

多维度评估

基金构建科创板专属估值模式

□本报记者 万宇

科创板第一股华兴源创发行价日前公布,为24.26元。对于科创板企业的估值,多位受访基金经理表示,将根据科技企业不同类型,从不同维度对具体公司进行估值,除了PB、PE、PS等常用的估值方式,对某些企业也会采用类似一级市场估值逻辑。

估值体系生变

科创板股票交易即将开始,基金公司对于科创板的投资也将进入实战阶段。科创板上市公司与现有A股上市公司存在一些不同,因此在估值上也存在差别,比如科创板部分上市公司可能尚未盈利,有公募基金人士指出,科创板或带来估值体系的改变。鹏华基金副总裁高阳表示,科创板突破了旧有的以盈利为基础的上市体制,对公司估值定价新的挑战。财通基金也指出,科创板定价估值体系与主板不同,因此需要从股权投资的逻辑出发,多维度审视标的价值。

广发科创主题3年封闭混合基金经理李巍认为,管理科创主题基金与管理普通权益基金相比,最大的不同之处在于需要结合科技企业的特点、企业类型、发展阶段等采用不同的估值方法对企业进行合理定价。“科技企业具有三个显著的特点:早期具有高波动性和高不确定性;研发投入大,技术路线不明确,非线性成长;一旦建立某种技术优势或平台效应以后,能较长时间获取超额利润。”

多维度估值

由于科创板不同的定价体系,部分科技创新企业在业绩企业估值和市场前景方面相对传统公司会有很大差异,招商基金专门成立了创新企业发行证券上市及创新企业定价小组,并详细制定了定价工作要求及流程指引。财通基金也创建了“一二级联动”投资模式,组建“科创战配投资小组”,更新估值体系和估值方法等系列布局,在科创板投资过程中,由二级投研团队、投资银行团队、新三板投资团队分别从不同投资视角分析拟投资企业的投资价值,从而形成多维度的投资评价体系。

李巍也表示,他将结合企业的特点、行业类型、发展阶段等采用不同的估值方法对科创企业进行合理定价。在他看来,科技企业可分为三类:第一类是成熟期企业,这一类企业适合采用盈利与现金流为基础的估值方法,如PE、PEG等,适当考虑DCF、NAV等绝对估值法;第二类是成长期企业,它们的收入快速增长,但仍然需要继续投入大量资金,这类企业适合以EBITDA(息息折旧及摊销前利润)、收入或现金流替代盈利,即EV/EBITDA(企业价值倍数)、PS或PCF法估值;第三类是导入期企业,企业发展仍处于早期阶段,业务模式不清晰,市场更多基于市场空间等指标远期折现估值,类似一级市场估值逻辑。

他还表示,目前并没有普遍适用的某种估值方法。不同的估值方法其实是针对不同维度去看待企业,以便更好地反映企业的增长前景、行业地位和财务特点。对于同一家企业,在不同发展阶段、不同的业务特点需要采用不同的定价方法。

诚盛投资完永东：挖掘低估值龙头股机会

□本报记者 林荣华

继2017年拿到“五年期股票策略金牛私募管理公司奖”后,诚盛投资2018年度再度斩获这一奖项,这也是自2015年以来公司收入囊中的第五座金牛奖,充分彰显了长跑优势。诚盛投资总经理完永东表示,在风险收益比合理的标准下,通过仓位调控规避系统性风险,通过精选个股防范非系统性风险,严格控制熊市下的回撤水平是长跑胜出的关键。展望未来,低估值的龙头公司仍然能够提供具备吸引力的回报。

严格控制回撤幅度

完永东稳健的操作策略在过去几年里起到了很好的效果。2013年至2018年,A股市场均出现了多次大幅波动,但诚盛投资旗下产品较好地控制了回撤幅度,在为投资者保护好本金的基础上创造了丰厚的回报。他说:“诚盛投资非常重视为投资人创造持续稳定的业绩回报。”

完永东进一步指出,“从过往牛市看,牛市末期市场估值水平高估十分明显。从风险收益比的角度出发,赚估值低估或估值合理到估值略高的钱是可以的, 赚估值略高到估值泡沫的钱是有很高风险的,谁也不知道泡沫会在何时终止。”

除了仓位控制,完永东在个股布局上也十分重视风险收益比。“一般而言,在每次下跌行情中,首先买入的是被低估错杀的价值股;如果市场逐步稳定就会介入部分偏二线的低估蓝筹品种;只有在市场情绪乐观、上涨趋势十分明显的时候,才会少量介入偏主题的品种。减仓的时候首先减掉的是高贝塔品种,降低高风险资产权重。其次是减二线低估蓝筹的品种。”

低估值龙头回报显著

在投资机会挖掘上,完永东看重龙头公司的机会。他表示,虽然A股全市场加权市盈率很低,但这其中低估值的银行股影响很大。如果以市盈率中位数来衡量,那么A股整体估值在40倍左右。以上证50、沪深300为代表的蓝筹股整体估值合理偏低,但不少中小公司的估值尽管经历了过去几年的下杀,但仍不便宜。

完永东指出,从经济发展规律和国外发展历程看,各行各业向龙头公司聚集都是一个趋势,后发者很难超越和逆袭,这一点在目前国内很多传统行业里也已经得到体现。“一些龙头公司的业绩增长确定性很强,甚至未来5年、10年的业绩增长都很确定,在低估值时买入,至少能够挣到业绩增长的钱。”

具体到行业布局,完永东表示重点布局三大领域:消费升级,包括食品饮料、生物医药、餐饮社服;科技进步,包括高端制造、互联网、计算机、通信;大金融,包括券商、保险、银行。他指出,消费板块业绩确定性强,未来几年整体业绩增速仍可能达到8%的水平,具有很强的吸引力。科技板块中专注挖掘景气行业中具备核心竞争力、未来有望全球化布局的企业。大金融板块虽然业绩增速较此前有所下行,但仍是分享中国经济成长很有效的板块。“对于机会的挖掘,希望通过深入的研究,走在市场前面,走在卖方研究前面,抓到行业景气度提升和个股业绩向好的拐点。”

展望A股后市,完永东表示,从A股过往牛市看,一轮大的行情需要估值合理、政策极大支持、充裕的社会资金入场这三大因素,目前这些因素都在向好,尤其是资本市场的地位得到提高,相关制度改革大刀阔斧。事实上,资本市场已经成为金融市场改革的先行者,未来A股将吸引更多资金进入,最终走出慢牛行情。

基金新闻 Fund News

主动偏股型基金上半年收官战正酣

机构关注高流动性优质核心资产

今年以来收益率排名前十的主动偏股型基金		
基金代码	基金名称	净值增长率(%)
519915.OF	富国消费主题	56.4021
001679.OF	前海开源中国稀缺资产A	55.3571
001832.OF	易方达瑞恒	54.3624
161818.OF	银华消费主题分级	53.7455
260109.OF	景顺长城内需增长贰号	53.3419
005106.OF	银华农业产业	53.1113
110022.OF	易方达消费行业	52.5785
003889.OF	汇安丰泽A	52.4451
001543.OF	宝盈新锐	52.2244
164205.OF	天弘文化新兴产业	51.8586

数据来源/Wind 截至6月26日 制表/李惠敏

来主动偏股型基金中富国消费主题以56.40%的净值增长率居于榜首,前海开源中国稀缺资产和易方达瑞恒紧随其后,净值增长率分别为55.36%和54.36%。同时,此次居于主动偏股型基金前列的基金收益率差距非常小,目前暂列第一的富国消费主题与第二名的业绩差距仅有1.04%,一两个交易日即可能改变排名。而从排名前十之间的业绩来看,目前排名第十的天弘文化新兴产业净值增长率为51.86%,与排名第一的富国消费主题收益率差距也不足5%。

实际上,市场近几个交易日的板块轮动与震荡走势令基金业绩排名显得尤为扑朔迷离。银华农业产业、景顺长城内需增长

交易日北向资金净流出之后,北向资金在6月27日再次转为了净流入,净流入金额高达38.39亿元。

深圳一私募人士表示,他个人目前并不太看好市场短期走势,但同时又为了不错过下半年的行情,因此保留了一定仓位,同时加深研究,准备买入一些有一定估值优势的个股。

同时,有分析指出,当前市场正在酝酿新的牛市。对此,岳瀚资产投资总监贺智认为,现在提牛市有些过于乐观。流动性的宽裕,基本面的改善现在都暂不明朗,但最差的时候可能已经过去了,市场也在逐步消化利空因素的影响。现在虽然相较2440点有了一定的涨幅,但估值水平仍处历史底部,风险较低,是布局等待较为合适的时机。

而在高溢价资产陈继豪看来,大盘在4月冲击3300点没有成功,大幅回调到2860点一线整固,近期重新回到3000点位置,显然这一带是多空平衡点。再次向下的空间不

机构认为A股估值优势凸显

产,尤其是股票、公司债券。在股票方面,Vanguard集团超配非市场而非美国市场,主要原因就是美国市场的估值明显高一些,未来回报低于其他非美股票市场。与此同时,除股票外,Vanguard也超配一些高质量的固定收益产品,如美国国债、美国高等级公司债。预计将来市场会产生大幅波动,希望有一些安全资产来作为对冲,这是Vanguard集团基本配置思路。”王黔称。

高腾国际权益首席投资官李宇认为,从历史分位来看,目前美股估值的的确高,不过就美国资产来说,李宇认为还没有到放弃股票资产涌向债券资产的时候。股票相比债券来说并不贵。“全球债券收益率现在是历史低位(价格在高位),如果美联储和全球其它央行继续推行宽松政策,美股估值还有向上的空间。”王黔也表示,美股估值虽然较高,但这是在全球经过了很长时期的宽松货币政策下的“高估值”,有其合理性,“估值高但是难言泡沫”。

上周标普500创出新高。对此李宇认为,部分被动投资基金或许依然在买入。另外,长

些主动策略纪律化和工具化的体现。研究表明,大部分Alpha超额收益可以被典型的因子解释,可通过系统化方式获取因子敞口将主动管理转化为指数投资,从而在享受Beta收益的同时,获取大部分Alpha收益。目前被广泛使用的因子策略有数十个之多,每个因子都可以作为特定的工具作用在选股上,用于增强收益、降低风险或是两者兼顾。

根据光大证券统计,截至2019年3月31日,我国Smart Beta产品共计55只,总规模295亿元,占所有指数产品的规模比重为3.51%。柳军表示,我国Smart Beta产品仍处在起步阶段,对照海外成熟市场Smart Beta产品20%左右的占比,国内这类产品尚有较大发展空间。

紧扣长期生命力旺盛的因子

对于开发Smart Beta产品的思路,柳军进一步表示,虽然价值、成长、规模、动量等多类因子均可以在一定程度上作为Alpha的

大,并且成交量下跌过程持续萎缩,表明主动性抛压并不明显。而5月北向资金选择离场减仓500多亿元后进入6月开始回流A股市场,仅仅这两周就净流入超过300亿元,而数只蓝筹白马股屡创历史新高也向市场传递了积极的做多信号。在弱势的情况下,还有绩优蓝筹白马股的强劲表现,就已经显露出牛市的初期征兆,第二波行情的高点一定会超过前高。

部分私募乐观看待后市

诺亚中国宏观策略研究工作坊认为,试图等待“最佳”投资时点往往得不偿失。不少投资者希望等待各种不确定性消除之后再投资,但不确定性消除之后市场就不会这么便宜了;当前市场虽然面临诸多不确定性,但股市中期机会大于风险。投资者既要重视经济结构和企业的品质提升带来的机会,也要关注市场波动风险。

线资金养老金和央行资产也可能在买入。主动管理型基金确实有一部分此前调低了美股仓位。“现在对冲基金的美股净多头仓位接近2018年12月市场暴跌时的仓位。”李宇说。

前述美银美林调研显示,美国基金经理目前已经比较悲观。据了解,美银美林的调研覆盖管理规模超过6000亿美元的基金。分析人士称,美林美银调研反映美联储加息之前,市场的悲观情绪集聚到了一定程度。新债王Gundluch表示,2020年美国进入衰退的概率高达65%。美联储加息之后,部分机构或已经向乐观方面转变。

A股估值优势凸显

富达国际中国区股票投资主管、基金经理周文群表示,虽然宏观环境持续承压,但对A股市场的看法仍然相对正面。近期多项金融市场新政策落地,包括科创板设立、沪伦通的启动、沪港通额度增加,以及OFII/QO-FII投资限制取消等,这些举措都有助于更多长线资金进入A股,形成资金面的支持。

“目前国内半导体设备国产化比例较

来源,但从海内外市场表现来看,红利和低速是最具确定性的两个因子。开发产品需要紧扣确定性,寻找长期生命力旺盛的因子。他表示,从不同的因子收益来看,在2015年以后,A股市场风格开始转向以基本面为主的价值蓝筹风格,红利和低速动等因子有效性大幅提升,并能显著地带来超越市场的收益,正契合当前国内市场风格的变化。

数据显示,与主流宽基指数相比,红利低速指数长期Alpha收益明显。2009年1月1日至2018年12月31日,红利低速全收益指数(H20269.CSI)累计收益达到309.18%,年化收益率为15.13%。最近五年红利低速全收益指数战胜92.4%的主动股票基金;若从2008年低点算起,则战胜了所有的可比主动基金(数据来源:Wind)。

从海外市场来看,红利与低速动亦是最为成功的因子。截至2018年底,在美国Smart Beta ETF规模排行中,前十大ETF产品中有5只产品采用红利/低速策略(红利

主动偏股型基金上半年收官战正酣

机构关注高流动性优质核心资产

□本报记者 李惠敏

距离2019年上半年收官仅剩最后一个交易日,主动偏股型基金半年度冠军争夺陷入胶着。截至6月26日,富国消费主题、前海开源中国稀缺资产、易方达瑞恒今年以来以来的净值增长率均超54%,且差距仅在2%左右。同时,排名前十的基金业绩间差距不足5%。值得注意的是,业绩靠前的基金多布局食品饮料、家用电器等消费板块,而在今年消费板块涨势明显的情况下,上述基金的竞争也相当激烈。展望后市,部分基金公司表示,震荡格局或持续,长期关注市盈率低、有增长、经营现金流好等优质的核心资产。

上半年冠军之争胶着

相比一季度市场的全线大涨,二季度以来A股前期出现下行趋势,后续震荡回调。但截至6月26日,今年以来上证综指涨幅仍有19.34%。在此背景下,3174只主动偏股型基金(包括普通股票型、偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型)中有1294只超越同期上证综指,占比40.77%。其中,主动偏股型基金的收益率首尾差近74%。

目前来看,2019年上半年主动偏股型基金业绩冠军的产生仍有悬念。

Wind数据显示,截至6月26日,今年以

逼近3000点 私募上演多空对决

□本报记者 吴騞

在持续调整之后,近期市场回暖趋势明显,上证指数也再次触及3000点这一重要整数关口。但从私募机构来看,当前多空两方旗鼓相当,有私募畏高降低仓位欲保住胜利果实,也有私募一直满仓运行,期待后续行情。

一致预期尚未形成

6月27日,上证指数盘中一度冲上3000点,但收盘时距离3000点依然有一步之遥。

分析人士指出,当前市场对后市走势尚未形成一致预期,也未形成资金合力,因此在3000点这一关口不断徘徊。同时,从资金面来看,市场情绪仍然颇为谨慎,尤其是在6月以来北向资金不断大手笔买入之时,也未像一季度那样带动更多资金入场。不过值得关注的是,在经历了6月24日到26日连续3个

交易日北向资金净流出之后,北向资金在6月27日再次转为了净流入,净流入金额高达38.39亿元。

深圳一私募人士表示,他个人目前并不太看好市场短期走势,但同时又为了不错过下半年的行情,因此保留了一定仓位,同时加深研究,准备买入一些有一定估值优势的个股。

同时,有分析指出,当前市场正在酝酿新的牛市。对此,岳瀚资产投资总监贺智认为,现在提牛市有些过于乐观。流动性的宽裕,基本面的改善现在都暂不明朗,但最差的时候可能已经过去了,市场也在逐步消化利空因素的影响。现在虽然相较2440点有了一定的涨幅,但估值水平仍处历史底部,风险较低,是布局等待较为合适的时机。

而在高溢价资产陈继豪看来,大盘在4月冲击3300点没有成功,大幅回调到2860点一线整固,近期重新回到3000点位置,显然这一带是多空平衡点。再次向下的空间不

产,尤其是股票、公司债券。在股票方面,Vanguard集团超配非市场而非美国市场,主要原因就是美国市场的估值明显高一些,未来回报低于其他非美股票市场。与此同时,除股票外,Vanguard也超配一些高质量的固定收益产品,如美国国债、美国高等级公司债。预计将来市场会产生大幅波动,希望有一些安全资产来作为对冲,这是Vanguard集团基本配置思路。”王黔称。

高腾国际权益首席投资官李宇认为,从历史分位来看,目前美股估值的的确高,不过就美国资产来说,李宇认为还没有到放弃股票资产涌向债券资产的时候。股票相比债券来说并不贵。“全球债券收益率现在是历史低位(价格在高位),如果美联储和全球其它央行继续推行宽松政策,美股估值还有向上的空间。”王黔也表示,美股估值虽然较高,但这是在全球经过了很长时期的宽松货币政策下的“高估值”,有其合理性,“估值高但是难言泡沫”。

根据光大证券统计,截至2019年3月31日,我国Smart Beta产品共计55只,总规模295亿元,占所有指数产品的规模比重为3.51%。柳军表示,我国Smart Beta产品仍处在起步阶段,对照海外成熟市场Smart Beta产品20%左右的占比,国内这类产品尚有较大发展空间。

上周标普500创出新高。对此李宇认为,部分被动投资基金或许依然在买入。另外,长些主动策略纪律化和工具化的体现。研究表明,大部分Alpha超额收益可以被典型的因子解释,可通过系统化方式获取因子敞口将主动管理转化为指数投资,从而在享受Beta收益的同时,获取大部分Alpha收益。目前被广泛使用的因子策略有数十个之多,每个因子都可以作为特定的工具作用在选股上,用于增强收益、降低风险或是两者兼顾。

根据光大证券统计,截至2019年3月31日,我国Smart Beta产品共计55只,总规模295亿元,占所有指数产品的规模比重为3.51%。柳军表示,我国Smart Beta产品仍处在起步阶段,对照海外成熟市场Smart Beta产品20%左右的占比,国内这类产品尚有较大发展空间。

紧扣长期生命力旺盛的因子

对于开发Smart Beta产品的思路,柳军进一步表示,虽然价值、成长、规模、动量等多类因子均可以在一定程度上作为Alpha的

来源,但从海内外市场表现来看,红利和低速是最具确定性的两个因子。开发产品需要紧扣确定性,寻找长期生命力旺盛的因子。他表示,从不同的因子收益来看,在2015年以后,A股市场风格开始转向以基本面为主的价值蓝筹风格,红利和低速动等因子有效性大幅提升,并能显著地带来超越市场的收益,正契合当前国内市场风格的变化。

数据显示,与主流宽基指数相比,红利低速指数长期Alpha收益明显。2009年1月1日至2018年12月31日,红利低速全收益指数(H20269.CSI)累计收益达到309.18%,年化收益率为15.13%。最近五年红利低速全收益指数战胜92.4%的主动股票基金;若从2008年低点算起,则战胜了所有的可比主动基金(数据来源:Wind)。

从海外市场来看,红利与低速动亦是最为成功的因子。截至2018年底,在美国Smart Beta ETF规模排行中,前十大ETF产品中有5只产品采用红利/低速策略(红利