

■ 投资手记 | Handnote |

战战兢兢 如履薄冰

杨绍基

投资最理想境界是“智者不惑，勇者不惧，仁者不忧”，既要宏观、策略、行业、个股有深入研究，准确把握本质，不为表象所惑；还要在重要的拐点区间敢于买入或卖出，先人一步，抢得先机；最后要有开放达观的投资心态，善于控制和平衡自己的情绪，不急不躁，不骄不馁。

对于这种境界，我们是虽不能至而心向往之。我们会用这种标准来要求自己，尊重市场，尊重事实，每天不断地学习和总结，努力降低犯错的概率，这样坚持下来，基本上算是做得不差。而要追求长期做到在牛熊市、震荡市都业绩优秀，则需要有卓越的专业能力和几近完美的人格，而且还需要一点点运气。目前来看，这种境界可望而不可及。

对基金经理来说，投研理念的形成是一个量变到质变的过程。这个过程没有捷径，只有每天全身心投入的投资和研究经历，才能不断接近理想的境界。我们一直秉承着一个观念——在市场面前我们永远处于劣势——是这个观念指引着我们这些年战战兢兢、如履深渊、如履薄冰地走过来，所幸天道酬勤，市场给予了我们相应的业绩回报。

对下半年市场的走势，大概率仍呈区间震荡走势，下半年通胀将逐步回落，但仍将处于较高水平，从较长的时段来看，我们相对更看好稳定增长的消费行业和轻资产的新兴产业。

在个股的选择上，理想的公司须具备三个特征：有足够宽度的护城河与足够广度的市场空间，还要有企业家精神的管理团队。这类公司最容易诞生伟大的牛股，但严格符合这些特征的公司非常少，即使有，大多也已经过了价值发现过程中股价大幅飙升的阶段，我们更偏好大概率会朝这三个方向发展的拐点型公司。

(作者系金鹰基金投资总监)

微言大义

中国企业成为猎物：一场诚信风暴，时下正袭击着海外上市的中国企业，是偶然是个案？还是蓄谋已久的集体屠杀？做假者必自毙，这是市场铁的规律。但借机大打出手，也无法不让人产生怀疑。木秀于林，风必摧之，虚高的中国企业乃至中国经济，或许早已成为资本豪强眼中的猎物，很担心接下来可能发生的一切。树欲静而风不止……

什么是巴菲特：巴菲特的午餐又一次以230万美元的天价成交，伯克希尔·哈撒维一年一度的股东会，依旧吸引着成千上万的朝拜者。他既是首富，又是股神，但不知真正吸引我们的，到底是哪道光环？研究巴菲特，很少有人研究他的商业模式。过去45年，伯克希尔·哈撒维的股东价值年化增长20%，但这并非全来自于投资收益。至2010年底，公司1580亿股权益中，660亿来自旗下保险公司，近一半是保费贡献的价值。另外，公司还有1.28倍的财务杠杆。

(摘自天马资产管理公司董事长康晓阳微博)

价值陷阱：在下跌市，价值投资最需要的是坚守，最害怕的是坚守了不该坚守的——关键是要确保重仓股中没有价值陷阱。价值陷阱指的是那些貌似便宜、其实是陷阱的股票，因为其持续恶化的基本面会使表面上的低估值成为假象，常见价值陷阱有四类：被技术进步淘汰、赢家通吃行业里的小公司、分散重资产的夕阳产业、景气顶点的周期股。只有避开价值陷阱，再谈坚守才有意义。

(摘自南方基金投资总监邱国鹭微博)

但愿我们是错的：前两天在深圳见了很多老朋友，谈起过去十年颇为感慨。席间一私募大佬对2001年的新股泡沫破裂记忆犹新，泡沫破裂之际很多惨剧发生。尽管不能简单类比，但目前市场景象令人颇为担忧。但愿我们这些“老人”是错误的……

股市最难琢磨的事：你无法判断市场已在多大程度上反映了投资者对事件(好消息或坏消息)的预期，因此，当逻辑严谨地一致看空时，市场可能见底了；反之亦然。专业投资者也无法避免这样的情绪陷阱。

听了几场上市公司介绍，亮点不多，次新股的中期业绩很可能又要低于预期了。

(摘自易方达基金公司首席投资官陈志民微博)

什么样的基金业绩才能赢得大家的满意？高考刚过，这是对中学生最严格公平的考核，它有确定的分数线来录取学生。公募基金每天都接受投资人类似的评比，大家满意的基金业绩标准是什么样的呢？

我认真学习了大家关于良好基金业绩的标准的回复，总结起来有五类：①不赔钱的，基础上分享市场上涨收益；②追求绝对收益，战胜定期存款利率、CPI、GDP；③无论牛熊，跑赢大盘；④天天上涨；⑤牛市战胜大盘，熊市不亏钱。

(摘自南方基金公司总经理高良玉微博)

鹏华基金研究部总经理冀洪涛：

市场或仍将弱势寻底

证券时报记者 朱景锋

自4月19日以来，市场持续单边下跌，鹏华基金研究部总经理冀洪涛指出，市场或仍将弱势寻底，政策的不确定预期和阶段性供求失衡导致市场估值中枢不断下移，可能是近期市场走弱的原因之一。

上周二国家统计局公布了5月份宏观经济数据，5月CPI同比涨幅创新高，随后央行宣布提高存款准备金率。后半周银行间市场资金拆借利率飙升，资金面日趋紧张。这可能是市场真正的风险”，冀洪涛表示，“上半年CPI迭创新高，以控制通胀为核心

的政策压力不会放松，如果下半年的通胀超预期，必然还会加息。”冀洪涛指出，5月份社会消费品零售总额同比增长16.9%，增速比4月回落0.2%，考虑到价格因素，消费实际增长略有下降，总体较为稳定，波动不大。从5月PMI数据可以看出，产成品的库存较高，目前仍处于去库存阶段，对实体经济的影响目前还在观察之中。

虽然A股整体估值已进入底部，市场仍担心两个问题，一是结构问题，剔除金融行业，沪深300其他成分股的静态市盈率在22倍左右，与2008年底18倍的水平仍有明显差距；二是趋势问

题，在全流通、市场化扩容、期指等制度性变化发生后，A股市场的估值中枢是否会逐渐下移，历史上的估值低位是否可能成为未来的估值常态？冀洪涛认为，估值中枢的逐渐下移将是市场演变的必然趋势，对此投资者要做好充分的心理准备。

冀洪涛表示，目前市场仍在继续向下寻求支撑的过程中，震荡和调整或将持续。市场总体估值基本合理，但结构性泡沫仍然存在，大盘股估值较低，中小盘股仍然高估，未来仍面临压力。大小非解禁在弱市中加速了价值的回归，而市场的增量资金有限，未来仍应适当保持谨慎。

不过，那些真正质地较好的个股已进入中长期投资的底部区域，值得关注。”

提及今年以来跌幅较大的中小板和创业板，冀洪涛表示，这是去年过分炒作的理性回归，未来或继续寻底，这将是长期再平衡过程。目前投资仍须保持谨慎，在实现全流通、各方充分博弈平衡后，才能真正进入稳定期。冀洪涛表示，金融、大消费、节能环保等是其较为关注的行业板块。

近期因市场乏力，基金入场意愿较低，对此冀洪涛建议投资者可以在优秀成熟的基金公司中积极选择符合自己风险收益特征的基金，以长期的心态进行理性投资。

优质医药公司已具备投资价值

证券时报记者 杜志鑫

医药股去年一度风光无限，但是经过去年四季度和今年上半年的调整后，医药股估值逐渐下降，在经过大半年的风险释放后，医药股是否已具有投资价值？医药板块上下游产业链中，哪些公司未来具有投资机会？新版GMP认证又会给医药行业带来何种影响？证券时报采访了医药行业研究员长城基金吴文庆和摩根士丹利华鑫王大鹏，他们就相关问题做出了深入分析。

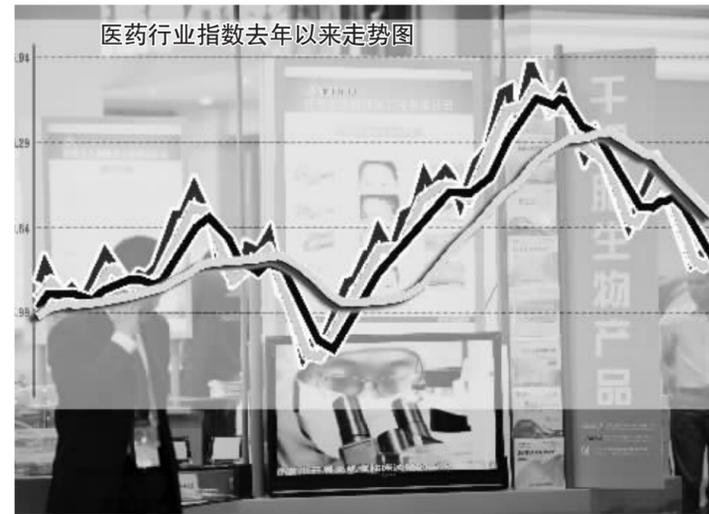
证券时报记者：经过去年四季度和今年上半年的调整，与大盘蓝筹股相比，医药板块的投资价值如何？

王大鹏：医药板块2011年动态市盈率约26倍，绝对估值水平处于较低位置，明显低于历史平均估值水平，幅度大约为25%。横向来看，医药股的估值溢价率接近100%，已经较年初高点降低了约30个百分点，溢价率明显降低。很多未来三年净利润复合增速在30%以上的公司，2011年的动态市盈率已经低于30倍，从长期角度看，很多优质医药公司已经具有投资价值。

吴文庆：根据最近的医药制造业统计数据，医药行业收入增速稳定，利润增速在成本上升和去年高基数的基础上，弱于收入增速。我们认为医药板块下半年更多的是结构性的机会，但同时考虑到今年利润增速预计前低后高的增长趋势，以及老年化带来的长期医药消费的刚性需求，我们长期看好医药股的投资价值。

证券时报记者：在此前的基本药物的招标中，暴露出了一些问题，包括唯低价中标的现象，随着“蜀中事件”的爆发，对于未来基本药物招标有何影响？哪些企业会受益？

吴文庆：基本药物招标政策实施以来，根据各方统计数据，基本药物并没有出现价跌量涨的局面，更多的反而是唯低价论的恶性竞争。预计未来基本药物的招标会有所调整，会同时考虑价格和品



从去年到今年，医药股走出了过山车行情，在经过大半年的风险释放后，医药板块下半年将出现结构性机会，考虑到今年利润增速预计前低后高的增长趋势，以及老年化带来的长期医药消费的刚性需求，医药股值得长期看好。(官兵/图)

质。在价格方面，以中药行业为例，在中药材等原材料价格上升带来成本上升的情况下，预计药品降价的政策压力会有所减轻。

从基本药物的消费金额来看，基本药物占总的医药消费比率不到10%，另外，基本药物除一些独家品种之外，差异性不大。预计未来基本药物的生产企业会比其他药品先一步集中化(独家品种除外)，未来主要受益的企业应该是基药品种较全的龙头企业和独家品种的企业。

王大鹏：“蜀中事件”反映出唯价格论的基本药物招标模式存在问题。为保障药品质量，预计招标中唯价格论的做法将得到遏制。近期的上海基本药物招标已体现出这一政策方向，较之其他省份的基药招标模式，上海的基药招标采用了定量综合评价，评标要素由质量、信誉与服务、价格三方面组成，从根本上避免了单纯价格的恶性竞争。目前基药招标中唯价格论的做法如果能得到改变，将促进基本药物放量，预计独家品种生产企业将受益。

证券时报记者：在医疗体制改革不断深入的情况下，在医药行业的上下游产业链中，未来哪些公司

具有较大的投资机会？随着新版GMP认证的推进，哪些公司会受益？

王大鹏：医药企业的上游是中药材企业和化工企业，下游主要是医疗服务机构和零售药店。从上游产业链来看，人工成本上涨、中医药及食品保健对中药材的需求越来越旺盛，将使中药材价格上涨成为长期趋势，看好从事中药材种植、加工和销售的企业。下游产业链中，公立医院改革将深化，民营医疗机构将迎来快速发展的良机，看好相关公司。

新版GMP认证有利于行业集中度提高，生产车间建设标准高的大企业可能受益，同时，制药装备生产企业和消毒灭菌设备生产企业将受益。

吴文庆：新版GMP认证的推行，意味着生产线的升级换代，直接受益的是相关的设备制造企业。另外，企业需要更多的资金投入，小企业会逐步淘汰，行业集中度会进一步提升，行业竞争格局会逐步稳定，强者恒强。

证券时报记者：中国进入老龄化社会是一个长期现象，随着中国居民收入水平的提高以及医保体制改革的推进，未来对于医药股的探

作思路是什么？理由是什么？

吴文庆：我国目前正经历人口结构转型阶段，老龄化的长期化趋势，意味着老人病和一些随着年龄增加的高发病(诸如心脑血管、肿瘤、糖尿病、类风湿等)用药需求的持续旺盛，以及保健品需求的增加。我们认为老年慢性病用药的需求是刚性，随着支付能力的提高，相关药品的快速增长是未来数年甚至数十年的大趋势，投资这些企业将会获得良好的回报。

王大鹏：长期看好医疗行业，看好心脑血管、肿瘤、糖尿病等慢性病患者，以及家庭用医疗器械、保健品生产企业。

中国人口老龄化的速度在加快，据统计，老年人的平均医药卫生费用支出是其他人口平均数的6至7倍。目前，我国老年人口的药品消费已占药品总消费的50%以上，人口老龄化浪潮是长期看好中国医药行业的重要理由。

城镇化带来了生活方式的改变和疾病谱的改变。糖尿病等代谢性疾病，心脑血管疾病以及肿瘤的发病率随之提高，从而带来医疗需求的增长。另外，随着收入水平提高，居民的保健意识越来越强，对家庭用医疗器械和保健品的需求也会越来越强。

太阳能爆发式增长的曙光已现

徐莉

今年A股市场出现了大幅波动的行情，去年为大家众星捧月的成长股今年绝大多数都跌落谷底，而水泥、工程机械、钢铁等传统的周期性行业受到热捧。数据显示：截至6月初，钢铁、家电、金融、地产、水泥是A股表现最好的5个行业，而去年产生



超额收益明显的电子元器件、信息设备、信息服务、医药生物、餐饮旅游行业却被抛弃，成为表现最差的5个行业。我们到底应该是坚持守望成长股的春天？还是顺势而为重拾周期股？

有时候，离市场太远，反而看不清，退一步或许会海阔天空。

过去十年，中国经济经历了“超高速增长”，年均GDP同比增速达10.48%，诞生了一批像三一重工这样兼具周期和成长属性的公司，给投资者带来丰厚的回报。三一重工所在的工程机械行业虽然属于传统的强周期行业，但也是高成长的行业，随着“十二五”规划出台，政府对保障房

建设、水利工程建设、高铁建设等基建投资又将掀起新一轮狂潮，未来工程机械行业仍将持续增长。

太阳能也属于这样一种行业。行业专家都说预测太阳能行业的价格犹如在航海的时候预测天气一样难。2010年，整个行业还是全面的供不应求、量价齐升的态势；而从今年3月到现在，价格暴跌了30%以上，是典型的强周期行业。虽然行业暂时萎靡，但我们可以看见行业的巨大成长性：德国光伏装机占全球的50%，但光伏发电在德国全部发电中的占比不到2%；中国规划2015年太阳能发电规模将达到10GW，美国、印度、日本等

市场还没有开始启动。如果光伏发电量替代了全球发电量5%，太阳能每年的装机规模将是2010年新增量10倍的量级。我们相信下一轮行业的景气会更高。

做投资就是要在高成长行业中挑选出优质公司，伴随他们跨越周期，一起成长，就像眼下的光伏产业，今年看来还要经历些考验，但行业爆发式发展的曙光已经显现。以成本下降为主要推动力的光伏第二阶段增长将比前5年的政策推动更加迅猛，那轮喷薄欲出的朝阳，已经看到影子了，早起的人们，应该能够想象那炽热的光照在身上的温暖。

(作者系农银中小盘基金经理助理)

短期关注通胀水平 中期寻找政策转向拐点

刘建伟

近期市场反弹较弱，而杀跌力量较强，5月CPI仍处于高位，6月份的CPI升幅可能达到6%。短期通胀水平高企，引发了投资者强烈的观望情绪，未来央行继续加息的预期仍在，我们判断大盘下跌空间有限，但反弹的力量也不是很充分。未来，应关注宏观政策动向，寻找政策转向拐点。

从中长期来看，过去30年，4%-5%的通胀水平比较正常，2007年前的经济高速增长低通胀属于比较独特的阶段，现阶段通胀较高，但是并没有达到无法承受的水平。

我们看到，政策调控节奏开始更多关注通胀拐点，而不再是单纯的通胀水平。价格敏感型行业在这一阶段会成为受益板块，而伴随着流动性收紧，中小企业融资成本不断提高，部分制造业企业会受到较大影响。

投资人近期关注的另一热点是国际板即将推出。这一信息间接使A股市场和B股市场经历了5月23日和6月9日两次大跌。从目前来看，国际板推出对B股的实质影响可能比较大，而A股则是心理影响较大，资金分流成为悬在投资人头上的一片疑云。国际板未来发行股票数量和金额并没有确认，考虑到中国上市公司的成长性，国际国内股市的估值水平并不会特别高，投资人在信息不明朗前不需过分担忧。

(作者系博时行业轮动基金经理)

人民币国际化对香港市场的影响

苏圻涵

20世纪70年代伦敦成为欧洲美元主要交易场所的正面影响将在香港重现。如果人民币能够取代美元地位，香港将取代伦敦的全球金融中心地位。

人民币的国际化完全取决于人民币管制的放松。人民币经常项的部分放松，催生了香港人民币市场飞速发展，但目前人民币资金流大部分是单向，即由境内向境外流出，一旦资金出境，其再次入境非常困难，从实质来讲，目前境内外人民币市场是相互割裂的。人民币真正国际化的开启，必须以人民币资本项管制的放松为前提，目前人民银行允许香港部分机构参与境内银行间市场、小QFII政策的实施、后续人民币产品的发行，正在逐渐构成境外人民币回流的渠道，人民币国际化进程将稳步推进。

人民币的国际化之路对于香港市场来看，可谓意义深远。从宏观上来看，香港在境外人民币交易中的先发优势将确保其在今后的人民币国际化进程中享有最大的收益，巩固其亚洲金融中心的地位。从微观上来看，对于香港金融中介机构，人民币国际化的开展对其业务收入有正面影响。以商业银行为例，其收益主要来源于人民币存、贷、汇等业务收入以及人民币金融产品发行、融资、交易等中间业务收入。

与此同时，短期来看，对于上述收益贡献不能过于乐观，原因在于，首先，根据现行《跨境贸易人民币结算试点管理办法》，香港银行提供的人民币业务必须基于客户存在人民币贸易结算目的，同时交易对手仅限于5个试点城市的356家企业，规模有限，而境外贸易结算也部分抵消了香港转口贸易对香港银行的盈利；其次，根据卖方对于港交所的贡献贡献估计，人民币定价产品在2012年将对港交所产生微弱的正收益，由此推断人民币定价产品在香港的全面推进还需时间，相关中间业务收入短期内难以实现。因此，在相关概念个股的投资过程中，给予过高的估值有较大的风险。

(作者系华安香港精选、华安大中华升级基金经理)

智诚相伴
INSIGHTFUL PARTNER

华安基金
HuaAn Funds

客服热线: 40088-50099
公司网站: www.huaan.com.cn
手机基金网站: wap.huaan.com.cn