

张慧:牛市“换挡” 蓝筹成长各有机会

□本报记者 黄淑慧



张慧,经济学硕士,曾任职于国泰君安证券股份有限公司,在职期间曾获2009年度《新财富》电子行业最佳分析师第三名。2010年6月加入华泰柏瑞基金管理有限公司,目前担任华泰柏瑞盛世中国股票型基金、华泰柏瑞创新升级混合型基金的基金经理,以及华泰柏瑞创新动力混合型基金的拟任基金经理。

蓝筹占优 成长分化

中国证券报:年初以来,去年年底大幅调整的小市值成长股纷纷收复失地,而主板市场表现相对平淡。如果下一阶段大盘指数呈现宽幅震荡的走势,资金会不会倾向于继续追逐中小市值个股?

张慧:年初以来的市场风格在一定程度上超出了我们原先的预期,我们此前的判断是,经过连续两年的上涨,成长股将面临一次调整,并产生显著分化。只有商业模式清晰、业务发展空间大的公司,其估值提升才是可持续的,一些单纯依赖并购提升市值的公司股价面临较大的压力。

年初以来,中小市值股票迅速完成了一轮股价修复,但实际上除了前期股价跌幅较大之外,这些股票无论是基本面,还是所处的政

策环境,都没有发生任何变化。站在目前这个时点,蓝筹股和成长股的风险收益比又再度回到了相对均衡的位置。对于全年,我们依旧维持“蓝筹占优、成长分化”的判断,成长股内部的分化会十分明显。

特别是以外延收购为盈利增长主驱动力的上市公司,在注册制渐行渐近、监管层打击违规市值管理、新三板分流等因素的作用下,进一步开展并购的难度加大。即便能寻觅到合适的并购标的,其对上市公司市值贡献的弹性也在下降。并且,一些已收购标的公司之前的业绩对赌能否实现,同样需要打个问号。一旦业绩不达预期,这类上市公司会面临戴维斯双杀的风险。

中国证券报:刚才说,对于2015年的判断是“蓝筹

占优、成长分化”,为何更为看好蓝筹股的表现?

张慧:除了前面说到的对中小市值板块的压制因素之外,更为重要的一点是,本轮行情的特点在于,由于这是流动性宽松推动的市场估值中枢上行行情,因此在估值和业绩两大驱动力中,估值的作用更为明显。

当然,上市公司业绩端也并非完全没有看点,但是其处于一个相对次要的位置。

从历史经验看,在流动性推动的行情中,低估值公司比高估值公司更易上涨,而在当下的政策环境中,国企改革、混合所有制、“一带一路”、国资注入等因素又将给低估值板块带来估值提升的催化剂,因此更看好蓝筹品种。

流动性宽松根基未改

中国证券报:上周大盘指数跌宕起伏,波动幅度明显加大,如何判断后市的演绎方式?

张慧:目前的市场运行基本呈现出向下空间不大、向上存在一定压力的特征,我们整体判断大概率上指数将保持宽幅震荡、底部逐渐抬升的走势。

短期来看,决策层采取货币宽松政策的本意在于降低实体经济融资利率,由于前期A股市场急涨,决策层担心货币宽松进一步推高虚拟经济资产泡沫,因此对出台总量宽松政策有所顾虑,预期中的降准、降息暂时没有落地,证监会两融查处也释放出强烈的警示信号,加之银监会下发《商业银行委托贷款管理办法(征求意见稿)》,规定商业银行业务受托发放的贷款应有明确用途,资金用途应符合法律规定和信贷政策。这些因素都将使得流动性宽松的边际预期趋紧,市场短期波动加剧。

从大逻辑上来看,本轮牛市的主推动力是流动性和改革红利,而这一根基在2015年并未发生实质改变,仅仅是流动性宽松的短期边际发生了变化。而监管层近期一系列政策举措的目标主要还是降温防风险,仍然希望维持一个相对繁荣的资本市场,并通过发展股权直接融资来支持实体经济。因此我们判断未来的市场行情是“换挡”慢行,与前期行情不同的是,上行的斜率会逐渐平坦化。

中国证券报:的确,市场的主要矛盾在于资金。对于长期流动性和增量资金,你依旧持较为乐观的态度?

张慧:从更长周期来看,A股的流动性环境整体宽松格局未改,牛市的基础并没有动摇。目前通胀无忧,国内货币政策的宽松刚刚开始,降准、降息存在空间;居民的财富再配置正在进行,十数万亿的理财产品庞大的产业资本的权益资产配置比例将不断上升;沪港开通标志着A股的国际化进程加速,2015年A股纳入MSCI值得期待。宽松的货币政策、居民财富的再配置以及A股的国际化使得市场的流动性在相当长时间内都将维持宽松,这将给予A股一次系统性的估值重估,这种重估仍在进程中。

历史上1995年和2005年牛市的起点,也都与总量流动性的改善、存量财富的再配置有关。美国上世纪60-70年代和80-90年代的经验也告诉我们,流动性宽松是牛市的一级助推。

与此同时,改革将继续给A股带来投资机会。首先是国企改革。国企改革带来的机会可以分为三类:一是资产证券化,二是战略转型,三是管理改革;其次是区域改革与振兴计划。目前公布的计划包括一带一路、自贸区、多个跨省市经济区等;再者是体制改革,包括土地制度变革、电力体制改革、医疗改革、体育改革带来的机会等等。

在经历了2014年的急促上涨之后,大盘指数于2015年年初陷入宽幅震荡调整,下一阶段的行情将如何演绎?华泰柏瑞创新动力混合型基金拟任基金经理张慧在接受中国证券报记者专访时表示,尽管短期流动性边际发生了一些变化,但推动此轮行情的流动性宽松和改革红利两大因素并未发生实质改变,未来市场或将保持宽幅震荡、底部逐渐抬升的走势。在市场风格上,蓝筹和成长各有机会,倾向于蓝筹占优、成长分化的判断。

中国证券报:具体而言,2015年将重点布局哪些领域和板块?

张慧:在大的框架体系中,我们对2015年行情的判断是流动性推动下的估值提升行情,配置的思路是围绕估值提升和盈利改善两个维度布局,但更重要的是前者。

估值提升的机会存在于四个方面:首先,风险降低带来的估值修复,如银行、地产;第二,主题投资下的估值提升,如“一带一路”、国企改革、信息安全(国产化)、工业4.0;第三,渗透率低的成长性行业,如互联网金融、车联网、(移动)医疗信息化、移动支付;第四,信息技术对传统行业商业模式的改造,如农业电商、物流信息化、家装电商等。

中国证券报:来自于上市公司业绩改善的投资机会主要有哪些方面?

张慧:总体而言,在经济减速期,企业盈利增长有放缓压力。从需求端出发,大部分企业业绩超预期难

度较大。只有少部分需求快速增长的细分领域和部分受益大宗商品下跌而成本改善的行业具备超于经济增长的能力。

业绩超预期的行业或公司存在于三个方向:第一,业绩直接受益于资本市场的非银行金融行业,非银是全社会唯一一个业绩估值双升的行业,且业绩与经济无直接关联;第二,大宗商品价格大跌带来企业盈利改善机遇,2013年上市公司(扣除金融)净利润为1万亿元,同期国内铁矿石和原油进口额2万亿元。原油和铁矿石近50%的价格跌幅将对相关企业15年的盈利产生积极影响,钢铁、航空、航运、化工等周期性行业有望迎来业绩拐点;第三,则是需求端快速增长的新兴产业。

中国证券报:非银金融中,更为看好券商还是保险?

张慧:我更看好保险。券商板块现在面临两个问题:一是估值偏高,二是环

比表现预期下降。相比之下,保险板块更有吸引力,投资端和负债端目前看均是正面反馈,开门红的销售情况基本确定2015年寿险保费将延续2014年的较好增长趋势,2015年险资权益资产配置比例提升也将推升2015年保险公司投资收益趋势向好。在一轮牛市中,随着牛市行情的明确,保险公司逐渐增加股票配置比例,与市场上涨形成共振效应,从而体现出极强的业绩弹性。此外,商业健康险和养老险财税优惠政策有望2015年陆续出台,也将有效打开寿险业务的发展空间。

中国证券报:你认为成长股会出现较大的分化,那么哪些标的会走出独立行情?

张慧:成长股中最重要的观点还是在于互联网及相关产业,特别是传统行业与科技趋势实现共振的领域,包括互联网+医疗、农业、金融、家装等领域,这类领域投资的估值弹性较大。

两个维度布局2015年