



视觉中国图片

基金经理另辟蹊径“淘金”科创板

□本报记者 李良

对于公募基金行业来说,带着新规则踏浪而来的科创板,是机遇,也充满挑战。

每个基金经理都想从科创板中“淘金”,但他们也恰恰受困于此——什么是“金”?如何衡量“金”的成色?用A股现有的投资方法,能“淘”到“金”吗?这些问题自科创板上市规则和交易规则明确后,便不断困扰基金经理,倒逼他们寻找答案。

基金经理眼里最大的难点,莫过于在新规则下,科创板上市公司如何锚定估值——在传统价值投资思维里,正确估值是核心要素。但在未来,更多初创型企业、没有盈利甚至可能没有收入的企业登陆科创板后,不确定性将取代各类指标成为核心变量,锚定估值似乎遥不可及。这对于方才铭刻“价值投资”于心的基金经理而言,是一个不小的沟壑。

但公募基金业仍在努力构筑适合科创板的新估值体系。结合近期采访内容,以及5只新科创主题基金的信息,记者发现,基金经理眼里的科创板估值并没有“一定之规”,而是采用了分层的“二分法”:第一,分行业,不同行业的估值标准和方法不同;第二,分企业,即便在同一个行业内,不同企业因为所处生命周期阶段不同,估值标准和方法也不同。除此之外,还需注意的是,即便行业和企业类型相似,但根据具体情况,所采用的估值指标也可能迥异。

颠覆传统 另辟蹊径

作为专业投资机构,公募基金业对科创板的理解,和普通散户大相径庭。

上海某知名的80后基金经理在与中国证券报记者交流时,用非常肯定的语气表示,他不会投资前几个批次的科创板上市公司。“不是因为这些公司的基本面不好,而是我认为,科创板最美妙的地方,在于上市公司充满想象力的不确定性,有出现伟大企业的概率,这是科创板最值得投资的地方。”该基金经理说,“我们不会参与概念炒作,我们会耐心等待值得投资的企业出现,大浪淘沙始见金,金子就那么一点点,要有眼光和耐心。”

每个基金经理都想从科创板中“淘金”,但他们也恰恰受困于此——什么是“金”?如何衡量“金”的成色?用A股现有的投资方法,能“淘”到“金”吗?在已完成首募的5只科创主题基金中,这种困惑直白地体现在基金合同中。鹏华科创主题3年封基就表示,传统的PE、PB、DCF等估值方法对于许多发展成熟、盈利稳定的高科技公司仍然是最好的估值方法,但对于一些业务模式特殊、业务扩张迅速但仍处亏损期的高科技公司已不再适用。

万家科创主题3年封基的拟任基金经理李文宾指出,科创板企业重技术、轻盈利,科创板允许亏损企业上市,所以无法简单用市盈率、市净率和现金流折现等传统来估值。创业板公司的收入和利润不再具备高权重的参考价值,传统的估值体系也难免会有些“失灵”。为此,万家基金参照西方成熟市场上对科创板较为相似的市场估值方法,为战略配售科创板基金引入了新的估值方法——全生命周期估值体系。

而一位基金公司投资总监直言,对于缺乏真正科创类企业投资经验的公募基金来说,要大胆向PE行业取经,充分了解他们对科创类企业的估值方法,吸收他们投资案例中的经验和教训,重构自己的科创板投资思维。该投资总监同时建议,由于科创板企业的估值体系与A股现有板块的估值体系有实质性的差异,在配

备科创板基金产品的基金经理时,应当尽可能不要有成熟的A股基金经理兼任。

“这容易造成投资上的人格‘分裂症’。你不能指望一个已经习惯于价值投资,看重企业盈利能力、现金流等指标的基金经理,突然脑洞大开地接受没盈利、没收入的企业估值。”该投资总监说,“所以,投资者要明白,在偏科创板投资的基金产品中,如果宣传册上强调了基金经理过往业绩的优秀,它并非可以复制到科创板投资中,还有可能会造成一些障碍。”

因地制宜“变”中求进

粗看,各家基金公司对科创板的估值策略各有不同。但若细看,却很容易就找到其中的共通点:根据行业、个股、指标等分类估值,在“变”中找到进攻点。

许多基金经理都已经意识到,科创板上市的六大主行业各有强烈的行业属性,企业的孵化和成长各有特性,所采用的估值方法也有很大差异,需要因地制宜地使用合适的估值策略来指导投资。

如一位医药行业主题基金的基金经理就表示,科创板上市公司中,生物医药领域是容易出现牛股的行业,但很可能初上市的时候,企业的创新药仍处于临床阶段,其产品能否最终获得成功,乃至最终能否获得生产销售的批文,都存在较大的不确定性,在此期间,估值的波动率就非常大。“对于非专业的投资者而言,所能看到的就是估值体系的紊乱和无法理解。这非常考验投资者的经验和眼力。”该基金经理说。

华安科创主题3年封基则指出,对于一些新兴产业、新业态的公司,可采用更能刻画公司未来盈利能力、更具有针对性的估值方法。比如,对电商、社交网站等流量驱动型的互联网平台类公司,可采用基于“用户量”与“用户数”的估值模型,用户数乘以单用户价值的即可作为估值。其中较为常用的是P/GMV估值。GMV=活跃用户数*平均单用户收入,用以表征流量驱动型平台的用户价值。

但需要指出的是,即便是在同一行业中,不同企业由于所处生命周期不同,基金经理给予

的估值方法也有可能迥异。

李文宾告诉记者,按照行业及企业发展规律,大致可以分为培育期、成长期、成熟期和衰退期四个阶段,根据行业及企业所处生命周期的不同阶段,可采用不同的估值方法给相关的科创板公司以合理的估值。万家基金自建的科创板评估体系主要围绕企业的研发投入、行业空间、核心竞争力和公司治理四个方面展开。目前已经用该体系对所有向科创板提交材料的企业进行评估和分类,出具了111份深度研究报告。

“具体而言,万家基金将按照企业的研发投入比进行量化评分,评分高的企业对创造性的人力资本依赖较高,潜在业务空间和弹性也更大;选竞争力强的公司,就要看哪些公司能够在行业发展期快速获益,在行业低迷期有效抵抗风险。另外,企业的诚信、专业、进取、机制,是评估科创板公司治理的主要关注点。”李文宾说。

而华安科创主题3年封基则在基金合同中详尽介绍了对不同生命周期的企业如何进行估值。华安科创主题3年封基认为,对于处于成长期的公司,依据其是否盈利可采用不同估值方法。如对于处于成长期、盈利模式逐渐清晰但尚未盈利的公司,可采用市销率PS、企业价值倍数EV/EBITDA等方式估值。该基金认为,一般来说,这样的公司处于高速成长期,但由于研发费用、销售费用等投入较大的原因,公司尚未实现盈利,或实现了微量盈利,但由于当期利润情况不足以反映公司未来的增长前景,故不能或不宜采用基于盈利的PE、PEG等估值方式。

该基金同时指出,对于处于成长期且已经实现盈利的公司,除了采用PS估值外,也可采用PEG估值。若公司盈利增长路径较为清晰,未来盈利预期的确定性较强,也可采用现金流折现等绝对估值法,并在估计未来现金流过程中纳入公司增长的因素。而对于处于成熟期的公司,通常可采用现金流折现(DCF)、市盈率(PE)、市净率(PB)等方式估值。

“稳”字当先的战略

需要指出的是,尽管基金经理们试图构建

一个可以适用而且充满弹性的科创板估值体系,但由于缺乏实战的检验,科创板启动后先求“稳”的投资心态弥漫于基金经理之中。

以万家科创主题3年封闭运作基金为例,该基金以科创主题“战略配售+网下打新+二级市场交易”为主策略,初期将以稳健投资策略为主,尽可能利用战略配售和打新累积收益,注重风险收益比。后期将通过万家独有的科学评分体系评价,寻找长期核心竞争力突出的公司进行投资。对此,李文宾解释说,在基金运作初期,考虑到科创板二级市场交易的风险,会依靠战略配售和网下打新来积累一定的安全垫,在此基础上,结合市场运行规律逐步清晰,再有选择地进行科创板二级市场投资。

事实上,即便是被视为“优先权”的战略配售,也并没有成为基金经理眼里的“香饽饽”。一位基金经理直言,考虑到科创板目前的火爆,以及前几个批次上市公司的基本面情况,发行价留给二级市场的长期投资空间可能很小。再考虑到战略配售较长的锁定期,其投资风险较高,因此,如果选择不慎或者漫天撒网,最后很有可能得不偿失。

而5只科创主题基金中,对于战略配售策略进行详述的并不多。其中,华安科创主题3年封基的思路最为清晰。该基金在一系列分析后表示,将在定量分析的基础上,股票定性分析方法采用深度价值挖掘和多层次立体投资分析体系,从战略配售对象结构、战略配售股票类别,多层次地分析备选战略配售股票所对应的公司业务环节的竞争优势和劣势,分析公司管理方面的优势和劣势。经过严格的定量分析和定性分析,最终确定战略配售股票进行投资。

而科创板潜在的投资风险巨大,是令基金经理们“稳”字当先的根本原因。多位基金经理在接受记者采访时均表示,即便有一套完善的新估值体系,但相较于A股市场现有板块,科创板上市公司所潜藏的不确定性风险更高,而退市机制的完善会进一步推高这种风险。因此,对风险控制的要求也更高。在没有找到有效的风控机制之前,求“稳”是最好的策略。