

经济差不等于股市跌

吴丰树

最近,国内外股市走势较弱。部分投资者认为,经济情况较差,股票市场不可能上涨。

表面上看,似乎很有道理。成熟的股票市场不就是经济的晴雨表吗?然而,另有投资者会质问,为什么过去两年中国经济状况比美国好,股票市场的表现却相去甚远?

我认为,不能简单地用宏观经济增速来预测股票市场,至少它们之间绝不是线性关系。

解释中美过去两年来股票市场的表现,个人认为,最重要的因素是两国货币政策取向的不同。2009年8月份开始,中国政府为应对通胀基本采取紧缩的货币政策;而美国从金融危机后采取的是宽松的货币政策,以刺激经济增长和就业增加。国内紧缩货币政策的结果导致市场流动性越来越差,民间市场利率不断攀升,股票投资者风险偏好下降,市场估值水平不断创新低。

另一个重要的原因在于中国股票市场指数的特殊构成,房地产及相关周期性行业占据过大的权重。过去两年来受房地产调控影响,与地产相关度较高的周期股拖累市场整体指数的表现。

从去年底开始,中国政府的货币政策开始转向。过去两个季度以来,它的表现也并不逊于美国市场。可见货币政策相较于经济增长对于股票市场的影响更大。

(作者系华安核心优选股票基金经理)

做股市里的简单投资者



方烈

在股票市场中,做一个有业余投资者心态和职业投资者风格的普通投资者很有必要。

所谓业余投资者心态,即很多时候不能过于关注短期业绩,最好远离股市;所谓职业投资者风格,即投资人必须要有极强的敬业精神,对上市公司的研究要做到掘井三尺,弄懂弄透。

大道至简,投资可以很简单!从

专业知识看,投资人不必是数学家,不需要构建复杂的数学模型;投资人也不必是经济学家,不需要整天关注消费者物价指数(CPI)、国内生产总值(GDP)等一大堆指标,因为这些数据有一大堆经济学家为你解读,何况数据也不见得都客观真实。投资人也不必是个会计师,但需懂一点财务知识,因为企业的经营状况全反映在三张表上。

考察微观公司层面,我喜欢财报分析+调研(草根调研和公司实地调研)的模式。在财报分析上,巴菲特说他看财报就如同别人看花花公子一样。财报所包含的信息量很大,即便懂得正确的阅读方法也是一件很累的事情。这就需要:第一,识别造假。看财报首先是看问题,避免掉进陷阱里,看公司有无造假嫌疑,如果有,务必敬而远之。第二,看机会。财报阅读一般都需要对比分析,一是和同行业比较,二是和公司过去比较,能从中看到公司的潜能及变化趋势,当然也能看出异常。

调研过程分为两种,一种是草根调研,建议买离您很近的公司,至少您能看到它的产品,特别是消费品,您可以经常去商场或超市看看,是否涨价,销量如何,比如2009年一季度,在经历三聚氰胺危机后,去超市看伊利的销售情况,会明显感觉到消费者已经“好了伤疤忘了痛”,这时要敢买入,将带来几倍收益。

还有一个例子,2009年5月初参加古井贡酒股东会,会上专门品尝了公司的年份原浆酒,喝惯了川酒的浓烈,第一口喝下去感觉喝的是酒,但第二口就像水一样,很打击我们对该酒信心。接着我们去调研了洋河、金种子、迎驾酒等,最终发现苏鲁豫皖一带都是这种口味,也就是他们说的淡雅浓香,于是我们一路持有,如果没有这个草根调研,我们当时肯定卖了。

第二种是公司实地调研。最佳上市公司实地调研时机是公司的年度股东会。由于没有大机构的资金实力,上市公司不可能随时都接受普通投资者的调研,就算找朋友打招呼,公司

可能也就派个证券事务代表或董秘应付一下,见到董事长可能也是官话套话,且经验表明,你自认为离董事长越近,反而越容易亏钱,所以去公司调研最好的时机是公司股东大会,特别是年度股东大会,一般高管都在,可以问你关心的问题,另外别的投资者可能问一些您没想到的高水平问题。从他们的言语间你有可能看出问题。

此外,需要注意的是:你关注或重仓的公司尽可能亲自前往而不是听分析师或朋友转述;对上市公司高管或大股东的判断不可能见一两次面就能知道好与坏,更不能以他们对投资者态度的热心与否下结论。

宏观经济指标太多,一般投资者很难看明白,听经济学家的分析可能也会越听越糊涂,更何况数据是否可信有时也要打个问号。因此,宏观层

面,我主要看发电量和银行信贷。发电量数据是了解经济冷暖最可靠的指标,一则经济活动大都和电力相关;其次是电力数据不太可能造假。电力数据有两个途径可以获得,一是国家统计局;二是国家能源局。两者相差几天,所以可靠性较强。国家统计局发布的规模以上企业发电量,能源局公布的是全社会用电量。

毫无疑问,驱动股价涨跌最直接的因素就是流动性,与此相关的指标很多,还有一大堆银行信贷的数据,而大家最关心的就是广义货币量(M₂),个人觉得不用太看重该数据,因为该数据可能失真,其中包含了大量的票据业务(存入保证金再开票提现,会放大相关数据)。

(作者系深圳市海榕投资管理有限公司执行董事)



投资大视野

政策助力

医药生物或成2012希望之星

证券时报记者 景峰 潘潘 俊琳

经历了一季度的逆势下跌后,4月以来生物医药板块表现抢眼,整体涨幅超过8%。医药板块近期政策利好频传,日前发布的《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》提出要加快构建现代生物产业体系,广东省医药采购平台正式发布了《关于请部分生产企业确认基层采购价上浮10%的价格的通知》,政策助力,价格松动,医药生物板块能否持续带来超额收益,成为2012年的明星?本期圆桌论坛请安信基金投资基金经理陈振宇,民生加银稳健成长、民生加银内需增长基金经理蔡锋亮,海富通基金投资经理刘治国和信达澳银基金经理谭小兵进行深入分析。

医药行业最差时机

已经过去

证券时报记者:如何看待广东医药采购平台调高部分医药品种价格,对医药板块会有何影响?

蔡锋亮:整个医改进行了这么多年,之前对基药唯低价招标导致最终产生劣币驱除良币的效果,不仅影响医药企业效益,也滋生众多不良社会影响,并影响医药公司的估值。广东基药招标方案中不招价格只招厂家及提高部分品种政府限价等使招标预期有明显转向,有利于医药板块估值提升。

陈振宇:广东这一举措最大的意义在于目前医院用药以价为主的招标政策出现松动,未来有可能将原先在地方药品招标过程中变味的“安徽模式”(以低价为主)转向以保证药品质量和疗效为主,兼顾价格和企业盈利。广东省首先行动,其他地方很可能跟进类似的措施,今年的医药行业政策已出现转向特征,会对去年矫枉过正的政策作出修正,给医药企业让出部分盈利空间。

刘治国:广东省这一举措,采用了综合评价的方法,加大质量权重、质量、价格权重七、三分成,并运用了区别定价等质量层次划分。有部分券商认为是行业利好,医药行业最差时机已经过去,看好医药保健品的长期需求。但事实上新的评价方法降低了价格权重,对国内许多医药类企业来说未必是利好消息。

谭小兵:首先要明确,基层采购价是最低价格,334个品规被允许上浮10%之后的价格相对2009年广东省的招标价还是下降的,而从整体上看,广东省这次招标中,上市公司品种中标价平均比广东2009年招标降13%,比全国平均降10%,降幅在可接受范围内。

但广东省基药招标出现诸多积极意义:(1)县级以上医院次低价中标,体现质量层次;(2)中标价考虑原料药成本上涨或质量标准提升因素,是一大进步。这说明政府已意识

医药行业估值处于中等偏低水平

证券时报记者:如何判断当前医药板块的投资价值?近期医药股连续走强的原因是什么?

刘治国:医药板块近期连续走强有炒作成分。个人认为医药板块整体行业风险依然较大。据媒体披露,卫生部对安全无效类药物的限制将进一步严格,上市公司的主打产品中不乏一些辅助药、安全无效药、可用可不用的药物,在这些政策规定下,相关公司可能受到严重影响。

蔡锋亮:医药股在5月大幅获得超额收益的基础上仍有较大投资价值。经过2010年四季度以来的不断调整,其中既有此前预期过高导致业绩低于预期等因素,也有包括医药行业各种负面事件冲击等连续挤压整个行业估值,在长达5个季度的调整后,其估值基本处于历史的偏低水平,因而任何催化剂的出现都可能使板块得到估值修复。6月份,在经济数据不好连续得到印证后,具备业绩确定性及成长性的行业仍会得到重点关注,医药行业便是其中之一。

陈振宇:截至6月8日,申万医药板块估值约为29倍PE(ttm法),在各行业排名第五,在过去11年,医药行业历史估值水平相比处于中等偏低的水平。我们认为医药行业的估值已经较为合理,未来医药股整体板块持续走强的可能性不高,这是因为成长型医药企业特异性较强,行业今年快速出现较大盈利改善很难,需要具体分析,自下而上选股。

过去一个多月医药股整体走强的直接原因是目前市场中亮点较少,而部分医药公司在重大原料瓶颈、新药研发审批进展、获得较有竞争力的新品种等方面,逐渐取得进展并公告,提升市场信心。同时广东药品招标具有政策转向迹象,使得投资者对医药行业未来成长确定性更高。在整体宏观经济下滑,各行业均需求不足的背景下,医药行业属于少数需求稳定增长的行业。实际上,医药企业大部分目前在经营和财务层面上暂无明显的提升。

谭小兵:近期医药股连续走强更多的是资金推动,而不是基本面发生根本改善;预计下半年的医药股会比上半年相对要好,一是行业利润增速有所回升;二是估值切换。

证券时报记者:您认为医药行业的主要风险会在哪里?

陈振宇:我们认为医药行业主要风险来自两块,分别是客观政



●医药行业最差时机已经过去,看好医药保健品的长期需求。

●医药行业估值已较为合理,未来整体板块持续走强的可能性不大。

●近期医药股连续走强更多的是资金推动。

策调整、各种突发事件如不良反应)和主观过度炒作题材、为求短期增长过度透支企业未来成长能力等企业自身导致的风险)。由于国内医药行业除OTC(非处方药)部分外,医院市场中的药品竞争一直就不是纯市场化的行为,在此经营的制药上市公司往往易受到客观风险的影响,应对这种风险的能力本身就是企业阿尔法优势的重要部分。这需要我们除了事先多做及做细研究工作外,还需要时刻保持跟踪。今年医药行业主要风险可能来自各地招标政策差异及医改推进进展及利益分配方式,这是行业上最大的客观风险。而主观风险则需要我们从公司调研、基本面分析、外部资料的研判上下功夫,确立公司的核心竞争优势以及无能力来应对客观和主观的风险。

蔡锋亮:目前大的行业性风险并不明显,小的风险来自市场情绪波动,毕竟整个板块的估值我认为整体已经过了低点。

刘治国:中国医药行业内有较高研发能力的公司数量非常有限,创新药比例很低,绝大部分产品是专利保护期到期后的仿制药,目前仿制药的毛利率达到80%,这是非常不正常的。有研究机构预期,未来5-10年仿制药的毛利率将降低到40%。毫无疑问,这会给相关公司带来风险。

证券时报记者:医药板块投资,应重点关注哪些类型的公司?

陈振宇:我们按照F+G模型进行选股,对医药行业也不例外。其

中F是Franchise,指企业的经济特权,G指行业成长性。医药行业我们长期看F与G兼有的企业,比如已拥有扎实研发平台,在某些领域已经具有仅次于外资药的品牌仿制药企业,或者是中药中具有资源品属性同时又具有极高品牌知名度的企业。中期看的是F与G至少有一样的企业,比如某些新兴医疗器械行业,短期则是近期有可能因研发进展或是赢得有利的商务诉讼带来的确定性较高短期刺激的企业。

蔡锋亮:关注几点:一是中药,特别是具备消费特性的品牌中药企业,这类企业具备长期的增长潜质;二是通胀下行中部分中药材价格下降可能为部分制药业绩带来的毛利率回升的机会;三是剂型创新或具备新增长模式的公司;四是民营资本进入的医疗服务类领域及开始进行规范化管理的辅料领域也为一些企业提供良好的发展空间。

刘治国:医药行业两类公司值得关注:一是主打产品安全有效,或行业有准入门槛,为国家管制类药物,如麻醉药;二是企业有强大研发能力,独家产品进入基本药物目录。总的来说,随着中国进入老龄化社会,对医药保健品有着长期增加的需求。但投资时需要严格甄别个股,了解产品,甚至不能单看公司估值和盈利数据。

谭小兵:避开降价风险,挑选品种上具有核心竞争优势、业绩增长确定的公司,此外业绩或经营局面有望反转的也值得关注。

绝对收益的大门已打开

李锐

在收藏品、农产品和物价开始三级跳的过程中,老百姓明显感觉到票子越来越毛。楼市开始限购,股市延续下跌,保险产品的收益率也越来越没有吸引力,老百姓资产保值增值的庞大需求在理财产品中找到出路。

理财产品的热销是老百姓认识到绝对收益的重要性,也就是首先本金要不亏损,其次是收益率要超过一定的绝对额,至少是通胀或一年期定期存款的收益率。但部分机构投资者仍然笃信相对收益的信条。

相对收益理念在A股市场看起来是南橘北枳,A股缺乏相对收益生存的土壤。中国核心股票指数——上证指数没有绝对回报,相对收益的基础看起来不存在。究其原因,中国股票市场发行人的主体国有企业面临出资人缺位,由于代理人问题导致公司治理有先天缺陷,在法制保护不足的情况下整体市场股权文化缺失。这导致:其一,在内部人控制下,上市公司只注重融资,在进入全流通时代后,除了传统的IPO,再融资更成为减持的替代方式爆发式增长。A股可流通市值到2011年底超过16万亿,10年增长12倍,复合增速接近30%,远超GDP增速。其二,缺乏稳定分红政策导致股息收益率屡创新低。若考虑扣除非经常性损益占总股本超过2/3的两个垄断行业金融服务和采掘, A股市场其他行业整体的分红收益率创下10年来的新低。其三,大股东或内部控制人借助信息优势和各种特权形成强势地位,中小股东利益无法得到保障。由于环境不同,相对收益理念作为整体在A股的实践历史上乏善可陈。

相对收益理念下投资策略的核心是对市场预期的揣测,而非对基本面的研判。从相对收益理念衍生的投资策略看,其有效性也在逐渐下降。A股的相对收益投资类似打麻将,重在博弈。策略组合虽然丰富,但有效性随参与者的复制和增加而下降,最终超越收益空间消失。

老百姓已经开始选择绝对收益,部分机构投资者从市值管理和抵押品价值角度也选择绝对收益。我们认为作为未来发展必然趋势的绝对收益策略大门已经打开。

投资的目的是实现资本的长期保值增值。在外部环境的改革未能提供一个有持续绝对收益的股票市场前,作为投资经理人,我们能做的是顺应市场趋势,积极探索和实践绝对收益理念与策略。

(作者系鹏华基金管理有限公司投资部投资经理)

预期反转的机会与风险

付娟

本质上而言,投资者投资于资本市场,就是投资市场的未来收益预期,这也是资本市场最具挑战性和吸引力的所在。

预期,在每个业绩披露的空档期都会发挥得更为显著。今年二季度,表现最抢眼的证券板块就是大逻辑预期反转下的结果。金融体制改革为证券行业创新转型打开了空间,随着监管层各项措施的推出,券商股的逻辑已从历史上简单粗暴的赚取市场β行情,转换成ROE持续上升的长期价值投资逻辑。

阶段性上演预期反转逻辑的还有不少:LED芯片因为短期内产能利用率上升,在照明市场启动的预期下,价格也止跌回升,加上LED照明政策的刺激,股价阶梯式上涨;医药行业去年一年受到药品降价政策的压制,随着低价中标以牺牲质量为代价的舆论压力加大,部分省份招标政策转向,医药行业出现政策反转预期下的上涨;煤价下跌预期下,火电盈利有望超预期。

二季度结束,当上市公司的经营有了分析的结果,再到中报业绩的最终披露,各种预期将得到阶段性的验证,预期会被相应地调高或降低。那些无法得到业绩支撑、假借板块乘机上扬的非优质股票会被证伪,更有投资价值的公司也会被筛选出来。

(作者系农银汇理消费主题股票基金经理)



投资过程决定投资结果

蔡海洪

管理公募基金以来,情绪经常随着组合的净值表现上下波动,相信在这个以成败论英雄的行业内,没多少人能心静如水地面对成功和失败,对于广大投资者亦是如此。

卡耐基《人性的优点》中引用了美国海军上将厄耐特的一段话:“我把我们最好的装备供给给最好的士兵,再交给他们最拿手的工作,我能做到的就是这些。”

对于投资而言,我们要做的是把资金以合理的价格投向优质的企业,这当中最难的当然是如何辨别优质的企业以及如何相对准确地定价。要做好以上几点,需要一套完整的“过程”。我们的工作就是不断完善决策的过程,当前的结果取决于之前的过程,而当前的过程决定未来的结果,所以在任何时候没有必要对结果烦恼或者喜悦。

(作者系易方达策略成长、策略成长二号基金经理)