



第 217 期

11/10/2014

投资策略周报

【市场策略】开启 A 股价值投资的时代

——《投资中最简单的事》读后感之一

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

券商股的成长空间巨大

——2014-11-10

“铁公基”为何获得了超额收益

——2014-11-3

调研笔记：一家游艇生产商的转型之路

——2014-10-27

A 股蓝筹相比 H 股有更大安全边际

——2014-10-20

为何 A 股偏爱小盘股策略

——2014-10-13

四季度策略：谁能跑赢大盘

——2014-10-08

低价股策略仍有超额收益

——2014-9-29

从巴菲特三因子看牛市成因

——2014-9-22

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

南方基金前投资总监邱国鹭的新书《投资中最简单的事》是非常值得一读的经典之作，其最大的优点除了逻辑清晰、充满理性和批判性思维以外，更重要的是将价值投资放到了中国股市的实践当中，打破了“捡烟蒂”方法在中国不能成功运用的谬论。

在书中他谈到，“影响股价的因素最重要的就两点，一个是估值，一个是流动性；估值决定了股票的上涨空间，流动性决定了股市涨跌的时间。”

巴菲特亦强调影响投资者收益的因素有三个，低估值、利率和税率。现在中国蓝筹股正处于历史性的低估值阶段，加上降息（在 CPI 和 PPI 不断创新低的情况下，降息是理所当然的。国债收益率已经从 9 月份的 4.3% 降至目前阶段 3.6%，定向宽松就是真的宽松）和降税（对中小企业的减税和、国企改革和反腐，从而降低企业和个人隐形和显性的税收，包括 11 月 14 日公布沪港通暂免三年的所得税）的发力，蓝筹股的牛市正迎面走来。

他谈到逆向投资和抄底的技巧，要看股价暴跌本省是否会导致公司的基本面进一步恶化，即是否有索罗斯所说的反身性。例如，贝尔斯登和雷曼的股价下跌直接引发债券评级的下调以及交易对手追加保证金的要求，这种负反馈带来的连锁反应就不适合逆向投资。中国银行业因为有政府的隐形担保（中央经济工作会议指出“坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线”），不存在这种反身性，因此可以逆向投资。笔者认为，相反，到了牛市，金融股因为其资产受益于股债双牛，这种正反馈反而能够带来股价的戴维斯双击。所以，在牛市，金融股，尤其是券商和保险，成为市场的宠儿，弹性最好。

详细内容见策略周报 217 期《开启 A 股价值投资的时代》

【行业配置】

非银行金融和采掘业虽然三季度未能跑赢大盘，但四季度跑赢大盘的可能性仍然存在。建议关注券商和煤炭行业的季节性机会。银行和保险由于市值较大，在牛市初期受资金规模的影响，难有的大的表现机会，但沪港开通之后大市值股票仍有表现机会。看好银行、保险等大市值蓝筹。

【资产配置】

股票（70%）：仓位 7 成，激进型投资者可关注杠杆基金 B 份额

债券、现金类（30%）：维持现金（货币基金）配置比例



【市场策略】开启 A 股价值投资的时代

——《投资中最简单的事》读后感之一

平时最爱读经典的投资书籍，包括《证券分析》和《聪明的投资者》，这些从外国翻译来的作品，读起来尽管逻辑非常清晰，但对中国的读者而言，理解起来仍然比较费劲。

作为邱国鹭的这本《投资中最简单的事》而言，其最大的优点除了逻辑清晰，充满理性和批判性思维以外，更重要的是将价值投资放到了中国股市的实践当中，打破了“捡烟蒂”方法在中国不能成功运用的长期谬论。因此，这本书比较适合中国的读者来细细品读，具有较强的思想性和现实性。单纯从个人投资者的角度，我觉得介绍这本书给广大的投资者也是有意义的。

他介绍的一些看似简单的投资原则和方法，很有思想性和实战性。

一、便宜是硬道理；在 A 股发现“价格合理的伟大公司”的难度，远大于寻找“价格被低估的普通公司”。

1、价格本质是一种货币现象。他归纳，“影响股价的因素最重要的就两点，一个是估值，一个是流动性；估值决定了股票的上涨空间，流动性决定了股市涨跌的时间。”

巴菲特也强调影响投资者收益的因素只有三个，低估值、利率和税率。现在中国蓝筹股正处于历史性的低估值阶段，加上降息（在 CPI 和 PPI 不断创新低的情况下，降息是理所当然的。国债收益率已经从 9 月份的 4.3% 降至目前阶段 3.6%，定向宽松就是真的宽松）和降税（对中小企业的减税和、国企改革和反腐，从而降低企业和个人隐形和显性的税收，包括 11 月 14 日公布沪港通暂免三年的所得税）的发力，蓝筹股的牛市正迎面走来。

2、买的时候足够便宜，就不用担心做傻瓜。比如说，如果在军工行业都已经超过 70 倍 PE 的时候去参与，即使再好的行业，也没法避免不亏钱。

3、不要为普通公司付太贵的价钱。伟大的公司很难找到，便宜的公司很容易找到。股票的回报并不取决于他未来增长是快还是慢，而是取决于未来增长比当前增长是快还是慢。再差的股票，一旦风险得到了释放，股价足够便宜，也就意味着未来可能存在超预期的机会。

二、胜而后求战，不要战而后求胜。他认为，“对于充分竞争的行业，不要急于去参与，最好等到行业内战结束，赢家产生之后再投资。比如空调行业、互联网行业就是如此。”

我认为，投资低估值蓝筹股，就是面临下跌有限，上涨无限的格局。这就是胜而后求战的结果。

三、用实业的眼光做投资，即把二级市场的股票当作一级市场的实业投资来分析。

第一点，这是不是一门好生意。我们看到很多 PE 公司的投资经理，往往出身于投资银行，就是因为他们对一级市场的公司很熟悉，能够迅速判断投资对象是否符合未来上市的条件和市场的口味。第二，迅速排除掉那些长期无法产生经营现金流的企业，毕竟做生意的最终目的是赚取现金流。第三，行业竞争格局和公司比较优势。他以美国的例子说明互联网对银行股的冲击有限。互联网的本质是“人生人”，做的是无法吊丝客户，规模效应体现“人多”；但银行业的本质是“钱生钱”，规模效应体现在“钱多”，80%的业务来自于 20% 的客户，得大户者得天下。而占比 20% 的那些大户往往需要线下的高端服务。这就是网络银行至今在欧美日韩都没有很成功的案例的重要原因。

四、逆向投资的原则。

价值投资者讲究人弃我取。对银行股的投资就是如此。当大家都担心银行的业绩风险和资产质量。但邱国鹭介绍了三种分析经验来判断一只下跌的股票是否值得逆向投资。

1、看估值是否足够便宜，是否已经过度反映了可能的坏消息。

2、看遭遇的问题是否是短期问题、是否可以解决的问题。例如，零售股面临网购冲击、新建城市综合体导致旧有商圈优势丧失、租金劳动力成本成本上涨压缩利润空间等问题就不是短期能够解决的。因此零售股股价持续调整也就顺理成章。



3、看股价暴跌本省是否会导致公司的基本面进一步恶化，即是否有索罗斯所说的反身性。例如，贝尔斯登和雷曼的股价下跌直接引发债券评级的下调以及交易对手追加保证金的要求，这种负反馈带来的连锁反应就不适合逆向投资。中国银行业因为有政府的隐形担保（中央经济工作会议指出“坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线”），不存在这种反身性，因此可以逆向投资。笔者认为，相反，到了牛市，金融股因为其资产受益于股债双牛，这种正反馈反而能够带来股价的戴维斯双击。所以，在牛市，金融股，尤其是券商和保险，成为市场的宠儿，弹性最好。

4、不是每个行业都适合做逆向投资。他认为，有色钢铁最好跟着趋势走，这些夕阳产业可能存在价值陷阱。但我认为，价格只要足够便宜的时候，夕阳产业也有机会。因为A股市场资金一直有抄底的习惯，夕阳股也会新的题材和新意。比如4月份我们曾经推荐过股价跌破2元的钢铁股，这些足够便宜的钢铁股因为基建投资的复苏，反而获得了短周期大幅反弹的契机。记得李克强总理曾经说过，要让传统行业“老树开出新芽”。钢铁行业难道不是如此？

5、最一致的时候就是最危险的时候。他强调独立思考和逆向而动的重要性。2014年年初，在基金公司的行业配置中，对TMT和医药的超配程度以及对金融地产的低配程度都达到了十年之最。理性会迟到，但从不会缺席。对于医药股的高估，价值投资者从来都看得很清晰。“医药行业作为一个差异化、有门槛的行业，不能板块走势如何，今后几年在目前150只医药股中也会出现几只大牛股，但少数个股的光明前景并不能掩盖行业的整体高估。”

五、风险的解读。

1、暴露出来的风险并不是真的风险，隐藏的风险才是真的风险；

我们要承担暴露的风险，因为人们已经对其避之唯恐不及，危险性已经反映在价格里了，承担这样的风险会有相应的高回报。我们要避开隐藏的风险，因为人们还没有意识到它的存在，承担这样的风险没有相应的回报。

2、感受到的风险并不是真的风险。很多人感受到，乘飞机的风险大于乘汽车的风险，相同距离乘汽车的死亡率是乘飞机的60多倍，但有飞行恐惧症的人很多而害怕乘汽车的人很少。乘飞机感受到的风险大，但真实的风险小（出事的概率只有600万分之一），所以卖航空保险是一门很好的生意。

3、价格波动的风险和本金永久性丧失的风险。多数投资者承担股价波动风险的能力很弱，常常在市场底部把波动性风险混同为本金永久性丧失的风险。

当然，作者也认识到价值投资有其特定的适用范围和条件，清楚地认识到价值投资的局限性是成功投资的必经之路。

因此，在目前阶段，把握好价值投资的良机实在是需要大智慧的。现阶段的蓝筹股，尤其是那些跌破净资产的蓝筹股，如果ROE能够维持在15%左右，而股息率能够高过一年期定期存款，我们还有什么理由不去买入并持有呢？

或许市场情绪已经开始乐观，大家对经济下行的风险开始没有那么担忧，那就让我们紧紧抱住“牛市先生”，别让他跑掉。

看一本经典的投资书籍，除了取长补短，借鉴大师的经验，更重要的是优化自己的投资体系和框架，让其更能够适合当今的市场。在邱国鹭这本书里，他还谈到了德州扑克与投资的技巧、估值的技巧、心理账户与止损的技巧等等。正如他自己所言，投资经验就像是旧衣服，于己合身，于人往往并不合适。

【行业配置策略】四季度看好蓝筹股长期投资价值，非银行金融和采掘业虽然三



季度未能跑赢大盘，但四季度跑赢大盘的可能性仍然存在。建议关注券商和煤炭行业的季节性机会。银行和保险由于市值较大，在牛市初期受资金规模的影响，难有的大的表现机会，但沪港通开通之后大市值股票仍有表现机会。

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。

具体到保险行业的不同的公司来看，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】权益类资产 7 成仓位

股票资产（70%）：

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）。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 B(150178)及信诚中证金融金融 B（150158），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。业绩增长确定性高，券商股和保险股的机会很大，建议中线把握住。信诚中证金融金融 B（150158）适合于偏爱银行股的投资作者。过去三季度银行股涨幅较小，四季度看好银行股的反弹空间。

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（20%）：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
600887.SH	伊利股份	12.84	53,792.03	1,147,794.75	4.69	5
000333.SZ	美的集团	6.95	40,758.25	469,280.55	8.69	6
600837.SH	海通证券	11.67	37,149.71	2,327,146.06	1.60	1
000651.SZ	格力电器	2.55	26,575.17	402,144.51	6.61	-1
600000.SH	浦发银行	7.07	24,310.24	2,156,514.13	1.13	-2
600048.SH	保利地产	5.15	24,303.25	657,040.52	3.70	-2
600030.SH	中信证券	12.84	22,793.37	3,942,900.23	0.58	1
600155.SH	宝硕股份	22.70	22,055.37	153,557.89	14.36	4
300403.SZ	地尔汉宇	40.13	21,625.14	296,049.65	7.30	12
600495.SH	晋西车轴	19.54	21,183.72	478,886.77	4.42	1



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
601377.SH	兴业证券	10.41	-129,250.43	2,318,665.90	-5.57	-5
601099.SH	太平洋	5.75	-63,958.91	930,058.20	-6.88	-2
601555.SH	东吴证券	-3.71	-58,795.93	609,479.37	-9.65	-2
601988.SH	中国银行	11.55	-54,315.30	943,798.25	-5.75	-3
600109.SH	国金证券	6.43	-52,288.25	1,223,964.04	-4.27	-1
601989.SH	中国重工	-1.47	-42,339.81	614,536.46	-6.89	1
601008.SH	连云港	-11.76	-42,329.44	313,526.45	-13.50	-8
601800.SH	中国交建	-5.26	-42,327.77	634,120.48	-6.68	-1
600150.SH	中国船舶	-6.45	-41,593.21	539,150.83	-7.71	-13
600879.SH	航天电子	-8.96	-41,422.88	250,971.72	-16.50	-4

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。

免责申明：

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

