



上证理财博客精粹

复制成功



易阳方

霍根是高尔夫球运动中一个传奇人物。他练习非常专注和勤奋，他呆在练习场的时间比任何一个专业选手都要多，他通常要练习到手流血为止。他回到房间也会继续练习，连出去比赛在下榻的宾馆也不例外。他在宾馆练习球持续到深夜，球撞击墙的嘈杂声经常会影响到隔壁的房客休息，所以知道他习性的人都不愿意住在他隔壁。霍根对打高尔夫球的每一个动作都认真至极，每一次挥杆、每一次推杆，他都非常讲究精准。他对球具也非常讲究，甚至连球也不例外。他会将一箱箱的高尔夫球搬到浴室，放进浴缸，让球浮在水上(那时的高尔夫球因为材料的原因会浮在水面)，然后他仔细观察球在水中的运动状况，通常浮在水面上不滚动的球是最好的球，他将它们挑选出来留下来，剩下的球就会被他丢弃。他的近乎苛刻的挑剔，按照他本人的话，是在追求“严格的可复制性”，在他看来，所谓的专业能力就体现于此，也正是这样，才造就了他的职业辉煌成就。他球技的“可复制”也成了这项运动中的传奇故事。

每个行业能成为大师级的人物，并不是因为他的某一次的偶然成功，而是因为他成功的“可复制性”，即使他是长胜将军。投资也不例外。前不久，投资大师巴菲特将他毕生积累的财富的绝大部分——价值300亿美元的伯克夏-哈撒韦股票捐赠给慈善事业。他的巨额财富全部来自他的证券投资。他最早以100美元起家，经过近50年的成功投资，跻身于世界首富之列。50年的投资生涯，他追求的目标仅仅是每年超过比较基准10%。从1957年到2002年，他的记录是年均复利增长率23.5%。按伯克夏-哈撒韦公司帐面价值，如果按伯克夏-哈撒韦的股票价值计算，是24.7%，同期作为比较基准的指数是年均复利增长率9.8%。专业的投资人在投资历程中，一年或几年甚至连续几年超越比较基准或大盘并不难，难就在持续超越比较基准。巴菲特的伟大在结果上表现为几十年投资业绩超越了比较基准，但其核心是在于他的成功模式可复制性。成功模式的复制性，换句话说就是盈利的可持续性，应该成为专业投资人毕生追求的目标。

前面霍根的例子是如何保持成功的可复制性的比较好的注解。对于投资来说，要想取得巴菲特的可复制成功，首先要专注和投入，要将投资视为他的一切，甚至是生命，而不仅仅是工作或职业。巴菲特的爱好和最喜爱的休闲活动是看年报。索罗斯经常做梦想到投资。彼得林奇在爱尔兰度假时想的是道琼斯指数而不是古老的城堡。我们不能指望空闲时间练习一下网球就能搞到温布尔登的桂冠。热爱和投入是成功的可复制性的最关键因素。(博客地址: http://yiyangfang.blog.cnstock.com)

更多精彩博客请见中国证券网·上证博客首页 http://blog.cnstock.com

国泰君安：1560点以下可逐步增仓

跨越股改，渐进的“全流通”迎面而来，IPO和再融资已全面恢复，市场重新恢复“吐故纳新”的功能。未来是大流通、大发展、大革新、大扩容的时代，政策出台将频繁密集，旧的管理体制将被逐一击破，资本、股权将加速流动，金融品种创新也将加速，这势必推动整个A股市场保持相对的活跃，并创造出各种投资和套利的机会。由此，A股市场的存量资产将面临更多增量资产的冲击，市场价格体系由于局部的不平衡将产生错配，投资机会的结构性特征将更强，“投行创造价值”也将翻开新的一页。

对于下半年的市场发展趋势和投资机会，在比较了宏观、政策（产业和金融）、资金、估值、历史规律，我们有如下认识：
估值：动态有相当的吸引力

估值的高低和投资者偏好、情绪密切相关，和资金流动性也存在正相关。我们在不考虑增量对存量影响的前提下，静态地比较全球股市中A股估值的吸引力，用PB和PE构建直角坐标系下的点状图，可以得出目前A股估值没有优势，净资产收益率处于全球中游的结论。但当我们考虑了本国经济领先全球的高增长时，观察用PB和PEG构建的直角坐标系下的点状图时，我们不难发现投资A股的潜在风险更小、潜在收益水平更高（新综指peg接近0.8）。A股全市场被还原真实价值的估值历史告诉我们，“调整后PB”达到26倍就是上证综指的高点，按目前点位，A股PE显示泡沫有限，A股的PE完全有继续上行的余地，不考虑增量因素和新股发行首日即计入指数的影响，中期看如果市场情绪和资金供需能实现平衡，2000点附近才是估值需要警惕的高点；而目前PB突破置信区间的上轨，可以通过滞涨和回调两种方式来回

到置信区间内，而未来市场选择的路径将随资金供需和投资者预期来平衡。

盈利：两大因素提升全市场水平

宏观紧缩环境下固定资产投资增速的减缓，使投资者陷入经济减速，企业利润是否将出现快速衰减的大讨论，我们也不能幸免。事实是，我们发现上市公司的企业盈利能力到目前为时并未出现向下的逆转，虽然主营业务利润率的下降超过了企业盈利下降的幅度，但同时我们也看到资产管理效率在宏观调控中得到提高，总资产周转率明显呈现向上的趋势，众多上市公司以管理效率的提升，化解了单位收入盈利能力的下挫，这在工业企业中表现得尤其突出。未来，所得税的并轨，管理层激励将提升上市公司盈利。我们下半年更看好下游行业的业绩复苏。

资金：时间和总量将有错位

我们预期下半年二级市场的IPO资金抽离将达900亿，股市筹资压力巨大。而QDII增速更为惊人，短短几个月累计获批额已达83亿美元，超过OFII累计获批额近10个亿，而OFII是在历经三年左右才获得以上数



额，加之小非的冲击，我们预期，市场资金供求在时间和总量上将有所错位，也将带来股价的结构性调整。

我们还关注到自2季度后四大国有银行的超储率又有所下降，各类金融机构的超储率也已接近历史最低水平，因此，必须认识到未来无论是央票对冲还是提高法定准备金率，都将迅速导致贷款降低的结果。因此，我们可以认为，月内市场资金面将有回暖，而中期，任何紧缩货币的动作，都将影响信贷增量迅速减速，市场资金面也随之趋紧，带来相关资产价格的波动。

机会：1560点以下是增仓的起点

我们在通过经还原的真实估值的置信区间、汇率和上证指数的伴随关系，新股因素、业绩波动、PE波动和指数区间的关系的多角度立体推演后，结合前文分析的各项因素，认为1560点以下，是资金逐渐增仓的较佳起点。而投资机会，对于低风险偏好者，可依次选择新股申购、参与二级市场价格已低于或接近大股东回售承诺价格的个股；对于相对积极的投资者，可重点围绕趋势把握投资，并利用政策出台频繁、制

度变革的修正、各方势力博弈、资金供需总量和时间的短期错配，把握二级市场价格上短期错配的机会。更重要的是，我们必须围绕增仓的大量注入，“投行行为”导致的价值创造故事，对市场涌现大量的结构性和主题投资机会做选时操作。行业线索方面，我们建议结合税制改革的预期，四季度起开始加大对银行股的配置。考虑业绩的时间分布，从四季度起加大装备制造业的配置。而国家对土地审批的收紧，使我们预期未来一段时间，由于资源稀缺，地产类龙头公司将更多受益。(执笔 吴坚雄)

下半年A股市场资金供需总量和时间将错位(单位:亿元)

融资分类	预计需求量	资金供给分类	新增资金
非流通股释放	792(260-400)	基金发行	700
IPO	900	券商自营和资管	100
增发形式再融资	200	保险	100(将极大受政策影响)
其它形式再融资	100	OFII	150
		社保与企业年金	150
		信用交易	100-200
		社会增量	150
总计	1992(1460-1600)	总计	1450-1550

注:括号内数字是预期大约有1/3-1/2“小非”流通的情景

■ 在线视频访谈·理财总动员

下半年投资展望(4)

科技股、券商股需要重点关注

嘉宾精彩观点摘要

- 我们仍然非常看好今年的股票市场
- 关注发行的数量还不如关注发行的质量
- 从现在开始到2020年是投资股市比较好的机会
- 在市场高潮时保持理智，在低潮的时候勇于参与

● 主持人:上海证券报 施俊

● 访谈嘉宾:

嘉宾:黄卓立,经济学博士研究生。2005年2月起至今担任华富竞争力优选证券投资基金基金经理。

赵密,工商管理硕士。2003年至今在华富基金筹备组、华富基金管理有限公司,先后任高级研究员、研究主管助理、研究主管兼基金经理助理。

李晔,2005年加入华富基金管理有限公司。

关于扩容与调整

主持人:如何看待最近市场出现的大幅度调整?

黄卓立:市场在6月份进行了一次幅度较大的调整,而且我们相信这个调整在未来一段时间还会延续下去。总体来看,这波调整主要是因为两个不确定因素冲

击。首先来看就是小非,就是所谓的非流通股股改一年后集中上市,在8月中旬开始冲击比较大,压力也比较大。其次,IPO以及再融资压力,中行上市以后不断增大。总体来看,这样的一些冲击,我认为主要还是一些短暂的冲击。对股票市场,我们认为虽然短期会有一个比较大幅度

的调整和震荡,但是从长期来看,特别是在三季度末和四季度我们仍然非常看好今年的股票市场。我们更关注整体经济面的状况,我们认为今年这样一个经济面的状况是在健康的扩张,而不是过热。

读者:今年市场的扩容与以往有何不同?

赵密:今年证券市场扩容并不是像往年那么简单,今年是双向扩容,IPO开闸之后包括企业再融资这方面是非常显著的,但是另外一方面入市的资金也是非常庞大的,如新基金和QFII等。我们认为今年整个市场环境是非常好的,人民币升值造成了单向的货币环境,这个环境是牛市的温床。从整体来看,在这种牛市的温床上还有双向扩容的基础上,我们对大盘股的发行并不是过分地担心,其次我们认为关注大盘股发行的数量还不如关注大盘股发行的质量。很多优质公司低价发行,给大家带来很多投资机会。投资者不用过分恐慌。至于大盘股或小盘股的投资偏好,我们认为选择公司要

看是否具有竞争力,是否能够持续增长,而并不是规模的大小。我们选择的公司就是具有核心竞争力,能够持续增长,为投资者带来回报的。

关于行业与公司

主持人:华富基金对哪些行业和板块比较看好?

黄卓立:今年余下的时间我比较看好的是这样几个板块,首先是高科技板块,其次是券商板块,为什么我们比较看好这两个板块?从行业的轮动格局上来看,全球高科技投资在2000年网络泡沫破裂后进入一个低潮,5、6年的时间过去之后,许多需求方面逐渐在增长,网络的用户数的增长,电子消费的增长,还有通讯产业的一个快速的抬升。所以我们判断在2000年以后,从高科技作为板块的角度来看,基本面已经是见底,很多上市公司已经在盈利方面体现出来。从目前来看,如果按照2005、2006年的市盈率来看,部分的高科技估值显得有点高。但是,如果把2007、2008年整个行业的兴旺发展后看的话,市盈率情况再

看就显得非常便宜。从目前的位置上讲,市场的调整,对这样一些个股就会出现非常好的买点。另外就是券商板块,因为我们今年以及明年的行情非常看好,所以券商无论从盈利能力还是对券商制度上的激励来看是最好的受益者。(下转 C2版)

更多精彩内容及视频回放请见中国证券网 http://www.cnstock.com/szdiybs/index.htm

cnstock 股金在线
本报互动网站:中国证券网 www.cnstock.com
分析师加盟热线:021-3867750

昨日嘉宾人气榜

名次	嘉宾	人气指数
1	胡昱明(国泰君安证券分析师)	239
2	蔡献斌(上证博客之星)	90
3	陈慧琴(华泰证券研究员)	40
4	陈文(自由撰稿人)	37
5	胡彦(德鼎投资分析师)	29
6	黄俊(海通证券咨询部经理)	20
7	郭峰(东北证券咨询部经理)	18
8	郭燕玲(上海证券咨询经理)	17

昨日精彩问答

问:请问G周高速(600033)后市如何?

黄俊:该股股改前涨幅较大使得近期表现平平,再则高速公路板块属防御性行业,业绩不会有大的跳跃,建议换股操作。

问:明天国航(601111)上市,请问股指是否会大跌,是否需要开盘就抛手中的所有股票,然后再买回?

蔡献斌:大盘不会大跌,相反反弹概率大,不要抛空股票,可等待反弹。
问:G宏源(000562)见底了吗,如何操作?

胡昱明:该股仍有一跌,还未见底,暂不补仓,再跌可以补仓摊低成本,反弹后逐步减仓。

问:7.1元买入的G云铝(000807),需要换股么?

陈慧琴:该股是广发基金重仓股,换股意义不大。

问:请问G原水(600649)后市如何操作?

郭燕玲:该股受重组以及水价调整的预期,后市可能存在一定机会。

问:G西煤(000983)被套,后市应该如何操作?

陈文:今年煤炭板块已不是主力的运作主线,但目前该股已经调整到较低的位置,可持有观望。(整理 黄亦菲)

更多精彩内容请见中国证券网·股金在线 http://www.cnstock.com/rzdt/gjzx

新华富时中国指数
新华富时中国 前收盘 日涨跌 最高 最低
50指数 4921.75 -43.47 4953.03 4896.53
200指数 3670.73 -29.05 3690.19 3649.21
红利150指数 5989.85 -63.48
600成长行业指数 538.8 -2.72
600周期行业指数 666.95 -4.28
600稳定行业指数 719.62 -7.62
保险投资指数 6286.76 -68.49
新华富时债券指数 111.19 0.08 1.6908-16年总回报1

网上交易 申购费率 低至0.6%
服务热线:021-58760808

高速行情 总买总卖
大智慧 Level-2
高速行情分析系统
下载 www.gw.com.cn
营业部安装 021-58760808