



【市场策略】业绩增速放缓下的投资逻辑

投资顾问： 胡 宇  
执业证书编号： S1280611120001

策略回顾：

- 从“两只鸟论”看中国经济转型  
——2015-8-24
- 做“王的女人”不是好的选择  
——2015-8-24
- 人民币贬值不是熊市征兆  
——2015-8-17
- 战略反攻的时机已经来临  
——2015-08-10
- 8月：吹响进攻的号角  
——2015-08-03
- 保守型投资者如何使用杠杆  
——2015-07-27
- 防御型投资者的防守反击策略  
——2015-07-20
- 一根阳线改变市场预期  
——2015-7-6
- 7月迎来最佳投资时机  
——2015-7-6
- 从杠杆牛到业绩牛  
——2015-6-29
- 牛市或将进入第二阶段  
——2015-6-22
- 蓝筹股具有确定性收益  
——2015-6-15
- A股是1985年的美股，还是台股  
——2015-6-8

从2015半年报披露的情况来看，A股公司整体业绩仍维持正增长。截至8月30日晚，A股2780家公司实现营业收入合计14万亿元，较去年同期微增1.5%；实现净利润合计1.42万亿元，较去年同期增长6.43%。相较于2014年、今年一季度A股总体利润6.19%和3.5%的增速，有一定提升。不过，剔除银行及非银金融行业，上述公司今年上半年营业收入同比下滑3.3%，净利润同比下滑0.7%。所以，客观来看，在剔除股市上涨带来的贡献以外，上半年A股整体业绩应属于负增长。

另外从中报披露的A股公司整体ROE来看，股东回报率仍处于不断下滑的状态，该项指标仍未出现降幅缩窄或放缓的迹象，反而有加速下滑的趋势。

尽管市场之前对上半年业绩反转还心存侥幸，但事实上，本次中报业绩公布之后，市场对业绩下滑的判断已经得到了较为一致的认识。如果聪明人在6月份提前撤退，可能更多的依靠常识（比如说整体估值过高，便宜货越来越少；市场散户纷纷进场，后续进场资金规模有限），很难基于对业绩增长的提前预测。但站在事后诸葛亮的角度来看，A股整体的业绩的下滑却实实在在证实了市场下跌是有其内在原因的。

如果站在倒车镜的角度来判断业绩增速，投资者可能会犯刻舟求剑的错误。但如果从中报业绩分布的差异来判断，则有望形成一个较为清晰的思路。作为转型过程的经济体，企业去产能和去库存的过程难以顺利终结，毕竟紧缩的结果是各方都不愿面对的结果，经济管理当局更愿意接受通胀和宽松的经济环境，同时，对房地产和投资驱动的模式各地有天然的依赖，则大概率下，A股整体业绩很难出现逆转。因此，我们谨慎的认为，一方面需要警惕系统性风险可能重新放大，估值优势有可能进一步凸显。尽管目前A股整体市盈率仍维持在平均水平20倍以下，但市场整体中位数并不低，仍有45倍市盈率，说明，市场多数股票仍被高估，银行股等低估值蓝筹仍属于少数。因此，整体仓位应控制在安全边际之内；另一方面，趁每次急跌，择机把握业绩确定性成长的个股的反弹机会。但是操作难度加大，赢面不大，但赔率可能也不大。



## 【市场策略】业绩增速放缓下的投资逻辑

从 2015 半年报披露的情况来看，A 股公司整体业绩仍维持正增长。截至 8 月 30 日晚，A 股 2780 家公司实现营业收入合计 14 万亿元，较去年同期微增 1.5%；实现净利润合计 1.42 万亿元，较去年同期增长 6.43%。相较于 2014 年、今年一季度 A 股总体利润 6.19% 和 3.5% 的增速，有一定提升。不过，剔除银行及非银金融行业，上述公司今年上半年营业收入同比下滑 3.3%，净利润同比下滑 0.7%。所以，客观来看，在剔除股市上涨带来的贡献以外，上半年 A 股整体业绩应属于负增长。



数据来源:Wind资讯

另外从中报披露的 A 股公司整体 ROE 来看，股东回报率仍处于不断下滑的状态，该项指标仍未出现降幅缩窄或放缓的迹象，反而有加速下滑的趋势。



数据来源:Wind资讯

尽管市场之前对上半年业绩反转还心存侥幸，但事实上，本次中报业绩公布之后，市场对业绩下滑的判断已经得到了较为一致的认识。如果聪明人在 6 月份提前撤退，可能更多的依靠常识（比如说整体估值过高，便宜货越来越少；市场散户纷纷进场，后续进场资金规模有限），很难基于对业绩增长的提前预测。但站在事后诸葛亮的角度来看，A 股整体的业绩的下滑却实实在在证实了市场下跌是有其内在原因的。

有观点从 A 股各行业的增速与 GDP 的对比得出，经济并没有想象的那么差。28 个行业当中，有 20 个行业上半年营收增速是低于 7% 的，高于 GDP 增速 7% 的这些行业主要集中在大消费行业，包括医药、休闲服务、电子、传媒和大金融。但这些行业本身的收入增速相比去年同期而言，大部分还是出现了明显的下滑，因此，上市公司收入增速的放缓已经是板上钉钉的事实。

如果站在倒车镜的角度来判断业绩增速，投资者可能会犯刻舟求剑的错误。但如果从中报业绩分布的差异来判断，则有望形成一个较为清晰的思路。作为转型过程的经济体，企业去产能和去库存的过程难以顺利终结，毕竟紧缩的结果是各方都不愿面对的结果，经济管理当局更愿意接受通胀和宽松的经济环境，同时，对房地产和投资驱动的模式各地有天然的依赖，则大概率下，A 股整体业绩很难出现逆转。因此，我们谨慎



的认为，一方面需要警惕系统性风险可能重新放大，估值优势有可能进一步凸显。尽管目前 A 股整体市盈率仍维持在平均水平 20 倍以下，但市场整体中位数并不低，仍有 45 倍市盈率，说明，市场多数股票仍被高估，银行股等低估值蓝筹仍属于少数。因此，整体仓位应控制在安全边际之内；另一方面，趁每次急跌，择机把握业绩确定性成长的个股的反弹机会。但是操作难度加大，赢面不大，但赔率可能也不大。

## 【行业配置策略】长期来看，目前处于牛市第二阶段，降息、降准与减税仍是业绩提升的驱动力

2015 年，市场回调不改蓝筹股投资价值。我们继续看好蓝筹股长期投资价值，金融和地产有望跑赢大盘，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；证券 B、证保 B、银行 B、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，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。在经济正式进入繁荣期之前，大型银行股的每次急跌，都将被视作买入机会。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。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。另货币政策趋于宽松也为房地产复苏提供机会。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兼并重组机会更多，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，保费投资收益暴增带来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 1 万亿元，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。

2015 年 8 月份开始，经济企稳的迹象明显，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，大宗商品价格仍在底部运行。但新投资周期的启动，已带来大宗商品价格短期的企稳及上期向上的趋势，关注有色行业的阶段性进攻机会。

### 长期推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

在“一带一路”规划实施的推动下，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：中国中车。

### 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

交运行业已经基本实现了估值回归。建议标配相关细分子行业，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。

### 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上证 50ETF（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。银行 B（150228）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
601328.SH	交通银行	19.59	208,018.00	1,601,115.96	12.99	6
600016.SH	民生银行	13.17	185,381.27	1,067,839.03	17.36	3
601288.SH	农业银行	11.96	176,691.44	1,258,592.01	14.04	5
601398.SH	工商银行	17.02	173,517.83	1,228,520.25	14.12	7
601988.SH	中国银行	9.00	160,311.69	1,306,392.57	12.27	3



601668.SH	中国建筑	6.47	147,822.01	1,121,412.09	13.18	5
601318.SH	中国平安	1.11	145,981.93	3,064,731.06	4.76	3
601390.SH	中国中铁	10.43	145,970.47	1,184,425.10	12.32	2
600000.SH	浦发银行	4.56	113,808.11	1,130,675.26	10.07	7
601166.SH	兴业银行	4.25	111,882.38	1,676,271.51	6.67	7

### 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
600868.SH	梅雁吉祥	-14.20	-87,261.70	931,698.74	-9.37	-3
601718.SH	际华集团	-19.07	-79,134.84	802,328.86	-9.86	-3
601918.SH	国投新集	-20.74	-68,357.02	693,354.63	-9.86	-3
600737.SH	中粮屯河	-27.09	-56,058.30	500,976.11	-11.19	-3
600839.SH	四川长虹	-24.80	-49,145.97	604,973.68	-8.12	-3
600601.SH	方正科技	-24.72	-45,459.91	267,215.33	-17.01	-3
600006.SH	东风汽车	-21.85	-44,953.52	480,776.45	-9.35	-3
002024.SZ	苏宁云商	-13.83	-42,951.78	1,476,085.95	-2.91	1
601985.SH	中国核电	-13.83	-42,718.74	725,163.80	-5.89	1
000425.SZ	徐工机械	-19.62	-41,771.26	722,205.26	-5.78	-3

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](http://www.chinalions.cn)

