

# A股“前低后高”方向不变

摩根大通方雄认为，在全球经济二次探底风险加大的背景下，宏观调控政策可能放缓，A股仍有望走出“前低后高”行情。

## 未来十年 A 股回报超房地产

方雄认为，如果单从技术角度来看，目前市场已经进入到底部区间。因为目前市场是最强势的，最抗跌的板块已经出现恐慌性下跌。从本轮全球股市下跌的过程来看，中国市场先跌，然后整个亚洲、新兴市场下行，最后美国这个相当强势的市场出现调整。板块方面，上周香港很多以前非常抗跌的中小盘股都跌了 10%~20%，这个幅度甚至都超过近期大盘股的跌幅，全球股市的表现也是如此。在技术上，这确是一个好现象，如果市场向上趋势没有发生改变，那么这应该就是市场的底部区间。

从政策面的演绎情况来看，方雄重申了今年股市“前低后高”的观点。他认为，未来全球经济出现二次探底的可能性正在增大，故中国未来的紧缩政策会变得非常谨慎，很多想推的紧缩政策可能暂缓甚至放弃。中国在未来一段时间的政策信号应会更为明朗，宏观经济的不确定性将大幅降低。这会使得股市呈现“前低后高”的走势。

方雄认为，中国股市最困难的时候已经过去，未来十年的回报率有可能大大好于房地产。但投资者不要去跟风炒作，投资一定是要冷进热出，从估值、市场风险、行业风险把握投资机会。

## 全球经济或持续低增长

在谈到欧元区主权债务危机时，方雄表示出了一定的担忧。他认为，债务危机导致的欧元走软，对全球经济增长的负面影响非常大。

他表示，现在在中、美两国支撑着全球的经济增长，欧元区作为一个整体，经济总量达 18 万亿美元，比美国 14 万亿美元的经济体还大。欧洲又是美国最大的出口市场。欧元大幅度走软，导致美元大幅升值，美国出口企业的营运能力将因此大大削弱。欧元区也是中国最大的出口市场，欧元贬值将使出口商汇兑损失大增，欧元区和美国经济放缓对中国出口企业形成双重影响。

另一方面，方雄认为，2008 年金融危机的根源在一个“债”字。目前欧美国家的个人、非政府机构、金融企业等的财务状况良好，但这是因为债务由政府承担的缘故。随着经济的复苏，还债也提上了日程，要还债就必须提高税率，无形之中又会加重企业和个人的压力。可以预见，未来数年全球经济增长都可能处于低增长期。

不过，方雄并不认为一定会爆发第二波金融危机。他表示，目前的情况跟 2008 年比有诸多不同，比如民间财务状况较好、各国利率水平较低、金融机构去杠杆化压力不大。全球经济增长虽然放缓，但二次探底的可能性不太大。但他认为，在这种情况下，中国的经济结构调整很难进行。同时，他还提醒关注各国的政策风险。

(摘自《中华财讯》晓天 / 文)

由于国际金融危机的影响，去年 8 月，上证综合指数回调至 3478 点。随着我国经济强劲复苏，股市没有出现同向走势，自去年 8 月到目前，总体呈现出疲软和下行趋势，自今年 1 月 11 日上证综指 3306 点之后，市值缩水已经超过 3 万亿元，尤其是股指期货推出后，股市不仅没有做出正面反映，却创下了 19 个月以来连续 5 周下跌的纪录。

决定股市走势的最终力量应该是实体经济运行态势，目前股市走势没有反映宏观经济运行情况。事实上，今年，我国经济基本面得到继续改善，这一宏观背景将支持股市运行趋好。去年第二季度，我国经济已经开始步入上升通道，今年，国内经济发展环境进一步优化，尤其是扩大内需空间广阔，4 月份社会消费品零售总额增速达 18.5%，比去年同期多

增长 3.7 个百分点，一季度我国经济实现了 11.9% 的增速，应该说，股市向好发展具有坚实的宏观经济基础。此外，一季度，306 家上市公司合计实现营业收入 2731.41 亿元，同比增长了 51%，净利润达到 202.12 亿元，同比增长了 233%，上市公司正在领跑全国经济，支撑中国股市的实体经济基础持续夯实。

目前经济发展中确实有不确定性因素，但这些因素不构成对实体经济破坏性影响，中国股市向好的根基没有受到动摇。

今年影响经济大势因素或者说能够影响股市的因素主要有：

一是通货膨胀因素。国际大宗商品价格上涨幅度、波动幅度都比较大，前景不明朗，国内农业生产面临自然灾害可能比预想的严重，粮食和副食品价格面临上涨压力，4 月份 CPI 上涨 2.8%，增加了实现今年通货膨胀率控制在

3% 左右目标的难度。但是，我们最有利的条件是绝大多数商品供大于求，这个局面短期不会改变，在经济持续快速增长宏观背景下，即使物价水平突破 3%，对实体经济不会产生太大负面影响。

二是流动性管理。今年新增贷款目标是 7.5 万亿元，1-4 月份已经达到 3.37 万亿元，占全年目标额的 45%，再加上人民币升值预期导致热钱流入，货币供应相当宽松。为了防止经济过热，旨在收紧流动性的货币政策会做经常性调整，加息只是迟早的事，对此，股民应该以平常心对待，货币政策调整也好，不调整也好，皆为了宏观经济稳定，皆为了经济更加平稳健康运行，对股市不是利空消息，不要一有风吹草动，就如惊弓之鸟。

三是房地产市场调控。国务院调控楼市的“新十条”已经发生作用，楼市价格上涨势头得到初

步扼制。房地产新政将影响上市房地产企业业绩，也影响整个宏观经济运行。但可以确定，经过调控的房地产市场运行将更加规范、健康、平稳，居民改善住房条件的需求和城镇化对房地产市场的拉动将形成刚性支撑，房地产行业尤其是上市的房地产企业，仍然具有可观的盈利空间。

四是国际经济的不确定性。目前希腊政府债务危机对国际经济确实产生了负面影响，为拯救希腊债务危机，欧盟财长经过漫长谈判终于达成协议，形成了 7500 亿欧元援助方案，姑且不论这个救助行动实际效果究竟有多大，只要美国经济趋于稳定、持续走好，国际经济形势就坏不到哪里去，按照可比价格计算，美国今年第一季度经济增长 2.5%。因此，作为反映国际经济晴雨表的我国对外贸易，已经基本恢复常

态，1-4 月份对外出口达到 4360.9 亿美元，不但同比增长 29.23%，而且与 2008 年同期相比还增长了 2.73%。显然，影响我国经济最大不确定性因素的国际经济，至少不会比去年更坏，对我国经济负面影响会越来越小。

我国经济在历史罕见的金融危机重创下，去年仍然取得 8.7% 的增长成绩，今年一季度经济继续向好，实现了 11.9% 的增长速度，这充分说明，经过 30 多年改革开放，我国经济持续快速发展的基础已经夯实，中央政府宏观调控的能力和手段更加成熟。可以相信，今后的中国经济将步入常态化发展轨道，加速形成科学发展、又好又快快的局面，这也是我们对中国股市前景满怀信心、充满乐观的理由。

(摘自《人民日报海外版》丁茂斌 / 文)

### 个股点睛

## 金马集团:值得等待的“时间的玫瑰”



提升。河曲电厂，作为特高压电网西电东送的重要电源点之一，因此，机组利用小时也远高于当地火电平均机组利用小时。

当前估值反映重组第一步价值：根据测算，预计金马集团 2010-2012 年归属母公司净利润分别为 3.92、4.05、4.17 亿元，

折合摊薄后股本，EPS 分别为 0.78、0.80、0.83 元对应当前股价动态 PE 在 25 倍左右。

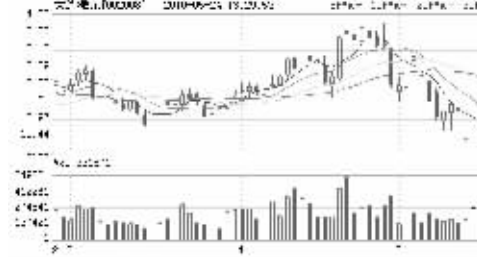
### 集团注

入优质煤电项目：由于鲁能集团所拥有的均为优质的煤电联营项目，且多处特高压电网的接入点附近，项目盈利前景都较有保障。作为金马集团潜在的外生性成长空间来看，确实是相当广阔，值得期待。

综上所述，经历过资产重组之后，金马集团的资源优势变得更为明确：鲁能集团前期规划的优质煤电项目，以及国家电网的电源规划调度优势，使得其拥有超越五大发电集团的“天生丽质”。虽然短期来看，估值已经反映了重组初期的业绩价值，但是长期来看，其未来成长空间及盈利能力的明确性，将随着时间的流逝而进一步凸显，是值得长期投资者等待的“玫瑰”。

(摘自《兴业证券》郑军 / 文)

## 大族激光:估值优势明显



列、激光切割机系列、绿激光演示系列、PCB 激光钻孔机系列、CTP 激光制版机系列等多个系列激光设备及其配套产品，广泛应用于电子和非电子领域。公司在激光加工设备领域的产业规模、产品性能、研发能力等

方面竞争力逐年提升。与国际上的罗芬、纳、相干、IPG 等相比，公司的市场份额正逐年扩大。

### 公司业

务从 2009 年下半年开始得到快速恢复，受益于经济景气程度高涨尤其是电子行业处于周期性上升阶段，整个行业对激光机械设备需求量空前增加，公司在今年一季度也表现出淡季不淡的销售。公司前四个月

累计实现净利润超过 7000 万元，而历史经验表明公司的销售旺季集中在下半年，预计 2010 年公司将实现净利润 2.6 亿元。市场上担心电子行业的景气程度能否继续持续，我们从企业订单、库存销货和行业需求判断，电子行业的景气程度至少还能持续两年。公司产品受益于电子和非电子行业的需求提升、产品应用领域的拓展以及激光产品替代进口的需求，未来两年公司营收仍将保持快速增长。

(摘自《中国证券报》徐清 / 文)

### 股民学校

## 等待也是一种投资

泰德·威廉姆斯是美国棒球史上最伟大的击球手之一，曾在 1941 年创下了单赛季平安打率的最佳纪录，也是过去 70 年里惟一取得如此佳绩的击球手。在《击球的科学》一书中威廉姆斯解释了他的击球技巧，他将棒球场的击球区划分成 77 块小格子，每块格子只有棒球那么大，当球落在“最佳”方格里时，挥棒击球，威廉姆斯知道，这将使他击出好成绩；否则，成绩就较差。

通过研究泰德·威廉姆斯的挥棒动作以及击球姿势，可以从中学到很多东西。股神巴菲特一直对泰德·威廉姆斯敬佩有

加，巴菲特经常把投资比喻成一系列“商业”击球行为，他指出，要取得高于平均水平的业绩，必须等待直到企业进入“最佳”击球方格里才挥棒。巴菲特认为投资者经常对“坏球”挥棒，他们的业绩也由此受到影响；有时，并非投资者认识不到“好球”的来临，困难之处在于投资者总是忍不住要“挥棒”。

巴菲特在商学院上课时，曾经说过，用一张考勤卡就能改善你最终的财务状况。把你一生拥有的投资次数限定为 20 次，记在一张考勤卡上，每用一次就少

一次的机会，在这样的规则之下，你将会真正慎重的考虑你做的事情，你将不得不花大笔资金在你真正想投资的项目上，这样你的表现将会好很多。上述比喻里面已经包含了成功的投资者所必须拥有的个性素质：自律、耐心、冷静、独立。很多时候，进行交易是件很容易的事情，但抓住机会却着实不易。等待也是一种策略，但执行的人很少，按照巴菲特合伙人查理芒格的说法，行动是人的天性。

波段性的机会也许每隔几年都会有，趋势性的机会却是好

几年甚至十几年才有一次，一生中这样的机会很有限，芒格说“我们的经验往往会验证一个长久以来的观念：只要做好准备，在人生中抓住几个机会，迅速的采取适当的行动，去做简单而合乎逻辑的事情，这辈子的财富就会得到极大的增长。”并且，在天上掉金子的时候，要用大桶接。在稀有的“黄金时机”，如果所有“挥棒”的条件都刚刚好，那么就应该决心下很大的赌注，而不是小打小闹，或者进行“小额的投机性投资”。

(摘自《中国证券网》宁进 / 文)

## 面对恐慌想起巴菲特

近期的市场状况让投资者更多地感受到恐怖，甚至绝望。但笔者却由于看到了一篇文章就顿时消除了恐怖，甚至还感受到了希望，所以迫切地想让大家分享。不知道巴菲特及他所创造神话的投资者恐怕不多，但真正理解其投资真谛的人恐怕并不多。先看看他创造“神话”的经历给了我们哪些启示：

1973 年至 1974 年，美国经历了一场空前的大灾难，证交所的每一种股票都比 1969 年初下跌超过 70%，当初曾敢买 80 倍市盈率股票的人们，如今却连 5 倍市盈率的股票都不想要，所有的新闻媒介都在报道这场股灾给人们带来的恐慌。然而，巴菲特却开始分批买入华盛顿邮报的股票。因为他认定这家公司具有极高增长潜力，其价值应在 4 亿美元以上，而目前市值只有 1 亿美元。事实是，至 1985 年，该笔投资使巴菲特获利超过了 20 倍。其实，这是他的一贯作风。“当大多数人都对股市不抱希望并怨声载道时，就是进场的大好时机了”，巴菲特是这样说的，也是这样做的。1962 年他收购的柏克夏公司，当时每股只有 7.6 美元，后来最高曾到达 9000 美元；他在 1965 年买进的捷运公司，一年后就翻了一番

多。就在最近，巴菲特又开始向包括高盛在内的公司投入资金。

看了这段文字，再对照现阶段市场表现，你还会为要不要赎回手中的基金而烦恼吗？

再看看巴菲特决定离开市场的理由又能给我们提供哪些帮助：

1969 年，尽管兴奋的人们为买股票在华尔街排起了长队，日益暴增的交易量甚至令证交所难以招架，巴菲特却感到失望之极，因为一向信奉价值投资的他发现雅芳等许多股票都被疯狂炒到了 50 倍以上的市盈率，此时的股市在他眼里已经无异于巨大的垃圾

场，实在找不到合适的投资机会了。同时他断定，当大家近乎疯狂地在股市里抢进抢出，连原本不太注意股票的人也进了股市时，涨势已接近尾声，股市必跌。于是他毅然卖掉积累了 13 年的股票，宣布离开市场。4 年后，一场空前惨烈的股灾再度证明了巴菲特的神奇。

看到这里请回顾一下自己成为基民的经历吧！你是不是因为受了周围同事、朋友或亲属在大牛市中买基金如何赚钱的诱惑才成为基民的？当时市场是不是充满了乐观情绪，一批批办理证券

开户手续和购买股票基金的人正在排起长队？如果是，那么，你首先知道自己错在哪里了，同时也应该意识到巴菲特已经明确告诉你该在什么时候赎回基金了。

眼下，虽然投资者信心崩溃，市场一片惨绿，但这是由经济周期性循环发展和股市牛熊交替轮回的自身规律决定的，不远的将来，一批批办理证券开户手续和购买股票基金的人还会排起长队，市场还会充满了乐观情绪，届时一定要听巴菲特的话。

(摘自《中国证券报》陆向东 / 文)

## 让基金来拯救新股破发潮是否值得

创业板新股上市首日不败的纪录终于被打破了。20 日，上市的劲胜股份和奥克股份，开盘即跌破了发行价。有消息称，日趋严重的新股破发潮已引起管理层重视，公募基金投资创业板的限制将进一步放开。那么，让基金来拯救新股破发是否值得呢？

众所周知，发行定价偏高，是新股破发接连不断的罪魁祸首。偏高的发行价在上市前透支了公司的成长性，一旦上市难以获得市场认同，破发也就在所难免。海普瑞被打造成最贵新股，却难以在发行价上扛得住。20 日收盘，海普瑞较发行价下跌 8%，充分暴露出当前新股定价偏高的通病。劲胜股份和奥克股份的发行市盈率分别为 53.73 倍和 55.92 倍，在创业板新股中不算特别高，但投资者对其估值与定价还是存在分歧。有的券商并不看好劲胜股份，认为该股合理估值为 25 至 30 元，较 36 元的发行价低 20% 左右。

新股破发潮的出现，还与大盘走弱有一定关系。股指从 3100 多点快速下跌至 2500 多点，新股同样难逃下跌的厄运。随着新股板块整体估值水平的回落，破发风险无形中增大。以劲胜股份为例，招股时间是 4 月 27 日，目前的指数已较当时回落 10% 左右。在此情况下，劲胜股份上市的二级市场定价难免较发行招股时的预期打九折。

正如有的市场人士所提醒，当二级市场遭遇系统性风险，市场资金不再盲目追逐新股时，容易导致破发现象。部分新股尽管破发了，价格仍然过高，与实际价值不符，还有向下修正的空间。由此，最贵新股海普瑞破发后，市场热议其会不会成为中国石油第二，从此走上连续下跌的不归路。

对基金来说，当初证交所禁止其买入上市首日创业板公司的股票，并无完全是抑制创业板炒作的缘故。创业板公司鱼龙混杂，估值难度很大，整体风险较高，公募基金一直持较为谨慎的态度。更何况近期基金集体深陷“破发门”，大量新股破发意味着网下申购的基金同时被套，浮亏达数亿元。面对创业板破发风险凸显，基金不是新股避免破发的保护者，肯定不会赶在新股上市首日去凑热闹。

同样是破发，在市场上有两类。一类是破发后依然市盈率高的新股和次新股；另一类是破发后动态市盈率不足 10 倍的银行股，如建设银行、交通银行。从投资价值和风险控制的角度考虑，基金与其冒险买入破发后的创业板新股，还不如考虑增持银行股。两者相比，银行股的想像空间不及创业板新股，未来反弹的力度也或许逊色，但中长期稳健投资的价值突出。

(摘自《中国经济时报》张炜 / 文)