

同泰基金马俊生:

# 注册制开启大时代 资本为创新与成长定价

□本报记者 张焕昀



马俊生，同泰基金管理有限公司总经理。曾任华泰联合证券总裁、平安证券副总裁、中国证券业协会投资银行业专业委员会委员、中国证券业协会资产管理业务专业委员会委员。

## 从审核制到注册制

在马俊生看来，以注册制为核心的资本市场改革，与2005年的股改一样具有划时代的伟大意义。

马俊生相信，注册制的到来是时代的必然。在注册制背景下，只要是具备可持续的经营能力、内部控制良好、具备股东意识的企业，无论历史盈亏，大概率都可以上市。这使得处于萌芽发展阶段，真正急需资本支持的企业，能够借助资本市场直接融资，解决燃眉之急，有效提升自身核心竞争力，资本市场对创新的孵化与孕育功能也就真正释放出来了。

在他看来，相较以前的审核制，注册制的施行进一步体现了国内资本市场法制化、市场化的精神，是资本市场向成熟市场进一步迈进的重要里程碑。

“信息披露是注册制最核心的要点。”马俊生强调。在他的理解中，建立起以信息披露为核心的框架，制定严格的标准和程序，在受理、审核、注册、发行、交易等各个环节都会更加注重信息披露的真实全面，企业严格遵守制度、履行信息披露的义务，是注册制下的关键。

而对于“零容忍”，马俊生的理解是，在充分信息披露的基础上，监管对财务与业绩造假、虚假信息披露“零容忍”。同时，配套制度跟上，加强对证券市场违反规则者的惩戒，为市场营造可被信任的清环境。马俊生表示，在注册制的大背景下，买方投资机构也需要经历思维上的转变。因为“零容忍”不仅仅是针对上市公司为代表的资产方，同时约束着买方投资机构。

马俊生坦言，在以往的环境中，不可否认存在个别买方机构炒作各类题材与概念，违背了信托责任，更给广大中小投资者利益带来损害。

在注册制时代背景下，退市制度的完善使得选择与不法企业为伍的投资终将归零。与此同时，集体诉讼等配套制度的完善，也必将使得牺牲持有人利益的买方付出沉重的代价。

马俊生坚信，从长期来看，上市公司自身与买方投资机构的行为都将得到进一步规范，使得资本市场整体迈向更成熟的发展阶段。

## 注册制背景下的投资逻辑变革

马俊生指出：“定价能力，是资本市场最核心的着眼点。”

他阐释，首先要理解资本为企业定价的本质，对于发展处于相对稳定成熟阶段的传统行业，公司的增长已经到达天花板，资本追求的是稳定的分红，这实际上不是定价，而是一种类似固定收益的投资。“真正的定价，是要面向未来，把握企业的成长。”马俊生表示。

在马俊生的理解中，定价本身一定是对未来定价，这其中包含三个维度：风险、创新与成长。

在注册制的背景下，上市公司做充分的信息披露，买方投资机构来判断风险。风险只能防控，不能被消灭，且风险能带来收益，风险中更包含着创新与成长的补偿。

在市场经济背景之下，企业竞争激烈，只有创新，企业才会有成长，才会有未来。在风险可控的情况下，资本为创新与成长定价，势必将成为注册制背景下的重要投资逻辑。

注册制的到来，在无数人眼中是国内资本市场迈向成熟的重要里程碑。

身为券业老将，同泰基金总经理马俊生的感受可谓深刻。在他眼中，建立以信息披露为核心的注册制，具有划时代的意义。国内资本市场的发展将进一步规范化、法制化，以创新为根本，面向未来，服务实体经济的能力也将获得长足提升。

作为买方投资机构，注册制背景下投资逻辑也面临着重要转变。优秀的投资者将以专业的精神，将资本投向真正急需助力的科技创新领域，并以包容的心态来陪伴企业成长。

谈到未来的投资机会，马俊生表示，互联网、半导体产业链、新能源、高端制造业等领域投资机会均值得关注。作为新生公募基金，同泰基金也将不断打磨投研能力，向“经得起托付，为信任奉献长期回报”的愿景持续努力。

## 以成长为核心的估值

资本定价的价值在于，当企业在经历创新的过程中，需要资金的帮助，资本可以及时跟上，给予适当的估值，那么企业面临的问题或将迎刃而解。

“这才是真正发挥了市场在资源配置中的决定性作用。”马俊生指出，“资本不是为过去买单，而是应当为未来的创新与成长定价。”

由此也可以解释从2019年二季度以来，A股市场中如火如荼的科技、医药以及近期的军工行情，背后的深层次原因正是在此。

马俊生表示，这也帮助投资者理解所谓“科技创新高估值”的问题。对于科技创新企业，单纯从市盈率等相对指标来看估值确实很高。如果转换了思维，理解了资本为创新与成长定价，那么就会明白真正的重点应当是研究企业的核心竞争力，探索行业的发展潜力，找到天花板，再给予一定折现

率来推算企业的价值终值。

马俊生表示，如果用这样新的定价逻辑来判断，实际上当前A股很多公司看起来很贵，但如果看未来五到十年，就会发现这些企业并不算贵。以创新药龙头为例，估值一直很贵，但股价一直上涨，背后的原因在于它包括研发能力在内的核心竞争力在不断成长。

此外，“包容”也是马俊生谈到的关键字眼。“资本对于创新一定要有包容的精神。”马俊生始终强调。

创新失败，从而带来的投资风险与波动实际上无法避免，马俊生认为，“包容的反思”十分重要。对于买方机构而言，投资创新成长即使很多企业失败，但组合中只要有一家或者几家公司获得成功，就可以贡献很大的收益，这也是机构投资者本身的价值。

因此，投资创新成长，不仅考验着投资人的专业程度，更是对一种包容心态的考验。

## 格局重塑后的投资机遇

谈到对未来投资机会的展望，马俊生表示，几个方向可以重点关注，包括：社会生活全面的互联网化；国际格局变迁下的内生投资机会；国内制造业等领域的深度挖掘。

首先是社会生活全面的互联网化。新冠肺炎疫情的发生正在重塑世界格局，对于人类生产生活而言，除了生存必须的需求与体验外，几乎一切活动都可以搬到互联网上，很多行业的商业模式将因此改变。大量行业将因重构而面临巨大的成长空间和机会。

以新兴小家电企业为例，销售几乎全部通过互联网完成，渠道成本相较于传统依靠实体经销商的家电企业有着很大的优势。在一定程度上，传统线下渠道完全被颠覆，资本也在二级市场给予了印证。“任何产品可标准化的行业如果销售不能互联网化，就一定没有未来。”马俊生认为。

这样的变革不仅发生在2C领域，在2B领域中也早已存在。例如钢铁等大宗商品也在互联网上进行撮合与交易，当下已经积累了成熟的产业链。

“在未来，互联网基因将是所有公司必备的生存要素。”马俊生判断。

其次是基于国际竞争格局下的内生投资机会。2018年以来外部扰动下的国际竞争格局，对于国内经济社会也产生了巨大影响。在此基础之上，国内对外需求的重点，同时也是贸易逆差的所在，主要有三个方面，包括半导体产业链、石油资源，以及粮食，这也对应

着三个投资方向。第一，半导体产业链。科技实力是国际竞争的重要标准，半导体产业链等核心领域的国产替代需求势必愈演愈烈，5G与电子领域的机会值得长期关注。第二，从资源禀赋来看中国是一个贫油富煤的国家，石油资源对外进口需求较大。这就对应着新能源行业的巨大发展前景，包括新能源汽车产业链、储能等行业的机会。第三，国内粮食一定程度上也依赖进口，粮食安全至关重要。传统的农林牧渔行业，或将迎来新一波的发展。

最后是国内制造业等领域投资机会的深度挖掘与价值重估。马俊生指出，在市场都将目光集中到头部科技创新企业的同时，从投资角度而言，也不能忽视国内产业链中下游制造业的头部力量，制造业的产能不断向头部企业集中，很多领域的公司已经具备相当的竞争力。

实际上，国内的制造业有着深厚的积累与强劲的实力，例如在轻工、化工等领域，存在着不少细分领域世界级的潜力龙头，这种机会在过去往往被资本忽视，未来或将面临价值重估。同时，国内制造业中也存在细分行业面临产业周期的景气上行，例如特高压行业当前或处于一个新周期的开端。

“整体而言，面对外部扰动，短期内经济可能要经历挑战，但对于未来我非常看好。”马俊生表示，“资本市场必须给予经济信心，助力实体经济，这也是资本给予创新与成长估值的重要原因。”

## 苦练内功把握机遇

谈到同泰基金对于注册制时代下创新投资机遇的准备与把握，马俊生坦言，“只有不断为持有人创造投资收益，才有存活的价值。”这是同泰基金作为新生公募基金公司，自身发展的清晰定位与价值观。

基于此，同泰基金不断打造自身研究能力与投资能力。马俊生透露，目前同泰基金投

研人员占比远高于行业平均水平，公司整体队伍仍然在夯实提高，不断打磨。基于前述分析，当前主要聚焦在几个方向：大消费、创新药、TMT、高端装备制造业（新能源）领域。

“经得起托付，为信任奉献长期回报”。马俊生表示，这是同泰基金的愿景，公司将会为此目标长期持续努力。