



【市场策略】为何经济下行，股市还能大涨

投资顾问： 胡宇
执业证书编号： S1280611120001

策略回顾：

- 投资者如何做到安稳入睡
——2015-4-27
- 谨防第四个跳空缺口
——2015-04-20
- 投资如何击出“本垒打”
——2015-4-13
- 价值重估：从 A 股到 H 股
——2015-3-30
- 券商龙头市值有望过万亿
——2015-3-23
- 牛市中金融与资源双轮驱动
——2015-3-16
- 2015 年巴菲特对投资者的忠告
——2015-3-9
- 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

进入 4500 点区域，随着管理层对市场风险的预警不断强化，市场对 A 股牛市的信念开始有所动摇。尽管我们相信市场的充分调整和对高估值板块的风险提示有利于蓝筹股行情的可持续发展，但在市场泥沙俱下的过程中，如何判断牛市能否持续依然是坚守低估值蓝筹股的充分必要条件。

从价值投资的常识出发，巴菲特认为，应该像投资企业一样来投资股票。股票表面上看来是虚拟资产，实际上代表着企业股权，享受企业的正常权益。

因此，理论上而言，价值投资认为，投资股票的长期复合回报与企业的净资产收益率关系密切，并且从长期来看，两者的收益近似相等。国内某知名价值投资者就提出，“价值投资的本质是赚企业盈利，而不是市场波动的钱，因此，我们 10 多年来的长期回报率基本和所投资企业的净资产收益率非常接近。”

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，巴菲特认为，从影响 ROE 的 5 个因素——利润率、资产周转率、税负成本、财务成本和财务杠杆——从这 5 个因素来看，企业在短期改善利润率和资产周转率的难度很大，而在经济不景气或高通胀的环境下，由于利率居高不下，财务成本所带来的压力使得企业也不可能进一步借债或增加财务杠杆。最终，企业盈利的提升只能取决于税率和利率的改善。

当前 A 股之所以出现牛市，原因在于市场预期强化，这种预期就是一系列改革带来的上市公司整体盈利的提升。

2005 年至 2007 年的牛市行情，有减税和降息的因子支持，上市公司税负水平和财务费用占比均出现连续下滑，同期，上市公司净资产收益率（ROE）出现明显的上升，从不足 10%回升到 15%以上。而自 2014 年 7 月以来的牛市行情预计也将出现此类现象。

因此，一旦释放改革红利，并随着通胀的有效控制和利率的逐步下行，加之减税政策的实施，这一系列的动作都会对改善企业营商环境和净资产收益率。这才是 A 股市场走牛的原因，亦是低估值蓝筹股股价上行的根本驱动力。



【市场策略】为何经济下行，股市还能大涨

进入 4500 点区域，随着管理层对市场风险的预警不断强化，市场对 A 股牛市的信念开始有所动摇。尽管我们相信市场的充分调整和对高估值板块的风险提示有利于蓝筹股行情的可持续发展，但在市场泥沙俱下的过程中，如何判断牛市能否持续依然是坚守低估值蓝筹股的充分必要条件。

一、投资者回报主要来自于企业盈利、盈利增长和估值波动

从价值投资的常识出发，巴菲特认为，应该像投资企业一样来投资股票。股票表面上看来是虚拟资产，实际上代表着企业股权，享受企业的正常权益。

因此，理论上而言，价值投资认为，投资股票的长期复合回报与企业的净资产收益率关系密切，并且从长期来看，两者的收益近似相等。国内某知名价值投资者就提出，“价值投资的本质是赚企业盈利，而不是市场波动的钱，因此，我们 10 多年来的长期回报率基本和所投资企业的净资产收益率非常接近。”

进一步说，投资者的收益整体而言包括二个部分：1、企业经营所创造的盈利回报；2、企业价格波动（估值差价）带来的收益。不同的投资理念的投资者，会对这二个部分采取不同的态度。其实，我们可以将二部分收益结合起来考虑。若企业本身盈利能力很强，又有业绩增长，且股价低估，尽管这样物美价廉的标的物看似不多，但在熊市也有不少机会。

换言之，投资者既可以赚企业盈利的正常收益，也可以去赚市场先生给予的深度差价，两者并不矛盾。当市净率为 1 倍的时候，若投资者买入则可以获得企业本身的正常回报，即 ROE。当企业估值打了折扣，市净率跌至 0.5 倍，则意味着投资者可以低于账面资产的价格买入，投资回报率必然大幅增加至 2 倍 ROE。这就是我们说的，可以借助市场先生给予企业打折销售股票的机会，在享受企业正常回报的同时，获得更高的超额收益。但巴菲特更强调企业盈利带来的收益，即企业盈利增长带来的投资回报。

二、低估值、降通胀与降税是牛市三大驱动力

关于企业盈利与投资回报和牛市这三者的关系，巴菲特在过去 40 年做了最深入浅出的分析。

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，巴菲特认为，从影响 ROE 的 5 个因素——利润率、资产周转率、税负成本、财务成本和财务杠杆——从这 5 个因素来看，企业在短期改善利润率和资产周转率的难度很大，而在经济不景气或高通胀的环境下，由于利率居高不下，财务成本所带来的压力使得企业也不可能进一步借债或增加财务杠杆。最终，企业盈利的提升只能取决于税率和利率的改善。

而巴菲特认为，作为投资者，要提高投资回报率，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（即估值波动）、税率和通胀率。

估值波动带来的收益前面已经分析过，这里不再赘述。显然，如果企业的实际税负能够适当减免，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。

同时，如果货币当局能够适度控制货币发行速度，从而降低通胀水平，那么，物价下行也会带来利率及企业融资成本的下降。

同时，巴菲特亦强调利率对于资产定价的作用。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。

巴菲特认为，影响股票投资价值变化的直接动力来自于企业的税后利润，即企业利润占 GDP 的比例，而

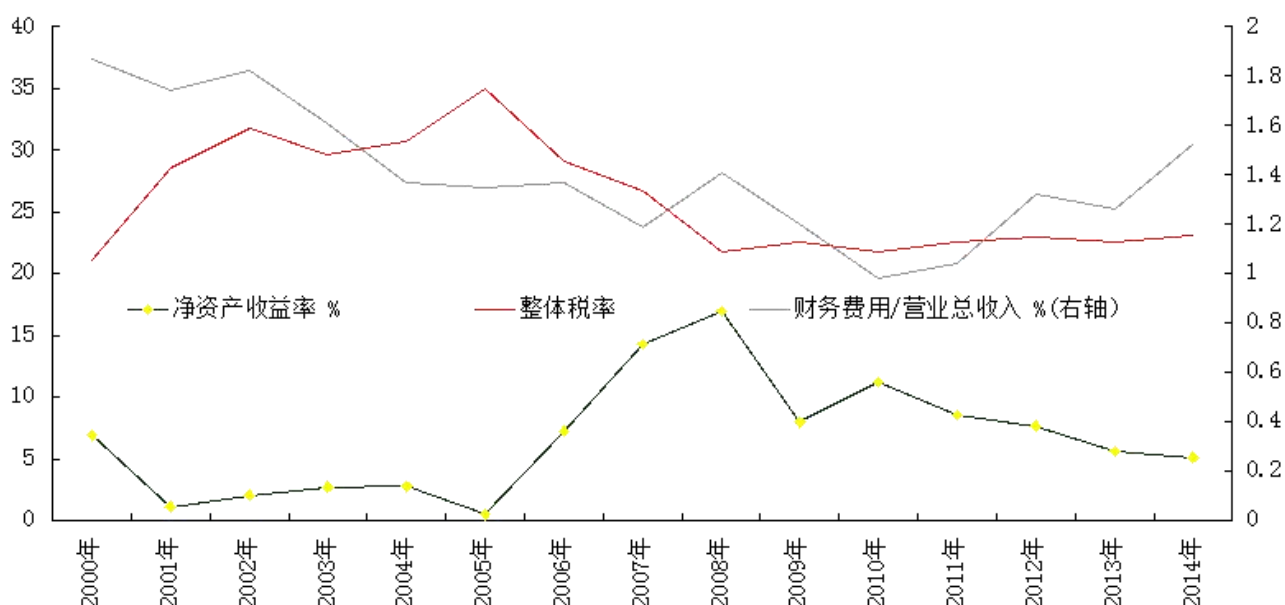


政府减税有利于这个比例上升。公司利润进行再投资的比例越高，企业利润占 GDP 的比例也越高。公司利润占国民生产总值的百分比在 1929 年达到顶峰，此后逐渐下降，在 1982 年触底，只有 3.5%。随着里根政府出台的减税措施的影响，企业税后盈利的上升，美国股市在 1981 年至 1998 年的 17 年间几乎增长了 10 倍，在此期间美国的国民生产总值增加了 183%。

由此可见，通胀下行带来利率下行，无风险收益率下降，税后盈利提升等因素将分别从资产定价公式的分子和分母两端来推动股价上涨。

三、减税、降息环境带来企业盈利提升，从而推动 A 股牛市

当前 A 股之所以出现牛市，原因在于市场预期的强化，这种预期就是，一系列改革带来的上市公司整体盈利的提升。



如图可以看到，2005 年至 2007 年的牛市行情，有减税和降息的因子支持，上市公司税负水平和财务费用占比均出现连续下滑，同期，上市公司净资产收益率（ROE）出现明显的上升，从不足 10% 回升到 15% 以上。而自 2014 年 7 月以来的牛市行情预计也将出现此类现象。

因此，一旦释放改革红利，并随着通胀的有效控制和利率的逐步下行，加之减税政策的实施，这一系列的动作都会对改善企业营商环境和净资产收益率。这才是 A 股市场走牛的原因，亦是低估值蓝筹股股价上行的根本驱动力。

总结而言，投资蓝筹股的好处在于：

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 15%；尽管目前上证 50 整体市净率已经超过 1.5 倍，但仍有一些市净率较低，ROE 较高的蓝筹股可以获得 10% 的年化回报。

2、降息仍在持续过程中。从资产定价模型的角度而言，随着无风险收益率下降，即使股票的净资产收益率不大幅提升，但如果无风险收益率能够下降的话，使得股票的风险溢价提升的同时，必要收益率会下降，从而提升企业的内在价值。

3、在减税和降息的过程中，伴随着 GDP 增速的放缓，上市公司税后利润及企业利润占 GDP 比重将逐步上升，从而使得投资股票变得更有吸引力。



这就使得巴菲特提倡的牛市三因子模型：低估值买入、降税与降息，驱动投资者收益上升的主要逻辑在 A 股亦成立。

四、改革是股市上涨的催化剂

现在的情况是，当前 A 股市场面临的经济政策环境与 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，主要做了四点工作：

- 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 18 届三中全会以来的改革政策不谋而合。

从 18 届三中全会的精神来看，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。

2014 年以来，随着 CPI 稳住在 2% 水平，目前中国经济正面临通胀得到有效控制的有利环境，未来中国将可能不会重复过去 15 年高通胀的情况。同时，随着简政放权带来营商环境的转好，以及企业创新能力的激发，均将从长远上提升企业的盈利能力，从而为 A 股牛市行情奠定坚实的业绩基础。

因此，现阶段即使管理层强调风险警示，也不表示蓝筹股牛市会立马结束。比起市场情绪的大幅波动而言，我们更需要关注的还是利率是否持续下行，减税能否持续，蓝筹股的估值优势是否还在？如果这三个驱动力没有出现本质的变化，那么，我们仍需要坚定牛市的信心，持有蓝筹股安稳入眠。

【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

经济转型过程中，加之政策不断去杠杆以及通过化解地方债务隐忧和产能过剩的问题，中国经济硬着陆风险极低。因此，作为顺周期的银行业而言，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：建设银行、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
600252.SH	中恒集团	28.56	72,794.62	1,048,407.87	6.94	5
600048.SH	保利地产	8.24	61,005.17	3,224,683.94	1.89	2
000768.SZ	中航飞机	16.46	52,312.39	1,896,986.54	2.76	5
000875.SZ	吉电股份	45.09	48,459.37	914,029.43	5.30	1
002456.SZ	欧菲光	16.99	45,958.74	1,015,896.63	4.52	5
600383.SH	金地集团	7.01	37,204.55	742,630.20	5.01	6
600518.SH	康美药业	7.90	36,997.03	1,810,823.34	2.04	-1
601519.SH	大智慧	3.14	33,082.43	1,639,056.07	2.02	2
601669.SH	中国电建	61.06	31,303.94	2,187,279.94	1.43	-1
600021.SH	上海电力	32.48	29,428.77	1,347,852.07	2.18	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
601766.SH	中国南车	2.69	-439,059.28	7,746,009.76	-5.67	-4
600030.SH	中信证券	-6.73	-424,731.94	7,662,147.67	-5.54	-6
601989.SH	中国重工	2.68	-422,859.92	8,194,027.81	-5.16	-3
600050.SH	中国联通	8.30	-409,596.37	6,559,456.60	-6.24	-5
600028.SH	中国石化	7.12	-321,545.53	6,070,347.72	-5.30	-3
000725.SZ	京东方 A	-5.04	-256,038.41	3,882,175.48	-6.60	-13
600832.SH	东方明珠	0.00	-244,734.54	2,082,341.63	-11.75	-4
601727.SH	上海电气	-4.21	-228,306.43	3,841,027.71	-5.94	1
601600.SH	中国铝业	-0.52	-211,968.08	2,432,683.87	-8.71	-3
601166.SH	兴业银行	-3.67	-211,760.09	4,558,159.52	-4.65	-2

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

