

# 成长股疯狂 投资需辨真伪

## 白酒的商业逻辑

□大摩华鑫基金公司

1979年至1988年,白酒行业第一次繁荣;1989年至1992年,白酒行业经历四年调整;1993年至1997年,白酒行业第二次繁荣;1998年至2002年,白酒行业又调整五年;2003年至2012年,白酒行业第三次繁荣(中间因金融危机略有波动)。回顾白酒行业的发展历程,我们似乎都能从中总结出许多道理。在我看来,“阳光下无新鲜事”,行业周期波动概莫能外。兴衰更迭,潮起潮落,行业发展、演变的背后都有一定的逻辑、规律作支持。

就白酒行业而言,白酒的产品属性可能是该行业商业逻辑中的一个核心问题。结合各个阶段的经济数据看,我们会发现白酒行业的景气度与经济高度相关,白酒就是经济活动的润滑剂。结合各个阶段的政治生态来看,我们又可以看到每当改革到了关键时刻,白酒首先要受到冲击,白酒就是反腐倡廉的标志牌。茅台如何超越五粮液?抓住“意见领袖”——据反映,三公消费占茅台总销量比重相当大。洋河如何实现收入过百亿?抓团购,其实就是抓政府和企事业单位。因此,白酒的无限风光是因为政府、国有企业和事业单位等消费群体的预算软约束。

现在市场明白了这些道理,但是回到2010年、2011年,甚至是2012年上半年,市场并不这么看。当时大家讲的是“消费升级”,讲的是“品牌忠诚度提升”,因为大家确实看到了奢侈品、投资品的疯狂。这个模式我们可以总结为,投资者看到某些现象,给予解释,分析这种原因是否可持续,然后再看导致变化的因素是什么。

容易出现谬误的地方是,归因不正确,不能确定驱动因素。回到白酒上。简单把白酒的繁荣与调整归结为经济政治中的某一因素并不合适,因为经济和政治是相互关联的,其中经济是前提。鉴于经济复苏和政治生态的复杂性,以及行业疯狂后渠道去库存过程,近一两年内或不能期望行业逆转,过程中的波动则取决于厂家供给变化以及季节性消费变化。

在此情况下,股票投资将更多侧重于资金博弈。截至3月底,公募基金对于白酒的配置比例仅为2.02%,基本属于标配,在这种情况下,继续大幅下探的可能性不大。年初以来,传媒(出版除外)、安防、消费电子和LED等板块大幅上涨,不少股票创出历史新高。我们相信有一天,市场会像评论白酒一样,“早就知道这是泡沫”,但解决不了我们目前的困境。唯有相信“阳光下无新鲜事”,小心等待并判断即将发生的事件。

5月以来,全球掀起降息潮,中国央行是否会调整货币政策?经济复苏仍偏弱,本轮反弹能走多远?本周财经圆桌邀请瑞银中国区首席经济学家汪涛、金鹰核心资源基金经理陈晓和国信证券高级投顾刘畏三位嘉宾,就此展开讨论。

### 宏观政策保持稳定

**中国证券报:**进入5月,全球掀起降息潮,欧洲、印度、澳大利亚央行先后宣布降息,在经济复苏偏弱的背景下,中国央行是否会调整货币政策?降息的可能性有多大?

**汪涛:**我们认为二季度经济反弹的力度可能较弱,全年经济增长走势可能更加平滑,预计政府将保持稳定的宏观及房地产政策,不会进一步放松(降息或降准),也不会显著收紧房地产或信贷政策。此外,我们预计政府将推进结构性政策和改革以释放内生增长潜力。短期内,预计政府会在增加人民币汇率弹性以及放开资本账户方面出台更多举措。

鉴于“化解风险”已成为政府今年的三大政策目标之一,政府近期也对国内企业负债和杠杆水平上升、地方平台融资渠道日益复杂等表示担忧。我们预计政府可能会继续收紧监管措施,未来几个月信贷增速将有所放缓,同时也可能引起意料之外的流动性紧缩风险。由于经济持续疲弱,政府不会在短期内收紧货币政策,这可能使今年新增社会融资规模超过17万亿元。

### 投资成长需辨伪

**中国证券报:**近日,市场进入普涨状态,预期中的风格转换、跷跷板效应并没有出现,反而走出权重与题材共舞的火热场面。如何看待目前市场?本轮反弹能走多远?

**陈晓:**我们认为今年整体投资机会明显多过去年,市场现在仍处于非常活跃的状态。无论成长股还是蓝筹股,都有青睐它们的资金,且交易热情都非常高。

从过去四个月信贷、外汇占款、货币供应量等数据看,流动性尚处于较宽松状态,但未来可能逐步趋于稳健。我们认为政策面中短期都看不到大规模刺激的可能,促进经济转型的结构性产业政策将陆续出台。因此,从中长期看,成长股仍将是市场主流。

本轮反弹高度和时间,需要观察本月底公布的PMI数据和6月公布的5月经济数据。如果数据超预期,普涨有望持续,反弹高度或更高,反之,反弹夭折的可能性较大。此外,中短期还需关注三方

因素:产业资本增减的主流方向、IPO预期变化、QFII及RQFII等海外机构资金可能再次大幅增仓,以及监管部门的明显降温信号。

**刘畏:**目前国内经济正处在调结构、促升级的关键时期,以强周期行业为主的权重板块基本面偏弱,并不支持市场走出大行情,因此,A股的普涨格局不会延续太长,市场反弹空间有限。以成长股为主的创业板近期持续反弹,会创出新高,创业板指相对沪深300的PE、PB均已触及历史峰值,需警惕该板块大幅回调的风险,尤其是那些高估值、伪成长个股。

**中国证券报:**1999年,一场以网络、科技股为主导的“5·19”行情摧枯拉朽,目前的状况与当年非常相似,5·19行情会否重演?网络科技股能否再现辉煌?

**陈晓:**表面看,今年的市场和当年5.19行情类似,科技股狂舞。但从实质看,有很大差别。今年初至今,市场所演绎的包括新兴产业及政策受益类成长股和主题个股的结构性行情,有着经济和政策环境、行业景气度以及上市公司实际盈利支撑的真实背景。

从2010年开始,政府开始积极引导经济和产业结构转型,新兴产业自身经过前期积累,交了不少学费,部分领域的上市公司盈利情况正出现重大变化。从卖方研究员的业绩预测来看,普遍对强周期行业上市公司较悲观,而对新兴产业和政策受益类成长型上市公司的业绩较乐观。而从我们的草根调研看,目前确实有不少子行业开始进入快速增长甚至爆发的阶段(比如今年以来表现出色的安防、传媒等行业)。因此今年的行情和当年的5.19行情有明显不同。我们觉得无论是网络科技股还是其他受益经济转型的公司,只要有实质增长的业绩支持,且估值合理,都有结构性机会。

**刘畏:**从事件的本质来分析,1999年以网络、科技股为主导的“5·19”行情很难重演。1995年网景公司上市,宣告互联网新经济的开始,登陆美国纳斯达克(NASDAQ)几乎成为当时“COM”公司的终极目标。当年网络科技股的疯狂上涨,更多源于投资者对未来科技的狂热追捧。如今,随着互联网技术的不断完善,以及整个行业的子行业逐步清晰,市场对互联



瑞银中国区首席经济学家 汪涛

金鹰核心资源基金经理 陈晓

国信证券高级投顾 刘畏

主持人:王晶

网的认识也趋于理性,宽带中国、4G建设、新型传媒、网络电视、网络游戏、通信技术设备都有各自明确的发展方向。近期针对网络科技股的上涨基本上属于事件推动,炒作已接近尾声。

**中国证券报:**A股的多个行业都刮起科技旋风,从3D打印到谷歌眼镜,从特斯拉概念到新清洁技术,在以科技升级为主题概念的板块及相关个股中,哪些题材能脱颖而出?投资者需防范哪些风险?

**陈晓:**今年以来,A股市场效仿美股做“镜像投资”的例子越来越多。我们判断,对科技类股的追捧和A股市场上的“镜像投资”效应仍将持续相当时间。

上述科技主题中都不乏不确定性增长的公司。从细分行业来讲,短期国内可能出现行业整体业绩较快增长的包括安防、环保等领域,而从长期来看,包括3D打印、谷歌眼镜等都可能具备盈利高速增长潜力,不确定的只是业绩爆发的时点。

**刘畏:**科技从其最终效果上看,可分为生产方式变革与生活方式变革两种。众多新兴科技题材

中,3D打印前景最为看好。3D打印技术源于美国,经过二十余年的发展,在全球范围内已经形成了规模近20亿美元的新兴产业,并以年均20%-30%的速度飞快成长。可以预见,国内3D打印产业化的空间巨大,未来3年将是市场急剧膨胀的成长期。从需求时点、技术成熟及受益弹性等多个维度考量,建议重点关注机器人、南风股份、银邦股份和中航重机。

此外,节能环保概念板块在未来亦有望反复成为热点,特斯拉概念本身就是一种新清洁技术,主要是基于6月全球气候大会,属于阶段炒作。

投资科技创新题材,最主要的还是考察中长期业绩兑现问题,第一,要看制造业转型的大背景下,是否有望脱离周期,高速增长。第二,增量市场是否能很快浮出水面,需求旺盛,保证订单延续高增长势头。第三,未来深入挖掘的技术潜能是否很大,自身的人才储备是否丰富,科研开发的进度有无存在超预期的可能。2009年-2011年市场热炒的七大新兴产业,如今大部分偃旗息鼓,就是业绩不达预期所致。

### 低估蓝筹有望阶段表现

**中国证券报:**近期如何操作策略?看好哪些品种?

**陈晓:**既有政策支持也有盈利保证,同时估值也处于合理范围之中的优质成长股,是我们长期看好的品种。我们认为,在当前阶段,部分低估蓝筹已具备相对的估值吸引力。长期看,转型期对成长股的配置比例应总体维持更高水平,而中短期可适当趋于均衡。

具体而言,我们长期看好包括TMT、环保、替代能源等新兴产业的投资机会,同时近期也积极关注金融、基建(包括水利、城市建设、城市排水等)等领域的阶段投资机会。

**刘畏:**中国经济转型带来的科技成长股的巨大机会,虽然中长期线极其看好,但近期应谨慎,尤其要规避产业资本集中减持的创业板。目前,从相对估值的角度来看,大方向上看好以金融、地产为代表的价值蓝筹品种。关注新型城镇化概念,未来有望成为跨年热点。(执业证书号: S0980611030055)

# 地产泡沫不破风险或更大

□本报记者 张泰欣

近日关于地产调控是否需要升级,如何升级的讨论很多。一些观点认为,目前地产调控已进入深水期,调控的难度加大,防止地产泡沫破裂可能是政府关注的重点。而另有观点认为,继续深化地产调控,加大调控力度是确定的方向。

可见,在调与不调之间存在一个泡沫是否破裂的风险。肯定人士认为,既然存在泡沫,破裂是分析的事,只是时间长短和方式的问题。就目前中国房地产市场的现状,如何运用市场方式挤掉泡沫,需要各级部门重点考虑。

中国的行政化地产调控已持续3年之久,就当初提出的目标和市场表现看,可谓大相径庭。房价涨幅和居民收入涨幅不是一个数量级,而各地政府也在房地产市场的疯狂演进中得到了更多的资本和资金积累。有观点认为,中国若不实行地产调控,可能潜在的泡沫更大。然而历史没有假设,无论如何,房价涨幅过快、居民生活压力日益加大在多数百姓心中是毋庸置疑的事实。那么对于当前中国的房地产市场而言,是继续高歌猛进,还是中途调整,转变为慢牛式增长,是决策的难题。

可以看到,日本自广场协议以来,房地产市场急速破裂一直处于

阶梯式放缓,投资需求疲弱,PMI持续在50%的荣枯分界线徘徊。经济增长放缓,可能会带来更多的社会问题。而房地产作为拉动投资的主要方式,如果获得资金和政策的支持,在市场预期改变的状况下,可能在短期能对拉动投资起到很好的效果。但是任何事物都存在边际效应,在连续十余年地产投资模式不变的情况下,房地产拉动的乘数效应在不断减少,因此一旦政策效应不能达到预期效果,更是决策者纠结的重点。

尽管从统计的角度看,房价非理性上涨的幅度在减缓,但是高房价的基数和收入分化的加剧使得每个人的住房梦如水中月镜中花,在政府没有出台全方位保障措施的情况下,必定有部分群体的住房需求不能得到满足。如果不能有效地解决好这些问题,房地产衍生的种种问题必定加大改革难度。

目前多数理性的投资者都会正视中国房地产市场的泡沫问题,既然是泡沫,就会有破裂的那一天,关键是如何破裂,何时破裂。急速的破裂不是多数人希望的,也是中国社会不能承受的。而缓慢的、挤压式的去除泡沫的方式,可能是诸多下策中的上策。

单边下行的震荡期,而美国楼市次贷危机以来,通过市场化的方式解决危机,目前已经出现持续化的态势,2008年美国楼市的泡沫明显要比中国更大。虽然美中两国国情不同,房地产对经济发展的作用有差异,但是作为市场化主导发展的国家,市场的力量是潜在的、自发的,对市场非理性时,政府的作用更多的是规范市场走向理性,而非矫正过正。中国2010年出台的限购措施无疑有着特殊的国情,这与中国的住房文化和住房理念息息相关。如果能更早地推出保障房,大力发展规范的住房租赁市场,中国人的住房行为相信会有一定程度的改变。

目前的重点是如何能保证保障房项目真正保障到需要的群体,而不是变成寻租的一个突破点。如果保障房的功效不能达到80%,那么这项措施无疑又是失败的。不同的地区进行区别化的保障房建设,是未来工作的重点,如何突破单一的数量型建设,转为针对需求的建设,是保障房的初衷所在。

也有观点认为,保持现有的调控模式,使泡沫不破裂,也不继续加大,或许是第三条道路。但是,这种模式的维系成本是高昂的,因此,对于维系当前现状的高难度动作而言,不如大胆地进行市场化改革,逐渐挤出市场泡沫。

# 招商信诺人寿保险有限公司投资连结保险投资账户二〇一二年年度信息公告

(本信息公告是根据中国保险监督管理委员会《投资连结保险暂行办法》及《人身保险新型产品信息披露管理办法》编制并发布)

产品名称:招商信诺步步为赢投资连结保险	进取账户	平衡账户	稳健账户	现金增值账户
<b>一、投资账户简介</b>	此账户于2004年9月22日设立,100%投资于开放式股票型基金。拟投资基金的投资目标及策略:追求长期的资本增值。主要投资于价值暂时被市场低估,具有良好长期成长前景的股票。	此账户于2004年9月22日设立,100%投资于开放式平衡型基金。拟投资基金的投资目标及策略:追求当期收益和长期资本增值相平衡。主要投资于价值暂时被市场低估,具有良好长期成长前景的股票和低风险的国家债券。	此账户于2004年9月22日设立,100%投资于开放式平衡型基金。拟投资基金的投资目标及策略:追求较高水平和稳定的当期收益,保证本金的长期安全。	此账户于2005年8月1日设立,100%投资于开放式货币型基金,保持本金的安全性与资产的流动性,拟投资基金的投资目标:保持本金的安全性与资产的流动性,追求稳定的当期收益。拟投资基金的投资策略:以严谨的市场价值分析为基础,采用稳健的投资组合策略,通过对短期金融工具的操作,在保持本金安全性与资产流动性的同时,追求稳定的当期收益。
<b>二、投资账户各年投资收益率</b>	2004年 -2.48% 2005年 -2.30% 2006年 101.30% 2007年 96.50% 2008年 -42.64% 2009年 60.48% 2010年 -0.59% 2011年 -22.33% 2012年 3.93%	2004年 -2.33% 2005年 -4.47% 2006年 71.55% 2007年 76.70% 2008年 -35.81% 2009年 39.33% 2010年 4.55% 2011年 -22.48% 2012年 6.56%	2004年 -0.83% 2005年 4.47% 2006年 5.61% 2007年 27.18% 2008年 1.29% 2009年 3.08% 2010年 5.35% 2011年 -2.18% 2012年 6.53%	2004年 -NA 2005年 -0.20% 2006年 1.40% 2007年 1.87% 2008年 2.83% 2009年 0.93% 2010年 1.45% 2011年 3.52% 2012年 4.11%
<b>三、财务状况简要说明(截止2012年12月31日,金额单位:人民币元)</b>	资产合计 407,486,126 负债合计 161,977 净资产 407,324,149 投资账户持有人投入资金 110,360,143 年末累计净收益/(亏损) 296,964,006 投资账户持有人权益总额 407,324,149	102,908,300 41,560 102,866,740 (19,057,798) 121,924,538 102,866,740	76,038,443 54,971 75,983,472 21,129,044 54,854,428 75,983,472	24,132,143 10,743 24,121,400 19,641,211 4,480,189 24,121,400
<b>经营收入</b>				
投资收益 (106,330,880)	(8,209,724)	611,667	1,890,459	
公允价值变动收益(损失) 126,325,454	15,936,895	5,825,551	0	0
其他收入 0	0	0	0	0
<b>经营支出</b>				
独立账户资产管理费及保单管理费 (2,621,141)	(651,334)	(526,714)	(229,882)	
营业税金及附加 0	0	0	0	0
其他支出 (1,068,617)	(53,741)	(119,300)	(80,050)	
本年净收益(亏损) 16,304,816	7,022,096	5,791,204	1,580,527	
<b>四、资产管理费</b>	资产管理费率:0.5% 2012年发生额:556760元	资产管理费率:0.5% 2012年发生额:556760元	资产管理费率:0.5% 2012年发生额:453912元	资产管理费率:0.5% 2012年发生额:203536元
<b>五、投资组合</b>	货币资金:8965519元 基金投资:398650588元	货币资金:1893161元 基金投资:101229906元	货币资金:1013219元 基金投资:75054359元	货币资金:444554元 基金投资:23847478元
<b>六、资产托管银行变更情况</b>	无资产托管银行	无资产托管银行	无资产托管银行	无资产托管银行

注:(1)投资账户收益率=(本期末价格-上年期末价格)/上年期末价格\*100%,各投资账户均取每年最后一个评估日公布的价格为期末价格  
(2)每年新设立的投资账户当年的收益率自该账户设立之日开始计算,其上期期末价格均取为1.0000  
(3)受投资账户年末资金进出影响,部分投资组合年末时点的实际投资组合比例与期望投资组合比例存在差异  
(4)估值原则:本独立账户会计核算以权责发生制为记账基础,除开放式证券投资基金投资按公告的基金单位净值在账户计价日进行调整外,其余均以历史成本为计价原则。如果以后发生资产减值,则计提相应的资产减值准备