

# 中兴通讯“估值底”屡屡被击穿 基金公司调低估值左右为难

□本报记者 李良

连续四个跌停板后，中兴通讯A股的股价已经跌去近35%，而根据财汇金融大数据终端的统计，2018年一季度末扎堆持有中兴通讯的192只公募基金，短短四天里面已经出现了超过20亿元的浮亏。

昨日收盘后，中兴通讯A股跌停板上的封单仍高达5329万手，按昨日收盘价计算市值超过百亿元，在当前市场偏弱势的背景下，除非有特殊力量撬动，否则短期难有打开跌停板的机会。如此一来，此前多家基金调低中兴通讯估值的红线将被一一击穿，令基金陷入“囚徒困境”——如果基金不再度调低估值，对中兴通讯后市悲观的基民有可能会通过赎回基金来实现止损；但如果调低估值的话，到底“估值底”在哪里？

## 另类的博弈

对于基金公司而言，保护持有人的利益显然是首要任务。但在中兴通讯复牌后超预期的跌停中，基金公司与持有人之间突然出现了一种另类的博弈。

截至发稿前，记者尚未看到新的调低估值的公告。而根据财汇金融大数据终端此前整理的统计显示，复牌前共有39家基金公司旗下的基金调低了中兴通讯的估值，其中，部分基金公司设置的股价估值底为25.36元至20.54元不等，目前已经陆续击穿，而其余将估值底设在20.04元的数家基金公司，如果不出意外，也将被新的跌停板击穿。

调低重仓持有个股的估值，主要是停牌期间市场对股价暴跌的预期十分强烈，基金为防止恶意套利采取的临时性措施。个股被调低估

值后，基金净值计算中，该个股按照估值价进行计算，对应地也就调低了基金净值。但复牌后如果估值底被击穿，基金却并没有再度调低估值，此时如果出现大手笔止损赎回单，就会对基金操作造成一定的压力。以中兴通讯为例，连续跌停板中单日成交不过千万级，绝大部分基金根本没有卖出的机会，但赎回指令下达后，理论上基金却需要卖掉这部分股票，否则就要在实际中采用“现金替代”的方案，而这会倒逼基金抛售其他个股，形成负面的连锁反应。

而对于基金持有人来说，当估值底被击穿后，一个新的抉择也就摆在面前：从目前盘面情况来看，巨量的跌停板封单和稀少的成交量，以及中兴通讯港股遥遥领先于A股的跌幅，意味着中兴通讯A股还存在跌停的可能，如果所持有的基金重仓中兴通讯，其净值损失难以测算，

那么，是趁着没有新的估值调整前止损赎回，还是坐等反转？这是一个不容易做出的选择。

## “黑天鹅”带来烦恼

事实上，这已经不是第一次基金扎堆重仓个股遭遇“黑天鹅”了。近年来，多只基金重仓股“踩雷”，复牌后大幅暴跌，公募基金调低的估值多次被轻易击穿，让基金的操作陷入一次又一次的尴尬之中。

上海某资深基金经理认为，伴随着公募基金在A股市场中份量的降低，近些年来公募基金屡屡采用抱团取暖、扎堆重仓的方式来捧高个股，表面上来看，净值得到了提升，但代价却往往是流动性风险巨大。一旦出现风吹草动，抱团取暖有可能会变成“踩踏”，导致股价实际跌幅会远远超出预期。

## CDR细则出台

# “估值合理”成机构参与标准

□本报记者 林荣华

昨日，小米推迟在A股CDR上市的消息几乎淹没在市场大幅调整带来的震惊中。记者获悉，眼下机构更加关注市场调整下的投资机会，他们认为大盘整体处于买点区域，部分优质个股的估值已具备较强吸引力，待市场企稳后加仓。至于未来CDR的参与价值，部分机构表示，从价值投资角度出发，需重点关注CDR的估值合理性和后期上涨空间，并将着眼中长期持有配置。

## 合理估值成关注焦点

沪深交易所6月15日发布《试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》(以下简称《办法》)，对试点创新企业股票或存托凭证上市、交易、信息披露等事项作出具体制度安排，并自发布之日起实施。这意味着CDR回归的脚步更近了，部分机构也制定了初步的交易配置策略。

“CDR相当于科技股中的蓝筹，肯定是值得配置的。但是，估值的合理性是需要关注的重点，现在部分待发行的CDR企业在外国的估值并不十分便宜。”某公募基金策略分析师表示，“从估值角度看，并不会一上市就着急配置，而是逐步建仓。如果CDR出现急跌或者估值进入更具吸引力的空间，则会是一个很好的买点。”

## 着眼中长期持有

对普通投资者而言，虽然通过战略配售基金投资CDR存在锁定期的限制，但上周面向个人投资者募集的华夏、易方达、南方、嘉实、汇添富、招商等6只战略配售基金依旧受到部分基民的追捧。虽然机构和投资者直接参与CDR投资没有3年锁定期的限制，但一些机构却表示在估值合理的情况下，CDR将作为核心仓位中长期持有。

“CDR在目前A股中具备一定的稀缺性。”前述中型私募研究员表示，“对于核心仓位，只要基本面和估值没有大的变化，我们会一直持有，不会单纯因为市场的涨跌就卖出。如果因为市场的非理性下跌导致估值更具吸引力，还会择机适当加仓。”

“CDR的配置仓位或将取代对相关独角兽

影子股和概念股的配置，这是其价值所在。对CDR的投资也将从价值投资的角度出发，着眼中长期持有。此外，由于CDR和国外上市价格之间并不存在套利机会，因此价格上允许CDR比国外上市价格有一定偏离，类似A+H股存在的折溢价。”前述策略分析师说。

需要提醒的是，《办法》对CDR上市的部分规定与普通股票IPO上市有较大差别，例如第三十七条规定“存托凭证上市首日不实行价格涨跌幅限制，具体交易安排参照本所关于首次公开发行股票上市首日的相关规定执行”。某券商自营研究员建议，个人投资者直接参与CDR投资，需弄清相关细则要求，避免因交易规则的不熟悉影响投资效果。

## 短期“捡漏”优质个股

虽然相关细则已经出台，但小米公司昨日宣布分步实施在香港和境内的上市计划，即先在香港上市之后，再择机通过发行CDR的方式在境内上市。证监会随后取消了发审委会议对小米发行申报文件的审核。值此空档之际，叠加昨日大盘的明显调整，部分机构更加关注现有市场机会，认为目前A股整体处于买点区域，大盘整体调整已经引发部分优质个股被错杀，将择机布局。

北京某私募研究员表示，在控制好仓位的情况下，市场的短期调整无需过分恐慌。“现在

## 赴港上市潮起

# VC/PE“寻医问药”热情不减

□本报记者 刘宗根

据中国证券报记者粗略统计，近期可能赴港上市的生物医药企业超过十家，一波赴港上市潮正在酝酿中。作为VC/PE机构最重要的退出渠道之一，IPO的畅通也带动了投资的升温，年初以来，医疗领域大额融资频现。

业内人士认为，港交所允许尚未盈利的生物科技企业赴港上市是近期上市升温的最直接原因。不过，投资尤其是生物医药投资专业且周期长，一拥而上不可取，未来看好医疗和人工智能结合带来的投资机会。

## 扎堆赴港上市

继歌礼生物之后，日前，又一家尚未盈利的生物科技企业——华领医药赴港上市。

根据IPO申请书，截至今年一季度末，华领医药尚未有任何产品实现商业化，也没有任何产品销售收益，主要是以现金补贴的形式从政府获得补助支持研发项目。

不久前，5月上旬，歌礼生物向港交所提交了招股说明书，有望成为第一家港交所IPO新规后上市的可收入盈利的生物科技企业。

记者注意到，除上述两家企业外，还有数十家企业可能赴港上市，包括成大生物、君实生

物、信达生物等。5月初，成大生物发布公告称，公司董事会通过赴港上市议案，打响了“新三板+H股”第一枪。

“港交所IPO新规实施后，对生物医药创投机构而言，除纳斯达克之外，又多了一个IPO市场，在解决资金流动性方面，是非常好的事情。”深圳某知名医疗投资机构执行合伙人表示。

湖北某大型创投机构董事长认为，从拿到临床批文到最后新药上市，需要大量的资金投入，过去资本市场实际上并没有按照生物医药产业的发展规律来配置资源，导致在新药研发上面的投入严重不足，在新药领域始终没有太大的突破。港交所IPO新规最大的意义就在于改写了资源配置机制，将来可能会有大量的新药不再因为资金问题而受到掣肘。

## 医药投资升温

记者注意到，退出渠道的多元化，让VC/PE机构在拿项目上更加慷慨，生物医药投资升温趋势明显。

6月中旬，药师帮宣布完4.2亿元C轮融资，其中C1轮由顺为资本领投，松禾资本和高捷资本跟投；C2轮由DCM资本领投，SIG跟投。

5月上旬，基石药业宣布完成2.6亿美元B轮融资。本轮融资由主权财富基金新加坡政府投

资公司领投，红杉中国、云锋基金、中信产业基金、高瓴资本等参与，现有投资方元禾原点、博裕资本等继续跟投。据了解，这是迄今为止中国生物医药领域B轮最大单笔融资。

此外，清科数据显示，近期获得数亿级大额投资的还包括先导药物、奕安济世、美尔贝等多家生物医药企业。

“生物医药投资是个非常专业的活，不管交易所推出什么政策，都不能一拥而上。投资尤其是生物医药投资需要对行业有深刻的了解，既要有信心，也要有实力，能够耗得住进而真正去深耕。”上海某医药创投机构合伙人表示。

实际上，近年来，生物医药一直是最热门的被投行业之一。据上述合伙人介绍，截至目前，医疗领域的人工智能企业，完成A轮融资并且可查的至少有160多家，两三年前只有十几家，增长速度非常快。前述湖北某大型创投机构董事长认为，作为投资人，投资生物医药行业，除了能够保证投资企业增值，还要保证资金的流动性。“在投资的有效期内，技术能不能变成产品，产品能不能变成商品，这些都是需要思考的问题。”

## 瞄准人工智能风口

今年4月底，国务院办公厅出台《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》指出，研发

# 市盈率这个指标有用吗

□兴全基金 黄鼎钧

二级市场投资不外乎就是赚四种钱：一是赚宏观经济增长的钱，二是赚市场风险偏好提升的钱，三是赚企业盈利增长的钱，四是赚投资人间博弈的钱。其中，对于价值投资者来说，企业盈利增长的钱是较好掌握的。价值投资者通过预测企业每股盈利的情况，推估股票该值什么价格，从而得出一只股票是不是有投资价值。在这个过程中，市盈率也是推导逻辑的重要变量之一。

但市盈率除了是个指标，若特别关注它，也可以衍生生成一种投资风格。常常我们会听到一些价值投资者提到他们的策略着重“安全边际”，也就是投资较有把握、下行风险比较小的股票。从这个层面来看，他们就是将市盈率这个指标看得更为重要一些，在同样的基本面上，较为愿意选择市盈率低的标的。

市盈率的概念不仅用在个股上，将多只股票的价格和盈利分别加权起来，也可以得到组

合的市盈率；同样的，如果是行业口径就成了行业市盈率，大盘指数口径就成了市场市盈率了。

根据Wind及中万研究所的数据，A股市场主要指数的市盈率今年以来普遍向下，长期来看，创业板指数及中小板指数的市盈率更是下跌明显。

通过自2000年以来的统计，目前A股、上证50、沪深300、中小板及创业板的最新市盈率都低于区间的平均数及中位数。其中，沪深300的最新市盈率为14.60，离区间最低值10.20最为接近；创业板最新市盈率为41.50，处于其成立以来的相对低点，约占历史百分位的14.50%。

目前各主要指数的市盈率都处于平均水平以下，虽然不代表此时投资就能大概率取得正收益，但从历史来看，目前大幅下行的风险相对较低。对于长期投资者来说，是一个值得关注的时点。

当然，股市的波动是非常复杂的过程，影响

## 泰达宏利基金：重点挖掘大消费大金融行业

□本报记者 叶斯琦

6月19日，沪指大幅低开一路下跌，失守3000点，午后跌幅进一步扩大，最大跌幅近5%，接近两年来新低；创业板盘中大跌逾6%，创2015年股市大幅波动以来的新低。泰达宏利基金首席策略分析师庄腾飞认为，市场大幅调整主要有两方面原因：一方面，全球经济增长出现担忧，造成全球金融市场整体波动；另一方面，国内金融市场非标融资停滞，导致信用市场融资出现波动，民营企业融资压力加大。与此同时，近期市场大型融资较多，对股票市场的资金供应带来一定压力。

展望未来，泰达宏利基金认为，尽管目前市场仍面临较多不确定因素，对盘面形成一定的扰动，但就整体市场环境而言，政策的导向基本确定，扩大内需、产业升级、科技制造依旧是经济发展的确定性方向。相关部门近期也表示会紧密跟踪国内外形势，做好预调微调，积极有效应对可能的冲击。泰达宏利基金表示，未来将重点发掘业绩确定性高、基本面向好且体现现金流比较优秀的公司，重点集中在大消费、医药、大金融等行业。

## 摩根士丹利华鑫基金：A股估值进入相对安全区间

□本报记者 张焕灼

6月19日，A股市场整体下挫。对此，摩根士丹利华鑫基金表示，市场快速调整的主要原因，在于近期利空因素的密集爆发，投资者对市场形成了较为一致的悲观预期。但摩根士丹利华鑫基金认为，过去几个月市场走弱并非基本面发生大幅下行，更多的源自市场风险偏好的下降，随着A股指数的不断下行，其估值也进入相对安全区间，具备了中长期投资价值。2018年4月以来，沪股通每月资金净流入分别为274亿元、267亿元和175亿元，如按照当前趋势，6月份单月有望实现沪股通净流入最大资金量；深港通也与此类似，表明外资仍在配置A股优质标的。

在当前背景下，政策已经出现了预调微调的信号。一方面，A股整体估值处于较低水平；另一方面，企业利润增长稳定。若政策边际上有所改善，受压制的优质个股可能快速反弹。建议寻找有基本面支撑、估值匹配、增长前景较好的行业和个股进行战略配置，耐心等待市场情绪回暖。

## 中欧基金：A股市场永远不乏好机会

□本报记者 李良

针对昨日市场的大幅波动，从投资角度，中欧基金认为，短期情绪对股市的影响大于经济因素本身，中长期中国经济仍将保持稳健增长，A股公司整体盈利增速仍将继续改善，市场上永远不乏好的投资机会。于投资者而言，建议均衡配置，淡化风格，自下而上挖掘具备长期投资价值的个股。其中，大市值消费白马、低估值周期龙头，以及具备较强防御属性的公用事业标的值得关注。

中欧基金指出，中国政府对于未来的宏观经济形势存有底线思维，不排除未来将通过定向降准等手段对冲流动性风险，通过刺激内需来平抑海外需求的不确定性，并在新型基建、高端制造、消费升级等领域拓展发展空间。

## 越秀产投两基金 投资宁德时代浮盈超一倍

□本报记者 万宇

6月19日，在上市第六个交易日，宁德时代市值达1265.11亿元，一举超越温氏股份成为创业板第一股，由越秀基金控股下子公司越秀产业基金所管理的两只基金多次参与宁德时代的融资，截至6月19日收盘，这两只基金的综合浮盈已近1.5倍。

宁德时代招股书显示，由越秀产业基金管理的仁达九号和明睿七号持有宁德时代，这两只基金在宁德时代发行前持股比例分别为0.45%和0.28%，在2016年1月、7月、12月通过增资或股权转让的方式参与宁德时代，合计投资约3.78亿元。截至6月19日，越秀产业基金管理的两只基金在该项目上浮盈达5.46亿元，而多数二级市场的机构预测，宁德时代是绝对的行业龙头“独角兽”，Pre-IPO参与的机构投资者盈利将更加丰厚。

据悉，越秀产业基金近年来投资成果丰硕，截至2017年年底，累计基金管理规模近500亿元，布局了股权投资、夹层投资、母基金投资三大核心业务，其中在股权投资方面，深入挖掘培养聚焦新医药、新文娱、新制造和新消费等战略新兴产业投资机会，已投资包括宁德时代、芒果TV、云从科技、柔宇科技、中金珠宝、百果园等近60家优质企业。

越秀基金2017年年度报告显示，按照“FOF+直投”的投资策略，越秀产业基金股权投资业务取得重大突破，全年股权投资规模为12.2亿元。2018年，越秀产业基金将继续深化三大业务布局，并聚焦产业细分领域，挖掘龙头项目投资机会。

