



第 231 期

3/2/2015

投资策略周报

【市场策略】降息周期与创业板估值之谜

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

迎接春节红包行情

——2015-2-16

继续战略性布局资源品

——2015-2-9

人民币适度贬值不损害牛市根基

——2015-2-2

资源品面临战略性布局机会

——2015-1-26

牛市需要忽略市场波动

——2015-1-19

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

1、央行决定自 2015 年 3 月 1 日起对称降息 0.25 个百分点。这是央行继 2014 年 11 月降息后半年内第二次降息。央行同时将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。

华林的解读：

【1】低估值、降息与减税是牛市的三大引擎，A 股将像 1980 年代的美股一样大爆发。

【2】1980 年代里根政府的改革与本次中国改革存在 3 大共同点：简政放权、减税与控制通胀。

【3】本次央行在 2 月降准之后接连降息，说明通缩压力加大，未来降息和降准空间大。这对股市当然是利好！

【4】目前处于牛市的第一阶段，短期上证综指指数挑战 3400 点概率大，继续看好金融地产板块。适当配置金融 B，地产 B。

2、春节后创业板大涨突破 1900 点，有人开始问创业板还能涨多少？市场各种预测都开始了，有点说要涨到 2500 点，有人说，创业板在 2015 年继续大牛。

我们对创业板的观点是：

存在即是合理。其实创业板能涨起来并不是奇迹，他的上涨更符合当前 A 股市场的主流投资风格和市场结构。尽管创业板整体估值已经高达 70 倍市盈率，7 倍市净率，但或许可以认为，在注册制没有正式推出来之前，小盘股只有供求的风险，没有估值的风险。而对于 A 股这个以中小投资者为主导的市场而言，在小盘股供求没有失衡之前，高估值并不是真风险；注册制正式推出之后，随着新股大批量开闸发行，尤其是小盘股大批量的供应将会改变目前存量供给有限的供求状况，而这种供求失衡的彻底转变才会导致小盘股的估值风险释放出来。

理性有可能迟到，但从来不会缺席。那些擅于投机炒作的投资者会因为创业板短期的大涨而异常开心，但如果不能够及时锁定胜利果实，冷静、果断撤退的话，最终也将会被这场估值泡沫所淹没。

相比之下，大盘蓝筹股的估值还具有相当大的安全边际。如果说未来创业板指数真的要涨到 2500 点，那么，创业板指数还会有 30% 的涨幅空间，但往下跌的空间也许是 50%；而对以蓝筹股为主的上证指数而言，往上还有 100% 的空间，看到 6000 点；但往下也许最多有 10% 的回撤空间。这样的分析或许有一些不够精确，但蓝筹股估值上已经提供了足够有吸引力的收益风险比。



【市场策略】降息周期与创业板估值之谜

1、创业板还能涨多久？

春节前夕创业板大涨至 1900 点，有人开始问创业板还能涨多少？市场各种预测都开始了，有点说要涨到 2500 点，有人说，创业板是 2015 年的大牛。

前述 2500 点判断逻辑主要来自于历史的对比。有人拿出上证 A 股历史市场上的一段与现在的创业板指数做对比。在 1996 年 1 月 19 日至 2001 年 6 月 14 日期间，上证指数从最低点 512 点最高涨至 2245 点，期间 1304 个交易日，涨幅 325.48%。而创业板至 2012 年 12 月 4 日最低跌至 585.44 点之后，随后一路上涨至 2015 年 2 月 16 日收盘 1896.63 点，涨幅近 220%；未来即使泡沫继续放大，按照累计涨幅 325.48%来预判，创业板从 585.44 若涨 325.48%，最高涨至 2484 点左右，从现在 1900 点位置来看，预计创业板那指数仍有 30% 的上涨空间，即 2500 点左右。

存在即是合理。其实创业板能涨起来并不是奇迹，他的上涨更符合当前 A 股市场的主流投资风格和市场结构。尽管创业板整体估值已经高达 70 倍市盈率，7 倍市净率，但或许可以认为，在注册制没有正式推出来之前，小盘股只有供求的风险，没有估值的风险。而对于 A 股这个以中小投资者为主导的市场而言，在小盘股供求没有失衡之前，高估值并不是真风险；注册制正式推出之后，随着新股大批量开闸发行，尤其是小盘股大批量的供应将会改变目前存量供给有限的供求状况，而这种供求失衡的彻底转变才会导致小盘股的估值风险释放出来。而那时，市场资金又开始朝着蓝筹股蜂拥而至，市场风格才会重新转变。谁都喜欢两头都踏准，大小通吃；他们想象自己，无论是蓝筹还是小盘股，只要能踏准风格轮换的节奏，就能分别享受大、小盘股的主升浪收益，但事实可能并非想象的那么简单。

那些在 A 股市场不看估值、只看盘子大小和题材的投资者，在新股发行注册制推出来之后，将不可避免遭遇一场投资理念的革命。

从新兴市场的股市发展史来看，过去中国台湾地区、韩国及马来西亚等国的历史表明，一些习惯于炒作小盘股的投资风格，由于市场的对外开放及国外成熟投资者的介入，其市场风格最终都得到了转变。即由过度炒作小盘股变成了投资价值低估的蓝筹股。

随着沪港通顺畅运行及深港通的渐行渐近，现在的 A 股市场已经在逐步向全球资本开放，这种过去和现在热衷炒作小市值、高送转的投机市场也会逐步改变其投资理念和风格，最终回到价值投资的逻辑上来。但其间投资者们肯定需要付出惨痛的教训和代价。市场从来都不会主动的改变其固有的风格，除非交了一笔巨大的学费。

理性有可能迟到，但从来不会缺席。那些擅于投机炒作的投资者会因为创业板短期的大涨而异常开心，但如果不能够及时锁定胜利果实，冷静、果断撤退的话，最终也将会被这场估值泡沫所淹没。

对于那些创业板的参与者而言，高潮来得又快又幸福，但享受了短暂的刺激之后，留下来的或许是一地鸡毛。是选择继续参与，还是冷眼旁观？这的确是一个需要认真考虑的问题。但相信多数投资者还是会选择前者。

相比之下，大盘蓝筹股的估值还具有相当大的安全边际。如果说未来创业板指数真的要涨到 2500 点，那么，创业板指数还会有 30% 的涨幅空间，但往下跌的空间也许是 50%；而对以蓝筹股为主的上证指数而言，往上还有 100% 的空间，看到 6000 点；但往下也许最多有 10% 的回撤空间。这样的分析或许有一些不够精确，但蓝筹股估值上已经提供了足够有吸引力的收益风险比。



2、华林策略：降息是牛市的催化剂

2015年2月28日消息，中国人民银行决定，自2015年3月1日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。

华林解读：

周末的降息对股市而言正是一场及时雨，它似乎要为本轮牛市的风云再起提供催化剂。尽管降息的直接目的并不是未来刺激股市上涨，但不可否认的是，在市场估值较低的时候，降息是牛市的催化剂。

对比美国1980年和日本1974年的历史可知，当利率处于历史高位的时候，往往对应的是股市估值最低的区域，这亦是权益类资产最佳的投资区域。借鉴中国历史的经验，以及对比国际上普遍的负利率而言，当下正处于中国降息周期的起步阶段，现阶段中国的市场利率水平仍未到合理甚至便宜的时候，这意味着未来利率仍有较大的下降空间。同时，随着外汇账款的减少乃至负增长，也说明进一步依靠存款准备金率来对冲增量货币投放的作用已经失效。从现阶段人民币贬值及外汇占款减少的趋势判断，降准周期已然开启。因此，可以肯定的是，未来几年中国货币政策的操作空间仍比较大。

加之中国目前实施的全面深化的改革及降税措施的不断出台和深化，我们认为，低估值蓝筹股的上行空间仍然很大。从战略角度来看，在经济仍未复苏之前，随着降息降准周期的开启，A股仍处于牛市第一阶段，短期上证综合指数挑战3400点的概率大，重点应该配置金融、地产板块。

【行业配置策略】目前属于牛市第一阶段向第二阶段的过渡期

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。

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 2015 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），本轮行情由于房地产受地产限购放松的利好刺激，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），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。

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（15%）：配置货币型基金及各类现金产品。



不动产及大宗资产（5%）：实物型资产已极大高估，不建议投资投资型住宅资产；建议适当配置黄金。

【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
600109.SH	国金证券	20.62	95,903.75	1,507,816.85	6.36	3
601669.SH	中国电建	20.00	65,405.31	986,077.12	6.63	2
600711.SH	盛屯矿业	28.99	49,267.58	549,779.41	8.96	3
002594.SZ	比亚迪	21.38	31,325.06	947,144.81	3.31	-2
600879.SH	航天电子	13.94	31,003.53	505,277.31	6.14	1
300028.SZ	金亚科技	54.73	29,870.40	186,434.82	16.02	5
600115.SH	东方航空	10.73	25,921.20	328,914.73	7.88	1
600418.SH	江淮汽车	12.66	25,739.33	303,641.04	8.48	1
002460.SZ	赣锋锂业	22.89	24,926.02	412,784.30	6.04	-1
600068.SH	葛洲坝	12.15	22,995.19	697,762.99	3.30	-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	1.37	-154,531.13	4,396,586.19	-3.51	-1
600837.SH	海通证券	0.23	-85,717.93	2,051,230.55	-4.18	-1
601519.SH	大智慧	-0.35	-79,572.77	1,866,314.17	-4.26	-7
601628.SH	中国人寿	-1.76	-73,841.49	1,744,354.60	-4.23	-1
601989.SH	中国重工	4.07	-68,315.27	1,974,692.53	-3.46	-1
601318.SH	中国平安	0.51	-68,208.37	3,551,243.50	-1.92	2
601299.SH	中国北车	-0.39	-65,429.37	1,047,343.49	-6.25	-6
601988.SH	中国银行	0.00	-65,274.27	1,565,191.07	-4.17	-1
300104.SZ	乐视网	3.54	-62,790.49	1,191,833.23	-5.27	-5
600352.SH	浙江龙盛	-2.53	-57,110.95	679,551.58	-8.40	-6

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

