

# A股磨底 机构逢急跌加仓意愿增强

□本报记者 林荣华

多重利空下,A股近期表现不佳,但北上资金依旧大力抄底买入。不少机构表示,A股当前整体估值处于底部区域,如果出现急跌则愿意加仓。弱市避险情绪下,消费板块表现较好,但业内人士指出,消费板块的成交占比和整体估值处于历史高位,同时一些机构已经兑现浮盈。展望后市,部分机构认为A股下半年行情值得期待。

## 急跌则抄底

受美联储加息预期等多方面利空因素影响,近期大盘走势疲软,沪指在本周二创下一年内新低。同时两市成交缩量明显,本周一两市成交额仅3208.98亿元,该成交额也是一年以来的次低,仅次于今年春节前最后一个交易日成交额。但是,北上资金依旧保持强劲的抄底势头。截至6月12日,北上资金过去一个月净流入604.74亿元,且无一日净流出,历史累计流入量达5048.69亿元,较年初增长44.29%。昨日,尽管大盘普跌,但北上资金对沪深两市的净流入资金均超7亿元。

弱市下的抄底大军中,北上资金并不孤单。某大型公募基金策略分析师表示,信用风险导致信用债发行不畅,社融总额难以放量,市场对经济预期又偏向悲观,同时叠加月末资金紧张,因此杀跌比较厉害。“但目前企业整体基本面是好的,这个区域是底部区域,

大盘再有急杀的话肯定加仓。”他说。

中加基金权益部总监张旭表示:“宏观经济并未出现明显下滑,预计二季度上市公司盈利可能仍然在高位,流动性进一步收紧可能性不大,反而有边际放松迹象。A股整体估值处于历史低位,如有急跌,考虑加仓。”

投资风格兼顾价值性和成长性的相聚资本旗下研究员张翔表示,此前考虑到近期利空因素较多,已经有所减仓,但瞄准中长期价值的核心仓位仍然持有。大盘点位主要对投资情绪影响较大,目前更关注优质个股的估值,越跌越买,在避免净值大幅回撤的情况下缓慢加仓。如果大盘企稳,加仓力度也会加大。

## 消费板块估值处高位

市场艰难筑底之时,类消费板块表现一枝独秀,超额收益明显。据Wind统计,5月23日大盘调整以来,以流通市值加权平均计算的申银万国行业中,仅食品饮料、家用电器、休闲服务、钢铁4个板块取得正收益,涨幅分别为6.62%、4.41%、3.97%和0.78%。对于弱市避险情绪主导下的消费板块后期行情,机构看法不一。

中信证券研报指出,A股消费股当下较高的估值水平引发担忧,但复盘海外二线消费股估值周期可以发现,杀估值的最主要原因是财报公布后业绩增速不达预期,公司持续高增长受到投资者质疑。目前A股处于业绩空窗期,消费股业绩仍保持较高增长态势,市场空间较大、行业天花板够高的公司可以给予更高估值

容忍度和容错率。因此,增长逻辑证伪前,消费股不会仅仅因为估值偏高就大幅杀估值;对品类相对单一、市场空间有限的公司保持谨慎;对区域、品类扩张概念个股,扩张进度和新品放量不及预期也可能引发估值调整。

不过,也有机构对消费股持谨慎态度,追高意愿不强。“目前消费板块成交金额占全市场比例齐平历史最高水平,同时金融板块成交金额占比齐平历史最低水平。从估值看,医药、食品饮料等行业的PE估值水平高于历史均值。”某公募基金研究员说,“今年消费品和服务的量价表现并不好,化妆品不错主要是因为经济较弱的‘口红效应’。预计二季度到三季度上半段,周期、金融有望表现更好”。

张旭表示,历史上消费板块有避险特征,但目前整体估值较高,考虑回避。当前主要持有经过较长时间下跌、估值处于历史低位的板块和品种。国寿安保基金认为,市场风险亟待释放,避险驱动大类资产。近期美联储加息几成定局,叠加国内限售股解禁等,流动性风险不容忽视,资金和情绪上面临诸多考验,建议仍以相对谨慎的策略为主。行业方面,宏观层面有支撑、前期调整充分、估值偏低的周期行业安全边际更高。

“已经将前期涨幅较大、估值偏贵的消费股作了减仓。”张翔说,“目前消费股的整体性价比不高,从未来2至3年的周期看,大部分品种要取得较好的年化收益率不容易。但未来高增长较为确定、有提价空间的消费股还存在

一些机会。”

## “下半场”值得期待

虽然当前A股表现低迷,但一些机构对下半年行情较为看好。从过去10年A股表现看,沪指下半年表现均好于上半年的次数达7次。

前述公募基金策略分析师认为,大盘7月份有望表现更好,“首先,随着第二次降准有望逐渐靠近,资金面将走向充裕;其次,一些信用风险已经暴露了;再次,由于外需逐渐冷却,托底政策有可能出台,社融大概率要反弹。”他说,“不排除6月份大盘走好的可能。”

“目前宏观经济数据并未出现太大问题,造成大盘下跌主要是风险偏好的变化,预期下半年政策边际改善时可能出现中级反弹。”张旭同样对后市较为乐观。

张翔认为:“目前A股估值相对便宜,整体风险不大,但市场对各类利空消息反应比较悲观。这时候有助于选到比较便宜的优质个股。预计下半年部分利空因素影响不大但前期被错杀的个股,有可能带来比较好的估值修复。”

另有私募研究员指出,目前A股绝大多数行业动态PE与PB估值水平均低于历史平均水平。但当前市场个股依旧分化严重,部分绩差股成交量很低,随着A股退市制度更加严格,垃圾股将继续边缘化。“即便下半年行情有望走强,也是优质个股的机会,普涨行情难以出现。”

# 私募机构看好CDR投资机会

□本报记者 王辉

随着6家公募战略配售基金开售,以及《小米集团公开发行存托凭证招股说明书》的披露,CDR试点已正式进入实操阶段。在此背景下,私募机构对于CDR整体持积极欢迎的态度。在CDR相关投资机会被普遍看好的同时,包括具体发行定价、对A股流动性的压力等,也成为了私募机构关注焦点。

## 投资机会可期

私募排查网13日最新公布的面向私募机构的问卷调查显示,目前有多达72.81%的受访私募表示看好CDR行情,表示不看好的私募机构占比仅为27.19%。

持积极观点的私募机构认为,在监管层精心筛选CDR标的、国内投资者对海外“独角兽”回归热情高涨的背景下,CDR投资机会值得关注。持谨慎观点的私募则认为,CDR定价可能会出现明显溢价,综合考虑当前中概股普遍在相对高位等因素,CDR的具体投资可能还需保持一定谨慎。

基岩资本副总裁杜坤认为,小米CDR作为试点首单,预计将为后续的CDR做出一个“好样板”。整体来看,目前等待中的CDR企业,大多都是新经济中的龙头企业,在相关行业和市场领域里处于龙头地位。从估值角度来看,当前A股市场整体对于龙头企业的估值并不算太高。

天之成投资总经理钟希杰则表示,历史上一些大型企业高位定价上市,后续成长相对有限,难为投资者创造较好的投资回报。CDR则代表中国经济的转型升级和持续增

长,以及上市公司自身成长不断做强做大。在此背景下,长期来看,CDR将给国内投资者带来买入中国优秀创新企业的好机会。

## 发行定价受关注

值得注意的是,尽管当前多数私募机构对于CDR回归带来的投资机会整体看好,但发行定价情况仍是业内关注焦点。

上海富钜投资首席投资官唐弢向中国证券报记者表示,目前CDR发行的一些重要条

款尚未明确,比如CDR的发行定价、CDR是增量还是存量发行、CDR和基础股票的转换方式方法流程等。在此背景下,该私募表示将保持对这一新产品的密切关注和研究,目前还很难判断最终是否配置。

与此同时,结合近期药明康德等“独角兽”企业上市之后市场的追捧情况,有私募机构指出,未来CDR回归在发行定价以及二级市场交易方面,应当得到有关方面理性掌控,尽量避免股价泡沫和业绩过度透支的状

况出现。

君海投资总经理张然进一步指出,对于CDR这种新兴事物,个人投资者应该经过充分了解后再做出投资决策,不应盲目跟风。近期正在发行的战略配售基金,享有优先战略配售的制度优惠,可以较大幅度通过专业优势规避或降低未来可能存在的宏观风险或系统性风险。对于个人投资者来说,可以通过委托给专业投资机构,把握相关投资机会。

# GP鱼龙混杂考验尽调能力 母基金合伙人感叹钱不好赚

□本报记者 刘宗根

“创投行业的钱并不好赚。”北京某大型母基金创始合伙人日前表示。记者从多家机构了解到,相对于VC/PE机构,母基金收益率偏低,此外VC/PE机构鱼龙混杂,母基金缺乏掌控能力,这都将极大地考验母基金的尽调能力。

事实上,为了应对上述问题,不少母基金逐渐开始加码直投业务。业内人士指出,母基金投资的关键是实现风险和收益的平衡,在保证风险水平可控的前提下,尽量提高投资收益。直投业务在一定程度上满足了投资者缩短现金流周期、降低费率的需求。

## 风险低收益也低

近日,记者从多家机构了解到,募资寒冬背景下,不仅VC/PE机构,作为LP(有限合伙人)的母基金,如今钱也不好赚了。

“对于VC/PE机构而言,投中一个好项目,可能会有二十倍甚至五十倍的回报,但是投资基金很少有赚到五十倍的,两到三倍的回报就不错了。”北京某大型母基金创始合伙人表示。据他介绍,人民币基金退出要比美元难得多。上海某知名母基金合伙人认为,相比美元LP,人民币LP一般期限较短,多是七八年,

然而由于国内项目退出较难,对期限要求也较高,因此这是一个相当大的矛盾。

事实上,收益率偏低并非个例,这也一直困扰着不少母基金机构。母基金研究中心认为,在享受私募股权投资相对高收益的同时,实现风险分散化,一直是母基金相对于其他投资方式最明显的竞争优势。母基金尤其是市场化母基金投资的关键是实现风险和收益的平衡,在保证风险水平可控的前提下,尽量提高投资收益。也只有这样,母基金才能满足高净值客户等风险厌恶投资者的投资需求,发挥出母基金低风险、中高收益的特色。

## 缺乏掌控能力

在业内人士看来,LP不好做,除了收益率偏低,一定程度上也与VC/PE机构“不靠谱”有关。根据中国证券投资基金管理协会最新数据,截至2018年5月底,私募股权、创业投资基金管理人已达1.42万家。尽管从表面上看数量庞大,但是真正为LP赚到钱的却并不多。

“此前我们选中一家很知名的GP(普通合伙人),当时其正在募集第二期人民币基金,大概是4亿到6亿元的规模。尽调之后,我们认为从合伙人的能力来看,管这样规模的基金应该会跑得不错,随即决定投10%,成为其第一家人民币LP。不过后来该基金关闭的规

模远远超过当初的承诺规模,超出了三四倍。这种情况下,LP就非常纠结了。”前述北京某大型母基金创始合伙人表示。

据他介绍,基金扩大三四倍规模以后,盈利三倍的可能性只有30%到40%,也可能只赚两倍或者更少都有可能,期望值会产生很大差异。

“这个时候就考验LP的能力了,比如去跟管理人谈,减少配置。把钱给谁是一个非常慎重的决策,因为钱给了GP之后,GP再怎么管,LP根本没有主动掌控能力。”他表示。

“国内目前有上万家GP,可以说是鱼龙混杂,真正赚钱的很少。现在募资难、投资难、退出难,并不难理解,不可能所有募资团队都那么容易募集到资金,大浪淘沙的时候该到了。”国内某知名产业引导基金总经理表示。

北京某老牌PE机构合伙人认为,LP给钱的基础是信任,GP需要做到以下两点:第一是保证资金的安全。“连资金安全都保证不了,以后谁还会给你钱。”第二是长期稳定的回报。“冒一次险赌一把可能会得到很好的回报,但作为职业投资人,追求的是长期持续稳定的高回报。”

## 加码直投业务

记者注意到,为了取得更高收益率,降低

对VC/PE机构的依赖,不少母基金逐渐开始加码直投业务。

“除了母基金之外,我们三成以上的基金都是直投,而且是以跟投为主。只有把直投业务做好了,母基金才能做好,尽调时才能看得懂。”前述上海某知名母基金合伙人表示。

对于项目来源,该合伙人表示,大多数情况下都是靠GP推荐而来,“即便如此,我们也会优中选优,不是看看GP的报告就行了,真的是要到现场做大量的调查”。

在他看来,母基金想要做好直投业务,首要任务就是风险控制。“包括单个项目投多少,再好的项目也会严格执行不超过15%或者20%的规定,跟投是长期系统的,不能头脑发热。”

业内人士认为,直接投资尤其是和GP同时进行投资的联合投资,已经成为母基金的重要业务组成部分,这主要是母基金为了满足投资者缩短现金流周期、降低费率的需求。

母基金研究中心认为,部分母基金已经将很大一部分精力放在直投领域。虽然直接投资业务不是母基金的优势,但母基金基于获得更大的投资收益等因素,可充分利用其投资子基金的便利对子基金投资的项目进行选择性的跟进投资。

**农银汇理韩林:  
看好物联网板块价值投资机会**

□本报记者 徐金忠

近期,市场结构性行情持续,受“独角兽”上市、CDR发行等因素影响,A股市场科技板块受到市场关注。其中,已经有众多重量级参与者、行业创新应用前景逐渐明晰的物联网板块,受到了投资者关注。

农银汇理物联网主题灵活配置混合基金经理韩林认为,物联网板块的发展有目共睹,如今已逐步摆脱概念型投资机会的旧印象,在当前的结构性行情下,这一板块的投资价值正在凸显。

## 物联网应用加速落地

如今,无人驾驶、智能家居、智能门锁等“黑科技”词汇越来越充斥人们的生活,万物互联的时代正在加速到来。资料显示,物联网是通过信息技术将各种物体与网络相连,以帮助人们获取所需物体相关信息的智能生态系统。物联网也是促进社会发展向数字化转型的主要动力,蕴含数万亿美元市场,可以创造巨大的社会价值。有机构统计,预计2030年前,仅工业物联网就可以为全球经济增加14万亿美元价值,加上私有和公有物联网,经济价值增长更甚。

在韩林看来,目前,物联网技术正在加速落地,正从概念型的机会演变为实实在在的落地的技术创新和应用。他认为,物联网行业比较广,会覆盖人们生活的许多方面,包括通信、工业、环保、交通、医疗、农业、电力、物流等行业。观察发现,目前阿里、小米等行业巨头已经表示要进军物联网,这代表了这些企业对于物联网行业未来的看法。

韩林认为,物联网将用户端之间的连接,延伸和扩展到了任何物品与物品之间。中国5G发展的“三超”方向(超高速、超低时延、超大连接)中后两者就是未来物联网的发展空间所在。随着各分支行业政策利好不断落地,物联网将迎来“先连接应用后爆发”的中长期机会,相关上市公司将会受益。

## 投资机会凸显

回顾发现,物联网板块的投资机会在近年来相当突出。Wind数据显示,自2013年至2018年5月11日,沪深300指数上涨54%,而同期物联网指数涨幅达到297%。物联网子行业的表现更为惊人,如智能汽车、人工智能、安防监控和4G等指数同期涨幅分别高达306%、435%、332%和228%。

但是,去年以来的极端分化行情下,物联网板块的投资机会已经发生深刻变化。“今年的情况是物联网主题基金相对收益不是特别理想,这跟没有趋勢性行情有关系。申万一级行业指数中,电子通信传媒等对比消费板块,食品饮料板块、医药板块等的差距明显。物联网主题基金以成长股投资为主,以科技行业板块投资为主的,有一定的压力。”韩林坦言。

韩林认为,下半年整体的A股市场仍将延续机结构性行情,但也需注意市场结构的调整,特别是蓝筹白马持续上涨后是否还有后劲,值得思考。成长性机会方面,从估值角度来看,已经达到历史偏低的位置,其投资的潜在收益率正在凸显。具体到物联网板块,韩林表示,比较看好三大领域:一是偏基础设施类的云计算、芯片、5G这些细分行业;二是具有通用性的人工智能技术;三是和物联网相关的下游应用行业,如智能安防、新能源车等领域。另外,在选股策略上,韩林表示,将更多从价值投资的角度出发,以基本面选股的方法,去发掘那些可以长期持有的标的。

## 广发基金赵杰:

**布局沪深300指数正当其时**

□本报记者 万宇

A股“入摩”效应正在显现。Wind统计显示,6月4日至8日,即A股“入摩”首周,北上资金净买入额达到167.14亿元,较前一周的145.49亿元环比增加14.88%。机构分析认为,后续北上资金有望持续净流入。被纳入MSCI指数体系的234只A股中,有207只来自沪深300指数,占比近90%,这也意味着,与MSCI中国A股指数高度重叠的沪深300指数将明显受益,此时正是最佳布局时机,正在发行的广发沪深300指数增强基金可谓生逢其时。

广发沪深300指数增强基金拟任基金经理赵杰认为,A股纳入MSCI指数是渐进的过程,加上供给侧结构性改革的推进,市场将加速步入龙头经济时代,沪深300指数有望得到中长期持续利好。Wind数据显示,截至2018年4月30日,沪深300指数市盈率为12.88倍,市净率为1.52倍,处于历史较低水平。赵杰认为,沪深300指数不仅估值低,企业盈利增速也保持稳定,从中长期来看具有较高的投资性价比。

## 摩根士丹利华鑫基金:

**A股买入机会增多**

□本报记者 张焕昀

近期,资金观望情绪明显,市场处于震荡整理中,风险偏好处于低位。对此,摩根士丹利华鑫基金指出,虽然6月份市场悲观声音较多,但从另一个角度来看,利空因素也在逐渐出清。从估值方面分析,很多股票在经过较长时间的下跌后估值已经在低位,再次大幅下跌的风险已经减弱,即使市场系统性回调,这些个股的调整幅度可能也比较有限,未来会有越来越多的买入机会。

总体来看,摩根士丹利华鑫基金表示,对中国经济不盲目悲观,投资方面会坚守基本面来挑选各行各业优质股票。消费板块防御价值明显,短期可予以重点关注。周期和成长板块也有不少股票目前估值性价比突出,且其所在细分行业的竞争格局还在不断优化,综合考虑今年的市场风格和近期各板块的特点,均衡配置会是一个不错的策略选择。