

多言论剑

# 市场再临风格切换时

本周市场剧烈变化,一方面,大盘蓝筹股震荡调整;另一方面,创业板指、中小板指创出近期新高。私募人士指出,蓝筹股基于估值恢复和预期变好因素而上涨的逻辑或已告一段落,投资者可以关注蓝筹股,但不建议追涨。在两融监管的冲击下,未来市场可能出现有利于中小市值成长类公司的风格切换。

□本报记者 黄莹颖

## 大蓝筹中场休息

**中国证券报:**本周市场剧烈变化,尤其是券商股。从中短期看,券商股上涨的逻辑是否已经改变?  
**曾凡欣:**近期,券商股波动剧烈,主要是受一些监管措施影响。券商股作为A股市场的估值重心,即使近期市场表现不佳,但未来表现仍然值得期待。因为目前市场信心很足,有许多资金在等候入市,即使券商两融受到限制,现在的金融工具非常发达,其他途径的资金也会很快进入市场。  
**黄道林:**本周行情剧烈震荡。其原因表面上看是受管理层披露两融处理结果影响,其实际则是大盘指标股前期大涨累积了大量获利盘,它们集中涌出造成踩踏效应。技术上表现为上涨指标的修正,可以理解为牛市进程中的快速回调。显然,就此判断券商股上涨的逻辑发生了改变是缺乏依据的。因为在牛市中,券商股就相当于一部印钞机,每天仅经纪业务就有数亿元进账,还有自营、投行、新三板和其他创新业务,这都是当下最赚钱的业务。现在做空证券股实在是不明智的。

**中国证券报:**大盘蓝筹本周无论下跌,还是反弹,幅度都相当大。如何看待大盘蓝筹股?此次市场变化是否对蓝筹的上涨逻辑产生了关键性影响?

**曾凡欣:**去年推出的一系列政策改变了市场对经济极度悲观的预期,使银行、地产、保险等在很长一段时间内处于跌势的股票出现了估值修复行情。在这一阶段中,传统蓝筹股的低估值吸引了市场资金关注,成为投资的重点板块。蓝筹股自去年7月开始大幅拉升,就是因为估值修复和预期变好的因素存在,但更多的是受到市场资金推动的结果。对于后市而言,投资者可以关注蓝筹股,但不建议追涨。从板块来说,某些产能过剩行业,例如有色、钢铁、水泥等板块,长期来看,增长空间不如消费类行业的机要大。  
**黄道林:**蓝筹股本轮行情的累积涨幅确实巨大,高额换手率注定蓝筹股波动会加大,也说明市场对蓝筹股的关注度远大于中小盘股,其中的原因是多方面的:一方面,国企改革赋予这

些经营不太好的“大家伙”新的想像空间;另一方面,50ETF期权将于2月9日上市,这让大家对大盘股的关注度再次提升。如果非要对这种情况做一个时间上的测定,2月9日可能是一个重要节点,到时大盘股的火爆场面可能会歇一歇。

## 小盘成长股有望回归

**中国证券报:**本周创业板、中小板指数创出近期新高,经历此前数月的调整之后,这是否意味着小盘股调整已经到位?如何看待未来创业板、中小板的投资?  
**曾凡欣:**目前,经济基本面持续向好,中小板、创业板由于在跨年这一轮牛市中涨幅有限,而且个别板块已在权重股的拉升中调整充分,后市活跃度可能持续提高。同时,在两融监管的冲击下,未来市场可能出现有利于中小市值成长类公司的风格切换。

在未来的投资中,可关注有相关利好的个股,但对创业板整体要注意防范风险。

**黄道林:**创业板和中小板是这轮行情的苦主,很多投资者赚了指数没赚钱,或者“满仓踏空”说的就是中小盘股投资者。本周市场最大的变化就是中小盘股终于做了一次“风口上的猪”。其实单就投资而言,大盘股也好,小盘股也好,重要的是你选择的标的要有价值,有价值的“猪”总会有风来吹。还是那句话,大盘股有好有坏,小盘股也有好有坏,是金子终究会发光。

## 今年或震荡式上涨

**中国证券报:**从行业或者主题上看,2015年最看好哪些投资机会?

**曾凡欣:**从中长期来看,大盘上涨趋势中,板块轮番上涨,基本上所有板块都有投资机会,可以在不同时间点投资不同板块。大盘慢牛上升趋势仍保持完好,低估值蓝筹、券商、保险、银行等权重板块值得继续关注。长远来说,环保、高铁、核电、国企改革将轮番表现。

**黄道林:**2015年应当是国企改革和新兴成长并行的年代,我最看好新兴产业的高成长性企业,这是获得高效回报的不二选择,我不相信传统行业能有超额回报。新兴产业中的新能源、生物医药、环保等都可能



**中国证券报:**2015年市场会如何演绎?

**曾凡欣:**未来的市场在短期回调后会延续前期走势,回调让快牛变成慢牛,市场总体向上的大方向不会改变。2015年,由于国家政策的支持和改革红利持续释放,行情将在不断回调震荡中保持上涨趋势。

**黄道林:**2015年开门红后,大家其实都是比

较看好后市的。去年12月和11月的暴涨让投资者充满期待,不少远离市场的资金重新回来,但是风险也在高杠杆促使的上涨过程中暴露。2015年行情会比2014年好,但震荡肯定比2014年要大。投资者把握好节奏很重要,上涨——获利回吐——再上涨——再获利回吐,这种螺旋式上涨可能是2015年的主旋律。

## 谈股论金

# 经济结构调整影响股市

□晓旦

国家统计局公布的2014年GDP增长7.4%,虽然这个结果略低于预定的7.5%的目标,但还是超出了悲观的市场预期7.2%。虽然GDP整体增速偏低。但我们应该知道中国的经济基本面已经发生了根本性变化。

2014年中国经济总量已经达到世界第二位,总量超过63万亿元人民币,即使一个点的变动,其影响力和吸纳力也已经足够大;中国经济基本完成了由短缺经济向过剩经济转变,投资的有效性变为最重要的投资决策变量;人民的消费倾向,已经从温饱转向多元化消费。在这种背景下,中国经济摆脱单纯依赖投资、出口拉动的经济增长模式,使经济增长速度告别高速增长,回归到一个合理水平,或者称为“常态增长”是必然的。

国家统计局的数据显示,我国经济结构调整已经见到成效。一方面,固

定资产投资同比增速继续回落,主要是房地产投资增速下降。投资增长下降,使得第二产业增加值在GDP中的比重下滑,2014年第二产业比重下滑1.1个百分点至42.6%;而第三产业增加值的比重在2014年提高了1.3个百分点至48.2%,达到了一个新的历史水平。

中国经济由工业主导向服务业主导加快转变,第三产业已经成为我国经济的主体。与此相对应,2014年重化工业、传统产业、采掘业等行业出现萎缩。伴随着国际大宗商品价格下跌,PPI已经连续近三年下降。而一些新兴业态,例如,互联网、电子商务等出现高速发展。2014年全国网购同比增长49.7%,快递业务量增长51.9%,电信消费、信息消费都有快速增长。在工业中高技术产业、装备制造业的增长也快于一般行业增长。这些都说明我国经济增长的结构在优化,经济发展给老百姓带来了更多实实在在的福利,有利于我国经济可

持续发展。

从国家统计局的数据可以看出,我国经济现在仍然处在增长回落过程中。CPI的低水平波动,PPI的持续下滑预示着我国经济有可能会跌入通货紧缩的陷阱中。经济增长速度将继续下探,政策放松的压力依然较大。

回到股市。本周股市出现大幅回落,这说明即使在轰轰烈烈的上涨中,投资者的信心也会在瞬间崩塌。这提示我们市场管理者一定要细心体会管理的系统性、连贯性,以避免出现平时不监管、选择性监管,急了乱监管的现象。管理者不要搞政策市,投资者也不要搞政策揣摩市,以利于股市流畅运行。从股票市场的长期发展看,与中国经济结构调整趋势相适应,股市市值结构会在未来很长一段时间内进行结构调整。股市市值的去房地产化、去银行化的过程仍会继续,新兴业态的上市公司市值在股市中会有更快发展。

## 投资感悟

# 巨震后机会将不断涌现

□中秦

在本周的巨幅震荡之后,未来大盘将如何发展?笔者的观点是,A股市场短期有构筑头部的可能性,但是中期依然值得看好,未来在资金牛市中结构性机会将不断涌现。

短期头部或已经开始构筑。从周初的一片惊恐到接下来的再度兴奋,投资者经历了一次强烈的心灵洗礼,一些融资客的惨痛教训告诉我们,过度贪婪是没有好结果的。经过了这次风险教育,大家清醒了许多。不少投资者已经在盘算,如果股价涨回到前期高点就要减仓了,特别是之前大红大紫的券商、金融等蓝筹股。从成交量上看,最近券商股、保险股、银行股成交量巨大,但是股价已经很难上台阶,这说明交易双方分歧开始加大。同时,最近几个交易日,除中信证券等龙头券商的融资余额大幅下降之外,大多数融资金种融资额居高不下,并没有释

放风险。这些个股带动指数很明显,因此,预计指数在短期内做出头部的概率较大。

资金大举入场已经毋庸置疑。随着市场活跃,各路资金进场的节奏不断加快。虽然市场短期巨震,但是成交量并没有迅速萎缩,说明场外资金进场是持续的。同时,进场资金大多数不敢抢滩已经高耸入云的券商、银行等蓝筹,他们未来还是要寻求盈利出路。因此,大盘整体调整的幅度不会大,很多机构投资者被动配置的购买力较为强大。从中期看来,市场在经过休整以后,还将继续行走资金牛市的路程。

当下热点转换成了低估值的成长蓝筹股。随着年报陆续公布,我们会发现,即使是业绩成倍增长的券商股估值都不便宜,更不要说业绩大幅下滑的一些大盘“蓝筹股”了。有很多资金开始买入真正具有投资价值的低估值成长蓝筹,比如医药、商业零售等市盈

率在20倍以下的成长股,这些个股本周表现比较突出,说明市场自我纠正的能力很强。这种趋势将延续到一季度的年报、季报期,是我们可以参与的板块之一。

年报高分红或持续受到追捧。随着注册制临近,壳公司价值正在下降,真正有价值的公司标准将进一步靠向现金分红率。特别是在玩数字游戏的高送转消息满天飞的当下,一家持续成长的高分红公司,未来估值将是持续增长的。

注意具有真正盈利蓝海的新兴行业,尤其是体育经济中的足球行业。近期一系列政策正在转变为真正的企业盈利和公司价值,参与其中的公司将面对一片广阔的盈利蓝海,这是保证我们获得超额收益的基础。中国人口基数大,足球产业的价值应该是欧美市场的数倍。目前有不少公司参与其中,相信由概念转化为价值的过程将非常短暂,投资者应该予以重视。

## 投资非常道

## 市势如棋局局新

□金学伟

2014年我做得最臭的股票是万达信息,27元卖出,迄今股价已过58元。其次是怡亚通,年初做了一波,赚了近30%,然后就转向了其他股票,现在,它也涨到当初卖出价的两倍多……

当初的卖出理由都很充分。万达信息,估算其2014年的利润最多也就增长1倍,即使如此,PE也在100倍以上。怡亚通,有未来但不一定有今天,业绩跟不上股价,何必在一棵树上吊死,牛市嘛,能涨的股票很多。

这两只股票其实我都很看好。医疗信息,这是未来方向,也是中国最缺少、最需要的。物流是一种高壁垒行业,网络建设成本高,经验培养周期长,客户转换成本也高。只要领先一步,建立了优势,粘住客户,今后的钱财就源源而来。

那为啥卖了?难道仅仅是上面说的那些理由?其实不然,最根本的原因是牛市来了。熊市中,大多数股票都在调整,能涨的股票少,不用多看,也不会心驰旁骛,逮到一个好股票就紧紧盯上,革命到底。而牛市中能涨的股票很多,诱惑也多,这山望着那山高,总能发现更好的、更值得买进的股票,也就容易像熊瞎子掰玉米,掰一个扔一个,或像猴子吃甘蔗,吃两口扔掉,换一根。换来换去的结果是,累出一身臭汗,吓出一身冷汗,投资的绩效却没有提高多少,甚至有可能不如老老实实地持有原来那几只股票。

中途下车并不可怕,可怕的是下了车后还搭错车。本周发生在券商股上的踩踏事件让很多投资人遭遇了一次牛市风险。这个事件看来偶然,其实是必然,从中可总结出很多老的经验、新的教训。

其一,关于价值发现链条。根据前人经验,一只股票的价值发现大约会经历7个环节:公司创始人,是最早知道自己公司价值所在和前景的。富有想像力的思想型投资人,能穿越时空,凭借对未来的理解,知道哪类公司会有长远发展前景。激进的个人投资者,当一种趋势出现时,能及时抓住,并勇于冒险下注。敏锐的专业研究人员,他们总能在大多数人之前,发现自己专属研究领域中的好股票。激进的非专业投资机构(包括私募基金),他们总是最早采取大动作,让这种潜在的价值浮出水面。专业证券投资机构,包括券商和公募基金。最后是散户。

在这7个环节中,第一个到第三个环节意义不大。因为公司创始人总是会高估行业和公司前景,忽视失败的风险。富有想像力的投资狂人常常会在赚得盆满钵满和血本无归间游荡。最有意义的是第4个和第5个,他们是驱动股票从冷点走向热点的中间环节。最风光的是第6个环节——专业证券投资机构,他们扮演着将股票从热点驱向沸点的角色,并夺得市场大多数风头。因为他们的介入不仅会让股价走向沸点,也会伴随铺天盖地的研究报告、策略报告,让市场充分兴奋,并驱使它走向价值发现链条的最后一个环节——散户。一旦这个过程完成,大震荡就开始了,超级牛股便成了超级牛皮股。本周券商股的踩踏事件就是在这种背景下发生的。

其二,关于价值评估。券商股的上涨无疑有非常充足的理由,直到现在,这种理由依然没有消失,而且依然非常强大:牛市+加杠杆+业务创新+利润大幅增长。尤其是后一点,在牛市中是价格的最大驱动力。但是,不同的股票可能要用不同的标准来衡量价值。还记得在市场对前景最悲观,尤其对银行坏账忧虑最深的时候,我曾讲过两个观点:一个有数十万亿元GDP、排名全球第二的国家,全部上市银行的市值才区区3万亿元,哪怕明天全都破产,重建这些银行的成本也不止3万亿元,至少翻一倍才行;银行是经营货币的,它的长期平均利润增长率理应会和一国货币总量的增长率持平,也就是年均10%左右。这是一种宏观的重置成本法和基于长期利润的PDG法,把这些方法用在不可或缺的银行股上再妥当不过。

但券商也许不一样。它的业绩和股市牛熊有着密切相关性,有较强的周期循环特征。因此,以牛市中的业绩高增长来评估其价值并不妥当,需要以它的长期平均利润做分母。业务创新会给券商带来新利润,但能增长到什么程度却是个未知数,能够比较的是中国资本市场的容量、这些券商股的市值规模、业务范围和广度。“单国际业务都没做过的投行,都已进入了世界十强”,这是本次踩踏事件发生前一位朋友说的,不一定正确,但无道理。

其三,本次牛市的任务。从国家战略角度说,本次牛市有3大基本任务。一是促进国企改革和经济转型;二是加大直接融资比例,促进实体经济发展;三是完成注册制,加快资本市场成熟完善。为此,牛市的启动不能太温和,要有一点力度,否则不足以调动场外资金的入市积极性,发动券商、中字头股票的资金非常准确地领悟到这一点。接二连三查处内幕交易,也适时起到了“野雨及时节”作用。但这波牛市又不能完全过头,更不能脱实入虚,否则一波牛市就变成单纯的投机狂欢,需要完成的任务尚未完成,就曲终人散,翻桌走人。如果从这个角度去理解这轮行情开始以来的一系列变化,我们就会对这轮牛市有一个比较正确的宏观把握。

持续增长的融资余额本周出现了下降,前两次比较明显的下降是2014年9月29日和12月23日。一次使市场盘整3周后探底2279点,另一次让大盘连跌3天至2934点,本次也会让大盘震荡一段时间。牛市的态势不会变,但市势如棋局局新,恐怕不仅仅是大盘的走势会变,个股和板块表现也会变。就像有人问:2013年创业板涨两三倍;2014年券商股涨两三倍,2015年会轮到什么涨两三倍?我想,这两周以来的个股表现已在一定程度上给出了答案。