

多空论剑

# 蓝筹股料重返舞台

当前,市场热点不断涌现,板块轮动愈加明显。一季度成长股“笑傲江湖”,但调整的压力逐渐增大。私募人士认为,无论是从政策利好还是估值体系不断调整的逻辑来看,二季度蓝筹股会有更好表现。

□本报记者 徐文擎

## 蓝筹将重回视野

**中国证券报:**近期市场热点不断涌现,你们重点关注的板块有哪些?

**王成:**其实一些热点已经出现一段时间,市场对于这些题材进行了反复炒作。相关上市公司可能大部分不是依靠业绩预测进行投资,二级市场更多的是想像一个未来的市场体量。然后假设一个市场份额,按照这个市场份额给某些具体的上市公司进行估值。至于能不能实现,短期内无从知晓。不过,在投资情绪高涨期,人们更多地是从博弈的角度选择标的,主题出现更多的起到吸引市场注意力、集中资金火力的作用。

在牛市中积极参与会有非常好的获利机会,但是很多投资者采用短期交易的方式参与。我们对于重大政策变革和相关技术革新的领域都保持密切跟踪,并选取市场认可度高的标的积极介入。中长线看,业绩稳定增长、具有估值基础的消费品种是我们认可的、可以放心持有的。

**李敬祖:**无论是“一带一路”,还是国企改革,都是近期热炒的主题,相较而言,我们更加青睐国企改革中受益的蓝筹股。现在在国企改革涉及的已经不是单是股权激励、混合所有制改革等这些大家预期充足的事件和领域,还包括不久前推出的电改等,各行业改革在逐渐推出和落地。近期出台的关于各个行业改革的征求意见稿较多,涉及面广,这些措施即使执行时间滞后,也会有利于整个蓝筹在下一阶段的价值重估。

另外,在牛市推进过程中,市场估值体系也在不断调整,前段时间成长股涨幅较高;下一阶段,受益于国企改革的事件和领域,之前被市场低估的价值类白马股,应该会有较好的机会。例如白马股里,医药行业中,我们更倾向中药或者资源类企业;白酒行业无论是从估值,还是从行业周期来讲,目前都处于底部,有逐步回升的迹象,其作为消费的白马股,也值得重点关注。

## 金牛操盘

## 天贝合资产董事长何岸林:看懂股票上涨逻辑

□本报记者 常仙鹤

在牛市的推波助澜下,互联网相关上市公司的股价一再创出新高。以东方财富为例,从2012年底到2015年初上涨了25倍,坚定持有的投资者从中实现了财富增值的目标。广东天贝合资产管理有限公司董事长兼投资总监何岸林认为,当前在机会大于风险的行情下,看准标的并坚定持有才是赚钱的法宝,而坚守的前提则是看懂股票上涨的内在逻辑。未来,那些商业模式领先、具备想像空间且符合技术发展趋势的公司股价将不断走牛。

### 商业模式打开成长空间

自A股反弹以来,市场刮起各种风,最劲的当属互联网类的上市公司。不过,这些持续上涨的个股中有很多盈利状况并不“性感”。于是关于其估值存在泡沫的说法从未停止,导致股价在上涨过程中常出现调整,但调整之后往往又会创出新高。

何岸林曾在2009年至2014年的5年时间里通过狩猎互联网金融股创造出100倍的投资收益。他认为,要想拿得住这一类股票就要看懂他们的商业模式,而这种商业模式恰恰不那么容易理解。“只有好的商业模式才能带来持续成长,商业模式不好,涨幅是有限的。”

关于优秀的商业模式,何岸林表示,首先要把握每个行业的特点,比如环保行业、“一带一路”等均依赖国家政策,而对政策敏感度一般的投资者是很难预判到的。但是通过市场自发形成的商业模式往往成长空间更大,比如互联网金融,这类商业模式一旦做出规模后可以无限延展,盈利模式会越来越丰富多样。其实,仔细研究这一类的商业模式,他们有共同特点,就是符合未来技术发展趋

**中国证券报:**一季度成长起舞、蓝筹稍息,二季度会有不同吗?

**王成:**蓝筹在二季度会更安全一些。一季度以创业板为代表的成长股涨幅超出市场预期。尽管在经济转型的大背景下,成长股炒作的大氛围还在,但是毕竟估值过高,部分品种的市值较大,风险累积过多。

相比之下,作为下一阶段经济转型的对象,蓝筹股具备主题炒作的潜力。另外,工商银行、新华保险等大蓝筹明确提出转型“互联网+”的业务模式,配合国企改革和经济政策进一步宽松,蓝筹股有可能取得不错的收益。

**李敬祖:**二季度看好价值股。一是前面提到的国企改革和白马股被低估的逻辑,二是降准、降息在二季度中后期依然会有较大可能性,从而利好一些蓝筹板块,例如基建、房地产、金融等。

### 回避高估品种

**中国证券报:**部分公募基金认为,今年经济面临最大的风险是通缩压力加大。你们的观点是什么?

**王成:**消费领域的通缩风险目前不明显,因为从2012年春节以后,我国PPI月度同比数据一直为负值,按照传导效应来看,对于CPI的影响应该基本显现。目前在积极出台政策托底经济,我国去年的就业形势也好于预期,社会保障体系逐步完善,这些对于消费都起到了重要的托底作用。通缩出现必然是因为经济明显下行,政府会采取宽松的政策来应对,资金面会变得宽松。

**李敬祖:**抛开一些不可预期的因素,2015年经济的主要风险可能就是通缩。不过,年初两次降息和一次降准,显示政府部门已经在实行对冲风险的措施。未来尤其在二季度,可能会通过财政手段应对通缩压力,进一步加大风险对冲的手段应该也会陆续出台,而且会力度较大,信号较为明确。通过财政和货币政策,通缩的风险应该能被逐渐化解,经济会出现软着陆。

值得一提的是,货币政策更具有普惠性,比如降准、降息后,所有绝大多数行业会受到普惠性调整,但是货币政策在国内有两个季度



上海积阳投资管理公司  
董事总经理 王成

对于重大政策变革和相关技术革新的领域保持密切跟踪,并选取市场认可度高的标的积极介入。中长线看,业绩稳定增长、具有估值基础的消费品种是我们认可的、可以放心持有的标的。

万博兄弟资产管理公司  
执行总经理 李敬祖

在牛市推进过程中,市场估值体系在不断调整。前段时间成长股涨幅较高,下一阶段,受益于国企改革的蓝筹,以及之前被市场低估的价值类白马股,应该会有比较好的投资机会。



的滞后期,比如说年初降息,对于经济稳增长的效果可能要到二季度后期或三季度初才能显现。而财政政策可以更有针对性,通过一些重点项目包括减税等手段,达到定向释放压力的目的,包括之前出台的地方债务万亿元额度置换,就是一个很好的例子。配合使用多种手段,效果会更加突出,而且也能达到稳增长和改革并举的目的。

**中国证券报:**本周创业板跌宕起伏,后市会怎样演绎?

**王成:**创业板自身估值水平超过历史上两次高点,2010年上半年和2014年四季度初市盈率都曾达到过70倍,然后发生明显调整。目前创业板市盈率水平90多倍,超出前期高点许多,虽然现在和前两次的大环境已有所差别,国

家政策层面对于互联网经济的支持会进一步激发二级市场的炒作热情,但这么高的估值显然难以持续。

**李敬祖:**2015年以来,创业板涨幅超过60%,上证综指涨幅超过13%。今年一季度与年底的风格相比有较大转变。未来市场风格还会有变化。对创业板来讲,可能是中期或短期调整。但我并不认为创业板已经遇到顶部,牛市不言顶,毕竟创业板所涵盖的行业是未来经济增长最重要的增长点之一。创业板在这轮牛市中还会有更好的机会,但从目前来看,有一个休息调整的过程。短期来看,建议投资者对两类品种不要追高:一是估值过高或者价值已经得到兑现的公司,二是目前市场上主题投资已经进入相对狂热化的品种。

## 谈股论金

## 创业板:战略上重视 战术上谨慎

□晓旦

这一周股市走势可谓惊心动魄,主要表现在创业板股票走势方面,既有个股的大幅拉升,也有个股的连续下跌,许多股票每日波动幅度以十几个百分点计,如此走势反映了投资者对创业板股票的分歧。且不说,早就有股评人士将创业板股票划分到了“阶级敌人”的队伍,就是曾经买过创业板股票的投资者,在股票大幅上涨后也对这些股票的价值有所疑虑。

### 对创业板股票的投资我是这样看:

第一,要在战略上重视。以前我们就说过,未来几年,中国股市一定要进行市值重构。在现实经济生活中,我们面临的是经济结构的转型,社会消费的新需求,新兴技术的创造与发展,环境保护等所涉及的新型业态、新兴产业一定会在社会经济中占有越来越大的比

## 投资感悟

## 寻找真正的“互联网+”牛股

□中秦

“互联网+”的投资热潮来临,对于标的的选择每位投资者各有不同。笔者更倾向于投资那些具有互联网转型升级题材、低估值的传统优质公司,好处是可以买到目前仍然便宜的股票。

“互联网+”对大多数企业来说只是营销手段。企业盈利肯定要通过产品和服务来实现,实现的过程要靠营销。采用科学有效的营销方式特别是与互联网结合是重要的,特别是对长期以来一直沿用传统销售模式的企业来说更是如此。但是,对于大多数企业来说,“互联网+”并不能与提高盈利画等号。每种营销手段都是有成本的,简单地运用互联网思路就可以马上成功是不现实的。所以,“互联网+”是大趋势,但并不代表盈利。就像这么多年以来,我们从柜台排队下单升级到手机上点击几下就完成交易,手段是先进了很多,但是不能保

重,而代表这些产业的上市公司市值也一定会越来越大,这就是投资机会。

第二,要在战术上谨慎。创业板公司多数是由小到大成长发展的公司,其发展前景并不明朗,竞争者众多,最后的结果往往是“一将功成万骨枯”。现在我们不能确定所投的这家企业是未来成功的一将,还是万骨枯的失意者,所以必须谨慎地考察这些企业的竞争态势、盈利模式,以便取舍。特别重要的是,在新兴企业的生长周期中,企业未来的需求前景是模糊并且变化的,能否持续创新,具备引领新需求的成长能力,有时显得至关重要。这些都是在投资创业板企业时需要谨慎关注的。股市的波动走势是自然规律,创业板股票也不例外,所以可以乐观地看待创业板股票调整,这也是一个谨慎选择的过程。

本周最新公布的经济数据并不好。汇丰中国制造业PMI显著走低,明显低于市场预期。2月汇丰中国制造业PMI

曾跳升至50.7%的扩张区间,而3月这一指标又大幅回落至收缩区间,为49.2%。在2月汇丰制造业PMI升至扩张区间时,人们曾经憧憬在经过一系列宽松政策后,汇丰中国制造业PMI会持续维持在扩张区间。而新数据却提醒人们,经济企稳回升的道路并不平坦,尽管宽松政策力度不断加码,但制造业部门疲弱的格局并没有改变,过剩产能的消化仍有待时日。

有一种观点认为,政策宽松后增加的资金并没有流进实体经济,而是流入了股市,股市走牛给实体经济带来的资金分流效应是关键因素。其实,这是一种似是而非的说法。实际上,股市走牛使得创业者更容易在资本市场上融到资金。而且短期资金在股市的波动效应带动了更多资金流入上市公司,从而转化为长期投资。关键的问题是,要创造出新的市场需求,这样才能使资金更多地流入实体经济。

投资者可以首选在传统销售渠道内非常成功的公司,产品销售已经达到一定市场规模,利润率水平名列前茅的公司,他们在丰富线上资源方面颇有看点。其次,投资具有一定资金储备的公司,他们有实力去做互联网。我们知道,搞个网站、弄个电商那只是个概念,不叫“互联网+”。真正的互联网营销需要投入大量成本,必须拥有资金实力去打好这场战役。最近阿里系和腾讯系参与了不少公司的定增,与上市公司一起扩展线上业务。所以,与现有的互联网巨头强强联合,实现产业升级,这样的上市公司值得高度关注。最后,“互联网+”的真正受益公司最有可能出现在大消费行业之中,特别是保健医疗、汽车以及奢侈品等消费升级的行业之中,他们的估值会在“互联网+”的进程中受到极大提升。

## 投资非常道

## 风险正在积聚

□金学伟

牛市就是让股神比股民还多,让裸泳者更加亢奋,让不那么正确的一些投资方法变得正确的市场。

记得去年收官后,一位股民非常兴奋地说2014年他赚了77%,原因是从2010年起他开始买某一只股票,此后不断补仓,把成本摊低到了初始买入价的2/3,2014年最后一个季度,该股猛涨,让他的投资获得了77%的总收益率。最后,他把几位当初极力推荐这一股票的明星基金经理猛吹了一通,认为找到了好股票,就不管别的,一路买下去,这样的投资方法是对的。

从结果看,这一方法确实取得了不错的战绩:4年77%,年均复合收益15.34%,绝大多数基金经理都无法做到这一点。但问题是在这4年过程中,市值的回撤幅度太大,企业基本面也有可能发生一些重大变化,让原先认定的好股票变得不那么好,让原本胜算很高的一笔投资失败。因此,从风险收益和盈利稳定性角度讲,这只是一种可取的,但不是最好的投资方法。

比它更好的一种投资方法是什么?让我们看看近几年巴菲特买的几只著名股票:IBM,毫无疑问,这是典型的巴菲特的投资,做的是价值成长;比亚迪,这只股票在巴菲特进去之前,有不少基金经理前去考察,结论是公司基本面存在重大风险,不太靠谱,显然,这不是一种价值投资,而是一类风险投资,做的是行业趋势,是一种趋势成长型投资;通用汽车,基本面乏善可陈,无论从价值投资,还是成长投资,抑或趋势投资,都不是一个好标的,让巴菲特看中的只是美国的汽车销售已见底,未来几年会向均值回归,换言之,这是一种困境反转型投资。

这种多风格的投资组合,是巴菲特能保持长期稳定增长的奥秘之一,虽然他从来只跟我们说一种风格。当然,受规模限制,巴菲特的多风格组合无法做到真正自由,许多股票就像他说的,因为市值太小,无法满足他最低的投资规模,只能放弃。而作为个人投资者,在这方面具有更大的灵活性,可以构建出比巴菲特更好的投资组合。

一个好的多风格组合,不会让我们在任何情况下都超越大盘。比如2014年我的投资收益就低于大盘指数,因为在最后一个季度里表现最好的股票在我的投资组合中只占一部分。一个好的投资组合,更不会因为我们在阶段投资大赛中拔得头筹,它总会让我们的投资收益在某阶段低于某一类风格,在另一阶段中又低于另一种风格。比如,今年以来,我的组合收益已超过同期大盘的两倍,但相比“互联网+”概念又远远落后,因为那种股票在我的组合里,也只占了一部分。

但一个好的多风格组合,能使我们在大多数年份里都远超大盘,并在大多数调整市道中,获得一个相对满足的正收益。

如何构建一个好的多风格组合?先要了解各种投资流派,该流派中最棒的投资理论来自哪位大师?然后是学习和领悟他的思想和方法体系,尤其是一些至关重要的细节。细节决定成败,但大师们介绍其投资思想时,总是会忽略细节,倒不一定是故意隐瞒,或许在大师眼里,这本身就是常理、常识问题,就好比博导讲数学课,不会特意强调一下“注意,1+1一定等于2”一样,这需要我们领悟。最后是实践,“实践出真知”。大多数人在学习或验证某一种方法时,都喜欢做纸上作业,从过去的案例中寻找证据。经验告诉我,这是一种自欺欺人的做法,因为这样的验证会产生“选择性注意”和“选择性忽略”,自以为已通过验证,一到实践中就发现漏洞百出。

就像学书法,一定要从楷书学起一样,学各种投资风格,首先要从价值投资开始,因为它是投资的王道,是一切投资的基础。在价值投资方面,有3位大师是最棒的,他们分别是巴菲特、约翰·聂夫、约翰·邓普顿。以我的观点,巴菲特是价值投资的理想主义者,约翰·聂夫是价值投资的现实主义者,约翰·邓普顿是价值投资的浪漫主义者。由于巴菲特已写过一个个完整的系列,因此我打算先从约翰·聂夫开始讲。如有志于学习他的方法——这是一种几乎在任何市道下都能盈利的方法,很棒,可先读一下《约翰·聂夫的成功投资》,以便我们下期开始讨论。

全通教育以100倍的市净率,成为沪深两市的第一高价股,玛明信息紧随其后后来居上。与我们曾听到过的创业板世纪之套相反,创业板正以强劲的势头,演绎着牛市的又一个神话。对此我并不感到意外,也不反感。因为相比其他类型的股市泡沫,这是最好的一种——创造性泡沫,其最终的结果一定会造成股民财富的大面积毁灭,但一定也会产生另一种美丽的结局——使新兴产业得到更快成长。就像2000年纳斯达克泡沫破灭后我讲的,所有这些股民的财富损失能换来一个微软崛起,就是纳斯达克的成功、美国股市的成功、社会的成功。

但在这一疯狂浪潮后,管理层应该查一查,有没有庞氏炒作的现象存在。几年前我认识几位大老板,他们都先后委托某牛人炒股,每人少则几千万元,多则一两亿,而且都买同一只股票。我看了一眼说这很简单:先用你的钱买,上去了,再用他的钱推,一个二个轮番推上去。最后,第一个投入的赚了很多,第二个小赚……最后一个大亏。下一个股票倒过来,让大亏的先投。这样,你们每个人都在他那里赚过钱,总以为亏损是偶然,下次只要他说有一只好股票,你们依然会把钱交给他,只是几年下来算总账,你们都没赚。当时他们不信,终于在终了了。这就是庞氏炒法,几年前由一位由公入私的明星基金经理发明,后逐渐成为许多私募和代客理财者喜欢的炒作模式。

资金还在不断涌入,大盘的上升势头暂时还没问题,经过震荡后还会再创新高,但风险正在积聚,这是我们需要警惕的。