

# 业绩低于预期成“白马杀手” 抱团资金松动 机构押注成长风格到来

□本报记者 林荣华

## 白马股现业绩杀跌

上周日晚间,东阿阿胶发布2019年半年度业绩预告,上半年盈利1.81亿元至2.16亿元,比上年同期下降75%至79%。受此影响,周一(15日)东阿阿胶一字跌停。无独有偶,大族激光上周五晚间发布的半年度业绩预告显示,上半年盈利3.57亿元至4.07亿元,比上年同期下降60%至65%。虽然大族激光昨日盘中一度打开跌停,但收盘时跌停板上仍有4.55万手封单。

此外,白酒龙头贵州茅台昨日开盘后也快速下挫,最大跌幅达3.55%,并带动古井贡酒、五粮液、洋河股份盘中下挫,最大跌幅均超过3%。北京某私募研究员分析认为,剔除一季度的收入,贵州茅台第二季度营收187亿元,归母净利润86.8亿元,同比分别增长11%和19.6%,略不及预期,单季度也低于去年预定的营收增长14%的目标。不过,从过往数据看,每年的第二季度为淡季,因此业绩增速表现一般也属正常。

从机构持仓看,对于东阿阿胶和大族激光的业绩不及预期,公募基金或有所预料,今年一季度减持明显。Wind数据显示,公募基金一季度末仅持有217万股东阿阿胶,较去年底的2703万股大幅减少。一季度末对大族激光的持股量也仅有2103万股,同样较去年底的6405万股大幅减少。

北向资金也提前减仓。截至7月12日,北向资金持有东阿阿胶的数量为3454万股,较一季度末的4280万股有所减少。今年3月初,大族激光曾备受外资追捧,因持股比例接近28%的外资持股上限,而被MSCI从MSCI中国全股指数中剔除。但截至7月12日,北向资金对大族激光的持股量仍然达到1.82亿股,占全部A股比例为17.06%,其一季度末持股量为1.94亿股。

## 抱团资金存瓦解可能

二季度以来,消费板块超额收益明显,但从估值水平看,以贵州茅台为代表的部分核心资产估值处于历史较高位置。例如,截至7月15日,贵州茅台PE(TMM)为32.33,处于近5年偏高水平;海天味业PE(TMM)甚至达到59.33,处在近5年最高水平。以消费股为代表的核心资产未来是走向估值回归,抑或是新的高估值区间成为常态?对此,机构态度不一。北京某公募基金权益投资总监认为,从长期估值看,这些公司的潜在回报率依然很高,短期的估值上升相对长期而言只是轻微修正。目前资金对贵州茅台等龙头股的认可并不是所谓的抱团,而是投资者基于相对长期价值的

业绩是检验估值的标准之一。去年10月底,贵州茅台曾因业绩不及预期遭遇上市以来首个一字跌停板,昨日(15日),业绩不及预期再次成为东阿阿胶和大族激光两只白马股跌停的元凶。同时,二季度业绩略不及预期的贵州茅台昨日也小幅下跌。

虽然以贵州茅台为代表的部分核心资产估值处于历史较高位置,但未来是否会出现估值回归导致股价下挫,机构看法不一。随着二季度经济数据超预期,业内人士认为,消费的低贝塔属性可能导致部分资金转向其他板块,届时消费股的资金抱团程度可能削弱,下半年成长风格更占优。

理性判断,当然也就不存在所谓的瓦解。这些核心资产的走高,只是在经济增速下行压力较大情况下,近些年个股分化的持续。

一位公募人士表示,核心资产的高估值背后虽然有相应的业绩支撑,但同时也意味着未来业绩增长必须首先抵消估值的提前扩张,而后才能反应到股价上,如果业绩增长低于预期,不排除出现戴维斯双杀的可能。星石投资指出,以白酒为代表的核心资产的快速上涨,是对过去资产定价失衡的修正。目前经过股价的上涨,相关板块的估值也从低估回升到正常甚至高位区间,继续快速获取较高超额收益的空间或有所弱化。虽然白马股当前风险仍然保持相对较低水平,但未来上涨的斜率或有望放缓。

也有业内人士认为,虽然近期资金拥抱着

费类白马股,但未来不排除部分资金阶段性离场。前述权益投资总监表示,如果经济和市场走牛,消费板块的低beta属性可能造成资金阶段性转向其他短期回报可能更高的板块。

## 下半年成长风格迎改善

对于昨日发布的二季度经济数据,业内人士认为,数据超出市场预期,有望提升市场风险偏好,吸引部分资金左侧布局,成长股投资吸引力将增强。

国寿安保基金认为,二季度经济数据整体符合预期甚至略好于预期,虽然前瞻三季度压力仍较大,但是市场已经用比较悲观的视角来分析,形成进一步系统性冲击的风险非常有限,短期建议关注中报的走势。市场近期出现回调,

## 市场盘整 私募聚焦局部机会

以周期股和可选消费行业为代表的板块,静态估值依旧较为便宜,但这一板块股价想要显著走强,仍然有待于经济周期的配合。

上海六禾投资副总裁陈震分析,从短期来看,三季度开始宏观经济仍然有走弱压力,而目前货币政策依旧保持定力,外部消息面则面临一定不确定,这意味着现阶段A股市场仍然缺乏增量资金和利好支持。不过,由于美股等海外市场在货币政策宽松的支持下迭创新高,全球股市风险偏好维持高位,人民币汇率也持续趋稳,A股短期也不会大幅走弱。

来自天和投资的分析观点也认为,目前无论是从内外政策环境还是从场内结构来看,主板市场短期难以形成太大的趋势性上涨行情。下周科创板开市交易虽然可能会对主板带来一定利好刺激,但主要股指反弹的空间和可持续性预计都相对有限。

## 看好两大投资机会

具体来说,目前私募主要看好两大投资机

指数重归2900点一线,估值相对合理,进一步下跌的风险有限,可以开始左侧布局。不过中期看,不确定性化解前或经济出现明确反弹前,市场大概率仍是震荡格局,缺乏系统性上涨的触发因素。整体上,近期调整后市场已经出现了一些反弹的空间,但是还没有形成趋势性行情。行业配置上,科技板块的潜在空间相对更大,建议配置偏均衡,前期抱团较多的龙头白马会有阶段性压力,可以对一些中报情况不佳的龙头略做减持,并增加对超跌科技股的配置。

北京和聚投资表示,更看好下半年成长股的投资机会。首先,下半年或迎来经济同比修复,上行周期中盈利弹性比稳定性更加重要。其次,当下正处在成长股更为受益的积极政策窗口期,宏观政策、产业政策多箭齐发。最后,相对估值比、相对收益比处在对成长股更有利的阶段。2019年上半年,上证50、沪深300代表的所谓核心资产、头部资产,股价表现要强于中证500等成长类指数。从历史规律看,这种长周期的大小风格分化,大体呈现2年左右切换的规律,背后是相对比价角度均值回归的过程。本轮权重指数相对强势的局面,大体始于2017年,也是经济(库存周期)趋势性下行的时间阶段,一方面从另一个角度验证了过去经济下行周期中优胜劣汰、强者恒强的市场逻辑,而同期成长股整体迎来了较为持续的估值回调;另一方面也预示着,这一轮持续长达超过2年的权重抱团行情,即将由持续的量变带来风格切换。

会。于翼资产表示,中报及未来业绩持续向好、但因市场高风险溢价而定价错误的行业,将是其未来布局的重点。对于优秀企业而言,估值的持续压缩只会为后续盈利持续积累带来更大的重估空间。干波资产认为,今年A股中报行情的投资机会主要从两个维度去挖掘:一是寻找业绩持续高增长的行业和个股,今年中报业绩持续高增长主要集中在消费龙头和细分领域的龙头;二是挖掘处于行业景气周期拐点的公司,由于处于行业拐点,业绩基数相对偏低,后期业绩快速增长将会为相关个股带来较大上涨空间。

对于近期表现较为活跃的科技创新等主题投资机会,目前也有多家私募表示继续看好。天和投资表示,考虑到目前市场难以全面走强,后期预计更多将是中小板和创业板中拥有高质量增长的个股,以及与科技创新主旨更贴近的行业个股有更好的机会。在权重股指短期难有较大作为的背景下,现阶段投资者应把握市场局部机会,主要聚焦于“科创行情”。

需要指出的是,由于网下配售中常会根据申报数量进行比例配售,因此,只要实现有效申报,获配的概率就会很高,这意味着规模较小的“迷你基金”也同样能够参与这场盛宴。而相对于规模较大的基金产品,这些“迷你基金”多次获配新股后累积收益将会对净值产生明显影响,它们或将成为公募产品中最受益的打新族。

不过,也有基金经理指出,从首批科创板新股的定价来看,打新热情的高涨导致估值偏高,也给二级市场带来较大的压力。未来市场会自动平衡这种关系,一级市场的估值有可能会逐渐找到新的平衡点,为二级市场走势让出空间,这有望为打新提供持续性。上海一位基金经理则强调,首批科创板新股“盲打”的情况未来可能会发生变化,基金会甄别个股资质和估值,有选择性地参与网下配售。

中,债券型基金发行规模为2930.7亿份,占据新发基金总份额的361.14%。另外,从单只基金规模看,上半年5只发行份额大于100亿份的新基金,均为被动指数型债基。同时,今年上半年市场共成立19只ETF,其中主题加行业ETF有9只。截至6月底,这些ETF规模已超过60亿元。包括新发ETF在内,上半年全市场ETF总份额同比大涨92.94%至2398.61亿份,总规模则增长71.75%达到5085.27亿元。“ETF的显著增长,与市场对ETF的认识程度和配置需求有密切关系。”某指数基金经理指出,ETF的增长往往是长线资金需求导致,国内现在对ETF的配置需求已出现长期化苗头。

另外,继此前摊余成本法债基之后,上周的鹏华等6家公司的浮动净值货币基金的获批,则进一步丰富了投资者的产品选择。证监会数据显示,除了6家获批产品外,目前申报的新型货币基金产品大约有30多只。但记者获悉,考虑到货基收益率在走低,有公司认为当前还不是新型货币基金发行的合适时机,还需等待一些时间。

## 货基收益率下滑 余额宝二季度规模变动不大

7月15日晚间,天弘余额宝货币市场基金(简称“余额宝”)发布2019年第二季度报告。数据显示,截至二季度末,余额宝规模为1.03万亿元,相比一季度规模变动不大,其中,二季度为投资者赚取收益58.09亿元,平均每天赚钱0.63亿元。这也意味着,打开限额后的天弘余额宝基金整体规模保持平稳。

2019年4月,天弘基金公告,取消余额宝个人交易账户持有额度及单日申购额度限制,换句话说,投资者购买余额宝将不再受到单日2万元的申购额度限制和个人最高持有10万元的额度限制。

值得注意的是,受市场资金面宽松影响,以银行协议存款、短债为主要配置标的的货基收益率普遍下滑。Wind数据显示,截至7月11日,货基平均7日年化收益率已下滑至2.24%,超七成货基7日年化收益率跌破2.5%。(李惠敏)

## 多面手也难通吃 基金经理“一拖多”压力大

一直以来,基金经理“一拖多”都是市场上比较关注的话题。2019年半年报成绩单出炉,同时管理多只产品的基金经理业绩如何?中国证券报记者观察发现,一些基金经理同时管理多只基金产品会让相关产品的风格趋同,以自己的投资风格统领所管理的基金产品;而另一些基金经理则因为所管理的产品种类多、跨度大,显得有些力不从心,表现在业绩上则是所管理的产品业绩差异较大。

## 多线作战

Wind资讯数据显示,目前基金行业中,超过80%的基金经理所管理的产品超过1只,管理产品超过10只(含)的基金经理占比超过15%。“多线作战”,同时管理多只基金产品是公募基金经理们的常态。

基金经理同时管理多只产品,有一些“结构性”的特征。中国证券报记者观察发现,管理基金产品数量较多基金经理中,固收类投资的基金经理占比较高。仅以管理基金数量前十的基金经理群体为例,其中有8位是偏固定收益投资的基金经理,其管理的产品多为债券型基金、定开债基等,即便有管理混合型的基金产品,也基本都是偏债混合型。仅有2位基金经理的投资偏向于权益,其中一位基金经理管理着16只清一色的混合型基金(不同份额分别计算),部分混合型基金为偏股混合型和平衡风格型;另一位基金经理管理的十多只基金产品包括债券型基金和混合型基金混合型基金中多有偏股型产品。

另外,基金经理“多线作战”的情况多发生在大中型基金公司,即管理基金数量靠前的基金经理,多来自于规模排名靠前的基金公司。统计数据显示,管理基金数量前十的基金经理群体多来自于规模行业排名前二十的基金公司(2018年末规模数据)。

针对这种情况,有基金公司人士认为这很自然。“基金经理同时管理多只基金产品并不是什么不正常的事情。以投资者的需求,基金经理的专业领域、基金公司的考核体系等多方面因素来看,基金经理都有动力管理多只产品。在固定收益领域,这样的情况更明显,固收基金经理的投研可以跨越多只基金产品,可以做到‘一鱼多吃’,特别是一些机构定制化产品,固收基金经理更是可以兼而有之。”该基金公司人士表示。

## 表现分化

观察发现,除了固收投资基金经理外,指数与量化投资也是基金经理“一拖多”的集中区域。而在主动权益投资领域,一位基金经理动辄管理十数只基金的情况比较少见。

资料显示,在主动权益投资中,如果出现基金经理“一拖多”的情况,则多数基金产品会围绕相关领域布局,以契合基金经理的专业领域和投资能力圈。以一家基金公司投资研究部总监所管理的12只基金产品为例,其中大多数是偏股混合型产品,主题上多集中在大消费、科技创新等领域,风格上以大盘蓝筹为主。另外,还有一个现象是,如果基金经理中途接手相关基金产品,也可能会导致所管理的产品在投资风格、投资领域等方面趋同。例如,一家基金公司旗下的消费主题基金和产业升级基金,在同一位基金经理接手后,其股票仓位、持仓结构等均出现靠拢的趋势。

也有部分基金经理管理的产品风格差异较大,投资范畴过宽。例如有基金经理管理的产品中,既有新经济主题的股票型基金,又有投资范围较宽的QDII基金。截至6月30日的数据显示,该基金经理管理的股票型基金最近6个月的业绩在同类排名中较为靠前,而QDII基金的业绩则在中游靠后位置。

## 综合考虑

针对基金经理“一拖多”的情况,有基金公司产品部人士表示,基金经理同时管理几只产品的情况很难避免,也不需要避免。“公司做的是在该基金经理周围搭建围绕其核心投资能力的产品圈,包括存量基金和新发基金。投资者可以在了解基金经理专业能力 and 投资风格的基础上,选择基金经理管理的产品进行投资。”

对于基金产品中途变更基金经理的情况,上述人士表示很可能出现基金产品投资风格漂移的问题。“但这其实也印证了基金投资中的一个重要方法:跟着基金经理投资基金产品。投资者在做基金投资,特别是主动权益投资时,需要深入了解基金经理的投资风格、投资能力圈,寻找让自己的投资更加舒适的基金经理,然后优选其管理的基金产品进行投资。如果中途该基金经理离职,投资者也不妨用脚投票,跟进该基金经理在新岗位上的产品情况,做好调整布局。”一家基金第三方平台销售业务部门人士表示。(徐金忠)

## 千只基金逐鹿科创板打新

## 千只基金逐鹿

对于网下配售,各家基金公司志在必得。从基金获得配售的明细来看,各家基金公司动辄都是三四十只基金参与新股申购,一只科创板新股的网下配售名单中,出现上千只基金获配的情况并不少见。上海某基金公司投资总监表示,从市场情绪来看,首批科创板新股上市后上涨概率较高,因此,基金公司基本上是无差别“打新”,只要符合6000万元市值底仓要求和其他硬性条件的基金,都会参与网下配售的申报。但也正因为如此,参与申报的基金产品太多,因此,每只公募基金获配的股份数量也十分稀少。

记者梳理了18家科创板新股的网下配售明细后发现,各家公司对网下配售的政策颇有不同,有些公司可能根据申报数量进行按比例

配售,如此一来,规模足以顶格申购的基金产品,就会比规模较小的基金获配股份数更多。如容百科技,获配数量较多的基金能得到1.79万股,而获配数量最少的仅能获得2989股。

除此之外,基金公司在新股询价阶段的报价策略也是影响获配成败的关键。事实上,从网下配售结果看,有不少基金由于报价过高或过低而变成无效报价,最终无缘网下配售。

## 打新热将持续

值得关注的,虽然首批科创板新股的发行市盈率普遍高于机构预期,但这并不影响他们的打新热情。多位基金经理表示,虽然尚不明确科创板新股的二级市场交易规律,但大概率上,科创板新股上市首日的上涨还会不断出现,“打新”仍有较高概率获得正收益。

## 货基规模直降万亿 替代产品接二连三

货币基金的规模达到历史最高点的82577.84亿元,占比达到61.81%。银河证券基金研究中心数据显示,截至2019年上半年,全市场货币基金的资产净值为7.23万亿元,与2018年底的7.59万亿元相比下降4.74%。这意味着,从去年9月以来,货币基金规模已减少约1万亿元。

与规模下降相伴随的,还有货币基金的七日年化收益率(下称“收益率”)的降低。Wind数据显示,在目前有收益数据的735只货币基金当中,只有23只产品的收益率超过3%,收益率不足2%的则有122只,其余590只货币基金的收益率则在2%-3%之间。其中,2019年7月15日,余额宝的收益率为2.26%,与一年前约3.5%的收益率相比已有较大差距。

## 流动性宽松是主因

市场投研人士杨毅(化名)认为,从2003年诞生至今,货币基金已成为公募基金的主要品种,多年来为投资者的资产配置提供了较好的基础性收益,成为普惠金融的主要代表。但随着市场流动性的持续宽松和无风险收益走