

■人物 | Characters |

朴信投资创始合伙人、投资总监朱昆鹏：

穿越风格转换的迷雾 挖掘“国强民富”

证券时报记者 付建利

风格转换只是表象,在市场风格转换的背后,除了市场的情绪、流动性、政策面这些因素之外,最核心的还是企业盈利周期的变化。投资的最后归宿还是研究企业的盈利增长情况。”朴信投资创始合伙人、投资总监朱昆鹏说。A股市场每天各种各样五花八门的现象背后,投资者更应该关注的是“一点即破”的最核心、最本质的“内核”。看到“内核”的功底越强,就越能尽快地看到市场背后的“潜流”。

风格转换的实质是盈利周期变化

2018年以来,关于A股市场是否会发生风格转换”的声音成为投资者关注的重要核心话题,朱昆鹏认为,所谓风格转换是辩证的,本质上是资源配置的问题。2014年、2015年中小市值股票涨幅较大,传统产业集中的大盘股市场表现远远落后于中小盘股票,这种两极分化的背后是传统行业的盈利周期下行趋势非常明显,而创业板公司的盈利增速比较快,当时市场上流动性比较充裕,资金重点狙击盈利周期向上的中小市值股票,也就顺理成章。

2016年,受益于供给侧结构性改革以及环保督察,传统行业迎来盈利周期向上的拐点。以银行股为例,银行的坏账呆账风险随着盈利周期向上显著降低,在A股市场迎来了估值修复的过程。每一轮所谓大的风格转换,都只是表象,背后的实质,是上市公司盈利周期的变化。”朱昆鹏表示,A股市场经常是从一个极端走到另一个极端,背后的根本驱动力,是资源和资金向好的公司集中,向盈利周期向上的行业和个股集中,这是市场运行内在的不变主题。

2017年以消费白马股为代表的大市值股票的上涨,既有盈利周期向上的驱动,也有估值提升的驱动,毕竟大盘股去年相对于中小市值股票来说处于明显的估值洼地,但经过2017年的上涨之后,2018年,消费白马股单纯依靠估值提升的动力在减弱,盈利驱动将成为主线,因此,投资者最应当关注的,还是上市公司的成长性。

从这个逻辑出发,朱昆鹏认为,2018年大方向上的投资策略,一是

所谓的核心资产。这些核心资产的盈利周期还是向上的;另一方面,中小市值股票在经过估值去泡沫化之后,会迎来结构性的投资机会。还是那句话,A股市场经常从一个极端走到另一个极端,那些遭到错杀、估值在二三十倍的区域,盈利周期向上的中小市值股票,正在迎来“否极泰来”的机会。”所有的风格转换都仅仅只是表象而已,这些纷繁复杂的表象背后,是股票的估值与业绩增长的匹配度,或者说,“性价比”而已。无论股票市场如何跌宕起伏,投资者在买股票时,最核心的,无非这三个字而已。重要的是,如何做到这一点。

循着“国强民富”的思路去选股

很多时候,投资不仅比拼的是克服自我人性中固有弱点的能力和耐力,还要比拼投资者的格局、视野,尤其是专业机构投资者之间。在朱昆鹏看来,站在大的时代背景之下,投资者看待问题的角度、视野应该更宽广一些。A股市场目前面临的最大时代背景,就是国强民富。

从“国强”的角度来看,原来是中国追赶发达国家,在很多产业里面,中国都只能扮演中低端和利润薄的那个角色,中国在全球产业链的话语权很小。在“国强”的过程中,中国在高端制造业领域的话语权逐渐强大起来。迄今为止,即便放在全球的产业链,中国的科技投入也是比较高的。“国强”基础上的相当一部分创新领域,比如5G、互联网、新能源汽车、高端制造,都会迎来极佳的发展机遇期。这些领域在全球产业链占据制高点,抢占定价权和话语权,中国的“国强”才有了坚实支撑。

循着“民富”这一视野,朱昆鹏最看好的,就是居民可支配收入增长带来的消费升级浪潮。消费观念的改变、中产阶层的崛起、收入水平的不断提高,都会带来中国消费升级的浪潮不断向广度和深度扩展。在消费领域产生一批全球大市值的公司,成为投资者的共识。这些大市值公司最有可能产生在食品、医疗、大健康、房地产、家电、新能源等领域。当然,这些领域也还会互相交叉,以

及在互联网和移动互联网的渗透之下,未来会诞生一批新的细分领域的投资机会,但都是在消费升级这个大主题之下。

当然,无论“国强”,还是“民富”,很多投资主线是跨双主题的。中国的各个产业,在经历了早期野蛮生长之后,正在进入行业集中度加速提升的阶段。比如因为这轮史无前例的环保督察,传统领域的化工行业产能投放大大减少,行业进入壁垒大幅提升,很多不具备核心技术和竞争力的中小化工企业都进入被收购兼并或倒闭的程序,而行业龙头的市场份额占有度会越来越高;再比如供给侧结构性改革带来一些传统行业资产负债表的修复,行业龙头趁机越做越大,而做不到行业龙头的公司,可能就会迎来莫测的明天。

朱昆鹏表示,消费领域的TMT领域,一些质地比较优良的公司,比如做电视剧和院线的传媒类公司,目前性价比已经比较高了;再比如次高端的白酒股、医疗领域的创新药、生物制药,都会在2018年迎来大不同于2017年的投资机会。而在新能源汽车领域,朱昆鹏觉得上游仍然是瓶颈,更看好中游的电池领域。把时间跨度拉长来看,新能源汽车领域未来更有投资机会的,一定是制造端,而不是上游的资源端。毕竟,制造端才能真正体现企业的核心竞争力。

朱昆鹏认为,中国正在迎来赶超世界强国的黄金机遇期,一个强大的国家,当然需要一个强大的资本市场做支撑。

辩证看待“变化”

朱昆鹏是云南宣威人,毕业于中国人民大学,之后在信托公司、公募基金浸淫十多年。总结这么多年的投资和研究经历,他最有感受的一句话,就是“辩证地”看待市场,密切关注市场出现的“变化”。当然,这种“变化”,并不是短期市场的波动,而是时间跨度稍微大一点的趋势性变化。比如,在大股票一个劲地往上走和小股票往下跌的过程中,朱昆鹏密切关注的“变化”,就是两者之间盈利周期的变化,以及小股票投资者的性价比的那个“拐点”何时出现。2018年,A股市场一定是在“变化”中的市场;2017年很多股票估值的增速高于企业盈利的增速,目前这



朴信投资创始合伙人朱昆鹏

种边际效应还在进一步减弱,一旦“拐点”出现,也就是企业盈利增速明显低于估值提升的速度,股票的“性价比”发生了逆转。这样的股票,就应该果断卖出。

朱昆鹏认为,A股目前很难出现港股化的趋势,毕竟内地人口众多,香港人口要少得多。A股市场在未来相当长一段时间内仍将是散户为主的市场,这就决定了看待A股市场的角度必须是辩证的,不能简单粗暴地移植港股或美股市场的规律和表象。

朱昆鹏所追求的投资风格,是在深入研究基本面的基础之上,深度挖掘成长股。成长股的核心,在于它业绩高速增长的可持续性,以及可复制的超额回报。如果企业盈利增速不具备可持续性,显然就不是真正的成长股。与此同时,成长股的关键在于企业业绩增长的加速度,而不是所谓大盘股和中小盘股的标签。

一些传统行业一定出现行业拐点。也就是说,传统的白马股如果出现了业绩增速大大超过以往,进入加速度阶段,白马股也会变成成长股。以贵州茅台为例,最近两年的业绩增速超过了原来的增长区间,你

可以说贵州茅台是价值股,但它更像是成长股。

再比如互联网是大的发展趋势,这是众所周知的事情,如果传统企业在线下具备核心竞争力的前提下,和线上充分融合,搭建起了“线上+线下”互动的平台,企业业绩增长进入加速度阶段,这些传统的价值股也会变成成长股。成长股绝不等同于中小市值股票,价值股也绝不是和大盘股划等号。我们处在一个新旧经济业态加速融合的阶段,这个阶段会出现很多我们意想不到的东西,甚至远远超过我们的想象。投资者唯有以开放的心态、更高的格局和视野,辩证地看待股票市场的“变化”,才能适应新的市场环境。

这个市场唯一不变的东西,就是永远都在变化。但很多短期的波动并不是我们关注的重点,趋势性的变化,才是我们需要去重点把握的。站得越高,才能看得更远。”朱昆鹏说,市场永远不缺聪明的投资者和聪明的钱,但最终能够在这个市场长久活下来的投资者,一定是具有智慧的投资者。在岁月的淬炼和市场的起伏波动中积累的智慧,是我们去适应股票市场的不二法门。

■视点 | Easy Investment |

游戏抱住二次元

见习记者 王媛媛

现象级手游《恋与制作人》的爆红,为二次元游戏在2018年开了一个好头。游戏公司们正在不遗余力地为玩家提供饱满的情感满足,这与从前提供简单的胜负快感是不同的心理需求。游戏行业的套路有所改变,公司们试图从二次元市场切蛋糕。

根据《2016年中国游戏产业报告》,2016年中国游戏用户规模为5.66亿人,同比增长5.9%。而2009-2016年,中国游戏用户规模增速分别是70%、71.1%、68.5%、24.1%、20.6%、4.6%、3.3%、5.9%,用户规模增速下滑明显,用户红利在2014年左右结束。游戏公司们先后探索过IP红利、渠道流量红利。现在,他们希望把游戏与二次元文化结合起来。二次元文化是一种青年亚文化,不要怀疑,资本市场中仍然有很多人不懂二次元是什么,但它却成了近年文化市场主流发展类型之一。

二次元游戏“颜值”很重要,但在精美画风之外,其背后更深层的,掌握寻求被认同的用户心理才是关键。在页游时代,游戏公司通过让玩家不断在游戏里面打败敌人取得成就,提高排名,分享快感。而新兴的二次元及泛二次元人群需要在游戏里收获一份比较饱满的情感,在游戏里看到一些人类情感上的闪光点,自己感动到自己。

二次元文化本身有很大一部分是治愈性和对美好世界的想象,成为逃离现实世界压力与烦躁的“精神避难所”。这是二次元游戏用户有付费意愿的重要原因。追求价值认同的二次元群体忠诚度非常高,对喜欢的东西非常执着并不断追寻。因此,对喜欢的东西只会考虑购买的时间,而不是考虑价格问题,付费能力很强。

两个多月前,盛大游戏的IP发展中心总经理袁俊还在说,中国已经能做出媲美美国CG(Computer Graphics)水平的作品,但是没有办法描绘一个庞大的充满想象力让人沉浸其中的世界,这是二次元的真谛。两个月后,《恋与制作人》成功对二次元用户、泛二次元用户、非二次元用户的心理完成收割。但是,尽管《恋与制作人》成了现象级“网红”,其后续能否长期运营值得关注。另外,对于大多数游戏公司来说,即使知道套路,要爆红并获取大量用户喜爱,仍然存在相当多的偶然因素。这也是投资游戏公司的风险和难点。

实地探访清远农产品网销现状

黄华林 沙克炫

2017年11月上旬,笔者在广东省清远市清城区飞来峡镇了解和调查该镇电子商务发展现状。

清远市飞来峡镇成立于2004年5月,由原江口、高田、升平三镇及清远市华侨农场撤并而成,全镇总面积406.8平方公里。飞来峡镇的农产品除粮食外,还有砂糖桔、山地鸡、黑皮冬瓜等。2016年清远农民人均纯收入11682元。近10年来,清远市农林牧渔业的产量及产值都呈稳步上升趋势,但农业较农林渔业的发展速度偏低。据飞来峡镇农户介绍,村里的年轻人绝大部分都去周边城市务工,比例超过总人口数的五成,留在村里的主要是儿童和年长的村民,有文化的壮年劳动力相对稀缺。

当地农民的构成决定了农产品的销售主要依靠外来收购。比如当地最出名的清远鸡,近两年的收购价一般在4.4-5元/斤,每只鸡的收购价约30元。在淘宝网站搜索“清远鸡”,价格在88-198元/只不等,多数定价在128元以上,但发货地为清远的店家并不多。可见,减少中间环节,实现B2C、C2C,农民的增收将会非常显著。

据不完全统计,截至2016年年底,中国农产品网络零售交易总额达到2200亿元,农产品电子商务进入快速发展期,同时中国农村网民已突破2亿人,同比增长2.7%,占全部网民的27.4%,农村互联网普及率达到33.1%,农村快递网点9.5万个,乡村网点覆盖了超过70%,“淘宝村”达到1311个。根据阿里研究中心的定义,“淘宝村”是指网商数量达到当地家庭户数的10%以上,且电子商务交易规模超过1000万元以上的地区。

调研后笔者认为,电子商务的持续发展依赖于高品质的产品、畅通的电商渠道以及电子商务人才,三大要素缺一不可。首先是高品质的产品。当地有着丰富的物产资源,其绿色、天然、无污染的特色农产品,如闻名全国的极品清远鸡、砂糖桔、黑皮冬瓜等。今年黑皮冬瓜大丰收,收购价却只有0.3元/斤,增产不增收,是农民心中的痛。

其次是畅通的电子商务渠道。这里包含两部分,一是通讯的覆盖,二是物流的配套。现在的飞来峡镇几乎家家都有WiFi,通讯网络全覆盖,村村通公路,以硬化路面为主,少数土路仍在升级改造中。已有物流公司在该镇设常驻点,如顺丰快递、中国邮政速递等。

第三是电子商务人才。2016年全国农民人均可支配收入12363元,清远农民为11682元。人才缺乏严重制约该镇在新形势下的发展。

(作者单位:华南师范大学附属中学)

华熙基金创始合伙人杜建敏：

教育类投资“红线”下现多重机会

证券时报记者 刘凡

近年来,民办教育受到资本的追捧。截至2017年10月份,仅A股市场已有60家教育相关企业。但2017年,因携程亲子园、红黄蓝幼儿园爆发的“虐童”事件,民办教育的监管“雷区”也受到更多的关注。

华熙基金创始合伙人、前国浩律师(深圳)事务所合伙人杜建敏是一名5岁孩子的父亲。因为注重孩子的教育,加上华熙基金专注于教育等大消费领域的投资,杜建敏在教育行业的投资有着深厚而独特的见解。他自2016年开始构思教育类和宏观研究的文章,并最终写下了民办教育的万字论文。

近日,杜建敏接受证券时报记者的专访,分享他在民办教育行业投资的心得。他认为,教育行业有很大的市场,可以穿越经济周期。但教育行业具有营利性和公益性的特点,应以稳定的心态、价值投资的理念客观地看待教育投资行业。既不要高估教育投资的高收益,也不要遇到诸如“红黄蓝”等事件时看空教育投资。

投资注意“红线”

杜建敏认为,民办教育领域投资值得被看好,主要是基于几个逻辑:首先是政策支持,投入增加。当前,政府对教育全产业链的整体支持力度和实际投入都在加大。

此外,中国家庭的消费升级导致家庭教育投资比重提升。杜建敏说,国内中产阶级的兴起,将带来中国高端教育资源的强劲需求。他看好已经在一线城市建立起成熟商业模式的优质教育资源向内地城市扩展。例如,国际学校、高端连锁幼儿园、艺术培训、高端语言培训等;另外,技术的升级、互联网+教育等为教育行业打开了新的空间。

近年来我国民办教育行业资本热点不断,也不时有教育类企业登陆全球各地的资本市场。杜建敏认为,未来民办教育资产证券化存在大量机会,大量优质的成熟教育资产将迎来一波资本化的浪潮。

不过,杜建敏提醒称,从事教育投资的机构必须认识到,教育

行业同时有营利性和公益性特点,无论是在教育管理还是教育投资中都必须坚持正确的政治方向,把严格遵从行业监管作为投资的前提条件。

他划出了中国民办教育领域的两条“红线”——义务教育非营利(K9)和不得公开募集资金。“义务教育非营利(K9)”意味着不能进行股东分红,而必须采取类似于“VIE”的协议控制模式实施变相分红。由于目前中国监管部门尚未有关于“VIE”架构的相关政策,所以有些机构采取这种方式在境外上市,但若认定为违法违规,将严重影响到企业的上市安排。

而“不得公开募集资金”的规定,意味着举办者不得向社会公开募集资金举办民办学校,只能“私募”,也就是不能通过公开股票市场发行股票募集资金,不能直接上市或者被上市公司采取发行股票购买资产并购方式间接上市。对于已上市的教育机构,是否可以通过增发方式再融资也有不确定性。这两条“红线”的存在对教育投资标的的筛选、尽职调查的重点、投后管理的方案和退出周期及方案都有实质性影响。在没有认真考虑资金属性和退

出渠道之前,建议教育投资机构谨慎决策。”杜建敏说。

五类鼓励性投资机会

中国政府透过政策法规的字里行间还是释放出了很多积极的信号。”杜建敏称,其实教育行业存在着不少投资机会,一些细分领域是被鼓励的,也是投资可以抓住的空间。

他将这些鼓励性投资机会分为五大类。第一类是非义务教育领域/非学历教育/终身教育。到2020年全国学前三年毛入园率将达到85%,普惠性幼儿园覆盖率达到80%左右。”因此,他预计,幼教领域将发生颠覆性变化,中低端幼儿园将主动或被迫成为普惠性幼儿园,投资价值降低,可持续看好特色明显的高端国际幼教机构。

第二类是互联网/在线教育。当前,教育部、国务院等都曾发布过相关文件,鼓励教育信息化。因此,无论是学历教育还是非学历教育(课外辅导、兴趣培训)都有较大的投资空间。

第三类是中外合作办学/国际学校。随着中国社会主要矛盾的深刻

化和国际交流的日益扩大,具备国际化教育能力和优势的营利性办学机构,无论是学前教育还是高中教育、高等教育都有非常好的投资前景。从政府角度来看,现在比较开放的是高等教育的国际化。其中同时具备职业教育、高等教育、合作办学概念的亮点的投资标的更为优越。

第四类是教育资产证券化。政府鼓励金融机构在风险可控前提下开发适合民办办学特点的金融产品,探索办理民办学校未来经营收入、知识产权质押贷款业务,提供银行贷款、信托、融资租赁等多样化的金融服务。

第五类是参与民办教育母基金。由于直接性财政补贴和补助的非精准性和监管乏力,因此预见随着政府出资产业基金的完善和成熟,教育领域的财政补贴及其他类型的补助将会出现基金化取代趋势。这会给予政府产业基金运作能力和经验的投资机构提供更大规模的教育投资空间。

在选择好“赛道”之后,如何选择“选手”则属于仁者见仁智者见智,相信每家教育投资机构都有自己的独门秘笈。