

公募基金“双重估值法”掘金科创板

□本报记者 李良

科创板尚未正式开市，公募基金的情绪却已一波三折。

超千亿元资金追捧首批科创主题基金，令市场体验了一把资金的热度，却也加剧了基金经理的分歧。尽管A股中已经有大量的科创板可对标个股，而且市场估值也相对成熟，但在很多基金经理看来，如何“正确定价”科创板个股，依然是横亘在机构眼前的难题。

对此，海富通基金公募权益投资部副总监吕越超向记者表示，在财务和估值的层面上，可以采用绝对估值法为主、相对估值方法为辅的定价方法，公募基金投资应当秉承深度挖掘、深入研究的原则，审慎作出投资决策。

寻找价值“新量尺”

上海某股票型基金的基金经理向记者表示，相较于现有的A股市场，科创板实现了很多重大的制度改革，不少变革可能会影响市场对上市公司的估值，这需要基金经理多一个维度去思考和定价科创板个股。

“按照传统的估值体系，目前盈利能力较弱甚至尚未盈利的企业，是会被纳入价值投资范畴的。但是，科创板投资的一个核心逻辑，其实是对未来的投资，着眼的是个股及其所处行业在整个经济转型过程中的前景。”该基金经理说，“这种思维上的差异，很容易让基金经理陷入一种矛盾，短期内回避科创板个股投资。”

但也有部分基金经理找到了自己的答案。吕越超指出，相较于过去资本驱动的企业，科创板公司大部分属于技术和创新驱动型，静态的整体财务指标未必优异，因此，投

资料科创板个股需要有独立的思维。为此，他提出，在财务和估值的层面上，可以采用绝对估值法为主、相对估值法为辅的定价方法。

“在绝对估值层面，可以采用‘自上而下’的方式、合理借鉴同行数据，并根据公司自身情况做调整，来评估未来现金流及贴现率，同时，贴现率采取可变数值而非定值；再通过评估生存概率，对估值进行调整。”吕越超说，“而在相对估值层面，可使用将估值倍数与基本面要素的代理指标回归的方式，来控制公司间的要素差异，再通过远期价值贴现获得估值倍数，对标A股可比公司进行合理估值。”

策略“鸿沟”渐现

事实上，尽管距离科创板启动尚有时日，但许多基金经理间已悄然达成一个共识：由于资金热度过高，在科创板正式推出的早期，部分个股会因为资金推动而出现“市梦率”。

首批7只科创主题基金的热卖，验证了他们对资金情绪的看法。尽管单只基金首募均限售10亿元，但超过千亿元的申购量却充分展示了市场对科创板的期待。一位基金公司市场部总监直言，伴随着第二批甚至更多科创主题基金的发行，以及首批基金打开申购，超千亿元的资金量最终会逐步涌入到公募基金中，成为科创板重要的投资力量。

这种气氛感染了部分基金经理，让他们对科创板投资充满乐观。诺德基金的基金经理顾钰认为，在目前的大环境下，科技行业作为新兴产业的代表，作为跨越中等收入陷阱的最有效方法，作为国家核心竞争力的体现，有望得到国家政策的扶持。而站在目前时点，未来2-3年科技行业的多个细分领域均处于景气程度上行阶段，其中存在较多可以挖掘的机会。“随着科创板开板在即，我们认为，科

创板的推出将赋予科技行业优质公司一个价值重估的机会。”顾钰说。

但拒绝接受潜在“市梦率”的基金经理也不在少数。某知名80后基金经理就向记者明确表示，不会参与科创板早期个股的投资，今后也会秉承价值投资的原则，审慎观察、仔细求证后再作出投资决策。该基金经理认为，从板块特性而言，科创板可以对标美国的纳斯达克市场，高估值会是多数个股的常态，对于纯粹的价值投资者来说，这并不是一个“淘金”的好场所。

“随着时间的推移，我相信，科创板中一定会诞生出伟大的企业，值得长期价值投资的企业，就如同此前的中小板、创业板一样。但是，需要耐心地观察和等待。”该基金经理说。

而吕越超的思路，则没有放在策略的抉择上，而是开始构思科创板的投资方法。他表示，深度挖掘、深度研究、审慎决策是科创板投资必须坚持的基本原则，而海富通基金会从三个方面强化这些原则：第一，加强产业深度研究，首先要把产业趋势、商业模式、业务逻辑想清楚，比如业务能否正循环，有没有稀缺性；第二，加强一二级市场的联动，充分发挥公募基金的机构优势，从成长预期、股权投资逻辑等多个维度，审视企业的发展前景、核心优势；第三，加强产业链和公司的调研力度，对经营历史较短、公司治理不够成熟，实际成长能力和研发水平有待进一步考证的企业，要多进行实地调研，考察生产运营、研发技术、公司治理等多个角度，提升投资决策的科学性、前瞻性。

“影子股”的机会

除了研究科创板，许多基金经理也将目光盯上了科创板的“影子股”。

不过，与A股市场偏好持有潜在科创板挂牌企业股权的个股不同，基金经理眼中的科创板“影子股”，更多地落在七大行业中的对标个股上。这其中，科技股尤其是基金经理关注的重中之重。在许多基金经理眼里，虽然有可能因为科创板个股出现“市梦率”而难以下手，但相较而言，A股市场现有的“影子股”却存在被动拉升估值的可能，这会提供一定程度的投资机会。

上海某银行系基金公司投资总监就认为，作为今年资本市场最重要的事件，科创板的热度不会短时间消逝，因此，在一段时间内，科创板启动后的估值都会处于相对较高水平，而大部分的科创板个股在A股市场都能找到合适的对标，从比价效应来看，存在拉升对标个股估值的可能。

“很多人担忧科创板个股的成色，但我们可以看到，上交所通过严格信息披露的方式在申报企业中‘去伪存真’，可以相信，最终科创板能挂牌上市的企业都是好企业。”该投资总监说，“所以，即便市场在一段时间内维持相对较高估值，也是可以理解的。”

值得注意的是，现有的科创主题基金，其投资范围并非限定于科创板，而是覆盖于全A股市场的科技创新类个股。这就意味着，即便未来大量资金涌入到科创主题基金中，最终也会有相当比例投向于现有A股市场中的科技创新类股票，“影子股”的机会不言而喻。

顾钰则表示，科技创新行业中，如5G产业链、半导体进口替代、计算机软硬件的自主可控、云计算、物联网、人工智能等，都有较多的机会可以去挖掘。他认为，科技行业变化很快，拥有扎实的基本面和稳定增长的业绩，估值相对匹配的价值成长股，值得长期布局。

机构越跌越买 股票型ETF份额逆势增长

□本报记者 黄淑慧

4月以来，A股市场步入震荡调整期，不过广受机构资金青睐的股票型ETF基金却持续被积极申购。东方财富Choice数据显示，二季度以来，截至5月15日，沪深两市股票型ETF场内净申购份额达到161.34亿份，显示出调整行情中机构保持着逢低买入的热情。

股票型ETF重回净申购

在今年一季度A股大幅上涨环境中，沪深两市股票型ETF场内份额呈现出缩减态势，整个季度共计减少210.34亿份，不过这一态势在二季度得到扭转。4月以来随着市场震荡，股票型ETF反而恢复到净申购态势。截至5月15日的29个交易日中，仅7个交易日股票型ETF场内份额出现净赎回，其余22个交易日均是净申购。

数据显示，二季度以来，份额增加较多的主流ETF主要包括易方达创业板ETF、华夏上证50ETF、南方中证500ETF、华泰柏瑞沪深300ETF等，份额增长均在6亿份以上，增幅也均超过7%。除了上述宽基ETF成为资金净流入的主要区域外，其他如证券、银行、军工、传媒等行业主题ETF份额也呈现快速增长，如国泰中证全指证券公司ETF份额较一季度末增长21.96亿份，增幅达到42.25%。

据一些基金公司透露，本轮申购资金中主要仍以保险等机构资金为主，也有一些ETF的规模增长主要来自于联接基金的申购。

ETF份额增长仍有空间

值得注意的是，在当日市场跌幅较大时，

二季度以来净申购份额居前的股票型ETF（截至5月15日）					
代码	名称	最新场内份额(亿份)	期间净申购份额(亿份)	份额增速	二级市场成交额（亿元）
510380.SH	国寿安保沪深300ETF	48.40	32.82	210.68%	0.12
512880.SH	国泰中证全指证券公司ETF	73.92	21.96	42.25%	235.30
159915.SZ	易方达创业板ETF	146.99	21.70	17.32%	352.79
510310.SH	易方达沪深300发起式ETF	48.62	13.98	40.35%	12.64
510050.SH	华夏上证50ETF	170.45	13.11	8.33%	939.89
510500.SH	南方中证500ETF	82.52	9.97	13.75%	488.24
512000.SH	华宝中证全指证券公司ETF	33.76	9.73	40.48%	100.86
510360.SH	广发沪深300ETF	25.31	7.65	43.31%	19.28
510330.SH	华夏沪深300ETF	70.43	7.52	11.95%	166.55
510300.SH	华泰柏瑞沪深300ETF	91.15	6.35	7.49%	582.04
159919.SZ	嘉实沪深300ETF	60.62	4.33	7.69%	96.82
510560.SH	国寿安保中证500ETF	6.08	4.32	245.01%	0.03
512660.SH	国泰中证军工ETF	23.92	4.00	20.08%	35.65
512800.SH	华宝中证银行ETF	13.47	3.57	36.00%	36.10
159949.SZ	华安创业板50ETF	141.39	2.69	1.94%	160.10

数据来源:Choice

资金入场显得尤为积极，呈现出“越跌越买”的特征。Choice数据显示，5月6日上证指数下跌5.58%，当日沪深两市股票型ETF净申购21.26亿份，是二季度以来场内份额增长最多的一天，资金流入约47.98亿元。与此类似，4月25日上证指数下跌2.43%，当日股票型ETF净申购份额达到19.50亿份，资金流入约50.24亿元。从中可以看出，在急跌行情中，ETF申购资金纷纷入场。

招商基金策略分析师分析表示，近一年ETF份额变动可以分为三个阶段：2018年下半年ETF持续以净申购为主；2019年1-3月以净赎回为主，尤其3月赎回规模较高；4月以来以净申购为主。统计发现，2018年下

半年股票型ETF累计净申购份额中，约40%的净申购份额来自个人投资者，60%来自机构投资者。ETF联接基金、保险机构是前十大股东中净申购的主力，尤其保险的净申购份额在前十大股东净申购份额中占比超过50%。由此来看，在当前ETF逆势扩张的过程中，很可能是个人与保险机构在积极申购。

信达证券此前根据历史数据测算也发现，指数ETF份额往往与指数走势背离，当指数呈现下跌趋势时，跟踪指数的ETF份额会显著上升；反之，当指数上行时，ETF份额则走弱。

从近期机构的观点来看，主流观点认为，

非银金融成赢家

机构关注指数样本股调整投资机会

由于指数编制规则透明，部分券商已经给出了此次样本股调整的预测名单。综合多家券商的预测结果来看，沪深300指数方面，中国人保、温氏股份、鹏鼎控股、青岛港、天风证券、万达电影、长城证券等17只个股有望被调入，而招商公路、大唐发电、*ST康得、*ST盐湖、索菲亚、第一创业、首钢股份等17只个股可能被调出。

中证500指数方面，华西证券、湖北能源、四维图新、驰宏锌锗、郑州银行等50只个股有望被调入，而芒果超媒、金科股份、古井贡酒、广联达、森马服饰等50只个股可能被调出。上证50指数方面，中国人保、中国国航、中信建投、海通证券、三一重工5只个股有望被调入，大秦铁路、山东黄金、三六零、北京银行、绿地控股5只个股可能被调出。

根据中信证券总结，2019年6月主要指数样本股调整中，一些特点值得关注：一是行情回暖导致非银金融行业市值涨幅较大，调入

的个股可能较多，例如中国人保、中信建投、海通证券等有望入选上证50指数，天风证券、长城证券等有望入选沪深300指数；二是2只创业板个股有望纳入沪深300指数，即温氏股份、芒果超媒；三是被动型基金规模较上一次调整预测时有一定增长。

短期或带来交易性机会

随着机构投资者队伍不断壮大，近几年指数基金取得飞速发展。海通证券提供的数据显示，2019年一季度，跟踪沪深300的指数基金规模升至1562.80亿元，跟踪中证500的指数基金规模升至817.94亿元。

相聚资本首席研究员彭文表示，指数样本股的调整影响主要在于引导被动投资资金的进出。今年以来，各路资金通过ETF大量进入市场，若样本股调整的规模较大，可能带来交易性的投资机会。

资深业内人士冯永昌也告诉记者，指数

样本股调整是一个阿尔法源，其影响主要在于指数基金调仓将放大部分股票的上涨或下跌趋势，增强动量因子效应。

“宽基指数主要基于市值筛选样本股，在筛选边界上的一部分股票会有较大出入，如果上个区间价格下跌相对比较，就可能因为市值的缩水而被调出后，后面的上涨带来市值增加的股票会调入。”冯永昌说。

不过，业内人士也提醒，对于样本股的调整，市场一般会提前反应。彭文表示，由于指数调整的方法透明公开，市场能够比较简单地根据规则测算出可能新纳入的样本股。因此，随着关注的资金越来越多，市场对这部分超额收益的反馈越来越迅速，收益空间也在逐步缩小。对于机构而言，指数成分股调整带来的更多是短期的交易性机会，且对于纳入的标的而言，市值、成交量等指标均是一种“表征”上的肯定，长期的投资空间还是取决于基本面。

星石投资：看好代表新经济发展方向的成长股

□本报记者 林荣华

针对国家统计局近期发布的4月份经济数据，星石投资表示，从短期来看，数据回落，经济仍处于企稳初期，短期内或有所反复，“稳增长”仍然是宏观经济调控的重要任务，在底线思维指导下逆周期调控政策将相机抉择。从中长期来看，调结构、产业转型升级是必然趋势，代表新经济发展方向的成长股表现将会更好。

星石投资认为，随着外部环境不确定性增加，调整产业结构、进行产业转型升级是我国经济发展的必然趋势，而经济增速下滑压力是制约其的主要因素，而现在宏观调控政策也在寻找两者的平衡点。以前，我国经济发展的动力主要来自土地、基建等投资性行业，只需要注入充足的流动性，对于经济的刺激作用是非常明显的；但是，未来经济发展的方向已经转变，高端制造、产业升级将是明确的方向。从中长期的视角来看，目前科创板、减税降费、退市制度等一系列改革都在稳步推进，助力新经济更好的发展，未来成长股将更具投资价值优势。

星石投资指出，今年以来，总量政策的总体基调是“托而不举”，短期经济筑底过程中仍有波折，因此，“稳增长”仍然是宏观经济调控的重要任务。展望未来，逆周期调控政策将在底线思维指导下相机抉择。

安信基金王涛：

目前信用债是更优选择

□本报记者 张焕阳

近期，A股的波动让不少投资者感到担忧，稳健风格的债券类资产再次获得青睐。在拥有超过16年固定收益投资经验的安信基金经理王涛看来，基本面仍对债市有一定支撑，更看好信用债机会。他和团队会坚持择优配置债券，追求绝对回报的原则构建投资组合。同时，由拟任基金经理王涛掌管的安信鑫日享中短债基金正在发行中。

债券配置价值仍在

谈到当前宏观经济以及对盈利拐点的判断，王涛指出，从公布的数据来看，自2018年下半年以来的各项稳经济措施正在显现成效，经济数据也显示企稳迹象。但目前来看，实体经济的信用传导机制并没有得到完全修复，经济复苏还需要进一步的数据验证。当前企业盈利拐点暂时还未出现，市场信心依然偏弱，刚刚公布的4月PMI虽然保持在“荣枯线”以上，但依然低于市场预期。

王涛表示，货币政策可以佐证对宏观经济的看法，目前是结构性的宽松，反映出对经济转型的呵护。正如央行一直强调的“合理充裕”，在传统经济向经济转型过程中，相信央行货币政策依然会维持这种状态，因此王涛认为货币政策对债券市场依然偏正面。

财政政策方面，从2018年下半年开始显著发力，无论是地方政府专项债的大规模发行还是各类减税降费措施都指向稳定经济的方向。王涛认为，从目前来看，财政政策的效果已经逐步显现，各项经济指标在今年一季度表现良好。财政政策落脚点是基建，王涛认为后续进一步大幅刺激经济增长的概率并不高，因此财政政策对债券市场的负面影响相对较小。

而在这样的市场下，信用与利率如何选择？王涛表示，在经历了2018年债券市场收益率持续下行之后，利率债在绝对收益上已经比较低。因此更偏向于信用债，信用债相对更高的票息能够抵御经济基本面变化引起的波动。从目前的情况来看，经济基本面转好对利率债的冲击更大，而信用债相对表现更好一些。由于后续宏观经济走势存在诸多变化，既存在各种积极的因素，也有继续下行的风险。“我们认为，目前信用债依然是更优的选择。”

票息为王 逆向投资

超过16年的债市经历为王涛积累了丰富的经验，谈到核心债市投资理念，王涛的方法是“票息为王，逆向投资”。他阐释道，高票息的信用债债券是基本持仓，利率债则需要把握机会进行交易。在王涛看来，宏观经济是复杂的，市场是各种看法的结果，交易的机会来自于市场的预期差。因此，一定要充分理解市场对于宏观的看法，有时在负面的思考充分体现后，就可以尝试介入，哪怕积极的因素还没有出现。平时会依靠团队，每个人对宏观的理解交流，试图把握住对市场的理解。

王涛介绍，安信固收团队对信用投资的整体理念是：“在严格控制各类风险的前提下，在各类债券投资品种中寻找优质投资标的，坚持为投资者创造绝对回报”（风险包括信用风险、流动性风险和合规风险等）。同时，重点关注各类债券之间的相对价值和绝对回报，再进一步根据各类债券的特点，结合产品组合自身的投资者需求，在各类债券中寻找最优投资标的。

在信用风险控制方面，安信基金有专门的固定收益研究部负责整体的信用风险控制。“我们的信用价值观偏向于保守，对于看不懂的行业或者公司，以及与同行业相比存在明显异常的公司，我们宁愿放弃这类投资机会，严格坚守看不懂和有疑问的标的坚决不参与的原则。”王涛表示。

值得一提的是，由拟任基金经理王涛掌管的安信鑫日享中短债基金正在发行。据悉，该产品主要投资于久期在三一年以内的高流动性债券资产。在王涛看来，新产品最大的优势应该是在保持组合高流动性的前提下，争取为投资人创造更高的“绝对回报”。对于当下的发行时点，王涛表示，短端债券收益率较去年末已经有所上行，从绝对回报的角度来看，目前三年以内的很多品种已经能够为投资者提供不错的回报。而站在目前的时点上看，王涛认为，货币政策预计将继续保持“合理充裕”，因此短端债券收益率在未来下行的概率较大，这意味着当前或许是一个很好的建仓时点。