何意义。企业的资本配置能力的缺失，导致在中国投真正意义上的价值股是比较吃亏的。比如，企业会把钱投到了更低回报的主业，去海外建厂之类。但其实算个账，算你的 ROIC（资本回报率），这个时候最简单的应该是回购自己的股票。

44 小雅：这是被动选择？不投就一点都没有，投只是说回报少一点。

张坤：但是对股东来说，我不希望你有很低的回报。当你的 ROIC（资本回报率）低于 WACC（注：加权平均资本成本，代表公司整体平均资金成本）的时候，这种投资没有意义。

45 小雅：茅台会不会也面临这个问题？它很难扩产，也很难找到比现在生意回报更高的地方。

张坤：其实它的估值也有这个折价因素在里面，一定程度隐含了这个风险。

怎么控回撤？学习赵军说的一句话“组合里面有开的花和花骨朵”

46 小雅：你会特别在意回撤吗？

张坤：回撤是个结果，如果选对了公司，公司本身的资产负债表现金流足够强劲的话，结果上应该是回撤没有那么大。

47 小雅：2018 年基金亏幅在 20%以内，就算亏得少，你只亏了 14%，是怎么控制回撤的？

张坤：我还是选中了一些比较好的公司，我选择强劲的、最好是没有杠杆的，内生产现金流强、资产负债表干净的公司。这种公司跌的时候，大家自然看得到，市场也不傻，会有人买。如果你的东西跌下去都没人要，要说它是个很好的东西，我觉得也不太对。因为跌的时候，大家才会用真正意义上用最挑剔眼光去看一个公司。好的时候，大家可能都看亮点。去年下半年跌的时候，所有人都是剖开来看、把所有公司的弱点全部看一遍。这个时候大家还愿意接受这个企业，说明这个企业真的好。一个公司跌得少，我觉得大概率企业的质量还是不错的。另外，不能让你的组合里所有的股票都一起衰。我在 2017 年表现没那么亮眼的重仓股，2018 年都表现不错，这代表了组合的非相关性。以前赵军讲过一句话，我觉得说得很好。他说，其实你的组合里面有些花是开的，但也有些是花骨朵。任何时候，我的组合里面有开的花和花骨朵，确保它在不同的时间开。

48 小雅：你会不会做最坏的情景假设，比如说，假设一下茅台最坏的情景是什么？

张坤：会的。茅台最坏的情景假设是做了一些对品牌有伤害的事情，这可能对茅台长期是一个摧毁性的打击。

49 小雅：如果出现这样的情况？

张坤：坚决卖掉。影响到一个企业的长期了，绝对是不能留的。

案例解析：一个好公司的买点和卖点抉择

50 小雅：你重仓 A 公司（某医疗服务公司）的原因是什么？

张坤：它足够强，在它这个繁荣的行业，它的竞争对手过得并不好。在中国，通常一个增长 15%、20%的景气行业，一定有大量钱往里冲。但在 A 公司这个行业，你发现冲进去的钱很少，

而且钱冲进去以后，它很难做好。因为它有很多很强的无形的东西。比方说，你需要有足够多的医生，建立起一个品牌。消费者一定要等运营五、六年没问题，才会去你那里。这恰好就把那些想挣快钱的业外资本挡在外面，因为培育的时间很长，初期会很累。愿意做长期正确的事情的人很少，大家都愿意短期见效、实时反馈。它在自己对行业比其他竞争对手强太多，形成了一种最强生存。在一个很好的赛道里面，你比别人强一个数量级，是独一无二的，那就是非常好的投资标的。其实我买得也不便宜，我是 40 倍买进去的，但是没办法，好企业你不可能永远以便宜的价格买进去，合理就可以了。

51 小雅：假设你不是在它 40 倍 PE 的时候看懂它，而是在现在 70 倍 PE 的时候看到了，怎么办？

张坤：我可能会等一下，等它稍微缓一缓，或者说，我压根就错过了。

52 小雅：你已经重仓它，它现在已经 70 倍 PE 了，有没有想过卖掉部分，等跌下来再补仓？

张坤：那不会。万一价格不跌呢？如果你判断它的竞争力没有问题，长期的天花板没有到，那可能陪伴就是更好的选择。

53 小雅：当它在让人难受的位置的时候，会不会用一部分仓位来做选择？

张坤：我不会这么做，这么做很耗费精力，也未必会有好的结果，未必能做得对，很容易做反了，万一做错了，它又涨上去了，你愿不愿意做个负价差买回来？

买贵的公司需要的最基本条件

54 小雅：从毕业做到现在，你的方法论有什么进化？

张坤：刚管基金的时候，我对短期的东西看得比现在多。随着做投资的时间越来越长，我对企业更长期的东西、模式的东西更关注。因为只有这样，你才容易跟市场产生分歧。而且，我的管理规模也越来越大，追着去买也不现实，我的持仓又集中，没办法做右侧，只能打提前量。

55 小雅：你是从什么时候开始意识到，必须要做长期投资？

张坤：它是慢慢变化的。工作之前，伯克希尔主席的信我就看过。但那个时候我没那么强的感触。做研究员之后，我有不同感触；做投资之后再看，又有些不同感触。一个东西，你有了经历之后再看，会有更深的感悟，会领略到其中的智慧。

56 小雅：这几年，你的持仓逐步稳定下来了，跟三年前的自己相比，你有什么进步？

张坤：我的知识面拓展了，公司看得更多，我更加知道什么是好的，什么是不好的。2016 年之前，我没买过 PE40 倍以上公司，连 30 倍以上公司都极少买，本质上，是我对自己的判断没有很强信心。买贵的公司，需要对自己的判断有很强信心。看得多了，研究积累得多了，你才敢于下手去买一个“很贵”的公司。A 公司是我买的第一个比较贵的公司，我在 40 倍 PE 买的。我原来也是对静态估值很看重的，但现在，如果企业的质量足够好，我愿意付出更高的代价，换取长期的收益。

57 小雅：你认为，自己现在还需要进化和优化的是什么？

张坤：很多。我最近在看一些海外优质企业的成长历史，过去也看过一些，看得不够多，伯克希尔的持仓我都看过。海外优质公司是值得研究的，对于中国有哪些企业能够长大有指导意义。你只有看过好的，你才知道什么是糟的；看过糟的，你才知道什么是好的。对我来说，我知道 A 股什么是好的，但这些是不是在全球范围内也是好的，需要跟那些最好的去比，比过之后你才知道，它是最好的吗？我是不是能够再调一下结构，把最好的选出来，这是一个全球视野问题。

A 股里全球最好的公司

58 小雅：你比过之后，中国有没有比全球最好的公司还好的公司？

张坤：在食品饮料这个行业，茅台就是全球最好的公司，没有之一。机场里面，上海机场也是全球机场上市公司中的佼佼者。

59 小雅：这批公司已经涨了不少了，你现在会不会担心估值会跌下来，有没有考虑调结构？

张坤：需要跟踪公司的逻辑。如果是需求的周期问题，我不会在意，需求侧的问题我不担心，包括去年经济下滑白酒跌很多，我并不在意，它是经济下滑带来的需求侧变化。我只要确定供给侧永远是这几个玩家在，需求侧只是一个周期的波动，长期仍然是波动向上的，而不是一个结构性下去的变化，就行了。比方说，经济危机的时候，LVMH 股价也会跌很多，也跌 50%，没关系，2009 年、2010 年全涨回去了，涨得更高，现在可能比 2007 年的高点又涨了五倍了。周期判断不是我擅长的事情，如果我确定了这个股票的长期逻辑没错，它应该是一轮一轮波动起来创新高的，如果一轮一轮波动下来没有创新高，那说明我的判断是有问题的。

60 小雅：很多人更关心需求，你却关心供给。

张坤：因为需求很刺激，它很影响短期的股价波动，大家对这个东西特别敏感，但供给影响的才是长期。

61 小雅：很多分析师会讨论茅台的周期经营、库存周期，你不 care？

张坤：我不在意，包括 2013 年，需求长期结构性上升中的周期波动，我都不太关注。

最成功的投资：关于机场的商业模式

62 小雅：你认为自己最成功的投资是什么？

张坤：应该还是 * * 机场，2016 年我在研究互联网，一下就想明白它的商业模式了。当时，大家还觉得它是一个公用事业股。但我认为，它本质就是一个微信，把所有的基础设施、跑道建好之后，就是一个基础平台，这个平台上的所有流量都可以变现，变现的形式可以是商业，也可以是广告。第一，它的流量是独享的，没有人跟它竞争。第二，它的流量是零成本的，甚至是负成本的。第三，它的流量价值巨大，因为它的流量是被筛选过的，而且是在封闭的空间之内，乘客没法走，它的流量变现的单客价值是很大的。这种流量价值，对于任何一个变现方都是极其具有吸引力的。

63 小雅：你把它当作最成功的投资，是因为它赚钱最多，还是因为你最早看到了趋势。

张坤：因为当时我用很便宜的价格买了一个好东西。（笑）这东西很好，但是市场主流并没有意识到它很好，好东西很多时候在公允价值买，已经有很高的回报了。但是你以便宜的价格买到了，它的价格跟全球资产比都是非常便宜，又重仓持有，能够前瞻性地看到这一点，这是很幸运的一件事。

64 小雅：它会成为一个伟大的企业吗？

张坤：取决于中国的经济能不能持续发展。如果中国经济持续发展，出境游这件事是最确定的，因为有形的物质需求有限，你一定会去体验更好的东西，要去不同的环境看，这种体验的消费、旅游的消费看不到任何天花板。中国有护照的人口才一亿人，随着出境游发展，中国最主要的几个国际枢纽机场会收益。

65 小雅：它变相成了一个收费桥梁？

张坤：类似，而且它的免税店确实经营得也好。

66 小雅：免税店可能是一个雪足够厚的行业，但是可能坡不一定够长？政策一旦没了，红利就没有了？

张坤：政策的影响没有那么大。香港是全港免税的，但是香港机场的销售依然非常大，而且每年都在增长，为什么？任何人在一个封闭无聊的环境，都容易产生很强的购物冲动。多少商家想把客人引流在自己这里，让客户不要走。机场零成本就可以做到这件事，这种商业模式决定了它的价值。全球主要枢纽机场的商业销售额非常大，变现能力都很强。而全球像中国免税价格差异这么大的国家是不多的。

亏钱最多的股票：周期股是高难度动作

67 小雅：你犯的最大的错误是什么？

张坤：从 2012 年到现在，我组合里面亏钱最多的股票，大概只亏了一分钱，亏了净值的 1%，是 * * 水泥，很可笑，对不对？这是一个很牛的股票，但是我亏钱最多的股票。我也有很多看

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

错了的标的，但只要有警惕性，不一定会亏钱。比方说，曾经我买过九个多点的**汽车，后来发现竞争格局整个恶化了，我在恶化的时候走掉了，最后没亏钱。投资总是如履薄冰的一件事情，你总是在反省自己的逻辑有没有漏洞，别人的负面意见有没有道理。

68 小雅：你后来有没有总结过 * * 水泥的亏钱原因？

张坤：周期股特别难做，周期股是当所有逻辑都指向你应该卖一个股票的时候，这时候你应该买，当所有逻辑都指向你该买的时候，这时候应该卖。

69 小雅：你重仓的白酒股也是周期股？

张坤：它有周期，但是它会波动向上，不太一样，一个是这样的（上下震荡手势），一个是这样的（螺旋式上升手势）。

70 小雅：螺旋向上，你不会管？

张坤：我不会管。从 A 点到 B 点，到了就行。我不在意是这样（曲线上升）还是那样（螺旋上升）过去的。

反思护城河的逻辑

71 小雅：亏钱最多不一定是最失败的投资，你最失败的投资什么？

张坤：最失败的投资是逻辑看错了。比如 * * 汽车，曾经是我的前十大重仓股，虽然最后我没亏钱，但逻辑彻底看错了，我对护城河判断错误，觉得它本来有很高的护城河，结果很轻易就被攻破了。

72 小雅：什么是真正的护城河？

张坤：它是一个很综合的考虑，你要对比过很多东西，看过很多的商业兴衰、时代、好的、成功的，才可能以更大概率判断出护城河是否容易被攻破。73 小雅：品牌是护城河吗？张坤：是的。但是有很多虚假的品牌，消费者轻易会背叛。你可能会比同品质多一点点溢价，但这一点溢价不能阻止那些价格杀手把你摧毁掉，因为它会用便宜很多的价格，去把你的客户抢走。

74 小雅：很多人说，低价是护城河，因为它一个结果，反应管理能力。你怎么看？

张坤：我觉得不算，因为你不能确保市场里面所有参与者都是理性的。比如，你低价赚钱，我低价不赚钱行吗？非理性的参与者可以用亏钱来把你的客户抢走。

75 小雅：比如瑞幸咖啡。

张坤：类似于这种。你不能确保每个人都理性，你要确保非理性的参与者也抢不动你的生意，你的生意的强劲度要足够强。

76 小雅：管理算是护城河吗？

张坤：绝对不算，管理可以加强或者减弱护城河，但形成不了护城河。就像巴菲特说的，如果你以超长期的视角看，任何一个公司一定都会遇到一个很烂的管理层，只是早晚的问题。你看美国或者全球，没有一个百年企业死在一个糟糕的管理层身上。简单说，糟糕管理层也造不死这家公司，一定要找那种造不死的公司，它要很皮实。

77 小雅：造不死也造成五脏六腑都废掉了，有意义吗？

张坤：有意义，那是亏 50% 还是亏 100% 的区别。一个股票如果造死了，你就亏的一毛钱都没有了。造不死的话，你可能亏掉 50%，可能还能走掉，差别挺大的。

关于市场最大谬误的思考

78 小雅：你写过一篇手记《独立思考》，根据《人类简史》这本书提出，人类的概念、理念和规则都是虚构出来，很多可能存在谬误，你会思考，这些虚构的概念到底哪些是正确的、可持续的。在你看来，A 股有哪些法则是人造的谬误？哪些是可持续、有效的？

张坤：大家觉得增长就是好的，这是最大的谬误。当企业不能适当增长的时候，从对股东负责的态度，公司就要选择停下来。如果做那种 ROIC 小于 WACC 的增长，不仅摧毁社会价值，也摧毁股东价值，没有任何意义。另一个谬误就是，大家太看重盈利，但同样是赚一块钱的盈利，含金量是千差万别的。很多时候，一些公司的盈利变成股东的钱，但另一些公司的盈利只能变

成机器、设备，变成一堆固定资产，没有任何价值。我们股东要的是真金白银。另外，对于 free cash flow（自由现金流）的不够执著，也是一个谬误。在港股，基本上，没有 free cash flow 的公司，估值都特别低，低到让你无法忍，都是零点几倍 PB。只要你说需要融资，估值就无限低，你说永远不需要融资，估值可以特别高。但 A 股现在没有到那个阶段，股权融资的成本这么高，还有很多企业轻易地选用股权融资。股权融资是一件特别需要谨慎的事。在成熟市场，一个公司除非万不得已，是不会动用股权融资的。一个伟大的企业一定是在很小的时候，就断了股权融资，能够断奶，靠自身滚动起来。

79 小雅：这是从上市公司来看的。从投资人来看，你认为大部分人存在哪些谬误？

张坤：大家很看重最近几个季度的增速，这是我不看重的，我看中的是公司的永续性。

80 小雅：那些被我们忽略太多的正确、可持续的法则，除了长期投资，还有什么？

张坤：其实，很多东西也在慢慢地变正确。比方，最近市场发生一个变化，提出股权融资那些公司都跌挺多的，大家开始对这件事反感。另外，公司要专注，专注于自己能做的那件事情，把它做到极致，不要看到别人赚钱，就冲过去做，这种公司没有什么价值。

好的投资人，一定要跟全市场对抗过

81 小雅：在你看来，一个好的投资人应该有哪些品质？

张坤：独立，不要听别人说。就像 Joel Tillinghast 在《Big money thinks small》书里面写的一样，至少应该在你的从业历史上，有过两三次敢于对抗全市场，在全场都说不好的时候，你敢于说好。哪怕最后失败了，至少你对抗过了。

82 小雅：你对抗过？

张坤：对抗不止一次。

83 小雅：最激烈的是哪一次？

张坤：2013 年的时候。我买了茅台之后跌了 30%，又再加，当时就是很大的对抗。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

84 小雅：你当时没买满？

张坤：买满了，仓位跌掉了，再加回来。2017 年买华兰生物也算是跟市场对决。中报业绩低于预期后跌停又跌 5%，，连续买了很多天。类似这种，你至少应该有几次，你肯定会有失败，但这代表你独立思考过。因为独立思考的次数足够多，会跟别人产生一些分歧，产生一些不一样的想法。但你也不能永远地想对抗，否则，肯定死得都没处找地方。（笑）市场大多时候是非常有逻辑的。有时候你在跟市场对抗，有时候你顺着市场，但一定要跟市场对抗过。

85 小雅：很多人说，不要对抗市场，应该顺应市场。

张坤：我不认同。因为作为一个主动投资人，你就是要战胜市场。战胜市场意味着你要跟市场有分歧才可以。市场好的时候你说更好，市场差就觉得更差，这是不行的，拐点的时候，你就会死得很惨。

86 小雅：你怎么看“应对胜于预测”这句话？

张坤：我不认同这句话。我觉得，预测是最重要的。一个东西首先要想明白，应对很重要，但你不能拿应对作为自己在预测阶段没有做足够工作的借口。

看过的“九阳神功”

87 小雅：你怎么评价自己？

张坤：我比较专注，基本上就对投资这一件事感兴趣。

88 小雅：你的时间是怎么分配的？

张坤：除了很少事务性的事情，我的时间可能 50%在读书，50%在看年报。

89 小雅：读过的书里面，你最推荐哪几本？

张坤：肯定是伯克希尔的年报。我经常开玩笑说，这就是《九阳神功》，武功秘籍很多人都不读，太可惜了，我读了至少有五遍。另外，马拉松基金写的《资本回报》，非常非常好，写到了很多人没有关注的地方。还有一些企业 CEO 写的自传，吉列原来 CEO 写的《刀锋上的

舞蹈》，告诉你一个企业怎么专注于主营业务，怎么控制成本、控制费用，怎么以股东为导向。

最后，是他主导把吉列卖给宝洁，因为他觉得吉列不够大、不够强。一个负责任的 CEO 是个什么样子的，你会从他的公司里面看到标杆，写得非常好。如果中国能有这样的职业经理人存在，那是股东最大的心愿。

90 小雅：假设身边亲友有 500 万资金，请教你现在配什么，你会怎么说？

张坤：如果你没研究股票，就去找几个你比较认同的投资人买点基金（股票类基金）。

91 小雅：房子呢？

张坤：No，这个位置我绝对不买，太贵了，60-70 倍的估值、5%的成长性，这么高的估值又很低的成长性，靠什么去消化估值？

92 小雅：你怎么看索罗斯？

张坤：天才，不可学习的天才。

93 小雅：所以，你的偶像肯定不会是他？

张坤：不是他，学不来。

94 小雅：巴菲特和芒格之间，你选谁？

张坤：肯定是巴菲特。因为巴菲特更专注投资。芒格是博学家，但是巴菲特这 80 年就做了一件事，他没有做别的事情，他对生意的理解更深入一些。

20191019 易·专访 | 雪球采访张坤：“乌鸡变凤凰”的故事在资本市场概率很小

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

访谈原文：

1：您曾说过会用大量时间阅读上市公司年报，并且认为阅读有时甚至比发现更重要。能否分享一下您是如何阅读年报的？阅读给了您一些发现中无法获取的信息？

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。很有意义的年报阅读的原因是，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，我大学里的校训告诉我们要“行胜于言”（清华大学），如果说对企业的研究是“听其言”，看年报可以就是“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到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收益率，固定资产和运营资本占比始终保持在一定的水平。能够反映出很多潜在的“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（折旧年限是否足够过长，应该采用加速折旧却采用了直线折旧）。

2：您持续取得超额收益的原因是什么？

从业绩归因来看，基金持续超额收益增加个股选择的阿尔法，即对细分成长公司的发掘并长期坚持持有。

首先，中国资本市场上有大量竞争，护城河和商业模式等基本面优势的企业，其能持续创造大量自由现金流并保持较高的资本回报率。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他们成长，从而分享到这些优秀企业成长的回报。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

另外，过程中也有选错过企业，但及时调整，没有亏很多钱。所以从长期收益的结果来看，基金取得了比较显著的持续超额收益。

3：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？

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。这只基金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。

4：能否分享一下您关于回撤的看法？您是如何控制回撤的？

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。

5：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？

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。

6：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？

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，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”往往生意模式独特，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。

20190715 易方达张坤：七年累计收益率 305%的投资之道

报道原文：

随着 2019 年上半年结束，公募基金各赛道的半年度排名——出炉，其中易方达中小盘混合基金就表现不俗。

2019 年上半年，该基金净值上涨达 50.57%，居于同类产品的前列。而拉长时间周期看，近 5 年来（截至 2019 年上半年），其累计收益达 243%，居于老牌绩优基金中第一位，也是所有偏股混合型基金中的第一名。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

执掌易方达中小盘的基金经理张坤任职已有近七年之久，期间产品净值从 1.24 元升至 5 元、规模从 24 亿元增至 155 亿元,累计收益高达 305%（同期沪深 300 指数累计收益 70%），表现出优秀的持续创造超额收益的能力。

而张坤优异的基金业绩，或源于其独到的投资理念。

选择确定性强的公司

最初踏入公募基金行业对张坤来说纯属个人兴趣。本是学习生物医学工程专业的他，因为热爱投资，本科时便阅读相关书籍，无意间读到巴菲特的书后深受启发，于是逐渐成为巴菲特的忠实信徒，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。”

秉持着这样的投资哲学，张坤形成了简明、坚定的投资逻辑：坚持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。对于投资公司的选择，张坤的标准是“不想持有十年以上，就不要持有一分钟”。他管理的易方达中小盘在投资风格上主要追求投资的高安全边际以及持续稳定的成长性。

Wind 数据显示，张坤自 2012 年 9 月 28 日掌管该基金以来，期间产品净值从 1.24 元升至 5 元、规模从 24 亿元增至 155 亿元,累计收益高达 305%。

不仅如此，银河证券基金研究中心数据显示，张坤任职管理易方达中小盘的 7 年中虽历经牛熊转换，但该基金每年都稳稳实现正收益并且回报率远超同类基金。

中长期均突出的业绩使易方达中小盘在业界备受好评，晨星、天相投顾、海通证券、银河证券等 7 家受监管认可的权威第三方机构均对易方达中小盘的业绩表现给予五星级满贯评价，这在全市场近 5000 只公募基金中较为罕见。易方达中小盘连续获得 3 年（2016-2018 年）金牛奖，而张坤获得第六届英华奖三年期、五年期股票投资最佳基金经理。

将公司研究做到极致

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

张坤认为，巴菲特最厉害的就是对企业商业模式的洞察。张坤在一次采访中说道，如果未来有幸能见到巴菲特本人，他很想问问巴菲特对于企业商业模式的理解。一家企业能否做大、能取得多大的回报，与它的商业模式有巨大关系。因此在投资中，张坤也运用这样的逻辑，采取自下而上选股策略的同时，也非常看重企业的商业模式和创造自由现金流的能力。

谈到具体的研究方法，张坤介绍，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（资本回报率）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。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 300 家。

针对标的池中的公司，他还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。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。

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，五粮液连续持有 21 个季度，泸州老窖连续持有 16 个季度，上海机场连续持有 10 个季度，苏泊尔连续持有 10 个季度，华兰生物连续持有 6 个季度，爱尔眼科连续持有 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。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

“选最强的企业，跟这些企业一直走下去，并相信它们能够创造很好的收益。”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。

“术” “道” 相合

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。”张坤曾表示，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。

20190715 易方达张坤：自下而上选股 选择成长确定性强的公司

报道原文：

2019 年上半年，在 A 股整体上扬态势下，据 Wind 统计，易方达中小盘截至 2019 年上半年末近五年累计收益 243%，在偏股混合型基金中排第一名。该基金基金经理张坤任职近七年，期间产品净值从 1.24 元升至 5 元、规模从 24 亿元增至 155 亿元，累计收益达 305%（同期沪深 300 指数累计收益 70%）。

张坤表示，价值投资的含义是，“买入优秀的企业，分享企业经营成果。”他的投资逻辑是：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。

在公司的选择上，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；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。

他还表示，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。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%。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

对选定的公司，他会集中、长期、坚定地持有。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。

20190712 易方达基金经理张坤：耐心的力量

2019 年上半年，在 A 股整体上扬态势下，多只偏股型基金奋勇当先、收益率越过 50%，创下近三年来同类产品同期业绩记录。据 Wind 统计，这批“排头兵”几乎都有五年以上的运作历史，其中易方达中小盘近五年累计收益 243%（截至 2019 年上半年末，下同），不仅在这批老牌绩优基金中位居第一，也是所有偏股混合型基金中的第一名。

这是易方达旗下一只主投 A 股的基金，其基金经理张坤任职已有近七年之久，期间产品净值从 1.24 元升至 5 元、规模从 24 亿元增至 155 亿元，累计收益高达 305%（同期沪深 300 指数累计收益 70%），表现出优秀的持续创造超额收益的能力。

而张坤管理的另一只成立于去年 9 月、同时投向 A 股和港股的新基金也开始崭露头角。据 Wind 统计，易方达蓝筹精选今年以来收益已超过 42%（截至 7 月 10 日），在所有沪港深基金中位居前列。

那么，这种持续创造超额收益的能力来自哪里？

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

报道原文：

坚守价值投资

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，五粮液连续持有21个季度，泸州老窖连续持有16个季度，上海机场连续持有10个季度，苏泊尔

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

尔连续持有 10 个季度，华兰生物连续持有 6 个季度，爱尔眼科连续持有 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。

20180917 张坤：选最强的公司 陪它一起伟大下去

报道原文：

2013 年至今，A 股市场经历牛熊更替，近 6 年里上证指数从 1857 点跃至 5178 点，再回到目前的点位，很少有基金能在这样大幅波动的市场环境下保持盈利，如果还能连续六年实现超过 20% 的年化收益，更是凤毛麟角，张坤管理的易方达中小盘混合基金就是其中之一，该基金 2016、2017 年度连续两年均被评为“年度开放式混合型金牛基金”。

易方达中小盘优异的基金业绩，源于执掌该基金的是一位拥有独到投资理念的基金经理张坤，“把公司研究做到极致，选出优秀的企业并跟这些企业一起走下去，这样的企业一定能够创造很好的收益，”张坤表示。

选择确定性强的公司

最初踏入公募基金行业对张坤来说纯属个人兴趣。本是学习生物医学工程专业的他，因为热爱投资，本科时便阅读相关书籍，无意间读到巴菲特的书后深受启发，于是逐渐成为巴菲特的忠实信徒。“站在巨人的肩膀上，往往会有事半功倍的效果。”张坤说，“硕士阶段学生物的时本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

候，导师告诉我们，做实验的过程中，把实验标准流程做好之前，不要自作聪明改变流程。对我来说，巴菲特的投资体系就是那套‘标准实验流程’。”他认为，投资中有很多诱惑，巴菲特的投资体系和方法就像是灯塔，引导他不会偏航。成为基金经理后，他也期待未来有一天能像巴菲特发现可口可乐一样，发现一家伟大的公司，然后陪它一起伟大下去。

秉持着这样的投资哲学，他管理的易方达中小盘在投资风格上主要追求投资的高安全边际以及持续稳定的成长性，选择确定性强的公司，在有比较强的估值保护的情况下买入，并中长期持股。同时，他也相信做好深入研究，并在此基础上重仓持有个股，风险更可控，长期收益更容易预期。

Wind 数据显示，张坤自 2012 年 9 月 28 日掌管该基金以来，截至今年 9 月 6 日，其任职回报率达 190.62%，年化回报率 20%。

不仅如此，张坤任职管理易方达中小盘的 6 年中虽历经牛熊转换，但该基金每年都稳稳实现正收益并且回报率远超同类基金。银河证券基金研究中心数据显示，截至 8 月 16 日，该基金过去一年、两年、三年、四年、五年均获得五星评级，其回报率分别为 9.41%、34.13%、60.77%、129.46%、143.21%，同类排名分别为 4/352、1/341、1/331、6/318、12/296。中长期均突出的业绩使易方达中小盘在业界备受好评，截至 2017 年年底，晨星、天相投顾、海通证券、银河证券等 7 家受监管认可的权威第三方机构均对易方达中小盘的业绩表现给予五星级满贯评价，这在全市场近 5000 只公募基金中较为罕见。

将公司研究做到极致

张坤认为，巴菲特最厉害的就是对企业商业模式的洞察。采访中，他告诉记者，如果未来有幸能见到巴菲特本人，他很想问问巴菲特对于企业商业模式的理解。一家企业能否做大、能取得多大的回报，与它的商业模式有巨大关系。因此在投资中，张坤也运用这样的逻辑，采取自下而上选股策略的同时，也非常看重企业的商业模式和创造自由现金流的能力。

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

谈到具体的研究方法，张坤介绍，他把大部分时间花在了研究上市公司年报上，面对 A 股市场 3000 多只股票，他首先通过 ROIC（资本回报率）筛选出过去 5 到 10 年里 ROIC 不低于 10%，并且没有大幅波动的公司，再通过研究负债率、估值等各项指标，挑选出值得投资的个股。此外，他还会去阅读公司的历史、创始人、管理团队等一切与公司有关的书籍，把公司研究做到极致。

“我的投资逻辑相对单一，就是立足在企业的基本面上，研究这家企业未来三五年会变成什么样，不会过多考虑博弈的东西。”张坤认为，长期来看经济发展的大趋势是积极的，而真正优质的企业未来任何时候都能维持竞争力和市场份额，不必特别在意市场的牛熊转换。“选最强的企业，跟这些企业一直走下去，并相信它们能够创造很好的收益。”

20170911 张坤：寻找跨越周期的企业

报道原文：

2016 年 A 股市场先抑后扬，并呈现明显的结构分化，银行、食品饮料、家电、建筑等行业表现较好，易方达中小盘混合基金通过重仓白酒、家电和机场等板块全年获得 8.3% 的净值增长率，并在第十四届“中国基金业金牛奖”评选中，被评为“2016 年度开放式混合型金牛基金”。未来他仍将坚持以精选行业和个股为根本来获取超额收益，选择市场空间广阔、竞争格局稳定的行业以及长期逻辑清晰、竞争壁垒高、管理优秀的企业，通过分享这些优秀企业的成长收益为投资者带来回报。

选股并持有

回顾 2016 年的操作，张坤表示，其实在几年前就已经配置了家电、白酒等估值比较合理的板块，但那时表现比较一般。2016 年市场风险偏好下降，对家电、白酒等白马股的看法达成一致，使得基金在此轮行情中获得了不错的收益。

“我的策略就是纯粹地自下而上寻找好企业。”张坤坦言，自己是一个偏保守的投资者，厌恶亏损，擅长做微观积累，对宏观大势却保持冷静。而张坤对易方达中小盘基金的管理也正是这种投资性格的折射，在张坤所管理的基金持仓里，不少“心水”股一拿就是四五年，比如贵州茅台、索菲亚等，前十大个股“换脸”频率相当低、持仓集中度比较高。“我的换手率很低，不太会刻意迎合市场。”张坤说，相比猜市场涨跌，他更喜欢看企业本身的变化，如果企业经营本身没有出现太大的变化，估值也没有过度离谱，他就会一直持有，如果出现了大的变化才会去调整，因为他认为，“一个策略长期有效短期必然是无效的，你很难给老虎插上翅膀。”对于具体怎么选股，张坤介绍，首先是过往成绩单要优秀，即企业本身的 ROE 和 ROIC 过去五年十年的平均水平在 A 股里能排在前 20%，其次是其优秀成绩可以持续，要弄清楚企业获得好成绩的原因，以及这个原因是否可以持续下去。经过初步筛选后，还要看企业在行业里的竞争力水平是否可以维持在前三名，以及其他的财务指标，如企业的杠杆率、负债率，客户和供应商的议价能力即应收款和应付款情况、现金流是否充裕，固定资产要比较少，经过这些综合判断后再去跟公司的管理层做沟通。张坤介绍，与上市公司管理层的沟通要做得比定期报告的发布频率更紧密，只有对企业有足够的信心，才能敢于重仓做大的配置。

牛股将会集中于五大行业

对于未来的市场，张坤表示，他不会去“猜大势”，但是坚信不管在什么样的市场，能够穿越牛熊的企业股价会不断创新高。他说，“希望找到一些企业，利润不断往上走，经得起时间考验，这类企业会集中存在于科技、消费、医药、寡头的制造业、垄断的公用事业五大行业。”在张坤的投资字典里，不亏钱是第一要务，第二要务就是要分享优秀企业的成长。未来他仍将坚持以精选行业和个股为根本来获取超额收益。在行业方面，选择市场空间广阔、竞争格局稳定的行业；个股方面，重点选择长期逻辑清晰、竞争壁垒高和管理优秀的两类企业，一是经过时间考验的行业龙头公司，二是经营模式有特色的中小公司。我们争取通过分享这些优秀企业的成长收益为投资者带来回报。

张坤还坦言，他有一个最大的理想，就是寻找三百家能够穿越牛熊的公司并长期持有与他们一起成长，其中在 A 股有 200 家左右，在港股有 50-100 家，在中概股有 30-50 家，它们都是非常优秀的企业，有很高的资本回报，不断创新高，并能穿越牛熊。

“它们大都来自于非周期性行业，与宏观经济周期的关系不是那么明显。”张坤介绍，未来科技、消费、医药、寡头的制造业、垄断的公用事业五大行业会涌现出这一类股票。“真正穿越周期的牛股都有共性，就是资本回报高，商业模式比较稳定，成长速度不快但很扎实。它们很容易在行业中形成统治性优势，因为经济发展到中后期，社会的财富和利润总量是有限的，在总量中能够切多少利润蛋糕，得看这家企业是否足够强。”

20170812 易方达中小盘混合张坤：医药股板块投资性价比相对更高

报道原文：

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

今年以来，A 股呈现出“一九行情”的分化态势，部分蓝筹股迭创新高，其他大多数股票表现不佳。不过，易方达中小盘混合基金却交出了一份不错的答卷。

数据显示，截至目前，易方达中小盘混合年初以来涨幅约 25%，在同类产品排名居前。更难能可贵的是，该基金自张坤执掌近 5 年来，连年实现正收益，年复合收益率在 22% 左右，给投资者带来了长期稳定可靠的回报。

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。

“下半年 A 股市场，医药股板块或许更好一些，投资性价比相对更高。”张坤说。

文章原文：

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

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

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治的。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。

20140414 易方达张坤：晚上睡得香比什么都重要

文章原文：

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？

20131015 易方达张坤：耐心

文章原文：

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

本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

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”。家康早年历经了各种磨难：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。

20121022 易方达张坤：大道至简

手记原文：

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，不禁感慨于跟踪本内容不构成任何投资建议，仅供学习交流。

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。

免费获取远川福利报告

1. 扫描下方二维码**添加小助手**，即可免费获取远川福利资料一份
2. 不定期免费分享**高质量**研报和内容
3. 视频号直播开播**第一时间**通知
4. 行业报告均为公开版、权力归原作者所有，远川研究所仅分发做内部学习。

