现代服务业漂亮曲线图

张西林

首先谈谈对现代服务业的理解，我们可以从两个维度理解其内涵。

第一，生产性服务业解决的问题，是让企业更有效率，更节约成本。以传统生产企业的销售或者中间资源流程为例，服务业解决的问题是怎么让企业的资金、货物、人员以及信息在各部门，以及生产的各个链条之间更好地流动，进而更好地赚钱，这是生产性服务业的基本分析框架。

第二，消费型服务业解决的问题是让大家生活得更幸福、更健康、更美丽，而让大家更幸福、更健康、更美丽的公司，都是好的机会。

我们重点看好现代服务业的发展及其投资机会，是因为生产企业面临高成本，需要挖掘新的生产性服务的机会，而从消费者角度来讲，有了更高的收入，会提出更高的消费需求。非常有意思的一对词，是劳动力和消费者，从企业角度来讲，人力成本越来越贵，人均工资近10年涨了近3倍，而目前所有的企业除了面临人力成本，场地租金也是巨幅攀升，因此现有情况下，管理越来越贵，企业需要打开供应链管理，或者效益黑箱子，从这里挖掘利润。

另一方面，从消费者角度来说，在人均收入达到一定规模之后，消费需求都有明显提升，80、90后逐步进入消费开支的大年，而60后则进入到另外一个需求层次，即对于幸福和健康的需求。此外，互联网技术对于传统产业而言，在诞生新模式的同时，也产生了很多新的消费方式。

统计显示，目前我国现代服务业的收入占GDP增加值比重在25%左右，相当于美国80年代的水平。照此推算，如果做一个合理延伸，未来20年到30年，整个80后、90后包括60后，对于现代服务业的需求，将是一个非常漂亮的曲线。

不过，从统计情况来看，我国的生产性服务业，包括物流、信息传媒、体育、医疗等专业商业服务，相较美国的差距还较大。以美国的Priceline为例，这家600亿美元市值的在线旅游公司，相当于中国的携程，从2008年至今其市值翻了40倍，在这个过程当中，公司不断兼并收购，2004年收购英国一家公司，2005年收购荷兰一家公司，2014年投资携程，伴随着兼并收购路程公司发展壮大，目前其市销率（市值／销售额）约10倍左右。再比如MSG，该公司有着独特的运营模式，即将球队的运营、场馆的运营，还有传媒三种方式混合起来，而国内这种运营模式还是空白。

2015年，将是整个现代服务业投资的元年。我们统计发现，中国现有的企业发展空间都很大，比如美容的市场空间是4300亿元，生产性服务业是5.9万亿元，考虑到运营规模将近13万亿元，养活一千亿、两千亿的公司市值，将是非常轻松的事情。再比如，物流运输服务是5.4万亿元，体育服务是5万亿元，家装家居是4.7万亿元，在线旅游是3万亿元，在无限大容量的市场空间当中，我们可以优选具有特别商业模式的企业进行投资。

大盘小盘推港股

申银万国研究所　胡晓晖

我们认为，2015年，港股将呈现沙钟型牛市，而以国企为代表的大盘蓝筹股，以及小盘股都将有不俗的表现。对于香港市场，我们可以从流动性、盈利水平、估值等三个方面来探讨。

美联储加息，对于新兴市场而言，对于香港市场而言，到底是利好还是利空？过去一年，我们对新兴市场、香港市场非常担忧，原因是美联储加息，股市不是要跌了吗？与市场普遍认识不同，实证研究显示，美联储加息将利好新兴市场。过去30年，美联储经历了5次加息周期，虽然每次加息背景不一样，但美联储加息前、后12个月期间，美股都是正收益。更为关键的是，新兴市场除了第一次之外，每次都大幅跑赢标普500，也就是说在美联储加息开始上升的时候，对新兴市场绝对利好。

为什么美联储加息了，反而新兴市场跑得更好？

在美联储加息之后的12个月、24个月、36个月，新兴市场经济越走越高，美联储加息宣告全球经济已经从复苏迈入到过渡阶段。历史地看，美联储加息之后，新兴市场包括香港市场除了第一次下跌，以后每次都是上涨的，虽然加息后涨幅收窄，仍然有正收益。假设明年7月份美联储加息，那么往后12个月，或者是24个月更加乐观，因为流动性将明显改善，特别是对于大盘股来说。

至于香港市场，每次涨幅不一样，后四次加息之前都是大幅跑赢美股。现在香港市场估值优势明显，相对于美股有50%的折价，相对于所有的新兴市场，香港市场也是最便宜的市场之一，目前大部分新兴市场的估值在15—17倍，而香港股市只有8倍，估值占有绝对优势。

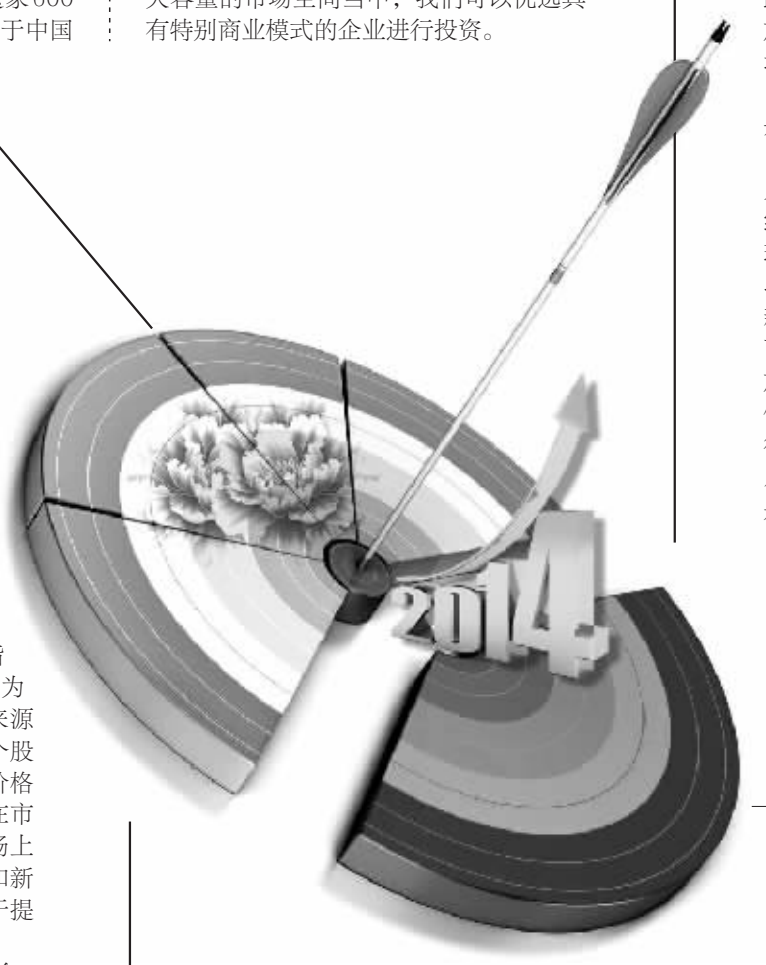
我们认为，对于大盘蓝筹股，有两个关键词，一个是外资涌入，另一个是国企改革。国企改革将引发大盘股行情，我们买股票买的是ROE（净资产收益率），ROE不同，企业的股市估值也不一样。可以看到，恒指在2003年至2007年大幅上涨，一个很重要的原因是很多国企去香港上市，所以上市公司总体的ROE水平提高了，自然配备高的估值。所以，贯穿明年国企改革的题材和事件，将会是持续不断的催化剂。

对于小盘股而言，也有两个关键词，一个是中资南下，一个是价值洼地。随着明年资本市场对外开放，市场期待深港通启动，或者是其他的渠道开放，内地资金进入香港，一定会改善香港小盘股的流动性水平，小盘股会有一波很明显的行情。目前小盘股相对于国内的创业板、中小板有非常明显的折价，包括技术设备、能源、传媒在内的高质量小盘股，相对A股都有50%以上的折价水平，对于很多国内投资者，香港的小盘股是一个尚未开采的金矿。

定向增发，怎么玩

本报记者　何　川

在A股近期的“急涨”行情中，很多投资者一不留神就“满仓踏空”，着实有些伤不起，但也别过于懊恼，市场上并不缺乏投资机会。今年以来上市公司定增数量呈现井喷增长，若能深掘其中，收益通常也是妥妥的。



定增之风劲吹

所谓的定向增发，是上市公司以非公开的形式募集资金，发行对象一般不超过10人，发行价不得低于公告前20个交易市价的90%，发行股份通常12个月内不得转让。格上理财研究员张彦表示，相比于配股、公开增发、可转债等其他再融资方式，定增有着审核程序简单、发行成本低、信息披露要求低、发行人资格要求低等优势。

Wind资讯数据显示，今年以来，截至11月底，共有319家公司实施定增，发行919.34亿股，融资达5640亿元，同期公布定增预案的上市公司案例数量更是逾千起。“在去年二级市场缺乏趋势性行情下，‘一级半’定增市场天然的α收益颇具吸引力，定增股票的数量连创新高。”财通基金张勤表示，今年以来，折价发行、政策松绑、标的丰富和股市筑底回升，使得定增市场投资机会更加凸显，无论是定增项目数量、募资规模，还是参与机构和浮盈比例，都远超往年。

财通基金定增研究中心数据显示，去年初至今年上半年，市场上共有超过3500家机构参与上市公司定增，包括公募基金、险资、券商、信托、PE及阳光私募等。截至今年6月末，2013年所有实施定增的项目平均浮盈超24%。从实施定增的上市公司所属行业来看，TMT行业、专用设备、医药等行业的定增行为相对活跃。

就上市公司实施定增的目的而言，大致可分为资本运作和项目融资等两类。“一般来说，资本运作类预期盈利实现速度更快；项目融资类由于建设期问题，预期盈利实现速度整体会滞后于资本运作类。”张勤说。财通基金数据显示，2007年至2014年8月底，资本运作类平均定增收益率约为80%，项目融资类约为25%。

“火”中取栗

定增项目的收益是可观的。财通基金数据显示，2007年至2013年，定增市场平均绝对收益率（按锁定期1年后的解禁当日收盘价/增发价—1）约为53%。相对沪深300指数，定增市场平均相对定增收益率为31%。张彦表示，定向增发的收益来源主要包括折价率、市场波动收益和个股成长性收益。一般而言，定增参与价格较二级市场有10%至30%的折价，在市场低位参与定增投资，还可分享市场上涨带来的β收益。此外，新入资产和新投项目改变了公司原有估值，有助于提升公司的盈利能力。

如何把握定增公司的投资机会？一、二级市场有着不同的投资逻辑。申银万国分析师钱康宁表示，从历史经验来看，一级市场重组类定增的收益率、超额收益均较高；大股东参与、首次通过定增融资的公司收益表现更好；相比1年期的定增项目，3年期项目收益稳定性更好。此外，定价方式发行的收益通常也高于竞价发行。

对于广大中小投资者而言，要想在火热的定增市场中“分杯羹”，还需通过二级市场来获得，散户们可通过及时跟踪定增方案的进度时点，对公告日后的行情进行波段操作。

钱康宁表示，绝对收益是从发行日至解禁日收益最高，年化收益则是董事会预案日至股东大会公告日期间的收益最高。由于在定增预案公告后，公司股价通常会连续涨停，因而投资者可选择股价回调后趋稳时介入，持有至股份发行日退出，享受整段定增公告日带来的超额收益。

除此之外，中小投资者还可以通过申购定向增发的基金产品来参与。“选择定向增发基金时，要对发行方的选股能力及项目获取能力进行甄别，可从其历史业绩来判断。”张彦表示，多项目定增产品的风险较单一项目分散，更适合稳健型投资者，也有基金公司在其定增类产品中加入了量化对冲策略，由此锁定定增折价带来的无风险收益，这类产品更受小散户们的青睐。

2014年投资市场盘点之

财富指南针

医药变革，你hold住吗？

交银施罗德　庄　琰

2014年医药行业的投资风格发生了巨大的转变，全年来看，一些依赖内生增长的中大市值传统成长股的表现多不尽如人意，而一些中小市值的企业却通过并购重组实现了向新业态的渗透，并获得了市场的认可。

这其中，自然有一部分因素来自于投资者结构的原因，但另一部分也反映出在医药行业政策出现巨大变化的背景下，市场对传统制药股成长逻辑的担忧。2015年，一方面需要仔细回顾和寻找那些可能被市场错杀的优秀传统成长公司；另一方面，更需要以积极的心态面对医药行业的变化，寻找那些顺应新的行业发展趋势的医药公司。

医药行业的变化，主要来自于政策和技术两个层面。在政策层面，变化一方面来自于国企改革这一大的国家政策，另一方面则来自于医疗改革深化这一行业政策。从医疗改革看，2009年开始的医改可能已经到了不得不触及核心利益的关键时期，2014年，医药招标议价制度、药品价格管理制度、医保支付制度、低价药品目录、药品销售乃至医疗服务、医生执业等多种制度的重大变革接踵而至，这些政策给医药行业产业链带来的影响不可避免。

而在技术层面，离不开互联网向社会经济各个领域的渗透这一大背景，同时有医疗技术不断进步这一行业背景。2014年，一方面互联网巨头们正在尝试进入医疗行业，从外围改变现有医疗行业的生态体系，比如阿里的未来医院，腾讯对丁香园、挂号网的投资以及智慧医疗等等；而另一方面，基因测序、免疫治疗等多种新技术手段的突破，正把医药行业带入一个崭新的发展领域。

投资医药行业，主要还是投资医药行业的成长性。这一成长性，一方面决定于老龄化带来的内生需求的增长，而另一方面，则决定于政策的变动和技术的进步。前者决定了长期的行业增长趋势；而后两者则会左右医药各细分行业在某一阶段的成长表现。

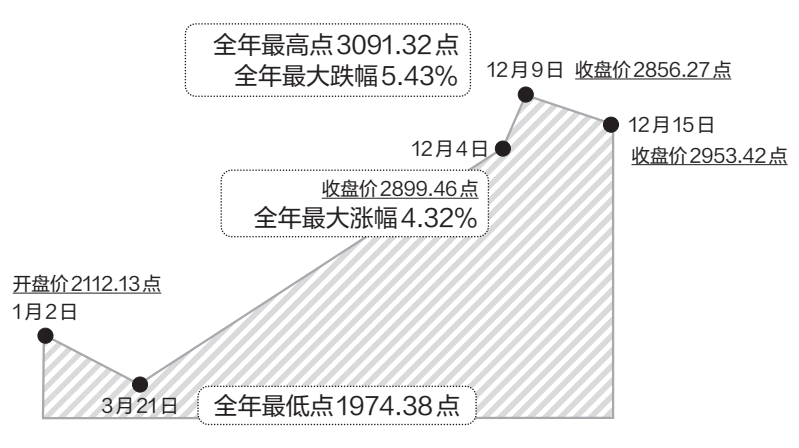
因此，政策和技术的变化对于一个阶段的医药行业投资有重要的指导意义。顺着目前的政策变化思路，我们需要关注在国企改革和医疗改革中可能受益的公司和子行业，比如医疗服务行业和一些新型的医药商业业态；而顺着技术变化的方向，我们需要更积极地看待互联网医疗、医疗信息化、个性化诊疗、免疫治疗等新兴的业务模式，在其中找到投资方向。站在目前的时点上，我们更不应该忽视今年表现相对差的传统的制药股，因为仍然会有一部分企业的产品对于政策和市场变化有很强的免疫力，具备穿越行业周期的成长性，却被市场错杀；更因为一些优秀企业的管理层会顺应行业的发展趋势，开拓新的成长点。

总体来看，无须因为医药行业短期市场表现落后而悲观，因为医药健康的大方向始终向上，其中始终孕育着投资机会。顺从政策和市场环境的趋势，积极面对政策、技术的变化，才能够寻找到未来的投资方向。

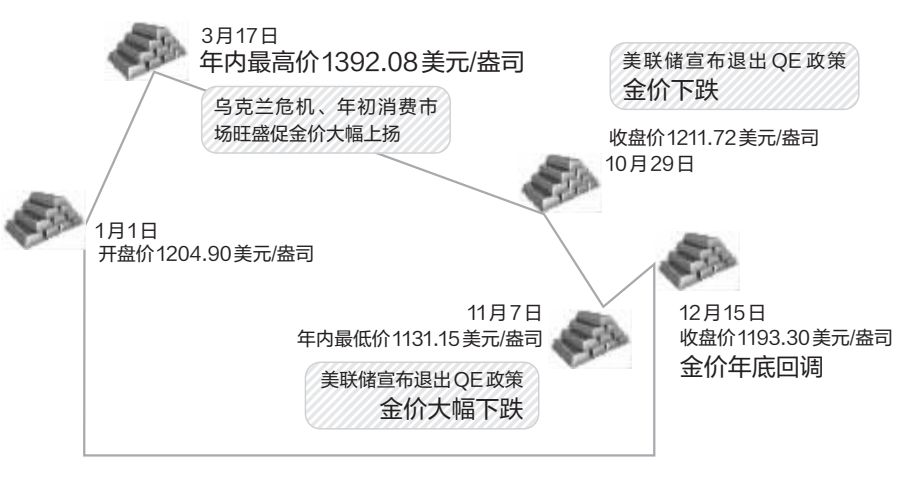
数字高低看市场

数据来源：Wind、好买基金研究中心

2014年沪指走势（截至12月15日）



2014年国际现货黄金走势（截至12月15日）



2014年理财市场（截至12月15日）

各类银行理财产品平均收益率　国有银行4.93%｜外资银行5.65%　股份制银行5.36%｜城商行5.37%

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负