



第 208 期

9/15/2014

投资策略周报

【市场策略】汇金为何减持四大行

最近市场传闻汇金准备减持手中持有的四大国有银行股。这个消息对于刚刚恢复元气的 A 股市场而言，犹如晴天霹雳。很多投资者想到，好不容易反弹了两个月，银行股又要减持，意欲何为？

但是，如果能够把“减持”换成“混合制”来看待，其实问题就没有那么复杂。现在市场看好的混合制改革其实就是国有股减持的一种方式。难道不是？通过引入外资和民资，达到改善治理结构，建立公平效率的市场环境，也稀释了国有股权，降低国资的持股比例。现在四大国有银行虽然已悉数上市，现在四大国有银行的国有持股比例仍高达 60%—70%。降低国有股一股独大的局面，已成为混合制改革的题中之意。

目前国有股的估值普遍便宜，但国内的机构投资者并不买账。这从主动管理型基金持有四大国有银行的比例可见一斑。四大行作为超大盘蓝筹股的代表，过去几年不断被主动基金抛弃。统计数据显示，截至 2014 年年中，主动基金投资四大行股票的市值只有 9.51 亿元，创历史新低，不足 5 年前持有市值的 3%。

到了 2014 年这个时点，随着银行业惜贷和经济转型的开始，笔者的观点做了转向，站在当下的时点，基金等机构投资者的过去 4 年的选择或许需要做些调整了。

继续看空做空银行股将会不合时宜，当下之际应该逐步增持并买入四大行，等待价值重估的机会。

【资产配置】9 月主推周期股的估值修复，看好蓝筹股长期投资价值，关注早周期和中周期的相关行业。长期看好上证 50 指数成份股、ETF，激进型投资者可逢低参与杠杆型 B 级份额，继续回避创业板及高估值板块。

股票（80%）：仓位 8 成，激进型投资者可关注杠杆基金 B 份额

债券、现金类（20%）：维持现金（货币基金）配置比例

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

沪指本轮行情要超过 3478 点

——2014-9-9

用鳄鱼方法捕捉分级基金套利

——2014-9-01

选出 A 股“所有者利润”为正的企业

——2014-8-25

如何面对市场大幅波动

——2014-8-18

从 5 年暴跌股中掘金

——2014-8-11

从股息率判断 A 股的投资价值

——2014-8-4

从煤飞色舞看分级 B 投资价值

——2014-7-28

小小辛巴的投资秘籍

——2014-7-21

7 月主抓国企改革

——2014-7-14

K 先生 5 年 40 倍的成功之道

——2014-07-07

保守投资者轻松获得年化 10%收益

——2014-06-30

自下而上的寻找国企改革机会

——2014-06-23



【市场策略】汇金为何减持四大行

恰如一个硬币有两面，任何事物都有正反两面性。市场如果把它当作利好，是因为正面效应更大；市场如果把它当作利空，那是因为负面效应被放大了。聪明的投资者往往要把握市场过度反应带来的投资机会，而不是看似“趋利避害”，实则盲目跟随。

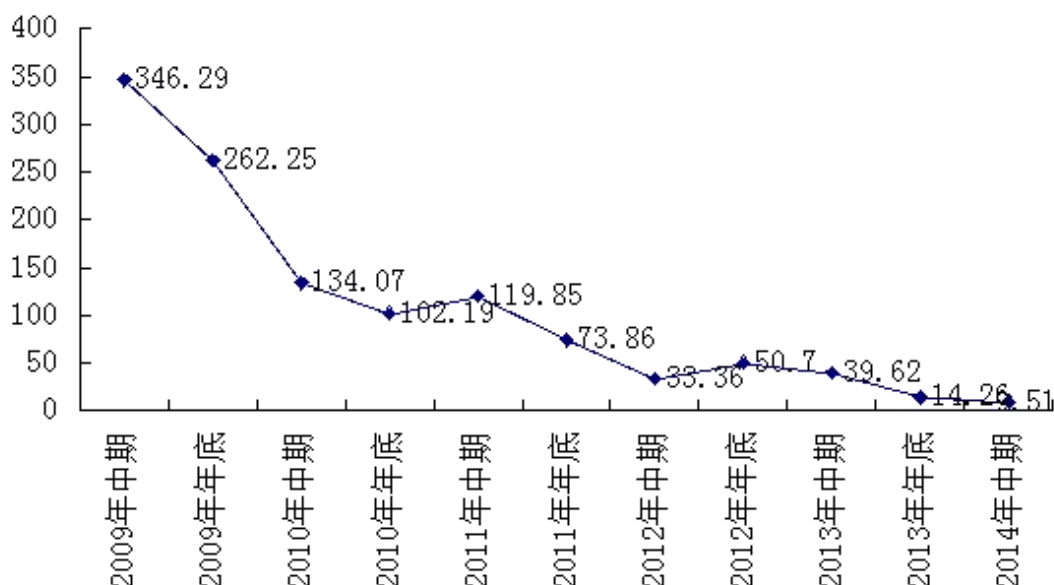
最近市场传闻汇金准备减持手中持有的四大国有银行股。这个消息对于刚刚恢复元气的 A 股市场而言，犹如晴天霹雳。很多投资者想到，好不容易反弹了两个月，银行股又要减持，意欲何为？

但是，如果能够把“减持”换成“混合制”来看待，其实问题就没有那么复杂。现在市场看好的混合制改革其实就是国有股减持的一种方式。难道不是？通过引入外资和民资，达到改善治理结构，建立公平效率的市场环境，也稀释了国有股权，降低国资的持股比例。现在四大国有银行虽然已悉数上市，现在四大国有银行的国有持股比例仍高达 60%—70%。降低国有股一股独大的局面，已成为混合制改革的题中之意。

当然，国有股减持也好，混合制改革也罢，均要视市场所处阶段来进行。当市场处于牛市高峰期的时候，由于绝大多数股票的价格高估，国有股减持容易导致市场暴跌，却不会留下国有资产流失的诟病；在熊市阶段，或牛市起步阶段，实施国有股减持则不会导致市场大跌，因为物美价廉的银行股和国有股早已勾起了多数资本的口味，谁都想来参与国有股混合制改革的饕餮大餐，但也会留下国有资产流失和贱卖的嫌疑。所以，在牛市初期减持国有股对市场影响不会是坏事，但社会层面和政治层面的影响却需要考虑。这也就是为什么市场如此追捧混合制改革的原因。其实，“国有企业混合制改革”与“国有股减持”很大程度上是一回事，只不过换了个说法。至于国有股减持的方式，到底是存量出售，还是增资扩股予以稀释，值得斟酌。后者容易被解读为补充资本金，为二级市场带来压力，应当谨慎行事。

目前国有股的估值普遍便宜，但国内的机构投资者并不买账。这从主动管理型基金持有四大国有银行的比例可见一斑。四大行作为超大盘蓝筹股的代表，过去几年不断被主动基金抛弃。统计数据显示，截至 2014 年年中，主动基金投资四大行股票的市值只有 9.51 亿元，创历史新低，不足 5 年前持有市值的 3%。

主动基金投四大行市值（亿元）



对比主动基金以往重仓四大行的情况，今年中期金额最少。2013 年中期和年底，主动基金分别重仓四大行 39.62 亿元和 14.26 亿元，2012 年中期和年底，主动基金分别重仓四大行 33.36 亿元和 50.7 亿元，2011 年的中期和年底，主动基金分别重仓四大行 119.85 亿元和 73.86 亿元。过去三年时间里，主动基金重仓四大行市值呈现快速下滑的趋势，除 2012 年下半年因银行股暴涨持有市值激增外，其他时间都是大幅下滑。

按照某基金经理的分析来看，基金之所以不喜欢四大行，主要原因在四大行盘子太大，股票不活跃，弹性也不足，即使基金经理阶段看好银行股，绝大多数的基金经理也会选择股份制银行，例如民生、招行、浦发、兴业等银行股。

不可否认，2010 年至 2013 年的过去几年时间里，笔者还比较反对投资银行股，因为不看好经济靠投资拉动的经济增长模式和银行业依靠贷款增长来支撑业绩增长的经营模式。但到了 2014 年这个时点，随着银行业惜贷和经济转型的开始，笔者的观点做了转向，站在当下的时点，基金等机构投资者的过去 4 年的选择或许需要做些调整了。继续看空做空银行股将会不合时宜，当下之际应该逐步增持并买入四大行，等待价值重估的机会。

一方面，随着银行资产和业绩的增长，银行股的估值越来越便宜，股息率越来越高，投资价值凸显。另一方面，国家对四大银行也做出了新的改变，银行混合制改革是股价上涨的催化剂。另外，由于国有信用担保的本质并没有因为国有股的减持和混合制改革而改变，就算经济出现硬着陆，房地产崩溃，最终四大国有银行都可能出现“太大而不能倒”。因此，四大国有银行反而可能成为未来利率市场化背景下的资本宠儿。

即使四大行的盘子看似比较大，但到了牛市的疯狂期，照样会有新增资金把他们推动创出历史新高。而且往往是基金们把大盘股炒起来，原因是基金的规模在牛市阶段会出现大幅增长，新募集的资金由于规模较大，不可能再配置流动性较差的小盘股。者就如同 2007 年，中石油可以推升到 48 元一样。历史总会重演，尽管不是简单的重复。



【行业配置策略】9月主推周期股的估值修复，看好蓝筹股长期投资价值，关注早周期和中周期的相关行业。长期看好上证50指数成份股、ETF，激进型投资者可逢低参与杠杆型B级份额，继续回避创业板及高估值板块。

强烈推荐：有色金属等大宗商品价格反弹

中国经济结构调整，大宗商品价格下行压力仍然较大。但新投资周期的启动，已带来大宗商品价格短期的企稳及大幅反弹，关注有色行业的阶段性进攻机会。黄金价格短期或将考验1200美元/盎司，按照巴菲特所言，即使跌到800美元也不会买。不过考虑到美元长期贬值的可能性，黄金仍然需要充当天然货币的角色。关注大宗商品B（150097）。

长期推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

基础设施投资仍是中国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，与高铁及城轨等投资项目仍将是未来5年中国各级政府主要投资的方向，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。在明后两年，宏观经济下行过程中，轨道交通行业或许能够因为国家投资拉动而超越经济周期。

推荐：交运行业估值便宜

受全球经济不景气影响，交通运输（航运、航空、钢铁）及港口仓储业估值明显低估，上述行业股票多数跌破1600点位置。建议关注相关细分子行业，把握机场、铁路、基础设施建设等相关行业长期投资的机会，等待经济复苏带来的系统性机会。船舶制造业已经出现回暖迹象。

推荐：工程机械板块已走出谷底

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%，目前估值低估。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。

推荐：大中型银行股的短期负面影响正在化解，银行股长期投资价值确定

银行业受房地产市场波动影响最大。资产状况仍可能存在较大不确定性，建议对银行股保持谨慎乐观。长期来看，银行股的低估值价值仍将凸显。正如我们一直强调的那样，最近银行股连续下行为长线资金提供了买入的机会。在存款保险制度出台之前，大型银行的每次急跌，都将被视作长期买入的机会。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，招商银行除外。最近保险公司对招商银行的大笔增持可以看作长线资金的偏好发生了转变。



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，加之人民币汇率贬值和国际资本流出，对房价造成一定影响。另货币政策趋近稳健，将减少新增货币对资产价格的冲击。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重启，关注具有兼并重组优势且有市场竞争力的房地产龙头。关注房地产 B（150018）。

推荐：保险，尤其是寿险公司

保险公司将会受益于利率上升带来的净资产增值红利。从保险公司的资产和负债久期对比而言，资产端的久期明显低于负债端久期。在利率上升的过程中，资产端下跌的损失明显小于负债端的损失，即净资产收益增加。而在利率市场化的情况下，贷款期限的延长，及“以旧换新”的出现，银行的资产久期会扩大；受货币市场基金及其他理财产品的影响，存款期限明显缩短，导致银行资产端久期明显缩小，这种久期的错配将增加银行的资产风险，导致净资产收益损失。所以，在利率上升窗口期，对保险和银行而言，存在明显的不同影响。

具体到保险行业的不同的公司来看，寿险公司的负债久期往往长于财险类公司，因此，寿险公司更为受益于利率的上升；同样是寿险公司，期缴类产品比例大的，现金流充足的公司更为受益于本轮升息周期的来临。而银保、趸交比例高的公司现金流压力大，并不能利用本次窗口期锁定高收益的固收类资产。

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。建议负债率低、现金流充裕的增持优质白酒公司，比如五粮液。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。关注植物蛋白饮品的投资机会。

推荐：钢铁、建材、电力、煤炭、石油石化等传统行业板块

受万亿新投资拉动，基础设施新增投资规模强力拉动基础设施建设板块新需求，钢铁、水泥建材、电力行业迎来难得的周期逆转机会。

石油价格上期上涨趋势不变，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。

长期推荐：券商股，创新业务值得期待

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的转型的。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。券商行业创新步伐进一步加快，个股期权及蓝筹股 T+0 交易对券商是利好，建议长线持有具有竞争力的大型券商股。



中性：耐用消费品缺少成长性，电子元器件走势分化

家电板块受房地产调控放松的预期影响下，出现估值修复。电子、消费行业估值较高，受苹果、三星目前的景气度较高的影响，短线走势较强，但存在阶段性回调风险，谨慎参与。

中性：创业板、TMT 及文化传媒行业

估值过高，创业板故事讲到人人皆知的地步。新股发行重启对创业板和中小板估值提升有正强化的过程，但估值与成长的不匹配使得投资者参与风险大增，因此，尽管短期创业板个股仍可能持续上扬，但其风险与收益明显不成正比。

【资产配置建议】维持权益类资产 8 成仓位

股票资产（80%）：

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 8 成；或配置指数型基金，推荐配置大盘指数基金 ETF（510050）、上证金融 ETF（510230）。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），本轮行情当中房地产行业涨幅位于有色、煤炭之后，居第三位。由于房地产受地产限购放松的利好刺激，强势反弹。当然，短期可能涨幅过高，存在回撤的风险，但房地产行业中线仍有反弹空间。

3、证券 B（150172），非银行金融位居近期涨幅前列，而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。一旦行情确立，未来券商股的机会一定会很大，建议中线把握住。

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，可转债的看涨期权的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（10%）：配置货币型基金及各类现金产品。

不动产及大宗资产（0%）：实物型资产已极大高估，减持黄金及投资型住宅等资产。



【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
601118.SH	海南橡胶	17.37	32,519.30	624,314.00	5.21	-1
603806.SH	福斯特	35.87	24,408.32	193,021.55	12.65	5
600018.SH	上港集团	9.96	24,207.71	148,519.76	16.30	1
600406.SH	国电南瑞	9.63	22,074.51	676,282.07	3.26	-4
000612.SZ	焦作万方	17.77	20,797.47	254,205.40	8.18	3
600037.SH	歌华有线	15.63	19,383.98	201,231.45	9.63	4
000997.SZ	新大陆	11.06	15,567.66	216,489.53	7.19	2
600839.SH	四川长虹	11.31	15,474.80	379,061.48	4.08	1
601668.SH	中国建筑	3.35	14,032.73	243,311.61	5.77	2
600415.SH	小商品城	12.41	11,634.72	140,375.79	8.29	2

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
600887.SH	伊利股份	-2.62	-97,234.60	685,263.65	-14.19	-9
600739.SH	辽宁成大	3.67	-57,350.41	432,233.47	-13.27	-4
601166.SH	兴业银行	-2.08	-50,426.29	544,920.83	-9.25	-5
000738.SZ	中航动控	-1.82	-49,018.44	346,581.35	-14.14	-7
600316.SH	洪都航空	7.66	-43,399.15	941,850.81	-4.61	-5
600048.SH	保利地产	-3.55	-43,127.68	316,643.81	-13.62	-5
600330.SH	天通股份	-8.78	-43,089.11	189,787.61	-22.70	-5
600435.SH	北方导航	-0.77	-40,006.23	450,413.34	-8.88	-1
000541.SZ	佛山照明	-2.54	-39,645.02	339,432.15	-11.68	-3
600030.SH	中信证券	-1.25	-36,473.19	918,111.37	-3.97	-4

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

