

■ 高端访谈·知名基金理论市系列之二

# 朱平:科创引领未来 科技股牛市会很长

□ 本报记者 万宇

朱平,广发基金管理有限公司副总经理,证券从业年限22年,投资年限16年。曾任上海荣臣集团市场部经理、广发证券投资银行部华南业务部副总经理、基金科汇基金经理,易方达基金管理有限公司投资部研究负责人,广发基金管理有限公司总经理助理,中国证券监督管理委员会第六届创业板发行审核委员会兼职委员。



## 从未离开 守望科技股的春天

1990年,朱平从浙江大学物理系毕业后,在师范学校当一名数学教师。后来,朱平报考了上海财经大学国际经贸专业研究生。1996年底,朱平进入证券行业,2000年进入基金行业。18年间,他经历了A股多轮牛熊转换,但始终不改的是他对科技股的关注和偏爱。

早在2005年,朱平就在《科技股,看上去很美》一文中谈及自己对科技股的研究心得。“科技的赢利模式主要是指通过大量的科研投入,生产技术领先的产品。由于技术领先,所以没有竞争,因而可以保持高毛利,从而使企业处于利润圈之中。”

2005年,中国经济的产业结构以钢铁、煤炭、房地产等传统行业为主,关注科技股的投资者很少,但朱平已经看到了科技股的发展潜力:“成功的科技企业是投资者的天堂,这类企业必须有如下特征:较高的研发投入及研发销售占比;产品的独占性,持续的技术领先。例如制药企业,通过专利的保护,来保证企业高额赢利;IT行业中能够达到摩尔定律的企业,通过自我淘汰使竞争者无法跟进,从而保持高毛利。”

尤为难得的是,他在文中不仅提到科技创新龙头的特征,也提醒投资者关注科技股投资的风险。“警惕那些花钱收购高科技项目的上市公司。这些公司由于没有成型的自主研发,其产品寿命可能因为更新换代过快只能存活两三年,如果个人投资者用科技股的高PE来估值是很难有回报的。”朱平说,因为大多数科技公司都具有赢家通吃的特征,所以成功的科技公司只是少数。对于个人投资者来说,科技股投资难度很大,个人投资者实际获得的回报并不高。

2008年至2015年,正是移动互联网从创新走向广泛应用的阶段,由3G/4G技术和智能手机技术为驱动,充分拉动智能手机产业链等诸多公司共享行业成长红利。在此期间,朱平投入更多精力在科技股的研究中。“技术创新创造需求,符合科技前沿的行业,终将迎来高速增长阶段。”朱平介绍,2013年以来,以4G技术为基础的移动互联网产业出现爆炸式增长,成就了中国的“BAT”科技股神话。遗憾的是,国内A股只有东方财富等个别标的享受这一红利。

2016年A股处于熊市调整期,但朱平依然对科技股的未来充满信心。他说,“中国经济正面临巨大的转型,技术创新将伴随中国大规模的转型,而科技类公司市值在A股当中占比还太小,科技股牛市会很长。”

2019年,作为国内资本市场的一项重大改革,上交所即将设立科创板并试点注册制。朱平内心期待了十几年的科技股投资春天,可能终于要来了。

“不管投资者有没有准备好,金融危机后,科技股就突然出现在中国投资者面前。这不仅是因为腾讯、阿里和百度三大巨头的空前成功,在A股也出现众多百亿以上市值的TMT类股票。投还是不投可能是一个问题,但如果是市场的主力,一定不能视而不见。”2013年,广发基金副总经理朱平撰文《科技股的投资定律》,提出他对投资科技股的看法。

1996年,朱平进入证券投资行业,2000年进入基金行业,并于2002年担任公募基金基金经理,是国内第一批公募明星基金经理。他对前沿、热点事物抱有极高的热情,尤其钟爱对科技股的研究。“成功的科技股是投资者的天堂。但科技股的投资难度很大,需要提前三五年预判一项技术能否引领未来的发展趋势。”

对于即将在上交所设立的科创板,朱平满怀期待。他在接受中国证券报记者专访时表示,科创板肩负着支持国家科技创新转型升级的使命,将带来科技创新投资的春天。科创板试行注册制,将利用市场机制筛选出一批真正创造价值的科技创新龙头,让国内投资者有机会分享新一代“BAT”成长投资的红利。坚持价值投资理念的公募基金将成为“领先公司的加油站”、“优秀企业的守望者”,与科技共同成长。

## 考验内力 自上而下与自下而上结合选股

“亚马逊、Netflix都是知名的大型科技公司,具有核心的竞争壁垒。因此,虽然这两家公司目前都还没有多少盈利,但这并不影响它们成为优秀的公司,得到较高的估值。”对于如何评估科技股的价值,朱平胸有成竹。

“亚马逊有较高的可支配现金流,公司在网络基础设施的搭建上大量投入,这为它持续带来大量用户和收入的增长;Netflix有较高的AURP值、庞大的流量数据,公司可以通过积累起来的数字资产,打造自带流量的自制剧,从而改变靠艺人带流量的现状,不仅能节省成本,增强公司的盈利能力,未来甚至能颠覆整个娱乐业。”朱平说。

科创板虽然尚未正式开板,但经过多年研究和投资科技股的实践,朱平已经形成了成熟的科技股投资体系。在他看来,有别于A股的传统成长股,科技公司在不同发展阶段的盈利能力、风险水平、成功的概率均有所不同,应采取差异化的定价方式。根据企业发展阶段,科创板上市企业大体可以分为三种类型。

朱平进一步介绍,第一类是已通过模式创新或产品创新实现“赢家通吃”的企业。这类公司的产业相对成熟,却少有竞争者,企业有稳定快速增长的业绩,可以用PEG进行估值;第二类是产品处于导入期或成长期的企业,这类公司的商业模式相对稳定,行业竞争格局基本成型,但公司盈利不高,后续仍需研发和销售投入,评估公司时更多的是衡量产品或服务可能拥有的市场空间及已经获得的销售收入或现金流,一般可以用P/S市销率来估值;第三类是产品仍处于投入期的企业。这类公司投入大量资金进行研发,可能只有核心技术,正式产品或服务刚刚成型,研究这类企业时需重点关注“技术或产品突破”,而对财务指标宽容度较高。朱平指出,对于初创期的科技企业,

投资者不能通过传统的财务指标来评估企业价值,而需要以更长远的眼光去判断一项技术、一项业务未来可能有多大的市场空间,能创造多大的价值,由此来倒推现在的估值。

谈及公募基金投资科技股,朱平认为需要将自上而下和自下而上相结合。首先,基金经理要自上而下把握未来科技产业的发展趋势,选对行业,找准赛道。“科技股对投资人的专业能力要求非常高:一是要看对方向,对一项技术或一个产业未来趋势的判断要前瞻而准确;二是对科技股的未来要有信仰般的执念,这样才能坚持长期投资。”要做好这两点,基金经理必须对科技产业进行深度研究。

自下而上层面,则是基金经理对企业硬核实力和软实力的深入研究和把握。“硬核科技比拼的是企业在技术和产品领域的壁垒,行业竞争符合摩尔定律:头部企业的技术领先一步,其收益的主要来源就是技术领先的部分,行业竞争中其他竞争对手难以跟进。对于软科技公司来说,规模即壁垒,头部公司在用户数量方面的优势是中小型企业无法比拟的。”朱平介绍,科技行业的技术进步飞速,产品迭代周期较短,选出头部公司后,基金经理也要自下而上及时对个股、对技术进行跟踪和研究,评估公司所掌握的技术、所提供的服务的市场需求变化。

朱平表示,投资成功的科技股带来的回报非常诱人,但其研究难度很高,非常考验投资者的内力。“判断一家企业现有业务的前景、管理团队比较容易,要提前好些年预判一项技术能否引领未来的发展趋势,这就太难了。”朱平认为,下一批顶尖的投资高手很可能是做科技股的。因为只有看得比别人更长远,能够准确评估企业未来五年甚至十年以后的价值,才能获得企业成长带来的长期回报。

## 共同成长 做优秀企业的守望者

“过去十年,中国受益于移动互联网的科技红利,华为等一批优秀公司脱颖而出。下一个十年,中国受益将比上一个十年更多,接下来中国会参与到全球科技产业的创新中。”朱平说,科创板肩负着扶持国家科技创新转型升级的使命,将带领中国抓住新一轮科技发展的红利。

朱平指出,中国经济正处于产业结构转型的过程,从过去高度依赖房地产产业链,逐步向以科技创新为核心转变。“科创企业是中国经济转型和发展的支柱,这些企业也需要资本市场扶持,而科技型企业融资与我国以间接融资为主的融资体系存在天然矛盾,因为科技型企业土地、厂房等可抵押要素少,更多的是技术、专利、品牌等。科创板将有助于提升直接融资占比,有利于科技型企业融资。”在朱平看来,科创板的到来,将疏通从A轮、VC、PE到最终上市的投资链条,拓宽创投基金的退出渠道,促进形成创投支持科技创新的正向反馈,发挥市场对提升科技创新能力和实体经济竞争力的支持功能。

对资本市场而言,科创板试行注册制,将吸引更多潜在的科技龙头在国内上市。“这对前期研发投入较大、周期较长的硬科技初创企业来说意义重大。”朱平说,因资本市场上市制度的设计差异,阿里巴巴、腾讯控股等优秀的公司选择在境外上市。如今,国

家对资本市场给予高度重视,将科创板作为我国资本市场与国际接轨的试验田,未来具有核心技术、发展仍处于初创期的企业有望在科创板上市。

对于投资者而言,未来将有机会分享有核心技术企业的成长红利,提升投资回报。“A股平均回报率为上市公司的市场平均ROE(净资产收益率)和分红之和。要提升A股的整体回报率,就应该从提升企业的ROE和分红两点着手,这就必须淘汰一批劣质的上市公司,因为它们摊薄了市场整体的ROE。”朱平认为,从长远来看,只有更多的优秀公司上市,资本市场才能创造更高的长期回报。

按照这个逻辑,科创板的两项机制有利于市场收益率ROE的提升:一是科创板将采用注册制,并且接受同股不同权。好处是能让一些优秀的公司进入科创板,保证这个市场会有比较优秀的资产,这些资产将提高市场的ROE水平;二是科创板将有严格的退市制度,通过市场化的优胜劣汰机制,留下的都是非常优秀的资产,这些资产能够创造现金流,提升上市公司的整体质量。

采访最后,朱平表示,在科技股投资迎来春天之际,广发基金将致力于成为“领先公司的加油站”和“优秀企业的守望者”,与优秀企业共同成长,努力为基金持有人实现更好的回报。