

光大保德信 投资策略报告

光大保德信 2014 年下半年投资策略报告



光大保德信 2014 年下半年投资策略报告

2014 年上半年，市场在经济与政策博弈中前行。宏观上，投资增速回落、房地产销售与价格双降给经济带来一定的压力；政策上，李总理的“上下限”观点深入人心，各项稳增长、防失速、控风险的政策频繁出台。展望下半年的经济，光大保德信基金认为，宏观经济在上半年政策及宽松流动性逐步落地后将进一步平稳。进一步看市场，光大保德信认为，不可忽视两种力量：债务风险小范围爆发、房地产行业市场预期仍偏悲观的局面尚未得到有效的缓解；而另一方面，政府政策同样积极主动企稳市场，在这两种力量的相互抗衡下，我们认为，短期经济将呈现“上行有限，下行有底”的格局，市场因此也会在较窄的区间内震荡行走，等待经济企稳信号的出现。

站在这个时点，从投资角度看，我们建议回避传统周期性行业，关注“存量经济”主线下的行业与标的，着眼传统行业中的反弹机会，比如地产、银行、汽车、机械等行业；另一方面，还需要关注代表未来发展方向，有业绩支撑的成长企业及产业链，这些行业及标的将在改革博弈之年走出超额收益。

一、对市场的观点

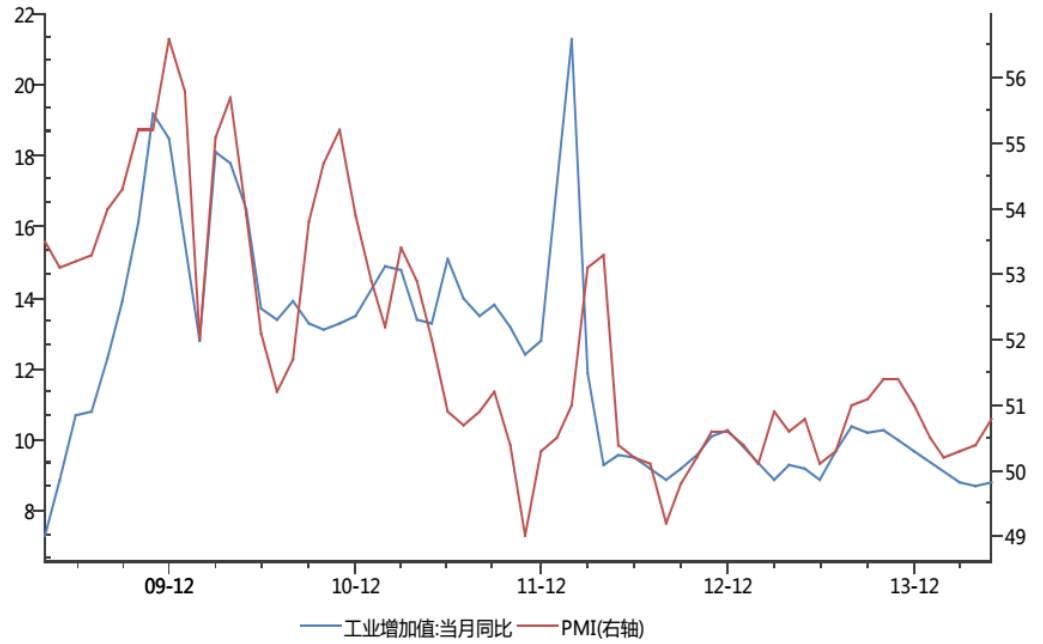
经济上行有限，下行有底，大趋势向下，机会存在于房地产量价的企稳。

（一）用时间换空间，用基建换地产

我们看到，2014 年 1 季度经济持续下滑，引发市场对经济增速的担忧，但 2 季度中开始，工业增加值及 PMI 数据分别反转向好，如图 1 所示，政府逆周期操作在实体经济中开始起作用。虽然宏观经济的中枢毋庸置疑将逐年下行，但作为新一届政府，其风格显然不会希望通过经济的失速崩溃来出清经济体的毒瘤，而是通过“用时间换空间”的手段。

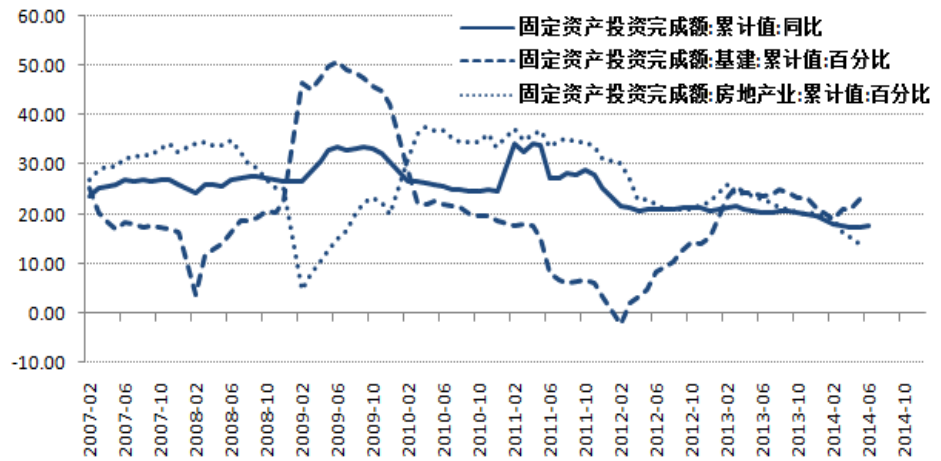
另一方面，从图 2 中我们可以发现，在固定资产投资领域，房地产投资占整体固定资产投资约 25%，因此在房地产贡献率较快下滑的情况下，政府出手，通过基建建设弥补部分地产投资增速的下滑。另外，表 1 中我们整理出年初至今，我们看到政府在投资、金融及财税三方面的政策引导，这进一步夯实了政府对于稳增长的目标。

图 1：工业增加值与 PMI 在二季度均有所回升



数据来源：光大保德信基金

图 2：用基建投资换地产投资



数据来源：光大保德信基金

表 1：政策加码助推经济企稳

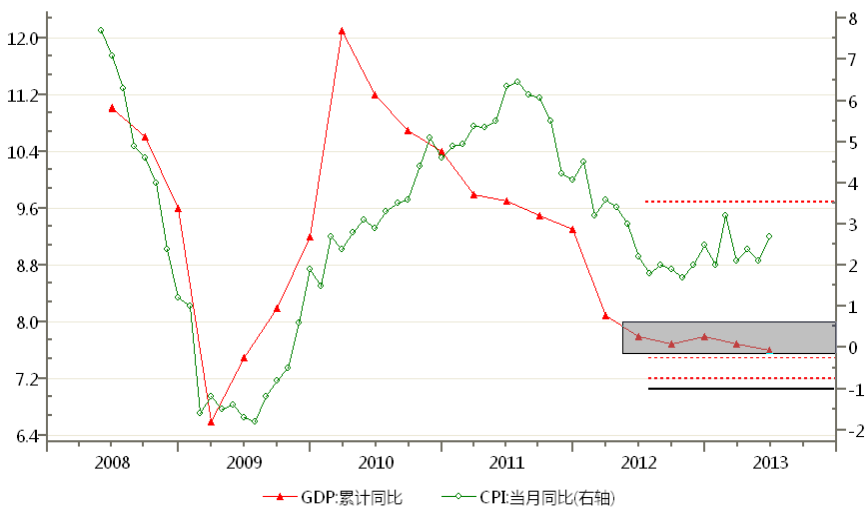
政策方向	日期	主要内容	文件	具体做法
投资	4月23日	80个示范项目公开招标	国务院常务会议	这些项目包括铁路、港口、重大水电、风电、光伏发电、油气管网及储气设备、现代煤化工和石化产业基地等方面
	4月2日	设立铁路发展基金	国务院常务会议	加快中西部铁路建设
	4月2日	“棚改”或重金支持	国务院常务会议	市场化发行住宅金融转向债券，鼓励商业银行、社保基金、保险机构积极参与
	6月11日	通过物流业中长期规划	国务院常务会议	确定了农产品物流、制造业物流与供应链管理12项重点工程，提出到2020年基本确立现代物流服务体系
金融	4月22日、6月9日	两次“定向降准”	央行	下调农业相关商业银行、合作银行存准率2个百分点及0.5个百分点，下调小微及三农达到一定比例的商业银行存准率0.5个百分点
	一季度	再贷款	央行	2014年一季度货币政策执行报告显示，2014年已经下发支农再贷款500亿元，支小再贷款500亿元
财税	4月30日	“营改增”范围扩大	财政部	2014年6月1日起，将电信业纳入营改增试点范围，实行差异化税率，基础电信服务和增值电信服务分别适用11%和6%的税率，为境外单位提供电信业服务免征增值税
	4月8日	小微企业再获税率优惠	财政部和国税总局	对小微企业减半征收所得税的优惠范围从6万进一步大幅提高，上限扩至10万，并延期至2016年底

资料来源：光大保德信基金

（二）经济上行有限，下行有底，市场区间震荡

上文我们解释了政府在经济增速趋弱的情况下，通过积极的货币与财政手段来企稳经济，效果较为显著。但是，我们同样也注意到，2012年以来，经济增长的中枢下台阶。我们可以从图3中看到，从2007年到2011年，GDP增速大起大落，而当迈入2012年后，经济增速回落至7-8%的窄幅区间内，可以说，中国经济将进入一个新的稳态区间内。

图 3：经济稳态区间，上行有限，下行有底



数据来源: Wind资讯

对应经济，市场在 2012 年以来，大盘也呈现出震荡向下的格局，且震荡方差逐年缩小，如图 4 所示，2014 年年初以来，大盘震荡空间甚至缩小至 2000-2150 区间内。很明显，市场走势与经济走势间长期来看是保持一定趋同性的。

经济迈入新稳态区间，同时，政府积极动用货币及财政手段努力稳住经济增速。在这两种力量比拼之下，我们合理推断市场将呈现“上行有限、下行有底”的格局。

图 4：2012 年以来上证综指走势



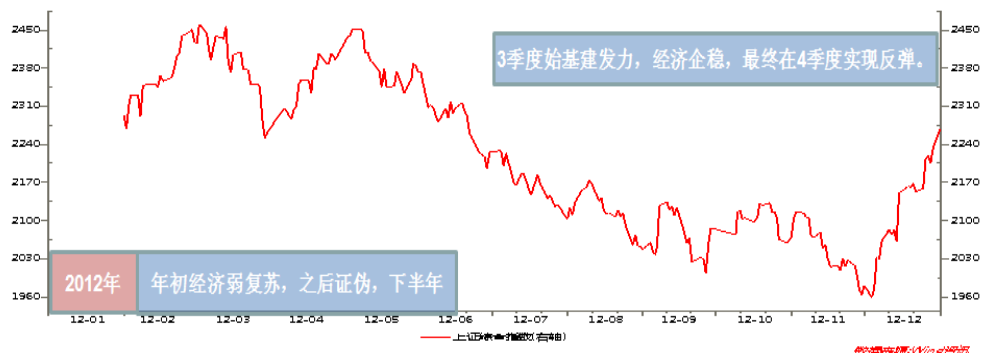
数据来源：光大保德信基金

（三）市场震荡，等待经济企稳发力

那么震荡的市场是否意味着没有机会呢？我们认为是有机会的，只是还需要等待经济企稳发力，其中特别需要关注房地产产量价数据的企稳。回顾 2012 年经济背景及市场走势，我们判断出现 2012 年 7 月份后的市场情景可能性在增大。2012 年，经济弱复苏被证伪，市场持续下跌，三季度基建发力、经济企稳，流动性也处于极度宽松的状态，最终在四季度市场实现反弹。

回到 2014 年，下半年的经济格局或与 2012 年有一定的相似性，政策落地带动基建发力，流动性从一季度开始也保持宽松状态，因而，市场出现反弹的概率在增加。

图 5：2012 年下半年，经济企稳，市场反弹



二、为何需要关注房地产？

固然房地产行业已经迈入黄金时代，但其重要性仍然很强，下半年需关注量价数据

（一）房地产风险究竟多大程度上影响经济？

房地产投资对于经济的影响之大是毋庸置疑的，其中分为直接影响与间接影响。光大保德信结合统计局投入产出表，通过定量研究发现：房地产投资增速的下行会直接拖累 2014 年 GDP 在 0.35-0.45pp 区间内；房地产对 GDP 的间接拖累为 0.14-0.2pp。

基于以上研究结果，我们推断：

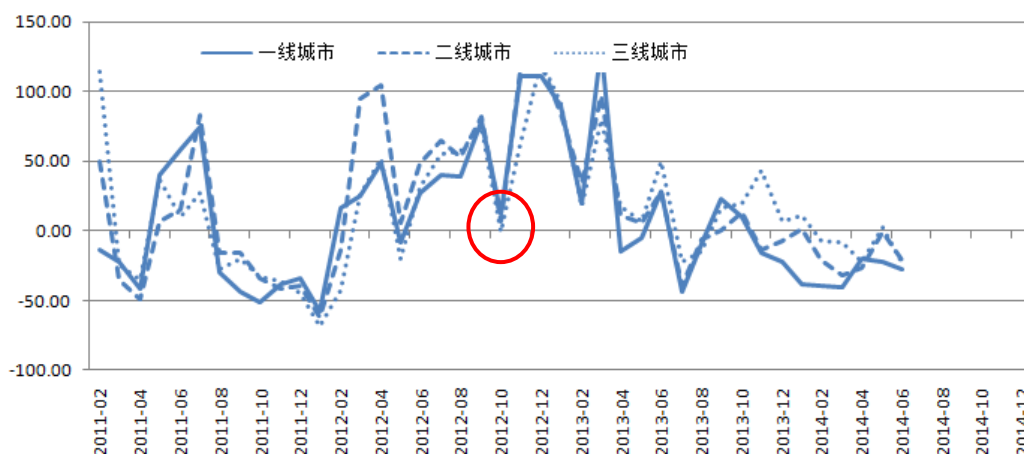
在制造业低迷的情况下，靠基建是无法完全对冲房地产投资下行。

为了防止 GDP 失速，下半年光大保德信认为，房地产行业的局部放松获将进一步有所表现。

（二）2014 年能否观察到房地产量价企稳是投资的关键

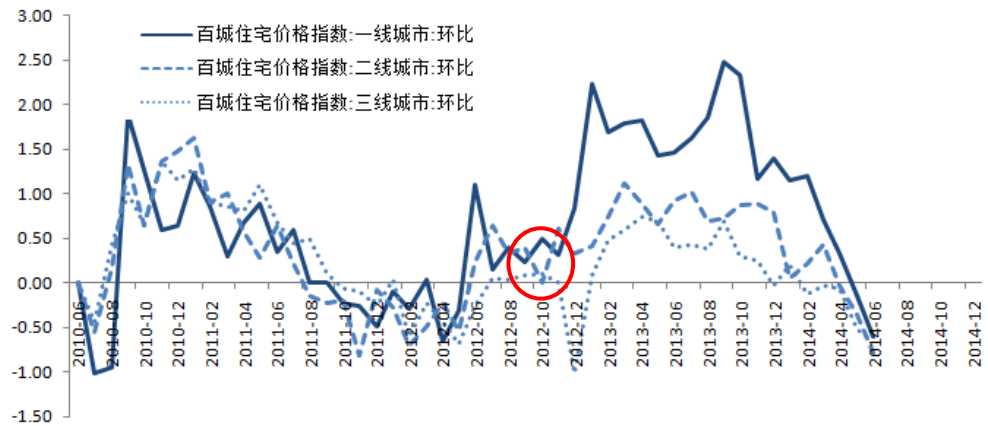
同时观察图 6 及图 7，我们发现，2012 年二季度末，房地产销售量起底回升，而同时价格也进入上升通道。因此，2012 年下半年地产股先行启动，时至年末，我们看到螺纹钢、水泥价格走强，随即岁末股市迎来一波小牛市。因而，光大保德信判断，2014 年下半年需要关注房地产的量价数据，或将存在一波小牛市。

图 6：2012 年下半年房地产销售量企稳回升



数据来源：光大保德信基金

图 7：伴随着销售量的企稳，房地产价格指数同时回暖



数据来源：光大保德信基金

(三) 与 2012 年年末行情的区别

然而，2014 年仍然有别于 2012 年，主要在于市场对未来经济的预期与 2012 年底有所不同。下表 2 中我们整理了主流券商 2013 年年度报告中对于 2013 年全年的观点，从文字中即可以发现，经过 2012 年末股市的大反转，券商对于“周期底部向上”的预期极强；我们再回到 2014 年，相信市场绝大多数投资者对经济复苏的认同度仍然较低。

表 2：2012 年末，主流券商对经济复苏的预期较强

券商	配置	点位
高华证券	上半年甄选周期性股票，下半年关注改革题材。高配：房地产、建材、券商、保险、传媒和食品饮料。上半年甄选周期性股票，下半年关注改革题材。	2600-2750
安信证券	预计市场风格更加偏向于周期股。	下限：1850，上限：2300
中金公司	主线，“新四化”推进过程中的相对确定性产业。	
招商证券	上半年超配地产、家电、水泥、钢铁、铁路设备、证券等；下半年超配后周期的医药以及现在正在去库存的食品饮料和服装等。	
海通证券	上半年战术参与周期股反弹(水泥、保险)，全年战略布局城镇化主线。	
国泰君安	窄周期、宽消费，存在估值修复机会的银行，上半年基建投资增速向上的铁路和轨道交通，利润增速持续向上的，如大消费中的医药，对CPI敏感的消费行业，如跟猪周期相关的农业子行业和销量对CPI较敏感的商贸。	
中信证券	优选蓝筹，根据政策把握主题，新型城镇化带动“四化”是主线。一季度建议金融、地产、建筑建材、装备制造(铁路)中的蓝筹；二季度转向消费、电力蓝筹及主题成长；三季度重配周期蓝筹迎接主升浪；四季度配置消费蓝筹和成长板块应对不确定风险。	1900点-2500点
广发证券	建议关注地产、汽车、建材、煤炭等周期股；主题可挖掘转型中的“结构红利”，如轨道交通、农机、医疗设备和金改受益的券商	

资料来源：光大保德信基金

结合上文的分析，我们认为：

中长期来看，经济增速下台阶是趋势，政府逆市场操作的确能够短期企稳经济，但

空间也有限，用“时间换空间”，缓释经济中的债务风险等问题。

但中长期趋势下行却并不代表不存在短期的机会，回顾历史，我们相信，短期的机会来自于房地产行业量价的数据恢复，如果能看到数据平稳好转，市场或许能出现一波类似于2012年四季度的反弹。

然而，需要注意的是，2014年市场酝酿了不少对未来的经济增速下行的担忧。因此，如果2014年下半年存在一波反弹的机会，那么其向上的幅度将弱于2012年。

三、在经济与政策的博弈中寻找机会

短中期看盈利，长期看“存量经济”与“改革红利”

（一）增量经济渐行渐远，存量经济已然到来

经济的趋势一则取决于经济自身的周期动力，二则取决于政策逆周期宏观调控的力度，两者之间的博弈决定了经济短中期的走势。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。

如图8所示，自2010年以来，GDP台阶式下行，在经济中枢下降的框架下，增量经济已渐行渐远，而同时，存量经济已然到来。

图8：经济下台阶，进入窄幅区间波动



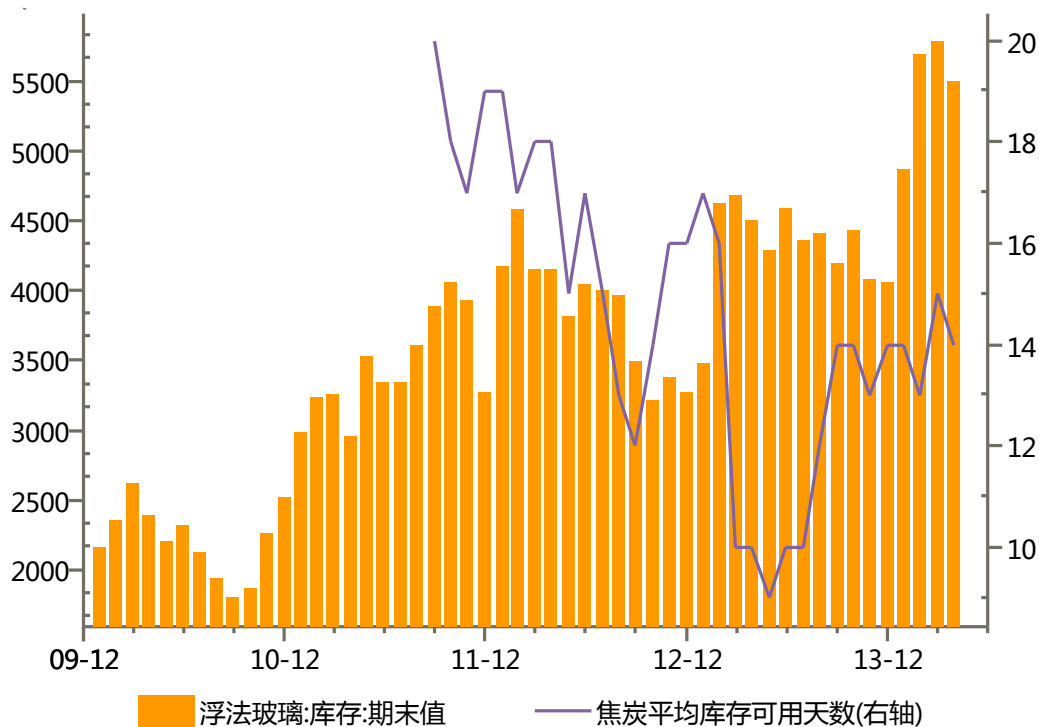
（二）强周期行业机会仍不大

我们从2012年的经验获知，政策带动基建，并伴随流动性的宽松将引导经济企稳，随之市场会有一波机会的出现。

但当下沉至中观数据看时，我们发现，2012年的情景与目前的经济结构略有所不同。最主要的是库存，如下图9所示，从2012年二季度开始，上游资源品、水泥以及玻璃的库存开始逐步下降，三季度基建发力，企业在四季度开始补库存，带动周期性行业反弹；而站在2014年这一时点，我们发现资源品、玻璃库存始终保持在高位，其价格徘徊在低位，因此，对于上游周期性企业，经济短中期企稳对企业营收的改善将弱于2012年。

若下半年政策与基建引领经济企稳的行情再度上演，周期性行业的机会并不大，更多地将体现为脉冲式波动，对于投资者来说，把握这样的机会难度很大。

图9：玻璃与焦炭库存



数据来源：光大保德信基金

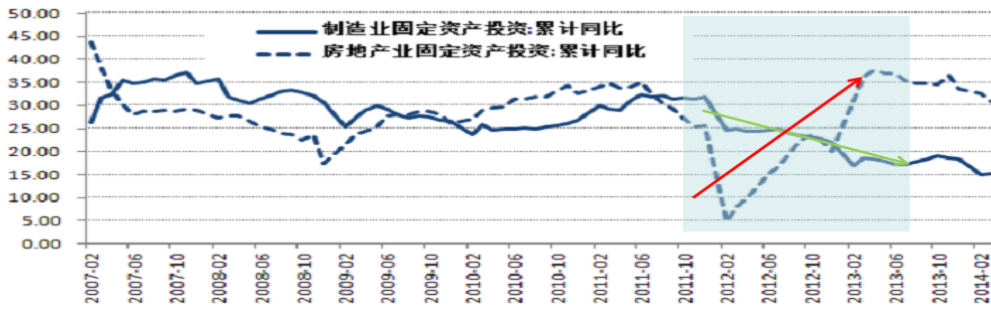
（三）短中期看盈利

今年二季度以来，宏观数据不断好转，然而，微观数据却不尽人意，这是为何？

光大保德信认为，我们现在面临：宏观向左（好转）、微观向右（低迷）的格局，造成这种格局最主要的原因即是房地产行业。如下图10所示，房地产投资增速在2012、2013年保持高速增长，制造业却极为低迷。可以说经济的动能很大程度上依赖于房地产。

因此，纯粹观察宏观数据来投资将陷入误区，短期而言，关注侧重点需要放在更为中观的盈利的预期变化上。

图 10：过去数年，房地产投资增速大幅拉动实体经济增速



数据来源：光大保德信基金

我们通过跟踪全 A 股股票分析师净利润增速的一致预期变化，来实时跟踪中观行业层面的盈利情况。

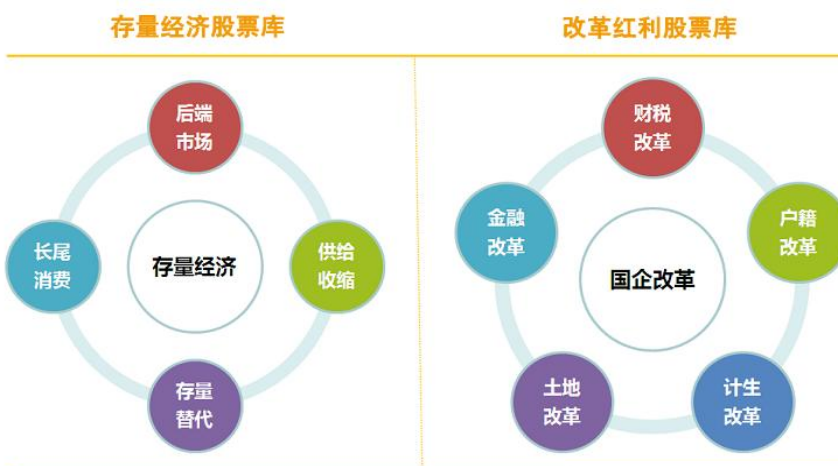
基于以上条件与假设，我们的研究发现，绝大部分行业净利润一致预期正在持续下调，净利润增速一致预期中，电子、家电、公用事业、建筑建材、电气设备，汽车、行业盈利预期持续改善。

需要额外关注业绩的另一个原因是：在弱市场情况下，短期投资者会在公司报告“空窗期”期间炒作概念及主题，临近中报，投资盈利达预期的企业才较为具备安全边际。

（四）长期看“存量经济”和“改革红利”

强周期行业的光环已然褪去，我们应该在存量经济下寻找长期结构性改善的行业；另一方面，我们还看好“改革红利”，从 1995 年公司制改革、2005 年股权分置改革一路走来，在每一次改革创新之后，市场都迎来了大牛市的出现。如今，我们又走到了改革的风口浪尖，长期来看，“改革红利”是投资的另一条主线。具体如图 11 所示。

图 11：“存量经济”与“改革红利”将是中长期的两条主线



资料来源：光大保德信基金

以上分析我们是从宏观入手，自上而下推论，找出“存量经济”与“改革红利”两条主线，那么我们横向国际比较下，是否能够找出先例呢？答案是肯定的。

追溯历史，日本、韩国转型期历史经验告诉我们，需要重视受益于要素重估的产业机会。

日本转型借鉴（1973-1980）：传统行业跑输大盘，新兴行业、消费、服务业跑赢指数。

石油煤炭受益于能源危机表现优异；新兴产业，信息传媒；机械设备，如精密仪器、机械等；消费类行业，如食品、家电等。

韩国转型借鉴（1992-1997）：电信、科技、医疗卫生显著跑赢大盘。

（五）从盈利角度看，中小票的龙头未来盈利空间较大

新兴行业的发展在经济转型的大背景下，能够持续享受更高的收益，特别是部分子板块的龙头企业，在未来将获得更好的表现机会。我们从下表创业板指分市值划分来看，前 20 大市值公司的实际盈利是相当丰硕的。因此，中长期来看，价值投资者应当更关注龙头标的的表现。

表 3：创业板分市值盈利情况一览

	净利润增速	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014E
创业板 (板指)	市值前20大	25.6%	25.8%	21.9%	24.1%	30.9%	30.3%	34.0%	38.9%	44.3%	46.6%
	市值21-40	32.7%	29.6%	23.4%	28.6%	19.0%	22.8%	19.7%	23.3%	15.1%	65.6%
	市值41-60	5.5%	16.4%	18.7%	20.4%	29.6%	27.3%	26.4%	19.9%	2.7%	55.8%
	市值前61-80	18.5%	20.4%	8.2%	-16.5%	14.8%	2.8%	18.8%	49.8%	-0.5%	63.6%
	市值前81-100	14.6%	11.1%	12.2%	13.6%	1.3%	-1.8%	-1.3%	0.0%	-11.2%	63.8%
	合计	20.5%	22.1%	18.5%	17.7%	22.7%	20.8%	23.4%	28.4%	20.7%	55.6%
市值采用时间：2014年6月30日											

数据来源：光大保德信基金

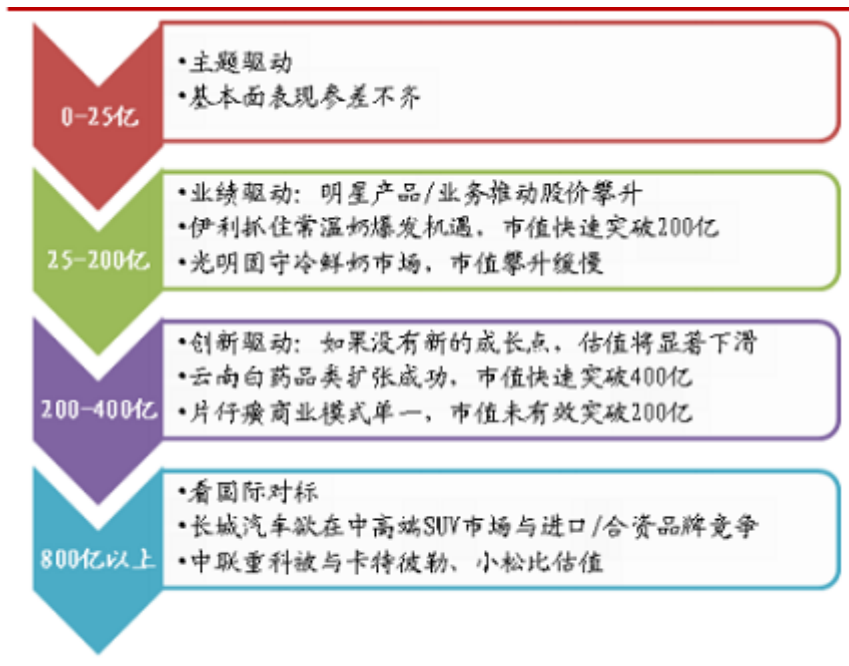
（六）一些新的视角：市值空间中寻找机会

经研究表明，高市值的公司，通常估值水平显著地低于低市值的公司。这意味着，当公司由小股票成长为大股票时，估值将逐渐成为拖累股价上涨的变量。举例来说，要使 1 家 200 亿以上的公司市值再翻 1 倍，在正常情况下，其业绩增幅需要远超 1 倍。

另一方面，如果一个公司市值在 25 亿以下，由于前景仍不明朗，市值的想象空间会较大，因此在这个市值区间内的公司炒作成分或许更多。

然而，当公司跨越 25 亿“概念门槛”后，公司即进入了业绩驱动空间，在 25 亿-200 亿的区间内，公司业绩考量成分会更多，安全边际也会更高。

图 12：不同市值阶段股价驱动因素有所不同



资料来源：川财证券研究所

总结：2012年以来，宏观经济增速下台阶，债务风险局部爆破、房地产投资下行，而另一方面，政府货币及财政政策积极释放，在这两股力量作用之下，经济进入窄幅区间内震荡，市场也随之进入了拉锯式走势，波动中枢逐级走低。因而，我们判断 2014 年下半年市场也将呈现“上行有限、下行有底”的格局。

比较 2012 年市场背景，我们发现，2014 年下半年的市场可以用 2012 年下半年的市场进行校准。我们认为，若能看到房地产量价数据企稳，我们将迎来一波类似 2012 年末的小牛市行情，但是由于市场在两个时点上对未来预期的态度不同，上涨幅度将弱于 2012 年。具体来看，我们认为三季度看跌、四季度看涨。

在板块和行业投资上，应回避业绩差的行业，如煤炭、有色等强周期板块，虽然它们在政策推动下有脉冲式机会，但这种机会不如用买入业绩较好的汽车、家电等来代替，也可适当买入银行、龙头地产来填充仓位。同时，应买入成长型的行业龙头，与上述行业形成均衡配置。具体个股请见我们不断更新维护的“存量经济”和“改革红利”股票库。

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，不得以任何形式向不特定对象分发，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。