

# 押注企稳分歧 减配成长共识

□融通基金经理 付伟琦

在“以重化工为主导的宏观经济持续向下，转型与创新是长期前景”这个预期不断形成与强化下，“泛成长股”投资逐步成为市场共识，甚至成为信仰。尽管过去较长一段时间，我们也是以泛成长股为主要投资标的，但2016年以来，我们逐步将仓位调整至农产品、大宗商品领域。

我们依然看好转型与创新的方向，但也意识到成长股目前性价比低于周期股。首先，周期股长期的下跌与宏观经济不断恶化的背景基本吻合，隐含了较为悲观的预期；其次，“供给侧改革与稳增长”成为2016年改革经济学的主线，经济存在阶段性企稳回升的可能；最后，市场对宏观经济的前景由“一致看空”转变为“分歧加大”。

对股票投资而言，我们认为“最容易超预期”的领域是股价上升阻力最小的领域。而在预期转变的拐点处，“最容易超预期”在初期往往表现为“分歧加大”。市场不看好经济企稳的原因主要是“稳增长”有可能走向了刺激的老路，供给侧的去产能也将遇到巨大阻力，难以产生效果。但我们认为，以钢铁和煤炭为代表的重化工行业去产能是提升传统行业效率的手段，是给传统经济“动手术”；与此同时，稳增长是配合去产能的“麻醉药”，并不会因为需求回暖、产品价格提升从而阻碍去产能的推行。

从资源品价格走势来看，大类有色金属及黑色金属处于持续下跌的趋势之中，同时全产业链库存远低于正常水平，需求端的小幅复苏有望带动资源品价格的大幅回升。从基建订单、挖掘机和重卡销售、水泥出货量及价格的变动



可以观察到，建设活动在春节后已逐步趋于稳定，不再恶化。而从更为领先的信贷增长、房地产宽松政策以及基建领域的PPP模式推进角度看，建设活动在3、4月旺季企稳回升的概率较大，因此我们对经济企稳更为乐观。1-2月地产销量增速大幅回升至28.2%，新开工增速大幅回升并由负转正至13.7%。1-2月固定资产投资增速回升至10.2%，地产投资反弹并由负转正，对投资增长的贡献率也明显提升。尽管我们目前还无法确认经济已经见底，不同行业的微观数据也显示出不一致性。但对周期股投资而言，我们的观点可以归结为“底部区域的分歧大概率意味着向上的演进”，属于性价比较高的投资策略。我们非常重视宏观分歧下的资源品投资机会。

对成长股而言，我们依然看好新能

源汽车、科技、教育、文化与娱乐、电商与物流、医疗卫生服务领域的长期投资价值，这是中国经济转型的方向。值得关注的是，2015年“泛成长股”的大幅上涨并非是成长性推动，核心驱动力在于并购重组。根据我们的统计，2015年发生的并购、重组、借壳及定增超过2000起，涉及金额过万亿。从股价表现上看，小市值股票整体涨幅远超创业板。但进入2016年，从并购重组的推动效果看，边际递减效应已经开始显现，并存在负向反馈的可能。我们观察到的现象有：2016年2月并购预案发布后复牌的股票，平均涨幅较小；已经出现一定数量的并购重组失败案例；基于二级市场股价高估的“市盈率套利”活动在股价下跌后趋于减弱；投资者给予被并购对象大幅超过收购报告书中盈利承诺的净利润预期存在大幅下修的可能。这些负面影响将压制成长股整体表现，甚至不排除未来进一步演化为负向反馈的可能，因此我们对“泛成长股”的投资持谨慎乐观态度。

我们认为，2016年投资“泛成长股”是一种淘金活动，精选个股是核心。一方面要选择基本面强劲，估值偏高的少数龙头类公司重点买入，另一方面还要规避“平庸成长股”的估值陷阱。从成长的细分领域看，我们重点关注新能源汽车、电商与物流等高增长领域的结构性机会。

总体而言，我们看好分歧较大的大宗资源品、农产品的投资机会，同时重点关注少数高增长成长股。我们认为分歧而非共识，意味着潜在的超额收益，而我们也已在前景未明的状态下做出了判断和选择，随着时间的推移，我们会根据宏观数据的变化不断调整投资策略。

## 港股再现18年大底 机会大于风险

的安全边际。

尽管我们对中国的经济走势无法准确预测，但港股目前极低的估值水平给我们提供了一个在中长期内向上空间可观，而向下风险较小的投资机会。因此虽然港股短期内仍将波动，甚至继续下行，但我们应该把握机会来精选个股，等待港股的价值回归。

### 重点关注高性价比的价值股

笔者目前主要关注两类股票，一类是估值被极度压缩的价值型公司；另一类是估值具有吸引力的成长型公司。两者并无优劣之分，但在目前港股的估值体系之下，笔者认为价值股的性价比可能会更高。



□国投瑞银中国价值发现基金经理 汤海波

港股市场年初跟随A股市场大幅下挫，经过近期的反弹之后，目前仍较年初跌一成以上（以恒生国企指数为例），相较2015年的高点更是下跌了四成。然而，若看得远一点，我们此时此刻应该乐观起来。因为市场流血漂橹之际，也正是长期投资机会涌现之时，笔者以为我们或许正面临一生中难得一遇的港股投资机会。

### 港股估值已低于 亚洲金融危机时期

首先，就整体市场而言，港股的估值已经处于历史的低位。MSCI中国指数目前的市盈率约8.2倍，而亚洲金融危机时为8.7倍，2008年全球金融危机时为11.8倍。可见当前香港中资股的估值水平已包含了诸如中国经济出现严重危机、汇率大幅贬值等非常悲观的预期。

毋庸置疑，中国经济目前面临的挑战巨大。不过，我们也不可忽视一些正面的因素。一方面，政府的负债率并不高，央行也拥有充足的外汇储备，政策腾挪空间还很大。另一方面，资本项目仍受到严格管制，金融行业（尤其银行业）也受到政府的强力控制，对抵御金融危机起到正面作用。因此笔者的基本假设是，未来几年中国经济可能会很困难，但是出现严重金融危机的概率并不高，经济有望在低增长中逐步消化过剩的产能以及债务。笔者认为如果我们以中长期的视角来看，中国经济在3-5年内恢复到常态应该是一个比较大概率的事件；而港股的估值也有望恢复到长期均值（14倍）甚至以上的水平。即使假设盈利没有增长，估值的扩张也能带来每年10%-20%左右的年均收益率。

当然，我们无法排除范式转变的可能性，即中国经济可能真的会出现严重的经济危机，上市公司盈利出现巨大的下滑。我们也可以做一个情景分析：悲观情形下，我们假设全市场盈利水平下降30%，则港股的整体市盈率上升到长期均值14倍左右；如果盈利下降50%，则市盈率上升到16倍，比长期均值高出15%，也在合理范围之内。由此可见，即使悲观预期成为现实，当前的市场估值也已经给投资者提高了较高

除去价值型的股票之外，港股中的成长型股票估值也逐渐下滑到具有吸引力的水平。港股中的成长型公司主要分布在医药、消费以及信息技术行业，因为成长性高，正常情况下它们的估值也比较高，只有在市场情绪非常悲观时，才会有相对便宜的估值。

总体而言，笔者认为港股目前的估值已经充分反映了诸多悲观的预期，以中长期的视角来看，港股的性价比已经非常有利。可谓风物长宜放眼量，价值发现正当时。在当前大多数投资者信心不足，充满犹疑之时，我们应当鼓起勇气来精选个股，重点关注估值被极度压缩的价值型股票，逐步积累估值越来越有吸引力的成长型股票，等待价值回归。

# 关注经济复苏 择时布局优质成长

□上海泰旸资产管理有限公司总经理  
兼投资总监 刘天君

2016年，随着财政政策将更加积极、货币政策相对宽松，中国经济有望开始逐步复苏。年初以来，政府部门加大传统行业供给侧改革，去产能、去杠杆、去库存，同时加大房地产去库存力度。根据最新统计数据，房地产相关经济指标明显回升，有望带动地产产业链需求回升，但消费、出口数据并未出现明显改善。

我们认为，中国经济仍将面临长期转型压力，货币政策的短期刺激难以改变中国经济未来的增长轨道，中长期的经济复苏仍有赖于改革与创新，而不是传统行业的短期复苏。根据“不可能三角”理论，货币政策独立性与汇率稳定难以兼顾，中国政府将在稳增长（宽货币）与稳汇率之间寻求相对平衡，并且在阶段性上有所侧重。短期的经济复苏将只能为经济结构的调整赢得一些时间。相反，如果迟迟不能下定决心实施必要且重大的“手术”则会带来更大的发展隐患，尤其是对于房地产行业的过度刺激可能只是竭泽而渔。

在中国经济逐步复苏的背景下，A股市场处于短期交易窗口，而H股市场已有所反弹，A股中的周期性行业近期表现较好，超额收益明显。但在经济增速下台阶的过程中，绝大多数周期性股票的业绩难以显著回升，因此股价上涨的持续性实际上并不强。目前，恒生AH溢价指数约135左右，仍处于较高水平，A股估值水平依然相对偏高。

我们统计了近4年深圳A股并购重组项目及资金总额，发现一个明显的



规律：深圳A股板块估值不断走高伴随着并购重组的频繁发生。如果用投行思维来看成长股，即对资源的种类、数量等时空分布进行调整，推动资源投向最有配置效率（最高利润率）的地方，空间上表现为引导资源依次流入最有效率的国家和地区、产业、企业、项目、及至最有效率的个人，产生由“石墨”到“金刚石”的增值效果。2012-2015年，深圳A股并购重组项目数增长7倍，涉及资金总额增长8.4倍，正是并购重组及预期支持了深圳A股、尤其是中小创的高估值。

随着市场逐步下跌，创业板指数从去年高点回落超50%，但整体动态市盈

率仍超70倍，在经济下行和商誉占比偏高的背景下估值明显偏高，我们预期创业板估值中枢仍将继续下移。但是，在以创业板为代表的成长股估值中枢下移过程中，成长股并不是完全没有投资机会，实际上一些盈利高增长、估值较低的优质成长股已具备长期投资价值，在阶段性的反弹中也将能够带来超额收益。

结合过去的投资经验，我们认为只有真正具备加速成长潜力的明星股可以穿越牛熊，长期为投资者带来高额回报。这些明星股往往来自于新兴的高速增长行业，同时拥有极其优秀的管理团队和优良的治理结构。反之，一旦行业增速显著下降，或者管理层发生变更，这些个股容易陷入估值陷阱甚至“戴维斯双杀”，股价难有优异表现。中国制造业的竞争优势正在逐步衰减，但是互联网、传媒娱乐、精准医疗等新兴产业依然处于蓬勃发展之中，尤其是其中一些优质企业已具备较高的成长潜力，逐步进入投资区间。

总而言之，今年国内A股市场缺乏系统性机会，主要是波段性机会，择时策略的重要性将进一步提升。结构方面，阶段性关注经济复苏预期带来的交易机会，但就全年投资而言仍将专注投资真正的成长股，以“大健康、大创造、大娱乐”为代表的新经济有望随着改革持续深化成为经济下行过程中新的亮点，我们将重点围绕我国“十三五”规划中聚焦的新兴产业，布局行业成长性高、竞争格局稳定且估值水平合理的子行业龙头，重点配置传媒娱乐、旅游、互联网服务、医药等子行业；主题上关注人工智能、虚拟现实、精准医疗等领域。