



第 209 期

9/22/2014

投资策略周报

【市场策略】从巴菲特三因子看 A 股牛市成因

巴菲特在 1977 年《财富》杂志表达了以下观点：通胀是一种税，在整个市场的平均股权回报率（ROE）保持一定的时候（美国股票市场从 1946-1976 年的 30 年间平均的股权报酬率为 12%），投资者要提高回报率，只能依靠以下三个因子来提升：账面价值和市场价格的关系、税率和通胀率。

A 股市场过去 13 年涨幅为零的情况表明，高通胀和高税收的经营环境的确会抑制企业税后盈利的增长。

高通胀的环境，导致无风险收益率大幅上升，以 100 万的信托产品为例，基本在 10% 左右。为什么信托产品还可以等价为无风险收益率，主要原因是信托产品存在兜底的大概率，使得市场认为 10% 的收益率是无风险的。过去 10 年，A 股上市公司的净资产收益率平均为 15.25%，而到 2013 年仅为 13.63%，基本接近市场的无风险收益率。这说明，如果按照账面价值的价格买入，则股票的风险溢价仅为 3%，市场根本没有动力去接受这么低的回报来投资股票。

除非出现以下三种情况：

1、在低于账面资产的价格买入股票，获得高于账面资产回报率的收益率。即，在低于 1 倍市净率的情况下，买入 A 股，获得的回报率必然大于 13%；

2、等待无风险收益率下降，即使股票的净资产收益率不大幅提升，如果无风险收益率能够下降的话，也能够使得股票的风险溢价大幅提升，从而对承担股票风险的投资者给予足够的风险补偿。

3、降税和降息，导致上市公司税后利润大幅上升，净资产回报率大幅上升，使得投资股票变得更有吸引力。

这就使得低估值买入、降税与降息成为投资者收益上升的主要逻辑在 A 股依然成立。

【资产配置】9 月主推周期股的估值修复，看好蓝筹股长期投资价值，

关注早周期和中周期的相关行业。长期看好上证 50 指数成份股、ETF，激进型投资者可逢低参与杠杆型 B 级份额，继续回避创业板及高估值板块。

股票（80%）：仓位 8 成，激进型投资者可关注杠杆基金 B 份额

债券、现金类（20%）：维持现金（货币基金）配置比例

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

汇金为何要减持四大行

——2014-9-16

沪指本轮行情要超过 3478 点

——2014-9-9

用鳄鱼方法捕捉分级基金套利

——2014-9-01

选出 A 股“所有者利润”为正的企业

——2014-8-25

如何面对市场大幅波动

——2014-8-18

从 5 年暴跌股中掘金

——2014-8-11

从股息率判断 A 股的投资价值

——2014-8-4

从煤飞色舞看分级 B 投资价值

——2014-7-28

小小辛巴的投资秘籍

——2014-7-21

7 月主抓国企改革

——2014-7-14

K 先生 5 年 40 倍的成功之道

——2014-07-07

保守投资者轻松获得年化 10% 收益

——2014-06-30

自下而上的寻找国企改革机会

——2014-06-23



【市场策略】从巴菲特三因子看 A 股牛市成因

尽管最近市场对 A 股牛市是否来临仍心存疑虑和分歧，但借助巴菲特在过去 40 年的投资智慧和经验，根据中国现有的市场环境来看，A 股牛市的信号已越来越明显。

一、巴菲特三因子模型：低估值、降息与降税是牛市三大驱动力

巴菲特在 1977 年《财富》杂志发表了一篇在日后非常有影响力的文章——《通胀时期该如何投资》，在这篇文章中，巴菲特阐述了通胀对投资者收益的负面影响。他认为，通胀是一种税，在整个市场的平均股权回报率（ROE）保持一定的时候（美国股票市场从 1946-1976 年的 30 年间平均的名义股权报酬率为 12%，没有扣除通胀的影响），投资者要提高回报率，只能依靠以下三个因子来提升：账面价值和市场价格的关系、税率和通胀率。

从账面价值与市场价格的关系来看，以高于账面价值的价格购买股票，投资者将会获得低于账面资产回报率的收益，所以，投资者必须在市场价格低于账面价值的时候买入，这个市场可以确保获得高于账面资产收益率（ROE）的收益。以 PB 为例，投资者购买 PB 小于 1 的股票，获得回报率会大于公司的 ROE。所以，巴菲特的意思是，购买价格越低于账面价值，所获得的回报就越高于账面的净资产收益率。

巴菲特特别强调，通胀是一种比我们立法机构制定的任何税的破坏性都更大的税种。通胀税有吞噬资本的奇妙功能。如果投资者每年的回报率仅为 7%，而通胀率也为 7% 的话，那么，投资者等于什么也没有获得。即，投资者扣除通胀的收益率为零。所以，投资者要想获得更高的收益，必须要在低通胀的环境中获得。这也就是“通胀无牛市”这一命题能够成立的原因之一。

当然，如果企业所得税和营业税等能够适当减免，或者企业的隐形成本，比如受行政腐败等因素的影响得到控制或降低，那么，企业的税后净资产收益率必然会得到提升。这也就提高了投资者的回报率。

因此，如果面对低估值的股票价格，降税和通胀不断降低的市场环境下，则投资回报率必然能够得到有效提高。

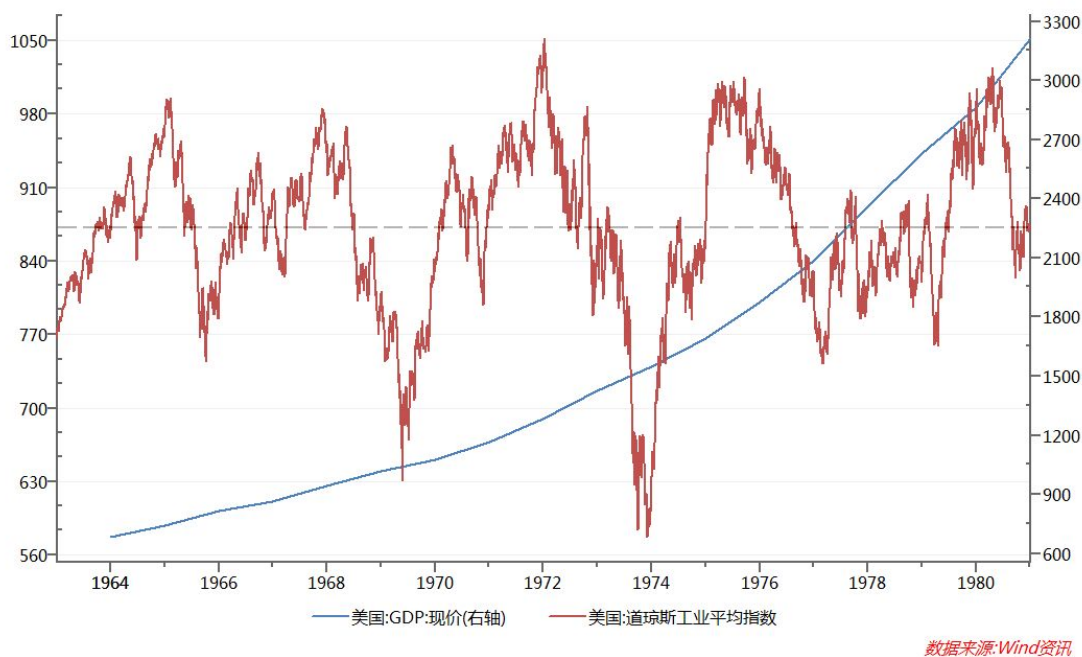
二、税后盈利提升是股价上升的根本驱动力

——1998 年巴菲特对利率和税后盈利的分析

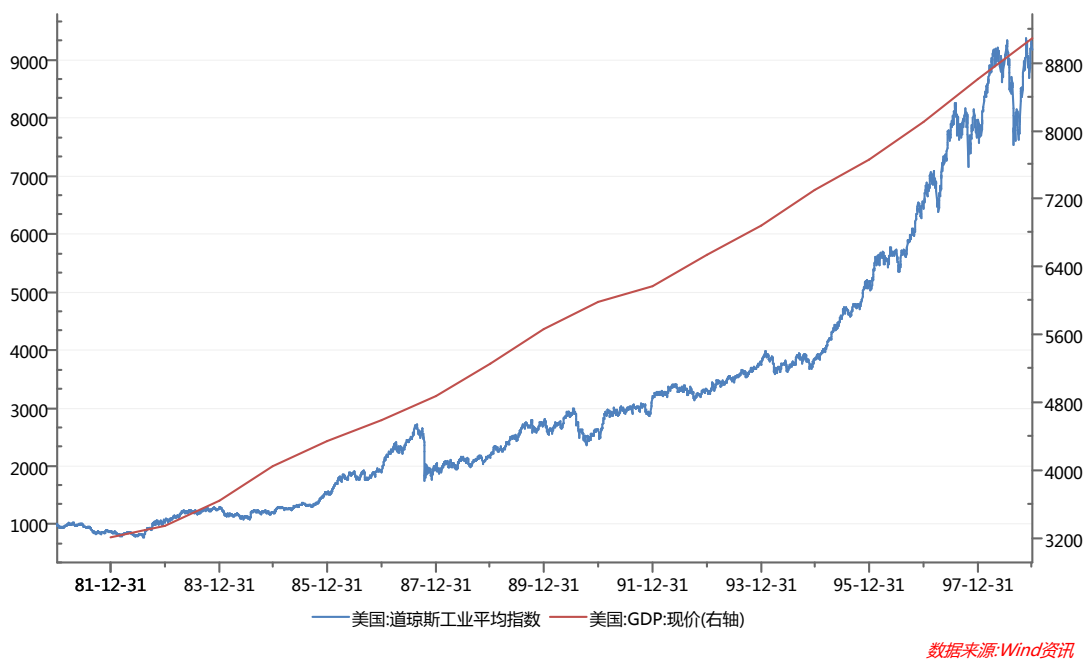
在巴菲特 1977 年写上述文章的当时，美国正处于高通胀时代，且美国股市从 1964 年到 1981 年 17 年股市涨幅为零。

1964 年至 1998 年间，美国股市的整体走势就与美国国民生产总值的走势完全背离。这个期间一共有 34 年，其中道·琼斯工业指数在前 17 年的走势就和后 17 年完全不同。

在 1964 年到 1981 年的 17 年间，美国 GDP 增长了 373%；而道指在 1964 年 12 月 31 日是 874.12 点，17 年后的同一天是 875 点，几乎持平。



从后 17 年看，1981 年末的道·琼斯工业指数为 875 点，而 1998 年末为 9181 点，17 年间增长了 9.5 倍，属于典型的大牛市。但同期美国的国民生产总值增加了 177%。



要想理解上述原因，可以参考巴菲特在 1999 年《财富》发表的另外一篇文章，在文中他进一步阐述利率与税率对投资价值变化的影响。

他认为，利率就像万有引力影响着物理世界一样操控着金融市场。利率越高，向下的作用力越大。这是因为投资者要求的收益率直接与投资政府债券可以得到的无风险利率息息相关。所以，如果政府债券收益率上升，其他的投资产品的价值就会下降。反之，利率下降，其他投资的价格上升。



巴菲特举了一个美国国债收益率的例子来证明保罗沃尔克在控制通胀之后对投资回报率的影响。保罗·沃尔克刚当上美联储主席之后，大幅度削减通货膨胀率，引起利率水平大幅下降。假设你买了 100 万美元 1981 年 11 月 16 日发行的收益率 14% 的 30 年期美国国债并用每年的利息购入同样的债券，到 1998 年底，长期政府债券利率为 5%，这时候你的回报是 8181219 美元，年化收益率 13% 还多。

巴菲特同时举例说明，“利率的下降将股市推高，你如果在 1981 年 11 月 16 日投入 100 万美元到道琼斯股指并且将股利全部再投资的话，到 1998 年 12 月 31 日，你将拥有 19720112 美元，年化收益率 19%。”

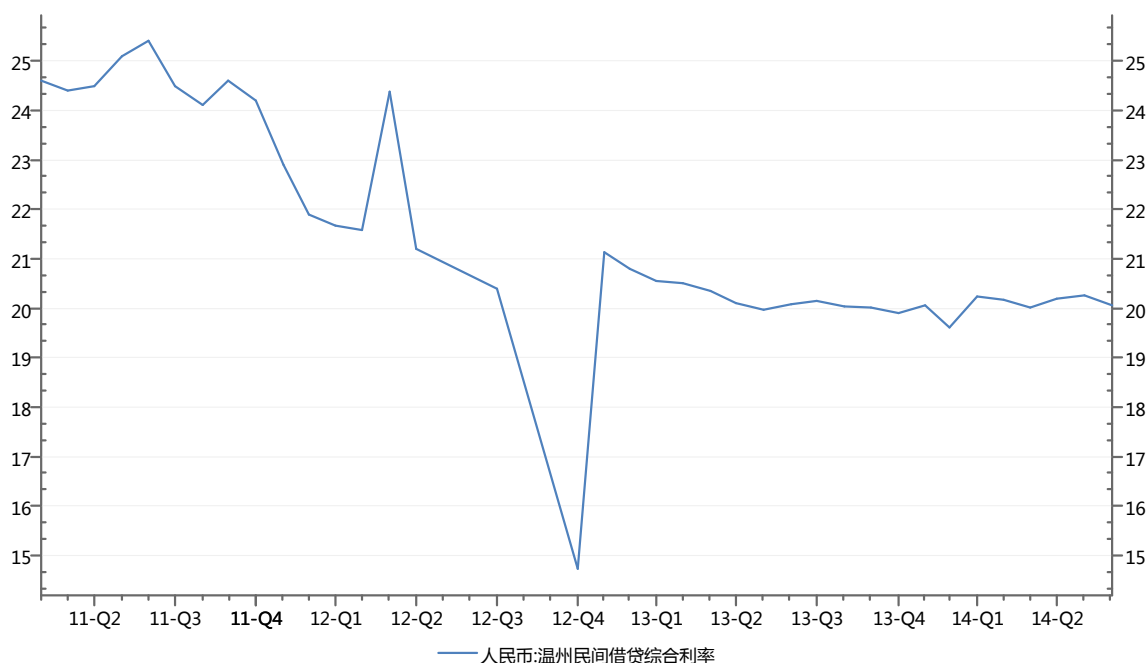
由此可见，通胀下行带来利率下行，无风险收益率下降对股市回报的充分影响。

巴菲特认为，影响投资价值变化的第二个原因是公司的税后利润。公司利润占国民生产总值的百分比在 1929 年达到顶峰，此后逐渐下降，在 1982 年触底，只有 3.5%。随着里根政府出台的减税措施的影响，企业税后盈利的上升，美国股市在 1981 年至 1998 年的 17 年间几乎增长了 10 倍，在此期间美国的国民生产总值增加了 183%。

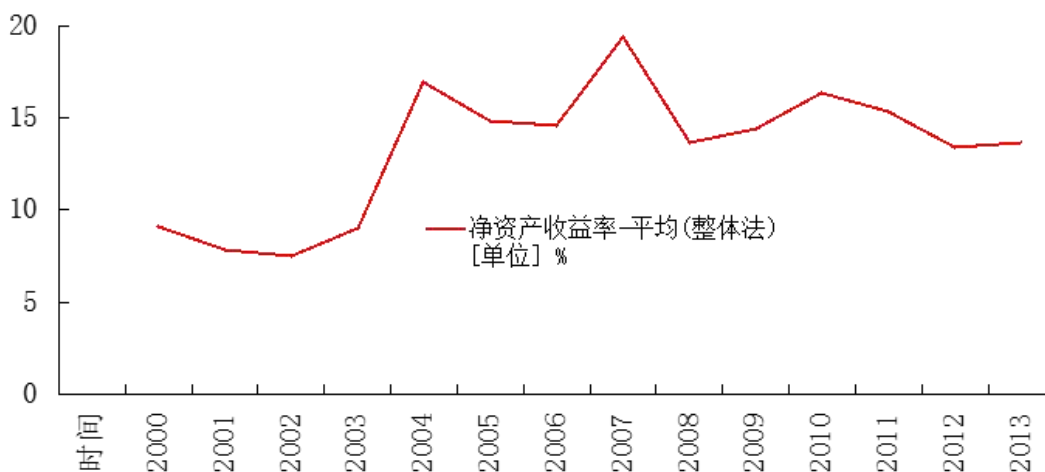
三、A 股市场依然遵从巴菲特三因子

A 股市场过去 13 年涨幅为零的情况表明，高通胀和高税收的经营环境的确会抑制企业税后盈利的增长。

高通胀的环境，导致无风险收益率大幅上升，以 100 万的信托产品为例，基本在 10% 左右。为什么信托产品还可以等价为无风险收益率，主要原因是信托产品存在兜底的大概率，使得市场认为 10% 的收益率是无风险的。而 P2P 和高利贷的出现，更使得一部分人认为 20% 的年收益率也是正常的回报。



但数据表明，从 2004 年到 2013 年，过去 10 年，A 股上市公司的净资产收益率平均为 15.25%，而到 2013 年仅为 13.63%，基本接近市场的无风险收益率。这说明，如果按照账面价值的价格买入，则股票的风险溢价仅为 3%，市场根本没有动力去接受这么低的回报来投资股票。



除非出现以下三种情况：

1、在低于账面资产的价格买入股票，获得高于账面资产回报率的收益率。即，在低于 1 倍市净率的情况下，买入 A 股，获得的回报率必然大于 13%；

2、等待无风险收益率下降，即使股票的净资产收益率不大幅提升，如果无风险收益率能够下降的话，也能够使得股票的风险溢价大幅提升，从而对承担股票风险的投资者给予足够的风险补偿。

3、降税和降息，导致上市公司税后利润大幅上升，净资产回报率大幅上升，使得投资股票变得更有吸引力。

这就使得低估值买入、降税与降息成为投资者收益上升的主要逻辑在 A 股依然成立。

四、改革是股市上涨的催化剂

——里根经济学与李克强经济学对比分析

现在的情况是，当前 A 股市场面临的经政策环境 与 1981 年美国有比较研究的价值。

回顾 1981 年里根政府所推出的改革计划，主要做了以下四份工作：

- 1、削减财政开支(不包括军费)，特别是社会福利开支，减少财政赤字，至 1984 年实现预算收支平衡。
- 2、大规模减税，三年内减少个人所得税，对企业实施加快成本回收制度等，给企业以税收优惠。
- 3、放松政府对企业规章制度的限制，减少国家对企业的干预。
- 4、严格控制货币供应量的增长，实行稳定的货币政策以抑制通货膨胀。

其中第 2 点、第 3 点与第 4 点与当前李克强经济学不谋而合。

当前中国经济依然面临高利率环境，最近一个月李克强总理也在不断呼吁要降低企业融资成本，并对央行行长和银监会主席强调，降低利率水平虽然困难很大，但也需要通过改革来实现这一目标。

从 18 届三中全会的精神俩看，降税和简政放权，也是提升市场活力，改善企业经营环境，提升企业盈利的重要举措。这与里根政府第 2 点改革计划有很大的相似之处。

目前 A 股市场正面临中国通胀水平不断得到控制的有利环境，过去 15 年高通胀的背景很可能在未来 15 年得到大相径庭的结果。过去 15 年在高通胀环境下带来的股市停滞不前，会因为中国货币政策的调整和通胀得到有效控制而带来彻底的转变；与之相反的是，过去 15 年房地产的大幅上涨和实物资产价格的大繁荣周期，有可能得到有效控制，并可能步入一轮长达 15 年的房地产调整周期。税收环境的转好，将进一步提升企业的盈利能力，从而在税率和利率这两个基石上为 A 股牛市行情奠定坚实基础。



【行业配置策略】9月主推周期股的估值修复，看好蓝筹股长期投资价值，关注早周期和中周期的相关行业。长期看好上证50指数成份股、ETF，激进型投资者可逢低参与杠杆型B级份额，继续回避创业板及高估值板块。

强烈推荐：有色金属等大宗商品价格反弹

中国经济结构调整，大宗商品价格下行压力仍然较大。但新投资周期的启动，已带来大宗商品价格短期的企稳及大幅反弹，关注有色行业的阶段性进攻机会。黄金价格短期或将考验1200美元/盎司，按照巴菲特所言，即使跌到800美元也不会买。不过考虑到美元长期贬值的可能性，黄金仍然需要充当天然货币的角色。关注大宗商品B（150097）。

长期推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

基础设施投资仍是中国经济稳增长的核心要素，尤其是高铁行业及城市轨道交通等投资，因此，与高铁及城轨等投资项目仍将是未来5年中国各级政府主要投资的方向，建议关注高铁及相关子行业的机会。另外，中国基础设施技术的出口将为中国化解产能过剩提供有力支持。在明后两年，宏观经济下行过程中，轨道交通行业或许能够因为国家投资拉动而超越经济周期。

推荐：交运行业估值便宜

受全球经济不景气影响，交通运输（航运、航空、钢铁）及港口仓储业估值明显低估，上述行业股票多数跌破1600点位置。建议关注相关细分行业，把握机场、铁路、基础设施建设等相关行业长期投资的机会，等待经济复苏带来的系统性机会。船舶制造业已经出现回暖迹象。

推荐：工程机械板块已走出谷底

最近中国工程机械行业已经逐步走出谷底，保持稳定发展的势头；过去三年工程机械龙头公司跌幅普遍超过70%，目前估值低估。作为工程机械的龙头，尤其像柳工这类国企上市公司，正面临经营、销售转型及国企改革的多重催化剂。

推荐：大中型银行股的短期负面影响正在化解，银行股长期投资价值确定

银行业受房地产市场波动影响最大。资产状况仍可能存在较大不确定性，建议对银行股保持谨慎乐观。长期来看，银行股的低估值价值仍将凸显。正如我们一直强调的那样，最近银行股连续下行作为长线资金提供了买入的机会。在存款保险制度出台之前，大型银行的每次急跌，都将被视作长期买入的机会。但中小银行可能受此冲击较为长远，建议对中小银行适当谨慎，招商银行除外。最近保险公司对招商银行的大笔增持可以看作长线资金的偏好发生了转变。

推荐：房地产股受政策影响较大，优质低估值房地产股值得关注

房地产市场政策系统性规则正在制定，加之人民币汇率贬值和国际资本流出，对房价造成一定影响。另货币政策趋近稳健，将减少新增货币对资产价格的冲击。更为市场化的政策将为刚性需求提供合理的恢复性增长。房地产市场出台系统性规划的可能加大，上市房地产公司融资重启，关注具有兼并重组优势且有市场竞争力的房地产龙头。关注房地产B（150018）。

推荐：保险，尤其是寿险公司

保险公司将会受益于利率上升带来的净资产增值红利。从保险公司的资产和负债久期对比而言，资产端的久期明显低于负债端久期。在利率上升的过程中，资产端下跌的损失明显小于负债端的损失，即净资产收



益增加。而在利率市场化的情况下，贷款期限的延长，及“以旧换新”的出现，银行的资产久期会扩大；受货币市场基金及其他理财产品的影响，存款期限明显缩短，导致银行资产端久期明显缩小，这种久期的错配将增加银行的资产风险，导致净资产收益损失。所以，在利率上升窗口期，对保险和银行而言，存在明显的不同影响。

具体到保险行业不同的公司来看，寿险公司的负债久期往往长于财险类公司，因此，寿险公司更为受益于利率的上升；同样是寿险公司，期缴类产品比例大的，现金流充足的公司更为受益于本轮升息周期的来临。而银保、趸交比例高的公司现金流压力大，并不能利用本次窗口期锁定高收益的固收类资产。

增持：食品饮料及相关消费股

白酒股的龙头企业目前估值合理，虽短期缺少上涨的催化剂，但估值日益变得有吸引力。建议负债率低、现金流充裕的增持优质白酒公司，比如五粮液。在未来白酒行业的淘汰和重组过程中，拥有现金支持的龙头公司将具有更为强大的兼并收购能力。关注植物蛋白饮品的投资机会。

推荐：钢铁、建材、电力、煤炭、石油石化等传统行业板块

受万亿新投资拉动，基础设施新增投资规模强力拉动基础设施建设板块新需求，钢铁、水泥建材、电力行业迎来难得的周期逆转机会。

石油价格上期上涨趋势不变，在经济低谷期，能源价格便宜，投资能源企业正逢其时。推荐目前低估值的石油和煤炭大型企业，尤其是盈利能力强的企业。

长期推荐：券商股，创新业务值得期待

券商股的长期价值凸显。证券行业是本轮金融改革的重点。证券业是未来中国经济转型的排头兵，没有证券行业资本中介的参与，传统的中国金融体制是无法实现成功的转型的。因此，我们建议长期关注经济结构调整对券商行业发展的驱动力。券商行业创新步伐进一步加快，个股期权及蓝筹股 T+0 交易对券商是利好，建议长线持有具有竞争力的大型券商股。

中性：耐用消费品缺少成长性，电子元器件走势分化

家电板块受房地产调控放松的预期影响下，出现估值修复。电子、消费行业估值较高，受苹果、三星目前的景气度较高的影响，短线走势较强，但存在阶段性回调风险，谨慎参与。

中性：创业板、TMT 及文化传媒行业

估值过高，创业板故事讲到人人皆知的地步。新股发行重启对创业板和中小板估值提升有正强化的过程，但估值与成长的不匹配使得投资者参与风险大增，因此，尽管短期创业板个股仍可能持续上扬，但其风险与收益明显不成正比。

【资产配置建议】维持权益类资产 8 成仓位

股票资产（80%）：

考虑到目前 A 股名义估值水平较低，可逐步增加低估值蓝筹股的长期投资占比。维持低估值蓝筹股至 8 成；或配置指数型基金，推荐配置大盘指数基金 ETF（510050）、上证金融 ETF（510230）。积极型投资者可逢低关注以下三类杠杆型分级 B 份额：

1、本轮行情当中有色金属和煤炭为主的杠杆型基金，如大宗商品 B(150097) 是商品资源有色类分级里杠



杆最大的。选择他的理由很简单，杠杆大；标的指数或组合中的个股弹性最大；盘子小，容易炒。

2、房地产B（150018），本轮行情当中房地产行业涨幅位于有色、煤炭之后，居第三位。由于房地产受地产限购放松的利好刺激，强势反弹。当然，短期可能涨幅过高，存在回撤的风险，但房地产行业中线仍有反弹空间。

3、证券B（150172），非银行金融位居近期涨幅前列，而证券行业作为非银行金融行业的子行业，其高贝塔弹性的特征非常有吸引力。一旦行情确立，未来券商股的机会一定会很大，建议中线把握住。

债券：主要配置可转债（10%）：

可转债作为具有绝对保本线的债券而言，只要持有到期，就既能获得本金，也可以获得利息；如果中间转股，更能在持有期获得超额收益。当正股出现上涨机会的过程中，可转债的看涨期权的价值能够得到较大的提升。关注跌破100元面值之下的蓝筹股转债的长线投资价值。

货币现金类资产（10%）：配置货币型基金及各类现金产品。

不动产及大宗资产（0%）：实物型资产已极大高估，减持黄金及投资型住宅等资产。

【资金流向】上周个股资金流向

个股资金流入

证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)	连红天数
600000.SH	浦发银行	2.60	56,754.48	915,699.64	6.20	2
601169.SH	北京银行	3.91	45,148.25	247,091.51	18.27	6
603188.SH	亚邦股份	5.47	43,534.01	508,585.09	8.56	-3
600108.SH	亚盛集团	8.50	35,917.62	486,673.68	7.38	5
600260.SH	凯乐科技	61.01	28,821.29	173,450.45	16.62	5
300396.SZ	迪瑞医疗	59.70	21,105.50	93,463.23	22.58	8
601608.SH	中信重工	38.25	20,111.54	456,328.90	4.41	1
601328.SH	交通银行	1.85	18,342.30	325,534.07	5.63	2
600079.SH	人福医药	4.18	18,142.45	221,767.86	8.18	-1
600276.SH	恒瑞医药	9.35	16,562.31	168,372.54	9.84	5

个股资金流出：



证券代码	证券简称	涨跌幅(%)	净流入资金(万元)	成交额(万元)	金额流入率(%)	连红天数
600028.SH	中国石化	-3.55	-54,073.99	384,962.63	-14.05	-1
600317.SH	营口港	-8.12	-53,292.46	472,060.75	-11.29	-2
600030.SH	中信证券	-2.02	-52,323.55	654,703.12	-7.99	1
601989.SH	中国重工	-1.33	-51,578.62	734,369.97	-7.02	1
600879.SH	航天电子	-4.92	-45,474.97	348,463.90	-13.05	1
600887.SH	伊利股份	-2.05	-45,000.51	509,041.95	-8.84	-1
600118.SH	中国卫星	-3.74	-44,528.74	493,912.65	-9.02	1
600089.SH	特变电工	-4.57	-42,283.51	340,594.55	-12.41	-6
601318.SH	中国平安	-1.14	-40,106.61	727,478.79	-5.51	1
600157.SH	永泰能源	-8.09	-38,633.55	447,679.09	-8.63	-5

数据来源：WIND



适应对象：本产品属于高风险类产品，适合激进型投资者。

产品简介：以自上而下的分析逻辑，对最新市场及宏观数据、资金流向及估值结构进行分析回顾，并对未来市场走势进行研判，最终给予资产配置建议。

风险提示：每天的盘面变化有很大的不确定性，虽然我们尽力回避可能的风险，尽力寻找可能的机会，但我们无法保证每次投资建议的准确性。

资质申明：

中国证监会核准华林证券有限责任公司证券投资咨询业务资格

作者申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券投资顾问，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、公正及客观，结论不受任何第三方的授意或影响，特此申明。

免责声明：

本报告专供华林证券有限责任公司证券投资顾问及特定客户使用，作为其向客户提供证券投资顾问服务的依据之一，不同于本公司发布的“证券研究报告”。

版权申明：

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构及个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。

风险提示：

市场有风险，投资需谨慎。本公司证券投资顾问可能根据本报告作出投资建议，投资者应当充分了解证券投资顾问业务中的风险：

投资者接受证券投资顾问服务后需自主作出投资决策并独立承担投资风险。

本公司及其证券投资顾问提供的服务不能确保投资者获得盈利或本金不受损失。

本公司及其证券投资顾问提供的投资建议具有针对性和时效性，不能在任何市场环境下长期有效。

本报告作为投资建议依据时，可能存在不准确、不全面或者被误读的风险。

本公司及其证券投资顾问可能存在道德风险，如投资者发现投资顾问存在违法违规行或利益冲突情形，如泄露客户投资决策计划、传播虚假信息、进行关联交易等，投资者可以像本公司投诉或向有关部门举报。

上述风险揭示仅为列举性质，未能详尽列明投资者接受证券投资顾问服务所面临的全部风险和可能导致投资者投资损失的所有因素。

华林证券财富管理中心

地址：深圳福田区民田路178号华融大厦5楼

邮编：518048

公司网址：www.chinalions.cn

