

## ■ 投资笔记 | Handnote |

### 2011港股市场 走势前低后高

周欣

年年岁岁花相似，岁岁年年市不同。如果把2009年的港股市场形容为2008年凄风苦雨之后的柳暗花明，那么2010年的港股表现可以用山重水复来形容，而展望2011年香港市场前景，有理由保持乐观。

首先，经过2010年国内外复杂经济形势的考验，中国经济仍然取得了强劲的增长势头，说明了中国强大的内生动力，经济增长的确定性显著增强。其次，从估值水平看，中资股2011年预测市盈率大体在13倍左右，还比较便宜。另外，在美国、日本仍在推行量化宽松货币政策的环境下，国际市场上流动性依然充裕，有利于香港的中资股表现。

除此以外，对今年市场行情影响最大的因素可能是中国CPI的走势。自去年7月以来，中国CPI节节走高，11月达到5.1%，为防止通胀进一步抬升，抑制通胀预期，中国政府一方面通过加息和提高存款准备金率抑制需求，打击投机，另一方面在去年11月国务院发布16条综合措施保障农产品供应，打击囤积和哄抬物价行为。在通胀水平显著下降之前，投资者都可能保持谨慎入市的态度，以回避可能的政策风险。

美国实行新一轮的量化宽松政策以来，似乎开始发挥作用。美国近期的消费、企业盈利等经济数据表现强劲。如果这种势头能持续下去，美国经济在2011年的增长可能超出目前市场的预期，届时可能导致美元走强，资金从新兴市场回流美国，对香港市场的资金面供给构成一定压力。但是另一方面，美国经济如果实现更快的复苏和增长，这将带动中国的出口增长，进一步提升中资股的业绩，从而有利于香港市场表现。

总之，根据中国通胀形势和经济基本面分析，香港市场在2011年有望呈现良好走势，出现前低后高的可能性比较大。

(作者为华宝兴业海外中国成长基金经理)

### 2011年债市投资 先做好确定的事

史向明

债券基金在2010年打了个大胜仗，一级债基平均净值增长8.14%，二级债基平均净值增长6.36%，远超同期股票基金、混合基金的平均净值增长率。面对高企的通胀和持续紧缩的货币政策，债券基金在2011年是否还能获得稳健的收益？又该如何把握2011年的投资机会？我们认为，2011年债市投资，首先应该做好确定的事。

首先，仍要充分利用信用产品的防守特性，把握信用产品的超额收益。2010年，信用债是最大的赢家。沪公司债指2010年全年涨幅8.5%，最高涨幅8.52%，沪分离债指2010年全年涨幅5.63%，最高涨幅7.3%。去年9月以来，随着通胀的高企和信用债供给的放大，信用债一二级市场利率直线上行。虽然目前信用利差仍然维持较低水平，但快速上升的票息已逐渐开始为投资者提供利率上升的充分保护。做个简单的测算，对于一个5年的信用风险可控的信用债标的，假定未来1年收益率为100bp，当其收益率在6.2%以上时，就能在考虑下滑回报的情况下，获得不亚于1年期AA级短期融资券4.1%的持有期收益率。在投资者对通胀和未来信用债供给恐慌到极点时，就应注意该要关注监测，把握信用产品的超额收益。

其次，要一如既往地做好一级市场新股投资。虽然历史数据不能完全代表未来，虽然新股的发行市场市盈率仍然较高，但在中国，新股不败的神话仍在演绎，也仍然是债券基金的饕餮大餐。统计数据显示，2009年新股发行重新开始以来至2010年10月底，一共发行392只新股，网下锁定3个月出现亏损的新股有54只，占比13.78%，价格平均亏损幅度7.64%，3个月获得盈利的新股有338只，占比86.22%，价格平均盈利幅度52.26%。虽然新股制度改革使得现在打新股变成了买彩票的游戏，但对达到既定规模的资金来说，在对新股进行更充分研究的基础上，理论上仍然能获得这个市场的平均收益率。

第三，可转债投资对投资价值的品种要做足配置。转债投资和普通债券投资不同，和股票投资也不同，转债的债底价值、转债正股的绝对估值和转债的相对估值是我们投资的重要依据。无论市场有这样或者那样的热点，低估值始终是硬道理，2011年对这样的品种要做足配置，这也是债券基金应做好的确定的事。

(作者为农银汇理平衡双利混合型基金经理)

## 中小盘股高估值仍将延续

沈洋

今年是“十二五”规划元年，政府对于加快新兴产业建设方面的决心很大。“十二五”规划中我最为关注的是两点：一是提出要转变经济增长方式，新兴产业在未来将受到政策的大力支持；二是提高消费的重要性。未来，在驱动经济的“三驾马车”中，消费的重要性将提升至第一位。在这样的经济环境下，新兴产业和消费将是我们

2011年的两大投资主线，也将贯穿于今后一个较长的周期之内。

目前来看，2011年的投资环境与投资机会可能好于去年。当前市场整体估值处于历史底部区间，未来下行空间有限。而经济逐步呈现回暖态势，上市公司业绩也持续保持较高增长水平。不过，通胀或将成为今年上半年主要干扰因素。

目前来看，2011年通胀水平整体可能要上一个台阶，4%-5%区间将成为市场可接受的水平。一

旦CPI持续几个月保持在5%以上，市场将会面临持续加息及其他紧缩性政策的预期，这势必会对市场走势产生影响。而另一个不确定性因素则是2011年下半年美国是否会收缩流动性。如果美国明年经济复苏态势较好，可能导致其收缩流动性，或将引起热钱的大量流出，也会对市场造成影响。因此，我认为2011年市场将震荡调整但底部逐步抬高，市场呈现以新兴产业、内需拉动为主题中小盘股的结构性情行。

虽然目前中小盘股对大盘股的超额收益水平处于高位，但在时代背景、政策环境下，我认为中小盘高估值仍将得以延续，传统产业在流动性相对紧缩的情况下逐渐边缘化。

首先政府引导经济进行结构调整，新兴产业、消费将获得政策支持；其次国内货币政策整体将小幅收紧，但M2存量规模比较大，房地产投资调控政策影响，不确定因素增加，投资机会越来越少，资金更多的还是选择进入股市，而新兴

产业可能是他们的主要投资方向，对于成长性企业，市场愿意给它相对较高的估值。

作为公募基金基金经理，在选择投资标的时将全面考虑这些上市公司的风险与收益情况，在新兴产业与内需拉动的大框架下，挖掘明年成长性较好的个股，重点考虑那些今年两年业绩复合增长率高于40%、市盈率达35倍以下的公司。

(作者为中欧新蓝筹、中欧中小盘基金经理)

## ■ 圆桌 | Round Table |

### 高端制造业发展迎来黄金机遇

证券时报记者 程俊琳 方丽

高端装备制造制造业横跨了传统产业和新兴产业这两大领域，被市场普遍看好，近期高铁概念板块更是引起市场追捧。本期圆桌邀请了南方成长价值拟任基金经理谈建强、中欧新动力拟任基金经理苟开红、浦银安盛副总经理兼首席投资官周文桐共同探讨高端制造业投资问题。

**证券时报记者：**作为七大战略性新兴产业之首，您如何看待高端装备制造制造业的发展前景？

**谈建强：**现在关注三种结构性趋势：第一种是产业升级；第二种是产业转移，即沿海向中西部的转移；第三种是中国的劳动力成本上升，及其所带来的以机械代替人工的趋势。这三个集合点就是以工程机械为代表的高端装备制造制造业。中国是制造业大国，扶持高端装备制造制造业、增加产品技术含量及经济附加值，是中国未来经济结构转型的重要方向之一。

**苟开红：**在高端装备制造制造业行业，我国目前已经具有较好的基础，因此进一步发展壮大具备较高的可行性。例如在数控机床、海工装备、轨道交通等方面我国与世界先进水平的差距已经较小，且在成本方面具有较大优势。

同时，从逻辑上来看，高端装备制造制造业属于高新技术主题，目前比较看好它能走出一条“高端的进口替代”道路。这两三年来，中国在高端机械装备制造领域中不断有技术突破，在整个产业链上从原先的低端组装逐渐进入高端的核心零配件领域。从目前来看，未来相关企业有望延续着一条由“技术突破”到“进口替代”再到“出口竞争”的成长轨迹，这一条产业链上或将涌现不少龙头企业。

**周文桐：**高端装备制造制造业将是实现中国制造向中国创造转变的重要途径。从国内而言，“十二五”期间，发展高端装备制造制造业将重点发展智能制造、绿色制造和服务性制造。从国外而言，高端装备技术目前仍然大量掌握在发达国家手中，但是高端装备的运用已大量转移到中国等新兴国家。中国高端装备制造产业发展迎来黄金机遇，下游产业发达，技术储备、中高端人力资源均已具备，同时具有贴近产业链



的优势。

**证券时报记者：**在高端装备制造制造业的产业链下，如何看待上下游之间的产业关系，新老产业之间如何划分？

**谈建强：**高端装备制造制造业的发展，离不开上下游各环节的有序跟进，依赖于新材料、新技术，才能制造出更多的新产品。在中国当前调结构的政策中，两点非常重要，一是城镇化是最大内需，二是以投资促消费，实现投资与消费的良性互动。推动保障房建设将是今后三到五年内的重要投资主题，这符合稳增长、调结构和促民生的三重需要。而这是推动工程机械行业发展的主要动力。

**周文桐：**新老产业是紧密联系的，更多的是升级，而不是简单的割裂、划断。例如，高铁中晋亿实业、太原重工等，之前一直是做铁路的配件，高铁上马后，利用自身优势生产出高铁用产品。因此，新兴产业更多的是基于“老”产业的升级，而未来投资机会也更多的集中在这一块。

**证券时报记者：**高端制造业，您觉得哪些领域蕴含未来爆发能力，其中的投资逻辑是什么？高铁产业作为国家优先发展的战略性新兴产业，后市有多大市场潜力？

**谈建强：**中国工业化发展到现阶段，在制造领域，涉及到核心零部件、核心技术，有较高经济价值的部分，都可归于高端制造。只要

下游需求旺盛，代表产业升级方向，同时国内已经具备一定的技术储备和人力资源，则都蕴含着巨大的发展潜力。最看好海洋工程设备、煤炭机械、军工设备等，因为这些制造业的盈利模式相对清晰。

**苟开红：**航空与海洋工程最具爆发潜力。相较于高铁板块，航空和海洋工程在国民经济中的渗透度更低。中国的高铁建设在2012年或将达到顶点，应该细分其子行业再做分析，后续应更加关注耗材类及重载相关领域。而大飞机“首飞”预计大概在2014年，因此市场在该领域的关注度将会不断提升。

**周文桐：**在高端装备制造领域，我们看好具备以下特征的公司：首先，公司的产品具有高附加值的特征，在产业链占据核心部位。其次，具备较高技术门槛的公司，在全球产业中具有独特的中国优势。再次，公司的产品和技术具有很强外溢性，能够比较容易向上下游等多行业扩展，形成规模效应。最后，符合经济结构转型和国家产业发展政策的方向，对制造业的产业升级起重要作用。基于以上因素和估值：我们最看好卫星及应用产业、高铁及轨道交通设备制造产业。

就高铁而言，目前主要是整车、基建、信息化建设等领域受益较多。下一阶段高铁投资的重点放在高铁核心部件和核心零配件领域。以高铁用轴承为例，目前我们需要全部进口，而如果国内公司取得突破，则市场将出现爆发性增长。

**谈建强：**现在关注三种结构性趋势：产业升级、产业转移、劳动力成本上升及所带来的以机械代替人工的趋势，这三个集合点就是以工程机械为代表的高端装备制造制造业。

**苟开红：**航空与海洋工程最具爆发潜力，高铁产业应该细分其子行业再做分析，在高铁基建部分达到顶点后，后续应更加关注耗材类及重载相关领域。

**周文桐：**看好具备四大特征的公司，包括较高附加值、较高技术门槛、很强外溢性、符合经济转型和产业方向政策方向，基于此，看好卫星及应用产业、高铁及轨道交通设备制造产业。

资料图片

## ■ 观点集锦 | Points |

### 紧缩政策 将不断扰动市场

吴光兴

受房产税等消息冲击，上周银行地产等大蓝筹的表现受到一定的压制，拖累了市场的走势。不过仍有不少基金公司看好一季度的市场走势。

鹏华基金认为，在第一季度策略报告中看好四大产业，一是高铁，二是特高压，三是保障房的建设，四是节能减排。

富国基金认为，在经济仍较强、物价压力较大的背景下，2011年上半年政策基调将以偏紧为主。大成基金认为，由于基本面因素向好，经过调整后，大盘可望重拾升势。

银河基金认为，受流动性短期环比上升影响，市场将出现企稳，有望出现反弹走势。

东方基金认为，蓝筹板块由于存在估值修复动力，且具备良好业绩基础，有望成为弱势整理市场环境中资金青睐的板块。

南方基金认为，未来3到6个月内由于资金的推动市场还会有向上的空间，但对6个月后的行情比较谨慎。

东吴基金认为，市场处于窄幅震荡之中，底部可能会被逐步抬高。

(作者单位：海通基金研究中心)

## ■ 华安投资观察 |

### 由资产回报率 看企业价值



陈俏宇

2010年，我们几乎是在争论不同行业及公司的估值差中走过的。传统行业与新兴行业的估值差达到了历史性的高点，这与我们原有的投资理念形成了强大的冲击。

必须承认，一直以来，我们在投资中总是更直接地关注企业规模的扩张和利润总额的增长，这些似乎比盈利模式、增长的稳定性等更直观，更令人激动。但是，什么是企业价值最大化呢？回归本源，资产回报率的稳步提升才更为重要。

用杜邦分析法来分解资产回报率，告诉我们重要的两点：周转率和财务杠杆。周期性与非周期性行业在周转率方面的差异，不仅仅来自于资产属性和盈利模式的不同，更在于周期性行业令人亢奋的周转率的提升往往不具有持续性。当然，新兴行业也很容易因为技术和产品的替代，带来竞争格局改变，使周转率的波动加剧，而最具长期吸引力的则是那些稳定增长行业中的龙头企业，品牌、渠道和服务等优势可以确保周转率的稳定，甚至提升。至于财务杠杆，则是双刃剑，但是相对而言轻资产特征的行业，即使在规模萎缩时受到的冲击也会相对更少。

曾有券商对资产回报率做过分解，主要影响因素是经济增速和企业利润份额变化。我们可以发现，在行业增速方面，受政策扶持或与日常生活紧密相关的行业的前景更清晰可测。另一方面，企业利润份额的变化主要考虑税收、折旧和劳动力报酬等份额变化。在部分周期性行业中，我们不排除原本那些外部经济因素将会逐步由企业内部去承担与消化，税赋或成本的增加不可避免，而部分新兴产业则有可能享受到更多的税收等扶持政策。折旧和劳动力报酬则多少与行业属性和盈利模式相关，我们相信那些容易突破产能瓶颈，复制性更强的公司更具优势。

综合上述两种分析，就资产回报率这一指标来看，我们理应给予稳定增长型行业中的龙头企业最高估值水平。其次为市场发展前景良好及盈利模式创新的公司。而对周期性行业在经济转型这一大背景下则需细分后区别对待，应更多关注盈利水平的持续性。

资产回报率的分解过程告诉我们：市场反映出的估值差并非完全基于投机行为，投资者在选择时与其说是给利润增长的速率一个高估值，不如说有部分的估值溢价实际上是给予盈利的稳定性和持续性，以及企业盈利模式和核心竞争力的肯定。

(作者为华安基金管理公司基金经理安信、华安核心优选基金经理)

### 长城基金 2011 年投资策略：

## 紧盯通胀流动性 把握四大投资机会

证券时报记者 杜志鑫

长城基金发布2011年投资策略表示，2011年难有单边的趋势性机会，总体投资策略是紧盯通胀和流动性，根据基本面和政策导向的变化及时调整仓位和转换结构，重视市场风格转化和节奏把握。

长城基金认为，2011年是“十二五”规划元年，因而“十二五”规划将为市场指明投资方向，看好四方面投资机会。

投资机会一：新兴产业下的细分行业龙头。

长城基金表示，在经济结构调

整、产业转型和政府政策支持下，市场对于新兴产业的青睐还将继续，并且将呈现结构化的趋势。

此外，对于成长性和新兴产业的理解，市场也将有更深入的认识。如医药行业，在政策刺激和技术进步的变化及时调整仓位和转换结构，重视市场风格转化和节奏把握。

在诸多受益于政策支持的新兴战略行业中，长城基金看好核电、智能电网、三网融合、物联网、节能环保、高端装备制造以及生物医药等。其中，在细分行业中占据龙

头地位的公司，尤其需要引起重视。

投资机会二：大盘蓝筹和周期股阶段性投资机会。

长城基金表示，现阶段从中小板和创业板与大盘股的估值比较来看，中小板和创业板与大盘股市盈率比已创出新高。在2011年，市场这种结构估值的巨大偏差不可能长期持续，中小盘股票将出现分化，不同风格之间的估值缺口将有所收缩，大盘蓝筹股具有相对超额收益。

投资机会三：经济结构调整下的大消费板块。

长城基金表示，从经济结构调整来看，今后经济增长方式将更加

依赖消费。因此，在投资需求受到政策调控而趋于回落，外需在国际经济形势波动也面临收缩的情况下，从经济转型的根本出发，消费刺激的政策有望得以持续甚至加强。长城基金看好依靠城镇化进一步发展的二三线城市的房地产行业，以及同样受益于城镇化的医疗、餐饮、商贸、零售等行业。

投资机会四：区域经济结构调整下区域投资主题。

长城基金表示，区域结构调整的目标是实现新的区域分工格局。因此，可以预期还会有关于区域振兴方面的政策细则出台。

**农银汇理基金** | 40068-95599  
www.abc-ca.com

让 价值回报 成为一种习惯

智诚相伴  
INSIGHTFUL  
PARTNER

**华安基金**  
HuaAnFunds

客服热线: 40088 50099  
公司网站: www.huain.com.cn  
手机基金宝: wap.huain.com.cn