



第 233 期

3/16/2015

投资策略周报

【市场策略】牛市中金融与资源双轮驱动

投资顾问：胡宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

2015 年巴菲特对投资者的忠告

——2015-3-9

降息周期和创业板估值之谜

——2015-3-2

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

市场正在热议地方债置换额度的问题，我们觉得额度大小并不重要，因为额度多大是个时间的概念。可以 5 年置换 10 万亿，也可 2 年 3 万亿、今年 1 万亿。关键是扭转了市场的预期。去年我们分析过，压倒中国经济的三座大山分别是：地方债务、产能过剩、房地产泡沫，前面两个已经找到了对策。现在就剩下最后一个。

最近市场对券商股的观点出现了分歧。主要原因是，对券商牌照向银行开放的，市场普遍认为对券商是利空。我们认为，该消息对现有证券股会有短期冲击；但就实质性而言，对券商属于利好。

由于近期美元指数强势创新高，对资源股的影响短期偏负面。但是，资源股短期的盘整，并不影响其长期投资价值，我们认为煤炭、有色、石油石化等资源股估值仍具有较大安全边际，或许紧接着金融股之后，资源股会重新归来。更何况，美元指数持续升值的动力不强，最近美元指数与美股之间已经从去年保持的正相关关系变成负相关关系，说明投资者已经看淡美元升值对美股的正面效应，更可能的原因还是来自于美国经济复苏并没有想象的那么好。进一步而言，美元升值对美国经济的复苏并不利，40% 的标普 500 企业盈利来自于美国以外的市场，近期制造业出口订单的疲弱也反映了美元市值的弊端。当然，最终中国经济能否企稳，实体经济需求能否恢复，才是资源品估值修复向上的核心驱动力。



【市场策略】牛市中金融与资源双轮驱动

市场正在热议地方债置换额度的问题，我们觉得额度大小并不重要，因为额度多大是个时间的概念。可以5年置换10万亿，也可2年3万亿、今年1万亿。关键是扭转了市场的预期。去年我们分析过，压倒中国经济的三座大山分别是：地方债务、产能过剩、房地产泡沫，前面两个已经找到了对策。现在就剩下最后一个。

目前政府正通过有形之手卸掉了压在中国经济体身上的三座大山。

地方债务可以通过资产置换解决；截至2013年6月底，地方政府总体债务10.8万亿，2015年到期1.8万亿，按照目前预计的速度解决，基本没有违约风险。

当然，从短期来看，通过地方政府自行发债，比通过融资平台来发债，对银行而言，影响也不一样。银监会对银行资本管理当中对公共部门的实体债券和对企业债券的风险权重差异非常大。企业债权的风险权重为100%，而对公共部门债权的风险权重仅为20%。换句话说，如果形式上是企业债券的各种政府融资平台债，在银行账上现在只能参照一般企业债权的100%的风险权重计提资本。如果地方政府自行发债，且逐步替代目前融资平台债，则银行的资本负担也有大大降低。这表面是银行去杠杆的过程，实际也有利于银行将存量资本投入到实体经济当中。

产能过剩可以通过“一带一路”等帮助产能和产品出口来解决；

房地产泡沫现阶段采取的冷处理的方式，真正需要解决的话，恐怕只能等到经济复苏企稳之后，通过征收房产税来解决。现在强行收税可能会导致泡沫被挤破，导致经济增速过快下滑。

解决了中国经济发展中的三大隐忧，也就杜绝了短期经济出现系统性风险爆发的可能性。作为与经济周期密切相关的金融行业，如果经济系统风险爆发的可能性下降，那么，银行资产质量突然恶化的风险也就小很多。

我们过去一直强调，银行利差和息差的降低对银行股冲击并不大，即使，银行的利润增速降至个位数，在目前整体市盈率在5-6倍的情况下也是有安全边际的。导致银行估值如此便宜的主要原因还是对银行资产质量的担忧。

现在，银行股之所以涨，是因为市场预期转变了。银行股在过去5年没有明显系统性机会，主要原因在于市场对银行资产质量的担忧，尤其是不良贷款双升的风险。如果经济不出现系统性风险，银行的资产质量也就不会明显恶化，那么，过去强烈压制银行股估值的预期就会得到改变，银行股估值也就出现了向上修复的机会。

最近市场对券商股的观点出现了分歧。主要原因是，对券商牌照向银行开放的，市场普遍认为对券商是利空。我们认为，该消息对现有证券股会有短期冲击；但就实质性而言，对券商属于利好。

1、混业经营不是新鲜事。2002年混业经营模式已经在中信，光大，和平安三家金融控股集团试点，比如中国平安早已经是混业经营，但证券业务收入对集团整体收入贡献并不明显。而随着证券业对银行的主动开放，也有利于银行理财资金入市，从而繁荣市场资金。

2、进一步分析，未来证券行业蛋糕仍将继续扩大，在直接融资占比不断扩大的情况下，整个证券业的收入和利润规模都将持续大幅增长，所以，强者恒强，具备竞争力的券商仍将占据优势地位。

3、同时，证券行业在对银行开放牌照的同时，银行业也将对券商开放牌照，这才是真正的混业经营。这对券商的影响远远大于银行。因为客户不在一个数量级。届时券商的想象空间更大。

4、辩证的看，相比目前银行庞大的规模而言，混业经营对券商更为有利，券商未来的成长空间更大。

所以，我们建议，趁证券股跌至20倍市盈率时，可以买入优质券商。

整体而言，在目前市场点位上，权重股，尤其是金融股应该还有上行空间。决定因素在于系统性风险不



大，估值仍不高。券商业绩仍有持续改善和增长的空间。以 2015 年的估值水平和盈利增速来判断，若今年证券行业利润平均增速保持在 50% 以上，那么，作为一家大型券商拥有 20 倍市盈率也就并不高估。

由于近期美元指数强势创新高，对资源股的影响短期偏负面。但是，资源股短期的盘整，并不影响其长期投资价值，我们认为煤炭、有色、石油石化等资源股估值仍具有较大安全边际，或许紧接着金融股之后，资源股会重新归来。更何况，美元指数持续升值的动力不强，最近美元指数与美股之间已经从去年保持的正相关关系变成负相关关系，说明投资者已经看淡美元升值对美股的正面效应，更可能的原因还是来自于美国经济复苏并没有想象的那么好。进一步而言，美元升值对美国经济的复苏并不利，40% 的标普 500 企业盈利来自于美国以外的市场，近期制造业出口订单的疲弱也反映了美元市值的弊端。当然，最终中国经济能否企稳，实体经济需求能否恢复，才是资源品估值修复向上的核心驱动力。

【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，在国企改革的催化剂不断深化的情况下，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 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。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、中国神华。

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)	成交额(万元)	金额流入率(%)	连红天数
------	------	--------	----------	---------	----------	------



			元)			
601166.SH	兴业银行	21.88	221,169.89	6,563,284.61	3.37	-1
601198.SH	东兴证券	-10.42	113,511.62	1,579,690.80	7.19	-1
601988.SH	中国银行	8.36	111,346.38	2,865,221.37	3.89	-1
600000.SH	浦发银行	12.18	104,083.69	2,918,284.14	3.57	2
600029.SH	南方航空	31.57	102,657.76	680,690.28	15.08	6
000001.SZ	平安银行	11.53	58,542.47	1,585,944.92	3.69	2
601009.SH	南京银行	16.36	47,060.01	1,369,806.07	3.44	-1
600036.SH	招商银行	7.47	44,175.70	1,971,522.26	2.24	-1
601318.SH	中国平安	6.09	41,336.71	4,159,643.81	0.99	-1
601628.SH	中国人寿	5.01	39,315.55	1,832,437.86	2.15	-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
601766.SH	中国南车	-5.06	-102,836.63	1,344,941.63	-7.65	1
601989.SH	中国重工	0.46	-89,127.83	1,476,489.78	-6.04	-11
600030.SH	中信证券	0.43	-82,207.20	3,833,511.14	-2.14	-1
600526.SH	菲达环保	-6.29	-69,927.98	621,124.34	-11.26	-7
300315.SZ	掌趣科技	1.75	-65,032.47	1,521,833.71	-4.27	-3
601519.SH	大智慧	1.86	-62,642.87	1,346,449.92	-4.65	-3
600352.SH	浙江龙盛	-4.00	-61,404.41	515,360.25	-11.91	-7
600895.SH	张江高科	-2.19	-59,494.51	535,091.13	-11.12	-3
600705.SH	中航资本	-4.83	-59,447.01	709,383.55	-8.38	-1
300055.SZ	万邦达	-8.25	-56,513.65	417,296.88	-13.54	-5

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

