

■ 基金年终报道系列之三

沙场老将饮恨“成长” 价值私募笑傲江湖

□本报记者 吴娟娟 实习记者 吴玉华

2017年的A股市场有些不寻常:一些久经沙场老将饮恨“成长”,而价值私募笑傲江湖。伴随A股的机构化、国际化进程提速,资深私募人士表示,分化将成为市场新常态,2018年分化将进入20版。

老将扼腕

2017年的分化行情不仅令市场小将不知所措,也令很多征战沙场多年的“老将”扼腕。不少资深私募人士表示,猜到了A股会分化,但是没想到会分化得这么厉害。

在今年5月的一次公开活动中,某资深私募创始人表示,A股已进入“熊末牛初”阶段,这个时候资金可能抱团“蓝筹”,市场开始分化。但他由此得出的结论为“此时正是布局成长股的良机”。时至今日,这位征战股市20多年的老将坦言,没想到2017年A股市场会分化得这么厉害,擅长成长股投资的他今年的业绩只能算中庸。

另一金牛私募的总经理几乎同时也表示,A股的生态已经变化,严监管下炒壳等过去奏效的玩法将会失灵。至年终复盘时,该总经理表示“年初我们预见今年将是蓝筹行情,但是2017年漂亮50的上涨幅度还是超过了我们的想象”。不过,由于抓住了今年周期股行情,他透露今年的业绩还不算太坏。

截至12月28日收盘,今年以来上证50上涨超过25%,而创业板指下挫超过11%,中证1000

下跌超过18%。高度分化的市场意味着,未能参与蓝筹白马行情的私募多有抱憾。

前述私募创始人将误判归于两点:低估了包括通过港股通进入的外围资金的影响,低估了严监管的影响,如沪股通和深股通资金带来的北上资金在对内地市场并不完全了解的情况下,倾向于选择安全边际高的公司。北京一位资管行业从业经历超过20年的私募人士告诉中国证券报记者,他6月看清了市场风向,不过随后虽然增加了选股模型中市值因子的比重,但是此前误判令他失去信心,此后操作上进入防守状态,全年的平均仓位维持在较低水平,导致今年收益欠佳。

价值私募笑傲江湖

与折戟“成长”的市场老将形成强烈对照,在机构化、国际化趋势下,价值私募规模业绩获得双丰收。今年景林资产、高毅资产的业绩表现亮眼。格上研究中心数据显示,今年前11个月高毅资产、景林资产发行产品在30只以上,跻身今年最高产的私募之列。

这些绩优私募将今年的A股行情归于行业集中度提升、蓝筹股业绩高速增长以及市场风险偏好偏低等因素。深圳明达资产管理有限公司董事长刘明达表示,行业集中度提升是2017年A股分化行情背后的原因。他说,行业里的支配者和占据大部份额的“寡头”企业将在很长一段时间内保持稳定和持续,具有较高的护城河,这才是如贵州茅台这类企业越来越受到投资者欢迎的最合理的逻辑。

上海景林资产管理创始人蒋锦志认为,今年大部分蓝筹股优异的表现主要来自于其业绩的高速增长。同时由于价值投资理念的深入,市场对于优秀公司盈利的稳定性更加看重。

高毅资产首席投资官邓晓峰则认为今年的分化行情背后有三大因素:一是市场风险偏好降低;二是在经济调整的过程中,行业龙头公司应对经济调整的能力更强,实现了更好的增长;三是严监管也有利于蓝筹行情的形成。

中国证券报记者采访中发现,相当一部分私募认为A股的分化是不可逆的。格雷资产总经理兼投资总监张可兴表示,从2015年以来A股发生了里程碑式不可逆的变化,市场资金向优势企业集中,而没有业绩支撑的小市值股票遭到抛弃。

在这种趋势背后,A股的国际化和机构化是重要驱动力。而A股的分化,无疑使得擅长基本面分析的私募赢得可贵的崛起机会。因此,在A股分化的同时,私募行业也在分化,强者恒强的格局正在形成。名禹资产董事长王益聪也表示,A股已经进入了一新生态。

格上研究中心数据显示,今年前11个月,百亿级私募平均每家新产品12.34只,50-100亿的大型私募平均每家发行6.92只,管理规模10亿以下的私募中,平均每家发行量仅为1.15只,马太效应显现。

格上研究中心研究员雷蕾表示,在市场风格切换时风控意识更强的老牌私募优势凸显。她补充说,尽管私募行业已显示马太效应,但也

有老牌私募今年不幸“踩雷”,行业的流动性依然存在,业绩突出者依然有上位机会。

2018年将以“业绩”为导向

展望后市,不少私募认为,2018年A股的分化行情大概率持续。不同于2017年市场呈现的“显著”市值导向特征,2018年的分化将以“业绩”为导向,进入分化2.0版。刘明达说,供给侧改革本质上推动了产业集中,行业龙头公司市场份额上升和盈利持续上升是未来数年的主旋律。中国的制造业和金融行业较容易产生世界级的企业。这些行业占支配地位的“寡头”因具有较高的护城河,可长期维持竞争优势。

蒋锦志表示,2018年蓝筹股的涨幅不会像今年这么多,明年其组合中蓝筹股的盈利将主要来自于公司的业绩增长。

王益聪亦表示,明年的分化行情将持续。不过不同于2017年,2018年的分化是基于业绩的分化。没有业绩支撑的蓝筹在2017年上涨之后或许会回调。

此外,也有私募表示2017年成长股饱受“蹂躏”,2018年其中确定性高的成长股将获得补涨机会。中欧瑞博CEO吴伟志表示,今年中小创泥沙俱下,由此带来的结果是不少企业明年估值将较具吸引力。以新能源汽车为代表的新经济行业,明年行业整体增长速度会很快,此时正是播种优质成长的时机。云程泰基金表示看好新经济中业绩正在释放的成长股。(本系列完)

窦玉明:公募股基是养老资产最好的投资工具

□本报记者 李良

在近日召开的首届钱塘江论坛上,中欧基金董事长窦玉明表示,养老基金属于长期投资,而不论是投资的经典理论,还是国外和国内的投资实践,都证明了股票型基金应该是养老金投资的主要标的之一。

窦玉明指出,将这类高风险产品放在超过五年的时间维度上考量,实际亏损的风险会大幅下降,如果拉长到几十年,则更能体现出回报较

高、亏损风险极低的特征。所以,应该充分利用好养老金的长期投资属性,争取更好的投资回报。

按照国际惯例,政府、企业和个人账户是养老金资金来源的“三大支柱”。窦玉明表示,即便在富裕国家,作为第三支柱的个人账户,依然是养老资金的重要来源。而我国居民素有储蓄养老的习惯。但根据海外经验,储蓄显然不是很好的养老解决方案。养老投资具有长期性特征,这意味着有机会获得更高的投资回报。假设100万元资金每年可获得15%的投资回报,30年后的

收益总额约为6600万元。但如果投资于年化收益为2%左右的银行存款,那么30年后的本息总额仅有181万元,复利带来的差异是巨大的。

对于长达30年的养老投资而言,怎样的配置更适合普罗大众的需求?窦玉明指出,投资工具的收益率水平是关键。只有足够的投资收益率,才有可能避免未来个人养老资金短缺的问题。而在比较各类投资工具的收益率水平后,权益基金的优势颇为需求。在服务养老资金时,权益基金亦责无旁贷。通过大量理论研究和实践

验证得以发现,公募股票型基金称得上是养老资产最好的投资工具。公募基金运作透明度高、流动性好,权益基金的投资回报率也相对较高。尽管这类基金的价格年度波动率可能较大,但从跨越数十年的投资纬度考量,这样的波动并不会造成长期投资的亏损。

窦玉明同时表示,作为公募基金业内长期业绩的领跑者,中欧基金素来关注养老领域潜在的投资需求,致力于养老资产管理创新模式的研究,帮助有养老理财需求的投资者实现理财目标。

茅台提价 部分基金欲放心“喝酒”

□本报记者 吴娟娟

12月27日,茅台宣布提价18%,基金认为提价扫除了前期市场疑虑,增强了下一阶段“喝酒”的信心。

出厂价提高18%

12月28日,贵州茅台公司宣布自2018年起适上调茅台酒产品价格,平均上调幅度18%左右。此外公告还表示,2017年度公司预计实现营业总收入600亿元以上,同比增长50%左右;预计利润总额同比增长58%左右。当日贵州茅台高开逾3%,午后继续上涨至近8%,同时带动白酒股走强。

12月28日,在国酒茅台2017年度全国经销

商联谊会上,茅台集团董事长袁仁国表示希望公众理智对待价格。“茅台酒不是用来炒的。”他说。此外他还表示,目前茅台酒的公务消费占比不到0.15%。

基金看好明年上半年白酒行情

茅台宣布提价之后,茅台带动白酒板块强势反弹,似乎打消了此前市场一些疑虑。

12月27日,上证50指数大跌逾1.89%,排名前20的权重股全线下跌,贵州茅台跌逾2%,不少市场人士怀疑白马蓝筹行情将偃旗息鼓。但28日白酒板块的表现,让业内人士增强了年底“喝酒”的信心。

华南某基金公司消费相关基金经理表示,

茅台提价利好整个白酒板块,价格敏感度低、有品牌溢价的白酒获得的利好更为明显。他同时表示,由于提价可以传导至经销商和消费者,而不会影响到销量,可较为明显地改善企业利润。原则上,厂商可以每隔一段时间调价一次,这在一定程度上可支持茅台利润持续增长。

泰颐资产认为提价减少了市场的“噪音”。11月以来,茅台高股价引发关注,市场对于茅台是否提价也出现较大分歧,现在提价事实已成,市场可以静下心来专注于跟踪企业的经营变化。其次,提价是利好的部分兑现,2019年可能还会有进一步的提价动作,贵州茅台公司和行业景气度仍处于上升趋势中。最后,茅台酒提价给其他高端白酒以及次高端白酒的增量打开了

空间,看好明年上半年白酒行情。

另一家大消费基金的基金经理则认为,提价在预期之内,对春节行情影响不大,只不过大部分人以为春节才会提价,没想到现在就提了,这是市场情绪高涨的原因。

在蓝筹白马上涨了一年之后,其2018年走势成为市场关注焦点。不少基金人士认为,有业绩支撑的蓝筹白马股2018年依然有上涨机会。深圳明达资产董事长刘明达在内部讲话中提到,中国经济已经进入寡头时代,像贵州茅台这种行业寡头业绩有望稳定增长。不过也有市场人士持不同意见,他们认为,首先提价对销量是否有影响尚需时间检验;其次,2018年市场热点尚不可知,资金未必会继续拥护茅台。

创业板配置机会难觅 机构纷纷撤离

□本报实习记者 吴玉华

今年以来,创业板市场表现不佳,而一批大市值白马股崛起,机构的资金配置发生深刻变化,创业板成了被抛弃的对象,近几日创业板刚刚复牌的两家公司便遭到机构资金的抛售。

招商证券研究显示,当前公募基金对中小市值公司的配置比例已经达到2013年三季度以来的最低值。

两创业板公司复牌遭机构抛售

近日,有两家创业板公司复牌便遭到机构资金的抛弃。12月21日,停牌三个月的银之杰复牌便以跌停开盘。当日的龙虎榜显示,卖一席位即为机构席位,卖出2552.16万元,以当日的跌停价15.06元/股计算,卖出约为169.47万股。恒生聚源数据显示,截至2017年9月30日,只有6

家机构持有银之杰,持有量最多的为中国人寿保险股份有限公司-万能-国寿瑞安,持有数量为169.47万股;其次为富国创业板指数分级证券投资基金,持有158.41万股,当日最高价为15.4元/股,以此计算卖出量也在165.72万股。

另一家于近期复牌的创业板公司宣亚国际也遭到机构大幅抛售。自12月18日复牌以来,宣亚国际每个交易日均登上龙虎榜。从龙虎榜数据来看,12月21日、22日、25日均出现机构资金卖出的身影,3个交易日中,机构资金一共卖出1.59亿元。值得注意的是,截至9月30日,有10家基金持有宣亚国际共921.60万股,以12月22日的跌停价39.17元/股计算,卖出约418.98万股。在连续的跌停后,机构资金卖出果断。

三季度集中撤离

与上述两家创业板公司刚复牌便遭机构抛售相

对应的,是机构在三季度大幅撤离创业板的大环境。

恒生聚源数据显示,截至三季度末,与二季度相比,创业板市值前十的公司机构持股除温氏股份和乐视网出现正向变动外,其他公司均为卖出,且机构持股家数相比上期均表现为减少。从基金持股来看,这种创业板减持迹象更为明显,创业板市值前十的公司中,除乐视网停牌外,其他公司均遭到基金不同程度的减持,十家公司的基金持有家数均大幅下降。变动最大的为碧水源,基金持有家数从二季度末的344家减少到三季度末的55家,持股数量减少1.34亿股。

北京一私募对记者表示,今年基金策略更为灵活,高抛低吸的特性越来越明显。此外,基金减持创业板一直在持续,期间的几次反弹也并未吸引到机构资金的进入。招商证券研究显示,当前公募基金对中小市值公司的配置比例已经达2013年三季度以来的最低值。

风格切换短期难现

目前,创业板平均市盈率为48.74倍,相比历史高位133倍下降不少,是否意味着创业板出现配置机会呢?招商证券策略认为,新科技、新消费、新生态有望成为2018年的投资主线,在这些领域中,估值合理、业绩增速和估值相匹配的中小市值公司有望在2018年获得良好表现。但部分中小市值公司仍面临高估值、高解禁和高营三座“大山”,因此建议投资者慎重选择投资标的。

一位券商策略首席分析师对记者表示,外延并购弱化与商誉减值扰动创业板公司业绩,风格切换难出现。上述私募表示,创业板指数还没有明确的见底迹象,不过,一旦创业板市盈率跌到30倍左右,就可能迎来底部。从中期来看,小盘成长股的机会越来越近了,届时大小盘股行情可能会再次转化。

景顺长城基金换帅

□本报记者 张焕的

景顺长城基金12月28日公告,原总经理许义明届满离任,调回外方股东单位(香港)工作,原副总经理康乐接任总经理职务。

资料显示,许义明2009年初开始担任景顺长城基金总经理,任职9年来,带领景顺长城基金实现了从单一的权益类投资业务向综合型资产管理公司的转型,旗下业务日趋多元化。近几年,景顺长城基金除了权益类投资能力继续保持优势之外,在固定收益投资、量化投资、国际投资、FOF以及另类投资领域均有长足发展,成为专业的综合投资解决方案供应商。目前景顺长城旗下公募及专户产品超过百个,整体资产管理规模超过千亿元。

记者了解到,景顺长城新任总经理康乐先后有过投研和市场相关工作经验。资料显示,康乐曾在中国人寿、中金公司等中资机构任职,也曾任景顺长城外方股东香港景顺担任过销售经理和北京代表处首席代表。2011年7月加入景顺长城基金,先后担任机构业务部总监、公司副总经理。景顺长城机构业务近年来发展迅速,与保险、银行、信托、财务公司等机构客户展开了深度合作。据保监会公布的保险资金委托投资业务整体情况显示,截至2017年6月底,景顺长城以受托保险机构管理规模167.36亿元在基金行业排名第二。

IPO常态化 重塑VC/PE退出格局

□本报记者 刘宗根

对于VC/PE机构而言,2017年战绩如何很大程度上取决于“募投管退”。今年IPO常态化改写了股权投资市场的退出格局,不少机构因此获得丰硕的投资回报,成功收官。展望明年,随着新三板交易制度改革和港交所“同股不同权”的推出,VC/PE的退出或更为通畅。

退出格局重塑

如果罗列2017年退出市场的关键词,“重塑”可能是其中之一。IPO取代新三板挂牌成为VC/PE占比最高的退出方式,让不少头部投资机构赚得“盆满钵满”。

12月27日,安永发布的《安永全球IPO市场调研报告:2017年回顾及2018年展望》称,预计2017年全年A股市场共有436宗IPO,共筹资2304亿元,分别较2016年同比增加92%和53%。2017年A股市场新股上市数量首次突破400宗,超过2010年347宗的历史高点。

尽管2017年各大投资机构在纽交所和纳斯达克斩获颇丰,但是年初至今,A股IPO的退出收益依然远高于海外市场。清科研究中心数据显示,今年前11个月,中企境内市场上市后20个交易日的平均账面回报几乎是海外市场的两倍。具体来看,上市后20个交易日,上交所的平均账面回报是7.41倍,深交所主板、中小板、创业板的平均账面回报分别是11.84倍、6.87倍、8.33倍;从海外市场来看,纽交所上市后20个交易日的平均账面为4.91倍,纳斯达克仅为3.51倍。

与2016年不同,2017年VC/PE的退出格局发生了巨大变化:2016年VC/PE退出案例共计4891起,其中新三板挂牌占比高达66%,远高于IPO的11%和股权转让的10%。而今年前11个月,IPO实现了对新三板挂牌的全面超越。在VC领域,退出方式排名前三的是IPO、股权转让和新三板,占比分别为32.7%、26.0%和22.1%;在PE领域,排名前三的是IPO、新三板挂牌和股权转让,占比分别为31.7%、27.1%和15.1%。

“当企业估值达到百亿量级的时候,新三板打折抛售部分股权其实并不容易,在A股可能打九折就可以了。”在雷雨资本董事长蔡玮看来,VC/PE退出渠道日渐多元化,包括A股IPO、海外IPO、股权转让、并购等可供选择的方式也越来越通畅,具体选择何种退出方式要根据项目阶段而定。不过,从现金回报来看,当前IPO具有的优势是其他退出方式不能比拟的。

再迎利好

过去几年,由于流动性差,新三板挂牌退出情况并不理想,这也导致不少VC/PE谋求先挂牌再转板。“对投资人来说,比起把新三板挂牌称作退出,我更愿意称其为成长。”蔡玮认为,从过往案例看,表面上部分新三板企业估值已与A股相差无几,实际上退出却并不十分顺畅。

日前在新三板分层与交易制度改革新闻发布会上,全国股转系统总经理李明表示,将对新三板分层标准进行调整,并在交易制度上进行改革:引入竞价交易。

清科研究中心数据显示,今年前11个月,VC/PE支持的新三板挂牌企业占比仅为13.2%,渗透率远低于同期A股的61.6%。业内人士认为,随着竞价交易的引入,流动性的问题或将得到改善,新三板挂牌有望实现真正意义上的退出。

此外,不久前港交所宣布,将在主板上市规则中新增两个章节,列出有关尚未有收入的生物科技公司 and 采用“不同投票权架构”的新经济公司来港上市的规则框架。港交所放行“同股不同权”,被认为是为蚂蚁金服、小米以及生物科技等企业的赴港上市扫清障碍。

“新药研发从一期到三期,每一期都有巨大的不确定性,可能第一期就需要1亿美元。没有资本的支持,可能很难走下去。允许尚未盈利的生物科技企赴港IPO,一方面增加了VC/PE的退出渠道,另一方面也间接促进了生物科技企业的融资。”蔡玮说。