

## 增加周期股中盘股配置

吴先兴

上周包括房产税在内的多项房地产调控政策密集出台,使地产板块再次成为投资者关注的热点,对于地产调控,基金公司分歧较大。

大成基金认为,去年下半年开始,政府已经对保障性住房建设计划有了很明确的思路,即大力建设公租房。今年1000万套即使只是部分完成,仍是巨量。这一点非常重要,而且公租房建设只是开始。与基建相关的行业,仍会保持较高的增长。随着政策调控加剧,以及流动性的收缩,房地产股绝对收益不好把握,大幅度加仓的时机还未到来,政策明朗后还会有更好的买点出现。

景顺长城基金认为,可逐步增持地产股。经过2010年的大幅上涨,中小盘股普遍估值偏高,出于估值便宜、防御性和流动性较好的考虑,提高了地产、银行两大板块的配置,使行业配置相对基准更为均衡。

博时基金认为,在未来一年时间内,包括地产和银行在内的低估值行业收益可能超越市场平均水平。2011年,国家会继续对房地产行业进行整体调控,房产税、廉租房等话题将贯穿全年,房地产阶段性投资机会可能会显现。

诺安基金认为,重庆、上海房产税试点政策力度符合预期,配合“新国八条”,调控政策效应叠加,未来房价上涨压力被遏制。地产股短期利空出清,未来估值向上修正空间大于下跌空间,存在阶段性反弹机会。

华商基金认为,2011年初的市场,由于权重股的估值很低,下跌空间有限,所以展望未来一段时间,市场可能更多的是“磨”,向上概率仍将大于向下概率,反映经济周期启动的周期性品种将有较多的投资机会。

嘉实基金认为,A股市场目前估值较低,并具有一定的成长性,因此2011全年来看,具有一定的安全边际。但随着通胀的起伏与政策的波动,预期仍将出现明显的波动。

华夏基金认为,下一阶段市场仍将维持震荡整理的格局。通胀形势如何演化将决定市场能否产生全局性行情及结构性机会的来源。

华泰柏瑞基金认为,2011年一季度通胀预期仍然较强,政策收紧的力度和频率比预期来的强且快,市场可能总体呈现震荡探底的过程中,为全年投资奠定基础。因此,一季度将是布局全年的时机。

金鹰基金对一季度市场走势持中性态度,认为市场短期将以震荡为主,形成系统性机会和系统性风险的可能性都不大。经济基本面向好、流动性增速下降、政策相机抉择增强、经济转型新次推进等因素合力作用下,市场震荡仍是主基调。

银河基金认为,一季度配置的思路将从前期消费和新兴行业为主向均衡配置过渡,增加周期股和中盘股的配置,重点寻找个股的超额收益,通过细致的研究和集中的持股来保证投资业绩的最大化。

华宝兴业基金认为,未来配置主线看好地产、银行、农产品以及带资源属性的大消费,其次兼顾食品饮料、医药等消费类板块中的低估值个股。逻辑在于,未来美国复苏将与新兴市场形成争夺资源的局面,同时新兴市场的货币紧缩政策难以对冲美国持续宽松的货币政策,2011年上半年流动性和基本面都支持大宗商品、农产品等资源品的价格继续上行。

(作者单位:海通基金研究中心)

## 兴业全球杨云: 债券投资首选转债

A股市场的震荡从去年延续至今,在此环境下,中低风险中高收益的可转债品种受到了越来越多投资者的关注。针对未来转债方面的投资机会,国内首只可转债基金——兴全可转债基金经理杨云认为,2011年,可转债与信用债是市场关注度最高的两大类,相对信用债,可转债的投资机会可能更大。从市场整体来看,尽管目前市场走势较弱,但现在的市场估值肯定在合理范围内,市场整体下跌空间并不大,从时点来看,春节后入市可能更安全。

事实上,在国外成熟市场,可转债基金已经体现出良好的抗跌能力与不俗的涨幅表现。晨星数据显示,截至2010年12月末,美国83只可转债基金过去5年的年平均回报率为5.13%,过去3年的平均年回报率为4.38%,而同期标普500指数年化收益率分别为1.65%和-1.08%。最近一年美国经济逐步复苏,股市回暖,可转债基金最近一年的平均回报率也达到17.22%,高于标普500指数同期13.88%的涨幅。

虽然中国在可转债基金数量上与美国市场相去甚多,但业绩表现丝毫不逊色。以兴全可转债为例,银河证券统计数据显示,截至2010年12月31日,该基金过去两年、过去三年净值增长率分别为45.55%、12.31%,成立以来的累计净值增长率高达347.06%。

而在具体的可转债品种方面,杨云认为,银行类转债的长期投资价值较为明显,但应注意其短期的波动风险。此外,投资者还应根据行业景气度寻找合适的转债品种,同时学会用逆向思维的方法进行转债投资。(张哲)

# 巴菲特投资富国银行的启示

陈晓翔

富国银行是巴菲特最经典的投资案例之一。1990年富国银行遭受房地产泡沫破灭危机,股价大幅下跌,在市场一片看空中巴菲特却大举介入,1992年到1993年,富国银行因计提坏账差点陷入亏损,巴菲特不为所动继续增持。此后的事实证明巴菲特的判断非常具有前瞻性,2004年巴菲特持有的富国银行市值35.08亿美元,而其投资成本仅为4.63亿美元,10余年投资收益高达658%。

巴菲特为什么在那么多银行中选择了富国银行?对目前中国的银行股投资来说有什么借鉴意义?

让我们来看看巴菲特眼中的富国银行:首先,有非常出色的管理层;其次,富国银行拥有行业中更好的盈利模式、客户基础和成本优势;第三,很好的买入时机,即在别人恐惧时贪婪。

巴菲特能够以很低的估值水平购入富国银行,是和当时的银行业背景分不开的。1986年美国开始推进利率市场化和银行业的跨区域扩张,银行间竞争日益加剧。同时,加州等地的房地产泡沫开始出现,美国出现了很多为房地产提供信贷的金融信贷公司,这些都刺激了银行放松风险控制,介入风险更大的领域。而随着房地产泡沫的逐步破灭,投资者争相抛弃银行股,

在巴菲特开始买入时富国银行估值跌到极低的水位。

即使是在巴菲特买入富国银行后,其投资也并非一帆风顺。1991年加州地区的房地产危机日益加剧,并波及到信用卡和其他零售贷款业务。富国银行也未能幸免,1991年富国银行不良贷款拨备急剧上升至13亿美元,是上一年的四倍多,几乎超出巴菲特预测的两倍。巨额拨备支出使得当年富国银行几乎陷入亏损境界。1992年富国银行拨备仍然高达12亿美元,最终净利润相比1990年下滑了71%,但巴菲特在1992年和1993年仍坚持增持富国银行,成就了一个教科书般完美的投资案例。

让我们再看看目前国内银行股面临的形势。中国银行业因为在金融危机中的超常规信贷投放,此后一直面临长期的坏账风险,而监管力度不断加大使它们面临巨大的再融资压力,此外利率市场化改革进一步加大了投资者对银行长期利差水平下滑的担忧。这些利空因素不断叠加,反复打击着银行股的市场表现及持有者的信心。

但是站在另一个角度,投资者是否想过目前银行股的估值水平中已经包含了多少利空因素?在中国经济保持较快增长的背景下,中国银行业的发展前景真的像大家想象的那么悲观吗?银行在中国已经成为夕阳行业了吗?在美国有上百年历史的银行业能

给巴菲特带来巨大的投资收益,而在中国却找不出一家具有投资价值的银行吗?两地上市的银行股越来越大的A/H折价水平,是我们太悲观还是国际投资者太乐观?

也许市场总是对的,是否买入以及何时买入银行股是个见仁见智的问题。但当我们看到民生银行战略投资者积极参与定向增发,当我们看到一些未上市的城商行参股市净率已经超过已上市的优质全国性银行的市净率,当我们看到国内优质银行股估值接近甚至低于2008年金融危机时的水平,从中长期看,这是否意味着银行股的投资机会正在孕育。

(作者系汇添富基金价值精选基金经理)

## 圆桌 | Round Table |

# 估值回归合理区间 市场年后孕育机会

证券时报记者 方丽 杜志鑫

2011年以来,大盘股和小盘股之间估值差异正在缩小。在此背景下,春节持币还是持股?一季度该如何布局?本期圆桌论坛邀请南方小康基金经理杨德龙、景顺长城内需增长及内需增长贰号基金经理杨鹏、中欧新蓝筹及中欧中小盘基金经理沈洋、摩根士丹利华鑫首席策略师赵立松,共同探讨这些问题。

**证券时报记者:**新年以来中小板股票大幅调整,大盘股相对抗跌,您如何看待这一现象?目前中小板和大盘股之间估值差异正在收窄,是否意味着中小板投资机会再次来临?

**杨德龙:**新年以来呈现大盘股小跌、小盘股大跌的局面,主要是投资者对不断趋紧的货币政策调控,以及高通胀对上市公司盈利侵害的担忧。未来的投资机会在中盘蓝筹股,个别成长性确定、2010年动态市盈率下降到25倍以下的中小板股票已有一定吸引力。

**杨鹏:**蓝筹股与中小市值股估值水平的差异在A股市场一直存在,中小盘对应大盘蓝筹的估值溢价在2011年不可能改变。由于通胀、政策调控、压缩基础投资、资金面收紧等因素,大盘蓝筹的估值水平难有很大的提升空间。中小市值股票也会逐步震荡寻找合理的估值中枢,机会在精选个股。

**沈洋:**中小板股票的估值溢价从去年起持续创出新高,这主要是通胀和经济结构转型共振的结果。其实,市场对中小板的预期已经很充分,如果未来超预期因素不多,那么中小板的风险会逐步加大,主要以精选个股为主,板块的整体性机会可能要看未来政策方面能否超预期。

**赵立松:**观察近10年来各行业估值水平,目前全市场PB估值处于均值水平,而PE则处于较低水平。弱周期行业医药、食品饮料、商业零售等行业依然是市场较为青睐的板块。2011年,如果能够确认新一轮经济增长的启动,大

杨鹏:今年要抱着谋求绝对收益的目的精选个股,淡化仓位和配置。

赵立松:市场在考虑估值与成长的关系中,天平正慢慢倾向于估值。

杨德龙:未来的投资机会在中盘蓝筹股,如果持有绩优股,不必在意仅仅7天的假期。

沈洋:虽然还不好判断节后会出现短期机会还是长期机会,但持基过节应该是较好的选择。

小盘估值的严重分化趋势或许有可能出现改变。

**证券时报记者:**地产等调控政策“靴子落地”后,上周市场表现较好,您认为春节后市场将如何演变?投资者春节前是持币还是持股?

**杨德龙:**现在让投资者最担心的还是是否会加息,以及海外市场如何表现。新年以来,农产品价格再次上涨,1月份CPI可能重新回到5%以上,在紧缩政策和价格管制的双重作用下,下半年通胀才会明显回落。另外,节前影响市场的主要因素还有资金面的紧张程度,因此春节前市场仍会延续震荡筑底的走势。如果是持有绩优股,不必在意仅仅7天的假期。

**杨鹏:**预计春节后市场仍将震荡寻找安全的估值边际,一些成长性好的中小市值股票一定会出现比较好的介入时机。仓位策略方面,预计股市上半年将会出现中期的低点。我个人认为今年要抱着谋求绝对收益的目的精选个股,淡化仓位和配置。一季度末应该是比较好的重仓时机,因为在低估值的情况下,一季报会重新强化投资者对成长性好的中小市值股票的信心。

**沈洋:**股市经过前期的调整,已经有很多板块和个股具备吸引



资料图

力,我们监测的市场情绪指标已经接近历史底部,所以这个时期最主要的应该是克服恐惧感,只有这样才能冷静挑选个股。从基本面来看,春节前无论从物价还是资金方面都比较紧张,春节后这个状态可能会改善,虽然还不好判断节后会出现短期机会还是长期机会,但至少持基过节应该是较好的选择。

**赵立松:**通过相关数据可以看出,未来经济增速的放缓将导致企业盈利增速的下降,并对市场的估值水平产生影响。在通胀形势并没有出现明显改善,政策紧缩还将维持一段时间,经济刚刚开始从高位向下滑落的时候,市场对新经济周期的期待有可能驱使资本市场倾向于部分周期类个股。因此接下来,市场在考虑估值与成长的关系中,天平正慢慢倾向于估值。

**证券时报记者:**您认为一季度哪些板块或行业有较大机会?后市应该如何操作?

**杨德龙:**目前市场处于最黑暗的时期,通胀高企、政策紧缩,但是考虑到良好的经济面和屡创新高的外围股市,上证指数有望逐步筑底反弹。当前,蓝筹股的估值水平仍然处于历史底部区域,市场下跌空间非常有限,主要防范的风险是中小板和创业板的“挤泡沫”。投资者可以在严格控制仓位的情况下,择机买入一些跌

入价值底部的二线蓝筹股和2010年动态PE跌入25倍以下的中小板成长股。板块方面,一季度看好业绩增长确定的食品饮料、医药等防御性板块,受益于“十二五”规划的高铁等高端制造业,以及具有资源稀缺性特征的稀土等板块。

**沈洋:**行业配置方面主要取决于个人对节后市场的整体判断,如果看超跌反弹,那么中小盘短期的机会更大一些,如果对于后市仍然相对看空,那么大盘蓝筹股还具备防御的特征。我们对节后行情相对乐观,所以短期将会关注那些被错杀的符合国家战略发展的新兴产业个股。

**赵立松:**从现在开始到明年二季度之前,基于工业增加值即将见底的复苏预期,市场整体的走势将呈一个震荡走高的格局。经济增速触底带来资源价格有望上涨,但对通胀的调控使得估值提升过程较为复杂。市场将偏重于部分早周期行业:地产、汽车和家电等;资源类行业主要看好煤炭、有色、石油等行业。而地产产业链相关行业如银行、钢铁、建筑建材等也可以波段性看好。

**杨鹏:**我们比较看好受调控影响小、负债低、现金流充裕的板块和个股。比如目前估值处于历史较低水平、盈利增速确定性高的食品饮料行业龙头,以及行业整体增速在25%左右的零售等。

## 包容性增长下的投资选择



汪光成

包容性增长,是在总结发展中国家经济增长经验基础上提出的一种新的增长理念。2010年9月,国家主席胡锦涛明确提出:“实现包容性增长,根本目的是让经济全球化和经济发展成果惠及所有国家和地区、惠及所有人群。”这预示着包容性增长将成为未来中国经济发展方式转变的一个重要理念,未来中国的经济发展将努力向全民参与、全民受益的方向发展。

近年来,中国经济围绕“保增长、调结构、大力发展新兴产业”进行结构调整,经过几年的努力和发展,经济结构已经逐步显现出新旧并重的局面。一方面,部分传统行业经历了产业升级过程焕发新的活力,依然是促进经济平稳较快发展的重要力量,并可能开始新一轮增长周期;另一方面,由于传统产业受到能源、资源价格、要素价格等的硬约束,国家不断加大政策力度引导社会资源投向新兴产业领域,使得许多新兴产业规模已初显,将可能成为新的经济增长引擎。

我们判断,在未来一段时间,旧的经济增长方式将继续成为经济的稳定器并继续进行结构调整,新的增长方式在不断探索中将形成未来经济增长的新引擎,包容性增长将从理念走向实践,在经济发展的同时注重兼顾资源约束与全民受益的方向,传统产业与新兴产业将沿着包容性增长的路径驱动中国经济的新一轮增长。

2011年,在资产配置方面,我们将新旧并重,适当均衡配置;在股票选择方面,以成长性为选择个股的关键标准,考虑产业政策、技术升级、模式创新、劳动者收入结构变化及消费升级等诸多方面,同时兼顾部分传统行业去产能化或政策调整到位后出现的盈利能力或估值恢复的可能性。

新兴产业领域未来仍将不断受到政策的鼓励,吸引投资者的眼球,但是,高估值与成长性的匹配和检验始终成为投资者情绪和选择的纠结点,对新兴产业的投资也必然经历去伪存真的过程。我们对新兴产业的投资重在分析其真实需求拉动带来的成长性,尤其要注重具有产业链深度和广度的行业性投资机会,避免故事型泡沫化投资。海洋工程、新材料、节能环保、新能源、信息网络、“传统+新兴”类以及部分估值水平已经比较低的传统产业,将是我们重点关注的方向。

(作者系华安创新混合基金经理)

# 周期非周期行业将更加频繁轮动

付柏瑞

2010年已经过去,这一年股市的行业走势对投资者来讲意味深长。

从2010年新年伊始,以房地产和煤炭为代表的周期性行业就跌跌不休,从最高点到最低点的跌幅

将近50%,而以医药和白酒为代表的消费品行业和新兴产业股票则是芝麻开花节节高。在2010年三季度末的时候,大盘股和小盘股市盈率的差异达到了历史最高值,这种情况在2010年四季度发生了戏剧性的逆转,周期性行业与非周期性行业的轮动特征开始体现出来。

在2010年国庆期间大宗商品价格上涨和美国实行新一轮量化宽松政策的预期下,有色、煤炭、房地产和银行行业的股票在2010年10月份走出了一轮波澜壮阔的走势,以煤炭股为例,在20个交易日内煤炭股的上涨幅度高达70%以

上。然而,戏剧性的一幕又发生了,在随后的11月份,大盘股见顶回落,以中小市值股票为代表的中证500指数和创业板指数创下2010年以来的新高。到了12月份,以煤炭和有色板块为代表的周期行业又异军突起,两个行业指数在一个月内的涨幅为3%和8%。而2010年前三个季度走势强劲的医药和食品饮料行业的跌幅却在5%以上。

展望2011年的形势,高通胀、货币政策逐渐收紧和金融系统的再融资压力对周期性行业的估值是持续的压制。同时,新兴产业股票虽然经历了2010年12月份的调整,但是其估值

压力仍然较大。大消费板块,尤其是食品饮料行业,经过去年12月份的这一轮调整已经回到20-25倍的估值水平,再度大幅下跌的可能性比较小,预计今年会有比较好的绝对收益。

2010年四季度股市上演了周期与非周期行业的轮动行情,2011年,周期性行业的估值水平处于历史低点附近,但是宏观调控将会持续影响行业的上升。因此,预计,周期性行业与非周期性行业将会在2011年更加频繁轮动。所以,今年的投资一定要注意交易的技巧和时间,选时的重要性将会比较突出。

(作者系农银平衡双利混合基金经理)

