

光大保德信 投资策略报告

2014 年



光大保德信 2014 年投资策略报告

回顾 2013 年，实体经济围绕着“稳经济、调结构、促改革”的方向前进。展望新一年的市场，我们认为，市场有存在大机会的可能，只是机会到来的时点仍需要等待。因为股票发行制度和占股市大多数的国有企业都在进行着变革，这两点是长期制约股市上涨的因素。而在股市之外，我国改革路径的明晰，国外经济的恢复，这些因素的合力是不容小觑的。只是目前宏观经济按照总理的经济 7.5 是下限，通胀 3.5 是上限而言，经济处于下限、通胀处于上限，是一个对股市和债市都不太有利的格局，同时利率水平也处于高位。综上因素，我们认为市场可能正在孕育着一波大机会，只是目前仍需等待。

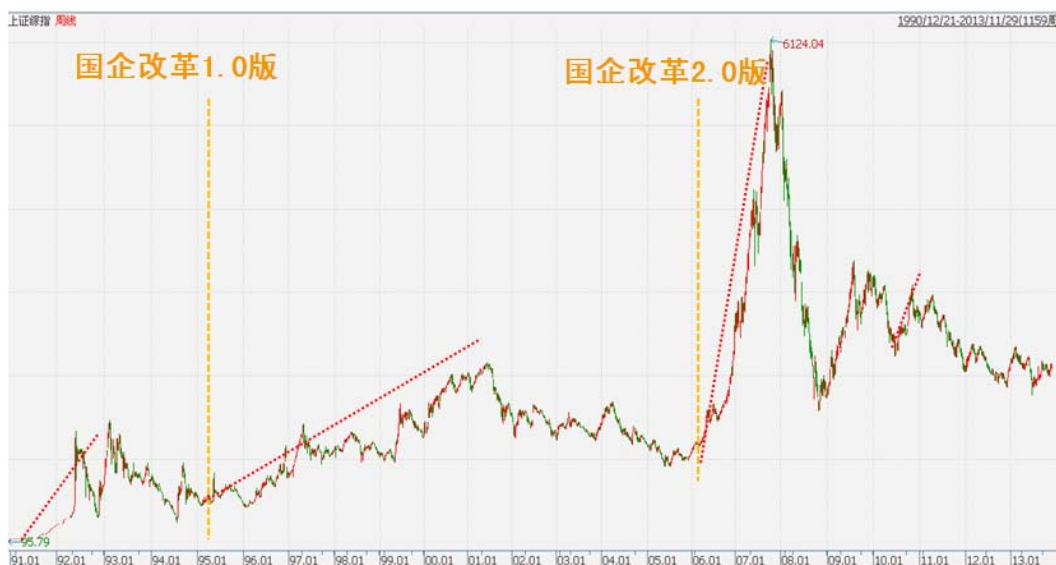
所以目前不妨在结构上寻找机会。我们建议，在现阶段经济和政策状态下，沿着“存量经济本身自发的机会”以及“政策改革带来的机会”这两条主线，进行相应持仓结构调整，主抓结构性机会。

一、市场可能存在大机会，但是仍需要等待。

（一）为什么市场可能存在大机会？

首先我们简述中国股票历史上的一种事实。如图 1 所示，在我国 20 余年的股市发展史上有两波大牛市，这两波大牛市都与国企改革有关。

图 1：我国股市的历史表现



大概从 1995 年开始的第一波大牛市对应的是国企改革 1.0 版。朱总理上任后，在 1995 年的十四届五中全会上提出“抓大放小”的理念，在接下来的 1997 年十五大之后，配合整体经济调结构、进行了去产能的强力推进和“三年脱困”方案的实施。1999 年以来，大型企业股份公司制改革，吸引战略投资者、建立混合所有制经济。

第二波大牛市对应着国企改革 2.0 版。2005 年 6 月 10 日，长沙三一重工股权分置改革临时股东大会将会被载入中国资本市场发展的史册。备受关注的三一重工股权分置改革方案就是在这里以 93.44% 的高赞成率顺利通过，标志着中国股权分置改革成功打响第一枪。

目前我们迎来了国企改革 3.0 版。根据已有信息分析一些竞争性领域的重点国企，预计通过机制转换，效率将大为提高。一些重点领域的国企集团改造成国有资本运营功能平台之后，在差别化考核机制、重点支持等导向下，会通过行业并购、海外收购等方式加大国际化发展和产业整合力度。地方国企改革预计将在本轮改革中充当急先锋。

图 2：改革在切实的落实



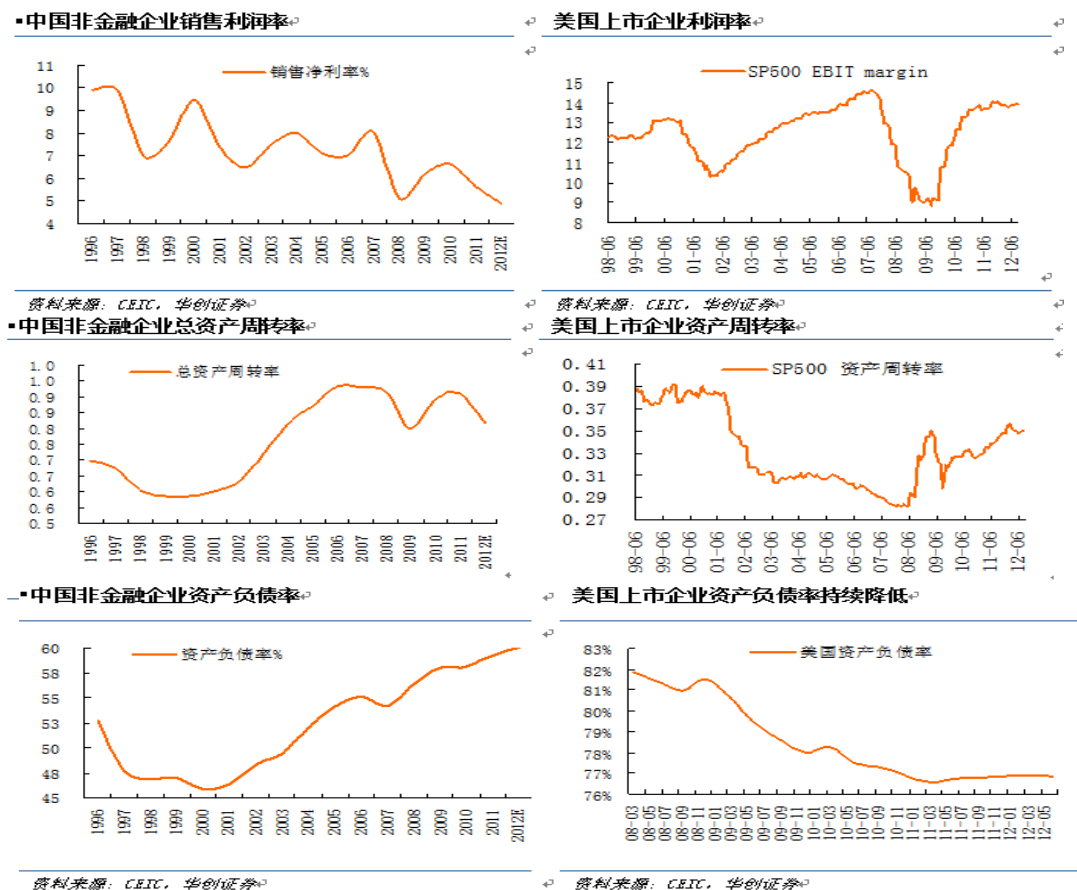
事实上，目前我国经济面临着结构性问题，只有改革才能解决这些问题，上述国企改革则是整个经济改革的核心。之所以国企改革是核心原因有：第一、国企“以量取胜”的商业模式过分依赖于经济的高速发展，然而一旦实体经济放缓，国企利润率将受到极大的影响；第二、债务风险也主要集中于国有企业主导的行业，这进一步增加了国企在经济增速中枢下行过程中的风险；第三、要素资源的错配——金融抑制与土地财政问题严峻。国企挤占了大量民营企业的融资渠道，致使实体经济相对低效投资。可以说国企或成为这一波经济危机最后的冲击，“国企改革”也将因此成为我国经济改革的核心。

对于股市而言，目前国企仍然占股市的大多数，如果国企改革成功，将会推升上市公司的业绩水平，从而迎来牛市。

我们通过研究发现：虽然经济趋缓无疑对企业利润增速是个负面因素，但国际经验（日本、韩国、美国）表明：在一定条件下，或者说在一定阶段，两者不一定是负相关，甚至是正相关的。根本原因就是经济趋缓带来的需求疲弱导致企业的销售收入下降，但结构性改革仍可带动利润率的提高。

事实上，过去中国经济高速增长，中国企业利润增长主要来自销售收入增长，而不是利润率的提高，甚至在一些年份中，企业利润率是下降的。深究其原因，中国企业利润仍主要受到结构和制度性因素的约束。例如，在中国工业企业中，民营企业资本回报率要高于国有企业，但在融资等制度上却享受不到同等待遇。因此，即使未来中国经济趋缓，企业利润仍能通过诸如打破不同所有制企业间的差异化待遇等方式来实现“效益型增长”。而股市与企业利润之间的关系更为密切，所以未来中国经济下台阶，但股市不一定没有趋势性机会。这种趋势性机会的道路就需要改革，特别是国有企业改革。

图 3 对中美两国 ROE 的分解



资料来源：光大保德信基金

从上图 3 对中美两国企业的 ROE 分解可以更加清楚地证明我们的观点。美国企业的 ROE 水平在金融危机之后迅速恢复，主要是依靠销售净利润的回升。对比中国，可以发现，自上世纪 90 年代中后期以来，中国销售利润率持续下降，而 ROE 的水平却相

对平稳，在 2002-2007 年之间还出现了显著的提升，提升主要是依赖于资产负债率和总资产周转率的提高。这意味着经济增长不是依赖于效率等核心竞争力的提升，而是依赖于粗放的资本投入和薄利多销。

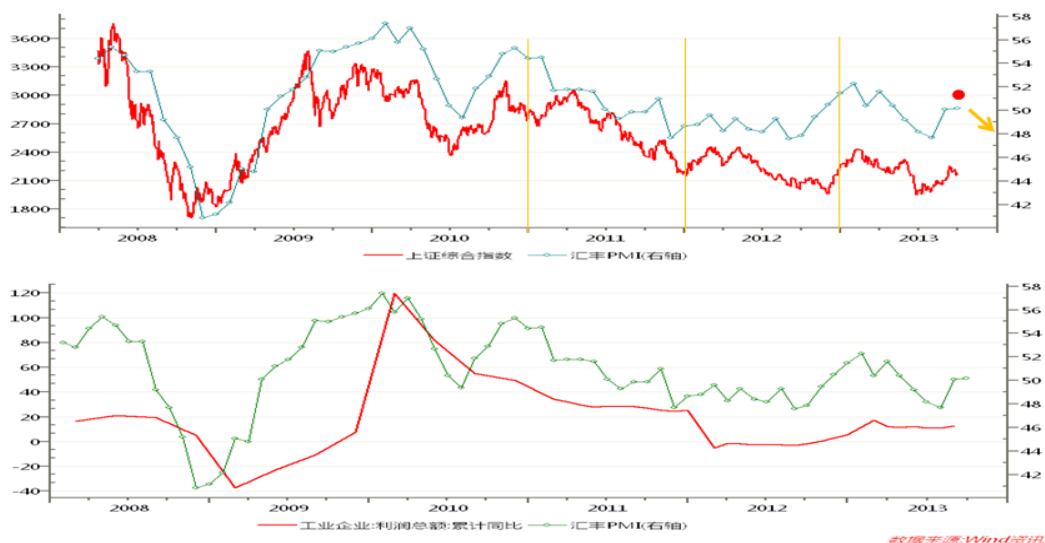
（二）为什么说目前仍需等待？

然而，我们进一步判断，2014 年的股票市场在改革红利与经济趋势的博弈中摇摆，而 2014 年我国经济增速的放缓将约束着这波机会的到来。图 4 给出了我们对于 2014 年宏观经济的判断，我们认为，2014 年宏观经济不容乐观。从图 5 中也可以观察到，2013 年 12 月汇丰 PMI 为 51，和 11 月相比小幅下滑 0.4 个百分点，从主要分项数据来看，生产和需求同时下滑，制造业景气度下降。

图 4：2014 年经济不容乐观

	Y2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	Y2014
GDP同比	7.6	7.3	7.4	7.2	7.3	7.3
工业增加值	9.6	9.3	9.4	9.2	9.3	9.3
固定资产投资累计同比	19.9	19.1	19.4	19.1	19.3	19.2
消费	13.2	13.5	13.4	13.3	13.4	13.4
出口	8	5	10	11	11	10
CPI	2.7	3.1	3.3	3.1	3	3.1
PPI	-1.5	-1.2	0.2	1	0.8	0.2

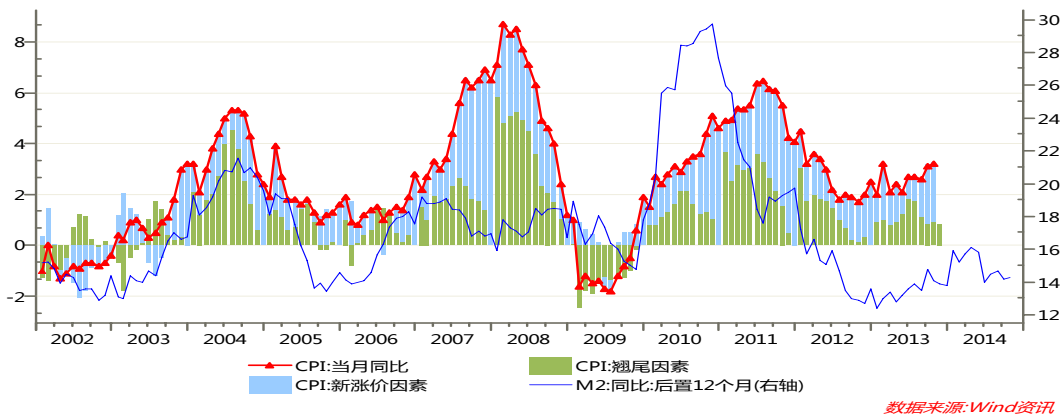
图 5：汇丰 PMI 值



经济的趋势一是取决于经济本身的周期动力，二是取决于政策调控的方向和力度。显然如果没有政策扶持，我国经济中枢是向下的，而政策扶持的力度又受制于通胀水平。

目前通胀较高是非食品上涨，食品回落。非食品具有一定刚性。水、电等要素价格上涨是大势；电信等垄断价格下降岂是易事。从图6中通胀往往滞后M2增速判断，2014年初通胀压力不大，甚至可能下降，但我们仍要对2014年年中的通胀保持谨慎，我们有一个疑问，那就是食品价格是否会随土地制度改革而上涨？

图6：通胀会不会超大家预期的高？



此外，利率水平的高企可能还会持续一段时间。如图7所示，国债收益率在持续一年的上行过后，其中枢水平已经上升到另一个台阶。根据我们的测算：在利率市场化背景下，从银行负债端成本抬升，从而推动资产端中枢上移的角度来讲，国债收益率中期难以向下突破3.8%的水平。在合理考虑银行负债端成本上行的速度和幅度，在明年通胀的不超预期上行的基本面假设下，4.75%的长端利率水平相对利率市场化初期阶段，也就算比较悲观了。综合来看，利率水平的高企可能还会持续一段时间。

图7：资金利率仍在高位



综上所述，我们认为，市场有存在大机会的可能，只是这波机会到来的时点仍需要等待。因为股票发行制度和占股市大多数的国有企业都在进行着变革，这两点是长期制约股市上涨的因素。而在股市之外，我国改革路径的明晰，国外经济的恢复，这些因素

的合力是不容小觑的。只是目前宏观经济按照总理的经济 7.5 是下限，通胀 3.5 是上限而言，经济处于下限、通胀处于上限，是一个对股市和债市都不太有利的格局，同时利率水平也处于高位。综上因素，我们认为市场可能正在孕育着一波大机会，只是目前仍需等待。具体来看 2014 年市场节奏：我们认为 1 月份市场趋势向下，1 季度市场趋势向下，2 季度趋势向上，3、4 季度待观察。

二、主抓结构性机会

（一）存量经济的大背景判断

目前我国经济的大背景已经发生了变化。正如图 8 所示，2012 年之前经济周期性大起大落的时代正在过去，经济在一个较狭窄区域内波动的存量经济时代已然到来。我们认为，2014 年经济仍将在一个窄幅区域内波动。因此我们仍然不看好“钢铁、煤炭、有色”等强周期行业。因为在存量经济下，市场总体的盈利改善往往以牺牲上游价格为代价，“煤飞色舞”的时代将渐行渐远。

图 8：GDP 与 CPI 将在窄幅区域内波动



（二）主抓“存量经济”自发产生的机会

强周期行业的光环已然褪去，我们应该抓住在存量经济下自发产生的长期结构性机会，可以概括为下面四个方面的机会：“后端市场”、“供给收缩”、“长尾消费”以及“存量替代”等。具体如图 9 所示。

图 9：存量经济本身自发的机会



后端市场：“前端市场”已很难再产生增量，但随着使用年限的增长，“后端需求”将逐渐产生出来。

供给收缩：通过集中度的提高来改善市场供需结构。

长尾消费：依托移动互联汇集的“小众消费”。

存量替代：新产品将有机会对这个庞大的存量进行替代。

（三）主抓“改革红利”带来的机会

2014年，将随着改革政策的不断落地，另一条投资主线是“政策改革带来的机会”也将逐渐产生收益，具体如图10所示。

图 10：政策改革带来的机会



正如开篇所述，政策改革带来的机会中的重点是国企改革。那么那些拥有较好资产、但是激励机制不到位的国有企业；处于竞争性领域但具有国家战略意义、符合产业转型升级导向、已有一定国际化经验的国有企业；还有一些地方国企改革预计将在本轮改革中充当急先锋，如上海、广东等地。

免责声明：本材料中的评论仅供参考，不可视作投资建议。本材料以公开信息、内部开发的数据和来自其它具有可信度的第三方的信息为基础，但并不保证这些信息的完全可靠。所有观点和看法基于资料撰写当日的判断，并随时有可能在不予通知的情况下调整。本材料中的预测不保证将成为现实。所有的这些不能视为建议或推荐，不作为公开宣传推介材料，不得以任何形式向投资者分发，不作为购买或销售任何证券的要约或邀请，也不能视为采纳任何投资策略的建议。