

红五月:震荡上行 价值为先

明星基金经理 概念股的未来



□许维鸿

本周市场最热络的新闻,恐怕要属明星基金经理王亚伟离职华夏基金了。敏感的财经媒体,还“及时”冠名为“王亚伟概念股”,细细拆解走势分化,以探求王亚伟离职对市场的影响。其实,中国公募基金不长的“超常规”发展历史上,明星基金经理已经“江山代有人才出”好几茬儿了,每一次大规模的新老更替,无不从股票市场面临发展瓶颈,抑或刚刚经历行情大动荡,导致游戏规则更新换代,难道这次也是如此?难道一个明星基金经理的离职,真的预示着新投资策略时代的到来?

答案恐怕是肯定的。经过股灾恐慌改革,中国股市面临前所未有的大流通时代,行情经历了持续几年的低迷走势,题材炒作越来越难,投资者需要新的投资思路。而另一方面,股票市场的职能也不应再是国有企业改制融资的平台,必须转变为普通百姓投资理财、资产保值增值的平台,这其中的过程对于原有的投资者必然是个痛苦的过程。说白了,原有的挣钱方式要变一变了。

所谓原有的方式,就是老股民记忆中的那些“黑马股票”、“概念股”,无不是被所谓明星分析师、明星基金经理吹出来的,这种类似于赌博式的投机交易,虽然刺激,并时不时地赶上一两个涨停板,但总体算下来让股民损失惨重。

更为严重的是,少数财经媒体对题材股炒作的推波助澜,虽然颇有无可奈何于市场的现实,但一来二去骗人的把戏被揭穿,让市场对投资者失去了诚信,投资者必然黯然离场。

管理层最近提出要让股市留住投资者,也正是看到投资者情绪低落,用脚投票的现实。设想长此以往,没有投资者的中国股市,必然宛若无源之水、无本之木,逐渐萎缩。而中国资本市场规模的萎缩,带来的后果是对实体经济支持的下降;中国制造升级到中国创造,没有高风险、高收益的资本市场支持,将是不可能完成的任务。

可见,明星基金经理概念股”并不适合普通的散户投资者,这种信息不对称带来的投资机会,只适合机构间博弈,比拼的是机构投资者对于不同事件对上市公司估值影响的认知。对于这种事件驱动型的投资机会,风险偏好高的个人投资者可以委托基金公司理财,但是在选择基金公司的时候,应该注重研究体系完备程度,或者说是超额投资收益保障的可持续性。如果对某个基金经理比较信任,则应该选择体制更加灵活的私募基金,以达到风险和收益的最佳匹配。

对于自主投资的中小投资者,一个值得推荐的投资目标是跑赢CPI,跑赢存款利息。对于监管机构而言,如果要留住这些散户投资者,还要从大盘蓝筹股的利润分红入手,辅之以税收优惠,至少要把握在10%的红利税降低甚至免去,建立起中国股市的理财职能。否则,即便监管者三令五申,那些中长期的资金如养老金等,也不会入市,因为明星基金经理概念炒作的时代,已经一去不复返了。

日前,管理层出台一系列制度性改革举措,引导资金回归价值投资。本周沪深两市震荡攀升,权重蓝筹摧城拔寨,助沪指综指成功站稳2400点上方。后市蓝筹股会否成为市场主流热点?5月A股能否摆脱“五穷”魔咒?本期财经圆桌邀请东兴证券副总经理银国宏、日信证券研究所副所长徐海洋和东吴证券研究所所长助理寇建勋,就此展开讨论。

“二八现象”或难再现

中国证券报:日前,上交所与深交所均发出了退市制度征求意见稿,长期来看,有利于引导资金进行价值投资,实现资本市场的优胜劣汰。在制度改革加速推进的背景下,整个A股的市场风格会否向低估值大盘蓝筹倾斜?“二八现象”会不会重现?

银国宏:股票投资策略中,均值回归是一个非常正确的思想,事实上大盘股和中小盘股估值结构的变化也遵循这样一个规律,具体表现为蓝筹与成长轮番涨跌。但是,这里有个基本前提是市场处于平衡市,如果是牛市或熊市,特点就没那么明显。

我认为短期交易机会应该更多地表现为中大市值的蓝筹股强势,但是“二八”现象可能不会很明显,因为大市值股不等于蓝筹股,而“二八”定义是按照市值来表述的。在传统经济增长模式下,以周期产业为核心的大市值股票可以视为蓝筹的代表,因此蓝筹的上涨和“二八”格局是吻合的,但在当前经济转型阶段,传统周期产业很多都将退出蓝筹行列,“二八”格局重现难度很大,但重大市值蓝筹股票的表现依然会对指数形成积极推动。

寇建勋:近期,管理层连续出台关于资本市场制度建设的政策,这些政策对于资本市场的长期发展无疑具有正面的刺激作用。但是任何政策对市场的影响都有多面性,短期来看,退市政策的推出对于当前整体股票的价值重心具有一定的下压作用,特别是概念股将面临比较大的压力,这会促使资金流向真正具有价值

和成长优势的股票上。

但我认为出现“二八”现象的概率不大,一是流动性限制。全流通背景下,大蓝筹总市值庞大,启动行情需要相当大的资金,目前市场流动性条件并不具备。二是中国经济转型也使“二八”现象难以重现。在目前上市公司结构中,大盘蓝筹股更多的是转型中不再大力发展的行业,比如钢铁、地产、建材等,也有行业在“技改”背景下,似乎难以有更好的增长,所以这些“大象”难以有更大的作为。

估值结构性分化将收敛

中国证券报:从估值角度来看,当前A股的整体估值水平仍然处于历史低位,但仍存在结构性估值分布特征,如小市值品种相对大市值品种高估,新兴产业相对传统产业高估,创业板和中小板相对主板高估等等。这种估值的结构性特征是否合理?长期而言,A股估值分布将趋向收敛还是继续分化?

银国宏:我认为当前的估值结构是合理的,因为大家现在评价估值高低的核心指标就是市盈率,而决定市盈率水平高低的核心因素一个是增长率,另一个是ROE(净资产收益率),这两个指标越高,市盈率越高。那么按照这个逻辑,新兴产业相对传统产业估值高一点是合理的,但因为市值小就一定估值高就没有特别强的理论基础支撑,但似乎又是一个长期存在的现实。

长期来看,我认为整个A股市场的估值仍然会存在这样的分化,但会在一定范围内进行,仍然会按照均值回归的规律演进。我们认为一批能够代表中国经济转

型方向的产业,由于他们的高增长仍然会表现为较高的市盈率,一批经过市场竞争洗礼、具有核心竞争力的大企业,凭借自身长期稳定的增长也会较市场平均水平享有一定的估值溢价,当然还会有一批成长前景平平但分红稳定的企业保持估值的相对稳定,最可能出现变化或进行剧烈的估值调整的是一批绩差股和微利股,市场会出现市盈率很低的微利股,由于随时可能面临破产或退市,估值虽低但股价难有表现,流动性也会越来越差。

徐海洋:A股市场与成熟市场最明显的不同点在于,A股市场中小市值公司更贵,而大市值公司更便宜。而美国则恰好相反,小市值公司便宜,大市值公司贵。以PE衡量的A股公司整体估值大约在14倍,与美国股市基本相当,但剔除权重因素后A股市场按照细分行业PE指示的市场估值中值则在30倍以上,小市值公司是当前市场高估值问题的主要原因。

小市值公司高估值与过去十多年中国经济高速增长阶段塑造的成长性投资风格有很大关系,尤其是在近10年的高速增长阶段,成长性投资是获取投资收益最主要也是最显著的手段之一。从过去的经验来讲,这种大小市值股票估值水平的差异是可以理解的,也可以认为是合理的市场表现。

我们预期A股市场大小市值公司巨大的估值差异应趋向于收敛趋势。虽然不能否认,城镇化、工业化对经济增长的推动作用依然存在,但主要工业产业进入成熟期,生产成本刚性上涨,经济结构转型要求迫切,这本身意味着



全新经济增长点的确立可能是一个相对较长的过程。市场走入右侧区间的过程可能也将漫长而复杂。不过,从估值安全和收益对比的角度看,低估值蓝筹品种的配置优势是相对明确的。

中国证券报:股谚云“五穷六绝七翻身”,今年五月能否摆脱这一“魔咒”走出“红五月”?对一般投资者而言,应当如何把握机会与风险之间的关系,在价值股与题材股间作何选择?

银国宏:就当前的政策环境而言,全市场逐渐形成对蓝筹股投资的统一认识,再加上沪深300ETF基金进入建仓窗口,市场表现不会太差,主要的制约因素在于经济表现,但主要是约束上涨空间而已,因此对于五月特别

是上半月的市场表现我们还是有点信心的。至于投资机会,按照市场走强的内在逻辑推演,首选价值股,题材股不是好的选择。

寇建勋:就当前的资本市场运行态势来看,由于政策预期的好转和投资者情绪的升温,市场运行处于比较正面的运行环境之中,只要外围和经济数据不出现大的利空,市场震荡上行的趋势是可以预期的。

对普通投资者来说,应关注两个方面因素:一是制度因素。关于资本市场制度建设方面的因素,由于制度建设会对相关投资行为产生比较大的影响和冲击。二是业绩因素。在经济预期见底背景下,最先启动的肯定是业绩好转的公司,具有半年报良好预期的公司。

市场中期相对乐观

□本报记者 黄继江

高华证券策略分析师王汉锋4日在接受中国证券报记者采访时表示,对市场中期看法依然相对乐观。政策放松方向没有改变,下半年企业利润增速有望回升。

下半年小盘股可能跑输大盘股

小盘股估值溢价一直是A股市场的关键问题。王汉锋表示,下半年小盘股估值溢价可能面临压力。

小盘股估值溢价的合理性,一方面决定于两者中长期盈利增速差。2006年至今小盘股平均盈利增速(27.9%)显著高于大盘股(22.1%),验证了小盘股估值溢价存在的合理性。高华测算了A股中小盘与大盘股盈利增速差大概能够解释64个百分点的溢价水平,但当前的市场溢价水平接近100%。

另一方面,股票相对供给面非常重要,与小盘股估值溢价波动高度相关。整体来看,市场的流动性越好,小盘股估值溢价越高,流动性指标在2009年下半年到2010年末这一区间好转,解释了小盘股估值溢价的迅速攀升,除去这段时间,流动性改善与估值溢价之间具有正向关系。

当股票相对供给面因素发生大幅波动时,基本面因素可能带动小盘股估值溢价的小幅上升,小盘股可能跑赢大盘股。下半年供给因素可能压缩小盘股估值溢价,下半年小盘股解禁压力较小,相对大盘股的供给压力变化不大,此时流动性的逐步改善可能带动小盘股估值溢价的小幅上升,小盘股可能跑赢大盘股。下半年供给因素可能压缩小盘股估值溢价,下半年小盘股解禁压力迅速上升,相对大盘股供给压力加大,此时小盘股估值溢价下行的压力增加。

□中报之声

铁路 二季度或成业绩转折点

□本报记者 孟斯硕

近期,在权威人士强调要按计划全面实现“十二五”铁路建设目标,以及铁道部表态今年5000亿铁路投资要求到位的背景下,市场对铁路行业的信心也逐渐回升。

中国证券报记者从消息人士处了解到,如果资金到位情况较好,今年铁路投资或略超5000亿元。随着二季度银行开始向铁路项目进行放款,市场预期受益于资金流的改善,铁路相关企业的业绩将从今年二季度开始逐渐向好。

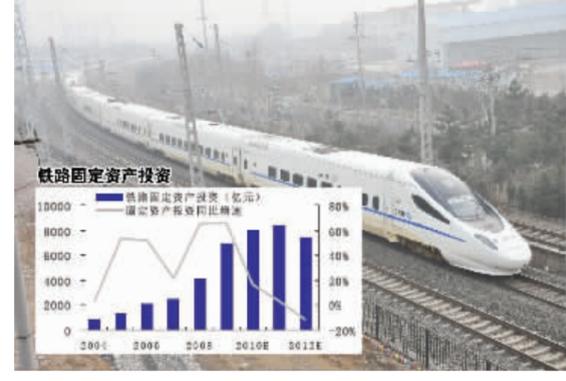
铁路逐渐复工

受制于资金短缺,铁路项目的停工或停工现象在去年四季度逐渐蔓延。去年年底,在国务院的协调下,铁道部发行1000亿元的铁路建设债券,并向国开行等银行借款2000亿元的资金,暂时解决资金紧张的问题。

今年年初,高层在公开场合多次提到要确保铁路建设资金的到位,但是铁路建设在今年能否恢复到常态水平仍受到市场关注。按照铁道部规划,2012年安排的固定资产投资额为5160亿元,其中基本建设投资4060亿元,根据铁道部公布的最新数据,今年一季度,铁路建设投资仅完成596亿元,同比下降51%。

这一数据基本在市场预期中。“由于铁道部去年投资规模是前高后低,今年一季度铁路投资增速必然会受到去年基数影响,出现大幅下滑的态势。”业内一位分析人士表示。

尽管铁路投资同比出现较大幅度下滑,但是铁路投资仍在逐渐恢复。据中金公司发布的报告统计,2011年至今,铁



路停工项目共计25条,投资额1.3万亿,占全部在建项目累计投资额的52.5%。截至目前,全线复工的项目有9条,投资额为6754亿元,占总投资额的27.7%;部分复工的项目有9条,投资额为3864亿元,占总投资额的15.8%;已停工、尚未复工的项目有7条,投资额为2184亿元,占总投资额比重9.0%;按照投资额衡量,已复工项目占全部停工项目已达到82.9%。

消息人士透露,今年铁路投资重点仍为“保在建”,一些重点项目将会开工建设,如果地方资金配合情况较好,今年铁路投资或略超原计划。

资金压力仍存

一方面,“十二五”期间铁路仍担负着很重的建设任务,另一方面铁路依赖于借款的融资方式使得铁路债务率不断升高,资金压力成为短期内制约铁路投资发展的重要因素。

中信证券发布的研究报告指出,预计到2011年底,铁道部总负债规模将达到2.4万亿元,资产负债率将达到6

1%,预计每年10%以上的成本增加以及近千亿的利息支出将使铁路经营出现亏损,从而放大铁路的现金流问题,并推动铁道部的资产负债率上升至70%-80%。

中国证券报记者了解到,面对资产负债率较高的情况,铁道部今年将尝试一系列的投融资体制创新。铁路产业投资基金去年经国家发改委批复后,今年已正

式进入筹备阶段,并有望在年内成型。同时,铁道部今年将尝试融资租赁等一系列的金融创新。而从今年铁路建设来看,银行将于二季度开始,陆续向铁道部放款。同时,铁道部今年向发改委申请的发债规模也有所扩大,或达1500亿元。今年铁路投资所需资金已经全部落实,银行贷款也在正常使用。”铁道部有关官员告诉中国证券报记者。

随着资金陆续到位,铁路行业相关企业将受益。中金公司在最近发布的报告中指出,从上市公司一季度业绩来看,铁路相关企业一季度业绩压力较大。中铁二局由于铁路、公路占比相对较高,并且公司规模较小,受个别项目影响较大,公司预告一季度业绩同比下滑70%左右;而大型建设公司,如中国中铁和中国铁建,由于公司规模相对较大,且业务多元化效果已初步显现,预计两家公司一季度业绩同比下滑幅度将好于铁路行业的投资水平,且从二季度开始业绩将有所好转。

光大永明投资连结保险 投资单位价格公告

本次评估日期:2012年4月26日至2012年5月2日

投资账户名称	4月26日		4月27日		4月30日		5月1日		5月2日	
	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价	买入价	卖出价
稳健型投资账户	2.0235	1.9838	2.0235	1.9838					2.0334	1.9935
平衡型投资账户	1.9900	1.9510	1.9910	1.9519					2.0060	1.9667
进取型投资账户	2.5870	2.5363	2.5713	2.5208					2.6293	2.5777
指数型投资账户	0.9923	0.9728	0.9906	0.9711					1.0109	0.9911
货币市场投资账户	1.1230	1.1010	1.1231	1.1011					1.1236	1.1016