

新年伊始,证券时报《中国基金》周刊特邀南方基金总经理助理兼投资总监邱国鹭、广发基金投资总监陈仕德和大成基金首席投资官曹雄飞为投资者分析2013年中国经济形势、A股投资机会和行业投资选择——

# 三大基金公司投资总监论道2013

证券时报记者 杨磊 方丽

## 【宏观经济篇】

### 经济温和复苏中 关注新型城镇化发展

证券时报记者:2012年刚刚过去,经济增速放缓后企稳成为主基调,您认为2013年中国经济发展将走向何方?

邱国鹭:目前经济正在触底,2012年四季度、2013年一季度有可能见到增速同比提升。用采购经理指数(PMI)、狭义货币供应量(M1)、房地产销售以及钢铁和铜的期货价格几个指标判断经济的走势,这些指标比较真实而且发布频率较高。M1解决了流动性的问题,PMI解决了工业生产制造业的问题,房地产销售反映了中国对整个房地产的政策影响,铜价跟钢铁的期货价格解决了最领先的一个未来的展望。这几个指标最近都出现了企稳初步复苏的迹象。

陈仕德:中国经济过去10年取得总量上的巨大提升,已成为全球第二大经济体,但原有增长模式很难持续了,很难有高速增长的外需和固定资产投资来支撑经济在原有道路上继续发展,而且“要赢在胜算”的行业中买赢家”,并且要“在胜负已分的行业中买赢家”,第四句是“人多的地方不去,逆向投资”。

2013年主要看好三类股票:第一类是最有安全边际的股票,如银行、地产。第二类是最有定价权的股票,如品牌消费中的白酒、品牌服装。第三类是最代表国家竞争优势的企业,从全球看最有优势的是寡头制企业,像家电、汽车以及一些工程机械、建筑建材的公司,这些都是在中国能够实现寡头垄断、最有竞争优势的公司。

曹雄飞:我们预计,2013年中国总体经济增速要高于2012年,这个并不是说国内生产总值(GDP)增长速度一定超过2012年的7.7%左右,而是说不太可能出现2012年那样连续三个季度低于预期、企业盈利“黑天鹅”事件频出现象。

陈仕德:近期所谓“美丽中国”实际上是生态文明或可持续发展问题,财富也没有留存下来,这样的GDP没有任何作用,因为生态环境的破坏很容易,但恢复起来非常困难。未来中国经济的发展,将更加重视环境保护和可持续发展。因此,具体到投资中,我们并不看好一些高耗能产业未来的发展空间。

邱国鹭:中央经济工作会议是以新型城镇化为抓手,这是既符合中国



南方基金总经理助理兼投资总监邱国鹭

2013年A股市场投资要体现在这四句心得里面:第一句是“便宜才是硬道理”,第二句是“定价权是核心竞争力”,第三句是“胜而后求战,不要战而后求战”,并且要“在胜负已分的行业中买赢家”,第四句是“人多的地方不去,逆向投资”。

2013年主要看好三类股票:第一类是最有安全边际的股票,如银行、地产。第二类是最有定价权的股票,如品牌消费中的白酒、品牌服装。第三类是最代表国家竞争优势的企业,从全球看最有优势的是寡头制企业,像家电、汽车以及一些工程机械、建筑建材的公司,这些都是在中国能够实现寡头垄断、最有竞争优势的公司。

我不看好医药、新兴产业以及中小板股票,其中大部分公司核心竞争力相对比较弱。

——邱国鹭



广发基金投资总监陈仕德

2013年A股市场可能进入明显的恢复期。新的改革举措有利于提升投资者信心。

中国经济发展到目前的体量,大多数行业将在优胜劣汰中提升集中度,优质的企业将从中胜出。投资者需要找出在过去产能过剩过程中胜出的企业,过去几年中最典型的例子就是空调行业。另外,符合国家产能发展和社会发展趋势的一些行业有望出现很大的增长,例如老龄化对应的医药行业。

原有粗放的经济增长模式导致大批产业的产能过剩非常严重,还有其他一些和传统经济增长密切相关的行业,总体需要回避。有些行业未来增长潜力已经很明显不大,最多只能是当作债券来投资,每年从上市公司那里获得分红利息收入,例如港口和高速公路公司。其他产能过剩比较严重的行业还有钢铁、船舶制造等行业。

——陈仕德



大成基金首席投资官曹雄飞

2013年的市场有较好的投资机会,但要指望股市大幅上涨也是不现实的。从中长期来看,中国经济增长速度下降之后,投资者对A股市场投资回报的期望也应该调降。

A股市场2013年有可能出现比较大的震荡。我们更关注的是符合经济长期发展规律和受益于新一届政府施政纲领的产业,符合这一特征的公司主要集中在中小板和创业板,值得长期关注,当然投资时也要避免高估值所带来的风险。

我认为传统的过于依赖出口和固定资产投资的行业中长期来看没有大的投资机会,阶段性机会有一些,即便其中的某些公司和板块仍有较好的投资机会,但是选择的难度相比之前已大大增加了。股票市场过去的历史已经反复证明了这一点。

——曹雄飞

的国情又符合经济发展规律的。城镇化率现在只是50%左右,扣除农民工后只有33%左右,对比日本和韩国,中国城镇化进程远远没有走完。原来的城镇化主要是农民工从农村到城市,而新型城镇化的重要内容是农民工的城镇化;原来的城镇化主要属于硬件措施,而新型城镇化更多的是软件,要解决医疗、娱乐、教育等需要。

此外,与过去3年中央经济工作会议有所不同,2012年并没有提新兴产业。这并不是说新兴产业不该发展,但新兴产业不该由政府推动的方式来发展,而应该交给市场去主导,创新由政府来主导这是比较难做到的一件事,美国由私募股权投资、风险投资主导的创新发展最为成功。

陈仕德:中国经济增长的潜力还在,目前偏悲观的经济学家也认为未来10年中国经济增长在5%以上,我们认为潜在增长率处在6%到7%之间,只要经济上不出大的“黑天鹅”事件,再加上一些经济刺激因素,未来10年中国经济有望保持7%到8%的经济增长速度。这样的中长期经济发展趋势为资本市场投资提供了良好的基础。中国既勤劳又具有较高的素质,受教育程度不断提高,整体有上进心,这些都是未来中国经济能较快发展的基础。

曹雄飞:在企业盈利方面,2013年也会明显好于2012年。我们可以看到,2012年除了极个别行业如银行、白酒盈利大幅增长以外,其他行业总体盈利增速很不好,企业普遍出现盈利大幅下降甚至严重亏损、现金流恶化的状况。随着经济温和回升以及2012年的低基数效应,2013年大部分行业和板块的盈利增长状况应该不会比2012年更差,环比同比均有增长。

陈仕德:企业盈利的增长情况和经济发展密切相关,经济发展处在恢复期,企业盈利也很难有系统性的大幅增长,主要原因在于全社会的产能依然过剩。在2012年经济形势和企业盈利不好的情况下,一些断崖式的盈

利下降或者亏损与各家上市公司的财务处理有关,既然已经有很多公司把亏损计算到2012年业绩上,那么2013年业绩就不会有包袱,更值得投资者期待。

## 【投资市场篇】

### 投资机会多少 还看市场信心强度

证券时报记者:2013年A股大震荡先抑后扬,全年涨幅在3%左右,您预测2013年股市总体状况将怎样?

邱国鹭:如果把股市比作一个钟摆,合理价值是6点钟,有时候市场很乐观就摆到9点钟,很悲观时摆到3点钟,而目前股市到了3点多钟,处于底部区域,具有一定的安全边际,低估值蓝筹往下跌的空间并不大。

不过,现在就说新一轮牛市的条件还不充分。牛市产生需要两个条件:估值要低和流动性放松。目前来看流动性还不够。牛市产生需要两个条件:估值要低和流动性放松。目前来看流动性还不够。牛市产生需要两个条件:估值要低和流动性放松。目前来看流动性还不够。

曹雄飞:从综合宏观经济基本面、物价、流动性及上市公司盈利增长状况来看,2013年的市场有较好的投资机会,但要指望股市大幅上涨也是不现实的。从中长期来看,中国经济增长速度下降之后,投资者对A股市场投资回报的期望也应该调降。

曹雄飞:目前卖方研究员和基金研究员对短期的跟踪性研究太多,甚至有时存在对短期和不关企业长期发展的事情“研究过度”的现象,但这些研究达到一定量之后的边际效应递减现象非常明显。

反过来,整个市场对于经济、产业和股市中长期规律性的东西研究不够。

卖得便宜。”

第二句是“定价权是核心竞争力”,有核心竞争力的公司有两个标准:一是公司做的事情自己可以不断复制,比如麦当劳,店面可以不断往外开,在全世界成功复制;二是公司所做的事情别人不可能复制,具备独占资源、有品牌美誉、有专利技术、有寡头垄断、有牌照准入等特征,最终体现为企业的定价权,如白酒与品牌服装。

第三句是“胜而后求战,不要战而后求战”,并且要“在胜负已分的行业中买赢家”。进行投资前一定要把一个行业研究透,等待行业“内战”结束后赢家产生,分清行业中谁是第一、谁是第二后再做投资。

第四句是“人多的地方不去,逆向投资”。我每年年初和年中时都要汇总所有基金公司季报,对同行都追捧的热门行业比较谨慎,对大家都唾弃的冷门行业试着乐观。

曹雄飞:2013年A股的投资机会肯定比2012年要多,但对基金经理来说,选择多了,机会多了,投资管理其实更加困难。这就像毕业生找工作的时候,当只有一家两家公司接收你时很容易做出选择,但如果是几家条件相仿的公司同时接收你,你很幸运,但是做出选择也将更加困难。再加上这两年股市投资工具和方法越来越多,各类投资者盈利的模式变化很快,公募基金运作的难度显著增加。

与部分投资人士2013年股市窄幅震荡的观点不同,我认为A股市场2013年有可能出现比较大的震荡。最近市场大幅上涨,我理解主要是对新一届政府的预期很高,投资者信心大增,预期好转带来的修复性行情到目前应该告一段落,下一阶段要进一步上涨就需要扎实的基本面支持和对这一段良好预期的一步验证,市场将游走在良好的预期与一般甚至可能阶段性大幅恶化的基本面之间。

曹雄飞:我们更关注的是符合经济长期发展规律和受益于新一届政府施政纲领的产业。

曹雄飞:我们更关注的是符合经济长期发展规律和受益于新一届政府施政纲领的产业。目前股市有2600多只股票,80%左右的市值是过去传统经济发展模式受益的企业,这类企业2013年的投资机会需要关注,也是大型机构投资资金的主要配置方向,这部分资产的投资逻辑、分析框架、投资操作方法已经非常成熟了,我们需要把更多精力放在受益于未来经济发展模式的产业研究和分析上,随着时间的推移,投资的差异化和超额收益将越来越多地来自这里。

对企业发展周期性和深度性的研究都还不够,未来研究人员需要加强这方面的研究,为基金的资产配置提供更有价值的研究信息。

## 【行业个股选择篇】

### 寻找最代表国家优势的企业

证券时报记者:2013年,您主要看好哪些类型或行业的上市公司?

邱国鹭:2013年主要看好三类股票:第一类是最有安全边际的股票,如银行、地产。银行股目前最具安全边际,估值很低并拥有定价权。中国的金融体制是世界金融史上的奇迹,即世界上最高的储蓄率,但也有全世界最缺资金的中小企业,银行拥有较稳定定价权。未来银行业将会出现分化,我看好那些真正面向中小企业、真正实行市场化的股份制银行。地产股中,我更感兴趣的是“地产+X”,如地产+贸易、地产+建筑、地产+旅游,熊市时这种多元化公司总是被错杀,但牛市时也很容易超涨。

第二类是最有定价权的股票,如品牌消费中的白酒、品牌服装。短期来看白酒面临塑化剂、库存的问题以及反腐的压力,而服装也面临短期去库存的问题,但长期来看它们仍是中国最有定价权的品牌消费。

第三类是最代表国家竞争优势的企业,从全球看最有优势的是寡头制造业,像家电、汽车以及一些工程机械、建筑建材的公司,这些都是在中国能够实现寡头垄断、最有竞争优势的公司。

曹雄飞:我们更关注的是符合经济长期发展规律和受益于新一届政府施政纲领的产业。

曹雄飞:我们更关注的是符合经济长期发展规律和受益于新一届政府施政纲领的产业。目前股市有2600多只股票,80%左右的市值是过去传统经济发展模式受益的企业,这类企业2013年的投资机会需要关注,也是大型机构投资资金的主要配置方向,这部分资产的投资逻辑、分析框架、投资操作方法已经非常成熟了,我们需要把更多精力放在受益于未来经济发展模式的产业研究和分析上,随着时间的推移,投资的差异化和超额收益将越来越多地来自这里。

我认为,符合这一特征的公司主要集中在中小板和创业板,值得长期关注,当然投资时要避免高估值所带来的风险。例如近期市场关注的影视产业,在中国人均GDP超过4000美元的情况下,影视产业的高速发展是经济发展的必然规律,更何况政府还在大力鼓励和

推动文化产业的发展。再比如医疗保健,人口老龄化的趋势愈加明显,政府的医疗投入持续增加,养老需求增长非常快,将带动医疗保健、医药等行业的快速发展。

陈仕德:中国经济发展到目前的体量,大部分原有行业规模已经达到了相当高的水平,产能继续大幅增加的空间并不大,大多数行业将在优胜劣汰中提升集中度,优质的企业将从中胜出,并不断创新以取得持续发展。在投资方面,投资者需要找出在过去产能过剩过程中胜出的企业,过去几年中最典型的例子就是空调行业。空调行业总体增长的速度并不快,但龙头企业的营业收入、利润增长很快,为行业树立了一个标杆,甚至成了其他行业模仿的标杆,我们的投资就是要找到这样标杆性的股票。

基金投资要适应低速增长的产业环境。以汽车产业为例,未来几年汽车产销量已经没有大幅增长的空间了,那么其中车型好、市场受欢迎的汽车公司有望增长速度超过市场平均水平,再加上有稳定的现金流,这类公司才有相对较好的投资价值。对房地产行业,行业整合将是未来的主题。因为目前房地产业年销售收入5万亿元左右,整个行业未来不会有非常大的增长空间,但这个行业现在有1万多家公司,未来行业整合肯定会加速,其中资金实力雄厚的大地产商将更有优势。

另外一个应该重点关注的是,符合国家产能发展和社会发展趋势的一些行业有望出现很大的增长,例如老龄化对应的医药行业。目前政府的投入也很大,13亿人口的医疗保健体系肯定大部分需要我国的医药公司来解决,而不能依靠外国医药公司。只是这类股票的估值并不便宜,是否所有的医药上市公司都能支撑那么高的估值值得思考。如果不具有核心竞争力和持续的研发能力的话,医药股就只能作为一个制造业股票来估值。有持续的增长空间才能给高的估值,这考验选股能力。

证券时报记者:2013年您不看好哪些行业或类型的上市公司?

邱国鹭:我不看好医药、新兴产业以及中小板股票,这些股票估值在市场中最高,尽管市场此前热烈追捧这三类公司,但其中大部分公司核心竞争力相对较弱。

以医药股为例,全球的竞争优势导致的行业分工是存在区别的,医药属于美国日具有较大竞争优势的产业,中国的医药在今后5至10年内难以在这个领域取得重大突破;医药行业还没有解决证券化率的问题;基于中国老龄化医药成为刚性需求的逻辑本身就不成立。从国外的情况来看,韩国医药股在1987年曾经占到市值的7%,但现在的权重仅为1.3%,日本1987年医药股市值占比7%,现在占比约为5%,尽管在此期间日韩两国都进入老龄化,这说明老龄化并不代表医药会长跑赢市场。

陈仕德:原有粗放的经济增长模式导致大批产业的产能过剩非常严重,还有其他一些和传统经济增长密切相关的行业,总体需要回避。有些行业未来增长潜力已经很明显不大,最多只能是当作债券来投资,每年从上市公司那里获得分红利息收入,例如港口和高速公路公司。其他产能过剩比较严重的行业还有钢铁、船舶制造等行业。

曹雄飞:总体上讲,我认为传统的过于依赖出口和固定资产投资的行业中长期来看没有大的投资机会,阶段性机会有一些,即便其中的某些公司和板块仍有较好的投资机会,但是选择的难度相比之前已大大增加了。股票市场过去的历史已经反复证明了这一点。

曹雄飞:我们更关注的是符合经济长期发展规律和受益于新一届政府施政纲领的产业。

曹雄飞:我们更关注的是符合经济长期发展规律和受益于新一届政府施政纲领的产业。目前股市有2600多只股票,80%左右的市值是过去传统经济发展模式受益的企业,这类企业2013年的投资机会需要关注,也是大型机构投资资金的主要配置方向,这部分资产的投资逻辑、分析框架、投资操作方法已经非常成熟了,我们需要把更多精力放在受益于未来经济发展模式的产业研究和分析上,随着时间的推移,投资的差异化和超额收益将越来越多地来自这里。

我认为,符合这一特征的公司主要集中在中小板和创业板,值得长期关注,当然投资时要避免高估值所带来的风险。例如近期市场关注的影视产业,在中国人均GDP超过4000美元的情况下,影视产业的高速发展是经济发展的必然规律,更何况政府还在大力鼓励和推动文化产业的发展。再比如医疗保健,人口老龄化的趋势愈加明显,政府的医疗投入持续增加,养老需求增长非常快,将带动医疗保健、医药等行业的快速发展。