

寻找高性价比标的

机构挖掘A股新核心资产

□本报记者 吴瞬

核心资产估值高不高，价格贵不贵依旧困扰着投资者。一个有趣现象是，在牛市中核心资产往往不是资金追逐的对象，震荡市中反倒是大放异彩。因此，在震荡市的当下，“抱团”确定性更高的核心资产似乎合情合理。有关核心资产的讨论已持续了一段时间，部分核心资产估值偏贵也已是不争的事实。但正是在投资者的疑惑中，部分核心资产再度创下了新高。有私募人士也表示：“与其追高传统的核心资产，不如挖掘‘新核心资产’，性价比更高”。

中小创涨幅大

有关核心资产问题的讨论已经持续了相当长一段时间，但也正是在不少资金的犹豫下，以贵州茅台为代表的核心资产却在创出新高。早在今年7月初，贵州茅台股价就已突破千元，9月3日贵州茅台创下1151.02元的历史新高。

与贵州茅台类似，近期不少超千市值的公司都创出历史新高，如海天味业、平安银行、五粮液、泸州老窖、爱尔眼科、上海机场等。这一现象似乎打破了以往投资者认为的“涨多必调”的规律。

高毅资产董事长邱国鹭近期也指出，相比5年前，目前价值投资者的选股难度高了很多。目前大多数的核心资产估值总体合理，但结构上存在分化。有一部分已经高估了，但还有一小部分是低估的，投资者需要自己甄别。

“核心资产这一轮的上涨其实也击破了我的想象力。”深圳一私募人士告诉中国证券报记者，在他看来，当前部分核心资产确实存在高估现象，有调整的压力，因此他早前就已经调仓换股，转而根据中报数据布局一些有业绩支撑的成长股。

在这一轮行情复苏的另一面是，核心资产创新高其实更多只是消费类标的创新高，而中小创的涨幅其实更为惊人。

基金半年报显示，上半年A股

ETF有一半以上得到机构投资者增持，机构投资者合计增持份额达85.73亿份，若以6月30日净值估算，增持金额达156亿元，其中汇金、保险资金均有现身。除ETF外，QFII、养老金、社保、私募等机构对明星上市基金也非常热爱，不少明星上市基金的前十大持有人中出现上述机构身影。

险资大量买入

Wind数据显示，在可统计的130只A股ETF中，上半年被机构投资者增持的有73只，占比为56.15%。机构投资者合计增持份额达85.73亿份，若以6月30日净值估算，增持金额达156.85亿元。具体来看，国寿安保沪深300ETF、易方达创业板ETF、国泰中证全指证券ETF、易方达沪深300ETF、嘉实沪深300ETF增持份额均超10亿份。

从半年报数据看，汇金、保险资金均有现身。以易方达创业板ETF为例，截至上半年，其前十大持有人中，中国人寿保险、华夏人寿保险、中央汇金等机构均有现身。

对比易方达创业板ETF在2018年底的持有信息，中国人寿大举增持16.45亿份，华夏人寿自有资金增持1.91亿份，中央汇金则以3.76亿份新晋前十名持有人。

此外，对于上半年被机构增持40.13亿份的国寿安保沪深300ETF，业内人士预计或为保险资金入场布局。数据显示，其份额增长主要是今年3月至4月，此后虽然市场出现调整，但份额基本保持平稳，显示了长线资金布局特点。

明星上市基金获增持

实际上，不仅是ETF，机构投资对明星上市基金也非常热爱。以规模超300亿的兴全合宜为例，据其半年报披露，在其十大持有人中出现了基本养老保险组合、QFII、私募等的身

□本报记者 李惠敏 实习生 王宇霏

近段时间以来，量化投资受到市场追捧，不少基金公司纷纷发力相关产品。在此背景下，华商电子行业量化股票型基金（简称“华商电子行业量化”）正在发行。华商量化投资部总经理、投资决策委员会委员、该基金拟任基金经理邓默近日在接受中国证券报记者采访时表示，从成长性和周期性来看，电子行业将进入新一轮的快速成长周期，并看好细分领域中的5G产业链。

针对选股，另一位拟任基金经理艾定飞表示，量化多因子选股模型的因子层面主要分为估值、盈利、成长、波动性和流动性五大类，因子数量近30个。调仓操作方面，则在每月末使用月频数据进行模型的训练校准，在月初进行调仓。

强化选股优势

据了解，华商电子行业量化采用量化增强策略，主要以经典多因子选股模型与人工智能算法相结合的方式构建，以经典多因子模型为基础，依靠人工智能算法的强大学习能力与自适应性，跟随市场变化动态实时有效地调整因子选择与因子权重。

艾定飞介绍，采用量化多因子选股模型是将具体公司映

如以8月份以来的涨幅来看，上证50的涨幅仅为1.48%，低于上证指数1.82%的涨幅，沪深300的涨幅也不过2.35%，远远低于中小板指6.25%和创业板指7.56%的涨幅。

白酒板块估值较高

在华泰证券分析师张继强看来，资金向“核心资产”集中，似乎是全球共性问题。美股市场防御性板块表现较好，全球债市负收益率盛行，国内股债也都有“好的偏贵，差的不敢买”的特征。核心资产都已经变贵了，各类资产的价格都到了相对关键的水平上，何种外力会打破这种微妙均衡至关重要。

分析人士认为，部分核心资产尤其是白酒板块的估值过高。航长投资研究部表示，中报业绩公布后，高端白酒维持高速增长，品牌、渠道、定价权优势得到充分演绎，市场认可度仍然较高，短期看不到增长失速的可能。在估值层面应保持谨慎，申万白酒指数的估值已处于历史90%分位以上，后续可能横盘消化估值。同时，白酒行业呈现挤压式增长，行业整体增速有限，利润加速向头部企业集中，业绩和走势的分化已经出现。

前述深圳私募人士表示，若前期没有买入部分创新高的核心资产，当前阶段再介入，其风险无疑将远大于可能获得的收益。简而言之，就是当前核心资产的性价比并不高，反而是一些中小创龙头估值处在低位，上行空间较大。

不过，也有观点认为，绝大部分消费龙头若以未来3-5年10%的未来年化收益率（不包括分红）来看，其当前估值并未明显偏高。而在PE-G-长期收益率的估值体系来看，消费龙头会接近FPE-长期收益率等于2的直线上，说明在兼具价值和成长属性的框架下，目前其估值水平依然是合理的，并未明显偏高。

市场人士认为，这一轮核心资产的上涨存在资金因避险而抱团买入的动机。国盛证券指出，其对于核心资产的看好并非由于短期盈利走势，或者所谓的避险或“抱团”，而是基于



视觉中国图片 数据来源/wind

机构百亿大举增持ETF和绩优基金受追捧

影。同时，机构持有比例有所上升，机构持有份额从2018年年报的12.59亿份增至2019年半年报的25.72亿份。中国人寿资产管理有限公司自2018年年报的0.38%增持至0.65%，持有份额达2.12亿份，位于前十名持有人之首；同时，基本养老保险基金三一零组合、伦敦市投资管理有限公司、上海宁泉资产管理有限公司等也新晋兴全合宜前十名持有人之列，分别持有8711.12万份、5959.47万份和4238.07万份。

混合型基金中，绩优基金景顺长城鼎益的机构持有份额增长最多，2019年半年报显示，该基金机构持有比例从2018年年末的12.55%增至48.29%，机构持有份额从3.25亿份增长至25.21亿份。在其前十名持有人中出现养老目标日期基金，是华夏养老目标2050五年持有期混合型发起式FOF和华夏养老目标日期2040三年持有期混合FOF，分别持有12341万份和123.28万份。

华商基金：投资电子行业正当时

射至多个量价因子的维度中分析研究，通过打分及分数高低筛选个股；而机器学习主要使用的是AdaBoost算法，核心是通过不断迭代筛选出有效因子，并在每次迭代时增加前一次迭代时无效的部分股票权重相对对因子进行补充或改进。

“量化多因子选股模型的因子层面主要分为估值、盈利、成长、波动性和流动性五大类，因子数量近30个。”艾定飞表示。邓默表示：“主观来看，是要以便宜的价格选出好股票，‘便宜’对应于‘估值’，而‘好股票’意味着‘盈利’。”在筛选个股前会自上而下关注行业整体情况。从长周期来看，通过现金流、毛利率、ROIC等方面关注行业整体盈利情况，并重点配置ROE上升期的相关行业。

对于操作层面，艾定飞强调，每月末将使用月频数据进行模型的训练校准，在月初进行调仓。每次选择约30只个股进行等权配置，通过复查每只个股的基本面数据排除不良个股，并叠加配置指数中权重最高的50只个股。同时，在风控方面，使用量化风控模型实时监控投资组合在各个风险维度中的暴露，并加以控制，其中个股止损线为20%，组合止盈线为历史收益率平均值2倍标准差之上。

在资产配置方面，华商电子行业量化也将通过对宏观经济数据、资本市场数据等因子构建量化模型，判断当前时点的市场风险，以此适当调整各类资产比例，适度降低组合系统性

A股国际化、机构化进程中投资者结构与估值体系的系统性改变。至少在这两个进程扭转之前，核心资产的大逻辑大趋势不会改变。对于考核期较短、持仓较灵活的投资者，在握住核心底仓的同时，可以加大对核心资产中估值性价比较高、持仓集中度较低的家电、汽车等板块的配置；对于长期投资者，建议继续坚守核心资产统一战线，短期调整就是买入并降低持仓成本的机会。

寻找“三好”标的

当前不少市场人士认为，转换布局方向已成共识，尤其是近期市场再度翻红。9月5日上证指数更是收复3000点这一重要整数关口，市场风险偏好也在上升，将资金从部分高估的核心资产中调仓到一些更具性价比的“新核心资产”似乎更为有利。

在私募排排网最新的一份调查中，私募当前看好的行业板块主要聚焦科技、医药、消费等。私募排排网研究员李大江点评称，私募布局的都是未来的核心资产，历年来，这些行业也是牛股聚集地。

谈到市场关注的核心资产问题，上海一私募人士表示，需要从价值投资的角度看待核心资产问题，好行业、好公司和好价格，只有“三好”都具备，才是好股票。“从这个意义上讲，我反而认为对所谓的核心资产需要稍微谨慎一点，更应该着眼于发现未来的核心资产。”

安信证券分析师陈果指出，中期来看，投资者对于市场趋势应逐步转向乐观，战略上保持积极寻找买点的心态：年内经济平稳放缓，流动性维持宽松，风险偏好最差的时候已经过去。短期战术上可以徐徐图之，逢调整逢低积极布局。优先布局面向未来、面向转型升级、面向新经济的优质公司——“新核心资产。”

“与其追高传统的核心资产，不如挖掘‘新核心资产’，性价比更高。”前述深圳私募人士说。

浙商基金查晓磊：

拥抱AI投资新浪潮

AI打造投资组合正悄然成为现实。记者5日获悉，正在发行的浙商智能行业优选混合基金，便真正意义上引入了AI投资，即通过不同层次的机器人（模型）共同实现既定的投资目标。这在公募基金行业也是一次重要突破。

浙商智能行业优选混合基金的拟任基金经理查晓磊表示，浙商基金的AI投资方法是介于主动投资与量化投资两者之间的跨领域投资技术，采用人工智能方法，确定信号数据，为学习目标确定优化模型，得到优化后的结论，这种模型相互独立，被形象地称为投资“小机器人”。

查晓磊指出，每个机器人基于主动投资的思想或假设，借助量化投资中定义预期收益和风险的思路，通过AI的各种机器学习技术来实现模型的训练学习。从技术角度而言，会采用量化和统计的技术实现手段，但不会局限于传统的量化投资技术。而且由于人工智能领域技术飞速发展，这些小机器人会快速迭代，自带进化属性。

“我们将投资领域按是否已经得到认知，以及对认知程度的认知这两个维度分成四个象限，分别为已知的已知、已知的未知、未知的已知和未知的未知。”查晓磊表示，“在已知的已知领域，大概率机器能够战胜人、取代人；在未知的已知领域，则定性挖掘；在已知的未知领域，借助归纳、演绎的研究方法，转化为第一象限即已知的已知领域；而在充满不确定性的未知的未知领域，我们限定AI方法、大数据方法的边界，不轻易触碰，仍然通过投资能力、投资技术的发展来不断探索及缩小这一领域的范围。”

查晓磊表示，浙商智能行业优选混合基金将以夏普率优化作为机器人训练目标，力求同时优化产品收益与风险水平，大幅提高投资者持有体验。该产品AI投资机器人已累计学习了超过80位优秀基金经理，500多位分析师与行业专家，3000多份行业基本面数据，打造了300多个投资机器人，除了底层资产层面的全覆盖，还可以动态适配不同市场风格。（李良）

上市委首次行使否决权 国科环宇“折戟”科创板

（上接A01版）也是对资本市场改革事业的负责。科创板试点注册制并不是完全不审，审核就会有通过或者不通过。在此基础上，出现“终止审核”是把好市场“入口关”的客观要求。

三大问题引上交所关注

上交所官网信息显示，国科环宇科创板发行上市申请4月12日被受理，上会前已经历三轮审核问询。

上交所首先关注了公司直接面向市场独立持续经营的能力。主要业务模式之一是重大专项承担，该类业务系基于国家有关部门的计划安排，业务收入来源于拨付经费，该项业务收入占国科环宇最近三个会计年度收入的比例分别为35.38%、25.08%、31.84%。

其次是国科环宇会计基础工作的规范性和内部控制制度的有效性。国科环宇2019年3月在北京产权交易所挂牌融资时披露的经审计2018年母公司财务报告中净利润为2786.44万元，与4月申报科创板的母公司财务报告中净利润相差995.91万元。国科环宇应收账款账龄划分和成本费用划分不准确，导致两次申报的财务报表成本费用多个科目存在差异。两次申报时间上仅相差一个月，且由同一家审计机构出具审计报告。

最后是关联交易的公允性。国科环宇的业务开展对关联方单位A、单位D存在较大依赖，其中近三个会计年度与单位A的关联销售金额占销售收入的比例分别为66.82%、25.73%、32.35%。国科环宇未能充分说明上述关联交易定价的公允性。

科创板上市委审议认为，国科环宇关联交易占比较高，业务开展对关联方存在较大依赖，无法说明关联交易价格公允性，重大专项承担业务模式非市场化取得，收入来源于拨付经费，不符合业务完整、具有直接面向市场独立持续经营能力的要求；同时国科环宇首次申报时未能充分披露重大专项承担业务模式，对关联方的披露存在遗漏，未充分披露投资者对国科环宇作出价值判断和投资决策所必须的信息。2019年3月在北交所挂牌与本次申报财务数据存在重大差异，反映国科环宇存在内控制度不健全、会计基础工作薄弱的情形。

把好科创板“入口关”

国科环宇是科创板试点注册制以来，出现的首单因不同意发行上市申请而终止审核的情形。此前已有八家科创板申报企业经过一轮或多轮问询后主动申请撤回发行上市申请被终止审核。按照注册制下科创板发行上市审核既有规则和程序，无论审核同意还是不同意发行上市，或者因主动撤回等原因终止审核，都是审核中的正常现象。

“科创板试点注册制，一直秉持着以信息披露为中心，但是科创板审核必须保持锐度，在必要情形下，上市委主动行使‘否决权’是对科创板质量的负责，也是对资本市场改革事业的负责。”一位资深投行人士对中国证券报记者表示，科创板试点注册制并不是完全不审，审核就会有通过或者不通过。在此基础上，出现“终止审核”是把好市场“入口关”的客观要求，市场各方需理性看待。

上交所在答记者问中表示，国科环宇在科创板发行上市应符合的发行条件，包括业务完整，具有直接面向市场独立持续经营的能力；会计基础工作规范，内部控制制度健全且被有效执行等。这些发行条件的理解和执行，需结合国科环宇通过信息披露等方式呈现的事实情况予以把握。终止国科环宇发行上市审核，是根据国科环宇在招股说明书和审核问询回复中披露的情况，对国科环宇的业务独立性和会计基础工作规范性等事项作出审慎判断后形成的决定。

上交所将充分发挥公开化问询式审核在提高发行人信息披露质量、中介机构执业质量中的应有作用，把好市场“入口关”，这是注册制下上交所依法履行发行上市审核职责的现实要求。