

博时亚洲票息收益债券型证券投资基金

基金代码:人民币:050030

1月14日-2月1日各大银行券商及博时直销有售!

优选亚洲债券

分享票息红利



投资有风险 请谨慎选择

博时基金股票投资部价值组投资总监邓晓峰:

# 经济弱复苏 今年股市将会有不错回报

从去年12月份以来,A股市场已经走出了一轮强劲的反弹行情,如何看待此轮行情?经济是否已经见底回升?如何把握2013年的投资机会?证券时报记者日前就此专访了博时基金股票投资部价值组投资总监、博时主题行业基金经理邓晓峰。

邓晓峰以坚持价值投资著称,其管理的博时主题行业基金年化回报22.54%,在同类型基金排名中位居前列。数据显示,邓晓峰管理的博时主题行业基金2011年在同类型基金排名中位列第一;2012年博时主题行业净值增长17.16%,在274只标准股票型基金中位列第16名。

证券时报记者 杜志鑫

## 收紧地方融资有利金融稳定

控制地方政府的投资冲动,有利于防止经济过热和通胀失控。

证券时报记者:地方政府的融资平台一直为人所担心,近期财政部、发改委和银监会联合发文提高地方政府的融资条件,这对地方政府融资和投资有何影响?

邓晓峰:2008年以前,中央对地方政府融资、投资的控制一直很严,但在2008年爆发金融危机后,中央政府出于对经济过度下滑的担忧,推出了4万亿刺激经济措施,放开了对地方政府投资的约束,由此积累了一些问题。从目前情况来看,中央政府充分了解地方政府融资平台现状,去年12月底,四部委联合发文,收紧地方政府的融资,控制地方政府的投资冲动,这有利于防止经济过热和通胀失控,维护金融稳定。

## 经济进入弱复苏状态

目前中国很多行业都还没有到天花板,还有充足的发展空间。

证券时报记者:对目前中国经济如何看待?是否已见底回升?

邓晓峰:从去年四季度以来,无论是宏观还是微观,经济都已经出现了见底回升的迹象。从数据看,大宗消费品住房、汽车及零售等销售状况良好,如果今年二季度数据继续好转,基本上可以确定本轮经济周期向下调整的阶段已经结束,经济将进入弱复苏状态。

过去两年外需很差,国内又有房地产限购、汽车限购等宏观调控,但是住房和汽车仍强劲增长,说明刚性需求非常旺盛。在目前中国经济所处发展阶段,很多行业都还没有到天花板,还有充足的发展空间。例如,我们零售业一年有百分之十几的增长,国外有3%的增长就已相当不错。

过去,出口、投资比较旺盛。随着中国经济换挡,中国经济高速发展的动力没有过去那样足了,现在外需很差,投资又受到压制。

不过,目前中国人均收入还没有到中等发达国家的水平,仍有发展空间,中国企业的生产率人均收入水平也处在一个不成比例的状态。虽然有观点认为由于中国工人工资显著提高,由此导致产业转移和通胀压力加大,但这是一个社会发展必经阶段,即随着社会的发展,劳动力收入水平将相应提高。

对中国经济我个人比较乐观,主要原因在于,一方面,过去中国央行和银监会等宏观调控部门采取了很多措施,比如在2009年、2010年实施了提前紧缩政策,对银行实施了反周期监管,银行提前补充了资本金,这些前瞻性预防措施保证了中国经济不会出现大风险;另一方面,虽然现在地方政府的负债让不少人担心,但如果能控制住规模,不让它继续恶化,中国金融体系就不会有大风险。而且目前中国政府的资产负债表相对健

康,政府有很多资产,比如央企和地方政府的国有企业。

## 对周期股不能一概而论

首先要看该行业总量是否过剩,然后看行业的短期供需状况。

证券时报记者:对周期股怎么看?估值修复是否已完成?未来会否有良好表现?

邓晓峰:不能一概而论,每个行业属性不一样,需要把握各个行业在生命周期的哪个阶段和产业结构。在某种程度上来讲,所有的行业都有周期性,我们需要客观判断企业是处于成长周期还是成熟期。具体而言,首先要看该行业总量是否过剩,然后看行业的短期供需状况。

目前中国钢铁和水泥等行业总量已经过剩。数据显示,两年前中国水泥人均使用量已是人类有史以来最高量,而这两年水泥产量还在增长。因此,从长期来看,水泥行业的开工率或将会下降,水泥行业集中度很可能提高。行业集中度提高后,企业再走降低开工率,提高售价的路径。

## 房地产业存在结构性机会

房地产行业的集中度会提高。大企业会继续发展,小公司会受到挤压。

证券时报记者:2012年房地产市场在质疑中表现出彩,对2013年的房地产行业怎么看?房地产业未来将往哪个方向发展?

邓晓峰:房价是中国经济的一个风险点,不过中国对房地产需求很强劲。2012年初,在国家出台限购政策的背景下,市场普遍对房地产预期比较悲观,但2012年房地产成交面积11亿平方米,全年成交面积同比正增长,超出了很多人的预期。

2012年1月至11月份,住房成交面积就出现了正增长,从我们接触的上市公司的情況看,12月的销售数据仍然很好。因此,2012年全年销售面积将正增长。我们预计2013年住房新开工量也将回升。

一线城市房价由于供给不足有上涨的压力,三四线城市则有供应过剩、需求不足的风险。从保障房建设来看,三四线城市土地供应充足,房价没有太大的上升空间,可以不高保障房建设,一二线城市反而应该集中搞保障房建设,满足广大居民的需求。但是现在情况倒过来了,一二线城市搞保障房卖地不赚钱,地方政府不愿意搞,一二线城市有供应不足的风险,而三四线城市却有供应过剩的风险。

不管怎样,房地产行业的集中度会提高,在房地产调控政策下,小房地产公司市场份额在下降,大公司会不断增长,2012年有4家房地产企业销售额过千亿元,像万科销售额达1400亿,市场占比2%,提升的空间还很大。

总体而言,房地产行业存在结构性机会,大企业会继续发展,小公司会受到挤压。

证券时报记者:很多行业的集中度是否都在提高?



博时基金股票投资部价值组投资总监、博时主题行业基金经理邓晓峰

邓晓峰:经济增速下滑时,往往是行业集中度提高的最好时机。在宏观经济走好时,即使是很差的企业也会活得很好,优质公司的优势往往表现不出来,市场集中度也得不到提高。外部环境变差,会导致企业优胜劣汰,好公司会获得更高的市场份额。

## 今年股市将会有不错回报

从去年10月份以来,实体经济已经见底,但同期资本市场却大幅下滑,喇叭口不断拉开,直到这轮反弹,这种偏差才开始被修正。

证券时报记者:2013年的A股市场是否有正回报?

邓晓峰:2013年中国经济将弱复苏,政府不会出台大规模刺激政策,居民消费价格指数(CPI)将会比较温和,非金融性企业最迟在二季度将出现正增长,而且很多公司的估值仍较低,在此背景下,今年的市场将会有不错回报。

据我们观察,非上市公司利润从2012年10月份就拐头向上,由于上市公司首次公开募股(IPO)增量和利润调节情况,很多公司会利用经济下滑的时期消化存在的问题。因此,上市公司利润回升往往有一个时滞。从过去经验看,大约经过两个季度以后,非金融企业和上市公司利润都会正增长。

基于经济基本面和上市公司盈利,我对2013年的市场相对乐观。本轮反弹的根本原因是资本市场没有反映实体经济发生的变化,从去年10月份以来,实体经济已经见底,但同期资本市场却大幅下滑,喇叭口不断拉开,直到这轮反弹,这种偏差才开始被修正。

## 银行股将继续强势

其走强逻辑是经济见底,制约银行的潜在系统性风险消除,即坏账不会大规模增加。

证券时报记者:A股市场已经强劲反弹了一轮,2013年市场投资机会在哪里?

邓晓峰:此轮反弹的领头羊是银行,其走强的逻辑是经济见底,制约银行的潜在系统性风险消除,即坏账不会大规模增加。同时,此前市场预期利率市场化将使银行利差雪崩式下降,现在看,这些前提假设是错误的。

随着前提假设的修正,银行的回报可能比较丰厚。虽然现在银行股已有大幅反弹,但还是未达到它应该到的位置。目前银行市盈率6倍,市净率为1倍至1.1倍。尽管部分公司已经上涨了30%,估值仍然较低。如果二季度经济好转,银行的估值很可能将回到正常的水平。

我们认为,用市净率(PB)/净资产收益率(ROE)方式评估银行的估值,合理的情况是如果是15%的ROE,对应的PB水平在1.2倍左右,但现在中国的银行ROE水平还普遍超过20%,即使花3~5年的时间行业的ROE下降到15%左右,现在的估值水平很明显是具有吸引力的。

过去低估值是基于对经济的悲观预期,但是,现在这个大前提需要修正,资本市场也会发生系统性改变,2013年那些系统性低估公司都可能有机会。

证券时报记者:银行股是否已完成估值修复?

邓晓峰:把握金融行业最重要的是把握国家经济所处的发展阶段。如果国家经济增速较高,社会货币化程度加深,金融行业天然就处在高速发展阶段。在此背景下,国家经济增长和金融深化带动社会总资产膨胀,企业和居民愿意进行长期性的投资,由此引发强烈的资金需求。

虽然中国未来经济增长率可能会下一个台阶,但仍处于高速发展阶段。以2011年为例,即使央行单边提高存款利率,但银行利差未受到巨额压缩,这正是因为贷款需求巨大,否则银行利差将会雪崩式下降。

归根到底,目前我国经济所处阶段有利于银行的发展。目前我国人均固定资产的规模还没有达到发达国家的水平,尤其是随着人口老龄化的到来,资本将发挥更大作用。

## 资源有色难走强

证券时报记者:在周期性行业中,资源有色一直比较弱,您对此怎么看?

邓晓峰:过去资源有色板块回报过于丰厚,大量新增资金进入,产能快速增加,供需关系已发生变化。基于中国经济弱复苏的判断,资源消耗不会很强。因此,资源有色短期难有机会。不过需要留意地方政府的投资,如果下半年地方政府的投资力度猛烈,那么,资源有色的投资判断逻辑就要重新修正。

## 新型城镇化需进一步观察

证券时报记者:您如何看待目前市场热议的新型城镇化建设?

邓晓峰:如果新型城镇化是“升级软件”,比如改革分配制度、对户籍和医疗制度进行改革,这将对社会有更多的正面贡献。如果新型城镇化还是老套路,主要开发房地产,那么可能就会有问题,这需要进一步观察。

## 中小公司多“过度包装”

证券时报记者:经过这一轮调整,中小盘公司还会继续“洗盘”抑或存在投资机会?

邓晓峰:中小企业中有好公司,但是要仔细鉴别,在调整后,好公司可能会成长起来,但总体来看,很多中小公司的资质较差,“过度包装”问题比较突出。

## 汽车股在中国应该是成长股

中国汽车的普及率仍没有达到世界平均水平,且更新换代的需求很强。因此,汽车企业的日子很好过。

证券时报记者:北京、广州等城市已经对汽车出台了限购政策,如何看待汽车行业的投资机会?

邓晓峰:汽车业在中国处于成长期。目前对汽车的需求非常旺盛,唯一的问题是会对不断增加的汽车保有量的适应能力。

研究美国、日本的历史可以发现,当汽车普及率不高时,汽车行业是成长性行业;当汽车普及率已经很高,汽车行业总量不再增加,只是每隔几年出现更新换代需求时,汽车行业就成为周期性行业。

目前中国汽车的普及率仍没有达到世界平均水平,且更新换代的需求很强。因此,汽车企业的日子很好过,整个行业的回报率很高。但是行业中企业个体差异很明显,有的企业进步很大,利润惊人,但有的企业就活得比较艰难。

总体而言,中国汽车行业还处于很好的发展阶段,即使一线城市限购,销售量仍在增加,二、三线城市仍有较大空间。

## 医药行业改革并未完成

医药行业就像前几年的牛奶行业一样,它的出发点有偏差,潜在的风险仍在积累。

证券时报记者:随着中国进入老龄化社会,如何看待医药行业?

邓晓峰:我对医药行业比较担忧,中国医药行业存在众所周知的问题,医生的价值没有通过正常的途径体现,而是通过销售药品的方式体现,被社会广为诟病。例如,过去几年,医生过度使用抗生素,后来国家觉得这样下去有问题,把这一部分限制住了,行业又使用中药注射剂替代。医药行业就像前几年的牛奶行业一样,它的出发点有偏差,潜在的风险仍在积累。

从公司的角度来看,医药在国外是不错的产业,但国内对医药企业的预期太高,风险和收益不成比例。当然,不可否认,医药行业中有好公司,这需要深入研究和观察。

## 影视行业不确定性较强

证券时报记者:电影在中国景气度很高,2013年影视板块是否有较好投

资机会?

邓晓峰:影视行业的波动很大,不确定性较强,从国际上来看也是如此。

国际上成功的电影制作公司只有皮克斯,其他公司都是大赢大输,其中时代华纳、迪斯尼等公司也是依靠有线电视网等传统渠道实现稳定的收益,电影制作具有巨大的不确定性。不过目前中国的需求很好,容易出黑马。

## 火电美好时光将继续

行业的发展印证了我们的判断,因此,市场给了我们很好的投资机会。

证券时报记者:公开资料显示,您管理的博时主题2012年成功把握住了火电股的投资机会,在当时市场普遍预期煤炭继续向好的背景下,您判断火电股投资机会是基于何种逻辑?

邓晓峰:第一,我们在2012年初就对全年经济增长比较谨慎,我们当时认为中国投资强度最大的时间已经过去,因此能源消耗高峰期也过去了;第二,行业供需情况发生了变化,由于过去煤炭长期保持高回报状态,外部资金大量进入该行业,煤炭供给增加很快,煤价出现下降。但是火电行业却相反,过去由于火电行业盈利差,火电在建规模、投产下降,投资受到制约。

在这种情况下,国家提电价补偿发电企业,再加上占火电最大成本的煤价又下降,火电企业盈利将恢复到正常水平,即使仅仅是总资产收益率(ROA)回到正常情况,但因火电企业过去几年杠杆用的很足,ROE也会很高。当时市场没有认识到这个状况,而行业的发展又在印证我们的判断,因此,市场给了我们一个很好的投资机会。

今年火电企业的美好时光还将持续,只要国家不采取大规模刺激措施而导致投资大规模增加,由于煤炭行业和火电行业的发展有巨大的惯性,即煤炭的供应还在大幅增加,火电企业的资产负债还没有修复,新增的投资能力还没有恢复,新批项目也很少,行业格局还将持续相当长时间,这对火电企业非常有利。

## 投资就是把问题简化

做大资金管理,只能从基本面出发,了解公司和行业,在市场不认可的时候,要坚持住。

证券时报记者:在新的市场环境下,如何选成长股?

邓晓峰:成长股只要确实实在成长、估值合理即可。不过,我更关注行业和公司属性、产业结构以及公司在行业中的地位等。我认为公司的发展不能靠简单的量的增加,这往往会吸引更多的资源进来,最后导致供求发生变化,比如光伏行业。因此,在选取成长股时要关注公司的竞争优势和产业结构。

我对行业没有太大偏好,传统行业中也有成长性很好的公司,我投资不会给公司戴太多帽子,只会客观判断。

证券时报记者:您管理基金多年,在市场低迷的时候情绪是不是也会受到影响?

邓晓峰:做大资金管理,我们只能从基本面出发,了解公司和行业,在市场不认可的时候,要坚持住。同时,博时基金也给了我们宽松的环境,充分授权,我们很幸运地坚持下来了,取得了较好效果。

从本质上讲,我们做的工作就是把基本面研究清楚,努力做到比市场、比同行的研究更深入、更彻底。比如市场对银行的想法和我们的认识存在偏差,我们认为自己的认识更深刻、研究更深入,事实和时间站在我们这边,最后成功的概率会大些。因此,投资就是把问题简化,即从基本面角度做客观判断,情绪不会因市场而变化。