

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年的股权分置改革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,能够借力资本市场直接融资,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,加强对于证券市场违反规则者的惩戒,为市场营造可被信任的清澈环境。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,那么企业面临的很多问题或将迎刃而解。

“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,这也可以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词眼。“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企业必备的生存要素。”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,很多领域的企业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会的准备与把握,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。