

2010年:企业盈利向好和流动性下降的博弈

——对话鹏华基金副总裁高阳

新年的钟声敲响,摆在投资者面前的则是崭新但充满未知的2010年。在宏观经济将持续向好的一致预期下,如何去解开2010年的投资密码已成为投资者关注的首要问题。带着这个问题,本报记者专访了鹏华基金管理公司副总裁高阳。

◎本报记者 安仲文 黄金滔

要关注未来市场风险

基金周刊:目前投资者都憧憬2010年的股指能够继续上扬,但从风险的角度上看,你认为2010年哪些风险是值得关注和提防的?

高阳:宏观经济继续向好是2010年的一个大概率事件,但同时另一个大概率事件是过度宽松的货币和财政政策的退出。我们认为2010年政策退出的时间和力度存在着不确定性,很多人认为2010年上半年货币政策不会改变,但小概率事件是必须考虑在内的。因此,如果2010年政策退出的时间早于大家的判断或退出的力度大于市场的预期,这一方面的风险是很大的。

今年另一个主要的风险因素是市场融资的问题。2009年的首发规模已经超过1800亿,增发达到3000亿,配股也超过100亿,2009年融资的整体规模接近5000亿。我个人认为2010年市场融资规模出现七八千亿可能是一个常态,突破万亿也不是没有可能。目前A股市场也不便宜,市场已经有超过1/3的股票创出6000点以来的新高。

基金周刊:除了上述风险,还有哪些因素会左右今年市场行情的演绎,今年市场的波动是否会加大?

高阳:两年前当大盘的点位在4000点附近时,当时对应的总市值大约为31万亿,流通市值当时是8万亿,流通市值占居民储蓄的比重是43%,当时居民储蓄是19万亿。到2008年12月8日的时候跌到1664点,这时候总市值只有14万亿,流通市值只有3.8万亿,居民储蓄是21万亿,流通市值占居民储蓄的比重在18%左右。2009年8月12日的时候,这时候流通市值大约是11.8万亿,居民储蓄是25万亿,流通市值占居民储蓄的比重达到47.2%。目前最新流通市值达到14.8万亿,居民储蓄的市值基本上没有太大变化,这个比重已经上升到59%。

这就意味较以往支撑市场的资金受到较大幅度的压缩。影响今年行情的两个关键因素:基本面和流动性。我们判断今年市场的基本面会持续向好,但是流动性可能会持续下降。企业盈利不断向好和流动性下降将交替影响股票市场的表现,股价的推动力量取决于二者的边际力量哪个更大。

在目前的时点看,流通市值占居民储蓄的比重已经超过了原来的4000点,尽管这个指标不一定能完全准确的反映市场的变化,但从历史来看这还是具有一定参考意义。投资者都希望行情能够持续上涨,每个人都这么希望,但是应当慎重考虑资金的来源。

从市盈率角度来看,我觉得目前的估值是基本合理的。根据沪深300,2009年PE是21.7倍,但是剔除金融股以后目前2009年的PE为27.5倍。2009年沪深300净利润同比增长22%,今年市场预期沪深300净利润同比增长28.7%。我觉得这是比较合理的。所以说,如果从历史水平来看,市场的估值水平处在历史均值附近,我觉得今年市场围绕历史估值中枢波动也就会成为常态。

今年个股机会很精彩

基金周刊:公司在2010年基金投资上具体操作思路是怎样的,今年是否存在大的投资机会?

高阳:如果今年的股票出现较大幅度的上涨,那么也就意味着风险开始加大。总体来说,2010年的投资操作就是防止股票出现涨上去的风险,同时关注债券跌下去的机会,债券市场今年出现下跌应该是一个概率较大的事件。我在2008年特别强调了2009年的股票市场投资机会,看淡债券市场;现在完全相反,2010年的股票市场虽然也存在很大的机会,但是更要防范涨上去的风险,而2010年债券市场将出现下跌,要关注跌出来的机会。

2010年的股票操作在行业上是很难挖掘到比较大的机会,个股的投资机会比较大。我刚才强调2010年的市场风险,这不意味着今年可以不去投资,市场也就没有上涨的空间。中国经济整体发展水平还不高,国内经济发展空间还很大。所以,我觉得在大国经济、增量经济这两大重要的背景之下,A股市场在很长一段时间都不缺乏结构性的投资机会。国内目前不断涌出的新商业模式、新技术、新经济增长点都给股票投资提供了机遇,今年机会将会更多来自于个股,行业性的机会可能仅仅是阶段性的机会。从股票整体操作角度来说,我们的策略是从风格上转向大盘,同时去捕捉一些有超额收益的个股。

基金周刊:外界预期2010年可能出现市场风格转换,鹏华基金对大盘股和中小盘股的投资态度是怎样的,如何确保自己的超额收益?

高阳:作为一个整体板块来说,小盘股的溢价在历史上已经达到历史高点。但是鹏华基金对于中小盘股票的机会将积极参与,但对目前估值过高的创业板股票却需要十分的谨慎。我们更愿意挖掘有独特产品、独特技术的高成长性的企业,尽管我们可能在具有一定涨幅后才开始布局,投资高增长、有技术门槛的企业可以消化估值的压力,所以我们一定会积极参与。此外,小盘股也通常会比大盘股获得更高的溢价,所以小盘股也会存在较大机会,鹏华基金2010年开始发行的鹏华中证500指数基金也正是看中了这种机会。同时,必须要清醒认识到,基金公司作为市场上的较大的参与者,肯定会把主要的资产配置到最安全的地方,因为获得良好投资回报的前提是先保证不亏钱或少亏钱,当前阶段估值便宜又有一定增长的蓝筹股是首要选择。

超额收益来自两个方面:一方面,我们的超额收益来自于基金经理的风险控制能力,也就是说在市场波动或下跌时,我的基金资产比别人亏的少;另一放面,超额收益是来自基金对个股的挖掘,特别是在中小板上挖掘真正具有高增长和安全边界的优质股票。这是我们基金投资的一个大致的操作思路。



低端消费可能孕育大牛股

基金周刊:鹏华基金成功挖掘个股的操作思路是什么,哪些因素可以吸引基金经理去布局,有什么样的案例?

高阳:很难以一个或两个选股指标去概括个股选择的整体思路。具体而言,我们已经构建了一个以成长性、技术壁垒、财务指标和管理团队等各个因素的研究构架来分析和选择个股机会。鹏华基金2009年在家电领域挖掘到两只股票,其中一个家电企业一开始并不得到完全的认可,我们内部曾对它有过激烈的争论,虽然财报看起来很漂亮,但是大家觉得这个公司是做黑电的,国内并不掌握黑电的核心技术,公司的现金流以及毛利润增长虽然可观,但大家认为利润增长仅仅是因为2009年特殊政策时期下成本降低所致,但是最后我们仍然认为这个公司的基本面实际上发生了一些改变,它成为全球少数几家能够生产LED背光液晶显示器的生产商,这意味着上市公司已经在关键技术上取得了突破,鹏华基金在今年七八月开始布局,目前也已经获得较好的超额收益。仅仅从财报上去观察一个股票的价值是不够的,只有产业和公司发生的实际变化等因素去分析才能真正挖掘到企业的投资机会。

基金周刊:您个人觉得未来个股投资机会可能出现在哪些领域?

高阳:很多方面,节能环保、新能源等新的技术和经济增长方向。我个人认为消费将是一个长期的投资主题,特别是低端消费这一领域可能会存在很多机会。在“和谐社会”这一伟大构想的指引下,收入分配政策将向低收入人群逐渐倾斜,城镇化进程的加快也会促使低收入人群在增加收入的同时增加边际消费倾向,我们已经从2009年家电下乡等活生生的案例中看出这一端倪。同时,为社会提供低端消费品和快速消费品的一些公司并没有被市场充分挖掘。通过低端白酒和高端白酒的对比,我们可以看出一些有趣的事情。当前,高档白酒的利润是98亿,对应的市值是2850亿;中低端白酒的利润是140亿至200亿,对应的市值才1174亿。目前竞争参与者还没有重视低端白酒这块市场,但中低端白酒的销量是最大的,特别是一些区域优势品牌未来可能会受益,并超出市场预期。现在投资者很少关注的中低端消费领域出现未来牛股的概率是比较大的。