

北京圆桌

估值修复的春天来了吗?

上市公司年报陆续披露和银行放贷高峰已到来,一季度A股行情能否回暖?估值修复的春天来了吗?本期圆桌邀请了招商证券“股票星”集合资产管理投资经理胡志平、华林证券研究中心副主任胡宇和华泰联合证券房地产行业金牛分析师鱼晋华。胡志平认为,一季度将迎来估值修复行情,银行、地产、煤炭等板块或有较好表现。胡宇表示,年报行情仍有结构性机会,但是,投资者对市场不可期望过高。鱼晋华则表示,近期地产股的走势属于超跌反弹,房地产行业的利空远未出尽,上半年恐怕难有大行情。

胡志平: 一季度将是估值修复行情

我对今年大盘的走势持谨慎乐观的态度。谨慎的原因主要是对中小盘股票过高估值的担忧以及市场今年将面临更多的融资,乐观的原因则是在中国经济仍然保持着高增长的环境下,一些行业和公司仍然将保持优秀的成长势头,同时大蓝筹股的低估值也为市场提供了比较好的“安全垫”。因此,今年出现系统性普涨行情的概率较小,机会主要仍在精选个股。

具体到一季度行情,由于往年1月份是银行发放贷款的高峰,通常会给市场带来一段流动性宽松的美好时光,因此今年1月份银行放贷的情况值得关注。随着年报的陆续披露,一批具有长期成长性的公司将会脱颖而出,春节之后年报行情有望逐渐展开。

我判断今年一季度将是一个估值修复的行情。一些低估值的行业,如银行、地产、煤炭等板块将会有较好表现,而高估值但业绩增长有限的公司股价将会出现明显调整。

举例来说,近期地产股的走势反映的就是估值修复的行情。和其他周期性

股票一样,地产股在去年的行情中表现不佳,主要是由于地产调控政策不断,但调控效果不佳,其背后原因是地产仍然是大量资金追逐的重点投资标的,在地产的供需关系没有彻底改变以前,房地产价格很难下调,因此,即便是地产税的推出,恐怕也并不能改变目前的供求关系。房地产价格没有下调,地产公司的盈利仍然不错,但地产股的估值却在调控下跌去了不少,因此,房地产板块出现了一定的投资价值。

不过,我相信估值修复之后将是成长性的修复行情,也就是说,那些真正具有长期增长性的公司仍将是市场追逐的最佳投资标的。在这些公司中,具有高送配题材的公司应该会成为一季度的投资热点。

胡宇: 对反弹空间不可期望过高

2011年的A股市场比较复杂,上市公司业绩与政策的变化都将对全年市场的走势构成扰动。从市场供求方面来看,2011年货币政策回归常态,必然造成市场流动性难超预期,而新股不断高价发行,股票的供应仍然充裕,这两方面有可能同时对市场施压,引发股市调



嘉宾:招商证券“股票星”投资经理 胡志平(右)
华林证券研究中心副主任 胡宇(左)
华泰联合证券房地产行业金牛分析师 鱼晋华(上)
主持人:中国证券报记者 钱杰

整。不过今年市场的波动幅度不会太大,预计沪指综指核心波动区间大约在2300点-3800点之间,A股市场出现前高后低的概率比较大。

就第一季度而言,通胀风险可控,通胀压力将逐步下降,加上信贷动态调控频率的加大,利率系统化调控风险不大,如果货币政策的紧缩幅度不超出预期,

那么市场对货币政策的过度悲观预期可能会逐步扭转,一季度行情有望走强。

随着上市公司年报的陆续披露,今年一季度年报行情可能仍有表现机会,尤其是结构性机会,但是,投资者对市场的系统性反弹不可期望过高。因为今年市场的变数比较多,一方面,上市公司盈利增速放缓,虽然上市公司2010年

全年业绩将保持25%增速,但期望它们在2011年保持这个速度是不现实的。另一方面,政策回归稳健之后带来经济增速放缓,也可能抑制A股反弹空间。

如何把握一季度的投资机会呢?我建议投资者不妨从以下几个方面入手:

其一,由于宏观经济结构调整仍将持续,对产能过剩、高能耗、高污染的行业将会采取继续调控的措施,从而影响相关公司的业绩增长;新增开工项目在信贷紧缩及货币政策回归常态的背景下难以保持过去两年的增速,因此,全社会固定资产投资增速可能下降,必将影响上中游企业的业绩增长。这样的公司应该坚决回避。

其二,随着对房地产市场的不断加大调控,房地产消费热情也将逐步降温,因此,房地产支出的减少将提升居民对日常消费品的需求,相关零售与消费品行业将受益于居民购买力上涨带来的业绩稳步增长,尤其是面向二三线城市与农村的消费品需求仍有可能出现大幅增长。不妨关注二三线消费零售品牌的业绩增长潜力。

其三,一些估值较低的强周期板块亦存在估值向上修复的阶段性情行。诸如钢铁、房地产、银行、交运等板块存在反弹机会。

其四,十二五规划带来新兴产业的大发展。通过将新兴产业各细分子行业与A股整体水平的对比,我们发现高端制造业的净资产收益率(ROE)明显高于其他行业水平。我们继续看好经过短期估值修复之后的高端装备制造业。

鱼晋华: 房地产利空尚未出尽

本周房地产税出台的消息似乎并没有给地产股带来很大的打击,有观点认为这意味着房地产行业利空出尽。但是,在我们看来,如果把调控政策理解为对地产股的利空的话,利空恐怕还远没有出尽。事实上,去年四季度以来很

多城市的房地产市场再度出现价量齐升的情况,因此政府出台新一轮调控政策的可能性仍然较大。

从可能出台的调控政策来看,除了目前讨论非常多的房产税之外,我们判断还有可能提高房地产交易环节的税率,加大土地增值税的清算力度以及其他一些行政干预性政策。从房地产周期性变动的规律上来看,税收政策的变动并不是决定性的因素,但如果税收政策发生较大变化,仍然会在某个阶段内对房地产市场带来较大冲击。

近期地产股的走势明显强于大势,我们判断这属于超跌反弹行情,地产股反弹的动力来自四个方面:第一,相对的政策空窗期。去年12月底刚刚加过息,短期内再度加息的概率不大;第二,年初为新一轮信贷投放的开始,市场的流动性相对充足;第三,房地产公司的业绩预期并不差,与资本市场对房地产行业较为悲观的预期形成反差,从而促发了估值修复的动力;第四,中小板及估值较高的消费类股票由于估值不再具有吸引力而出现调整,部分资金出于战术性调仓的考虑流入估值相对安全的房地产板块。不过,我们认为以上几个因素都属于较为短期的因素。尤其是随着消费类股票调整到位,估值将重新具有吸引力,而随着房地产市场再度调控不断,房地产板块持续走强的空间并不大。

从2011年全年来看,我们认为房地产板块整体估值水平上升的空间并不大,今年推动房地产股价上涨的动力将主要是两点:企业本身盈利增长预期的推动,以及较为悲观的预期与基本面之差的估值修复。从企业本身盈利增长预期的角度,我们判断地产股的上升空间在20%到30%之间。估值修复的空间某种程度上取决于市场的情绪波动。

相对而言,我们较为看好下半年的地产股的投资机会,前提是如果通胀能得到较好的控制,信贷紧缩及持续加息的阴云消退。

基金百脑汇

“消费”“新兴”中长期仍是主角



大成创新成长基金经理 昀明

□本报记者 方红群 深圳报道

进入2011年,以医药、食品为代表的大消费类板块和新兴产业股票出现较大幅度下跌,而周期性板块表现相对活跃。大成创新成长基金经理昀明认为,“周期”强、非周期”弱的格局可能会持续一段时间,但未来还是会重回“消费”“新兴”主导市场的状态。

中国证券报记者:你如何看待近期的市场行情?

昀明:目前市场整体行情偏弱。这主要是因为流动性还是处于收缩过程中,货币政策紧缩预期依然比较强烈。

周期股近期表现相对活跃,同时我们也看到消费和新兴产业股票的持续下跌。这其实很正常,目前下跌的基本上都是去年涨幅较大、估值较高的品种。在整体弱势的情况下,出现这样较大幅度的调整,是对高估值风险的一种释放。而银行、地产等周期股,去年由于各种利空因素,表现受到压制,估值也比较低,确实存在估值修复的需要。

中国证券报记者:预计“周期”与“非周期”、“失”与“小”的风格转换是否能够持续?

昀明:短期市场可能还会延续目前这种趋势,大市值股票会表现得相对稳健一些,在市场上涨时,可能会比中小股票上涨得更多一点,在市场下跌时,可能会跌得少一点。

消费股、新兴产业股票经过一段时间的整體性下跌之后,表现会分化。那些有业绩支撑的小股票,可能很快就止跌反弹了,而没有业绩支撑的,恐怕就会遭遇大浪淘沙。2010年“鸡犬升天”的局面很难再现。

不过,我认为,目前的市场格局在一段时间后一定会改变,银

行、地产很难有趋势向上的行情。在国家大力抑制房价和通胀的背景下,地产、银行板块势必会受到持续的压制,创造超额收益的空间也不大。与此相对的是,消费行业和新兴产业符合国家经济结构调整的方向,受国家政策的积极扶持,而且有较为确定的成长前景。所以,我的判断是,目前的市场风格在一段时间后一定会再次切换,周期股会回归沉寂。

切换时点何时出现,很难判断。这个要看市场情绪的变化。但是我认为,周期股这种比较强势的表现很难超过两三个月。

中国证券报记者:能否谈谈近期的投资思路?

昀明:目前我们判断,经济企稳回升的态势还是很明显的,市场仍将维持震荡向上的格局,因此,我们维持投资思路首先是维持中等偏上的仓位。在配置方面我们更倾向于均衡的配置,因为在整个经济企稳回升的过程当中,各个行业都有投资机会。而且从目前的市场情况来看,前期估值较高的医药消费类的板块估值有所回落,而前期估值很低的一些板块也在估值修复中。

近期我们的工作重点就是在每个行业里面挖掘能够带来超额收益的个股。比如,在医药板块,我们会重点关注几类企业:一种是具有颠覆性、革命性的技术创新的企业;一种是本身产品具有比较大的价值,同时公司治理显著改善的企业;还有一种是受益于国际上产能转移的企业。我们会通过对这些个股的调研分析,最终精选出真正具备成长性 and 投资价值的企业进行投资。

均衡配置、精选个股,持续重点关注医药、消费和战略性新兴产业,其实也是我们2011年的大致投资思路。就中长期而言,我们相信消费和新兴产业会有更多的投资机会。

免责声明: 本版文章仅代表作者个人观点,不代表作者所在机构立场,亦不构成投资建议。

■ 大行看市

年内中国股市涨幅或达20%



野村证券中国区股票研究主管 吴海锋

□本报记者 杨博 北京报道

野村证券中国区股票研究主管吴海锋日前接受中国证券报记者采访时表示,在稳固的公司盈利增长、具有吸引力的估值和积极的前景支撑下,中国股市在2011年有望实现20%以上增长。尽管对通胀的担忧将在短期内拖累股市表现,但任何一轮股价下跌都是买入机会,能够带来长期收益。

中国证券报记者:2010年中国A股市场表现几乎在全球垫底,2011年行情将怎样演绎?

吴海锋:我们对今年中国股市总体持比较乐观的态度,预计MSCI中国指数和恒生指数都将有20%以上的涨幅,恒

生指数到今年年底有望达到16000点。

比较理想的市场走势是前低后高,很大几率是在第二季度末开始上升。这主要是因为银行可能在一季度末二季度的初公布一季报,如果新增贷款增长和息差改善能够驱动银行盈利增长,就会提振市场对金融股的信心,从而带动市场上行。此外“十二五”规划将在三月份召开的两会期间得到批复,同时通胀也会在二、四月份出现小幅回落,这个时候股市会有一些反应。

中国证券报记者:驱动股市向好的动力有哪些?

吴海锋:首先,各个行业的公司普遍盈利增长前景都比较乐观,预计整体盈利增幅将达到20%以上。我们预计2011年和2012年中国经济将继续保持快速增长,增速分别达到9.8%和9.5%,这给公司盈利增长奠定了坚实的基础,对股市表现也是非常有力的支持。

第二,目前市场的估值仍处于不算贵的区域,预计未来10年H股市市盈率在11-12倍,跟过去十年的均值相当,没有特别的超买迹象,这种情况下公司盈利的增长最终可以驱动整个股市的上升。

此外,2011年的流动性也足以支持目前中国股市的市盈率水平。预计2011年银行新增贷款约为8万亿元,相当于M2货币供应量同比增长约18%,高于过去10年17.6%的历史均值。同时我们预计还将有更多寻求高回报的资金从发达市场流入新兴市场。

在经历了前几年市场的大幅振荡盘整后,2011年市场积蓄了充分的能量,尽管政策层面仍存在一定不确定性,但在盈利和估值的支撑下,市场仍有能力展开一个上升的行情。

中国证券报记者:如何看待通胀给股市带来的压力?

吴海锋:通货膨胀可能是今年股市面临的重大下行风险。我们将以往的通货膨胀和股市之间的关系进行比较发现,在通胀来得比较突然,市场又完全没有准备的情况下,高通胀会引起市场剧烈的反应,比如在2003年,通胀曾导致市场在三个月内蒸发了30%的市值;在通胀比较温和,且市场预期已经普遍有所改善,相对有更好的心理承受能力后,进一步的通胀不会产生更多负面的影响;而随着通胀最终

被调控下来以后,股市将开始进入上行通道。

在我们看来,尽管对通胀的担忧将在短期内拖累股市表现,但在货币政策收紧和控制物价措施的作用下,任何一轮股价下跌都是买入机会,将带来长期收益。

中国证券报记者:2010年A股表现分化严重,大盘跌了14%,但中小板涨了20%。您怎么看待这种现象?两极分化特别明显,情况今年会不会重演?

吴海锋:去年股指不赚钱是因为受政策打压影响的蓝筹股拖累了市场,比如银行。我们估算去年中国银行业整体盈利增长大概是20%左右,但银行股股价平均还是下跌了,为什么?主要就是从去年年初开始政策负面因素不断。眼下银行股的股价已经消化了太多负面消息,一旦最终证实情况没有想象的那么坏,市场紧张的神经就会放松,股市就会反弹。在2011年,受政策影响的一些行业将出现估值修复机会,银行、石油化工和消费品都存在投资价值。今年这种两极分化的行情很可能会结束。

■ 保资瞭望台

从投连表现看保险投资能力



□海康人寿投资部经理 刘思恩

保险公司的投资能力到底如何,一直是没明确说法的。由于保险资金来源复杂,投资业绩的会计处理方式也不一,所以不像基金那样有一个通行的标准去衡量。不过,保险公司管理的投资连结账户(以下简称投连)和基金产品都是独立账户、市值核算,共同点较多,所以它们的横向比较是有些意义的。

沪深市场在2010年主要指数波动约为-9%到-15%。根据华宝证券《中国投连

险2010年度排名报告》中的统计,所有保险公司的投连平均业绩为:激进型0.2%,混合型1.4%,债券增强型4.8%,纯债型1.8%。相比之下,基金产品的平均业绩为:股票型-2.4%,混合型+4.1%,债券型+7.6%。泛泛来说,两个行业的投资运作能力差异不大,只是冒尖的优等生和特别糟糕的差生,基金似乎比投连稍多些。

当然,两个行业还是有一些差别的。投连的优势是不受证监会管辖,因此从产品设计到投资管理都比较灵活,尤其是在熊市和震荡市里几乎可以选择完全空仓,而不像大多数基金那样至少还要持40%左右仓位。泰康、金盛等公司辖下一些拥有五年以上运作历史、经历了两轮以上牛熊周期的投连账户,其业绩明显好于基金的平均水平,正是托仓位灵活的制度之福。

然而,大多数保险公司的投连并不是直接买股票,而是持有基金。基金一般不会满仓持股,所以在单边大牛市里,大

多数投连几乎肯定要落后于市场。而在平衡震荡市里,如果投连不主动去做波段、或灵活转换风格不同的基金,而只是希望选择“好基金”一路持有战胜市场,最终业绩难免流于平庸。笔者所在的海康人寿管理的积极、平衡和指数增强三类账户,今年表现不俗,正是因为逐渐转为更为主动式的管理风格,而不是一味死守。

投连另一个缺陷是比基金要多收一道管理费,所以本来预期收益就不高的债券型、货币型投连,扣除管理费后的平均业绩明显不如同类的基金。不过,如果保险公司有心利用监管制度和契约的不同,去寻求一些差异化的产品策略和投资策略,在固定收益类产品上还是有文章可做的。比如最近大多数封闭式债券基金和分级基金的稳健部分出现了较大的折价,笔者管理的海康稳健型账户正是重仓投资于此类产品的。只要未来三年封闭债基

的平均业绩和开放式债基持平,那大量投资折价封基的投连,有很大希望战胜同类债券基金。

从广义的角度讲,“投资能力”不只体现在给客户产生利润,更多的时候也体现在创造出让客户自由选择的产品、做出诚信客观的推介、提供长期周到的服务,以及最重要的——严格遵守契约。后者应该是受托投资行业的根本生存之道。

相比基金,保险公司在产品设计和满足客户需要方面,理论上应该比基金更容易创造出缤纷多彩的投资产品。这是因为,仅从法规允许的投资范围来看,目前保险行业的投资领域覆盖了境内外证券市场、协议存款、基金、股权、房地产、衍生品等等,远比银行、证券、基金、信托等其他金融行业多。从这个角度说,保险投资的同行们应该对自己的前景充满信心。