

■微言大义 Word by Word

从已公布的三季报看,成长故事正在证伪;创业板已公布的利润增长仅为个位数,今年爆炒的传媒、通讯、计算机、医药等行业的不少公司业绩明显低于预期,有些市盈率60倍的“成长股”的利润增速甚至还不如6倍PE的蓝筹股,只能靠收购并表、资产处置、政府补贴等非经常性收益来粉饰一下报表。

——南方基金投资总监邱国鹭

看待中国经济,不能仅从速度入手,还必须兼顾结构、效益、民生等方面。这是因为中国经济已经超越速度论成败阶段。眼下的中国,提升经济运行质量和改善民生,保证社会公平,远比单纯追求速度重要。因而,我们分析问题的视角应当转变,看待问题的标准应当调整,这是转型升级题中之意,更是变革理念所需。

——民生证券首席经济学家邱晓华

医患矛盾事件频发,深层原因是市场供求关系持续处在紧张状态。大城市医院到处人满为患即是明证。公共医疗设施投入长期跟不上由城市居民收入增长和农村转移人口增加带来的医疗需求扩张。意愿不足使得财政投入有限,而体制僵化则导致民资难以有效介入,为民生设计应加大财政投入并允许民资办综合性医院。

——交通银行首席经济学家连平

我的理解是,互联网是最体现市场原则的行业。特别是在消费者和银行的互动上,互联网提供了一种服务渠道。我们现有银行体系的市场化程度不足,给了互联网进入的绝佳机会。然而,任何市场都一样,一个阿里搞还行,两个阿里也还行,但搞的多了后来者的机会也就没有了。

——美国奥本海默基金公司董事总经理李山泉

从今年开始,中国劳动力供给数量每年大约净减少500万左右,而过去则是平均每年新增500万,一来一去,今后与过去相比,就业压力净减少1000万,这就是为何目前劳动力总体供不应求的原因。假如今后每年农业非农就业人口为1000万,则实际新增非农就业仅500万,这个量靠服务业就可消化。

——上海新金融研究院学术委员李迅雷 (陈春雨 整理)

理财货币类基金 年内有望维持高收益

史向明

5月以来,随着货币市场利率逐步从底部抬升,理财货币类基金的投资收益也水涨船高。我们预计货币市场利率中枢难以明显下降,资金价格波动性仍将强于以往,这也意味着年内理财货币类基金的高收益特征预计仍将持续,目前也是投资者继续投资这类基金的良好时机。

得出这一结论的原因有二:

首先,6月以来,市场逐渐确认了央行正在执行“既不放松也不收紧”的货币政策,并且有意维持较高的资金价格中枢。央行7月以来重启逆回购以后,公开市场操作的7天和14天回购利率较长时间稳定在3.90%和4.10%,比年初的3.35%和3.45%明显上升,即使是在二级市场利率已经显著低于该水平的情形下,这一利率也未发生变化。此外,央行7月以来续做3年期央票,10月中旬后一度暂停逆回购操作。这些都彰显出央行目前中性偏紧的货币政策意图。

其次,四季度经济增长和通货膨胀数据,加上目前社会信用扩张并未实质放缓,各类融资仍在快速扩张,将制约央行从资金供给方面为市场提供过度充分的流动性。

我们预计,四季度经济增长仍将呈现不温不火的局面,而居民消费价格指数(CPI)则可能由于翘尾因素以及食品价格的影响触及3.2%~3.5%一线,这将制约央行货币政策的放松。另一方面,据相关研究机构统计,尽管贷款增速和社会融资增速呈现下行趋势,但其未包含在社会融资中的融资增速却保持高位。央行为了防止这些信用扩张对通胀和房价形成进一步上涨压力,需要控制好流动性的总闸门。

(作者系农银汇理投资部副总经理、农银7天理财债券基金经理)

听风与识鸟



陈志远

西方有一句古老的谚语:“台风来了,猪都会飞。”意思是说,只要风足够大,万物皆可飞,无论是鸟还是猪,都可能飞上天。然而,当风停的时候,猪还是猪,会重新掉回地上,只有鸟才能继续在天空翱翔。新兴市场一直共存着“听风”与“识鸟”两种主流的投资模式,轻易否定任何一种投资方法都不足取。

所谓“听风”,并不是盲目追捧市场热点的短期趋势投资,而是跟随技术革命与社会变革的大浪潮,敏锐地听出“风”的方向,从中寻找在特定历史阶段增速显著超越社会平均水平的朝阳产业。18世纪末开始的工业革命、19世纪末的电气化浪潮、20世纪末的互联网时代,每一次经济结构的巨大变革,都催生出新的伟大公司。

回顾A股市场的这二十多年,1996年前后掀起了中国轻工业时代的浪潮,刚刚富裕起来的中国人开始将电视、冰箱等作为首要需求之一,以家电为代表的轻工业类公司收入开始快速增长,诞生了格力电器、青岛海尔等一大批优秀的轻工制造业类公司或牛股;2003年~2007年是中国城镇化、重工业化的辉煌年代,大规模的基础设施建设和房地产投资拉动了上游产品的爆

最好的投资莫过于“在风中找到一只鸟”,如果你在十几年前的软件时代早期投资了微软、最近十年的互联网大潮初期你投资了谷歌、腾讯等,那么,恭喜你,你已幸运地与站在浪潮之巅的企业并肩。

发性需求,催生了水泥、工程机械等投资领域上游的一批优秀公司,如海螺水泥、西山煤电、中联重科、三一重工等;2009年之后,中国进入以消费升级与互联网革命为代表的阶段,人均收入的快速增长和人口老龄化使得居民对消费品的质量和品牌有了更高的期望和要求,消费层次不断升级。互联网的快速普及,颠覆性地改变了国人的精神消费模式和商业行为,互联网透明、高效的双向信息交流模式将“用户体验”推到极致。在经济结构调整的大背景下,食品饮料、医药、互联网与传媒、消费类电子等领域的优秀公司正以不可思议的收入和利润增速引领时代。“虽然对于一个公司来讲,赶上上一次浪潮不能保证它长盛不衰”(引自《浪潮之巅》),但对于一个投资者来说,能赶上一波大潮无疑是幸运的。因而,“听风”投资模式,本质上是根据技术革命与社会变革的大趋势,甄别出一定时期内快速增长的行业,这种能力在新兴市场里是弥足珍贵的。

所谓“识鸟”,是在大风起来之后识别出“鸟”,即寻找到行业内的佼佼者,它们即使在风停之后仍能展翅高飞,因为只有具备核心竞争力的优秀企业才能在残酷的市场竞争中胜出。真正能够穿越起起落落周期的好公司,应该是在公司治

理(企业家精神)、产品力、渠道和财务状况等四个方面具备综合优势的企业。而优秀公司的“护城河”也是动态的,在经营环境发生重大变化时,如果企业不进行及时的调整或转型,核心竞争力也会消失,“护城河”瞬间被穿越,因此,需要我们持续动态地跟踪和研究。一个新行业或新产品的成长过程根据普及率可分为四个阶段,普及率从0%到5%左右是第一阶段,5%到15%是第二阶段,15%到50%左右是第三阶段,50%到90%以上是第四阶段。“听风”投资模式最适合第二阶段及第三阶段的前期,在这个时期,消费者已接受新的商业形态,细分行业的产品或服务进入快速渗透期,行业规模迅速扩大,行业内大多数公司的收入都会高速增长。十年前的个人计算机与软件行业、近五年的电子商务行业以及近三年的智能手机与移动互联网等,都曾处于这个阶段,在此期间,行业内的上市公司,无论是否具有核心竞争力,都会受到市场的热烈追捧,“听风”模式无疑是容易取得成功的。“识鸟”投资模式则比较适合于第三阶段后期与第四阶段。在这个时期,行业的业务模式与竞争格局相对较为稳定,经过残酷的优胜劣汰后市场集中度大幅提高,在产业



投资大视野

医药行业四季度续演估值分化行情

证券时报记者 孙晓辉

今年以来医药股累计收益率达30%,远超大盘走势。过去两周,医药股出现整体回调,回调幅度扩大。医药股当前估值是否偏高?未来医药股将如何表现?证券时报记者对此采访了易方达医疗保健股票基金经理李文健和融通医疗保健基金经理蒋秀蕾。

三季报和行业政策影响近期医药股表现

证券时报记者:自上周以来,医药行业出现整体回调,热点回调幅度扩大,触发本轮回调的主要因素是什么?

李文健:近期医药股的调整主要是受三季报影响。不仅是医药行业,整个股市都经历了一轮调整。前期宏观经济表现欠佳,很多公司三季报业绩未达预期。

本轮医药股调整,受反商业贿赂影响较大,未来该因素会慢慢淡化,出现大规模运动式反商业贿赂的可能性不大。此外,在目前医改还缺乏顶层设计的背景下,医药公司的经营环境不会发生大的变化,没必要过度解读。

从长期看,整个产业基础及长期战略等因素并未发生变化,因此我们长期看好医药保健行业的投资价值。未来,我们将继续把握医疗改革、人口老龄化、产业升级与整合等主题带来的投资机会。

蒋秀蕾:本轮医药板块回调,主要原因是医药公司平淡的三季报以及政策层面对于反商业贿赂和降价的担心,医疗器械和医疗服务是医药板块中估值最高的两个板块,所以回调幅度较大。

三季度医药行业的分化行情更加明确,中药、医疗器械、医疗服务等子行业不受反商业贿赂影响的优质公司三季度取得明显的超额收益,二胎政策放开、中药材降价、并购整合等主题投资机会得到明显体现。

李文健:处方药前期分化严重,部分个股被错杀。蒋秀蕾:看好业绩持续稳定增长的中药、医疗器械、生物药领域的龙头公司,看好化学药、生物药领域的创新药和产业转移的投资机会,看好医疗服务大产业方向。

细分板块行情可期

证券时报记者:医药板块行情是否结束?四季度是否还有机会?如何布局明年?

李文健:医药保健板块行情谈不上结束。从逻辑上看,无论外界因素如何改变,医疗需求都不会下降。从中期看,医药保健行业可能会受到一些政策的扰动,折射到资本市场上,这种扰动有时会被放大,从而造成股价波动较大。但对于医药保健行业而言,政策只是扰动因素,而非决定因素,这与白酒有很大区别。政策虽然会对医药公司的经营产生扰动,但影响不会很大,前期投资者过于担心。医药行业的调整,有时候更多是一种修整,为了酝酿下一轮的上涨。对于投资者而言,只要选择优质的股票,耐心等待即可。

四季度医药板块行情可以期待。四季度还剩下两个月,大盘机会不会受到一些政策的扰动,折射到资本市场上,这种扰动有时会被放大,从而造成股价波动较大。但对于医药保健行业而言,政策只是扰动因素,而非决定因素,这与白酒有很大区别。政策虽然会对医药公司的经营产生扰动,但影响不会很大,前期投资者过于担心。医药行业的调整,有时候更多是一种修整,为了酝酿下一轮的上涨。对于投资者而言,只要选择优质的股票,耐心等待即可。

蒋秀蕾:四季度,医药子行业和个股分化进一步加剧,未来医药板块表现将持续上演“不断分化、强者恒强”的局面,医药行业政策继续恶化的可能性较小,估值溢价压力环比有所减小。医药板块2013年还存在细分行业行情,四季度重点看好2014年成长确定的、短期无政策风险(如降价风险)、有望逐步实现估值切换的中药和医疗器械领域的龙头公司;对于明年,我们将坚持

核心竞争力+高增长+主题投资”的投资策略,重点配置医药行业里中药、医疗器械、医疗服务以及化学药和生物药领域中的优质公司。

2014年增长确定公司有望实现估值切换

证券时报记者:今年医药板块收益率超过30%,同期沪深300跌幅6%,目前医药板块估值水平是否偏高?蒋秀蕾:医药行业(剔除化药)2013年整体估值31.2倍,绝对估值低于历史均值水平(32.33倍),高于2012年同期的29.6倍,个股之间分化严重。经过前期回调,部分2014年成长确定的公司估值逐渐显现吸引力;申万重点公司2013年估值8.58倍,溢价364%,目前相对估值溢价远高于历史平均(197%),历史最高为2010年的348%,但环比有所回落。

目前,医药板块估值水平处于比较高的水平。但我们认为未来医药板块的估值水平将继续分化,高估值的公司有望通过高成长的业绩化解,低估值的公司在业绩趋势没有明确变化时难以扭转估值状态。三季报业绩增速高,2014年增长确定的公司有望率先实现估值切换。

李文健:目前医药板块的整体估值较为合理。相较于其他行业,医药保健行业虽然弹性不是很大,但一直保持稳定增长。

过去一年多来,医药板块持续跑赢大盘,积累了较多的超额收益,目前一线医药公司2013年的动态估值约30~40倍,对大盘的溢价率处于历史高位,但由于医药行业

稳定增长,跨年度的估值切换可能在四季度完成。

部分处方药个股被错杀

证券时报记者:未来医药板块的分化是否还会延续之前的态势?如何看待各细分板块的机会和挑战?

李文健:受行业增速放缓、政府反商业贿赂、各地陆续实施医保控费等不利因素困扰,三季度医药板块明显分化,医疗器械、新药研发、偏消费属性细分领域表现较好,处方药表现较弱。这种分化四季度未必会延续。其中,医疗器械前期涨幅过大,未来可能会出现休整,这在前期市场表现中已有所反映。而处方药作为真正能够体现医药行业升级和消费趋势的最主要细分板块,由于受政策干扰较大,处方药前期分化严重,部分个股被错杀。目前市场对短期因素看得过重,容易产生失真。在行业内部分化严重,产业集中度不断提升的背景下,优质企业成长空间更大。

蒋秀蕾:2013年的医药板块行情就是典型的分化行情,未来不光是受政策面和需求端变化的影响会持续分化,医药行业自身的集中度提升也将加剧公司间的分化。

我们未来重点看好业绩持续稳定增长的中药、医疗器械、生物药领域的龙头公司,看好化学药、生物药领域的创新药和产业转移的投资机会,看好医疗服务大产业方向,随时关注国家政策变化,看好基本药物和新版医保用药在未来两年的投资机会,关注反商业贿赂常态化后对国内化学药企业竞争格局的变化。

科技热潮中买入,而是待互联网泡沫破裂、IBM转型为服务型公司后,才将其作为价值型股票买入。巴菲特的“抽烟屁股”的投资方法,本质上就是典型的“识鸟”模式。

从专业投资的角度来看,这两种风格都可以取得成功。今年以来,对传媒、电子、互联网、环保等细分行业的投资是典型的“听风”模式,这些行业都是顺应经济结构调整方向的朝阳产业;而对双汇发展、青岛啤酒、格力电器、伊利股份等股票的投资是典型的“识鸟”模式,这些公司都是经历残酷市场竞争后奠定行业地位的龙头公司。两种模式在今年都以各自方式取得了不错的投资业绩。

“听风”是积极进取、注重高成长的投资方法,要求基金经理具备对大趋势研究的前瞻性与敏锐度,因为“风向”转变的规律具有不确定性,“风向”的变化总是在不知不觉中发生,所以,“听风”模式在历史长河中具有一定的阶段性特征。而“识鸟”是稳健、长期可持续的投资方法,是适合大型资产管理的主流投资模式。当然,最好的投资莫过于“在风中找到一只鸟”,如果你在十几年前的软件时代早期投资了微软、最近十年的互联网大潮初期你投资了谷歌、腾讯等,那么,恭喜你,你已幸运地与有意无意站在浪潮之巅的企业并肩,因为分享到企业经营几何级数的复利增长是专业投资者可遇不可求的梦想。

(作者系易方达基金管理有限公司副总裁)

瑞银预测中国明年GDP增幅为7.8%

证券时报记者 李浩浩

近日,瑞银全球宏观团队发布的《全球经济展望2014-2015》指出,得益于美国经济活动回升且欧元区成员国继续逐步复苏,未来两年全球增长将温和加快。受发达经济体增长改善且出口获得相应提振推动,明年中国的经济活动将回升,全年国内生产总值(GDP)增幅有望达到7.8%。

报告认为,整体上,全球经济增长将从今年的2.5%加速至2014年和2015年的3.4%,全球长期平均增长率在3.7%左右。中国2014和2015年GDP增幅预计分别为7.8%和7.2%,预计2014年和2015年美国GDP增长率均为3.0%,预计2014年欧元区GDP增长率为1.1%,2015年为1.5%。

2014~2015年全球经济可能出现的新情况包括:欧洲的复苏和新兴经济体势头的减弱。预计欧洲的复苏将给全球增长和贸易带来提振,而随着信贷助推的增长减弱,新兴经济体势头也减弱。

中海基金陆成来:债券配置价值凸显

中海惠利拟任基金经理陆成来博士认为,四季度信用债的机会主要取决于投资机构信心恢复,以及信用冲击过后的边际改善。近期,城投债一级市场招标良好,9月份保险、基金增加利率债配置,市场信心已有所好转。经过三季度的调整,目前债券收益率处于较高水平,配置价值凸显。(程俊琳)

农银汇理基金 40068-95599  
农银汇理主动偏股型基金 今年以来,近两年,近三年 净值增长率均位列行业第1  
基金经理 曹光裕

中银基金管理有限公司  
五年持续回报明星基金公司  
2012年中银基金业绩双丰收