

坚持价值投资 迎接新牛市曙光

□银华基金管理有限公司总经理 王立新

内容摘要

● 导致目前A股市场下跌的主要原因有三：短期经济下滑使上市公司业绩增速趋缓，这是直接原因；投资者对经济转型和中长期经济增速下台阶的担忧，这是压低市场估值的根本原因；新股上市定价过高，二级市场缺乏赚钱效应，这是市场制度层面原因。市场连续下跌不断强化投资者悲观情绪，并演化为非理性的恐慌情绪，导致市场大幅杀跌。

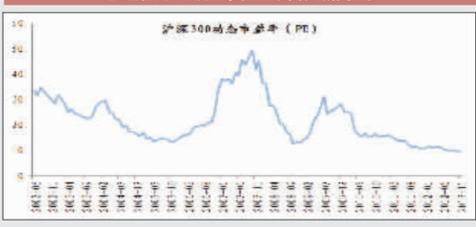
● 在弱势氛围中，更需要理性看待A股市场。目前，从多个角度比较，A股市场已经处于估值的底部区域。随着短期经济企稳复苏和投资者理性认识中国经济转型对资本市场的意义，A股市场存在估值修复性质的投资机会。

● 牛市的起点往往是在股票估值水平很低、投资者普遍悲观的环境下产生。从中期看，经济制度层面，中国经济社会有序变革，将释放制度红利，推动中国经济成功转型；市场制度层面，正推进以新股发行市场化为核心的市场交易制度改革，将真正保护二级市场投资者利益。随着这两个制度性条件的酝酿成熟，A股市场有望迎来新一轮牛市的曙光。新一轮牛市的投资方向，是在经济转型的大背景下，满足“新瓶颈、新周期、新出口”特征的新蓝筹。

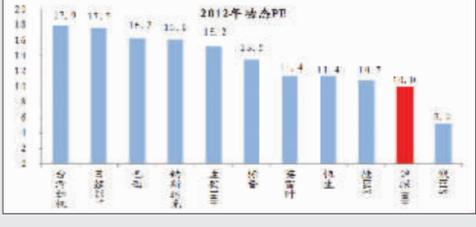
2009年以来，A股市场表现远落后于其他资本市场



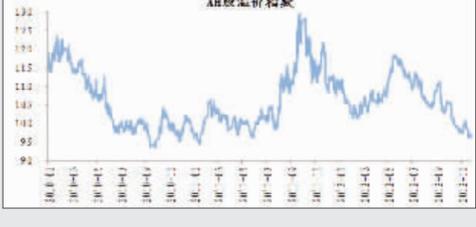
沪深300指数动态市盈率10倍 已经低于A股历史上两次大底水平



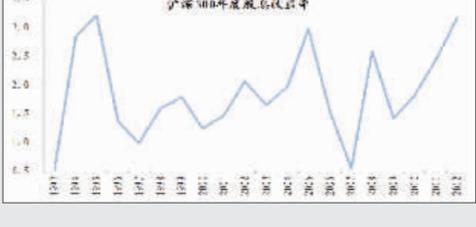
沪深300指数估值水平在国际市场中有投资吸引力



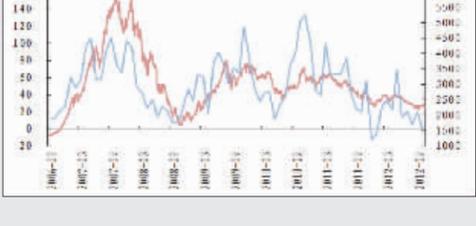
AH溢价指数97%，已经整体出现折价



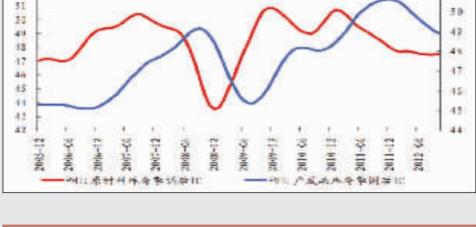
沪深300指数股息收益率3.22%，处于历史高位水平



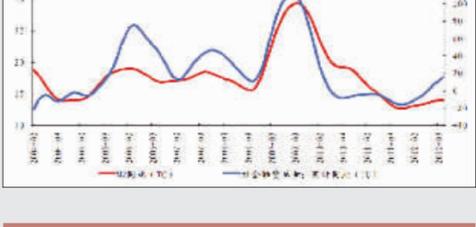
目前A股市场出现产业资本净增持现象



短周期经济主动去库存阶段正在结束



流动性持续改善



房地产投资增速企稳有望延续



A股已处估值底部区域

股票市场短期是投票器，随资金进出出而波动；但股票市场长期是称重机，股票价格终究会回归到上市公司的合理价值水平。我们认为，目前A股市场已经处于估值的底部区域，随着短期经济企稳复苏和投资者理性认识中国经济转型对资本市场的意义，A股市场存在估值修复性质的投资机会。

第一，目前A股市场已处于估值的底部区域。我们从绝对估值水平的横向、纵向比较和AH定价比较可以看出，A股估值水平已经具有相对投资吸引力；从股息收益率和产业资本行为，可以看出A股估值水平对居民资产配置和产业资本已经具有绝对投资吸引力。

从绝对估值水平上看，目前沪深300指数2012年动态市盈率是10倍。横向比较，这个估值水平已经低于A股历史上两次大底（2005年和2008年）的13倍；纵向比较，也低于美国标普500指数的13.5倍和香港恒生指数的11.4倍，已经具有明显的投资吸引力。

从AH溢价角度看，目前AH溢价指数为97%，表明同样的公司，A股市场定价已经较香港市场出现折价。同时在A股H股上市的公司有80家，以大盘蓝筹股为主的25家出现折价，其中中国铁建、中交建、海螺水泥、中国平安、中国中铁、中兴通讯、鞍钢股份、中信证券、上海医药、招商银行、青岛啤酒、中国神华、中国太保等股票的折价幅度超过15%。

从股息收益率角度看，沪深300指数的股息收益率是3.22%，处于历史高位水平。中国普通居民理财方式主要有存款、国债、银行理财产品等。目前，一年期定期存款收益率是3.25%，一年期国债收益率是2.92%，一年期银行理财产品收益率是4.6%，普通住宅房地产租金收益率没有统一的公开数据，合理估计不会超过3%。A股蓝筹股的股息收益率较居民其他理财方式已经具有相当强的吸引力。

从产业资本行为角度看，目前A股市场产业资本在净增持股票（增持金额大于减持金额），说明产业资本认为目前股价被低估。以大小非和上市公司高管为主的产业资本普遍以减持股票为主，但在认为自身公司股价被低估时也会从二级市场增持。

我们认为，从中期角度看，A股市场要真正形成新一轮牛市，需要两个制度性条件的发生：一是中国经济社会有序变革，释放制度红利，推动中国经济成功转型。正如上文总结的日美台市场经验，经济增长速度下降一个台阶并不可怕，关键是能否通过经济转型和升级，将增速稳定在新的可持续水平上。而经济转型与升级能否成功，关键看改革，看制度红利的释放。

十八大报告中提出，2020年要实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番。这意味着在未来8年，中国经济复合增速需要达到7%左右。李克强副总理在11月21日的综合配套改革试点工作座谈会上强调，中国可能会经历一个中高速增长。但只要保持住7%的增长，到2020年实现小康就完全有可能。而实现这一目标还是要靠改革。“改革是最大的红利”。资

本市场的乐观期待是：新一届中央领导集体以“新型城镇化”为施政蓝图，提纲挈领，积极坚定地推进各项改革措施。投资者观察到这些改革措施的积极推出和真正落实，对中国经济在新增速水平下的可持续发展就有信心，进而对中国股市也就会有信心，A股新牛市的根本环境也就形成了。

二是推进以新股发行市场化为核心的A股市场制度改革，真正保护二级市场投资者利益。证监会已经开始以信息披露为中心，以理性的询价制度为重点，推行第三轮新股发行制度改革。证监会主席郭树清强调，让资本市场来定价是未来改革的重心。政府要放松管制，把决策权交还给投资者，交还给市场。我们认为，按照这个方向走下去，真正实现新股发行制度的市场化改革，二级市场投资者的利益就能得到有效保护，因为缺乏赚钱效应而离场的资金又会重新回到A股市场。

展望新一轮牛市的投资方向，我们认为，在经济转型的大背景下，需要寻找在新四化——工业化、信息化、城市化、农业现代化下的新蓝筹。新蓝筹可能是满足以下一项或几项特征的企业：

级市场增持股票。从历史经验看，产业资本净减持（减持金额减去增持金额）金额较小的时候基本都对应A股市场的底部位置。

第二，中国经济短期有望企稳复苏。从2010年二季度开始的本轮经济下滑是中国经济中长期潜在增速下行背景下的周期性收缩。我们在警惕长期潜在增速下行风险的同时，也不能完全忽视经济在短周期的企稳复苏。

中国经济短期企稳复苏的推动力主要来自于三个方面：一是短周期经济主动去库存阶段正在结束。由于生产企业普遍感受到下游需求的疲弱，主动收缩生产，减少库存，中国经济在过去四个季度经历了持续的主动去库存过程。这种主动去库存过程，表现在经济指标上，是供给层面的经济指标如工业增加值和发电量增速的大幅下行，中上游原材料价格的大幅下跌。

目前，以工业品出厂价格指数为代表的实体经济价格水平已经企稳，没有再继续下跌，说明总供给和总需求达到了阶段性的平衡。实体经济剧烈的主动去库存过程正在结束，经济的快速下滑过程也在结束。

二是实体经济流动性在持续改善。10月份，社会融资总量规模达1.29万亿元，累计同比回升至22.9%，为实体经济的企稳复苏提供了流动性支持。

三是土地市场回暖。上半年的房地产销量回升开始反映在下半年的土地市场上。9月全国土地成交溢价率达到了13%，回暖迹象初步显现。土地市场的回暖，从直接意义上，可以预示后续的房地产投资增速的回升，实际上混凝土和砖产量都出现了上行拐点；从间接意义上，土地出让金收入增速的回升，有利于稳定地方政府基建投资的资金来源。

实体经济的企稳复苏，已经开始反映在最近两个月的宏观数据上：工业增加值从8月份的8.9%，已经回升到9月、10月的9.2%和9.6%；发电量增速8月、9月的水平是2.7%、1.5%，10月份已经回升到6.4%；PMI指数8月份是49.2，9月份回升到49.8，10月份达到50.2，重新回到经济繁荣临界值50以上。当然，经济后续复苏的力度和具体过程，还存在

较多的不确定性，需要进一步的跟踪观察。

第三，理性认识经济转型，即使经济增速下台阶，资本市场未必没有投资机会。目前A股市场有部分投资者认为“中国经济长期呈L形走势，增速要下一个台阶所以市场长期没机会了”。我们认为，中长期的经济增长由供给层面的生产要素决定。中国人口结构的变化、高储蓄高投资经济增长模式的难以持续、后发优势带来的技术进步边际效率的减弱等，都将导致中国经济潜在增速水平下一个台阶。但理性地看，中国经济增速下台阶，从过去30年的10%水平下降到5%-7%，A股市场未必没有机会。

经济增长速度下降一个台阶，无需过度担忧和恐惧。因为如果中国经济能以5%到7%的增速再持续增长十几年，中国的人均GDP水平就将从现在的4500美元上升到超过10000美元。这不仅意味着中国的经济总量将超过美国，还意味着中国经济社会已经成功跨越中等收入陷阱，步入发达国家行列。

参考美国、日本、台湾等经济体的经验，经济增速下一个台阶，资本市场的表现也未必差，甚至可能有牛市。在上世纪70至80年代，日本经济增速水平从50年代的10%下降到5%，但股市却出现波澜壮阔的大牛市，日经225指数从1970年的2000点上涨到将近4000点，上涨了20倍。在上世纪80到90年代，美国经济增速水平较50到70年代下降，但股市也同样是牛市，标普500指数从1980年的100多点上涨了10倍。在上世纪的90年代，台湾经济增速水平也较60到80年代下降，期间台湾股市虽然没有回到1989年的最高值10000点，但也曾经历了两波中等牛市，分别从3000点涨到8000点和从4000点涨到8000点。

需要重点强调的是，日美台这三个经济体，在结束高速增长后，股票市场仍然有很好的表现，主要是它们通过经济转型、产业升级，在相当长的时间里，使经济增速又稳定在一个虽然较之前水平低，但仍然相当可观的水平上。所以，我们认为，经济增速下降一个台阶并不可怕，关键是能否通过经济转型和升级，将增速稳定在新的可持续水平上。

新牛市的起点与方向

在低迷的市场环境中，投资者不妨重温一句经典投资谚语：“牛市总是在悲观中诞生，在怀疑中成长，在乐观中成熟，在兴奋中死亡”。新一轮牛市的起点往往是在股票估值水平很低、投资者普遍悲观的环境下产生的。

我们认为，从中期角度看，A股市场要真正形成新一轮牛市，需要两个制度性条件的发生：一是中国经济社会有序变革，释放制度红利，推动中国经济成功转型。正如上文总结的日美台市场经验，经济增长速度下降一个台阶并不可怕，关键是能否通过经济转型和升级，将增速稳定在新的可持续水平上。而经济转型与升级能否成功，关键看改革，看制度红利的释放。

十八大报告中提出，2020年要实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番。这意味着在未来8年，中国经济复合增速需要达到7%左右。李克强副总理在11月21日的综合配套改革试点工作座谈会上强调，中国可能会经历一个中高速增长。但只要保持住7%的增长，到2020年实现小康就完全有可能。而实现这一目标还是要靠改革。“改革是最大的红利”。资

本市场的乐观期待是：新一届中央领导集体以“新型城镇化”为施政蓝图，提纲挈领，积极坚定地推进各项改革措施。投资者观察到这些改革措施的积极推出和真正落实，对中国经济在新增速水平下的可持续发展就有信心，进而对中国股市也就会有信心，A股新牛市的根本环境也就形成了。

二是推进以新股发行市场化为核心的A股市场制度改革，真正保护二级市场投资者利益。证监会已经开始以信息披露为中心，以理性的询价制度为重点，推行第三轮新股发行制度改革。证监会主席郭树清强调，让资本市场来定价是未来改革的重心。政府要放松管制，把决策权交还给投资者，交还给市场。我们认为，按照这个方向走下去，真正实现新股发行制度的市场化改革，二级市场投资者的利益就能得到有效保护，因为缺乏赚钱效应而离场的资金又会重新回到A股市场。

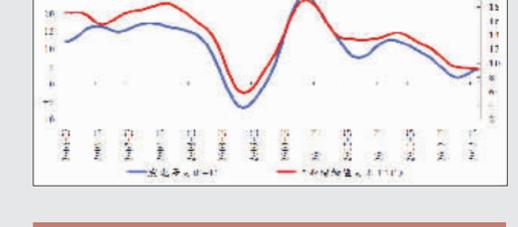
展望新一轮牛市的投资方向，我们认为，在经济转型的大背景下，需要寻找在新四化——工业化、信息化、城市化、农业现代化下的新蓝筹。新蓝筹可能是满足以下一项或几项特征的企业：

新瓶颈：新型城镇化带来的不仅是城镇人口占比数字的提高，更是使农民向市民转变，生活方式发生变迁，从而带动巨大的消费需求 and 公共设施需求。新瓶颈集中体现为亿万人民群众对实现小康生活的各种物质文化条件的需求和供给间的缺口，比如良好的医疗卫生服务、教育服务、文化娱乐服务、清洁的食品饮料，健康的环境，便捷的交通条件，安全的城市管网等等。能够有效解决这些供给瓶颈的企业，将获得巨大的成长空间，给投资者带来巨额回报。

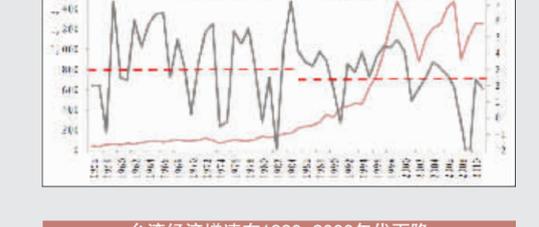
新周期：在转型背景下，一些周期性行业中的龙头企业，虽然具有周期波动特征，但能够抵御经济周期波动的负面影响，并在行业中积极扩大市场份额。这样的龙头企业将成为新的周期成长股，也将给投资者带来投资回报。

新出口：转型并不意味着中国经济只靠内需，中国经济的开放程度会越来越高，中国企业在全球经济分工中的地位也会越来越高。能够通过自身的产业升级和管理水平提升，跟上全球经济技术进步的步伐，真正融入全球产业链分工体系，实现新出口的企业也有可能是未来的新蓝筹。

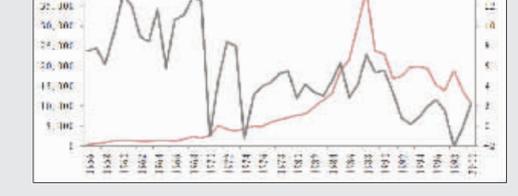
工业增加值和发电量增速显示经济已经企稳复苏



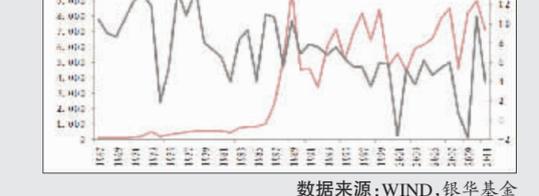
美国经济增速在1980-1990年代下降，但股市大牛市



日本经济增速在1970-1980年代下降到5%，但股市大牛市



台湾经济增速在1990-2000年代下降，但股市也曾重上8000点



数据来源：WIND，银华基金