



第 216 期

11/10/2014

投资策略周报

【市场策略】券商股的成长空间巨大

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

“铁公基”为何获得了超额收益

——2014-11-3

调研笔记：一家游艇生产商的转型之路

——2014-10-27

A股蓝筹相比H股有更大安全边际

——2014-10-20

为何A股偏爱小盘股策略

——2014-10-13

四季度策略：谁能跑赢大盘

——2014-10-08

低价股策略仍有超额收益

——2014-9-29

从巴菲特三因子看牛市成因

——2014-9-22

汇金为何要减持四大行

——2014-9-16

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

最近券商股的暴动，既可以看作是周期股向成长股的成功转型，也可以说是中国经济转型及直接融资占比大幅提升背景下的行业发展需要，更可能是沪港通推出带来的催化剂，但直接的原因还是股市行情火爆及利润增速超预期带来的投资机会。

目前证券行业总资产规模仅相当于银行总资产 1.4%，市值超过 2000 亿元的公司仍没有出现。相比美国的情况是，2006 年美国 GDP 规模为 14 万亿美元，当时美国最大的投资银行摩根斯坦利 2006 年的市值超过 8000 亿水平。如果中国经济未来按照 7% 的增速增长，则 5 年后，也就是 2019 年，中国 GDP 也将从现在的 10 万亿美元增长到 14 万亿，相当于 2006 年美国的经济总量水平。届时中国最大的投资银行即使赶不上 2006 年摩根斯坦利的市值，也应该较现有的规模有较大成长空间。

以中信证券举例，按照 2014 年市场的一致预期的净利润为 78 亿元，如果未来 5 年按照 30% 的速度增长，5 年的净利润将接近 300 亿元，即使给予 20 倍的市盈率，则中信证券的市值也将达到 6000 亿元。现在中信证券的市值为 1500 亿元，未来 5 年有 4 倍的增长空间。

过去历史证明，每逢牛市阶段，券商股和券商影子股都将成为市场热捧的对象。比如 2005-2007 年的历史，当时除了中信证券大涨 10 倍以上之外，还有一大批券商影子股也被大幅追捧。包括雅戈尔、两面针、中山公用和辽宁成大等。

本轮的券商行业配置策略，也可以按照核心和卫星的策略来展开。核心组合是主流券商股，卫星组合则是那些控股和参股券商的影子股。

另外，也可以组成由证券 B（150172）、非银行 B（150178）等分级基金组成的进攻性组合，一样可以获得超额收益。短期来看，似乎这些券商股的价格不低，但从长期的布局而言，现在的上涨只属于“小荷才露尖尖角”，仍属于牛市初级阶段。

【行业配置】

非银行金融和采掘业虽然三季度未能跑赢大盘，但四季度跑赢大盘的可能性仍然存在。建议关注券商和煤炭行业的季节性机会。银行和保险由于市值较大，在牛市初期受资金规模的影响，难有的大的表现机会，但沪港开通之后大市值股票仍有表现机会。看好银行、保险等大市值蓝筹。

【资产配置】

股票（70%）：仓位 7 成，激进型投资者可关注杠杆基金 B 份额

债券、现金类（30%）：维持现金（货币基金）配置比例



【市场策略】券商股的成长空间巨大

最近券商股的暴动，既可以看作是周期股向成长股的成功转型，也可以说是中国经济转型及直接融资占比大幅提升背景下的行业发展需要，更可能是沪港通推出带来的催化剂，但直接的原因还是股市行情火爆及利润增速超预期带来的投资机会。

一、证券行业的成长空间仍然巨大。

1、从目前中国 GDP 的规模来看，在超过 60 万亿的 GDP 总量的对比下，证券行业总市值和总资产仍属于青少年级别。相比银行的规模而言，目前的证券行业规模明显偏小，市值及资产占 GDP 比重明显偏低。过去 10 年券商发展缓慢。2013 年末银行总资产规模达到 151.35 万亿，证券业总资产仅 2.08 万亿，信托业总资产规模 10.91 万亿。2004 年末银行总资产为 31.49 万亿元，证券业总资产为 0.57 万亿，信托业总资产 0.28 万亿元。10 年间，信托的总资产规模增长最快，2014 年总资产是 2004 年的约 39 倍，银行总资产增长了 4.8 倍，只有证券业增长最慢，仅有 3.65 倍。

2、在杠杆率和业绩增速方面，券商行业仍有非常大的空间。目前券商的平均杠杆倍数为 2.2 倍，预计普通券商的杠杆倍数可以达到 5 倍，优秀的券商可以达到 8-10 倍，从杠杆倍数对业绩的提升来看，即使未来券商净利率不提升，光靠杠杆倍数提升带来的 ROE 增长空间就是巨大的。当然，加杠杆也是有限度的。杠杆越高，对资产波动的承受力越弱。

3、按照监管层的预计，未来券商行业未来 5 年按照 20-30% 的速度增长，未来券商在金融行业的地位将得到根本性变化。

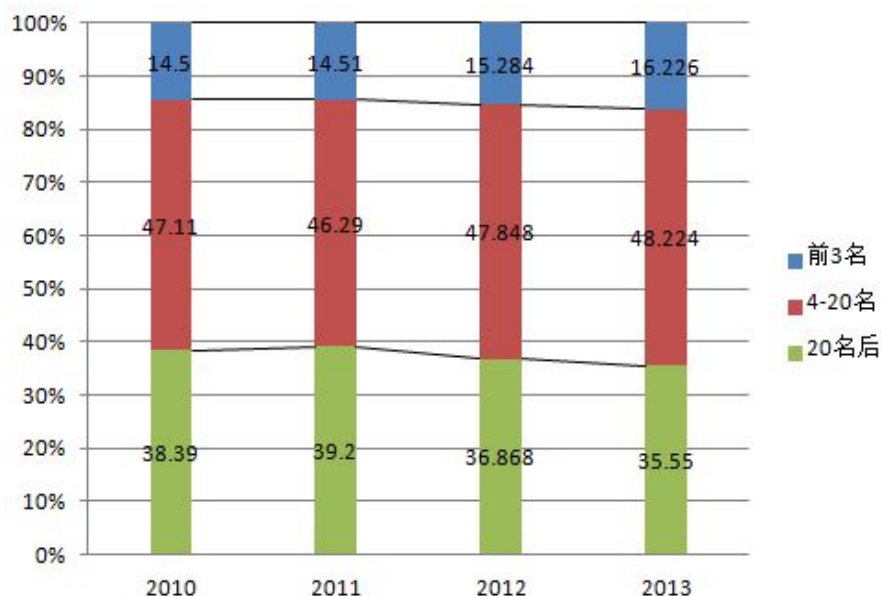
目前证券行业总资产规模仅相当于银行总资产 1.4%，市值超过 2000 亿元的公司仍没有出现。相比美国的情况是，2006 年美国 GDP 规模为 14 万亿美元，当时美国最大的投资银行摩根斯坦利 2006 年的市值超过 8000 亿水平。如果中国经济未来按照 7% 的增速增长，则 5 年后，也就是 2019 年，中国 GDP 也将从现在的 10 万亿美元增长到 14 万亿，相当于 2006 年美国 GDP 总量水平。届时中国最大的投资银行即使赶不上 2006 年摩根斯坦利的市值，也应该较现有的规模有较大成长空间。

以中信证券举例，按照 2014 年市场的一致预期的净利润为 78 亿元，如果未来 5 年按照 30% 的速度增长，5 年的净利润将接近 300 亿元，即使给予 20 倍的市盈率，则中信证券的市值也将达到 6000 亿元。现在中信证券的市值为 1500 亿元，未来 5 年有 4 倍的增长空间。

二、行业竞争格局来看，券商仍处于自由竞争阶段。在自由竞争阶段，市场集中度并没有明显的增加。在这种阶段，价格战成为市场各方主要使用的手段。这与 2000 年-2005 年的空调行业有点相似。当时空调行业发展非常快，但空调企业盈利并不明显增加。而券商行业受益于市场的回暖，尽管竞争激烈，但利润仍然增加明显。这表明，券商行业的毛利率和行业发展增速明显好于其他制造业。

从目前券商业态的发展势头分析，随着市场集中度的提升，最终证券业会过渡到垄断竞争和寡头垄断阶段，届时，价格战将自动终止，价格联盟或将自觉形成，券商的毛利率会得到更大的提升。香港的券商就已经过了自由竞争的阶段。

图：前 20 名市场份额超过 60%，趋向集中



三、从行业竞争优势和商业模式来看，一些券商的核心竞争力已经形成，市场谈判能力在提升。

从行业竞争优势来看，证券行业仍然是一个具有门槛和牌照特许经营权的行业。也就是说，新入行的企业并没有太多出现。尽管未来会放开单一业务的牌照限制，据《财经》的报道，未来新设全牌照的证券公司已经不可能，但不同主体可以申请单项牌照，而且门槛将会大大降低。未来专业证券公司将会不断涌现，这将促进券商类型的多样化。但综合类券商的牌照就仍属于稀缺资源。

因此，综合类券商和混业经营的金融企业仍是具有强大资源协同优势的企业。

从券商目前的业务模式来看，传统中介业务处于转型期，资本中介业务处于投入期。轻资本的通道业务带来的收入占比在逐步下降，而依靠资本中介和重资本业务在逐步上升。轻资本的传统中介业务是券商业务的基础，包括经纪、投行、资产管理和研究，而资本中介业务，占用资本金，主要以服务客户为目的，风险暴露低，如融资融券、做市商。

四、行业配置策略

过去历史证明，每逢牛市阶段，券商股和券商影子股都将成为市场热捧的对象。比如 2005-2007 年的历史。当时除了中信证券大涨 10 倍以上之外，还有一大批券商影子股也被大幅追捧。包括雅戈尔、两面针、中山公用和辽宁成大等。

本轮的券商行业配置策略，也可以按照核心和卫星的策略来展开。核心组合是主流的券商股，卫星组合则是那些控股和参股券商的影子股。

另外，也可以组成由证券 B（150172）、非银行 B（150178）等分级基金组成的进攻性组合，一样可以获得超额收益。短期来看，似乎这些券商股的价格不低，但从长期的布局而言，现在的上涨只属于“小荷才露尖尖角”，仍属于牛市初级阶段。

【行业配置策略】四季度看好蓝筹股长期投资价值，非银行金融和采掘业虽然三季度未能跑赢大盘，但四季度跑赢大盘的可能性仍然存在。建议关注券商和煤炭行业的季节性机会。银行和保险由于市值较大，在牛市初期受资金规模的影响，难有的大的表现机会，但沪港通开通之后大市值股票仍有表现机会。



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】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 8 成；或配置指数型基金，推荐配置大盘指数基金 ETF（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B(150178)及信诚中证金融金融B(150158)，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。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。信诚中证金融金融B(150158)适合于偏爱银行股的投资作者。过去三季度银行股涨幅较小，四季度看好银行股的反弹空间。

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(20%)：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
601377.SH	兴业证券	16.12	64,115.79	1,171,771.45	5.47	1
600588.SH	用友软件	13.57	35,824.96	400,617.24	8.94	2
600030.SH	中信证券	2.71	34,395.26	1,793,855.61	1.92	1
600048.SH	保利地产	0.87	29,135.78	431,147.51	6.76	2
600737.SH	中粮屯河	8.20	28,420.79	317,383.62	8.95	6
600340.SH	华夏幸福	9.80	27,121.09	216,464.56	12.53	5
601688.SH	华泰证券	8.79	23,657.96	806,056.48	2.94	1
000776.SZ	广发证券	7.31	23,602.16	658,003.31	3.59	1
600320.SH	振华重工	27.62	20,424.59	487,683.91	4.19	-1
600999.SH	招商证券	6.08	19,320.18	461,373.66	4.19	1

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	-5.88	-73,812.62	605,241.93	-12.20	-6
600490.SH	鹏欣资源	-21.25	-72,029.78	365,309.72	-19.72	-3



600150. SH	中国船舶	-6.68	-69,683.74	641,467.94	-10.86	-8
000592. SZ	平潭发展	-3.01	-64,943.05	607,764.35	-10.69	-4
601002. SH	晋亿实业	-6.50	-61,213.16	598,976.55	-10.22	-7
600153. SH	建发股份	-7.27	-54,722.54	369,367.93	-14.82	-7
601989. SH	中国重工	-1.76	-53,811.35	698,772.48	-7.70	-3
600015. SH	华夏银行	-2.16	-44,678.18	576,715.90	-7.75	-4
002008. SZ	大族激光	0.00	-41,177.46	386,021.33	-10.67	-4
002236. SZ	大华股份	-3.90	-39,609.59	230,677.47	-17.17	-8

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为或利益冲突情形，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

