



第 273 期

12/21/2015

投资策略周报

【市场策略】牛在囡途

投资顾问：胡 宇

执业证书编号：S1280611120001

策略回顾：

台湾股市大泡沫的启示

——2015-12-14

券商股能不能买

——2015-12-7

供给制改革与牛市 2.0

——2015-12-1

牛市 2.0 之券商股崛起

——2015-11-23

“供给侧改革”拉开新牛市序幕

——2015-11-16

券商股为何逆袭

——2015-11-09

在安全边际下选择积极进攻

——2015-11-2

本周进入投资“甜点区”

——2015-10-26

在熊市阴影下寻找进攻性机会

——2015-10-19

美股未来进入 17 年大熊市

——2015-10-12

大决战时机何时到来

——2015-10-08

第三次反围剿战役打响

——2015-9-28

A 股面临方向性重大选择

——2015-9-21

讲估值不如讲故事

——2015-9-14

业绩增速放缓下的投资逻辑

——2015-9-7

从“两只鸟论”看中国经济转型

——2015-8-24

目前的 A 股市场，美元加息都未能阻碍牛市的进程，由此可见，加息只是代表加息周期这个渐进的过程的开始，并不会立马改变整个经济基本面。笔者预计，未来 2 年，美联储的加息与人民币的降准和对冲手段会同时出现，而全球资本都会纷纷作出新的关键性选择。

不可否认，资本流动的冲击确实会干扰基本面较弱的新兴市场国家。但人民币贬值的风险并不大。尽管每一次美元升值都会带给新兴市场国家比较大的动荡和冲击，但相比 10 年前 1997 年亚洲金融危机而言，当下中国的国力已经不同往日，人民币有能力维持较为坚挺的地位。而人民币放开波动，并不意味着贬值趋势的形成，本币波幅放大或者说汇率的市场化改革更多的意义是为了减轻市场热钱撤出带来的外汇流失的压力，

最近市场的波动似乎有可能加大，首先的原因是二八分化开始了。一方面，受益于政策的救市，去库存的预期导致了房地产板块的集体暴涨。而市场的炒作逻辑进一步演绎，既然隐含中国房地产泡沫严重风险的房地产股都可以纷纷连续上涨，既然美联储加息都没有打败市场做多房地产股的信心，那说明市场对于传统型周期股的风险已经无所畏惧，市场风险偏好开始提升。

进一步而言，既然房地产的风险都可以被市场忽略，那么，市场对银行股的资产质量风险也就不会出现更加的悲观。如果房地产的高库存都可以消化，那银行系统的风险至少也会逐步化解。因此，市场对银行股的风险偏好也会随之提升，而银行股出现大涨并推动指数进一步上攻前期高位。

预计未来 2 个星期，指数挑战 3700 点仍有可能，组合策略上仍加大大金融和煤炭有色等受益于供给收缩的周期性行业的配置比例。



【市场策略】牛在囧途

网络术语把“囧”解读为贬义词，意味着进入了尴尬、苦逼的困境。但中国古汉语的解读却是褒义词，意味着光明。牛市的进程可能同时包含着矛盾的两个方面，从长期来看，牛途是光明的，从阶段性高点来看，对于风险控制能力较弱或者较为激进的投资者而言，他可能面临着尴尬、苦逼甚至痛苦煎熬。所以，无论在A股过去多么成功的投资者，如果不能成功的解决风险应对问题，甚至因为过于乐观而孤注一掷的话，最终都会难免逃离囧途。

对比美国及中国台湾地区的股市，在上个世纪80年度经济转型阶段股市都出现了10倍甚至以上的涨幅。包括经济的改革、市场管制的放开，包括金融自由化、利率市场化、资本项目的开放、金融牌照的放开、技术的创新等等措施都是牛市的催化剂。但牛市的进程中波动依然会比较大，台湾上轮18倍涨幅大牛市的进程中出现了至少三次较大的回撤，每次回撤幅度均超过40%，没有加杠杆的投资者自然可以安全获得收益，但加了杠杆的高风险偏好的投资者则很难逃过一劫。

看看目前的A股市场，美元加息都未能阻碍牛市的进程，由此可见，加息只是代表加息周期这个渐进的过程的开始，并不会立马改变整个经济基本面。笔者预计，未来2年，美联储的加息与人民币的降准和对冲手段会同时出现，而全球资本都会纷纷作出新的关键性选择。

不可否认，资本流动的冲击确实会干扰基本面较弱的新兴市场国家。但人民币贬值的风险并不大。尽管每一次美元升值都会带给新兴市场国家比较大的动荡和冲击，但相比10年前1997年亚洲金融危机而言，当下中国的国力已经不同往日，人民币有能力维持较为坚挺的地位。而人民币放开波动，并不意味着贬值趋势的形成，本币波幅放大或者说汇率的市场化改革更多的意义是为了减轻市场热钱撤出带来的外汇流失的压力，

最近市场的波动似乎有可能加大，首先的原因是二八分化开始了。一方面，受益于政策的救市，去库存的预期导致了房地产板块的集体暴涨。而市场的炒作逻辑进一步演绎，既然隐含中国房地产泡沫严重风险的房地产股都可以纷纷连续上涨，既然美联储加息都没有打败市场做多房地产股的信心，那说明市场对于传统周期股的风险已经无所畏惧，市场风险偏好开始提升。

进一步而言，既然房地产的风险都可以被市场忽略，那么，市场对银行股的资产质量风险也就不会出现更加的悲观。如果房地产的高库存都可以消化，那银行系统的风险至少也会逐步化解。因此，市场对银行股的风险偏好也会随之提升，而银行股出现大涨并推动指数进一步上攻前期高位。

预计未来2个星期，指数挑战3700点仍有可能，组合策略上仍加大大金融和煤炭有色等受益于供给收缩的周期性行业的配置比例。

大类资产配置策略：超配权益类资产

在货币宽松的环境下，居民大类资产配置向权益类快速转移则在一定程度上将加剧市场波动。根据相关资料显示，美国居民房地产资产在整个大类资产配置中占比为34%，我国台湾地区有形非资产类（房屋、土地）占比约为23%，而我国大陆居民整个大类资产配置中，房地产占比高达64%。而大陆居民股票投资占所有资产的比重仅为3%，美国却高达29%，台湾地区也有18%。因此，中国居民大类资产配置向权益类方向转移仍有较大空间。

由于目前经济增速仍处于放缓阶段，稳增长的手段仍以降息、降准的宽松货币政策和稳健的财政政策为主。考虑到房地产资产价格仍处于高位运行，且随着人口老龄化的到来，中国房地产市场出现了长期拐点，而利率也出现了长期的下行趋势。这意味着中国居民过去的两大资产配置主体房地产和存款都将面临占比下



降的压力，而股票和保险资产将有较大的提升空间。

从大类资产配置的角度来看，美元升值导致石油、黄金等大宗商品价格低迷，现金及货币基金、银行理财产品等固定收益类产品年化收益率与股票等权益类资产相比也没有明显优势。从历史对比来看，自1991年以来，沪深两市指数年化收益超过10%，而黄金和人民币的年化收益分别为2.9%和-4.1%。因此，我们建议以股票、股票型基金等权益类资产作为资产配置的主要方向，配置比例可在70%以上，给予“超配”评级。

总结：从资产配置的角度来看，建议2016年权益类资产可处于超配位置。

行业配置策略

1、第一阶段，传统经济低迷，以现代服务业及高端制造业为代表的新经济开始撬动经济的转型。对旧的经济而言，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；对新经济而言，产业政策刺激新业态加速扩张，新兴消费经济将逐步壮大。

推荐：银行股长期投资价值确定

尽管银行业受房地产市场波动的影响很大，但随着经济转型与改革的深入，以及直接融资比例的大幅提升，银行资产出现质量恶化的风险在下降。同时，银行本身的拨备比例较高，能够抵御较强的系统性风险，资产质量的不确定性在降低，建议对银行股保持乐观。长期来看，银行股的估值修复机会空间较大。低估值银行股为长线资金提供了买入的机会。但中小银行的差异很大，一些管理不善的银行未来存在破产的风险，建议适当谨慎。保险公司对股份制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：房地产股去库存机会较大，优质低估值房地产股值得关注

房地产市场的救市政策陆续推出，从供给侧改革的取向来看，化解房地产库存成为处理房地产风险的首选。另外货币政策的宽松，对房价的企稳仍起到了较大的作用。房地产泡沫虽然存在，但预计在现阶段出现破裂的可能性较小。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所致，当市场出现深幅调整时，投资收益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。建议关注新华保险、中国平安。

长期推荐：券商股属于周期性成长股

尽管受经济周期的影响，券商股的弹性较大，但我们仍看好中国券商股未来几年的成长性。首先，资本市场是供给侧改革的重点，各项政策都在支持资本市场的发展。其次，券商业绩增速快，成长性确定。证券业是中国经济转型的最大受益者。作为资本中介，直接受益于直接融资比例的提升和资本市场的爆炸式发展。尤其是二级市场交易量的爆发式增长，创新步伐进一步加快，发行注册制、衍生品及创新业务等对券商收入增长均是重要驱动因素。



预计 2016 年沪深两市日均成交额 1 万亿元将是常态，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 1 倍-2 倍。

建议关注具有竞争力的大型券商股：国泰君安、中信证券、华泰证券。

2、第二阶段，经济转型与复苏阶段，利率稳定在低位，经营杠杆较高的传统型企业及重资产类型的企业受益于降息和减税带来的成本降低，将逐步走出业绩下滑的低谷，企业销售收入的小幅提升，可能带来利润的大幅提升。与此同时，新经济板块将受到市场追捧，一些优秀的新经济成长股将成为市场的明星。

预计明年中期开始，经济复苏力度将有所增强，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、公用事业等行业有望出现阶段性反弹。

谨慎推荐：有色金属、煤炭等大宗商品相关行业

中国经济结构调整，2016 年大宗商品价格震荡筑底的可能性较大。需关注不同细分品种的下游需求回升带来的价格拉动机会，留意类似锂金属等小品种的阶段性进攻机会。基本金属和煤炭板块有望迎来供给收缩对应的反弹机会。

长期推荐：增持基建、轨道交通与铁路子行业

在中国“一带一路”战略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传统经济的下行周期。建议关注：中国中车、时代新材、太原重工。

推荐：国企改革与电力、石油石化等传统行业的转型

能源改革势在必行，电力、石油石化行业将受益于国企改革。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电力等大蓝筹，尤其是盈利能力强、股息率高的企业，建议关注：中国石化、长江电力。

推荐：交通运输行业

受全球经济不景气影响，交通运输（航运、航空、高速公路）及港口仓储业估值较低，但相比 2000 点而言，安全边际仍不够理想。2016 年国企改革及行业转型的预期将带给交运板块阶段性机会。建议把握机场、高速公路、基础设施建设等高股息率公司的价值投资机会。

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，或将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。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，值得挖掘。

谨慎推荐：建筑建材

建筑行业整体业绩正处于寒冬期，短期仍旧无企稳迹象。在经济下行压力下，稳增长扩大基建投资似乎是必然的趋势，但仅凭城市地下管廊、海绵城市及 PPP 等几方面目前仍旧无法令市场对建筑行业预期发生根



本变化。建筑行业业绩下滑的程度可能超出市场一致预期，但是建筑业公司转型带来的是未来成长的新逻辑，从目前时点来看，一方面行业转型受新常态下的供给侧改革刺激与需求拉动；另外一方面市场风险偏好可能会趋势性提升，两方面将使得市场对于转型个股的估值重构。建议关注：广田股份。

建材行业目前处于“L”型走势的右侧，2015年中西部地区以水泥为代表的需求断崖式下跌，2016年底部确认后可望有所恢复。而2016年很可能发生行业大规模的并购整合，主要来自于两方面，首先是两大央企集团，中国建材集团及中国中材集团的整合，这将涉及5亿吨的水泥产能（占全国的约20%）；其次从供给和需求端，不排除2016年的传统周期品仍有中级别行情。建议关注：中材旗下公司的整合机会（宁夏建材、天山股份、祁连山）

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，虽然短期缺少上涨的催化剂，但仍然建议增持负债率低、现金流充裕的优质白酒公司，比如茅台、五粮液、泸州老窖。因为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。

推荐：体育、休闲、健康产业的强势归来

中国未来十年是大消费的黄金十年。中国人口结构显示，体育、健康、休闲消费旺盛的30-50岁人群未来十年处于高峰期；人均GDP超过3000美元之后，居民消费升级换代，更加注重体育、健康与休闲消费。自十八届三中全会以来，我国密集出台促进体育产业及体育消费繁荣的各项政策。目前中国体育产业占GDP的比重仅为0.6%，低于全球平均水平2%，更低于欧美发达国家的体育产业占GDP的比重。预计到2025年我国体育产业规模将达到3.55万亿人民币，较目前尚有10倍的增长空间。另外在过去三年当中，传媒是A股市场中增速最高的行业之一，连续几年收入增速超30%，净利润增速超20%。

未来十年大消费产业对经济的贡献比重会提高，高景气消费性服务子行业如影视传媒、出境旅游、体育、在线娱乐等细分子行业机会值得关注。

3、第三阶段，新经济繁荣，旧经济逐步走出困境，企业利润快速增长，股票价格涨幅更大并可能透支业绩增长，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有可能又重新获得市场的关注，蓝筹股通过前期的大幅上涨在此时或将进入剩宴阶段。届时应该适当控制仓位来控制风险。

总结：2016年，继续看好蓝筹股长期投资价值，建议关券商、保险和有色等子行业的机会。与此同时，体、卫、文、教等新业态或子行业亦存在较大的超额收益机会。另外可关注国企改革等政策及事件驱动带来阶段性机会。诸如煤炭、电力及石油石化能源行业在国企改革催化剂的驱动下存在阶段性上涨机会。

风险提示：

当前A股市场处于改革牛2.0阶段，改革红利的释放仍是渐进的过程。在经济转型背景下，若上市公司整体业绩增速低于市场预期，或市场整体估值提升过快，以及政策出手干预、抑制泡沫，这些因素的出现都



将导致市场波动加大。另外新三板分层交易、注册制发行等供给超预期扩张对高市盈率股票的冲击也应该引起注意。因此，无视市场风险、盲目乐观、过度放大杠杆等，都是危险的做法。投资者在分析及把握投资机会过程中应避免盲从、坚持独立客观的分析，建立一套符合自己特质的、并经过实践检验的、存在较大胜率的交易模式或投资体系。

【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	22.76	71,527.00	1,955,168.20	3.66	-1
601318.SH	中国平安	3.53	68,896.54	1,199,375.93	5.74	3
600029.SH	南方航空	13.34	68,810.77	571,015.42	12.05	2
600887.SH	伊利股份	10.41	55,665.03	546,766.65	10.18	1
000078.SZ	海王生物	25.45	43,783.64	476,278.42	9.19	2
600036.SH	招商银行	3.55	43,434.31	650,443.15	6.68	1
002202.SZ	金风科技	17.24	43,018.01	1,134,745.05	3.79	-1
002176.SZ	江特电机	27.88	41,758.53	1,966,875.96	2.12	1
600176.SH	中国巨石	22.37	41,037.41	264,837.65	15.50	5
600565.SH	迪马股份	19.45	34,236.67	493,364.47	6.94	5

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
600110.SH	中科英华	-25.27	-92,246.77	518,392.95	-17.79	-4
600428.SH	中远航运	-16.84	-90,429.11	486,595.92	-18.58	-4
002673.SZ	西部证券	3.61	-86,151.60	2,090,340.16	-4.12	-4
300024.SZ	机器人	0.79	-63,419.19	704,050.81	-9.01	-6
601198.SH	东兴证券	16.58	-57,785.11	1,904,397.22	-3.03	-4
600763.SH	通策医疗	-9.93	-56,373.92	387,085.32	-14.56	-4
600637.SH	东方明珠	-0.54	-54,765.85	542,853.48	-10.09	-5
300059.SZ	东方财富	1.98	-54,096.77	1,968,445.23	-2.75	-1
002460.SZ	赣锋锂业	5.12	-53,592.22	1,216,857.38	-4.40	1
002450.SZ	康得新	-0.18	-52,322.21	469,626.57	-11.14	-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。

免责申明：

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6楼

邮编：518048

公司网址：www.chinalions.cn