

## 把握科创投资主赛道

## 挖掘硬科技行业龙头

□博时基金权益投资TMT投研一体化小组负责人 肖瑞瑾

硬科技概念正在被人们所熟知,具有较高技术门槛和技术壁垒的硬科技越来越受到资本的关注。硬科技类型企业具有高技术壁垒、高研发投入、高学历的管理层以及低营销投入的特点,未来硬科技行业的估值分化仍会延续,把握2021年科创投资主赛道。

## 硬科技呈“三高一低”特点

硬科技已经成为当前整个二级市场的投资重点。目前科创板市场对上市标准放宽,一部分公司因为掌握了原创性技术,但收入或利润还未体现在财务报表时就能够被批准上市。评估这些硬科技的企业,在笔者看来,不能简单采用传统如回报率的方式去对企业进行评估,传统去看企业的收入、盈利、现金流的方式不足以评价企业的核心能力,需要更多从技术角度关注企业价值本身。

笔者总结出硬科技企业通常具有“三高一低”的特点。第一是高技术壁垒,企业所在行业的技术本身应该是有较高技术壁垒,很难被竞争对手去模仿和学习。第二是高研发投入,企业每年研发投入占总收入的比例保持在较高水平,才能显示企业在持续投入研发,在不断提升自己的技术壁垒。第三是高学历的管理层,公司管理层特别是一些核心技术人员本身学历和履历背景的研究也是重要一环。

此外,其中的“低”指的是低营销导向。所谓“酒香不怕巷子深”,当一个企业具备领先的技术时,大部分客户会主动来寻求共同实现产品销售,一个优秀的硬科技企业不会花费太多资源和资金在营销方面,而是专注于做好研发。

以上的“三高一低”是我们定义硬科技行



业的基本要素。

## 三要素挖掘硬科技行业龙头

除了硬科技的定义,还需要关注企业未来的成长空间。在笔者看来,有三个要素能够涵盖筛选这些硬科技公司的标准。

第一个标准是需要有大的市场空间。所谓“深水才能养大鱼”,公司的产品和服务在所处行业的市场空间要足够大。

第二个标准是要关注公司的壁垒。笔者认为,壁垒更多的是企业竞争力的固化,企业的产品、服务、技术不能轻易被竞争对手模仿和学习。

第三个标准是企业的弹性,弹性指的是企

业是否具备非线性成长潜力。当市场需求起来的时候,它能否快速扩大生产,并且招募相关的市场营销人员,使企业的收入和利润达到非线性成长。

因此,从空间、壁垒、弹性三个角度寻找硬科技公司里面的行业龙头。

## 硬科技行业估值分化

硬科技行业的估值方式和传统行业有显著区别,传统基于市盈率以及市净率的估值方式,并不完全适用于硬科技行业的估值。因为这些企业普遍处于产业生命周期的早期,并没有产生很多收入与盈利,但他们的技术本身可能有很强的独到之处。因此,采用静态市盈率和市净率的估值方式在笔者看来是不完整的。

此外,2020年这些硬科技公司涨幅并不大。在2020年中万一级行业中,电子行业涨幅为36.5%,通信行业下跌6.9%,计算机行业涨幅为10.9%,但同期创业板指的上涨幅度为65%。这些硬科技所集中的一些新兴行业都显著跑输指数涨幅。

随着科创板和注册制的推出,使二级市场供给变大,但同时也加大了公司间的分化。拥有原创性技术,特别是符合“三高一低”特点的科技企业,会享受到高估值或较大市值。我们对这些企业的研究和跟踪会更多采用一级市场的思路,分析企业的技术、潜在壁垒和盈利弹性。而一些不符合硬科技定义的公司,可能会长期维持低估值状态或者偏小的市值。注册制加大了这种风格的分化,这也是我们预期在未来3-5年市场会发生的变化。

未来硬科技公司仍将延续分化情形,其中真正核心的硬科技公司高估值仍然会持续。但是也会看到有大量采用营销导向为主的硬科技公司,可能无法支撑高估值,且会维持较大的折价。

## 优质公司是投资风格长期有效的基础



□富国兴远优选拟任基金经理 林庆

过去十年,A股市场经过了数次牛熊转换,同时也伴随着各种风格的切换。其中最重要的风格因子便是规模因子,即大盘风格与小盘风格;其次是估值因子,即高估值与低估值。笔者认为,不同风格特征更多的是一批类似的优质公司,在不同发展阶段与市场环境下,以不同的外在展示而已。

以众所周知的某白酒类龙头公司为例,在当下市场,其被打上的标签是路人皆知的蓝筹股,全市场名列前茅的大市值,以及不便宜的估值。与其自身历史估值相比,其估值是过去十年来最高,同时与全市场相比,其PE-TTM也在全市场4100多只股票中排名前20%左右,可以说是典型价值蓝筹风格的代表。然而观察其过去十年的利润涨幅,该公司位于可比同类公司前10%左右,利润增长超过9倍,股价增长超过18倍,是典型的成长风格。从这些数据可以看出,该公司过去十年的估值也经历了明显变化,股价增幅远高于利润增幅,在估值最低的2013年和2014年,利润同比增长分别为1.41%和1.00%;在2014年股价阶段低点时,静态估值约7倍,从这个视角来看,该公司又成为价值投资的代表,甚至是深度价值的代表。该公司在不同的发展阶段对应了不同的估值表现,用价值、成长、白马、蓝筹等投资风格都能获得很好的回报。那到底是投资风格的胜利,还是公司本身的胜利?

换个角度举例,另一家公司在过去十年股价涨幅超过50倍,对应净利润增长约32倍,属于典型的成长风格。该公司目前市值超过2000亿元,在全市场排名居前,也属于大盘白马风格,但在十年前,其市值不足50亿元时,它是否应该属于小盘黑马成长风格?

当然,基于资金性质,一些投资者的目标收益率并不高,持有标的利润增长并不是最重要的,稳定性以及确定性成了主要目的。这个时候需要防范的就是价值陷阱,需要关注资产负债表是否安全、ROE是否稳定、现金流是否强劲以及主营业务能否永续增长等问题。近几年A股非银行地产行业中静态低估值的股票整体表现不佳,也说明市场正逐步从价格优先向质量优先的定位转化。

回到目前市场,板块和市值的风格演绎较极致。一方面,上涨的股票反映了优秀的基本面;另一方面,一些优质的小市值、次新股等目前非主流的公司因为风格和流动性等原因遭到大幅杀跌,但换个角度来看,反而具备了较好的投资价值。回顾通常用来参考的美股成熟市场,代表中小市值的罗素2000指数在过去十年与代表相对成熟大盘市值的道琼斯工业指数相比涨幅相差不多,当然,两者都大幅跑输代表优质成长公司的纳斯达克指数。

综上所述,笔者认为,优质公司是大部分投资风格长期有效的基础,也是面对股市运行不确定性最好的避风港,即使一时蒙尘,但价值终究会回归。最后需要强调的是,随着A股扩容以及沪港通的纳入,投资者可选择投资的优质公司越来越多,对公司质量的要求必然随之提高,只有各方面都足够优秀的公司才会脱颖而出。

## 伴随优质企业成长

## 借道ETF布局港股投资

□平安基金恒生中国企业ETF基金经理 钱晶

开年以来港股备受青睐。截至1月底,南向资金今年累计流入3106亿港元,已超2015年和2018年港股通全年净买入,是去年同期的12.5倍,南向资金日均买卖总额已达成股总成交额三成以上。在创纪录的增量资金推动下,恒生指数一度突破3万点,年初以来最高涨幅也一度超过10%。

但在1月最后一周,恒生指数大幅下跌3.95%,这也意味着1月14日以后的南向增量资金,平均而言或已处于浮亏状态。相信很多投资者会有疑问,之前决定参与港股的投资逻辑是否有误?未来一段时间港股投资机会在哪里?有没有合适的工具?笔者下面将对这些问题进行思考和分享。

## 聚焦两大投资主线

本轮南向资金大量涌入港股,一方面是受到全球经济的影响,在新冠疫情影响下全球经济复苏仍受到一定阻碍,预计流动性宽松仍是2021年的主题。而在宽松背景下,全球资金积极寻找投资机会,港股市场存在大量优质资产,自然成为全球资金的青睐之地。

另一方面,重要原因可能是内地投资者普遍认为港股较A股更便宜。尤其近两年A股涨幅显著高于港股,沪深300指数2019年以来累计上涨超60%,而恒生指数同期涨幅还不到10%。但客观来讲,这一看法并不准确。首先,从相对估值水平来说,恒生指数当前估值已经达到历史99.5%分位数水平,甚至高于沪深300历史93%的分位数水平;其次,从绝对估值水平来说,恒生指数16.5倍的PE相对于沪深300指数也并不占优;最后,AH股溢价率确实实在2020年10月已经接近2015年的高点,目前来看也处于历史较高位置,但是由于A股和港股的投资者结构、估值体系以及利率水平都有较大



差别,因此不能简单考虑港股比A股有折价,就认为港股更有投资价值(数据来源:Wind,截至2021年1月31日)。

既然估值便宜的逻辑存疑,那么目前港股究竟有没有投资价值?笔者认为答案是肯定的,但更多是结构性机会。具体而言,有两条主线值得投资者重视。其一,对内地投资者来说具有“稀缺价值”的公司,主要集中在科技资讯行业,这些公司竞争能力强、成长性高,是中国头部科技资产。由于具有稀缺性,这些资产是内地资金愿意以一定溢价去购买的,伴随南向资金持续流入,这些公司估值有望继续抬升;其二,折价率高且具备高股息的公司,主要集中在金融行业,目前多数银行股的股息率较高,且相对A股仍有折价,以绝对收益投资者视角来看,即

使AH股溢价率不向下回归,只获得股息收益也算得上是不错的回报。

## 善用ETF工具投资港股

对于内地投资者来说,大部分人既受制于个人账户50万的门槛,又限制于自身对港股了解的匮乏。那是否有较好的投资工具可以覆盖上述两条投资主线?这里推荐投资者关注恒生中国企业指数,通过相关ETF分享港股投资红利。

首先,恒生中国企业指数选取约50家市值最大且成交最活跃的在港上市内地企业,采用自由流通市值加权。该指数的一大特点是金融和科技资讯行业占比非常高,分别达到32%和28%,之前所谈到的头部科技资产和高股息、高折价的股票也都被全部覆盖。这些公司受益于内地经济复苏,普遍业绩增长较稳定。

其次,伴随新经济市场占比不断提升,恒生中国企业指数也在不断优化:2020年9月,恒生中国企业指数纳入小米集团、美团、阿里巴巴等新经济龙头企业;2020年12月,纳入中芯国际、海底捞、网易、阿里健康、京东集团等优质科技、消费、医药类公司。优质企业不断成长,为指数持续增长带来新动力。

在这样的编制方式下,恒生中国企业指数表现优秀,基日(2003年1月3日)以来年化收益率超9%,是同期上证综指的近2倍;2021年以来,恒生中国企业指数表现更为突出,已累计上涨11.28%,大幅领先沪深300(5.09%)、上证指数(3.17%),也超过恒生指数(10.03%)同期表现(数据来源:Wind,截至2021年1月20日)。

最后,与恒生指数相比,由于选取的都是内地企业,其上市公司经营情况主要与内地经济相关,受香港本地经济影响则较低。伴随着内地率先控制住疫情,经济恢复较高增长。从2020年下半年到2021年上半年,恒生国企指数的EPS有望逐季向上,从而给投资者带来较好回报。