

极度悲观市中 潜心挖掘优质个股

冯波

去年以来，A股市场的表现用“惨烈”一词形容毫不为过。

反思去年以来市场的下跌，我想主要有以下几个原因：一是2010年以来，市场中中小盘股票质地参差不齐，估值水平偏高，本身存在估值下调的压力；二是2011年经济周期下行，企业盈利水平低于年初预期；三是流动性紧张和股市扩容，对市场形成压力。然而最为重要的是中期经济增长的不确定性使投资者风险偏好明显下降。特别是在经济增长的传统动力（投资和出口）减弱以后，投资者对中国经济的中期增长更为担忧。在上述原因的影响下，A股市场全面下跌，估值较高的中小盘股票受影响更大。

随着股市的惨烈下跌，A股市场估值水平急速下降。从较长的时间段来看，任何市场上，行业增长迅速、企业特点突出、行业竞争力优异、估值合理的股票都将为投资者带来丰厚的投资回报。

（作者系易方达科汇行业领先基金基金经理）

要对中国经济有信心

杨明

随着经济增速走低和股市低位徘徊，市场充斥悲观的声音，其中一个主要观点是中国经济长期潜在增长率正在大幅下降，中国经济转型也看不到成功的影子。我对这两个问题都持相对乐观看法。

中国经济长期潜在增速比过去十年有小幅度下降，但没有大幅走低。首先从制度看，尽管中国制度变革成效显著，但制度变革的空间仍然巨大；从物质资本看，人均资本规模仍然很低，进一步进行资本深化的空间仍然很大；从技术水平看，中国仍有大量企业技术水平、经营管理水平较低，提升空间巨大；从自然资源看，全球许多重要自然资源的供给正趋于相对不足，但未来一段时间欧美经济将处于弱势调整阶段，这为中国提供了资源时间窗口，新能源、新材料的发展正在为这个时间窗口之后的供给准备条件；最后，从产业结构看，国内生产总值（GDP）中第三产业的占比已超过第二产业，而第三产业效率提升比第二产业要慢，这意味着经济增长面临结构性压制，但这种压制其实是结构升级的反映。

国家经济转型是艰难的，与历史上成功实现大国转型的案例对比，当前中国经济转型面临的政治条件、经济条件、社会条件，乃至中国转型的实际进度，都不差。在经历了短期停滞之后，我们又看到转型再启的信号。在经济面临周期性调整压力，短期增速下行之际，资本市场对转型的悲观，是以短看长、急功近利、没有真正理解转型的表现。

（作者系华安基金投资研究部总监）



消费品补跌后 更具吸引力

付娟

年初以来，在大盘反弹的过程中，煤炭、有色、钢铁、金融、水泥等传统周期性行业获得明显超额收益，而医药、食品饮料等消费品行业垫底，主要表现为政策预期转好下低估值板块的估值修复。

2012年上市公司盈利预测存在继续下调的风险，而面临下调风险的行业主要是投资产业链的周期类行业。2008年中期市场开始转向悲观后，当年盈利预测下调幅度最大的行业主要是电子、航空、房地产、电力、有色等周期性行业，而下调幅度最小甚至还有上调的行业是服装、饮料、医药、零售等日用消费品行业，下调幅度最多10%左右。

2010年底开始，消费品就开始去高估值。从绝对PE水平看，医药从40多倍下降到目前的18倍，服装家纺从40多倍下降到16倍，饮料制造从35倍下降到16倍，零售也从30多倍下降到13倍，基本都已经处于历史最低估值水平。结合估值和增长的确性，消费品行业只是在等待一个较好的介入时点。

（作者系农银行业成长股票基金基金经理助理）



逐步买入优质个股 坚决回避高估值公司



夏春

过去一年的负收益来自估值和盈利增速的双重下滑，这一趋势是否已到尾

声？未来的经济是否真如悲观者所认为的将陷入长期低迷，还是会有所反弹？至少在操作层面上，我们更愿意承认，在市场面前自己存在一定程度的无知。过去一年对各类投资者都是非常艰难的一年，在市场面前我们心存敬畏，尽管我们做出了很大努力。

我们相信，市场低迷并不意味着最根本的实体经济出了问题，我们看到中国实体经济很多方面都在平稳运行，很多行业和企业也都处于上升的空间中。在此种情境下，我们所能依托的只能是一些更基本的原理，即竞争的经济体所蕴含的合理回报水平，努力做到投资对国家政策保持中性反应的行业，尽量挖掘不受政策变量影响的企业。

我们希望找到那些能够把握

自己命运的上市公司，企业能够依靠自己的创新能力、好的管理、优秀的战略思维，来获取成长获取进步，而不是完全依赖某种宏观环境。我们研究企业基本面，最重要的依据还是企业公开披露的各种财务报表、公告。事实上，真正吃透这些公开披露的数据和信息，恐怕比走马观花的实地调研和迷信卖方研报更有意义。大多数情况下，各行业的竞争格局具有内在的稳定性，我们正仔细辨析其中真正具有核心竞争力优势和市场化壁垒的公司，在下跌趋势的市场上逐步择机买入。

对于好企业的定义，可以简单归为两方面，一是做正确的事情，二是能把正确的事情做好。正确的事情意味着企业要么能够为人民群

众创造那些喜闻乐见的产品，满足人民群众日益增长的物质和文化需求，要么能够提高整个产业链乃至社会的效率。而做得好，就是公司要有能力做成这东西，并且做得比人家好。对于发生“黑天鹅”事件的企业，如果事前做了足够的功课，对企业前前后后各种故事了然于心，回避的概率还是很大。

2012年的市场表现目前看并不乐观，未来我们会更愿意去寻找买入的机会，而不仅仅是回避风险。在一如既往地寻找那些能够带来长期高回

报的明星公司外，我们还要扩大视野，看看过度悲观的市场是否也能带来一段时间内不错的回报。或许金融体系经常被冠以崩溃之说，但真实的经济不会。另需谨记的是，对那些不能以合理方式给出其市售价值的公司要坚定回避，即便市场已诱惑你多次。因为我们相信，优美的抛物线还远未结束，它们的下跌也远未结束。

（作者系博时基金首席策略分析师、投资决策委员会秘书长 博时价值增长基金、博时价值增长贰号基金基金经理）



投资大视野

产业金融资本频增持高股息个股

证券时报记者 杜志鑫

美国传奇基金经理彼得·林奇曾说，大股东增持的公司，一般来说都有较好的预期，未来也较为看涨。

近一段时间包括大股东在内的产业资本频频增持，其中，部分高股息率的公司更是深受产业资本的青睐，在监管机构鼓励上市公司明确分红预期的情况下，以基金和保险为代表的金融资本也不甘落后，齐齐增持高股息率的上市公司。

高股息率公司 获产业资本青睐

经过2011年的调整，目前A股市场一批上市公司的股息率已超过银行一年期定期存款利率，其中分红率比较高的公司更是获得了产业资本的增持。

根据证券时报记者统计，目前股息率比较高的上市公司有建设银行、中国银行、工商银行等银行股，即使是以2010年分红率计算，这些公司的股息率也在4%左右。事实上，2011年这些银行股的净利润还有30%左右的增幅，因此，可以预期这些公司2011年的分红率应该还会相对较高。此外，以2010年的分红率计算，目前雅戈尔的股息率约4.6%，紫江企业4.5%，长江电力3.6%，大秦铁路4.1%，国电电力3.7%。

在分红率比较高的上市公司中，产业资本频频增持。从公开资料看，2011年10月10日，汇金在A股市场大幅增持工农中建四大行，其中，增持工商银行1458.40万股，增持农业银行3906.83万股，增持建设银行738.43万股，增持中国银行350.96万股。在“中字头”的央企中，近期得到大股东增持的还有中国神华、中国联通、中国石化、中国国航等上市公司。2011年9月，中国建筑获得大股东中国建筑工程总公司增持2000万股，长江电力获得大股东中国长江三峡集团公司增持3029.48万股。

统计数据还显示，产业资本大规模增持往往是股市的阶段底部，产业资本的增持时间也要早于基金等金融增持的时间。

国信证券的研究报告显示，从2011年7月至12月的这轮增持和2005年8月至2006年12月、2008

现阶段股息率是一个硬指标，只要分红回报率达到4%、5%，从投资上来说就值得持有。

产业资本增持可以用托宾Q理论来解释，增持行为发生，表示企业的重置成本高于企业的市场价值，价值被低估。如果出现大规模增持行为发生，对股市整体而言是利好。

年8月至12月、2009年9月、2010年5月的增持相似，相似点一是增持持续时间近半年，与2005、2008年类似；二是产业资本增持是左侧交易，较类似于2008年和2010年的情形。

基金保险等 金融资本开始布局

对于上述分红率比较高的上市公司，从去年三季度开始，有战略眼光的基金、保险等金融资本已开始布局。从工农中建四大行的增持情况看，2011年三季度，工商银行获得平安人寿保险增持1.18亿股，安邦财产保险增持1442万股，此外，即使是工商银行的控股公司工银瑞信管理的专户理财账户都重仓持有工商银行10.53亿股。农业银行2011年三季度获得平安人寿保险增持5.16亿股，中国人寿保险增持5.98亿股，工银瑞信管理的农业银行企业年金账户增持1076万股。中国人寿2011年三季度获得中国人寿保险增持1837万股，生命人寿保险增持1.16亿股。建设银行在2011年三季度也获得了平安人寿的增持。

对于近期的持股动向，深圳一家基金公司的基金经理表示，近期他们调仓的方向就是增持低估值的银行股。一方面，这些股票的估值仅在5倍到6倍，估值足够低，以股息率指标来看，一年的分红回报率在4%、5%，超过一年期定期存款利率。另一方面，基金迫于短期



业绩压力，买卖股票进进出出，其实效果并不理想，很多基金业绩甚至没有汇金增持四大行股票的业绩好。”深圳另外一家规模较大的基金公司相关基金经理也表示，他们近期调整持股的方向也是偏重于蓝筹、分红率比较高的股票。

另外一家基金公司的资深基金经理则表示，现阶段股息率是一个硬指标，只要分红回报率达到4%、5%，从投资上来说就值得持有，回头看2003、2004、2005年的熊市，分红回报率比较高的公司给投资者提供了持续稳定的回报。

国信证券研究产业资本行为的黄

学军认为，从投资思路看，产业资本的增持可以用托宾Q理论来解释，增持行为发生，表示企业的重置成本高于企业的市场价值，价值被低估，资本将更愿意投资金融产品。理论上而言，增持行为的发生对于上市公司未来股价走势是利好的，如果出现大规模增持行为发生，那么对于股市整体而言是利好。

上海一位业绩颇好的基金经理表示，虽然眼下市场比较低迷，悲观情绪蔓延，但他对现在的时点很满意，觉得遍地是黄金。现阶段的投资不需要多么高深的理论，仅用常识判断即可。

观点 | Points |

长城基金陈硕：一季度市场有望反弹 中小板将再度活跃

长城久兆中小板300指数分级基金拟任基金经理陈硕表示，长城基金看好一季度尤其是春节前后的市场行情。市场在流动性阶段转好和政策预期向好的催化下，有望迎来反弹。

陈硕还表示，从盘面来看，低估值周期股强势领涨，成长股也格外活跃，除食品饮料等防御性板块和前期相对表现较好的银行等板块外，绝大多数行业都跑赢上证综指和沪深300指数。如果政策依然会继续向好，市场信心有望阶段性修复，推动指数前行，虽然绝对点位未必很高，但是由于起点低和大部分股票已经调整较充分，结构行情依然会很精彩。

陈硕指出，对正在市场发行的长城久兆中小板300指数基金而言，投资机会更加明显。首先，前期以成长股为代表的中小板、创业板暴跌，估值显著回落，新基金在节后将有较好的建仓时点和介入机会；其次，从近期发布的新兴产业“十二五”规划来看，在经济转型的背景下，传统周期股估值回落是大趋势，而代表未来经济增长方向的新兴产业估值依然有提升空间；第三，目前来看，流动性改善是方向，但短期来看，力度不会特别大，这使得大盘周期股的表现难以持续，而中小板的股票将会再度活跃。

（杜志鑫）

国投瑞银朱红裕：2012年双线布局 结构性机会

国投瑞银稳健增长基金经理朱红裕日前表示，目前国内经济进入经济增速和通胀指标双回落的“衰退期”，但在政策放松预期明确、一季度流动性相对宽松、大盘蓝筹估值水平处于历史低位等因素共同刺激下，一季度存在流动性复苏驱动的阶段性行情。同时，他认为今年投资有望回归价值本色，更多的仍将是结构性行情，国内政策在换届前或以稳定为主以及欧债危机难言见底等内外因素一定程度上制约了A股的上升动能，在此背景下，将继续低估值稳健增长类个股的双线布局逻辑。

朱红裕指出，目前房地产和出口两大需求支柱被削弱，依赖政府投入的投资拉动模式难以维系，占固定资产投资总额四分之一的房地产投资环比出现恶化趋势，经济转型的纠结期可能会维持较长时间。但从宏观调控的目标看，政府对经济下滑的容忍度有所显现，因此中国经济更需要提高质量和稳定性，即必须要调结构。从中长期看这一过程不可避免，但是从短期看，从盛至衰是谁都不愿意见到的，因此政策反复和经济波动很可能都难以避免。

（作者系鹏华信用增利债券基金基金经理）

（张哲）

政策调控成效依赖经济内在健康程度

刘建岩

2008年的金融危机貌似已经过去，欧元区却又到了买单时间，一直在享受生活的欧洲人突然发现他们已经或正在走向破产，欧元荣耀一夜尽散。虽然各种理论在不断纠葛中发展，一次次历史教训也被广泛研究，但经济周期仍然在不断考验着全球经济。管理者试图以宏观调控弱化经济衰退影响并控制经济过热，但我们必须要面对和承认这样的事实——刺破繁荣后，经济的复苏之路必然是漫长甚至痛苦的。

回顾近几十年全球几次重要经济危机的历史，政策调控这种外力因素并非起死回生的神药，其效果很大程度上依赖于经济内在的健康程度。众所周知，日本泡沫经济破灭严重破坏了金融机构的资产负债表，尽管日本政府将货币及财政政策几乎用到极致，但经济增长仍无法有效启动。美国政府对次贷危机后的巨额救助一定程度上使局势得以稳定，但是与其感谢美国政府，不如说是美元地位的功劳。印刷美元让美国经济走入增长了么？显然没有。我们要清醒认识到，泡沫经济破

灭的影响如同扎破一只胀满的气球，如果经济主体的资产负债状况得不到修复，经济运行体系没有理顺甚至固守原有体制，印钞救助就如同向破损的气球充气。

诚然，推动经济复苏一定需要政策配合，但这只是一个必要条件，繁荣破灭后的真正复苏很难由调控政策主导。要想经济重回增长之路，需要经历化解不良资产、完善制度体系、挖掘增长动力等一系列微观到宏观的变革过程，因此经济自身的运行规律更重要。此外还需要时间，甚至是比较痛苦和漫长的时间。

回到国内经济并结合我国国情

特点，会发现调控政策与经济趋势之间存在着更加复杂的关系和博弈。过去三十年，农村土地改革、改革开放以及加入世贸分别承担了不同时期推动中国经济增长的核心因素。时至今日，制度性红利逐渐消退，经济的泡沫化趋势有所显现，因此中国经济更需要提高质量和稳定性，即必须要调结构。从中长期看这一过程不可避免，但是从短期看，从盛至衰是谁都不愿意见到的，因此政策反复和经济波动很可能都难以避免。