



第 252 期

7/27/2015

投资策略周报

【市场策略】保守型投资者如何使用杠杆

投资顾问：胡 宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

防御型投资者的防守反击策略
——2015-07-20一根阳线改变市场预期
——2015-7-67 月迎来最佳投资时机
——2015-7-6从杠杆牛到业绩牛
——2015-6-29牛市或将进入第二阶段
——2015-6-22蓝筹股具有确定性收益
——2015-6-15A 股是 1985 年的美股，还是台股
——2015-6-8猛牛行情谨防急降
——2015-6-1突破 4600 点后该如何配置
——2015-5-25把握第二次最佳击球区
——2015-5-18蓝筹股仍是最具安全边际的投资
——2015-5-11投资者如何做到安稳入睡
——2015-4-27谨防第四个跳空缺口
——2015-04-20投资如何击出“本垒打”
——2015-4-13价值重估：从 A 股到 H 股
——2015-3-30

保守型投资者如何加杠杆呢？主要依据以下三个原则：稳健原则、分散原则，系统性原则。1、稳健型原则是为了在放大收益的同时，确保回撤风险小，爆仓风险降为 0，确保本金安全；

2、分散原则是指确保个股风险不影响整体收益率，从而降低非系统性风险；

3、系统性风险是指市场整体泡沫过大之后，市场回调风险加大，则杠杆率应该伴随泡沫的放大而逐步下降，最终不使用杠杆。

一、投资者可以根据“系统性风险”指标来调整杠杆率：考虑市场系统性风险的大小，从而动态调节整体杠杆率。

1、目前上证综指的市盈率在 16.7 倍，相对估值处于合理价值的位置，风险不高。所以建议，当上证综指市盈率达到 20 倍以上，则指数进入中高风险区域，杠杆率应整体下调。整体市盈率每次增加 20%，则杠杆率调低 10%；当市场整体市盈率，尤其是上证 50 蓝筹股达到 25 倍以上，则应该杜绝使用杠杆。

2、中小板和创业板风险仍然较大，尽量不使用杠杆。考虑到未来注册制出台，创业板和中小板等小市值股票估值有可能大打折扣，从风险控制角度出发，建议整体降低中小板和创业板的杠杆率或者不使用杠杆。

二、将“估值指标与折算率的关系”进行动态调整

拒绝对估值过高的品种，使用杠杆。尤其是市盈率在 20 倍以上或市净率在 5 倍以上的股票。

尽管以估值指标作为风险的衡量指标过于单一，但往往估值过高的品种，波动性更大，这一次股市的大幅波动已经证明。退一步而言，即使因为高估值的股票可能未来涨幅空间很大，但因为没有加大杠杆，也可能牺牲了收益率，但一旦遭遇市场大幅调整，则投资者因没有对高估值股票采取放大杠杆的措施，也可以保证本金安全，降低回撤风险。

三、分散性的考虑

ETF 和组合的风险小于单只个股的风险，股票组合的波动风险和信用风险均小于单只个股风险。分散性越大，则非系统性风险越小，个股风险越小，出现强制平仓的风险也越小。

建议：组合股票超过 5 只的，且单只股票占股票资产净值不超过 20%；组合股票不足 5 只的且单只股票仓位超过资产净值 20%，需要降低整体杠杆率。



【市场策略】保守型投资者如何使用杠杆

保守型投资者如何加杠杆呢？主要依据以下三个原则：稳健原则、分散原则，系统性原则。1、稳健型原则是为了在放大收益的同时，确保回撤风险小，爆仓风险降为 0，确保本金安全；2、分散原则是指确保个股风险不影响整体收益率，从而降低非系统性风险；3、系统性风险是指市场整体泡沫过大之后，市场回调风险加大，则杠杆率应该伴随泡沫的放大而逐步下降，最终不使用杠杆。

一、投资者可以根据“系统性风险”指标来调整杠杆率：考虑市场系统性风险的大小，从而动态调节整体杠杆率。

1、目前上证综指的市盈率在 16.7 倍，相对估值处于合理价值的位置，风险不高。

所以建议，当上证综指市盈率达到 20 倍以上，则指数进入中高风险区域，杠杆率应整体下调。整体市盈率每次增加 20%，则杠杆率调低 10%；当市场整体市盈率，尤其是上证 50 蓝筹股达到 25 倍以上，则应该杜绝使用杠杆。

2、中小板和创业板风险仍然较大，尽量不使用杠杆。考虑到未来注册制出台，创业板和中小板等小市值股票估值有可能大打折扣，从风险控制角度出发，建议整体降低中小板和创业板的杠杆率或者不使用杠杆。

二、将“估值指标与折算率的关系”进行动态调整；

拒绝对估值过高的品种，使用杠杆。尤其是市盈率在 20 倍以上或市净率在 5 倍以上的股票。

尽管以估值指标作为风险的衡量指标过于单一，但往往估值过高的品种，波动性更大，这一次股市的大幅波动已经证明。退一步而言，即使因为高估值的股票可能未来涨幅空间很大，但因为没有加大杠杆，也可能牺牲了收益率，但一旦遭遇市场大幅调整，则投资者因没有对高估值股票采取放大杠杆的措施，也可以保证本金安全，降低回撤风险。

三、分散性的考虑

ETF 和组合的风险小于单只个股的风险，股票组合的波动风险和信用风险均小于单只个股风险。分散性越大，则非系统性风险越小，个股风险越小，出现强制平仓的风险也越小。

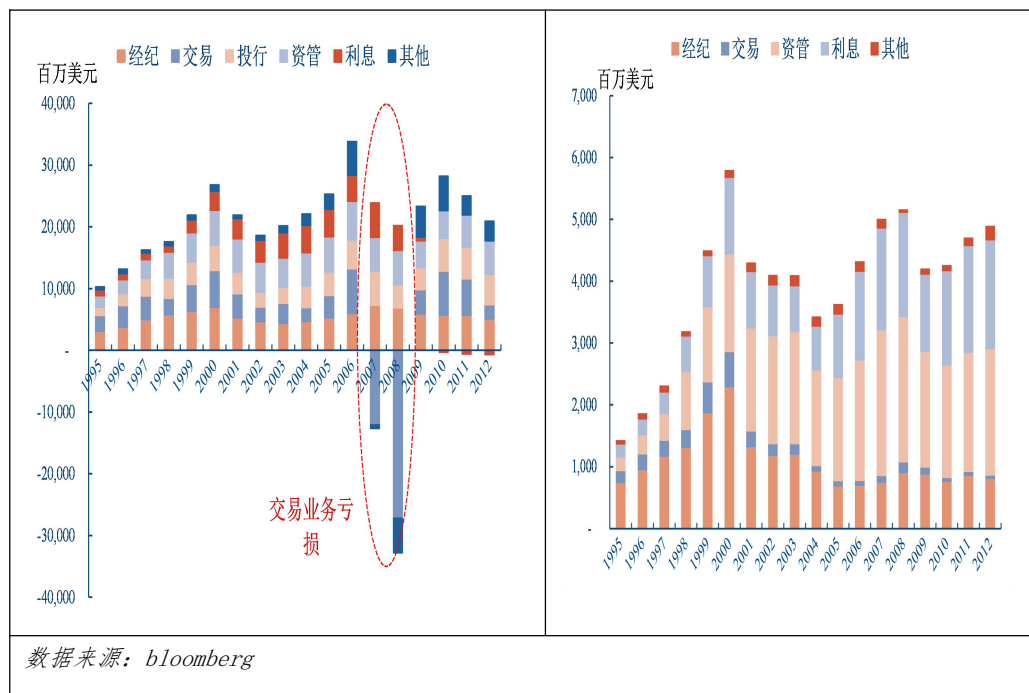
建议：组合股票超过 5 只的，且单只股票占股票资产净值不超过 20%；组合股票不足 5 只的且单只股票仓位超过资产净值 20%，需要降低整体杠杆率。

四、降低杠杆对券商两融业务的意义。作为券商而言，从稳健性的原则出发，业务要追求长期发展的可持续性，必须回避高风险的业务。美林证券的业务模式属于高杠杆模式，而依靠经纪业务起家的嘉信则属于低杠杆业务模式。前者 ROE 波动率很大，后者业绩波动率小。数据表明，从两家公司的股东回报比较来看，过去 17 年平均税前 ROE：嘉信理财为 25.99%，美林仅为 2.75%。

附图：

图 1：美林收入结构

图 2：嘉信收入业务



五、投资者坚持防守型策略的重大意义。

从券商角度而言，两融业务相当于银行的贷款业务，坚持安全边际、只贷款给有实力的借款人的贷款人，就很少经历信用损失。高标准的贷款条件会令贷款人失去贷款机会（同时也可能让我们在牛市的业务发展放慢），而这些机会将会流到对信誉要求较低的贷款人手上。

从投资者的角度而言，保守型投资者可能收益没有进取型投资者那么大。比如：只要股市环境持续乐观，进取型投资者会比保守投资者看上去更聪明（也更能赚钱）。保守投资者的回报不过是衰退期较低的损失。坚持安全边际的投资者不会享受达到制高点的乐趣，但同时可以避免最低点的痛苦。这就是发生在防御型投资者身上的一切。

【行业配置策略】牛市第二阶段，降息、降准与减税仍是业绩提升的驱动力

2015 年，市场回调不改蓝筹股投资价值。我们继续看好蓝筹股长期投资价值，金融和地产有望跑赢大盘，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；证券 B、证保 B、银行 B、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

经济转型过程中，中国经济硬着陆风险极低。因此，作为顺周期的银行业而言，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。在经济正式进入繁荣期之前，大型银行股的每次急跌，都将被视作买入机会。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。建议关注：建设银行、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。另货币政策趋于宽松也为房地产复苏提供机会。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兼并重组机会更多，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，保费投资收益暴增带来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 1 万亿元，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。

2015 年中期开始，经济企稳的迹象明显，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，大宗商品价格仍在底部运行。但新投资周期的启动，已带来大宗商品价格短期的企稳及上期向上的趋势，关注有色行业的阶段性进攻机会。

长期推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

在“一带一路”规划实施的推动下，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：中国中车。



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

交运行业已经基本实现了估值回归。建议标配相关细分子行业，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。

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上证 50ETF（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。银行 B（150228）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
000002.SZ	万科A	5.70	186,994.18	2,301,511.07	8.12	10
601618.SH	中国中冶	24.69	154,316.68	2,155,323.09	7.16	3
600583.SH	海油工程	15.48	66,331.90	1,158,443.40	5.73	1
600036.SH	招商银行	-2.51	53,898.45	1,451,531.00	3.71	3
601718.SH	际华集团	38.89	49,863.82	1,125,108.86	4.43	3
601600.SH	中国铝业	8.32	46,452.94	1,283,976.53	3.62	-1
601898.SH	中煤能源	17.39	42,793.42	850,046.87	5.03	8
601669.SH	中国电建	12.02	37,697.64	1,680,931.10	2.24	2
601919.SH	中国远洋	28.01	35,831.95	1,446,545.18	2.48	-1
601866.SH	中海集运	18.68	34,835.20	1,364,593.81	2.55	-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
300059.SZ	东方财富	-8.47	-214,259.61	4,076,248.05	-5.26	-1
601989.SH	中国重工	9.69	-188,825.72	5,754,605.28	-3.28	-2
601766.SH	中国中车	-2.79	-153,998.67	5,220,844.07	-2.95	-1
601985.SH	中国核电	1.65	-135,874.84	4,624,809.20	-2.94	-1
601318.SH	中国平安	0.20	-121,662.55	4,638,150.63	-2.62	-1
600030.SH	中信证券	-5.83	-120,361.79	3,018,288.50	-3.99	-1
600837.SH	海通证券	-6.03	-98,645.51	1,855,711.49	-5.32	-1
600570.SH	恒生电子	8.10	-96,896.56	2,510,875.91	-3.86	-4
300104.SZ	乐视网	-6.59	-90,704.60	1,869,160.69	-4.85	-2
002375.SZ	亚厦股份	-20.40	-87,710.23	615,359.09	-14.25	-8

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

