



第 226 期

1/19/2015

投资策略周报

【市场策略】牛市需要忽略市场波动

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

3400 点需要空仓吗

——2015-1-12

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

记得巴菲特曾经说过，投资股票需要学习两门课程，一门叫做“企业估值”，另一门就是“如何看待市场波动”。投资者要保证获得长期的投资收益，最终的问题都是要解决这两个问题。企业估值的问题其实相对简单。有经验的分析表明，对长期投资成功的人而言，估值的方法是否正确对成功的投资的贡献占比仅为 20%，更多的贡献来自于后者，即“如何对待市场波动”的问题，这个占比 80%。

多数客户之所以没有在牛市获得超额收益，甚至没有获得指数的涨幅，关键在于没有处理好“如何对待市场波动”这一问题。所以，格雷厄姆在《聪明的投资者》中说过，市场先生在与投资者讨价还价的过程中，投资者只需要在两个极端情况下，与市场先生做生意，其他时间都无须关注市场先生的报价。这两个极端的情况是指，公司股价大幅低估的时候，和股价大幅高估的时候。

目前来看，A 股市场仍处于估值低估的状态，我们用两个指标就可以支持这个结论。

1、从证券化率而言，截至 2015 年 1 月 15 日，按照证监会的计算标准来看，A 股总市值为 38.7 万亿，以 2014 年预计的 GDP 规模 63 万亿来计算，目前证券化率为 62%；若以 wind 的统计数据来计算，A 股总市值 44 万亿，对应的证券化率为 70%。而 70% 的证券化率仅属于 2013 年的国际市场的平均水平。相比美国的 137% 的证券化率，A 股仍然有上涨空间。更重要的是，目前直接融资占社会融资总量的比重仍然太低，仍不能有效对冲和化解银行信贷融资过大的风险。所以，未来几年，A 股或中国直接融资的作用仍需要进一步的发扬光大，对应的市场市值仍将进一步扩张。

2、目前上证 50 的自由流通市值不过 3.5 万亿，对应的居民储蓄存款是 20 万亿。如果居民财富的资产配置比例将 2014 年年初的股票占比仅为 3% 的比重上升至 10% 以上，则有更多的储蓄存款将会流入股票市场，尤其是投资蓝筹股的资金会更大。

在上证 50 目前 11 倍市盈率，1.7 倍的市净率最多属于估值中枢的下端位置，仍无须恐高。

当然，在这个时点上，如果能够获得比 A 股蓝筹更便宜的价格，那只有 H 股。这在沪港通和跨境 ETF 之下都可以获得套利机会。2014 年 4 月份前，我们看到了 A 股相比 H 股大打折扣的现象，所以，抄底 A 股蓝筹。现在到了 2015 年 1 月份，我们看到了 H 股相比 A 股打了七折。越来越多的人已经看到了 H 股的物美价廉的机会，无需借助港股通就可以享受这份“市场先生”的慷慨，更何况跨境 ETF 和 LOF 都能 T+0，投资者已经可以从容享受这份 A/H 股溢价套利机会。建议以投资的心态看待 150176 银华 H 股 B，以及 510900 易方达 H 股 ETF。



【市场策略】牛市需要忽略市场波动

记得巴菲特曾经说过，投资股票需要学习两门课程，一门叫做“企业估值”，另一门就是“如何看待市场波动”。投资者要保证获得长期的投资收益，最终的问题都是要解决这两个问题。企业估值的问题其实相对简单。有经验的分析表明，对长期投资成功的人而言，估值的方法是否正确对成功的投资的贡献占比仅为20%，更多的贡献来自于后者，即“如何对待市场波动”的问题，这个占比80%。

而企业估值的学问其实是常识。优秀的投资者，分析一家公司是否高估，更多的依赖于常识，比如企业的市盈率和市净率，这就像判断一个女生是否长得漂亮一样，根本用不着计算器和标尺，更不用精确到小数点之后的两位，只需要依靠常识就可以做出结论。

多数客户之所以没有在牛市获得超额收益，甚至没有获得指数的涨幅，关键在于没有处理好“如何对待市场波动”这一问题。所以，格雷厄姆在《聪明的投资者》中说过，市场先生在与投资者讨价还价的过程中，投资者只需要在两个极端情况下，与市场先生做生意，其他时间都无须关注市场先生的报价。这两个极端的情况是指，公司股价大幅低估的时候，和股价大幅高估的时候。

目前来看，A股市场仍处于估值低估的状态，我们用两个指标就可以支持这个结论。

1、从证券化率而言，截至2015年1月15日，按照证监会的计算标准来看，A股总市值为38.7万亿，以2014年预计的GDP规模63万亿来计算，目前证券化率为62%；若以wind的统计数据来计算，A股总市值44万亿，对应的证券化率为70%。而70%的证券化率仅属于2013年的国际市场的平均水平。相比美国的137%的证券化率，A股仍然有上涨空间。更重要的是，目前直接融资占社会融资总量的比重仍然太低，仍不能有效对冲和化解银行信贷融资过大的风险。所以，未来几年，A股或中国直接融资的作用仍需要进一步的发扬光大，对应的市场市值仍将进一步扩张。

2、目前上证50的自由流通市值不过3.5万亿，对应的居民储蓄存款是20万亿。如果居民财富的资产配置比例将2014年年初的股票占比仅为3%的比重上升至10%以上，则有更多的储蓄存款将会流入股票市场，尤其是投资蓝筹股的资金会更大。这既来自于财富效应的放大，也来自于市场效率的提升。牛市投资指数基金的收益，远大于市场投资者的平均收益。未来中国经济的增长，将随着改革红利的不断释放，企业经营和创新活力的不断提升和增强，将会导致市场分化加大，竞争激烈过后，市场集中度会增强。以行业龙头和具备垄断优势的蓝筹股企业将获得更大的市值增长，以这些企业为成份股指数会更好的体现经济的效率和结果。而小市值的成长股，由于竞争激烈，将可能更多的小企业存活率降低，投资风险更大。所以，投资者投资低估值的蓝筹股指数基金的风险远小于投资所谓高估值成长股的风险，前者的综合收益也会远大于成长股的收益。

所以，在上证50目前11倍市盈率，1.7倍的市净率最多属于估值中枢的下端位置，仍无须恐高。

而对于资源股而言，由于石油、铜、煤炭的大幅下跌，其实物资产已经基本低估的状态，对相关上市公司而言，股价也基本体现了市场预期到的相关资产大幅下跌的风险。所以，现在这些公司的股价基本上都属于低估的状态。有人会担忧，如果大宗商品价格的进一步下跌，会不会导致相关上市公司业绩下滑和股价下跌，我个人的看法是，股价基本上反映了市场预期到的风险，而未来商品价格即使进一步下跌，也应该是使得相关上市公司股价更加安全。因此，跌下来实际上是跌出了机会。就像去年券商股和银行股一样，在低估的状态下，股价遇到了利空消息之后，跌出来的都是机会。按照“价格优先”的原则来看，早则资车，水则资舟。能够着眼于长期投资来布局，将可以获得更好的投资安全边际。如果现在去买券商和银行，就不如去年7月份投资券商和银行。价格越跌，股价越便宜，安全边际越大。当然，选时也很重要。我们并不是现在就全仓买入资源股，但资源股提供的机会是越跌越买，仓位不低于30%。

随着金融股的进一步上涨，最终都会带来相关蓝筹股公司的估值提升。石油石化和煤炭股等资源股的价



格也会进一步提升。股市的繁荣最终会带来消费的繁荣，下游的需求将会拉动上游资源品价格的上涨，最终还是会推升资源类上市公司的企业盈利。这就是市场底先于经济底见底，而经济底又会先于资源类企业业绩底的原因。

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。

当然，在这个时点上，如果能够获得比 A 股蓝筹更便宜的价格，那只有 H 股。这在沪港通和跨境 ETF 之下都可以获得套利机会。2014 年 4 月份前，我们看到了 A 股相比 H 股大打折扣的现象，所以，我们抄底 A 股蓝筹。现在到了 2015 年 1 月份，我们看到了 H 股相比 A 股打了七折。越来越多的人已经看到了 H 股的物美价廉的机会，无需借助港股通就可以享受这份“市场先生”的慷慨，更何况跨境 ETF 和 LOF 都能 T+0，投资者已经可以从容享受这份 A/H 股溢价套利机会。建议以投资的心态看待 150176 银华 H 股 B，以及 510900 易方达 H 股 ETF。

【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将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
002736.SZ	国信证券	44.65	70,270.72	3,301,789.11	2.13	-1
601328.SH	交通银行	10.92	40,349.48	1,345,408.38	3.00	3
600366.SH	宁波韵升	13.25	36,972.48	238,168.39	15.52	6
600588.SH	用友软件	35.30	36,338.50	616,075.96	5.90	2
300104.SZ	乐视网	23.62	32,596.68	538,873.72	6.05	2
601988.SH	中国银行	11.41	30,318.41	3,451,089.31	0.88	-1
600718.SH	东软集团	12.78	28,663.05	625,033.61	4.59	1
600703.SH	三安光电	12.44	27,618.84	871,065.87	3.17	1
000651.SZ	格力电器	4.59	25,585.47	682,131.99	3.75	-1
002065.SZ	东华软件	18.60	24,288.63	570,022.71	4.26	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	-5.86	-754,211.60	10,188,883.58	-7.40	-11
600837.SH	海通证券	-1.92	-153,727.24	3,449,806.84	-4.46	-1
601800.SH	中国交建	-6.78	-95,632.89	995,045.09	-9.61	-1
601727.SH	上海电气	1.49	-85,308.47	1,042,285.29	-8.18	-7
601099.SH	太平洋	-3.69	-80,259.88	696,904.34	-11.52	-7
601377.SH	兴业证券	-2.30	-76,556.29	956,310.48	-8.01	-1
600016.SH	民生银行	0.10	-69,515.63	2,236,905.59	-3.11	-1
601390.SH	中国中铁	-1.27	-69,281.78	1,149,125.03	-6.03	-1
000783.SZ	长江证券	-2.77	-68,333.01	1,068,628.95	-6.39	-1
601788.SH	光大证券	1.58	-65,994.42	1,402,039.57	-4.71	-7

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

