

投资顾问： 胡宇
执业证书编号： S1280611120001

策略回顾：

- 券商龙头市值有望过万亿
——2015-3-23
- 牛市中金融与资源双轮驱动
——2015-3-16
- 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

【市场策略】价值重估：从 A 股到 H 股

“终于等到你，还好我没放弃”。价值投资真的难熬，从春节前华林策略开始提议战略性布局 H 股，过去三个月，我们一直在港股不温不火的市场情绪中期待黎明。我们认为，监管当局放开内地公募基金投资港股的消息，的确给了低估值的港股一次难得的估值修复的机会。

A/H 股溢价指数从 2014 年 4 月折价 15%到 2015 年 3 月溢价 35%，绝大多数 A 股价值套利的安全边际已经不够大。换言之，持续 9 个月的 A 股的估值修复行情终于在政策取向的引导下，可能出现阶段性的修整。与此同时，港股有望迎来从局部过度但整体性的价值重估机会。最佳投资标的是沪港通标的股，但国内资金参与的范围或许会扩大。H 股 ETF 和 H 股 B 等基金有望迎来向上趋势性机会。

不过，A 股的休整并不意味着牛市行情结束。一方面，尽管中小市值企业估值居高，但上证 50 等蓝筹股整体估值仍处于 12 倍以下的低估值区域，尤其是大盘蓝筹股明显低估；另一方面，改革红利有望持续释放，降息与减税等政策有望常态化。所以，低估值蓝筹股的牛市驱动因素仍在。一旦 A/H 股溢价率接近均衡，则 A 股权重指数有望重拾升势。

【市场策略】券商股“牛郎”重来

我们认为，当前 A 股券商股存在三大驱动力：

1、行业成长空间巨大

受益于直接融资的大幅提升和中国资本市场的崛起，券商行业成长没有天花板。从直接融资与间接融资规模有望实现平分天下的角度来看，未来 3-5 年券商龙头可以参照四大国有银行的平均市值。

2、利润进入几何倍数增长

在市场交易额不断创新高及财富效应正强化的刺激下，交易量的急速放大，显示市场进入自我正反馈的加速阶段。

3、市场目前无法证伪券商业绩

伴随交易额的大幅提升与未来注册制的推出，以及新股发行加速带来的改革红利，预计券商业绩的上升进入加速阶段，券商股成了未来 1-2 年业绩增长无法证伪的成长股。

以 2005 年牛市阶段券商业绩增速来看，券商股业绩爆发力最大，远超过银行和保险行业。在 2005 年至 2007 年期间，以中信、海通等券商年均净利润增长超过 300%，相比之下，银行和保险的业绩增速明显不在一个数量级。



【市场策略】价值重估：从 A 股到 H 股

终于等到你，还好我没放弃

价值投资真的难熬。从春节前华林策略开始提议战略性布局 H 股，过去三个月，我们一直在港股不温不火的市场情绪中期待黎明。我们认为，监管当局放开内地公募基金投资港股的消息，的确给了低估值的港股一次难得的估值修复的机会。

A/H 股溢价指数从 2014 年 4 月折价 15% 到 2015 年 3 月溢价 35%，绝大多数 A 股价值套利的安全边际已经不够大。换言之，持续 9 个月的 A 股的估值修复行情终于在政策取向的引导下，可能出现阶段性的修整。与此同时，港股有望迎来从局部过度但整体性的价值重估机会。最佳投资标的是沪港通标的股，但国内资金参与的范围或许会扩大。H 股 ETF 和 H 股 B 等基金有望迎来向上趋势性机会。

不过，A 股的休整并不意味着牛市行情结束。一方面，尽管中小市值企业估值居高，但上证 50 等蓝筹股整体估值仍处于 12 倍以下的低估值区域，尤其是大盘蓝筹股明显低估；另一方面，改革红利有望持续释放，降息与减税等政策有望常态化。所以，低估值蓝筹股的牛市驱动因素仍在。一旦 A/H 股溢价率接近均衡，则 A 股权重指数有望重拾升势。

附 1 月 10 日华林策略：#小伙伴快来，H 股正在 7 折贱卖啦#

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 150176H 股 B，以及 510900H 股 ETF。

【市场策略】券商股“牛郎”重来

我们认为，当前 A 股券商股存在三大驱动力：

1、行业成长空间巨大

受益于直接融资的大幅提升和中国资本市场的崛起，券商行业成长没有天花板。从直接融资与间接融资规模有望实现平分天下的角度来看，未来 3-5 年券商龙头可以参照四大国有银行的平均市值。

2、利润进入几何倍数增长

在市场交易额不断创新高及财富效应正强化的刺激下，交易量的急速放大，显示市场进入自我正反馈的加速阶段。

3、市场目前无法证伪券商业绩

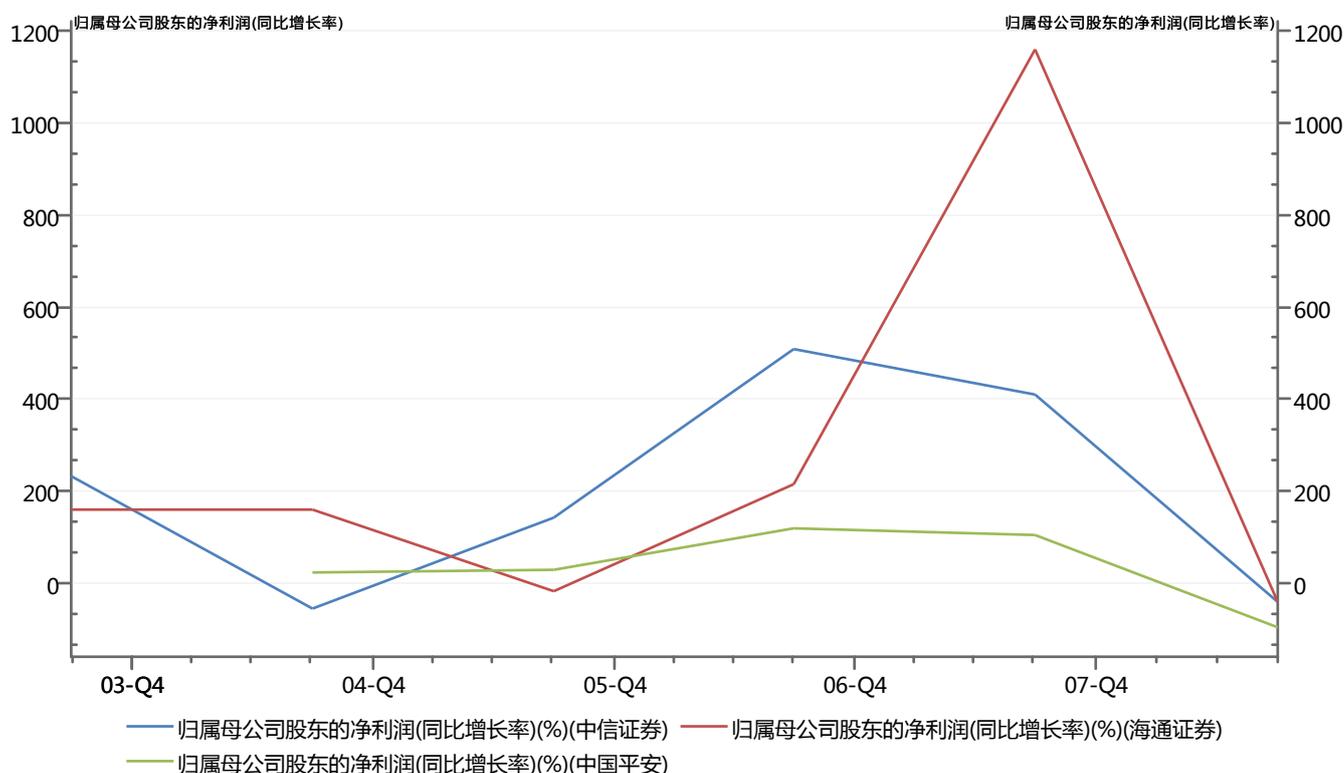
伴随交易量的大幅提升与未来注册制的推出，以及新股发行加速带来的改革红利，预计券商业绩的上升进入加速阶段，券商股成了未来 1-2 年业绩增长无法证伪的成长股。

以 2005 年牛市阶段券商业绩增速来看，券商股业绩爆发力最大，远超过银行和保险行业。在 2005 年至 2007 年期间，以中信、海通等券商年均净利润增长超过 300%，相比之下，银行和保险的业绩增速明显不在



同一个数量级。

图 1: 2005 年至 2007 年牛市阶段券商业绩爆发式增长



数据来源:Wind资讯

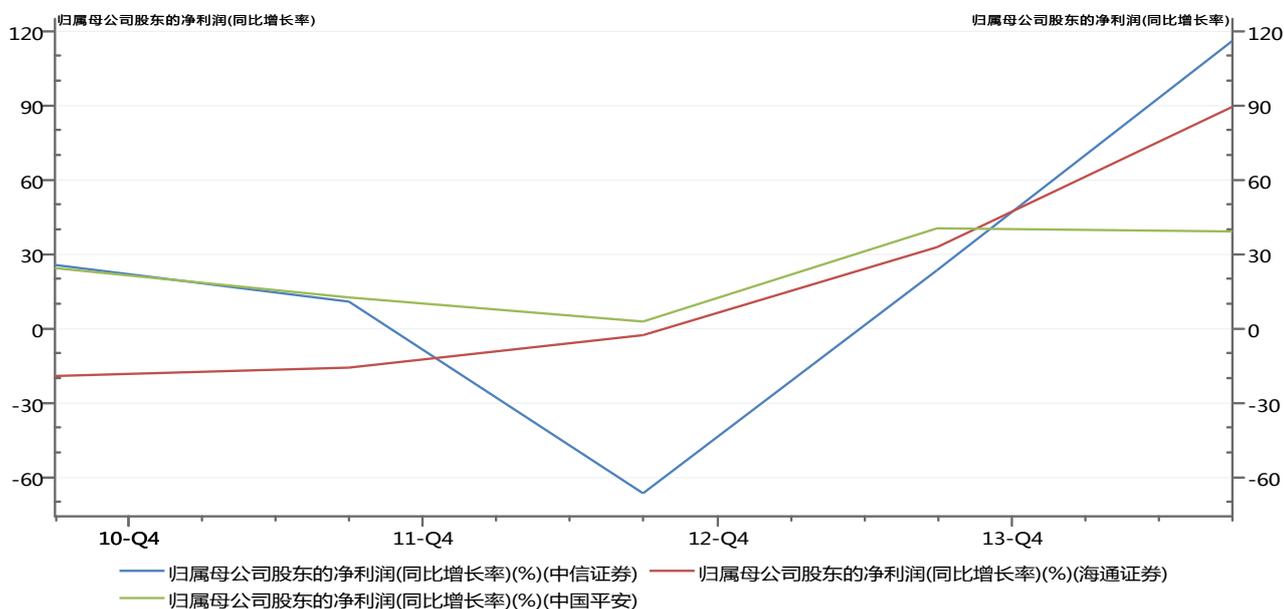
尽管 2014 年第四季度券商股平均涨幅超过 200%，但随着资本市场进入跨越式的发展阶段，未来券商的业绩和股价仍会给以无穷的想象力。2007 年大摩市值接近万亿，这种市值规模对 A 股券商股龙头而言，同样能够在未来几年实现。

仅从经纪业务收入的角度预测，如果以 2015 年第一季度的两市成交额来推算，截至 3 月 25 日，沪市成交额超过 20 万亿元，相比去年同期 5 万亿元而言，同比增速出现 300% 的增长；如果以环比来看，2015 年一季度与 2014 年四季度的 19.49 万亿元相比，亦有放大。由此推算，沪市全年成交额预计达到 80 万亿元。而深市今年一季度成交额已达到 16 万亿元，预计全年有望实现 60 万亿元。

以此估算，预计 2015 年两市股票交易量全年合计成交 140 万亿元，按照 250 个交易日计算，日均交易额为 5600 亿元。

根据中国证券业协会的数据来看，2014 年行业平均佣金 7‰，我们判断，若 2015 年行业平均佣金最低下滑至 6.5‰，预计全行业 2015 年全年的股票代理买卖收入在 1800-2000 亿元之间。按照 40% 净利润率估算，股票佣金收入对经纪业务贡献的净利润就达 800 亿元，以目前经纪业务对整体利润的贡献度为 50% 的平均水平估算，多家券商在 2015 年有望实现净利润过百亿，行业前三名甚至挑战 200-300 亿元的净利润规模。

图 2: 2012 年以来，券商业绩触底反弹



数据来源: Wind资讯

因此，截至 2015 年 3 月 25 日，一线券商龙头的动态市盈率不到 15 倍，相比全年 100% 以上的业绩增速而言，无论是作为成长股，还是价值股，均有投资价值。

当然，从行业集中度角度而言，目前券商行业集中度仍较低，随着牌照的开放以及行业竞争加剧，排名前 10% 的券商未来更有实现强者恒强的竞争优势。

综合而言，选择券商龙头应该是牛市行情背景下的较佳策略。继续推荐：华泰证券、中信证券。

【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

经济转型过程中，加之政策不断去杠杆以及通过化解地方债务隐忧和产能过剩的问题，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
600958.SH	东方证券	46.40	50,362.98	73,027.86	68.96	5
002081.SZ	金螳螂	26.79	28,574.89	639,945.51	4.47	1
600887.SH	伊利股份	5.60	28,255.51	1,306,070.69	2.16	-1
600739.SH	辽宁成大	18.63	24,502.18	1,307,560.25	1.87	-1
000599.SZ	青岛双星	32.87	24,202.16	528,090.63	4.58	-1
600380.SH	健康元	31.12	23,011.02	275,493.64	8.35	3
002126.SZ	银轮股份	22.01	20,020.95	188,028.16	10.65	3
000893.SZ	东凌粮油	27.57	19,989.59	314,594.10	6.35	5
002477.SZ	雏鹰农牧	28.48	19,137.98	239,072.49	8.01	3

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
601318.SH	中国平安	-2.16	-344,810.47	7,316,048.48	-4.71	-1
600030.SH	中信证券	-0.71	-341,422.11	8,297,509.22	-4.11	-5
601390.SH	中国中铁	21.32	-195,975.96	5,717,447.38	-3.43	-4
601288.SH	农业银行	2.25	-138,745.68	2,687,382.40	-5.16	-5
601628.SH	中国人寿	-3.87	-136,789.22	1,921,794.01	-7.12	-4
600804.SH	鹏博士	5.04	-133,602.74	1,683,896.89	-7.93	-4
600068.SH	葛洲坝	-1.31	-130,249.92	1,082,304.44	-12.03	1
601601.SH	中国太保	-5.34	-121,442.78	1,610,150.03	-7.54	-7
601218.SH	吉鑫科技	-11.07	-114,611.42	456,617.71	-25.10	-7
601988.SH	中国银行	-1.37	-106,916.32	2,804,954.09	-3.81	-5



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

