



第 221 期

12/15/2014

投资策略周报

【市场策略】改革加鞭催奋蹄

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

——2015 年 A 股市场策略(摘要)

我们认为，2014 年的马牛蓝筹股是“无须扬鞭自奋蹄”，在 2015 年吉祥羊年来到之际，改革仍会加鞭催动牛市奋蹄疾飞。主要观点如下：

1、“两个不动摇”：在 2015 年我们仍然坚持“两个不动摇”，一是，年初提出来的蓝筹股的价值投资主线不动摇；二是，自 2014 年以来的蓝筹股收益 10 年 10 倍不动摇，有可能提前实现。

2、“巴菲特牛市三因子”：随着中国降息周期的开启，及简政放权等政策红利的释放，加之 A 股蓝筹股的价值低估，我们认为，巴菲特提倡的牛市三因子模型：低估值买入、降税与降息，驱动投资者收益上升的主要逻辑在 A 股亦可成立。

3、“2015 年预计 A 股涨幅大于港股”：由于香港联系汇率制受美国加息周期的影响较大，因此，处于降息周期的 A 股相比受利率上行影响的港股有更大的上涨空间；除了受货币政策影响以外，两地的投资者结构及投资理念也存在显著不同，A 股市场更加偏重于情绪化，整体而言，未来 A 股市场的涨幅仍可能大于港股。

4、“2015 年上证涨幅区间 3478 点至 6000 点”：对比 2009 年与 2014 年两轮 A 股上涨的驱动要素分析，我们认为 2014 年 7 月以来的 A 股行情是改革红利驱动的，属于长期、慢牛的行情。因此，本轮牛市第一上涨目标应超过 3478 点。同时，以目前 1 年期的定期存款利率来计算，如果未来上证 A 股年化回报落到 5% 以下，则意味着市盈率达到 20 倍以上，PB 为 3 倍，相比 2014 年年底的 12 倍 PE (TTM) 及 1.66 倍 PB 而言，明年指数翻倍的可能性很大。

5、“行业配置的三个阶段”：2015 年，第一阶段配置高财务杠杆的行业，金融有望继续跑赢大盘，建议关注银行、券商、保险的系统性机会。第二阶段，建议关注高经营性杠杆的行业，有色、煤炭、钢铁、电力及石油石化等重资产行业均存在系统性上涨机会。第三阶段，配置高估值杠杆的行业。

6、风险提示：短期也需要注意市场涨幅过大，且在监管层提示理性投资，抑制杠杆加大的风险的情况下，2015 年一季度可能出现指数权重休整，低估值的个股及板块轮动机会更大的特征。

详细分析请见即将发布的《改革加鞭催奋蹄——2015 年 A 股年度策略报告》

策略回顾：

沪市 6000 亿元并非见顶信号

——2014-12-8

2700 点何时出现衰竭缺口

——2014-12-1

降息对银行股影响偏正面

——2014-11-24

开启 A 股价值投资时代

——2014-11-17

券商股的成长空间巨大

——2014-11-10

“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



【市场策略】改革加鞭催奋蹄

——2015 年 A 股策略（核心观点）

尽管在 2014 年年末谈 A 股的牛市已经没有任何悬念，但在 2013 年年底谈“蓝筹崛起”却需要莫大的勇气。

回顾我们在 2013 年 12 月 25 日写的 2014 年策略报告，其中表达了以下几个观点：

- 1、尽管 2013 年美元升值周期已经开启，但对人民币资产影响不大；
- 2、在全面深化改革的推动下，中国制度性改革红利的释放将为经济持续增长带来长期驱动力；
- 3、2013 年证券化率仅 40%，离正常市场要求的 100% 的证券化率较低，随着市场直接融资能力恢复和多层次资本市场的建立，蓝筹股仍将占据市场主体地位；
- 4、A 股市场整体低估，即使经济按照 7% 增长，未来 10 年，光是估值和盈利的正常提升，蓝筹股就能有 10 倍的收益；
- 5、看好蓝筹股在 2014 年的战略性布局机会。

当前正处于 2014 年年末 A 股牛市的第一阶段，我们仍然坚持“两个不动摇”：一是，年初提出来的蓝筹股的价值成长股投资主线不动摇；二是，蓝筹股收益 10 年 10 倍不动摇。

我们认为，2014 年的马牛蓝筹股是“无须扬鞭自奋蹄”，在 2015 年吉祥羊年来到之际，改革仍会加鞭催动牛市奋蹄疾飞。核心观点：

1、“两个不动摇”：在 2014 年年末 A 股牛市正处于第一阶段向第二阶段的过度。我们仍然坚持“两个不动摇”，一是，年初提出来的蓝筹股的价值投资主线不动摇；二是，自 2014 年以来的蓝筹股收益 10 年 10 倍不动摇，有可能提前实现。

2、“巴菲特牛市三因子”：随着中国降息周期的开启，及简政放权等政策红利的释放，加之 A 股蓝筹股的价值低估，我们认为，巴菲特提倡的牛市三因子模型：低估值买入、降税与降息，驱动投资者收益上升的主要逻辑在 A 股亦可成立。

3、“政策底、市场底与经济底”：研究表明，政策底往往领先于市场底，而市场底又领先于经济底和业绩底。当前 A 股牛市的出现，短期借助于政策的发力，中期借助于资金的推动，长期仍借助业绩增长和经济周期的推动。

4、“2015 年预计 A 股涨幅大于港股”：由于香港联系汇率制受美国加息周期的影响较大，因此，处于降息周期的 A 股相比受利率上行影响的港股有更大的上涨空间；除了受货币政策影响以外，两地的投资者结构及投资理念也存在显著不同，A 股市场更加偏重于情绪化，在赚钱效应的带动下，市场要求的回报率会降低，投资者往往更愿意接受低风险溢价的补偿和更高的估值水平。整体而言，未来 A 股市场的涨幅仍可能大于港股。

5、“2015 年上证涨幅区间 3478 点至 6000 点”：对比 2009 年与 2014 年两轮 A 股上涨的驱动要素分析，我们认为 2014 年 7 月以来的 A 股行情是改革红利驱动的，属于长期、慢牛的行情。因此，本轮牛市第一上涨目标应超过 3478 点。同时，以目前 1 年期的定期存款利率来计算，如果未来上证 A 股年化回报落到 5% 以下，则意味着市盈率达到 20 倍以上，PB 为 3 倍，相比 2014 年年底的 12 倍 PE (TTM) 及 1.66 倍 PB 而言，明年指数翻倍的可能性很大。如果 2015 年市场乐观一点的话，未来超越 3478 点上至 6000 点亦有可能。

6、“沪市 6000 亿元并非天量”：从资产配置的角度来看，2015 年权益类资产仍处于超配位置。对于



2015 年的 A 股市场策略而言，我们仍然坚持“抓大放小”的原则。我们仍然强调 2014 年中期策略的观点，即未来沪指上万点可期；以 2014 年年底的 M2 水平推测，2015 年年初沪市单日成交额超过 8800 亿元，方可视为中高风险水平。

7、“行业配置的三个阶段”：2015 年，第一阶段配置高财务杠杆的行业，金融有望继续跑赢大盘，建议关注银行、券商、保险的系统性机会。第二阶段，建议关注高经营性杠杆的行业，有色、煤炭、钢铁、电力及石油石化等重资产行业均存在系统性上涨机会。第三阶段，配置高估值杠杆的行业。

8、风险提示：短期也需要注意市场涨幅过大，且在监管层提示理性投资，抑制杠杆加大的风险的情况下，2015 年一季度可能出现指数权重休整，低估值的个股及板块轮动机会更大的特征。

【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。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 7-8 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
600388.SH	龙净环保	21.28	64,503.16	620,472.53	10.40	1
603019.SH	中科曙光	3.96	56,365.69	636,970.00	8.85	-1
601390.SH	中国中铁	36.46	34,534.04	1,984,906.19	1.74	1



000402.SZ	金融街	13.93	31,247.33	688,525.96	4.54	5
000826.SZ	桑德环境	19.56	28,964.53	628,843.33	4.61	1
000559.SZ	万向钱潮	18.33	28,277.80	902,307.97	3.13	1
600804.SH	鹏博士	13.40	26,910.54	656,370.34	4.10	1
000002.SZ	万科A	2.01	25,136.46	1,686,467.48	1.49	-1
600526.SH	菲达环保	13.71	23,771.99	387,732.59	6.13	1
601186.SH	中国铁建	9.88	23,083.72	358,340.61	6.44	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
600030.SH	中信证券	9.88	-309,758.79	13,727,541.77	-2.26	-5
601901.SH	方正证券	-2.68	-235,779.84	4,073,566.79	-5.79	-6
601377.SH	兴业证券	-5.81	-202,169.49	4,029,167.81	-5.02	-6
601318.SH	中国平安	-3.48	-199,518.09	7,967,341.10	-2.50	-4
600109.SH	国金证券	-13.37	-196,072.18	3,181,876.73	-6.16	-6
601099.SH	太平洋	0.47	-171,902.32	2,715,371.92	-6.33	-6
601688.SH	华泰证券	-13.75	-155,349.63	5,828,396.48	-2.67	-2
600028.SH	中国石化	-12.20	-143,550.92	2,297,713.48	-6.25	-6
601788.SH	光大证券	-8.97	-122,147.71	3,150,841.75	-3.88	-2
601988.SH	中国银行	-9.49	-117,738.57	2,581,984.37	-4.56	-10

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

