

编者按: 近期以来,市场反复震荡,在2700点久攻不下。毫无疑问,市场正处于尴尬时期,一方面中小股票涨了又涨,风险已较大,另一方面,以银行、房地产为代表的大蓝筹继续低迷,始终找不到向上的理由与突破口。未来股市会选择什么方向?是应该回归价值投资,还是加入小盘股的博傻游戏?证券时报记者特邀请重庆投资首席执行官李旭利、海汇利资产管理有限公司总经理何震,就这些话题进行了深入讨论。

市场尴尬时期 紧握价值主线

见习记者 杜晓光

风格转换是一个曲折的过程

证券时报记者: 现在很多投资人在讨论股市的投资风格是否会发生转向,您怎么看? 股市近期是继续震荡还是出现方向性的改变?

李旭利: 大盘一直处于震荡中,但未来会面临方向性的转变,即市场投资热点会从估值非常贵的中小企业转向估值很低的核心企业。这种转变的可能性非常大,但也许需要经历一个比较曲折的过程来完成。

现在的情况是,支撑股市估值重心的指标股基本上都处在低估值区域,市场大幅下跌的可能性不大。但短时间内,又看不到能带动市场风格转换的关键因素,资金也没向大股票转移的迹象,很多资金炒作的主要方向仍然在中小盘股票,这种热潮会持续到何时?我们无法提前去猜。但一个显而易见的事实是,中小股票估值很贵,也很向难带动指数往上涨,因此市场现在正处在一个比较尴尬的时期,继续震荡的概率更大。

何震: 我觉得大盘大幅上行、下行的可能性都不大,当然我指的大幅是大幅涨跌幅度不超过15%。背后的逻辑主要是基本面的支持,现在大盘股处于低估值区域,下行的空间很小,但目前的经济环境与相关政策,又不支持大盘上行。

证券时报记者: 估值低的涨不起来,估值高的风险大,这是不是也可以解释为很多私募目前很崇尚“一日游”的操作手法?

李旭利: 不同的投资机构有不同的投资理念,现在这种市场环境下短线操作倒是一种还不错的选择。

证券时报记者: 现在的市场会不会让您做出投资策略的变化?

李旭利: 目前这样一种市场状况,有时候我们也觉得很疯狂,小盘股疯涨,核心企业没怎么动,但是我们依然把安全性放在第一位,坚持价值投资,布局估值更低,安全性更好的核心企业的策略不会变,而且前面已经提到,蓝筹股已经具备了中长期的投资价值,市场风格的转向将会逐渐形成。

未来市场方向要看金融地产

证券时报记者: 未来,什么样的力量可能对市场方向的转变起到决定性作用?

李旭利: 市场要发生大的方向性变化,必然需要金融与地产的启动,道理很简单,银行股占30%多的指数成分,加上地产就有40%多,这两大行业占比接近一半,它们如果不动,市场很难发生大的变化。如果加上钢铁、煤炭行业,这4大板块占指数成分比例超过了一大半,只有这些板块动起来,才能带动大盘转向。

银行和地产里的一些权重股目前处于底部区域,这些股票本身就没怎么涨,下行空间不大,这些股票动起来的时候,市场的大方向也就出来了。虽然之前煤炭与钢铁板块有所上涨,但上涨幅度很有限,对市场无法产生很大的影响。

专注核心企业的投资价值

证券时报记者: 这样说来,大盘蓝筹股已经具备了中长期投资价值?

李旭利: 从中长期来看,这个说法是没问题的。

由于担心中国经济增长的持续性,以及对中国经济结构调整的预期,很多人在当前对投资周期性股票有一些怀疑,这种担忧当然有合理的逻辑。但是这类企业中的部分优质企业,却在估值和成长性等方面都有很强的吸引力,而从估值的角度看,中小股票的上涨空间已经很有限。在投资上,我们很看重企业的估值,我们也更追求于安全边际较高的标的,而估值低意味着安全边际较高。毫无疑问,目前中小盘股票估值泡沫很大,我们基本是不碰这些股票的,我们专注核心企业的投资价值。

通过香港市场来对比A股市场,会看得更清楚。香港股市的消费医疗企业



李旭利精彩观点

- 大盘未来面临方向性的转变,但也许需要经历一个比较曲折的过程来完成。中小盘股票的热潮会持续到何时?我们无法提前去猜。但一个显而易见的事实是,中小股票估值很贵。

- 市场要发生大的方向性变化,必然需要金融与地产启动,道理很简单,因为这两大行业市值占比接近一半,它们如果不动,市场很难发生大的变化。

- 通过香港市场来对比A股市场,会看得更清楚。现在,香港市场的蓝筹企业、核心企业相对于A股都是溢价的,小企业相对于A股则明显折价。

- 创业板公司中不乏技术能力过硬的公司,但好公司不等于好股票,现在的问题是,高成长性没怎么看出来,高风险却是显而易见的。

- 地方融资平台的主要风险最终可能是以流动性的形式体现出来的,表现为通胀,最后的结局很可能是,广大老百姓成为买单者。



何震精彩观点

- 目前还看不到蓝筹股有中长期投资机会,蓝筹股的投资机会要等到经济结构调整结束之后,或者说,大中市值股票要等经济进入繁荣期才会有起色。

- 银行的主要盈利来自贷款产生的利差,在过去很长时间内,贷款方向主要是房地产投资、基建等与固定资产投资以及出口密切相关的行业,随着经济结构的调整,银行的主贷方向也会相应调整,这个调整的过程不会在短期内完成。因此银行股不涨,也有一定道理。

- 对比一下中报可以发现,创业板估值比中小板贵很多,而净利润增长却远低于中小板公司。我觉得这一泡沫一定会破灭,毕竟价格与价值偏离太多。当然,可能其中很少数的公司由于技术壁垒比较高,成长比较快,可以给较高的估值,但对大多数公司,我们还是要保持理性。

也有比较高的估值,投资者看重的是企业的持续增长能力,以及成长性,然后给一个认为合理的估值。现在,香港市场的蓝筹企业、核心企业相对于A股都是溢价的,小企业相对于A股则明显折价。我不能说香港市场就是合理的,但香港市场的投资行为总体比较理性,投机性没有那么强。

何震: 目前还看不到蓝筹股有中长期投资机会,蓝筹股的投资机会需要等到经济结构调整结束之后,或者说,大中市值股票要等经济进入繁荣期才会有起色。

目前中国正处在经济转型的过程中,过去30年中国经济的增长方式主要依靠投资和出口拉动,现在要转向消费,这意味着与投资和出口相关的企业大多已经走过了高增长期,未来这些企业只存在周期波段和存量调整的机会,基本没有增量机会了。

与此同时,银行业也在经历收入和利润的结构化调整。银行的主要盈利来自贷款产生的利差,在过去很长时间内,贷款方向主要依赖房地产投资、基建等

与固定资产投资以及出口密切相关的行业,随着经济结构的调整,银行的主贷方向也会相应调整,这个调整的过程不会在短期内完成。因此银行股不涨,也有一定道理。

创业板存在系统性风险

证券时报记者: 创业板下半年将迎来解禁潮,您怎么看持股套现可能带来的系统性风险?

李旭利: 对于二级市场投资者来说这个风险肯定是存在的。对于解禁股持有人来说,现在价格这么高,正是他们将上市之前拿着的股票在高位减持套利的机会,对于二级市场投资者来说,风险相当高。这里不仅有解禁潮来临的问题,归根结底,还是这个板块的股票泡沫很大,估值太贵。现在投资这些股票的投资者很多,他们用自己的思维看待这些风险,认为自己买的股票会涨,会有其他投资者以更高的价格接自己手中的高价股票,本质上还是一种纯粹的博傻思维。这些投资人可能自己也明白这些股票其实并不便宜,但期望自己不是接最后一棒

的人。这种投资潜在的风险是巨大的,但未引起投资者的足够重视。

何震: 出现风险的可能性很大。解禁潮的风险有两个方面:一方面解禁股持有人逢高减持,股票这么贵,在这么高的价位卖掉,对他们而言是一个理性的行为;另外一方面,大部分创业板公司估值太贵,已经远远偏离正常轨道,二级市场买入的人投资风险很大,这是不理性的投资行为。

对比一下中报可以发现,创业板估值比中小板贵很多,而净利润增长却远低于中小板公司,说明创业板的估值已很离谱。所以这么高价买入是不明智的,当然,可能其中很少数的公司由于技术壁垒比较高,成长比较快,可以给较高的估值,但对大多数公司,我们还是要保持理性,否则风险很大。

现在市场都在预期这种泡沫什么时候会破灭,我觉得一定会破灭,毕竟价格与价值偏离太多。另外现在创业板的供应量越来越大,解禁的也越来越多,理性的持有人在择时抛售,此时去接盘就太不明智了。

证券时报记者: 创业板公司中是否有您看好的高新技术企业?

李旭利: 当然有,创业板公司中不乏技术能力过硬的公司,但好公司不等于好股票,而且现在的问题是,高成长性没怎么看出来,而高风险却是显而易见的。有些公司发行的时候估值就很贵了,上市交易后变得更贵。如果同香港上市、美国上市的中国中小型公司比较,就可以发现,A股创业板的公司整体估值太高了。我们投资风格比较稳健,估值是我们选择股票的前提条件,同时看重成长性与持续盈利能力等关键的指标。

房地产行业格局短期不会改变

证券时报记者: 在房地产新政下,房价依然高企,您怎么看房地产的前景?

李旭利: 现在中国最大的内需就是对房地产的需求,任何一个行业的需求都没有房地产行业那么大,不仅是现在,未来相当长一段时间内,房地产的需求将是中国的最大需求,这是毫无疑问的。

一直以来,房地产在中国都占据着重要的地位,是中国的支柱产业之一,可见中国房地产业的发展影响之广泛。即便是在美国等发达国家,房地也是重要的产业之一。

虽然政府对房地产行业的调控力度比较大,但房价下调的空间是有限的。现在说房价是高还是低,要分层次看,三线城市房价不贵,房价每平方米价格在3000-4000元左右,除去地价、建筑等成本,留给开发商的利润是合理的,我认为三线城市房价下跌空间很小。

大家意见比较大的是一线城市和部分二线城市房价过高,从收入房价比、租金收益比来看,的确比较高,地价现在也很贵。从上市的房地产企业来看,地价依然是最大的成本,以上海为例,有些地方地价每平方米达到3万多元。房价、地价都很高,是在一种比较畸形的社会经济结构下形成的,而且牵连着复杂的经济利益关系,这种结构下,房地产产业链条很难有大的变化,调控压力过大会引发一连串反应,政府调控的难度很大,调控的连带影响广泛,而经济平稳可控的发展是决策层关心的问题,这也是房地产调控的掣肘。现在来看,房地产的原有格局并未打破,发生大变化的可能性不大。现在房地产成交量开始放大,很多房地产企业销售情况良好,库存清理也很顺利。综合来看,房价不会跌太多,虽然许多老百姓希望看到房价下跌。

如果问房地产行业有没有泡沫,我觉得是有一些,但泡沫并不一定会很快破灭,因为老百姓的需求改变不了,房地产行业的既有利益格局依然没有办法在短时期内改变,老百姓会抱怨,但短期来看抱怨也无济于事。

何震: 房地产价格的上涨是因为货币的流动性充沛所致,调控房地产最好的办法是收缩货币的流动性。

但是收缩货币流动性也存在另外一个问题,流动性的收缩是对全社会的所有行业都收缩,仅仅因为房地产行业需要调控而波及到其他,让全社会来承担调控的副作用,是不公平的。

地方政府很大一块收入来自于土地收入,如果政府调控到底,也就断了自己的经济收入来源,所以,如果不解决政府收入来源问题,房地产调控比较难进行下去。

房地产的上涨总会终结的,事实上没有哪个行业是只涨不跌的,从世界范围看,近二三十年来经济危机基本都跟房地产泡沫有关。关键是房地产价格拐头向下的时候,价格点位不能太高,否则影响很大,各方面压力也会很大。

证券时报记者: 现在房地产行业衍生出一些新的盈利模式,包括住宅附加值的提升,租赁集合,商业地产等趋势,您是怎么看待这种变化的?

李旭利: 简单来说,这是应对老百姓买不起房子而出现的变化,当然这种变化有利于房地产企业更理性、健康发展,

房地产行业盈利模式在进一步丰富,而且不少公司这方面发展的不错。

地方融资平台的风险已基本消化

证券时报记者: 您怎么看待地方融资平台的风险?

李旭利: 我认为地方融资平台的主要风险最终可能不是以坏账的方式体现出来,而是以流动性的形式体现出来的,或者说最后可能是全社会通过通胀的形式来共同消化。我认为这个风险最后会以通胀的形式来释放,所以最后的结局很可能是,广大老百姓成为买单者。这种方式有一定的合理性,因为地方融资平台的许多项目最后是社会总体受益的。当然,由于过度的地方投资,对民间投资形成了明显挤出效应,这也是许多有识之士反对政府过度投资的原因。而地方融资平台风险对于股市的影响已经基本为市场所消化,这种风险对股市的影响其实已经很小了。

何震: 只要大家认真重视地方融资平台的风险,在现有融资规模基础上不去扩大,谨慎对待这个风险,市场可以消化这个风险,影响不会太大。

大家比较担心的主要是地方政府融资平台资金流动性的问题,万一房地产调控后价格迅速下跌,土地拍不出去,或者低迷的时间拖上一两年,地方政府的资金流动性就会出问题,地方政府抵押给银行的土地届时也会急速贬值,银行坏账压力会很大。所以,地方政府调整收入来源很重要。

不会参与央企重组的故事

证券时报记者: 央企重组大年背景下,您是否会从这个题材中挖掘投资机会?

李旭利: 我们很少从这个角度去思考问题,因为重组的内幕信息没法获取,而且这也不是合法的投资方式。当然有的人会根据股权结构来推测公司是否会重组,我也相信这里面会有故事,但是很难把握。我们是给客户管钱的,所以也更愿意寻找安全边际更高的标的,而不是去赌哪些公司会重组。

新兴产业的盈利能力需谨慎

证券时报记者: 您怎么看产业结构升级带来的机会?

李旭利: 中国的产业结构升级首先就是制造业的升级,影响最大的是装备业,这个行业也最先表现出投资机会,这种情况在去年及今年初已经有所体现。产业结构升级包括两个层次:一个是人口红利优势在消失,生产的机械化自动化要求在提高;二是企业产品要想上档次,就要提高技术能力和创新,所以集约化规模化要求会提高,这就为制造业订单的提升准备了一个前提。但是产业结构升级概念的范围是宽泛的,没有办法简单的从股票层面去考虑。

证券时报记者: 之前市场题材股炒作很抢眼,包括云计算、锂电池等板块等,您怎么看新兴产业?

李旭利: 我并未刻意研究云计算,锂电池我们有关过,虽然锂电池发展空间很大,但到目前为止产生的实际收益与股票的估值相比还是不匹配的,透支了太多未来的增长预期。这些概念的企业估值太高,风险不可控,这些公司的成长性、持续盈利能力都还停留在想象中,在没有产生收益的情况下贸然投资,与我们的投资理念不符。

何震: 近期的稀土、锂电池、云计算都是概念炒作的较多,真正的价值还没有体现出来,这种概念投资价值也比较大。

证券时报记者: 最近有私募拟进行规模较大的投研团队扩容,重庆在这方面是否也有类似计划?

李旭利: 我们并没有具体的计划,事实上我们一直在着眼于提升研究团队的建设,努力增加经验更丰富的研究人员。而且提升研究团队建设将是一个持续的、长期的过程,只有这样才能建立起持续的竞争力。