



## 投资总监窦玉明 谈四季度投资策略

2006年10月18日，嘉实基金2006四季度投资策略发布会在北京举行。会上，投资总监窦玉明先生对嘉实基金的四季度投资策略做了详细阐述，并回答了部分记者的提问。这里，我们整理了会议的主要内容，与广大投资者分享。

### 三季度投资回顾：绩优源自于战术与战略的得当

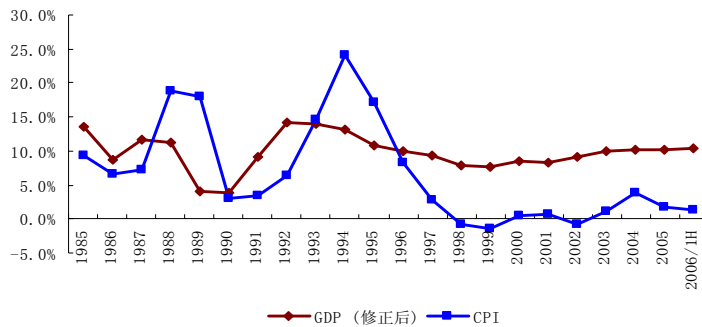
嘉实基金在第三季度的业绩非常优异，在开放式基金中，嘉实成长收益和嘉实服务基金过去三个月来的业绩分别第一名和第二名；在封闭式基金中，嘉实丰和基金和泰和基金的排名分别是第二名和第四名，同时，嘉实主题精选基金发行之后业绩表现也非常理想，目前它的收益率超过10%，在和它发行同时和之后发的新发基金中，它的业绩是排名第一。应该说过去三个月我们的业绩是非常理想的，嘉实基金之所以取得这样一个好的业绩的原因是：短期来看是我们整个战术投资方面包括银行股、地产股还有航空等方面的投资策略是正确的；从远一点的战略层次来说，我们的业绩取得和我们长期坚持研究驱动和风险控制的原则是密不可分。

### 四季度宏观经济展望：三驾马车继续拉动GDP快速上涨

宏观经济方面，首先我们回顾一下中国过去十几年的宏观经济。我们看到，过去的三年始终保持着高增长低通胀，而且这个增长超过了市场预期，超过了不管是国内的宏观经济分析师，还是国外大牌的分析师都的分析预期。中国经济目前正处于历史上黄金阶段，GDP增速连续三年超出市场预期，CPI温和上升，为证券市场提供良好的宏观经济环境。

从今年前三个季度来讲中国的宏观经济依然表现的非常好，从宏观经济来讲有三个影响因素，第一个投资，第二个消费，第三个进出口，中国的表现的都非常理想。

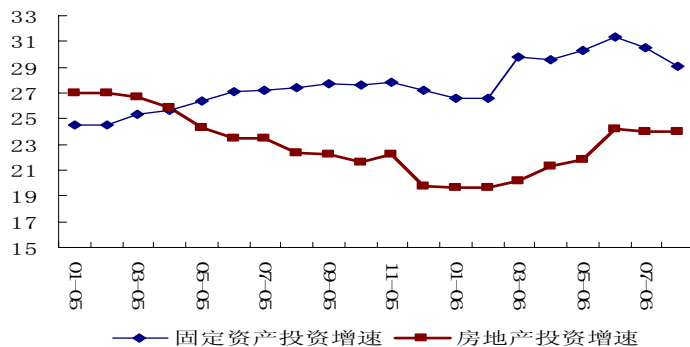
图表 1: 中国经济强劲增长



数据来源: 国家统计局

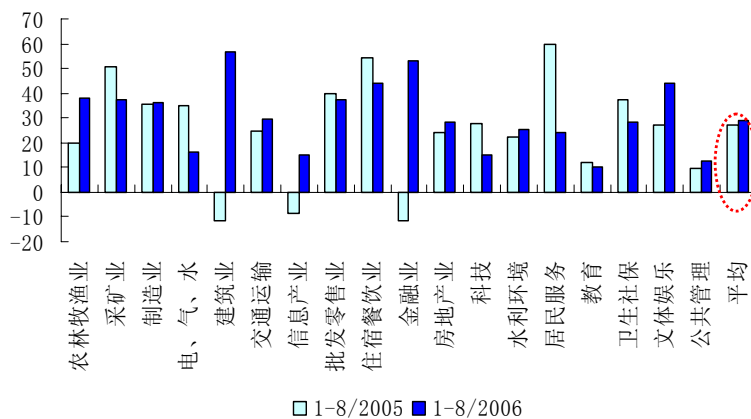
**投资方面:** 今年 1-8 月, 城镇固定资产投资增速 29.1%。虽然宏观调控的主基调仍是适度紧缩, 但本次宏观调控极具结构性调整色彩, 包括对固定资产投资有保有压、在控制固定资产投资的同时努力扩大消费、通过出口退税率的调整等来改善贸易结构。投资也在进行结构性调整, 产能过剩行业投资降低 (采矿、电力等), 薄弱产业投资增速提高 (信息、金融等)。总体来讲, 我们预计固定资产投资增长会比较温和。

图表 2: 固定资产及房地产投资增速



数据来源: 国家统计局

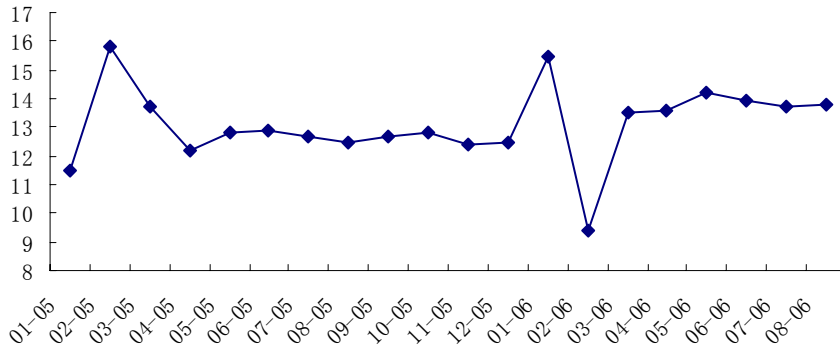
图表 3: 行业投资增速



数据来源: 国家统计局

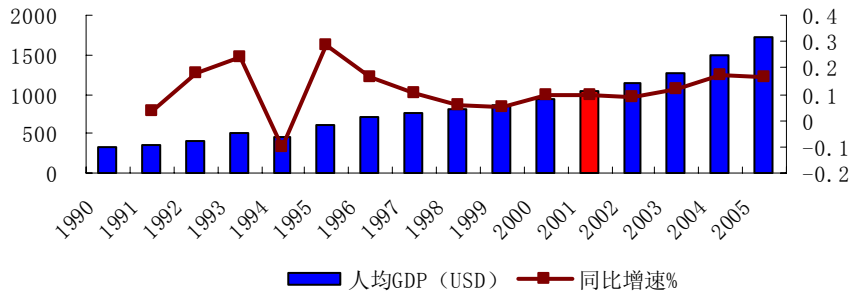
**消费方面：**今年 1-8 月，全社会商品零售总额增速 13.5%。2001 年人均 GDP 达到 1000 美元之后，增速逐步上升。收入增长较快增长是消费稳定增长的源泉。因此，消费也是我们未来长期最为看好的，短期来讲是平稳的，但是长期的中国经济增长就是在消费上，如果大家看好中国未来十年的经济增长的话，必然在消费。

**图表 4：社会消费品零售总额增长率**



数据来源：国家统计局

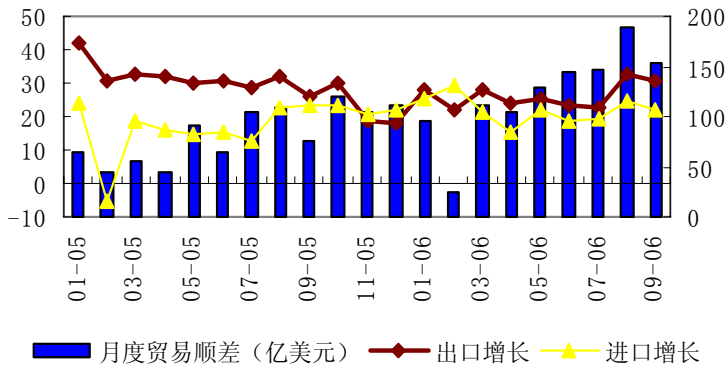
**图表 5：人均 GDP 及同比增速**



数据来源：国家统计局

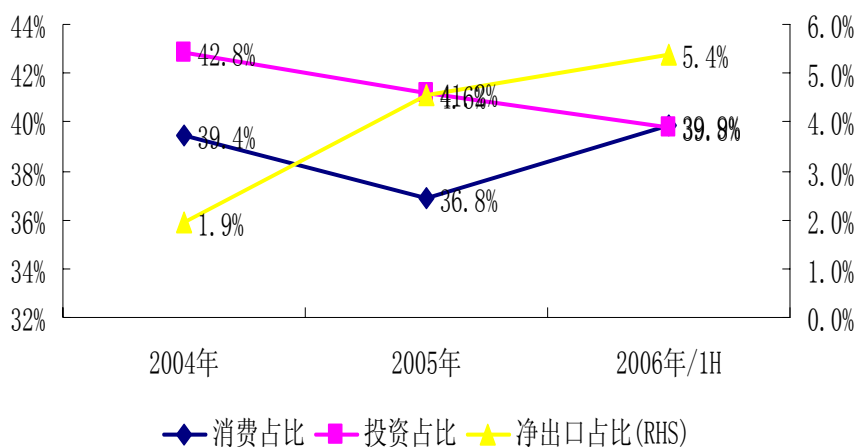
**进出口方面：**今年 1-9 月，贸易顺差总额达到 1098 亿美元，虽然其间人民币已累计升值 4.4%，但由于中国的出口具备以下三个特点：外资企业为主、加工贸易方式为主及出口产品日益高新化，因此高贸易顺差将在较长一段时间内持续。而且，贸易顺差对 GDP 的贡献率大幅提高。可以看出今年进出口又创出新高，占 GDP5%的比重，所以前三个季度进出口的情况是非常好的，但是在未来看我们认为最先出现回落的就是进出口这一块。

**图表 6：贸易顺差创历史新高**



数据来源：商务部，嘉实基金

图表 7: 净出口对经济的拉动作用增加



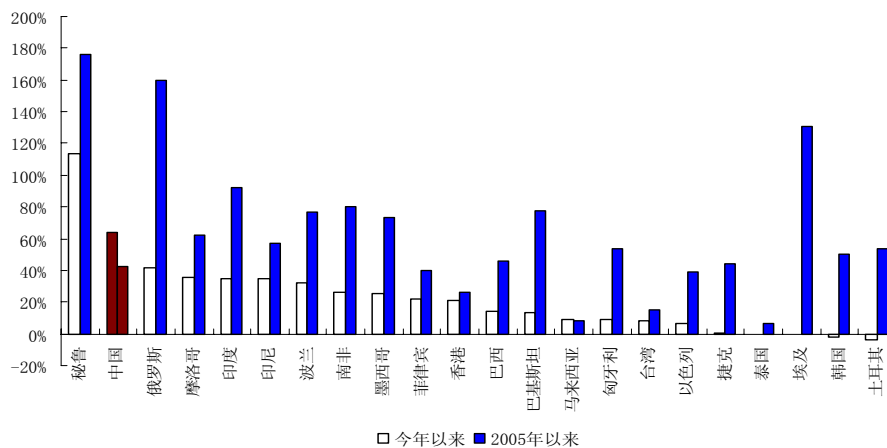
数据来源: 商务部, 嘉实基金

也就是说, 我们长期最看好消费 其次是投资, 然后是进出口。但短期来看投资和进出口仍然会保持一个良好的势头。总的来讲, 从未来 3 到 6 个月来看, 我们对中国 GDP 增长速度保持一个乐观的态度, 我们预测明年的 GDP 增长速度在 10.3% 左右, 国外一些大行的增长预测为 10.5%, 我们认为宏观经济良好势头是保持证券市场向上发展的一个很好的背景, 而且, 证券市场的最大机会在于在良好的宏观环境中把握经济结构调整带来的投资机会。

### 四季度证券市场展望: 平稳中上升

今年A股市场终于翻身成为新兴市场上涨的领头羊, 过去几年都是俄罗斯市场涨, 巴西市场涨, 就中国市场不涨, 今年我们的涨幅列市场的第二名。对于证券市场发展趋势, 我们从这几个方面看: 第一个是市场的估值, 第二个是市场的成长性, 第三个方面是市场的资金面, 第四个是外围市场, 这几个因素我们认为是影响今年第四季度和明年一季度的主因。

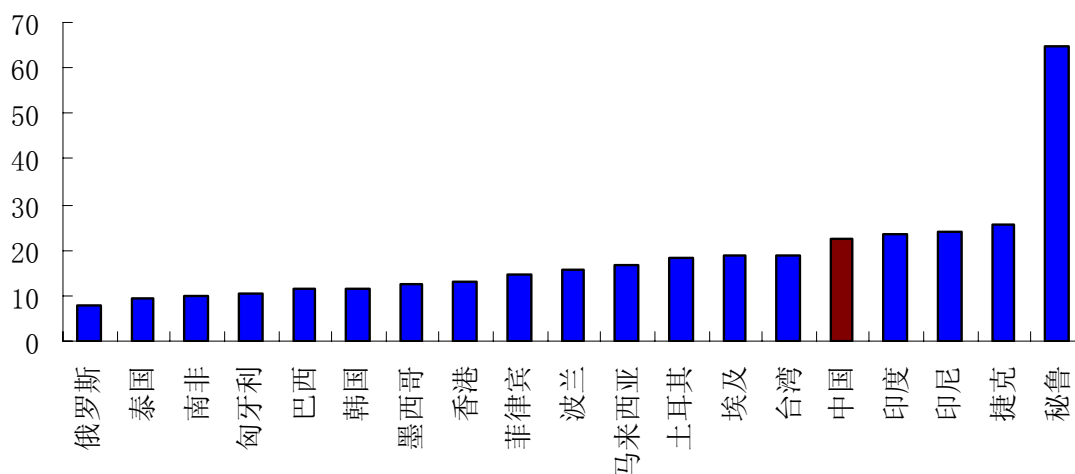
图表8: 新兴市场收益率比较—中国A股成为今年以来新兴市场的“领头羊”



数据来源: Bloomberg

从估值来看不是很乐观，在新兴市场中，中国市场的估值已经到了比较高的位置（见图表9），从上往下排的话只有几个国家的估值水平目前高于中国，可以说中国的A股市场目前已经不便宜了。但是我们认为虽然总体上看A股市场不便宜，但是结构上里讲的话，我们认为一些蓝筹股估值合理，而且前景也比较好，动态市盈率比较低，从估值来讲的话，总体市场不乐观，但是蓝筹股估值合理甚至偏低。

图表9：新兴市场P/E比较—与其它新兴市场相比，静态估值水平偏高

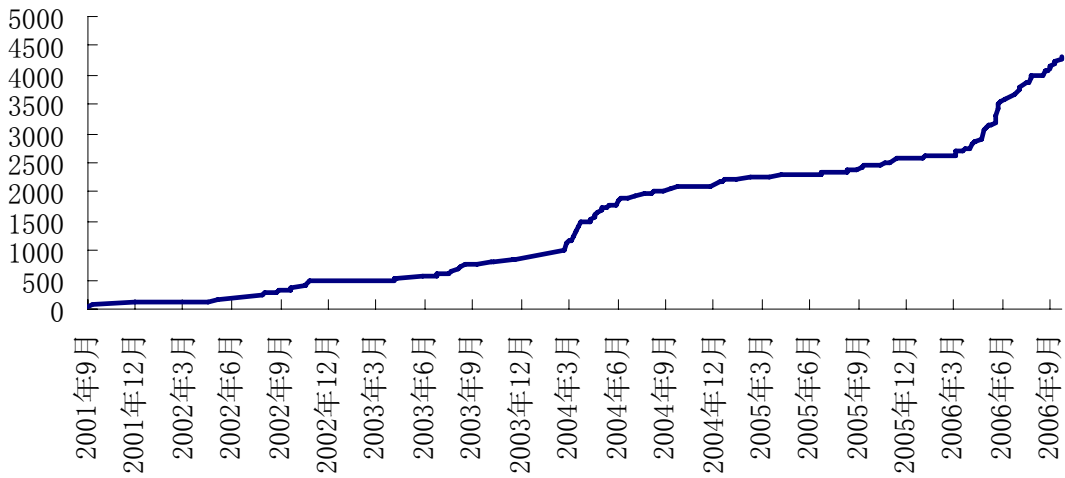


数据来源：Bloomberg

从业绩来看，现在的盈利增长速度不是很乐观。过去业绩增长的速度很快，业绩预测不断地上调。但今年业绩总体变差，近两个月，分析师对今明两年上市公司盈利预测上调速度减缓，短期业绩惊喜变少。

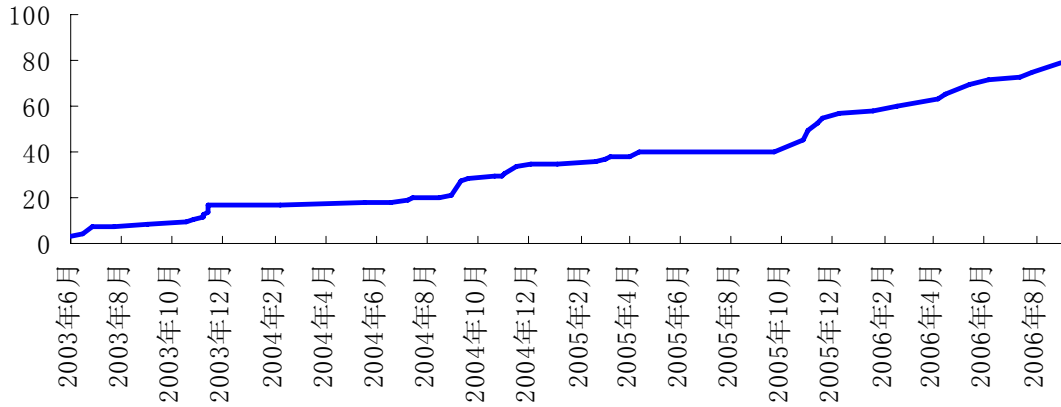
我们看第三个方面。从资金链来看，中国目前社会的资金链是最好的，这个流动性主要来自于外部资金，就是我们中国的贸易顺差现在超过1000亿美金，就是一年有1万多亿人民币进来，但是这一部分流动性政府是很难回收的，每个月1百多亿美金的流入，就是每个月要放出800多亿的人民币，这些人民币对中国的股票市场、房地产市场都形成冲击，我们可以看到股票在上涨、房子在上涨，国债也在涨，过去我们不是这样的，是资金在市场中流动，股票涨，可能房子不涨，现在我们可以看到三个市场都同时起来了，所以社会资金是非常充裕。这些资金是通过什么渠道进入市场呢？主渠道是基金。根据天相的数据（图10），我们可以看到通过基金进入市场的资金量是逐渐在加速增长，我们可以看到最近几个月增长速度没有放缓，现在所有股票类基金已经有接近4500亿的水平，增长的非常快。境外资金的流入速度也没有减缓，大家看QFII流入资金量曲线的走向（图表11），从0到80亿，我们相信很快就到100亿美金。今年IPO的融资规模将超过历史上最高水平，今年再融资的规模也将超过历史上最高水平（见图表12），而且“小非”解冻后的资金抽离也是增加了资金流出的压力。一方面资金不断的在流入，一方面资金大量的流出，和我们整个高层管理者的目标“双向扩容”相吻合。我们对第三个因素的评价也是中性的。

图表10：股票型基金加速成长（亿元）—资金通过基金等渠道进入证券市场



数据来源：天相投顾

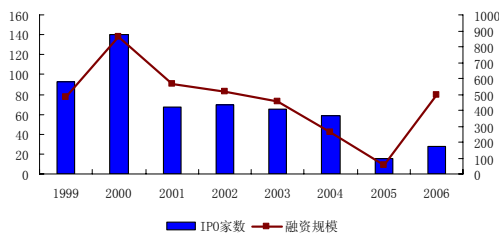
图表11：QFII额度稳步增加（亿美元）—境外资金通过QFII继续流入



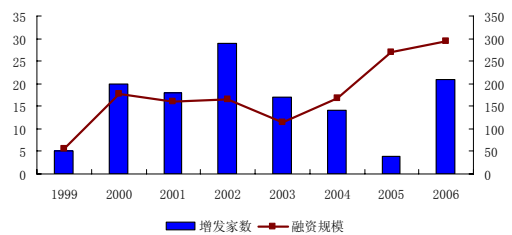
数据来源：万德

图表12：资金流出的压力也很大—融资

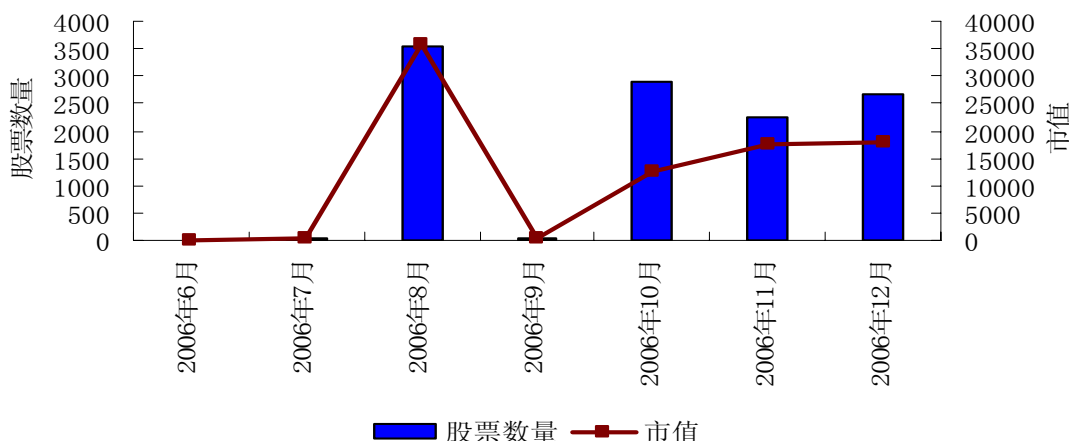
(1) IPO扩容



(2) 再融资扩容



(3) 非流通股潜在流通规模 (百万)



数据来源：万德

第四个方面我们来看一下周边市场，这个因素应该说非常的有利。美国市场创出历史上的新高，香港市场也创出多年的新高，外部市场创出新高对中国的A股市场是有利的支持，因为中国市场在慢慢融入国际的市场。

上述分析可以总结为：

- 宏观经济中短期向好，为证券市场形成良好外部环境
- 上市公司业绩长期增长前景乐观，短期没有业绩惊喜，估值处于合理区域
- 资金的供给和需求比较强劲，双向扩容持续
- 外围市场表现强劲，对国内股市形成正面影响

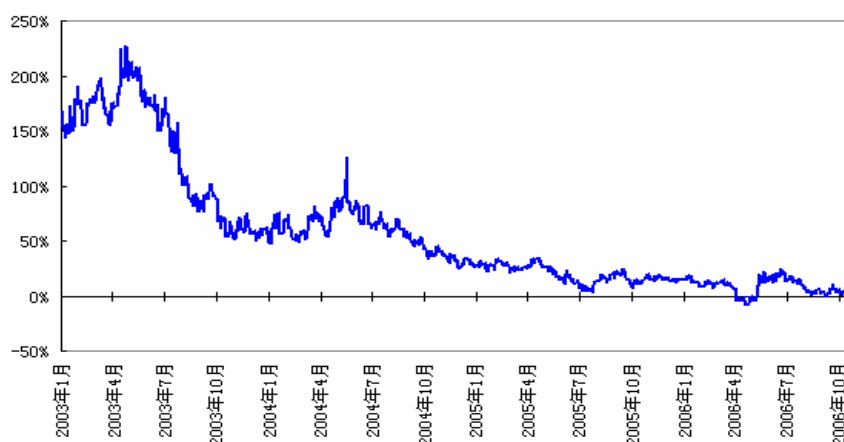
基于以上分析，我们认为中国证券市场在未来3到6个月是总体向上，但不是非常大幅度的上升，而是平稳中上升。

### 四季度主题投资策略：估值套利和资产注入

在主题性的投资策略方面，我们认为估值套利和资产注入是两大重要的投资机会。即A股市场在定价体系上，与国际定价体系加速接轨，将出现很多结构性套利机会；股权分置改革成功以后，A股市场对中国优质资产的吸引力大幅提高，未来优质资产将源源不断地通过资产注入、重组、收购等方式进入A股上市公司，提供大量投资机会。

我们首先谈估值套利的想法，中国整个A股市场在国际化的进程中它的估值体系和国际接轨是非常快的，3年前大家在讨论我们A股是不是会和H股接轨上面有很多不同的意见，但是现在已经不用讨论了，大家可以看到从最高的200%到300%的溢价水平到现在已经趋于零（见图表13），基本完全接轨了。假如说H股市场比A股市场便宜50%的话，A股几乎没有一个股票在国际视野上看具有投资价值，就是因为我们的整个估值体系从整体来讲是接轨了。

图表 13: A-H 股平均溢价率



数据来源：Bloomberg

虽然总体接轨，但个股依然有很多机会，就是我们目前来讲用国际估值体系来套利A股的估值，结论是整体估值合理，但是有些股票被估低了，有些股票被估高了，这就存在机会。因为我们相信中国估值体系和国际估值体系接轨的过程是持续的也是必然的。

有的股票既有H股，也有A股，在我们判断H股股价合理的基础上，发现A股估值不及H股，这时，我们认为这些股票就存在直接估值套利的机会。实际上有更多的公司我们叫间接套利的公司。也就是说一些A股公司虽然没有H股，但与同类的H股相比较，估值明显偏低。我们觉得，这样的公司即使不去香港上市，他们的A股也会上涨的。我们认为，估值上，A股投资者还是应该多向国际投资者学习，毕竟国际投资者经过了100年的历练有很多方法值得我们去学习。所以我相信这些还没有两地上市的公司，还有一些间接的套利机会。我们认为第四季度的第一机会就是估值套利的机会。

第二个也是更大的一个机会来自与资产注入。中国的A股市场已经不是很便宜了，在这种情况下，如果仅是市场价格的上涨的话就是市盈率的上涨，我们相信未来不是这样的，应该是业绩推动的一个游戏，如果业绩推动的话其中一个很重要的来源就是资产注入。我们看定向增发已经出现了一个明显的收益，很多上市公司股价表现的非常理想。这种资产注入实际是双赢的，它使投资者挣钱了，而且使上市公司业绩增厚。

我们为什么看好中国证券市场资产注入的游戏？全世界资产注入可能都有机会，但是为什么我们认为中国的资产注入不同呢？中国的不同点就是因为股权改革之后中国股票市场定位改变了。中国股票市场从垃圾场变成了中国稀有资源，为什么说中国的A股市场过去是垃圾场呢？我们A股市场净资产收益率和其他的相比，远远低于全社会的收益率。我们中国私营企业业绩增长超过20%，这是一个非常高的增长速度，但我们看中国的A股市场有几个公司可以长期保持20%以上的增长呢，我看肯定不超过10支股票。大量垃圾股放在中国市场上，让它成为大投资者套取小投资者钱的一个渠道。现在形势发生逆转了，中国A股市场对一些大的企业和投资者都越来越有吸引力了，越来越多大型企业选择到A股上市，机构投资者的资金实力也不断增强。

在美国，可能多数好的东西都已经上市了，但中国还有很多好的东西不管是国有企业还是民营企业，他们都没有上市，有很多的子行业的都没有进入股本市场，象搜狐、携程这样的公司都没有在国内上市，如果他们选择A股市场作为他们的上市点，不管是通过上市进来还是收购进来，都会给证券市场带来很强的活力。外面有很多好的资产。我们可以看到，1-8月份，全国规模以上工业企业实现利润11327亿元，比去年同期增长29.1%。其中，国有及国



有控股企业实现利润5086亿元，比去年同期增长19.7%；股份制企业实现利润6113亿元，增长31%；私营企业实现利润1672亿元，增长53.1%。这个数据非常惊人，而A股市场中国上市公司1到6月份的利润增幅5%，剔除亏损后可比公司利润增长6.8%。我们看到，潜在的上市企业不仅多，而且比里面的好，这是一个巨大的差异，所以我相信未来好资产注入带来的活力是超出大家想像的。

我们提到外面有很多好资产，外面的资产比里面的资产更好，为什么他要放进来呢？有两个因素，对于国有企业来讲他的驱动因素是由于背后政策之手，现在国资委要求国有企业整体上市把好的资产都放进来，使整个管理更加透明，使投资者监督管理层，同时也可以实现国有资产退出，政府下达了很多的政策鼓励国有企业上市（见图表14），我们现在进程快了，很多上市公司都酝酿走这一步，我们认为今年四季度到明年年初的话有些公司就会这么做，所以大的国有企业整体上市的机会临近了。

**图表14：政府有关鼓励资产注入的政策**

- 五部委联合发布《关于上市公司股权分置改革的指导意见》：在解决股权分置问题后，支持绩优大型企业通过其控股的上市公司定向发行股份实现整体上市；对于绩差公司，鼓励以注入优质资产、承担债务等作为对价解决股权分置问题
- 证监会发布《上市公司收购管理办法》：与上市公司相关的并购活动有章可循，收购方成本降低，义务减轻
- 国资委：要求具备整体引入战略投资者或整体改制上市条件的优质大型企业，要加快整体改制、整体上市步伐；不具备整体改制上市条件和已有部分资产上市的中央企业，要以主营业务资产统一运作、做优做强上市公司为目标，通过增资扩股、收购资产等方式把优良主营业务资产全部注入上市公司，逐步做到整体上市

对于民营企业来讲它的利益更大，黄光裕在上市之前它的帐面资产是2.4亿，目前他的财富是超过200亿，同时黄光裕挣钱了，投资者的实际收益也是不错的，黄光裕收购了香港的上市公司中国鹏润之后港股涨了一倍，所以我们认为在游戏背后的私营企业有他的利益，投资者也欢迎。总结一下资产注入就是第一个外面资产多，第二个外面资产好，第三个国家支持，第四个个人有利，所以我们看不到阻挡一个事情进程的阻力，所有的事情都在推动这个事情进行，所以未来几年我们相信资产注入、资产重组、资产上市等我们都统称为新的资产带来的机会将会是源源不断的。

**行业选择策略：看好金融、地产、电力、零售等行业**

行业上，我们有四个基本看法：

- 宏观经济平稳向上，看好金融服务业，银行股的基本面良好，估值偏低
- 人民币将持续升值，看好相关受益行业，如地产、航空、海运等
- 上游资源价格将见顶回落，看好电力、水泥、钢铁等估值偏低的行业
- 长期看好消费相关产业，但对其中估值过高的公司持谨慎态度，看好机场、零售等行业中估值合理的公司

下面我们具体来看一下这四方面的行业策略。

首先看一下我们对银行的一个看法。在宏观经济持续增长的背景下，银行可保持低风险的持续高增长，但过往的估值并没有反应这种低风险、高成长所应有的溢价水平。

目前我们对银行业也是一个正面的态度。香港投资者为什么这么看好中国的银行呢？我们可以看刚才也提到的每年净利润超过20%的上市公司，连续五年的上市公司在中国市场只有6个（见图表15），而这6个公司中有两个是银行股。但是对这么好的增长企业我们给的估值都不贵，很大程度上是因为银行股太大了，我们国内投资者钱不够，现在事情发生了转变，随着大基金的发行，我们钱开始充裕了，我们对大盘股的估值开始转化了，所以我们想香港投资者给的较高定价实际是考虑了它的增长。我们继续看好银行股的理由是：

- ✓ 银行股良好的成长性使其具有长期投资价值
- ✓ 短期利好来自两个方面，一是目前银行股估值水平仍有提升空间，二是股份制银行将陆续实施再融资，从而增厚每股净资产，为未来的持续增长提供资本保障

**图表15：连续五年净利润增长率每年都高于20%的上市公司**

	净利润年度增长率						01-05年	00-05年
	2005	2004	2003	2002	2001	2000	连续5年超过20%	连续6年超过20%
民生银行	33%	47%	56%	38%	51%	83%	✓	✓
招商银行	25%	41%	29%	21%	78%	67%	✓	✓
烟台万华	53%	74%	51%	53%	102%	90%	✓	✓
云南白药	34%	51%	21%	25%	53%	47%	✓	✓
兰花科创	52%	63%	106%	113%	379%	-88%	✓	
海油工程	60%	86%	48%	28%	24%	6%	✓	

注：连续五年有增长率数据的股票共 1242 只；连续六年有增长率数据的股票共 1174 只  
数据来源：wind 数据，嘉实基金

人民币将持续升值这已经没有悬念了。从人民币升值的总体影响来看，不仅没有受到之前普遍预期的经济增速下滑、失业增加、出口企业难以承受等负面影响，相反是经济显示了较强的适应能力。出口增速劲增，贸易顺差大幅增加，更为重要的是，企业的盈利能力增强。我们预计，未来三至六个月，人民币将继续升值1-2.5个百分点，人民币兑美元达到1:7.82至1:7.70。从人民币升值对各行业的影响来看，受益最多的当属外债型行业，航空业是最大赢家，电力设备、国际海运、房地产行业也将受益；大宗原料进口公司，如钢铁、造纸、石化、汽车、有色金属等行业亦受益非浅；警惕家用电器类行业，其成本国际化程度低、收入国际化程度高的特征，将使其在人民币升值中处于不利地位。

**图表16：近年来地产调控不断**



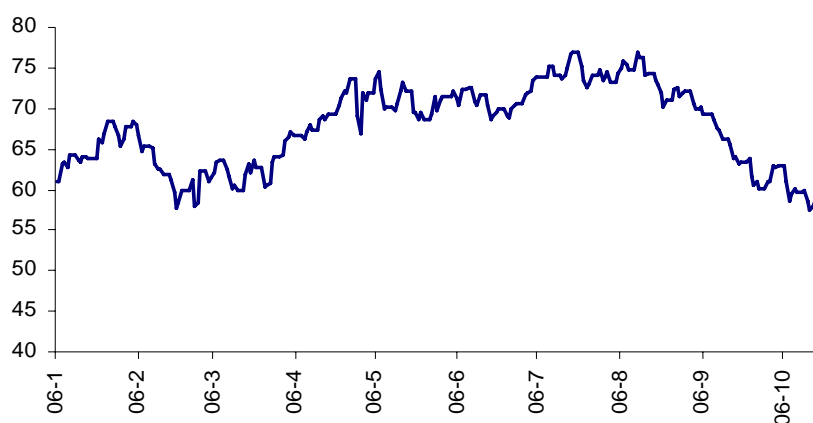
数据来源：中信研究所

人民币升值所带动的相关行业中，收益最大的行业就是地产。地产股也是我们比较看好的一个板块，目前我们在地产股也进行的相应的加重投资，升值对地产股是非常有利的，我们不光从升值上看地产股，我们会从行业增长率看，认为地产有投资增长的机会。我们认为对于地产行业来说，调控才是常态，过度恐慌没有必要。如果地产股本身的业绩依然是优秀的，应该给一个合理的估值。我们认为整个中国地产的价格在未来一段时间内不会下跌，一些强势公司由于它的稳步地位，国家的给的政策正好是给他做了支撑。我们看地产的价格并没有往下走，北京的房子、深圳的房子价格还在上涨，我相信未来两年看不到房地产下跌的趋势。我们相信强势的龙头地产股有机会。我们也进行了微观的分析，包括城市土地供应和住宅规划，我们相信地产也还是非常的好，同时我们认为H股中的中国地产股估值还是合理的。

第三个方面就是油价下跌带动上游资源价格下跌所带来的投资机会。原有价格开始大幅度下跌了，我自己认为原油价格已经跌了很多，虽然不会很快回到30美金，但是再想创新高就很难了，包括煤炭和铁矿石，虽然它的价格会上升，但是我们已经见到顶部了。这种情况下，我相信中下游行业就会有非常好的投资机会了，像电力股、钢铁股、水泥股。另外一个因素是香港的估值比我们高，而且业绩可能会超预期，比大家想像的要好。如果讲到电力，我们认为电力的机会不在于供求关系，而在于煤价下跌。06年1—3季度电力供求紧张局面明显改善，发电量、用电量增速低于去年同期，在水电出力不足的情况下，火电机组利用小时仍持续下滑。考虑到07年较大规模的新机组投产和节能降耗以及差别电价政策对电力需求的长期影响，电力紧缺的局面短期不会再出现。但市场对电力行业的悲观预期，导致电力板块表现显著落后于大势，估值水平也处于历史低端；在预期煤炭价格见顶回落和H股溢价的支持下，电力板块作为“洼地”存在补涨机会。

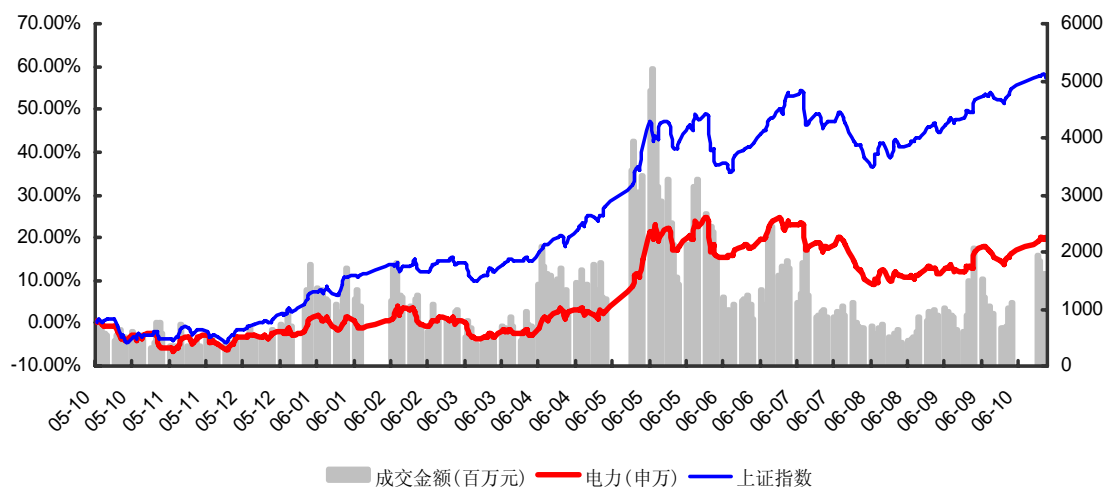
除了火电之外，我们认为水电也有投资的机会。铁矿石价格下跌，钢铁股就有机会；氧化铝价格下跌，电解铝就有机会，最近电解铝公司股价涨的比较高，我们认为可能市场对它的业绩预测还会不断的上调，水泥也有类似的故事。

图表17：原油价格大幅下跌



数据来源：国家统计局

图表18: 电力板块市场表现



数据来源:wind

第四个是消费方面的投资机会。国内投资者相对来说在情绪上更容易冲动一些，就是看好的话会比国际投资者更看好。A股市场逐渐修正之后，目前我们的零售股定位都在30多倍、40倍市盈率，大家要看它的无限的增长。人们的情绪的波动给理性的投资者带来的机会。

所以从整体结论来讲，我们认为：未来3到6个月，中国宏观经济将保持高位平稳增长；A股市场从资金面、估值水平、业绩增长潜力等几方面看，将稳中有升。主题策略方面，我们看好估值套利和资产注入带来的机会。行业选择上，从人民币升值角度看地产、航空等；从上游资源价格下跌角度看电力、水泥和钢铁；从消费角度看机场、零售等行业。

## 热问快答

问：为什么我们一定要和H股接轨？是不是国内的机构投资者对自己的估值水平缺乏信心？

窦玉明：

第一个接轨的问题我要澄清一下，接轨不光是A股向H股接轨，有些公司会是H股向A股接轨，这是不好说的，但是结果是接轨的，为什么是接轨的呢？因为买公司，公司的价值取决于未来现金流，买公司不是买一个符号。买H股和A股得到的东西是一样，但是买的价格不一样。虽然因为不同的资金成本会造成不同的预期收益率，比如，我们A股的投资者预期收益率可能是要高一些，H股的预期收益率会低一些，这个时候价格会有一些差距，但是我认为差距不会太大，5%是可以接受的水平，接轨是必然。我们一些股票投资我们认为H股是错的，包括我们买的一些股票，我们相信他是错了，首先我要承认国内A股投资者相对国际投资者来讲我觉得是有差距的，这一点应该是坦然承认的，人家做了50年看了这么多公司，毕竟有这么多经验。

问：您在看好大盘蓝筹股的同时是不是意味着中小盘的股票上涨有限？

窦玉明：

对小盘股我认为总体是高估了，但是黑马还是出现在小盘股，未来三年中国小盘股市场出现涨5倍、10倍的公司还是有的，中国的小盘股是一个垃圾和黄金并存的市场，所以投资小盘股来讲，我认为比投资大盘股风险大难度也大。如果自己有投资眼光，可以投资小盘股，我们也有经理很会投资小盘股，比如邵健，他投资小盘股一直都表现很好。现在中国便宜的小盘股还在几块钱，这不正常，一定会出现一毛钱、几分钱的股票，但高价股一定会出现在小盘股中，所以我认为如果自己有眼光可以投资小盘股。小盘股总体不如大盘股但是中间还是有黄金出现。

问：嘉实上半年尤其三季度投资业绩非常出色，请问嘉实现在的投资风格同国内其他大型投资基金公司相比有什么特色，这些特色如何保证嘉实的业绩持续优秀？

窦玉明：

谈到我们整个投资风格，我想是三点，第一点还是我们坚持从研究出发、研究驱动。第二点我们强调团队的合作，不追求个人明星的方式。第三点就是强调风险控制，这几点是我们过去坚持的，我们未来也会走这些路。投资中，我们会坚持研究驱动，我们会把上市公司值多少钱算出来之后才去投资，不会一窝蜂的去抢，会按照自己的投资理念走下去。