

反弹趋势未改 低估成长双管齐下

蛇年伊始,A股并未延续节前强劲态势而是接连下挫,金融、地产等前期领涨品种高位回调。反弹行情是否结束?投资者如何踏准节奏把握板块轮动?本期圆桌邀请瑞银中国区首席经济学家汪涛、金鹰基金研究发展部副总监何晓春和民生证券高级投顾叶志刚三位嘉宾,就此展开讨论。

经济环比增速或见顶

中国证券报:近日A股出现本轮反弹以来最大跌幅,除技术原因外,市场对中国经济复苏程度的担忧尤为关键。2013年中国经济将面临哪些问题?经济复苏程度如何?

汪涛:我们认为2013年中国经济同时面临着上行和下行风险。其中,下行风险主要来自出口弱于预期,以及监管层打压影子银行活动造成流动性收缩。总的来看,我们认为经济面临更大的上行风险,尤其是在今年上半年。上行风险主要在于宽松的信贷政策和强劲的房地产复苏。这可能会导致今年上半年投资和GDP增长超出预期,而房价大幅上涨再加上通胀不断回升,可能会促使政府转变信贷和房地产调控政策的基调。

此外,还有一个小概率事件。如果一季度信贷扩张和房地产反弹势头过猛,那么政策微调最早将从4月份就开始。我们认为本轮周期中,经济的环境比增长势头可能已经在去年四季度见顶,未来经济将继续温和复苏,我们的基准预测是2013年实际GDP增长8%。

短调未改中期趋势

中国证券报:近日,中国人寿赎回近百亿规模的高仓位基金,品种多为指数型基金和股票型基金。另一大保险巨头中国平安逐步减持涨幅较多的金融股、地产股,同时外资机构也在2月重点减持银行股。本轮反弹的中流砥柱金融、地产板块走势转弱,市场随之暴跌调整。反弹行情是否结束?后市将如何运行?

何晓春:目前我们对市场保持谨慎乐观态度。从增长确定性及估值安全性来看,银行和地产仍然具有比较明显的投

资价值。银行及汽车等蓝筹板块在超额收益较为明显的前提下,资金有流出迹象。随着两会临近,市场对于地产调控政策的顾虑越来越多,在政策明朗之前,地产板块走强受到政策压制。而金融板块估值的进一步修复,也需要经济数据和年报的印证和支撑。

短期我们对市场保持谨慎的态度,但中期依然值得期待。**叶志刚:**春节长假后,市场发生了一些变化:国际环境方面,大宗商品价格下行对国内有色、资源类股票构成负面影响;央行在春节后实行了300亿28天正回购的操作,加上2月19日的4500亿逆回购到期,央行实际回笼了4800亿资金;有消息称保险资金赎回基金及减持股票,部分场内资金开始加速流出,直接导致春节后股市出现连续下跌。我认为,获利益和解套盘的双重压力导致市场短期面临下行整理。而从调整的性质来看,影响股市的正面因素并没有发生变化,调整还是偏技术性的,预计调整幅度有限。

中国证券报:以金融股为代表的蓝筹股高位回调,而创业板指数却创本轮反弹新高,市场风格转换,投资者如何踏准节奏把握板块轮动?

何晓春:蓝筹板块由于涨幅较大,需要消化前期获利盘。而流出的资金和新进来的资金从政策和业绩两个角度,选择部分中小板特别是创业板的也是情理之中的事情,这种蓝筹+成长的板块轮动符合历史一贯规律。

由于3月份以后逐步进入年报和季报披露时间段,如果市场持续走强动能放缓,板块表现出现分化时,投资者需要自下而上的关注年报、季报高增长或者超越市场预期的个股

或者板块。虽然蓝筹股短期有走弱迹象,而创业板较为活跃,但是从估值修复角度看,蓝筹股整体投资机会和空间可能更加明显且容易把握,我个人更加看好经过市场检验的优秀蓝筹公司。

叶志刚:近期蓝筹股开始出现调整迹象,集中反映蓝筹股的上证50指数和沪深300指数在今年2月6日达到最高点后处于连续调整状态,而代表中小市值股份的中小板指及创业板指数则在近期继续创出新高,市场风格已经出现由“二八”到“九二”的转换。一方面显示仍有资金继续看好后市,另一方面也反映有部分获利资金开始换仓,资金从升幅较大的板块切换到较落后的板块中,投资者应根据市场变化及时换仓。

低估蓝筹+确定成长

中国证券报:受雾霾、地下排污等热点影响,环保板块近期走势活跃,这是短期阶段性机会还是具备中长线介入价值?看好哪些细分行业?

何晓春:环保板块是我们比较看好的板块。标的选择上,我们倾向于选择有核心竞争力和商业模式的,因此自下而上选择成长股可能更加重要。细分子行业中我们最看好大气治理和水处理领域中的投资机会。

叶志刚:2013年仍将是国内环保的“主题投资年”,具备持续炒作的交易性机会。短期来看,治理大气污染物是政策重心所在,火电、工业锅炉、机动车尾气是我国大气污染物的主要来源。建议重点关注工业污染源处理、机动车尾气处理、油品改造、工业节能技术等细分行业的投资机会。

中国证券报:两会”前市



瑞银中国区首席经济学家
汪涛

金鹰基金研究发展部副总监
何晓春

民生证券高级投顾
叶志刚

主持人:王晶

场对各种“革新”预期渐浓,今年“两会”题材可以挖掘哪些投资机会?

何晓春:回顾A股历史,主题性投资机会往往出现在市场情绪高企、指数风险较小、宏观流动性边际改善的时间段。从目前的宏观和市场环境看,主题投资切实处在相对较为活跃的投资区间。

近期值得关注的主题投资机会可能包括:第一,京津冀地区监测出大量危险含氮颗粒物,潍坊地下排污事件等,上文中提到的环保板块很有可能继续得到资本市场的持续关注;

第二,中央一号文件鼓励资本下乡,首提发展家庭农场,土地流转政策的不断完善为资本进

入创造了良好环境,家庭农场的新型农业经营理念将推动大型种植业的进一步发展,因此农业板块的催化剂在两会期间可能继续发酵;第三,由于朝鲜核试验、钓鱼岛争端、火控雷达等事件,军工概念股也可能得到市场追捧。

叶志刚:2013年着重提到积极稳妥推进城镇化,着力提高城镇化质量。因此预计今年两会期间有关城镇化的议题将十分热烈,对于农村土地集约化、推进医疗改革、推进城乡公共服务均等化、食品安全、环境保护、水利建设等热门话题的讨论将引发一些交易性机会。

中国证券报:蛇年开年如何布局?看好哪些品种?

何晓春:配置上以低估值盘蓝筹+确定性成长股为主,行业配置相对均衡,仓位维持在中性偏高水平,并在合适时机,适度参与主题性投资机会。对于取得明显超额收益的板块或者品种,适当降低仓位以锁定盈利。

叶志刚:蛇年布局建议遵循深挖落后,紧扣政策,寻找业绩成长等几大要点寻找个股。鉴于蛇年开局指数起点较高,投资者应尽可能回避追高,选准个股后等待指数回落时分批买入。看好环保、医药、农林牧渔、石油化工、传媒、天然气等行业。个股建议关注金正大、中国海诚、海南海药、巨星科技、广州发展、复星医药等。

(执业证书号:S0990200010011)

开放将带来什么

□海康人寿投资部经理 刘思恩

近一个月来,关于理财行业开放的重磅消息接踵而至。比如保监会正式发文允许保险资产管理公司开展资产管理业务试点,虽然还是类似信托那样的小众产品,但毕竟是跨出了一大步。类似地,根据证监会本周颁布的私募基金管理办法(征求意见稿),私募以后也可能公开发行类似公募基金的产品。这些举措,可以说是开放资产管理的里程碑式的标志。

因为种种原因,古今中外很少有允许全体公民自由开设金融机构的。但实际上,所有这些被管制的金融业务,在民间永远是无法杜绝的。银行有存贷业务,个人之间也有借贷关系;基金帮大家投资股票,民间也有代客炒股收提成;甚至复杂的保险业务,其实也有民间互助会的变通做法。

如果仅从商业伦理而言,只要符合诚信透明原则,那么私人钱庄、代客炒股甚至赌博,都不是违反道德的。相反,对金融业务进行行政、资源、信息、舆论上的垄断,却是实实在在地有损商业道德和社会公平。只是在金融开放的过程中,如果涉及的资金量和客户数超过一定限度,就会引起管理上的难度,以及无法预料的社会问题。这个平衡点很难掌握。

比如我同学把他一个100万的股票账户的交易密码交给我,让我帮他炒股。双方合同约定:无论炒得好坏,每年给我1万元酬劳,这不就是一个普通基金的民间雏形吗?如果把固定管理费改为盈利部分提成,这就变成基金专户;或者我自己也放10万进去一起投资,亏到10万马上清仓解除合作关系,盈利时受托人分成比例更高,这就变成分级基金。这种一对一的自然人之间的契约,本来就有合同法和民法来约束,只要符合诚信公平原则,别人不必干预也没法干预。

但是,如果进而这个同学号召班里四十个同学都来找我委托投资,这就游走在违法边缘了。这个违法,未必是因

为我主观恶意,而是在每个环节上是否都能做到合理合法。比如在扩大受托客户的过程中,我有没有打听过广告、管理费和盈利提成收入是否缴税、受托的历史业绩是否经审计或第三方机构统计等。如果涉及受托人自己也垫资入股炒股,那么谁来计算市值、谁有权止损、盈利分配出现争议如何解决等,也是自然人受托理财中的难点。

难归难,以上的问题大多是技术细节问题,而非原则性的大是大非问题,更不是道德问题。所以未来监管的方向,应该是允许那些有能力、有意愿解决技术难点的机构和个人去大张旗鼓地开展资产管理业务。请注意,我这里说的技术细节,只是涉及资产托管、交易、会计清算、法务合同等问题,而不涉及投资能力。

对投资能力的判断,永远是委托人的权力,而非监管者的工作。不过,有一个悖论是:委托人是因为没有投资分析能力才选择委托投资的,那他们怎么会有能力去判断受托人的能力呢?笔者自己是无法回答这个悖论的,所以我一贯认为资产管理业务,最好多设计被动式、低管理费的品种,比如指数基金。而这类被动式的投资工具,如果能涉及普通人无法触及的市场,那就更好了,比如非上市股权市场、垃圾债券市场(高收益信托也属于这范畴)、海外市场等。

至于理财行业开放对上市的大型金融机构的影响,我一方面支持金融行业开放,另一方面又相信现有大银行、大券商、大保险的垄断地位不会因为开放而受损。因为银行做的事情,靠民间个人力量是很难做好的,甚至利息再高也没用。我的养老金,宁愿放在工商银行吃4%的利息,也不考虑以10%利息借给我表弟买房。反过来,如果我自己买房,宁愿向银行借7%的按揭,也尽量不去找亲友借4%的人情债。

金融永远是一个靠规模大、靠垄断才能做好的行业。而且这种垄断,对国民经济的安全平稳是利大于弊的。既然如此,资产管理行业不妨大度地迈开步伐去破除壁垒、向全社会开放。

医药商业 行业整合速度将加快

□大摩华鑫基金管理有限公司

医药商业是将医药工业企业生产的产品配送到终端消费者的媒介。医药商业的上游是医药工业,下游是城市医院(65%)、零售药房(20%)和第三终端(15%)。医药商业分为药品批发、药品零售、特殊药品分销三个业态。其中药品批发占比最高,全国有1.3万家药品批发企业。

医药批发企业的销售功能较弱,实质是物流企业,扮演着“搬运工”的角色,负责把药品配送到医院药房或零售药店。医药批发业务包括纯销、调拨、快批三个业态。纯销是指医药商业企业直接将药品配送到医院。

以上海医药将恒瑞医药生产的奥沙利铂配送到瑞金医院为例,首先由恒瑞医药的销售人员向瑞金医院的临床医生做学术推广,说服医生使用奥沙利铂,瑞金医院同意使用后向上海医药下订单并与其结算,上海医药再与恒瑞医药联系并将奥沙利铂配送到瑞金医院。

调拨是指医药商业企业将药品销售给另外一家商业企业,例如上海医药将恒瑞医药的奥沙利铂销售给深圳一致药业,一致药业再销售给深圳北大医院,上海医药对一致药业的药品销售就称为调拨。

快批主要面向医院和城市药店以外的第三终端,流通环节少,回款快,九州通主要经营此类业务。

药品零售是指药店直接向消费者销售药品(以OTC药品为主),目前全国约有14万家药店。国家对麻醉药品和一类精神药品等特殊药品实行严格的管制,分销环节采用许可证制度,仅国药股份、上海医药和重庆医药有特殊药品分销的经营资格。

医药商业企业主要通过获取进销差价盈利,进销差价分为采购当期实现的纯粹的进销差价和随后实现的返利。进销差价是盈利的主要来



新华社图片

源,差价一般为5%左右。纯销是商业企业直接配送到医院,毛利高于调拨。返利是指销售规模和回款速度达到某一指标时,工业企业给予的奖励。此外,第三方物流、贴牌生产、信息服务也是盈利来源之一。

影响医药商业企业竞争力的核心因素是毛利率和期间费用率。毛利率是商业企业的进销差价率,毛利率水平直接决定了公司的盈利能力。毛利率与公司规模、经营品种、业态模式有关。一般来说,规模越大、经营的高毛利品种越多、纯销业务比例越高,毛利率水平越高。期间费用率与销售规模、管理水平、物流系统的效率有关。规模越大、管理水平越高,期间费用率会越低。毛利率与期间费用率的差额,即主营业务利润率直接决

定了企业竞争力。

此外,销售规模及所处地区也对商业企业的竞争力有重要影响。具有规模优势的企业才能有效地降低成本,也能增强和上下游企业的谈判能力。销售规模增加主要来自于并购、大股东资产整合、新兴盈利模式等。企业所处地区的药品消费量越大,公司的市场空间越大。北京、长三角和珠三角地区具备产生竞争力强的大型商业企业的条件。

医药商业增速平稳,行业增速与药品销售规模持平,年增速约15%,不是高增长的行业。但行业整合速度将加快,集中度不断提高,收购与被收购是行业的投资主题,投资机会主要来自医药行业板块性机会和外延收购。

券商点金指

市场短期调整 行情尚未终结

□本报记者 杜雅文

春节后大盘出现了较大幅度调整,前期涨势强劲的金融地产股更是带头下跌。此轮行情是否已经结束?中国证券报记者专访了中邮证券策略分析师程毅敏,他表示金融地产的估值修复行情已基本告一段落,但现在判断流动性收缩拐点到来为时尚早,资金面宽裕情况会延续到一季度末。

银行估值修复已结束

中国证券报:春节后的一周,市场出现了较大幅度调整。调整的原因是什么?

程毅敏:这与市场担忧通胀水平会超过预期,流动性收缩拐点可能提前到来有关。

首先,市场对海外货币战的担忧并没有消退。如果以日本为首的制造业国家打响货币战,那么以G7为代表的世界工业国,或多或少会逐步参与到此此次货币战当中,导致海外货币泛滥问题长期存在,从而推动大类资产价格上升,并带动楼市的全面复苏以及证券市场价格攀升。国内在坚持了近三个季度的货币政策不放松情况下,可能会被动拖到货币战当中,使得市场对未来通胀上升的预期更加明显。

从春节后用工情况看,劳动力的价格水平仍然保持了此前15%到20%的攀升,并逐步从蓝领向白领工种转换。此外,一旦进入传统的工业制造旺季,工业品出厂价格的上升将不可逆转,以上种种因素使得未来通胀形势不乐观。通胀形势的严峻,使得市场对楼市调控及银行资金收紧出现隐忧,从而引发金融地产及大盘调整。

中国证券报:前期涨幅较高的银行股,是否已经没有投资价值?

程毅敏:本轮行情更多是由银行和地产的估值修复引领的。银行改革是不可扭转的趋势,未来银行信贷受压缩以及利率市场化的推动,会使得银行业绩增速出现拐点。这种担忧情绪使得银行板块出现震荡调整。

从银行目前总的资产规模以及未来银行市值占比逐年回落的趋势来看,银行8倍到9倍市盈率已经比较合理。虽然相对国外10倍到11倍市盈率来看似乎有一定修复空间,但如果考虑到银行资产收益减速因素,即便股价不进行调整,也会让估值被动抬高。因此目前银行7到9倍的市盈率区间,已经大体反映未来动态市盈率状况。

预计未来银行行业增速应该和GDP增速匹配,下降到个位数。虽然股份制银行还可能会维持比较好的增长,但利润空间会出现较大压缩。一方面是资金成本的上升,另一方面是介入了高毛利业务伴随的高风险也会时不时发生。市场会给予股份制银行一定程度的溢价,但不会太高。

资金面宽裕短期将持续

中国证券报:此轮调整之后,今年会有比较好的行情吗?

程毅敏:目前来看,此轮调整应该只是短期影响。现在判断流动性收缩拐点到来为时尚早,未来几周央行会开始回收流动性,但是资金面宽裕情况将延续到一季度末。

首先,下一个“宽松”看点是新增外汇占款或将兑现。未来两个月,如果单月新增外汇占款回升至1000亿元以上,那么将对冲大量逆回购到期产生的负面冲击力,也将扭转基础货币的增速趋势。

其次,“热钱”可能重新回流国内市场,直接造成新增外汇占款超预期。欧美日继续推行“紧财政、宽货币”的政策组合,造成全球流动性充裕,很多资金仍在流入新兴市场,当然也包括中国。日本推行汇率贬值政策,造成人民币对其被动升值显著,引起1月份人民币贬值预期的弱化,或将扭转“热钱”净流出趋势。

再次,央行重启正回购操作,信号意义重于实质,资金价格不一定会很快上行。正回购重启只是传递了监管层对宽松资金面的适度调节的信号,银行系统、银行间货币市场流动性拐点仍未到来。

此外,中长端贷款综合利率连续三个季度下降,降幅近100基点,对工业产出、企业盈利能力、企业资金状况的作用已经体现。未来一个季度,预计降低的资金价格将继续支撑企业盈利的修复以及需求的扩张。

中国证券报:在具体投资上应把握什么主线呢?

程毅敏:2月份余下的交易日,我们预期指数以震荡为主,主板股票风险较小。金融和地产维持在一个箱体内波动,下边线不会移动。资金对于获利已经较为丰厚的金融和地产,有一个逐步兑现过程,对于在底部的周期性品种则有一个挖掘过程。

整个行情在4月份以前会维持在高位震荡,高点很难突破2500点,全年行情会呈现虎头蛇尾的走势。投资者可主要挖掘强周期品种,今年最大的主题投资则还是围绕军工和环保展开。