



第 225 期

1/12/2015

投资策略周报

【市场策略】3400 点需要空仓吗

上证综指进入 3400 点附近压力区，波动加大，应采取何种策略？

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

2015 年的 6 种战术

——2014-1-5

A 股动态套利的三种方法

——2014-12-29

在黑天鹅事件中的逆向投资机会

——2014-12-22

2015 年策略改革加鞭催奋蹄

——2014-12-15

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

1、如何面对衰竭跳空缺口出现

进入 2015 年第一交易日，上证指数即以跳空高开，全天涨幅 3.58%，或许预示着 2015 年开年大吉。但不可避免的情况是，上证指数在 2015 年第一交易日形成的是第四个跳空缺口（俗称衰竭缺口）。按照我们在 2014 年 11 月 29 日所阐述的观点来看，在 3000 点之下，市场已经出现了三个缺口。面对 3000 点之上的缺口，我们的判断是，上证指数可能会回补本次缺口（3234.68 点），但不改变行情继续向上的方向。

2、牛市重周期，熊市重防御

从行业配置的角度来看，我们在牛市阶段仍然应该重配周期性行业。历史的数据统计表明，在 A 股，牛市阶段周期股远远跑赢防御性板块，熊市阶段，类似医药、信息板块往往大幅跑赢周期性行业。

数据表明，2005 年中到 2014 年底各行业板块指数全部以 6124 点（2007 年 10 月）为基准（100）重新指数化。基准之后阶段的最佳和最差板块大多分别是之前阶段的最差和最佳。证券、房地产、银行在 2005 年至 2007 年的那一轮牛市表现最为出色，而到了 2007 年 10 月以后的熊市阶段，则以医药和信息技术表现最为优异。以 6124 为界的两侧呈现了从重到轻、从偏周期到偏防御的两极交换。2014 年 4 季度的情况有些变化。

3、为何现在看好资源股？

现在市场人人个个都知道原油、煤炭价格大跌，为何我们仍然大力推荐石油石化股和煤炭股。不好意思，我又准备探讨一下“投资的第二层思维”，即市场看到的风险不是真的风险，市场看到的风险已经反映到了资源股的股价上，未来即使资源价格继续下跌，其跌幅也难超市场预期；市场看不到的风险或者市场预期已经基本兑现的收益才是高风险。

上证指数在 5 日跳空高开的缺口可能要回补情况下，在 3394 点的位置正好面临 3400 点的压力的时候。主观上看，在这个位置多震荡有利于行情持续向上，请多方的朋友们系好安全带，带上降落伞，我们将上升途中遭遇空方的猛烈炮火。当然，相比每一轮牛市金融股涨幅 5 倍以上的历史经验，本轮行情金融股可能仅仅实现了第一阶段的涨幅。我们相信，好戏在后头。



【市场策略】3400 点需要空仓吗

牛市的路径有很多种，但对价值信念坚定的人而言，策略也可以只有一种，那就是买入并持有策略。巴菲特所处的 1980 年代初，由于通胀超过 15%，里根采取了直接提高利率到 14% 从而使得高通胀得到控制的策略，加之放松及减少对市场的管制，推行全面降税等改革措施，这些最终导致美股道琼斯指数从不足 1981 年的 850 点涨到了 1999 年的过 1 万点。所以，我们一直强调美国股市靠改革推动股市涨了 10 倍，中国这一轮新的改革也会推动股市至少涨 5 倍。

但市场的波动却会实实在在影响多数投资者的判断，而坚守价值投资则需要理性看待市场的波动。

1、如何面对衰竭跳空缺口出现

进入 2015 年第一交易日，上证指数即以跳空高开，全天涨幅 3.58%，或许预示着 2015 年开年大吉。但不可避免的情况是，上证指数在 2015 年第一交易日形成的是第四个跳空缺口（俗称衰竭缺口）。按照我们在 2014 年 11 月 29 日所阐述的观点来看，在 3000 点之下，市场已经出现了三个缺口。2100 点的行情启动留下了三个缺口，最开始的缺口属于正常的缺口，第二个缺口属于突破 2500 点留下的缺口，第三个缺口属于行情快速上攻留下的持续缺口；那么，我们当时的疑问是，何时会出现衰竭缺口？是在 3000 点之下，还是 3000 点之上？

我们当时的判断是，有两种可能，一是在 3000 点之下，则市场可能在 12 月份即走出调整行情，因为目前日周月各级别的技术指标都在超买阶段，但调整幅度较小，时间长度不超过 1 个月；二是，直接突破 3000 点之后，再选择回调，则幅度较大，调整时间长度较长。

无论未来市场选择何种方式来休整，我认为，在 4000 点之下，A 股仍然有买入并持有的投资价值。目前的上证 A 股市盈率估值在 11 倍左右，市净率 1.5 倍，从周线和月线角度来看，目前仍属于牛市阶段。未来的空间仍然非常广阔。

所以，在 3300 点的调整不排除考验 3000 点位置的支撑。但这只是属于牛市的回档休息，不属于趋势性的改变。未来牛市的主升浪仍有可能出现。

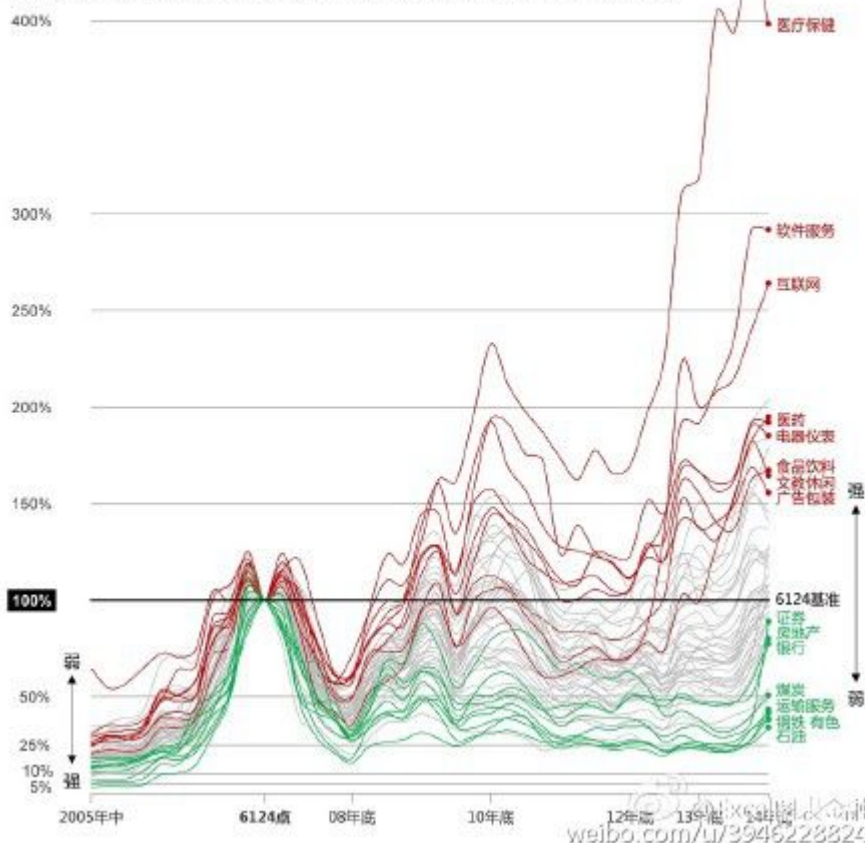
2、牛市重周期，熊市重防御

从行业配置的角度来看，我们在牛市阶段仍然应该重配周期性行业。历史的数据统计表明，在 A 股，牛市阶段周期股远远跑赢防御性板块，熊市阶段，类似医药、信息板块往往大幅跑赢周期性行业。

数据表明，2005 年中到 2014 年底各行业板块指数全部以 6124 点（2007 年 10 月）为基准（100）重新指数化。基准之后阶段的最佳和最差板块大多分别是之前阶段的最差和最佳。证券、房地产、银行在 2005 年至 2007 年的那一轮牛市表现最为出色，而到了 2007 年 10 月以后的熊市阶段，则以医药和信息技术表现最为优异。以 6124 为界的两侧呈现了从重到轻、从偏周期到偏防御的两极交换。2014 年 4 季度的情况有些变化。

6124点：之前和之后

所有行业板块指数均以6124点为固定基准进行转换，6124点用2007年10月收盘代表。
强弱标识反映的是6124之前（05年6月-07年10月）和之后（07年10月-14年底）两阶段的整体表现，由于固定基准分别是两个阶段的终点和起点，因此图中所示强弱在6124两侧方向相反。



数据来源：Excel 图表金融

3、为何现在看好资源股？而短期不看好券商

现在市场人人个个都知道原油、煤炭价格大跌，为何我们仍然大力推荐石油石化股和煤炭股。不好意思，我又准备探讨一下“投资的第二层思维”，即市场看到的风险不是真的风险，市场看到的风险已经反映到了资源股的股价上，未来即使资源价格继续下跌，其跌幅也难超市场预期；市场看不到的风险或者市场预期已经基本兑现的收益才是高风险。

比如券商短期就可能遭遇下跌风险，因为好消息已经基本通过过去一个季度股价大幅上涨兑现其未来一年的收益增长。更何况，现在券商行业还处于充分竞争的状态，以网上佣金打折为甚，对多数以通道收入为主的传统券商而言，即使两融收入和贡献度大幅提升，由于通道佣金收入占比仍高达 30-40%，其收入贡献的大大下降，仍会影响多数券商的整体收入增长。当然，从牛市的长期发展看，券商股仍没有到顶。毕竟，投资收益和两融利息收入贡献也高达 30-40%，因此，只要牛市能够持续，随着业务收入结构的逐渐合理，券商整体业绩增幅还是能够保持的。

最后，估值是否便宜，及股价绝对价格是否合理？也是投资者需要考虑的要素。资源股的股价低估也是投资者可以享有的安全边际。

上证指数在 5 日跳空高开的缺口可能要回补情况下，在 3394 点的位置正好面临 3400 点的压力的时候。主观上看，在这个位置多震荡有利于行情持续向上，请多方的朋友们系好安全带，带上降落伞，我们将上升途中遭遇空方的猛烈炮火。当然，相比每一轮牛市金融股涨幅 5 倍以上的历史经验，本轮行情金融股可能仅仅实现了第一阶段的涨幅。我们相信，好戏在后头。



【行业配置策略】牛市的三个阶段的行业配置策略

2015 年，我们继续看好蓝筹股长期投资价值，金融和采掘业有望继续跑赢大盘，建议关注银行、券商、保险和有色、煤炭行业的系统性机会。与此同时，可以关注其他低估值蓝筹股的补涨机会。诸如钢铁、电力及石油石化能源行业均存在系统性的上涨机会。

根据目前的经济形势和货币政策导向来看，市场仍处于牛市的第一阶段。

1、第一阶段，熊市见底时，经济仍然低迷，但货币政策宽松，利率不断降低，常常是财务杠杆高的企业先见底；财务杠杆高的企业，主要是金融、地产；

我们认为金融股在 2015 年仍有机会跑赢大盘。以银行、保险、券商及地产为龙头的蓝筹股在第一阶段仍将获得超额收益；同时，金融行业分级 B 也是不错选择。

推荐：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，银行股的估值修复机会空间很大。低估值银行股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。建议关注：工商银行、招商银行。

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，加之美元升值和国际资本流出，对房价造成一定影响。另货币政策趋于中性稳健，从货币新增到存量挖潜，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，行业分化加剧，应关注具有兼并重组优势且有市场竞争力的房地产龙头。

推荐：保险，尤其是寿险公司

保险公司利润模式呈双轮驱动，保费收入与投资收益成为推动公司业绩上涨的动力，保费收入的赚钱效应应能够抵挡一部分投资收益下滑带来的对净资产的影响。其风险是由于高权益类资产占比的特性，当市场出现深幅调整时，保费收入的赚钱效应无法体现。当股债双牛的市场特征出现之后，保险投资收益将大幅增长，戴维斯双击的特征明显。建议关注中国平安、中国人寿。

长期推荐：券商股

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转型的。券商行业传统业务面临交易量的爆发式增长，创新步伐进一步加快，发行注册制、个股期权及蓝筹股 T+0 交易对券商业务增长均是利好。

预计 2015 年两市日均成交额 8000 亿元将是常态，券商利润增速将呈现非线性飙升特征，整体业绩增幅可以达到 3 倍-5 倍。以中信证券为例，2005 年-2008 年公司的净利润分别是 4 亿元、24.3 亿元、123.8 亿元和 73 亿元，2006 年利润增速是 5 倍，2007 年增速是 4 倍，两年净利润增长约 30 倍。股价从 2005 年的 4.17 元至 2007 年的 117.89 元，最大升幅为 37 倍。

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。建议长线持有具有竞争力的大型券商



股，如中信证券、华泰证券。

2、第二阶段，经济复苏阶段，利率稳定在低位，运营杠杆高的行业领涨，重资产类型的企业表现较好，企业销售收入的小幅提升，能够带来利润的大幅提升。

预计明年中期开始，经济复苏力度更为强劲，届时可以重点配置高经营杠杆的行业。包括有色、煤炭、电力、钢铁、石油石化、工程机械、高端装备、交通运输、公用事业等行业。

推荐：有色金属等大宗商品

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 1100 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。

长期推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

在中国版马歇尔计划及全球高铁网建设的需求推动下，全球基础设施投资仍是中国及全球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，高铁及城轨等投资项目仍将是未来 5 年中国及各国主要投资的方向，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。在最近两年经济增速放缓过程中，轨道交通行业因为国家投资拉动而能够超越经济下行周期。推荐：中国南车。

推荐：钢铁、建材、电力、煤炭、石油石化等传统行业板块

受“一带一路”的刺激，新增基础设施投资将强力拉动基础设施建设相关板块需求，钢铁、水泥建材、电力行业迎来难得的周期逆转机会。

石油价格长期上涨趋势不变，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，推荐：中国石化。

推荐：交运行业

受全球经济不景气影响，交通运输（航运、航空、高速公路）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、高速公路、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

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%，目前价值低估。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。

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。建议增持负债率低、现金流充裕的优质白酒公司，比如五粮液、泸州老窖。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。

3、第三阶段，经济繁荣，利润快速增长，但股票价格涨幅更大，估值扩张替代基本面改善成为推动股价上涨的主动力，此时估值杠杆高，有想象空间的股票往往能够领涨。



小市值企业在牛市最尾声又重新获得了市场的关注，蓝筹股进入了剩宴阶段。

【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）、证保 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
600104.SH	上汽集团	10.57	57,194.86	1,134,152.71	5.04	1
000625.SZ	长安汽车	14.73	43,312.59	673,402.77	6.43	-1
002236.SZ	大华股份	14.81	43,215.87	474,225.56	9.11	6
601800.SH	中国交建	1.94	42,568.66	1,536,219.72	2.77	1
300059.SZ	东方财富	25.18	39,128.00	968,244.23	4.04	5
000651.SZ	格力电器	10.45	37,166.08	1,290,080.24	2.88	-1



300104.SZ	乐视网	22.01	36,129.79	521,767.96	6.92	2
601111.SH	中国国航	11.99	33,977.84	744,689.83	4.56	-2
600037.SH	歌华有线	13.11	33,160.20	268,815.64	12.34	4
601688.SH	华泰证券	1.96	32,689.47	4,058,466.39	0.81	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	3.13	-260,613.68	12,317,141.84	-2.12	-6
601688.SH	中国建筑	-8.65	-197,880.91	3,361,037.68	-5.89	-5
600016.SH	民生银行	-5.60	-197,831.51	3,816,616.70	-5.18	1
600886.SH	国投电力	-0.09	-144,386.04	1,831,289.68	-7.88	-5
601390.SH	中国中铁	-7.20	-133,122.77	1,903,325.39	-6.99	-9
601988.SH	中国银行	7.71	-129,618.50	4,419,514.84	-2.93	1
601555.SH	东吴证券	-9.10	-120,492.43	1,316,682.71	-9.15	-5
601186.SH	中国铁建	-3.67	-114,560.11	2,583,668.78	-4.43	1
601318.SH	中国平安	-2.50	-113,681.43	8,480,462.91	-1.34	1
601989.SH	中国重工	-3.80	-111,524.73	2,936,104.52	-3.80	-3

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

