

## Fund

## 新债新股轮番登场 债基争相抢“食”

◎见习记者 谢卫国

近期,股票市场惨跌不止,债券市场却火爆异常。9月5日,万科公司债网上发行,投资者一哄而上抢破头。8日,四川长虹可分离债又将会上,同日上市的还有招商证券(首发新股)。

企债频发,新股开闸,债券型基金如鱼得水,争相抢食。基金经理认为,债券型基金面临较好建仓时机。

## 新债汹涌:收益或更扁平化

上周五开始网上发行的万科公司债,在市场上遭抢购。由于投资者认购踊跃,万科决定行使无担保品种超额增发权,超额增发14亿元,最终该债发行规模达到59亿元。而根据网下机构投资者票面利率询价,万科确定有担保品种票面利率为5.50%,无担保品种票面利率为7.00%。

相关数据也印证了债市的火爆。从周线图上看,自2007年12月下旬开始,上证国债指数便用开均线束缚,展开强劲上攻;而同期上证综指则从“天堂”坠入“地狱”。在上周,上证综指暴跌194.92点,跌幅达8.13%;而国债指数却上涨0.29点,涨幅达0.25%。与国债指数走势趋同的还有企业债指数。

“2008年注定是中国债券市场大力发展的一年。”泰达荷银集利债券基金拟任基金经理沈毅说。

首先,市场供求方面,由于去年底以来股票市场财富效应丧失,资金纷纷从股票市场撤出,转入债券市场。

其次,政策导向方面,国内债市政策导向积极,当前固定收益品种加速,可投资的债券品种多了。其

中,一个很好的案例就是,管理部门有计划的抑制上市公司定向增发冲动,让一些企业发债融资,如正在发行的万科公司债和周一将要上市的四川长虹可分离债等。

最后,宏观经济方面,当前国内CPI数据预期是稳中有降格局已定,如果CPI继续回落,央行加息可能性大为降低,债券的收益率水平将吸引更多的保守资金介入。

沈毅表示,债券型基金面临较好的建仓时机。

不过,与基金经理乐观态度不同,机构研究人员看法则是谨慎乐观。长证证券分析师阎红在展望9月债市时表示,市场预期受翘尾因素影响8月的CPI将继续回落,近期出台紧缩性宏观调控政策的可能性大幅降低,债市将继续享受宽松的政策环境。但是,近期债市的大幅扩容压力将降低债市的收益空间,预计债市的收益曲线将继续扁平化。海通证券在“2008年下半年可转债及衍生品策略”报告中也认为,今年下半年企业债指数会处于盘整震荡态势,可能还会小幅向下。

## 大盘新股开闸:对债基影响各异

债券具有“控制风险,收益稳定”的特性,但是普通投资者在投资债券时面临着各种各样的障碍,比如购买渠道限制、缺乏一级市场讨价还价的能力、对债券资产的风险收益分析缺乏足够的专业知识以及信息获取渠道缺乏等,债券型基金则为投资者提供了省时省力的稳健投资渠道,而在今年,债券型基金的尚佳表现也给投资者增添了不少信心。



徐汇 资料图

受益于债市的火爆,今年以来债券型基金业绩大幅优于股票型基金,成为基金资产的“逃生通道”。

在晨星公布的最近三个月开放式基金回报率前十名中(截至2008年9月2日),排名前十中均是债券型基金,收益率均在1.17%以上。从二季度数据来看,净值增长率排在前列的基金也主要是债券型基金。从今年基金发行趋势上看,债券型基金新发数量也是远甚股票型基金,整体规模上,前者更是领先后者200亿份以上。

来自泰达荷银基金公司的声音

是,由于通货膨胀和债券的价格成反比关系,在可以预见的未来,债券的价格会逐步走高,所以现在正是债券基金建仓的好时机。

但从投资基金的角度分析,“股票市场的运行情况对债券型基金的收益将有更多的影响。如果股票市场出现局部的阶段性投资机会,那么偏债基金将有较好表现。如果IPO持续发行,那么参与新股申购的纯债型基金将会受益。”分析师阎红表示,眼下,招商证券首发新股将与四川长虹可分离债同日过会,不同类型基金各有利好,值得期待。

## ■嘉实视点

## 今是昨非谈估值



嘉实基金研究部 马惠明

市场的变化常常令人感到今是昨非,2005年6月的998点,2007年10月的6124点,2008年9月又到2200多点;300元的中国船舶、154元的驰宏锌锗,40元的万科,转眼间已面目全非,有些股价仅是一年前的百分之十几。股价剧烈波动的驱动因素到底是什么?

## 估值是股价变动导因

估值是驱动股价变动的主导因素。我们通常把股价的变动归结为两个因素:盈利和估值,即股价 =  $E \times P \times S \times P \times E$ 。如果把整个市场当成一家上市公司,2007年全年上市

公司的净利润较2006年相比增长约50%,但同期指数的涨幅达到500%以上,2008年中期净利润同比增长16%,而指数下跌接近40%,非常明显,盈利的变化只解释了一小部分股价的变动,甚至无法解释(2008年中期盈利增,股价跌),而在此背后的是估值的巨大波动2006年初的约26倍上涨到2007年的超过60倍,而今又回到了20倍出头。估值是股价变化的主要驱动力。

多样的估值方法:上面提到的“估值”是市场中接受程度最高、简单有效的PE估值,即市盈率估值。实际上,除此之外还有多种估值方法,一般分为相对估值和绝对估值两大类:

市盈率PE(股价/每股收益)、市净率PB(股价/每股净资产)、市销率PS(总市值/销售收入)以及PEG(市盈率/净利润增长率),都属相对估值。

绝对估值主要是:

1、DDM模型(Dividend discount model/股利折现模型)

2、DCF模型(Discount Cash Flow/折现现金流模型)

(1)FCFE(Free cash flow for the equity equity/股权自由

现金流模型)

(2)FCFF模型(Free cash flow for the firm firm/公司自由现金流模型)

财务分析和盈利预测是估值的基础,各种估值方法之间也存在着内在的钩稽关系,我们不再详述,下面讨论的是关于PE估值方法的一些体会。

## 对估值的再认识

市场的剧烈波动让我们对估值的玄妙有了更多的思考和理解,实际上估值绝不仅仅是做好假设,计算出所谓合理估值,这样的结论也许仅具有理论意义,它或许只是股价无限趋近的一个目标,或许在某个时点会瞬间重合,但之后又长期偏离。

(1)估值的相对性局限:是什么使估值从20倍到60倍,又从60倍回到20倍,不是公司,也不是行业,更不是估值本身的规律性波动,显然有超越这些因素之外的因素在决定估值,我们可以认为是宏观经济、行业趋势、投资者预期、流动性、情绪等等,但至少使我们认识到估值的相对性局限,所有估值方法其实都可以看做是相对估值,DCF的绝对估值依赖于苛刻的假

设,因此作为一种方法论存在的意义更大,其他各种估值都是挑好苹果和坏苹果的功能,而不能给苹果定价,因此超越估值的局限,寻求更高层次的市场理解,或许可以使我们的视野更开阔,思路更清晰。

(2)估值的整体性:任何一个行业板块的估值都依赖于它所在的估值系统,相同市场的不同情景下,估值会大相径庭,这说明任何估值都必须调整到于估值系统相适应的水平,这种强制性的调整会超越行业和公司本身的趋势,带有市场整体性特征,因此显著偏离系统水平的估值是不可能长期维持的。

(3)估值的长期有效和短期无效:一个长期有效的市场并不等于在任何时点都是有效的,股价的长期表现是公司价值的体现,但在短期内也许和公司价值无关,这就使我们坦然面对无法理解的上涨和下跌,也使我们理性地坚定价值投资的理念。

## ■每周基金视野

## “三驾马车”皆有掣肘 对经济政策有些许期待

◎联合证券 冶小梅

## 机构吸筹明显

现在99%的人嘴里都在不断地吐着利空,但自觉我们的生存环境和经济氛围至少没有像大家说得这么坏(易方达)。截至8月22日,两市跌破净资产的公司已达到28只,如果考虑中国企业的账面净资产基本没有经过重估的因素,低于净资产价值交易的股票更多;钢铁及航运业的一批企业的股价已经低于重置成本。如果明天不是世界末日,今天的股指会不会就是一个历史性的底部呢(华宝兴业)?政策面更大程度上在从市场制度建设方面入手改革,明显有助于股市长期健康发展(工银瑞信)。我们也看到市场正在发生一些积极的变化。首先,油价下跌,从成本端来看,能降低企业的成本压力,从而提升盈利能力;从需求端来看,有利于通胀压力的缓解,并且进一步需求紧缩政策出台的可能性在降低,如果企业利润提升,也将有助于市场中枢的提升。其次,从“双防”转为“一保一控”的经济政策能延缓经济的衰退进度,降低经济波动的幅度(融通)。值得注意的是前期抗跌的商业和化学药加入到了补跌行列中,某种程度上也意味着大盘近期的跌势接近尾声;上周机构传统蓝筹品种如保险、银行、石化、航运、地产等行业表现明显抗跌,机构投资者逢低吸纳的痕迹也十分明显(华安/鹏华)。

## 调整或将持续

沪深300的PB水平还在3倍左右,这归因于上市公司较高的ROE水平,这样高的ROE水平还能持续多久,是我们需要思考和跟踪的重要问题(博时)。美国经济在三、四季度的前景并不乐观,美元反弹更多是反映欧元等货币区的经济恶化,并不代表美国摆脱经济困境。在消费和投资弱势的情形下,美国因出口带动的GDP增长是否具备持续性值得怀疑。中国的出口形势仍然不会乐观(建信/农银汇理/摩根士丹利华鑫)。出口增速的回落将大幅减少国内总需求的增长,使得工业企业投资增长大幅下降。而房地产投资增幅的回落是更为确定的。伴随楼价和股市下跌所带来的负财富效应,消费的持续高速增长会有较大压力(交银施罗德/银华)。半年报情况总体而言使得投资者进一步明确了企业业绩下行趋势。市场预计PPI和CPI倒挂将会加剧,对制造业企业毛利率的负面影响将进一步显现;而外需放缓和奥运因素使得经济活动继续走弱;消费和投资依然“居高不下”使得宏观调控难有实质性松动(南方)。我国经济增速高位回落,本轮调整周期可能还要持续一段时间(景顺长城)。

## 注重PB安全性

投资风格在现阶段应该由“成长”向“价值”转变,注重PB的安全性以及企业盈利和分红的确定性,多关注报表以外的企业品牌、渠道、管理和技术优势。目前的周期性行业面临潜在的估值调整,盈利和净资产都有不确定性;而非周期性行业仍高于我们认为合理的估值区间(农银汇理)。



400-800-3800

www.jiafund.cn