



第 232 期

3/9/2015

投资策略周报

【市场策略】巴菲特对投资者的忠告

——2015 年巴菲特致股东的信的解读

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

降息周期和创业板估值之谜

——2015-3-2

迎接春节红包行情

——2015-2-16

继续战略性布局资源品

——2015-2-9

人民币适度贬值不损害牛市根基

——2015-2-2

资源品面临战略性布局机会

——2015-1-26

牛市需要忽略市场波动

——2015-1-19

3400 点需要空仓吗

——2015-1-12

2015 年的 6 种战术

——2014-1-5

A 股动态套利的三种方法

——2014-12-29

在黑天鹅事件中的逆向投资机会

——2014-12-22

2015 年策略改革加鞭催奋蹄

——2014-12-15

沪市 6000 亿元并非见顶信号

——2014-12-8

2700 点何时出现衰竭缺口

——2014-12-1

降息对银行股影响偏正面

——2014-11-24

对中国投资者而言，伯克希尔的整体业绩和各个子单元的经营成绩并不需要太多的关注，个人投资者更多需要留意的还是，巴菲特作为成功的投资者，其从过去 60 年投资经历中总结出来的宝贵经验。

1、“投资”的定义

巴菲特谈到，“投资就是把现在的购买力转移给别人，同时期望未来收到更多的购买力。”

换言之，在巴菲特的定义中，投资就是使自己资产在交易的过程中实现复利增长，前提是实现跑赢通胀的收益，否则无法获得更多的购买力。因为，统计表明，除了股票资产和实物资产，多数资产（包括现金、债券和大宗商品）都无法长期跑赢通胀。

2、投资的风险是什么

巴菲特说，“相对于现金而言，股票波动性总是更大。但长期来看，以货币为基础的投资工具，要比一个分散的股票投资组合风险要高的多。当然，这个投资组合是所需要的管理费和手续费不能太高。所以，短期持有股票（比如一天、一周、或者一年），相对于持有现金相关的投资风险要高的多。”

对投资者而言，价格的波动性并不是真的风险；真的风险是投资者永久性损失本金的风险，具体来看包括，由于投资的企业经营不善导致企业亏损、破产或倒闭的风险。因此，股票价格的波动大并不等于风险大。

3、在市场暴跌的时候买指数基金

巴菲特说，“六年前有权威人士警告股价会下跌，当时买了一些低成本的指数基金，现在的回报能保证有不错的生活。因为这些基金不但股息在增加，本身的价格也在上涨（当然这其中也有涨涨跌跌）。”

指数基金的最大好处就是回避了非系统性风险，也就是完全杜绝个股风险。不管哪家公司破产，都无法改变指数长期的上涨。有人总结了巴菲特的投资理念之一，买股票就是投国运。比如投资美国和中国这样长期增长的国家。

4、对投资者的忠告

巴菲特认为，“投资者的高风险的行为包括：

- ① 频繁的交易，试图“抓准”市场的波动，
- ② 不充分的多元投资，
- ③ 向基金经理和顾问支付不必要且高昂的费用，
- ④ 用借来的钱做投资，

这些行为都可能会摧毁你的丰厚回报。没有经济学家、顾问、电视评论员能告诉你高风险事件什么时候发生。所谓的预测家能填满你的耳朵，但是永远不能填满你的钱包。”



【市场策略】巴菲特对投资者的忠告

——2015 年巴菲特致股东的信的解读

对投资者而言，有必要认真看看巴菲特在 2 月 28 日发表的 2015 年致股东的信。

这封 2015 年致股东的信有很大的信息量。既包括了 2014 年伯克希尔公司一年的经营情况，也涵括了其过去 50 年的经营和对未来 50 年的展望。作为既是经营者，又是投资者的角色，巴菲特充分体会到了从经营者角度考虑投资问题才是投资成功的关键之一。

同样的一封信，对个人投资者与企业经营者而言，得到的启发和心得却会有所不同。对个人投资者而言，简单的方法或许可以复制巴菲特的股票组合，他买什么，你就跟着买什么。但聪明的投资者会像他学习一种正确的投资理念和方法，而不是盲目的跟随投资。毕竟我们所处的市场环境和个人的资金规模、期限都与其不同，不能简单的复制其投资组合。对企业经营者而言，巴菲特的经营理念也颇有值得借鉴和学习的地方，本文不做展开。

对中国投资者而言，伯克希尔的整体业绩和各个子单元的经营成绩并不需要太多的关注，个人投资者更多需要留意的还是，巴菲特作为成功的投资者，其从过去 60 年投资经历中总结出来的宝贵经验。

1、“投资”的定义

巴菲特谈到，“投资就是把现在的购买力转移给别人，同时期望未来收到更多的购买力。”

换言之，在巴菲特的定义中，投资就是使自己资产在交易的过程中实现复利增长，前提是实现跑赢通胀的收益，否则无法获得更多的购买力。因为，统计表明，除了股票资产和实物资产，多数资产（包括现金、债券和大宗商品）都无法长期跑赢通胀。

2、投资的风险是什么

巴菲特说，“相对于现金而言，股票波动性总是更大。但长期来看，以货币为基础的投资工具，要比一个分散的股票投资组合风险要高的多。当然，这个投资组合是所需要的管理费和手续费不能太高。所以，短期持有股票（比如一天、一周、或者一年），相对于持有现金相关的投资风险要高的多。比如，资产价格下降可能威胁到投行的生存，因为价格大跌可能迫使他们卖出证券，进一步打压市场。此外，任何对资金有短期需求的投资者都应该保留适当的钱在国债和银行存款里。”

对投资者而言，价格的波动性并不是真的风险；真的风险是投资者永久性损失本金的风险，具体来看包括，由于投资的企业经营不善导致企业亏损、破产或倒闭的风险。因此，股票价格的波动大并不等于风险大。货币基金或者银行存款看似收益稳定，但由于投资回报远低于通胀水平，因此，面临贬值的风险更大，这才是投资者最主要的风险。换言之，如果投资者将主要资产放在货币基金或者现金上面，由于面临长期的通货膨胀的风险，显然，现金资产的购买力会面临大幅下降和贬值的风险。

但对于那些采用融资杠杆的交易者而言，波动性则是他们面临的主要的风险。一次价格的剧烈波动，也会导致过高杠杆的投资者出现爆仓的风险。

3、投资期限的问题

巴菲特建议，“大部分投资者而言，都可以、也应该把投资时限设置为数十年，短期的价格变动是不重要的。他们应该关注长期购买力的增加。”

以年为单位作为投资期限，很多中国投资者都做不到。多数人都是把股票的波动当作赚钱的机会，但只有少数人，或者说是少数成功的投机者可以通过频繁交易生存并壮大。

那些贴近市场的人，往往很难无视市场价格波动而耐心持股数十年。否则，的确会有很多人可以成为股



神。当然，巴菲特成为股神的关键还不是靠被动持股来赚钱，主要通过保费收入来投资，从而放大赚钱效应。保险公司可以通过借助杠杆来做投资，这些保费收入对保险公司而言，是负债，但多数负债都属于低息，甚至无需偿还本金的负债。而个人投资者却很少拥有这一点优势。

4、在市场暴跌的时候买指数基金

巴菲特说，“六年前有权威人士警告股价会下跌，当时买了一些低成本的指数基金，现在的回报能保证有不错的生活。因为这些基金不但股息在增加，本身的价格也在上涨（当然这其中也有涨涨跌跌）。”

指数基金的最大好处就是回避了非系统性风险，也就是完全杜绝个股风险。不管哪家公司破产，都无法改变指数长期的上涨。当然，一定要投资那些经济长期增长的国家。所有有人总结了巴菲特的投资理念之一，买股票就是投国运。比如投资美国和中国这样长期增长的国家。

买入的时机也很重要，一定要确保是低成本的买入，也就是在指数处于暴跌的时候买往往能够捡个大便宜。当然，很多投资者还是无法克服市场波动带来的恐慌情绪，毕竟，多数市场参与者往往都是在市场大涨的时候才追进来买股票的。

在 2014 年上证综指处于 2000 点风险的时候，多数人都知道蓝筹股指数估值便宜，但为什么不会大举买入上证 50ETF 呢？关键还是担心市场进一步下跌，因为，很多人还是热衷于赚短线的差价，而不是长期持有 5-10 年，更不会长期持有数十年。

5、对投资者的忠告

巴菲特认为，“投资者的高风险的行为包括：

- ① 频繁的交易，试图“抓准”市场的波动，
- ② 不充分的多元投资，
- ③ 向基金经理和顾问支付不必要且高昂的费用，
- ④ 用借来的钱做投资，

这些行为都可能会摧毁你的丰厚回报。没有经济学家、顾问、电视评论员能告诉你高风险事件什么时候发生。所谓的预测家能填满你的耳朵，但是永远不能填满你的钱包。”

由于市场的不确定，所以对市场预测的需求，投资者永远都需要。但是，投资的最大魅力就在于不确定性，通过把握一些确定的东西，来回避不确定的东西。比如通过“安全边际”的建立来回避市场的不确定性。通过足够的分散化投资来化解单个标的物的风险。同时，尽量减少不必要的成本支出。当然，对绝大多数投资者而言，由于并不具备巴菲特那么专业和智慧，所以，很多时候，专业的投资顾问服务还是成为了许多投资者需要借助的外脑。否则，华尔街早就应该消失了。

杠杆到底需不需要加呢？巴菲特曾经说过，杠杆与投资者、市场的关系，就像是油门与汽车的关系。加大了油门当然可以跑得快一些，但如果前面是悬崖，你也继续踩油门，那么，其效果就像市场风险很大的时候继续加大融资杠杆一样可怕。

如果投资者可以不用偿还利息和本金，那么借钱有什么不好呢？当然，毕竟大家不是巴菲特，不可能靠保险浮盈金来获得免费的资金。多数情况下，借钱都是要还。这个时候，就需要考虑负债对本金安全的影响，在考虑到自身资金实力和投资期限的情况下再去负债不迟。



【行业配置策略】目前属于牛市第一阶段向第二阶段的过渡期

2015 年，我们继续看好蓝筹股长期投资价值，金融和采掘业有望继续跑赢大盘，建议关注银行、券商、保险和有色、煤炭行业的系统性机会。与此同时，在国企改革的催化剂不断深化的情况下，可以关注其他低估值蓝筹股的补涨机会。诸如钢铁、电力及石油石化能源行业均存在系统性的上涨机会。

1、第一阶段，熊市见底时，经济仍然低迷，但货币政策宽松，利率不断降低，常常是财务杠杆高的企业先见底；财务杠杆高的企业，主要是金融、地产；

我们认为金融股在 2015 年仍有机会跑赢大盘。以银行、保险、券商及地产为龙头的蓝筹股在第一阶段仍将获得超额收益；同时，金融行业分级 B 也是不错选择。

推荐：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，银行股的估值修复机会空间很大。低估值银行股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。建议关注：工商银行、招商银行。

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，加之美元升值和国际资本流出，对房价造成一定影响。另货币政策趋于中性稳健，从货币新增到存量挖潜，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，行业分化加剧，应关注具有兼并重组优势且有市场竞争力的房地产龙头。

推荐：保险，尤其是寿险公司

保险公司利润模式呈双轮驱动，保费收入与投资收益成为推动公司业绩上涨的动力，保费收入的赚钱效应将能够抵挡一部分投资收益下滑带来的对净资产的影响。其风险是由于高权益类资产占比的特性，当市场出现深幅调整时，保费收入的赚钱效应无法体现。当股债双牛的市场特征出现之后，保险投资收益将大幅增长，戴维斯双击的特征明显。建议关注中国平安、中国人寿。

长期推荐：券商股

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转型的。券商行业传统业务面临交易量的爆发式增长，创新步伐进一步加快，发行注册制、个股期权及蓝筹股 T+0 交易对券商业务增长均是利好。

预计 2015 年两市日均成交额 8000 亿元将是常态，券商利润增速将呈现非线性飙升特征，整体业绩增幅可以达到 3 倍-5 倍。以中信证券为例，2005 年-2008 年公司的净利润分别是 4 亿元、24.3 亿元、123.8 亿元和 73 亿元，2006 年利润增速是 5 倍，2007 年增速是 4 倍，两年净利润增长约 30 倍。股价从 2005 年的 4.17 元至 2007 年的 117.89 元，最大升幅为 37 倍。

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。建议长线持有具有竞争力的大型券商股，如中信证券、华泰证券。



2、第二阶段，经济复苏阶段，利率稳定在低位，运营杠杆高的行业领涨，重资产类型的企业表现较好，企业销售收入的小幅提升，能够带来利润的大幅提升。

预计 2015 年中期开始，经济复苏力度更为强劲，届时可以重点配置高经营杠杆的行业。包括有色、煤炭、电力、钢铁、石油石化、工程机械、高端装备、交通运输、公用事业等行业。

推荐：有色金属等大宗商品

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。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。

长期推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

在中国版马歇尔计划及全球高铁网建设的需求推动下，全球基础设施投资仍是中国及全球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，高铁及城轨等投资项目仍将是未来 5 年中国及各国主要投资的方向，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。在最近两年经济增速放缓过程中，轨道交通行业因为国家投资拉动而能够超越经济下行周期。推荐：中国南车。

推荐：钢铁、建材、电力、煤炭、石油石化等传统行业板块

受“一带一路”的刺激，新增基础设施投资将强力拉动基础设施建设相关板块需求，钢铁、水泥建材、电力行业迎来难得的周期逆转机会。

石油价格长期上涨趋势不变，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，推荐：中国石化、中国神华。

推荐：交运行业

受全球经济不景气影响，交通运输（航运、航空、高速公路）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。建议关注相关细分子行业，把握机场、高速公路、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

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%，目前价值低估。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。

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。建议增持负债率低、现金流充裕的优质白酒公司，比如五粮液、泸州老窖。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。

3、第三阶段，经济繁荣，利润快速增长，但股票价格涨幅更大，估值扩张替代基本面改善成为推动股价上涨的主动力，此时估值杠杆高，有想象空间的股票往往能够领涨。

小市值企业在牛市最尾声又重新获得了市场的关注，蓝筹股进入了剩宴阶段。



【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 7-8 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），本轮行情由于房地产受地产限购放松的利好刺激，房地产行业中线仍有反弹空间。

3、证券 B（150172）、证保 B(150178) 及信诚中证金融金融 B（150158），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。

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（15%）：配置货币型基金及各类现金产品。

不动产及大宗资产（5%）：实物型资产已极大高估，不建议投资投资型住宅资产；建议适当配置黄金。

【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
600526.SH	菲达环保	36.95	56,759.57	919,554.76	6.17	-2
603939.SH	益丰药房	34.25	47,297.35	341,236.46	13.86	9
000829.SZ	天音控股	17.39	37,792.34	441,556.90	8.56	-1
600827.SH	百联股份	8.31	30,465.92	257,638.56	11.83	1
603898.SH	好莱客	38.92	29,555.48	175,692.94	16.82	9
600219.SH	南山铝业	8.64	29,137.67	1,179,119.31	2.47	-1
000876.SZ	新希望	20.89	28,271.74	859,995.06	3.29	-1
603118.SH	共进股份	34.82	27,497.00	225,886.43	12.17	-1
000541.SZ	佛山照明	10.40	27,309.01	276,227.30	9.89	-1
000762.SZ	西藏矿业	18.73	26,615.63	325,089.45	8.19	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
601318.SH	中国平安	-7.54	-410,540.60	4,086,748.00	-10.05	-5
600030.SH	中信证券	-4.81	-314,255.81	4,260,778.42	-7.38	-6
601988.SH	中国银行	-6.81	-231,954.70	2,156,642.45	-10.76	-6
600048.SH	保利地产	-9.32	-175,633.42	1,339,157.96	-13.12	-6
601601.SH	中国太保	-8.31	-172,348.27	1,479,325.91	-11.65	-6
600528.SH	中铁二局	-0.36	-170,956.13	2,302,808.48	-7.42	-3
601628.SH	中国人寿	-6.78	-170,560.05	1,416,152.42	-12.04	-6
600837.SH	海通证券	-4.69	-169,651.98	2,211,955.77	-7.67	-6
600000.SH	浦发银行	-6.19	-135,445.95	1,395,040.36	-9.71	-6
601989.SH	中国重工	-3.91	-133,840.64	1,601,798.54	-8.36	-6

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

