

明星投资经理热议风格转换

## 朱平:经济转型不结束风格转换不会来 归江:希望风格转换来得慢一点扎实一点



朱平

### 当下互联网类似 2004年房地产

证券时报记者:您怎么看互联网泡沫?

朱平:只要中国经济确定转型,新兴产业的强势行情就一定会继续,因为这是新兴产业自我增强的过程,给它的估值越高,行业整合越容易进行,行业布局也会越快完成,它的价值增长也越快。

适度的泡沫,是伴随新兴行业成长的必然现象,因为泡沫会降低企业的收购成本、融资成本,促进行业的发展。从这个意义上来说,泡沫可能才刚刚开始。房地产从2004年开始出现泡沫,到现在走了9年,这也是房地产行业自我增强的过程,现在,房地产泡沫开始走进末端,而互联网相当于2004年的房地产,互联网的泡沫才刚刚开始,会伴随行业发展,持续相当一段时间。

从总量来看,互联网离泡沫崩溃的时间还很长。在美国市场,TMT占总市值的比重为20%,A股连5%都不到。简单算个数,2020年A股市场总市值可能到50万亿以上,TMT占10%也有5万亿市值,如果阿里、腾讯、百度可能占2万亿,那还有3万亿,就算一部分公司可能到海外上市,A股市场的发展空间也相当大。所以,从单独的公司来看,股价的确有泡沫,但从总体上来说,还谈不上泡沫,泡沫还远没到破灭的时候。

互联网的发展空间可能超出我们的想像,手游去年的销售额是30亿,有人预期5年后手游销售额将达1000亿。因为90后跟我们不是一种人类,对我们来说,吃喝住行是消费,花钱去玩游戏会有罪恶感,90后认为吃穿住行是必需品,游戏则是消费的一种。从这个意义上来说,茅台也许会随着我们这一代人的老去永远老去,90后的年轻人,可能会觉得这玩意太土了。

一切才刚刚开始。今年所有人都惊呆了,我4月份在公司做报告时说,10年后可能没有银行了,没想到,仅仅5个月后,互联网金融就大热,你不谈互联网金融都不好意思说自己是专业人士。微信一夜之间就非常普及,让所有人的眼睛承受巨大的压力。还有小米、乐视网、百度竞相推出低价电视,鹏博士日前宣布投10亿做免费WiFi。

从人类历史上来说,移动互联网也许是可以和工业革命比美的革命。我们很幸运,能够生在这样的一个时代。

证券时报记者:能够在低点买入这些公司,当然最好,但股价涨到一定高度后,应该以较高的价格买入还是继续旁观?

朱平:所以,大师们都讲投资是一门艺术,该坚持时你要坚持,该撤退时也得撤退。最惨的是不断踏错节奏,最近市场流行一个段子:年初炒创业板的时候,你买蓝筹股,市场炒自贸的时候你买创业板,蓝筹上涨时你炒自贸,等你买蓝筹时蓝筹却崩溃了。能够踏准节奏当然最好,踏不准节奏,就应该回到价值投资的原则,踏踏实实根据价值来做投资,值就买,不值就卖。

基金作为一个整体,业绩比市场平均水平好很多,其中很重要的一条是,大多数基金以价值投资为原则。从长期来看,投资成长股肯定会赚得多一些,比如云南白药、茅台、伊利等都曾让长期投资者赚大钱。

最后,我想告诉大家的是,投资就像打棒球,你没有接到一个好球不会影响全局,做投资,你没有买到一只好股票,也不会有什么损失。不能为了一只可能会涨但不熟悉的股票,冒太大的风险去买。(杨波)

编者按:在宏观经济数据转好,投资者信心恢复的背景下,近期股市走出了比较强势的上涨行情,特别是银行股在可能推出优先股的利好刺激下大幅上涨,令投资者对热议多时的市场风格转换充满了期待。市场的强势会否继续?风格转换这次会不会到来?证券时报记者采访了广发基金副总经理朱平与信璞投资CEO归江。

证券时报记者 杨波

### 价值规律已经在缓慢 且实质性地影响市场

证券时报记者:近期股市走出了较强势的上涨行情,导致上涨的原因是什么,这种强势能否持续?

朱平:近期涨得比较好的公司,除了银行,主要集中在港口、航运、交通运输设备等,这些行业的成长性都不是太好,好一些的公司可能有10%的增长,差一些的业绩还在下降,有些甚至亏损。这类股票总结起来,有三大特征:低价、大盘、无基,这些个股较少基金参与,绝对价格很低,很长时间处在下跌通道,跌幅也较大,出现反弹是很正常的。

总体上我认为,这些公司的上涨是反弹,不是反转,它们的业绩水平,很难支持其股价持续上涨。当然,这种扰动的程度到底会有多强,目前还很难判断,短期走势是最难判断的,但业绩才是硬道理,一个个股的长期走势,取决于其未来的业绩表现。

上海自贸区概念最近也被热炒,这种概念炒作我们已经历过多次,比如入世概念、奥运概念、世博概念,历史证明,任何没有实质性业绩支撑的概念炒作,都只能是昙花一现。绝大部分基金也不会参与短期的反弹与概念炒作。

归江:我们从历史统计规律和估值规律看,大小盘股的偏离幅度和持续的时间都达到了历史的极限。

新增资金逐渐向低估值的价值股流动,是投资者风险收益比较后的理性选择。以上港集团为例,即使投机者们也发现,在低估的价位中投机获利越来越容易。当投机者也开始认同价值股的时候,我们觉得投资大众需要谨慎地看待那些涨幅过高的成长股了。

### 优先股对银行和 公用事业大有裨益

证券时报记者:银行股在可能推出优先股的利好刺激下大幅上涨,本轮银行股的行情还能走多远?

归江:优先股对有持续盈利能力但是又迫切需要资金的资产,将是一个很好的优化资本结构、提高老股东回报的工具,再融资对老股东收益的稀释将大大减少。同时,这也是把保险等保守资金引入资本市场的很好工具,在如此低迷的市场上,是一个很好的融资创新,对我们进行新一轮基建投资将起到很好的推动作用,对于大型银行和公用事业类企业的发展大有裨益。

朱平:银行股的基本面情况相对较好,业绩增长情况不错,估值也比较低,具备一定投资价值,基金可能会参与一些。

### 蓝筹股 估值修复趋势会持续

证券时报记者:银行股会否带动一轮蓝筹股行情?

归江:拿最近的半年报数据看,真实的盈利能力和盈利增长一直在向大盘蓝筹股集中。但是资本市场的短期走势,很难判断。过去A股市场的历史统计证明,基本面的优劣在2到3年的时间跨度上会转化为股价的优劣。但是在绩优股的分红率达到5%以上,以及市盈率达到5倍左右的时候,要判断下跌也是非常困难的事情了。

虽然中小盘股的涨幅可观,但是蓝筹股的估值其实在一年多前就已经开始显现出抗跌和稳定增长的格局,我们坚信蓝筹股的估值修复趋势会坚决而缓慢地持续下去。

朱平:沪深300有20%的银行股,加上传媒、医药、消费、计算机、电子、高端制造、通讯甚至汽车,快50%的股票表现都不错。可以说,蓝筹股已经有所表现。

### 市场风格转换 会不会来?

证券时报记者:与银行股的强势形成鲜明对比的是,创业板指数出现了回调,这是否意味着,市场讨论已久的风格转换已经拉开序幕?

朱平:刚才我已经提到,传统行业股票的上涨,因为没有业绩支撑,很难持续。传统行业股票的上涨,是与中国经济转型相悖的。

另一方面,创业板出现调整是很正常的,也在预期之中。虽然新兴产业有较大的想像空间,但也不能把未来的不确定性给抹杀了,不能把未来透支得太多。比如手游,在明年高增长的行业中,手游是最确定的,但也不能无视可能出现的波动,不能把预期全部透支。但以创业板为代表的新兴产业股票的调整,应该是阶段性,而不是趋势性的。

只要中国经济转型没有结束,A股市场的风格转换就不会到来。

归江:市场格局确实已经在发生缓慢的且不可逆转的变化。但价值投资的长期回归,还必须有赖于资本市场结构的实质性变化。

在欧美资本市场,养老金等长线资金入市才是扭转资本市场博弈格局转变为价值创造格局的实质性举措。在美国资本市场,养老金已经占到投资者50%以上的比重。养老金可以罢免管理能力低下的管理团队,并努力使上市公司维持一个理性的可持续回报。德鲁克的《养老金革命》一书很清楚地阐述了这种养老金占资本市场主导地位后对稳定资本市场和解决社会养老问题的重要贡献。而在德国,一半以上的房地产由养老金持有,同样也为平抑楼市和解决社会养老提供了积极保障。

中国资本市场走到今日,我们觉得现在是扭转股市投机性增强和养老金收益亏空两轮空转的历史性机遇。个人觉得,作为20多万亿规模的A股市场,已经基本解决了国有企业改造和脱困的历史使命,不应该再继续少数富人更富的赌场游戏,而应该反哺社会,为解决养老保障和国民财富基本增值服务。

相对于一两万亿的政府平台贷款,养老金负债才是中国未来金融和社会稳定的长期缓慢却具有决定性意义的金融问题。我们看见,美国很多地方政府的破产是出在养老金负债上,底特律和通用、福特等汽车企业的危机也是出在养老金设置不公上,上世纪80年代拖垮整个国有企业体系的,也是人员负担这样的历史性包袱。相对于3~5年内能够通过经济周期消化的政府平台贷,养老金负债才是长期、缓慢却是决定中国未来经济健康的实质性负债。

我们不应该指责央企的过高盈利,而应该探讨如何把这些盈利转化为真正的大众财富而不是少数人的私产。只有建立透明公开的养老金管理制度,这笔巨大的国有资产收益才可能逐渐成为13亿老百姓共同拥有的社保保障基础,才能缩小贫富差距和建立长期社会稳定。这一点,美国养老

金在股市的主导地位和德国养老金在房地产上的主导地位,已经有了非常有益的借鉴。

因此,作为价值投资者,我们期望风格尽快地转换,而作为一名公民,我们却希望政府能够更加高瞻远瞩地把价值投资的基础,养老金事业的改革尽快提上议事日程。从我们的父母、我们的孩子,以及我们自己的养老事业看,我们希望价值风格的转换可以来得慢一点,扎实一点,能让老百姓的养老钱能够真正地从中受益。

我们希望,价值投资的回归不是一个风格的胜利,而是一个民族经济稳定和繁荣发展的起点。

### 新兴行业泡沫 何时破灭难预测

证券时报记者:在今年以来被热烈追捧的,以创业板为代表的新兴行业的行情,是否已经有相当的泡沫?泡沫会否破灭?

朱平:新兴行业的估值的确出现了泡沫,总结起来,有三个方面的泡沫:一是个股的估值泡沫,二是伪成长的泡沫,三是评价方式带来的泡沫。

巴菲特说过,宁愿用贵的价格买一只好股票,也不要便宜的价格买一只差股票。好股票因为供不应求,价格肯定会高一些,像美国这么大的经济体,也没几家好的互联网公司,所以,好公司肯定要贵一些。美国上世纪70年代初期的漂亮50,一度产生了很大的泡沫,后来泡沫破灭,很多公司股价下跌了很多,但如果持有其中优质公司的股票,比如沃尔玛、可口可乐、强生,20年后,一样会赚很多钱。如果在高点买入,仍然能够获得超越市场平均水平的收益,就说明这个价格是值得的。

其次是伪成长的问题,新兴行业还在发展初期,行业的发展前景很好,公司的发展前景却看不清。像互联网,将来肯定是赢家通吃,但现在没有人知道谁是赢家,所以,只好每个公司都下注,就把整体的价格炒高了。少部分成功的互联网企业,会比所有失败的加起来还要大,所以,虽然大部分互联网公司会死掉,大部分风投也会血本无归,但只要少部分成功,就可以弥补大部分失败企业的亏损。美国纳斯达克指数中最大的6家公司占总市值的比重超过50%,A股市场未来也可能如此,中国股市未来的上涨很可能来自于100~200家将来市值过千亿的新型公司从几十亿市值开始的成长。

最后是评价方式方法的泡沫。对互联网股票的投资跟成长股投资是不一样的,成长股投资必须要有稳定的产品基础,比如茅台酒、云南白药,都有拳头产品。而互联网企业一开始的争夺是对客户的争夺,为了留住客户,需要大量的前期投入,所以,在第一阶段,互联网企业很烧钱,而且很难赚到钱,它挣的是客户,比如一家互联网上市公司已经有很多客户,它可以通过互联网向投资者提供全面的理财产品,未来可能成为中国财富管理网络平台。但它现在仍然不赚钱,互联网企业不可能按照传统的估值方法来评价,所以上一轮网络泡沫时发明了一个词——市梦率,看客户数看销售额,而不是盈利水平,全球都如此。

归江:我们很难预测泡沫的规模和破灭时间。芒格先生告诉我们,三个知道。知道自己不知道什么?知道自己知道什么?还有就是知道自己不需要知道什么?我相信,这个问题就是芒格先生所说的,我们不需要知道的事情。我们更愿意把可能有限的生命拿去发现更有意思的企业,以及我们国家养老金事业如何走向正轨。



归江

### 创业板海天盛宴后 空塑料瓶子满沙滩

证券时报记者:您怎么看创业板企业的投资价值?

归江:我们也对产业升级保持密切的关注。但是我们始终认为,知识产权缺乏实质性保护的情况下,企业是很难开展研发和推动产业升级的,知识产权改革才是启动民间创业的实质性政策举措。目前我们所看见的创业型企业,除了行业属性,大多数从资产结构和人员结构看,其实和传统制造业没有实质性的差异。

证券时报记者:中国企业为什么很难长大?

归江:我们同样关注企业的管理升级,管理升级是中国现阶段企业成长的主要瓶颈。我们发现,在高速且持续增长的中国餐饮企业,并没有出现像麦当劳、星巴克这样的持续增长型企业。我们的连锁餐饮企业,往往在扩张到300家的时候就会遇到各种各样的管理瓶颈。而麦当劳在美国有10000家门店,肯德基在中国有3000家门店,由此可见,我们中国从来不缺少成长的市场和行业,缺少的是规模化的管理能力。本土企业相对于跨国公司在管理上还是稚嫩。这些问题可能不是行业的成长性,市场的容量或者资本投入所能解决的。我们企业界需要的是埋头干事的企业家,而不是天天盯着数着自己身家的资本家。

证券时报记者:创业企业要成功,最重要的因素是什么?

归江:我们也看到了积极的一面。据说华为出来的人创办的企业产值已经开始超过华为的收入规模。我认识的一位华为出来的企业家热爱长跑,拥有华为那种执着研发、追求卓越的基因。他们敢在收入有限的情况下,大力招聘技术人才,巨额投入研发。当他们接到一个杯子的订单,往往不只是把这只杯子琢磨透,而是把全世界最好的杯子都拿出来研究,按全球最高的标准交付出自己生产的杯子。

相对于投资于看得见的土地,高薪请一堆研究生,投入新品研发,在一些民营企业家来看就是荒唐的事情。但这些敢于投资看不见的资产的企业,却逐渐走到了行业的前沿。这样的企业,不是当下盈利预期节节高涨,董事长经常和基金经理们喝茶,数着自己身家,算计什么时候能够退休的那些企业。

我个人感觉,产业升级和创业需要资本的力量,更需要文化的力量。硅谷的诞生和产业集群的出现,往往是惠普等少数领头企业奠定的价值观。即使这些领头企业会随着行业周期的到来和人才凋零而衰亡,但是这种创业基因会随着员工的流动传播到更多的企业中去。从这个角度看,我们不必苛求那些领袖企业事事卓越,即使他们不那么完美,他们的成功和魅力就是创业板的灵魂。就像雷锋可能也不那么完美,但他的确影响了一个时代的风气。

同样,我们也看到很多企业,上市和融资就成为了他们创业的终点。他们盘点着自己的身家,操心于超出自己需要的超募资金的使用,如何介入并购、房地产、金融和性感的新兴产业市场。创业板的成为企业家精神的试金石。正如朱江洪先生所说的,老实人是看不出来的,要拿金钱和权利去考验一下。在这场海天盛宴般的创业板高潮后,我们不怀疑会在沙滩上找到些金子,但更多的将是住着寄居蟹的空塑料瓶子。(杨波)

(本版制图:张常春)