

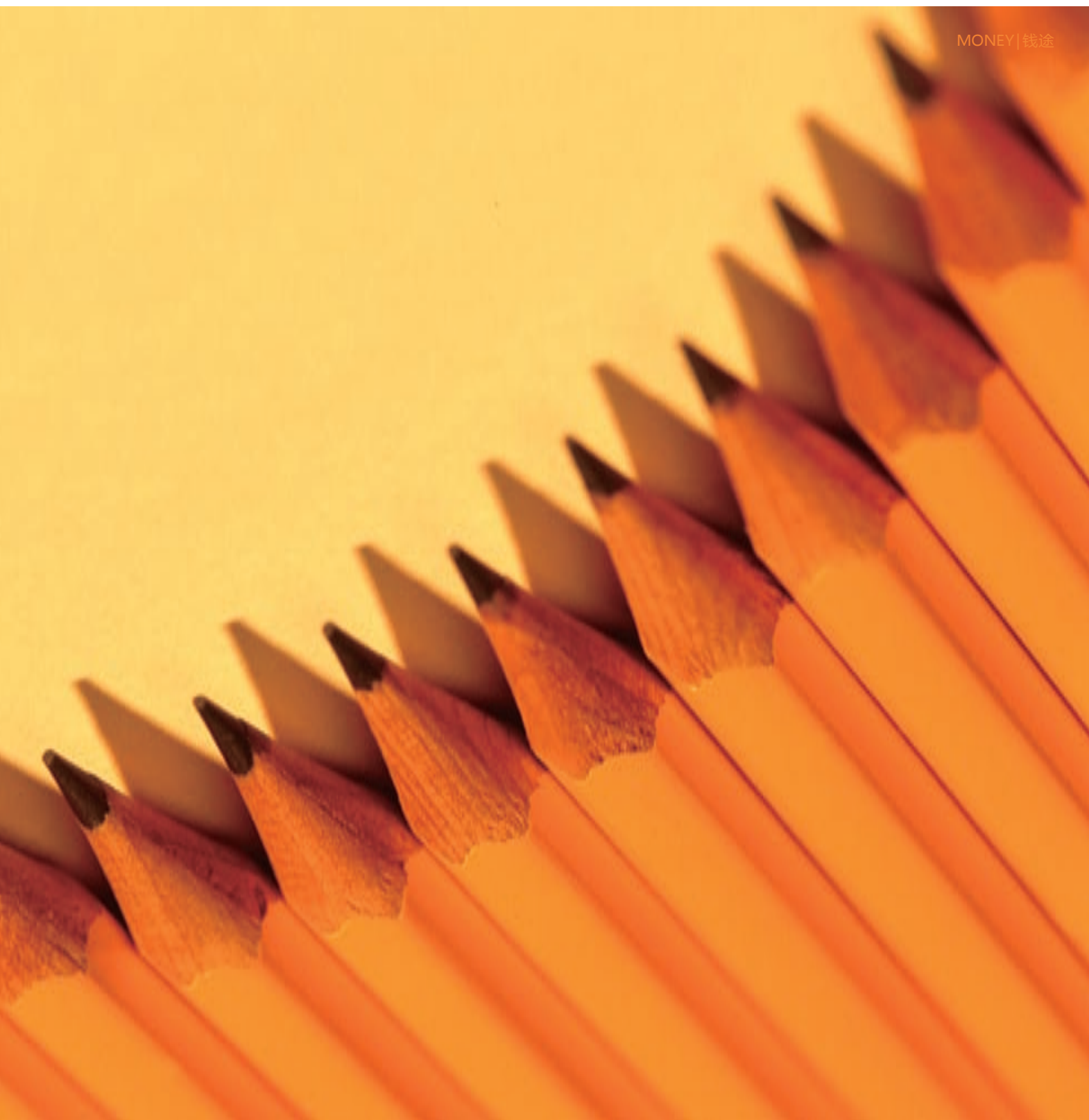
HOTSPOT BACK TO RESTRUCTURING: ENLIGHTENMENT OF STOCK MARKET SPECULATION

细说重组： 题材升温启示录

文_桂浩明 责任编辑_张丽

进入8月份以后，沪深股市的调整态势比较明显，当月大盘收出了不小的阴线，很多蓝筹股的走势十分低迷，人们不由得开始担忧：2009年还会有好的投资机会出现。

对于市场是否还会出现系统性行情，现在的确很难说。不过有一点是可以肯定的，这就是在2009年余下的几个月中，一定会有明显的个股与板块行情出现，而其中也一定少不了资产重组概念股的影子。事实上，即便是在股市出现较大跌幅的8月，资产重组题材也在不断升温。



重组的后市效应

实际上，投资者对资产重组都比较熟悉。早在1993年所发生的“宝延风波”，即中国宝安在二级市场发起对延中实业（两者均为上市公司）的收购，便开启了在股票市场中，企业进行资产重组的先河。伴随着市场的不断发展，利用资本市场通过收购兼并整

合资产，不但成为各地政府、各类企业所关注的重要工作，也成为股市中一个不可或缺的题材，使其成为投资者的操作重点。在随后的几年中，资产重组成了股市中最受人关注，同时也成为最能驱动股价上涨的热点，很多公司加入到重组的行列，有的通过重组

壮大了自己，有的则借此实现了“乌鸡变凤凰”。而围绕重组所展开的股市行情，也确实让不少投资者获益匪浅。

当前，股市行情敏感，多空分歧很大。在这个时候，资产重组题材却出现了明显升温，并被认为有望成为新热点，其原因是多

2009年半年报之冠**• 重组冠军：长江电力**

停牌一年之久的长江电力在2009年5月复牌，并随之创造了一个历史记录——以1073亿元的资产重组规模，成为迄今我国资本市场重组规模最大的公司。公司目前已是我国最大的水电发电企业，但随着长江电力控股股东——中国三峡总公司向上市公司注入三峡工程发电资产，以及与发电业务直接相关的生产设施，长江电力可控装机容量将达到约2100万千瓦，约为注入前的2.5倍，公司在华东、华中和华南地区电力市场的占有率将因此得到显著提升。

• 盈利冠军：中国石油

尽管受到国际原油价格低迷、国内石油石化市场需求萎缩和产品销售不畅的多重影响，中国石油依然以503亿元的净利润成为2009年上半年当之无愧的非金融类上市公司盈利冠军。

• 亏损冠军：中国远洋

2009年上半年，以远洋运输为主业的中国远洋遭受了国内外宏观经济和国际贸易低迷的影响，上半年亏损46亿元，居A股上市公司之冠。不过，随着全球宏观经济和中国宏观经济形势的向好，以及干散货传统需求旺季的到来，中国远洋下半年的市场需求和经营状况或将趋于好转。

• 净利跳高冠军：ST有色

资产重组让ST有色成为2009年上半年A股市场的“跳高冠军”，其上半年净利润为2008年同期的1105倍。通过2008年9月实施的重大资产置换，公司主要经营产品由原聚酯切片及化纤等化工产品转为稀土、钨精矿等有色金属产品，其净利润也因此由2008年上半年的0.45万元，增长至2009年上半年的502.07万元。

• 投资净收益冠军：上海汽车

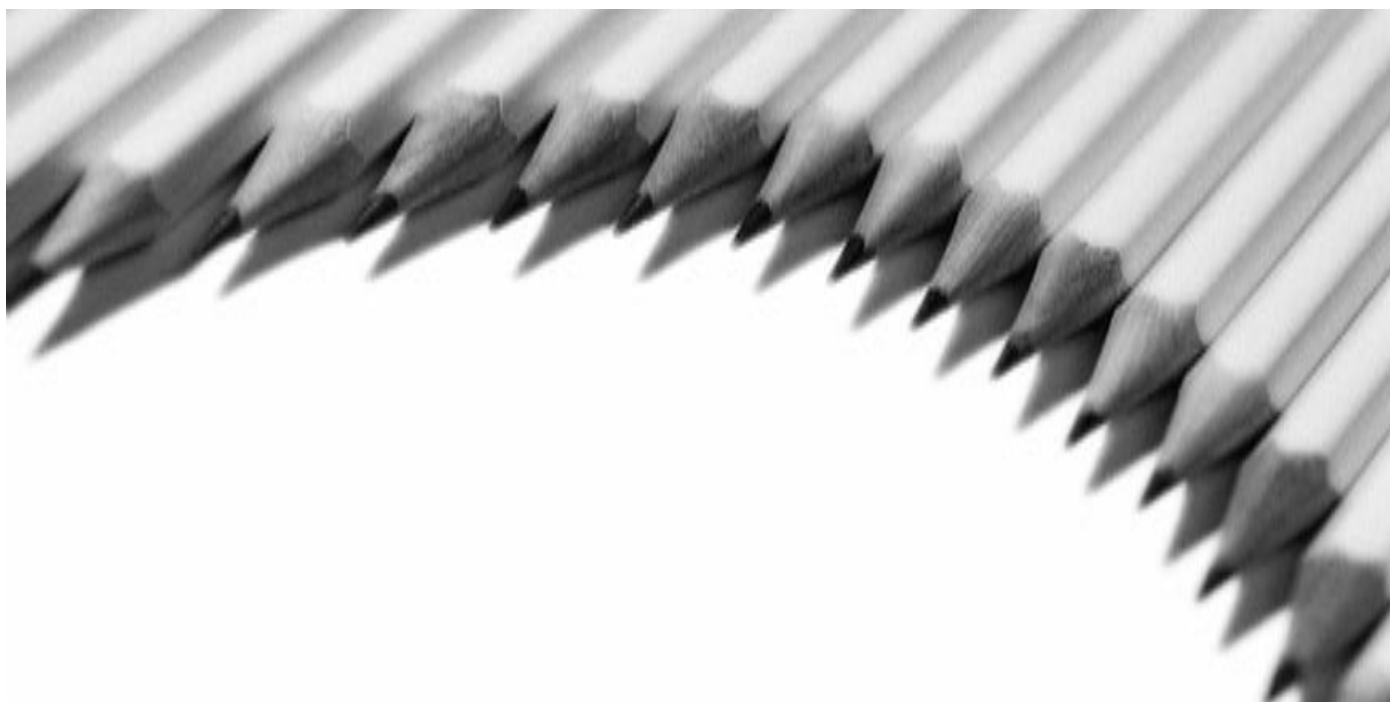
上海汽车2009年上半年实现投资净收益28.73亿元，成为A股非金融类上市公司投资收益之冠。不过，相对2008年同期，上海汽车的投资收益还是下降了8%。公司半年报披露，因双龙汽车进入更生程序，公司相应计提了减值准备，报告期内累计计提11.82亿元长期股权投资减值损失；此外，公司证券投资收益大幅减少，报告期内证券投资收益为0.56亿元，较2008年同期下降87.5%。

[资料来源：《证券时报》]

方面的：一则，在前期股市已经出现较大幅度的上涨以后，就多数上市公司股票来说，至少在短期内已经缺少支持其进一步上行的事件发生，而资产重组由于在题材上的特殊性，这个时候便脱颖而出，受到关注，特别是几个先前停牌的公司，其股票经过反复重组获得成功，并且是在市场又较为活跃的时候复牌，自然会有很好表现，这在很大程度上揭示了操作重组股的财富效应，提升了其市场吸引力，为苦于找不到好的投资方向的投资者提供了一条可行的盈利途径；二则，2009年以来，为应对国际金融危机的冲击，国家制定并落实了刺激经济发展的各项措施，其中包括保增长、调结构等内容，而从调结构的层面上说，既有对落后产能的淘汰，也有产业转移，通过企业间的收购兼并以实现

联合，提高其竞争力，同时发展新兴产业等。由于产能相对过剩的问题依然存在，因此通过产业整合，可以实现超越式发展模式，显然，在这个过程中，资本市场是大有可为的，借助产业整合这个平台，能够以较高的效率、较低的成本实现企业的资产重组，为优势企业吸收弱势企业提供渠道，并为做大做强提供了空间。另外，也有利于资本运作，实现上市公司的优胜劣汰，将好资产注入到上市公司中，用好“壳资源”。历史经验表明，往往在市场缺乏明确的业绩题材，同时企业经营状况又普遍处于不太理想的情况时，恰恰是搞资产重组的一个恰当时机。在这个意义上，现在市场上出现资产重组题材的升温，以及重组概念股行情活跃的局面，有其内在的合理性和逻辑上的必然性。

值得一提的是，现在所展开的资产重组又和以往集中在年底、年初所进行的重组有较大区别。那个时候的重组，往往以扭亏、“保牌”为目的，这种过于现实的安排，在一定程度上会影响到重组的效果，而且这种重组的对象通常是绩差股，操作难度大，如果重组失败，投资者的损失也是相当明显的。而现阶段的重置，由于目标是多元化的，不但在总体方向上与国家政策相符合，并且在时间上也有着较大余地，因此从操作层面上而言，其成功的概率会比较大。而且，由于其超越了以拯救亏损公司为目的的想法，一些成为重组对象的企业其本身会有比较好的效益，所以使得资产重组摆脱了在习惯认识上与价值投资对立的状态，具有较好的可投资性。



各类重组的潜在行情

梳理一下近期的资产重组项目，大致可以分成三类：一类是中央企业的垂直重组，另外一类是地方企业的横向重组，还有一类则是亏损企业的“保牌”重组。显然，就资产重组的内涵来说，重组的范围扩大了。一段时间以来，国资委就一直强调要对中央企业进行重组，通过资本运作将企业进一步做大做强，提高行业集中度，避免低水平重复。现在看来，这方面的动作比较大，特别是在钢铁行业，作为世界产量第一的大行业，其集中度很低，导致大而不强，无论是原材料还是产成品，都缺乏定价能力。在这种情况下，利用资本市场让中央企业发挥主导作用，开展资产重组，就成为一项重要工作。时下，鞍钢对攀钢等此类项目的重组，已经显现出价值。在下一阶段，不但是钢铁行业，还是其他行业，都会有中央企业重组的动作出现，特别是以资产类型为重点的企业而言，这种操作如果设计的好，并且运作成功的话，其经济效益与社会效益都会有很好表现。

而地方企业的重组，往往可以视为利用资本市场加强企业间联合，提高资源使用的协同效应，实现资产在更高层次上的优化配置。不久前发生的中国平安准备参股深发展事件，就是这方面的典型。作为两个都有较大市场影响力的企业，用这种方式提高关联度，

打开了银保合作的新前景，对于双方来说都非常有意义，类似重组事件在海外市场上是比较常见的。因此，当境内市场运作此类重组之时，投资者应予以高度关注，毕竟资本市场的资源配置功能，在这里是以比较市场化的形式表现出来的。

说到亏损公司为“保牌”而进行的重组，现在也有了新的内涵，像东方航空与上海航空的重组，既有通过整合，提高盈利水平，以尽快实现扭亏的目标，同时也有在实现整合以后，扩大市场份额，减少内耗，强化竞争力的考量。虽然说这种形式的重组难度很大，但是以竞争对手为联合对象的重组，还是颇有新意的。另外，一些优势产业通过对亏损公司的重组，既达到了在资本市场上“保牌”的目的，也改变了原有企业的状况，为投资者提供了一个好的投资标的，具有多方面的积极意义。时下资产重组题材所出现的新内涵，并不仅仅局限于以上几个方面，但就目前重组市场发展而言，已经使得重组题材在资本市场上升温有了坚实的基础，这也是市场条件与环境变化的必然结果。

这里还要分析一下相关地区的资产重组状况。譬如上海、四川以及东北地区，由于历史原因，早期企业上市比较多，但多数规模比较小，业绩不太理想。而这几年，随着经

济的转型和升级，原来上市的不少企业已不再适应形势的发展，需要进行脱胎换骨的改造。与此同时，这些地方也有不少新兴产业发展起来，但由于上市资源有限，因此一时还难以获得IPO的机会，阻碍了它们利用资本市场发展的空间。显然，这里构成了某种资源的错配，而通过重组，将弱势企业的“壳资源”让渡给优势企业，无疑是一种优化配置的途经，对于重组的各方都是有利的，而广大投资者更是乐观其成。这些地方股票的资产重组前景，显然应得到人们更多关注，它们在资本市场上已经形成一个操作重点。

既然现在有资产重组的题材，而且大的背景又有利于重组的进行，股市上的资金也在不断提升着对重组的关注度，因此，资产重组题材在股市上会受到进一步追捧。当然，不管是什么样的重组题材，不考虑风险都是不行的，特别是绩差股重组，搞好了当然不错，收益会很大，但搞不好会给投资者带来巨大损失。风险总是与收益联系在一起，人们大可不必因为重组股有风险而予以全然回避。所以，在强调风险的同时，指出该题材的重要性也是必要的。虽然2009年上半年高淳陶瓷、ST九发这样的爆发性行情未必会再现，但股票因为重组题材的出现而提升价值的事情，一定会大量涌现。■

ARE YOU DEPARTING FROM VALUE INVESTING?

你偏离了“价值投资”？

文_范恩洁 责任编辑_张丽

某日，“股神”巴菲特跟朋友一起打高尔夫，其中一位朋友提议，如果有人能够一杆进洞的话，他就付给那个人10000美金，但是如果参加这个游戏的人没有打出一杆进洞，打球的人就要输给他10美金。在场的人一听，兴趣都来了，10美金换10000美金，这样的好事为何不去试一下。而巴菲特并没有头脑发热：一杆进洞的几率实在太小，如果参加这个游戏，输掉10美金的可能性远远大于赢到10000美金，这种稳赔不赚的吃亏“买卖”他是不会做的。上述的“确定性管理”，贯穿了巴菲特的价值投资生涯。那些愿意参加一杆进洞游戏的人，其实跟街头排队买彩票的人的思维方式是异曲同工的。


古典经济学是建立在理性人的假设之上的，但几十年来的行为经济学研究表明，人们并不总是作出理性的决策，而是倾向于给不太可能的事件赋予过高的价值，对平常事件赋予的价值又过低，就好像有些人欣然地飙车去机场，却对飞机起飞后会不会出事忧心忡忡，对于彩票的热衷，也恰好说明了这一特点。带着这种“彩票心理”的投资者进入股市，通常也会选择像彩票一样的股票作

为自己的投资目标，并且也倾向于在股市中进行投机和择时，总是试图顶点卖出，谷底买入。德州大学的库玛教授曾对“彩票型”股票做过研究并发现，它们通常具有这样一些特征：价格低、波动大、历史回报率相当反常，比如市场上那些市盈率被放大数倍的热门股。在美国这样的成熟资本市场中，机构投资者往往会回避“彩票型”股票，但是个人投资者却趋之若鹜。事实上，“彩票型”股票在美国市场上，每年平均收益率比普通股票低4个百分点。

对于坚持价值投资的基金管理人而言，去追逐那些热门股的行为与买彩票并无二致，因为要想从小概率事件获益的难度实在太高。2007年股指冲上6000点，那些勇敢去“刀口舔血”的投资者中可能有百分之一在一周内获得高收益；那些一度在市场风光无限的新能源股中，或许有千分之一的企业成为网络行业的领跑者。但是，在没有制度和能力去保证自身成为这百分之一和千分之一之前，价值投资者应远离这些买彩票行为。价值投资就是对一些大概率事件进行判断，并坚定不移地向高确定性结果迈进，而忽

略期间不可预测的细节。

买中彩票这样的小概率事件常常成就传奇，成为众人津津乐道并向往不已的经典。但在国泰基金看来，基金投资的目标不是透支持有人长期风险来博取个人名誉的排名比赛，也不是为博取短期的高回报来吸引公众眼球，而是要为持有人的资产获取长期稳健的收益，这是基金行业与彩票行业截然不同之处。

中国有句成语——“拔苗助长”告诉我们，庄稼的成长壮大需要时间，必须尊重自然规律，循序渐进，财富的积累也是一样的道理。经济学大师马歇尔的传世之作《经济学原理》开宗明义就写着：经济不会飞跃。他认为经济始终会像爬楼梯一样进行阶段性上升，而非一蹴而就。股市是经济发展的晴雨表，也是人们分享经济发展成果的重要渠道。以投资而非投机的心态，坚持长期投资，这是我们积累长期财富，分享经济发展成果的重要之路，这是大概率事件，赚这样的钱，固然看起来平淡如水，但持之以恒地坚持下去，时间的玫瑰终会馥香扑面。· 本文由国泰基金管理有限公司提供 

NEW COORDINATE IN VIEW OF INSTITUTIONAL INVESTORS

机构眼中的新坐标

文_赵峰 责任编辑_张丽

股指经过几日走低，指数的反弹预期使得指数基金开始复燃。据上交所最新数据显示，在刚刚过去的一段时间内，上证红利ETF基金连续出现净申购，实现四周净申购总份额达4.555亿份。这是自2009年以来，上证红利ETF首次连续五周出现净申购。据业内人士透露，近来机构投资者大幅增仓上证红利ETF，是其规模上升的主要原因。

目前国内仅有5只ETF基金，由于ETF基金是通过交易所来进行交易，而且申购赎回需要一揽子股票来进行份额的换购和赎回，拿股票来换份额的参与者则需要一定的资金量，这样对很多资金量小且没有股票交易经验的投资者来讲，参与ETF难度就会较大。发行ETF联接基金可以扩大投资者范围，投资者可以通过银行渠道申购ETF联接基金，由联接基金将投资者的钱投向ETF。

机构投资者增仓上证红利ETF与指数基金，与2009年以来业绩抢眼是有关联的。据统计，除中小盘ETF基金外，其余4只ETF基金

净值自2009年以来涨幅均超过85%，业绩远超同期股票型基金。一位大型保险公司的投资经理表示，ETF属于被动型投资，完全复制指数，其交易成本低，在股市大幅上涨的行情中，能够很好地分享牛市盛宴。对于近期机构巨额申购上证红利ETF的现象，一方面说明这些资金看多后市走向；另一方面，此种现象与机构投资者看好标的指数中的股票配置有关。

据上证红利ETF基金经理张娅介绍，与其他指数不同的是，上证红利指数的主要权重行业为投资周期性行业，包括钢铁（权重：30.9%），电力（权重：15%）以及石化（权重：13%）等，并包括有色金属、煤炭、航运、汽车、房产等投资链条上其他不同环节的周期性行业，其权重占比之和接近20%。概括地说，上证红利指数的主要权重行业为投资链条上的行业，现阶段上证红利指数更趋向是一只“投资型指数”。

在A股市场板块轮动的规律下，随着经

济复苏路径的逐渐清晰，风格各异的ETF也遵循着内在规律渐次发生轮动。站在现在的时点上，钢铁、石化等投资链条上的相关行业将迎来较好的投资机会，投资上证红利ETF的超额收益较大。

从销售数据来看，机构投资者走在了个人投资者的前列。自2009年以来，市场的持续走高让众多投资者有些意外，很多散户投资者或入场或未入场的都对后市走向心存疑虑。诚然，在经济形势尚未十分明朗，经济复苏迹象有待进一步确认的宏观大环境下，对资产价格的后市走向存在分歧也是不置可否的。但从另一方面来说，在以流动性推动和经济复苏预期下的这波行情上，市场资金的走向能在很大程度上影响最后资产价格的走势。对于散户投资者来说，在选择基金投资上，除了关注各大基金的业绩表现以及配置特点等方面以外，关注一下机构投资者的资金走向也是非常具有参考价值的。· 本文由友邦华泰基金管理有限公司提供 MCB

BONUS: ANOTHER TOOL OF OPEN-END FUNDS

基金的另一利器：强化分红

文_陈正宪 责任编辑_张丽

基金收益分配，即基金分红，是与股票分红类似的概念。在海外，证券的买卖价差及分红是投资者主要的回报来源，也是衡量证券价值的关键因素。譬如股利折现模型，就是假设证券市场价值反映了该证券未来持续稳定的股票红利，因此，股票红利可以最终体现投资者的投资回报。此外，国外研究资料显示，有定期收益分配机制的证券，其市场波动度较低。因此，在投资者需求的引导下，海外成熟市场的股票及基金，都有定期、持续地发放红利的传统。

正在发行的嘉实回报混合基金的强化分红设计，得到了国内投资者的关注。该基金不仅在投资上追求“绝对回报”，在收益分配上也追求“定期回馈”，通过持续的定期分红，为投资者提供可预期的定期现金流。研究显示，开放式基金频繁分红能够使投资收益及时兑现，在一定程度上也减少了基金净值的波动性。

在国内，机构投资者偏好将投资回报以基金分红的形式发放，而不是买卖投资价差的形式实现，因为后者必须缴纳25%的所得税，前者则可以避免被课税。根据中国银河证券研究所基金研究中心的计算，在假设30%年收益率的情况下，以投资价差实现投资回报的方案（考虑税收）及以红利发放获

取投资回报（不考虑税收）的方案，在2年的投资期间其收益率差了近20%，在5年的投资期间则差了近100%。例如，封闭式基金由于有每年必须分配收益的约定，也成为机构投资者偏好投资的标的。

对国内个人投资者而言，基金分红的条款设计在2009年成为市场关注的焦点。证监会在2009年4月发布了《证券投资基金收益分配条款的审核指引》，使基金新产品的分红条款更明确。嘉实回报混合基金的收益分配条款，根据《证券投资基金收益分配条款的审核指引》的最新规定所设计，主要特点有以下三点：

第一，在分红制度的设计上，力求达到“易于评估，可以预测”的目标。嘉实回报混合基金选择以一年期税前定期存款作为基金是否分红的评估标准，且每月进行收益分配评估。一旦当月的单位净值增长率高于2.25%（目前一年期税前定期存款利率），且有可供分配利润时，则嘉实回报混合基金应该发放红利。如此一来，投资者可以评估及预测本月份嘉实回报混合基金是否具备基金分红条件，并提前决定是选择“红利再投”还是“落袋为安”。

第二，在基金分红的实现上，实现“条款清晰，可以执行”的特点。当符合月度收益

分配条件时，嘉实回报混合基金需要至少分配可供分配利润的50%；每年分红次数最多15次，最少1次。最多（或最少）次数的规定，可以确保基金有年度累积收益并给投资者分红，不受每月评估分红条件的限制，真正体现基金分红为投资者获取绝对回报的设计理念。

第三，将月度基金分红与资产配置频率同步，避免基金分红对投资布局可能产生的不利影响。基金经理在投资决策时，已将收益分配的结果预先纳入考量，使定期分红跟投资流程相结合，避免了基金为了分配收益卖出手中资产，从而影响投资收益的情况。

在波动性如此大的股市里，能够提供定期、清晰、可持续的基金分红方案，让投资者根据市场环境以及自身需求选择要“红利再投”或是“落袋为安”，这样的选择性本身就是一种增值服务，不但可以帮助投资者真正实现收益落袋为安，还避免类似2008年因为市场大跌而使投资收益成为纸上富贵的情形发生。嘉实回报基金的收益分配机制提高了基金的分红频率，因此，对于希望拥有稳定的绝对回报及有定期资金需求的投资者来说，强化分红的产品在制度设计上提供了一定的保障，能够较好地满足其特定需求。• 本文由嘉实基金管理有限公司提供 MCB

WIN WITH TREND INVESTING

用趋势锁定胜局

文_张韵 责任编辑_张丽

市场经历多日调整后何去何从，富国天成红利基金经理于江勇表示，宽幅振荡并未改变市场整体趋势，那些估值较低，有着明确业绩增长预期的行业将在下半年受到关注：一方面，货币政策或面临微调，而宽松的基调依旧，企业盈利仍在恢复，CPI处于低位，这些因素均未对市场构成较大压力；另一方面，对趋势的一致预期导致前期市场出现快速上行。于江勇表示，快速上涨是此番调整的主要动因。就此，本刊记者根据当前股市行情，对投资者所关心的问题向于江勇经理进行了如下专访：

EL: 您认为市场估值仍处于适中状态，那么，下半年是不是应重点关注补涨股？

于江勇: 这里所说的估值适中，是指不算便宜，也不算很贵的状态，单从这方面看，市场向上向下均有可能。就目前而言，那些决定指数高低的大市值板块，如银行，其动态市盈率为15倍—20倍，2010年估值可能进一步降低，限制了指数的下跌空间。下半年，补涨板块有一定机会，但我们认为，支撑下半年市场向上趋势的主要因素是业绩的增长预期，即那些2009年和2010年业绩有明确增长的、市盈率较低的行业和个股。

EL: 哪些板块您觉得在下半年可以重点配置，为什么？

于江勇: 从配置上说，下半年应以业绩增长明确的板块为主，经济复苏补涨板块为辅，支撑市场运行的是未来的业绩增长，这对下半年尤其重要，所以，此类板块具有稳健增长的特点。有些行业目前业绩一般，但经营趋势向好。因此，作为复苏补涨板块，有较高波动性。至于题材板块，我们认为下半年通常比较看重业绩，题材类股票表现会较弱。

EL: 下半年市场向上和向下的力量分别是什么？

于江勇: 下半年，市场主要的增长动力是业绩增长，就是说投资者还要依据2009年的动态PE作为估值依据，2010年的动态PE只是作为参考，但到2009年年底，市场更看重2010年的估值，如果未来业绩增长比较确定，这类股票是可以上涨的，这是主要动力。下行的动力来自货币政策的调整力度，目前处于微调，如果力度大于预期，再加上经济复苏低于预期的话，就构成了调整下行压力。基于市场审慎乐观的判断，我们将积极地参与市场，并不认为指数会持续上行，但市场还是会比较活跃的。

EL: 我们注意到，您的基金在上半年一直保持了较高的仓位，较好地把握住了这一反弹行情，而当时的市场尚存很大争议，您是如何做到的？

于江勇: 我个人一直有个观点，上半年行情是个大概率事件。自1992年以来，上半年没有行情的只有3次，分别是：1999年5月19日之前；2005年6月股改正式启动之前；2008年单边下跌。除此之外，上半年的A股市场均保持活跃，而题材股则成为这一时期的热点话题。2008年底，A股估值一度跌至历史低位，吸引力很大。我很喜欢的一位基金经理彼得·林奇曾提过：买入10倍以下PE的股票，才能赚大钱。以前觉得很难等到这一天，但2008年的市场则涌现出了很多估值较低的股票。我对中国经济增长仍然怀有信心，因此选择了在底部建仓，并从2009年初至今一直保持了较高的仓位。2009年一季度时，富国天成买入了不少银行、地产股，对于周期性行业以及进入富国股票池的主题类投资股票，也有所参与。MCE