

多空论剑

# 警报未除 减仓高估值板块

本周市场继续大幅波动。私募人士认为,近期包括人民币汇率止跌、监管层言明3月1日非注册制起点等多重政策利好助股市反弹,短期看2850点可能有比较坚实的支撑,但市场仍会受到多重底的反复考验,可以适当逢高减仓部分前期估值过高板块,换成低估值板块,增强组合防御性。

□本报记者 徐文擎

## 减仓高估值板块

中国券报:2850点守得住吗?3000点以下可以放心买吗?

李敬祖:我赞同“不破不立”的逻辑,所以2850点对于2016年应该不是一个最低点的位置。今年市场的特征之一是高波动率,但并不代表没有机会,高波动率情况下风险控制很重要。所以当市场在今年某个阶段出现单边下挫之后,后面的机会很多,只是市场整体脉络和前两年会有变化,呈现结构分化格局。

从博弈角度看,3000点以下如果再出现大幅下跌,市场中任何参与主体都会面临较大损失。而从盈利角度考虑,4月30日之前,是上市公司年报和一季报密集披露的区间,届时市场机会才能体现出来。

目前,创业板盈利增速可能会比2015年下降,2015年是20%至25%增速,2016年或是15%至20%的增速;另外,2014年至2015年,创业板做了很多并购,这种外延式增长对企业盈利的增长几乎是立竿见影的。并购完成之后,资产如何整合,以及对利润的增厚有多大值得密切关注。

王成:目前点位对于保险这种大类资产配置机构,可以逐渐进入布局区间;对于追求绝对收益或规模较小的机构,可以采取右侧交易,等大盘逐步企稳再买入。对于前期低点2850点,应该有一个比较坚实的支撑。但下周存在一个不确定性因素即万科复牌,这或对地产板块带来一定冲击,市场可能会遭遇多重底考验。

中国券报:央行出手稳汇率后,周四市场快速反弹,应该逢高减仓还是持股观望?

李敬祖:这主要看账户头寸情况和仓位情况,不能一言之蔽之。

王成:汇率止跌短期内对市场起到一定的信心提振作用。但从中长期看,市场对于国内宏观基本面的担忧,使得人民币汇率预期不稳定。在此背景下,短期的波动都会对投资者心理有重大影响。对于人民币汇率的变化,应该使市场形成一个比较明确、稳定的长期预期。

私募操盘

## 化工板块有望迎来业绩拐点

□金百临咨询 秦洪

虽然当前A股市场出现剧烈震荡,但是根据以往经验,只要业绩出现积极变化,那么股价就会随之起舞。寻找业绩变化的个股是当前A股市场参与者主要的选股功课。就目前来看,化工板块2016年业绩拐点值得期待,有望成为强势股摇篮。

一是人民币汇率波动有利于化工行业销售收入回升。我国是全球制造业基地,更是全球化工产品制造业基地,尤其是在人造革、PTA、烧碱、定制原料药为核心的精细化工产品等方面,拥有强大竞争优势。汇率的波动使得以人民币计价的产品在全球竞争力加大,因此,化工产品出口动能强劲,有望拉动相关上市公司业务收入持续快速回升。

二是利率降低会大幅降低财务费用。在2015年,我国持续5次降息,5年期以上基准贷款利率从6.15%下调到4.9%,这对化工行业来说无疑是一个大利好。因为化工行业均是重资本行业,拥有资本投资高、回报周期长的特点,炼油等相关上市公司资产负债率更是高达80%以上。随着利率持续下行,有利于高负债率上市公司降低财务费用,因为10亿元5年期以上贷款利率有节省1千万财务费,这自然会极大地提升相关上市公司盈利能力。

三是原料成本降低。在2015年,由于全球经济增速放缓等因素,全球商品市场出现大幅回落,这为化工行业的发展提供了极佳契机。因为化工行业产业链源头主要有石油和煤炭,它们在2015年均处于典型的下降通道当中。化工行业采购的原

料支出将大大下降,从而有利于整个行业盈利能力回升。据此,业内人士倾向认为,化工行业在2016年的业绩将出现向上拐点,提振此类个股估值坐标。

与此同时,终端产品价格有望趋于稳定。近年来,我国环保压力趋于增强,舆论呼声渐趋高涨,环保政策日渐严厉。地方政府的发展思路渐渐从盲目追求GDP,转向新常态友好型的发展模式。化工行业是典型的高污染产业,一些中小型企业因无力支付庞大的环保成本支出,纷纷关停转,这有利于化工行业上市公司市场占有率提升。更为重要的是,随着中小型企业退出,有利于供给端萎缩,从而使化工产品价格的供给与需求出现微妙变化,有利于化工产品价格回升。

供给侧结构性改革的政策导向进一步加强了化工产品供给端萎缩的预期。供给侧结构性改革的核心之一就是淘汰落后产能,为社会提供优质产品,大量中小型企业在此政策推动下,可能会配合环保部门的关停并转工作,从而使化工行业的供给端收缩趋势进一步明朗。在此背景下,化工上市公司尤其是市场占有率高的上市公司就敢于提高产品价格,有利于他们业绩的大幅回升。

根据上述逻辑推导,三个细分行业盈利弹性最为乐观:一是出口导向型企业,主要包括化学原料药、精细化工、人造革等相关上市公司;二是高负债率且受益于产品结构调整的上市公司;三是染料、农药等重污染行业龙头上市公司,它们的优势在于可以支付得起高昂的环保成本,市场占有率持续提升,盈利弹性值得期待。

中国券报:有没有开始布局供给侧改革的标的?

李敬祖:我们很早就进行了一些配置,监测的指标中包括传统去产能的进度如何、资产周转率如何等。2016年影响供给侧改革的都会出自传统行业。不过,从2015年三季报看,传统行业净资产收益率是2000年以来最低的一年,原因是资产周转率大幅下滑,这与产能、库存的情况密切相关。如果库存周转率2016年出现改善,估值修复空间仍然存在。

王成:“煤飞色舞”前期重回投资者视野,是市场对供给侧改革预期的体现。另外,钢铁、煤炭行业出现价格见底和反弹信号,从博弈角度出发,大家会进行一定仓位的布局,但从中长期价值投资的角度看,还需要耐心观察,小心求证。短期还是一个主题加博弈的阶段性机会。

中国券报:春季躁动的基础还存在吗?

李敬祖:这轮调整后,有部分小票估值下降50%以上,估值弹性存在,机会可能在春节前,包括两会之前,但不是所有股票都有机会,新兴产业的龙头企业会有机会,能帮助投资者减少部分前期的损失。

王成:2015年12月在与卖方讨论投资主题时,对2016年春季躁动的命题不是特别认可,开年走势也部分证明了市场的担忧是正确的。在大幅下跌之后,市场更会着力寻找具有安全边际、低估值、真成长的股票,对于那些纯粹讲故事的小票,市场担忧的情绪会比较浓重,会采取一些回避策略。

中国券报:风险主要存在于哪些方面?

李敬祖:包含三个方面:一是汇率下跌风险;二是监管风险,主要指一些新制度与市场的匹配程度;三是年报和一季报披露后,企业估值是否与业绩相匹配,估值切换不确定性的风险。其中,最不确定的就是汇率的部分,短期来说,汇率出现大幅快速波动的概率低,市场在这个

阶段会相对平衡,但未来如何现在还不宜下判断。另外,对于前期熔断机制下被错杀的好股票,相关利好会逐渐反映出来。投资者控制仓位是必要的,需要做好风险管理;另外,分辨清楚持有股票的好坏,因为市场会告别全面普涨的节奏。

中国券报:人民币汇率是关键

中国券报:春季躁动的基础还存在吗?

李敬祖:这轮调整后,有部分小票估值下降50%以上,估值弹性存在,机会可能在春节前,包括两会之前,但不是所有股票都有机会,新兴产业的龙头企业会有机会,能帮助投资者减少部分前期的损失。

王成:2015年12月在与卖方讨论投资主题时,对2016年春季躁动的命题不是特别认可,开年走势也部分证明了市场的担忧是正确的。在大幅下跌之后,市场更会着力寻找具有安全边际、低估值、真成长的股票,对于那些纯粹讲故事的小票,市场担忧的情绪会比较浓重,会采取一些回避策略。

中国券报:风险主要存在于哪些方面?

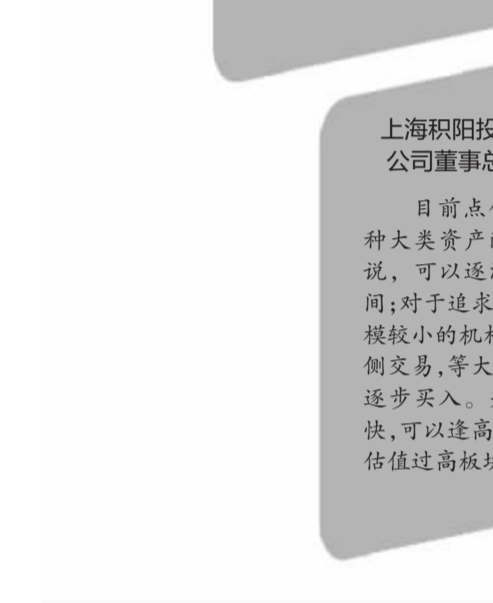
李敬祖:包含三个方面:一是汇率下跌风险;二是监管风险,主要指一些新制度与市场的匹配程度;三是年报和一季报披露后,企业估值是否与业绩相匹配,估值切换不确定性的风险。其中,最不确定的就是汇率的部分,短期来说,汇率出现大幅快速波动的概率低,市场在这个

阶段会相对平衡,但未来如何现在还不宜下判断。另外,对于前期熔断机制下被错杀的好股票,相关利好会逐渐反映出来。投资者控制仓位是必要的,需要做好风险管理;另外,分辨清楚持有股票的好坏,因为市场会告别全面普涨的节奏。



北京万博兄弟资产管理有限公司首席策略分析师 李敬祖

今年市场的特征之一是高波动率,但并不代表没有机会,高波动率情况下风险控制很重要。所以当市场在今年某个阶段出现单边下挫之后,后面的机会很多,只是市场整体脉络与前两年相比会有变化,呈现结构分化格局。



上海积阳投资管理有限公司董事总经理 王成

目前点位对于保险这种大类资产配置的机构来说,可以逐渐进入布局区间;对于追求绝对收益或规模较小的机构,可以采取右侧交易,等大盘逐步企稳再逐步买入。若短期反弹过快,可以逢高减仓部分前期估值过高板块。

王成:最大风险来自美联储加息超预期之后,人民币贬值的问题和资本外流的问题。另外,创业板估值依然高高在上,他们业绩在今年是否能兑现以及如何兑现,都是市场关注的重点,这也是最主要的两部分风险。

谈股论金

## 市场走好需假以时日

□晓旦

此前人们普遍对中国2015年12月外贸数据持悲观预期。有机构对进口和出口的预期分别下降为8%和11.5%。不过中国海关总署公布的数据显示,2015年12月进出口数据明显好于预期,以人民币计价,2015年12月出口同比增长2.3%,进口同比下降4%,扭转了此前进出口双降的局面。2015年12月贸易顺差为3820.5亿元,或600.94亿美元;2015年11月顺差为3431亿元。

新年伊始,市场对人民币的前景普遍感到悲观,2016年开市,人民币对美元的汇率就出现大幅下跌,在岸人民币汇率下跌超过1000个基点,离岸人民币汇率波动幅度更大。中国公布了优于预期的进出口数据之后,人民币大幅贬值的预期有所改变;同时,央行采取了干预人民币过度投机的措施,使得人民币汇率得以稳定。

中国券报:人民币汇率是关键

中国券报:春季躁动的基础还存在吗?

李敬祖:这轮调整后,有部分小票估值下降50%以上,估值弹性存在,机会可能在春节前,包括两会之前,但不是所有股票都有机会,新兴产业的龙头企业会有机会,能帮助投资者减少部分前期的损失。

王成:2015年12月在与卖方讨论投资主题时,对2016年春季躁动的命题不是特别认可,开年走势也部分证明了市场的担忧是正确的。在大幅下跌之后,市场更会着力寻找具有安全边际、低估值、真成长的股票,对于那些纯粹讲故事的小票,市场担忧的情绪会比较浓重,会采取一些回避策略。

中国券报:风险主要存在于哪些方面?

李敬祖:包含三个方面:一是汇率下跌风险;二是监管风险,主要指一些新制度与市场的匹配程度;三是年报和一季报披露后,企业估值是否与业绩相匹配,估值切换不确定性的风险。其中,最不确定的就是汇率的部分,短期来说,汇率出现大幅快速波动的概率低,市场在这个

这里需要强调的一点是,人民币大幅贬值有利于提升中国对外贸易竞争力。

新年伊始,股市也出现了大幅度波动。以上证指数为例,2015年开市以来,上证指数最大跌幅约为20%,计700点,接近2015年股灾时调整的低点2850点。这次股市的下跌速度之快,是A股历史所罕见。股市的大幅下挫,首先,归于经济方面的原因,人们对经济前景的预期悲观;其次,对人民币汇率大幅贬值有预期,并且在一定程度上得以验证;此外,全球股票市场普遍出现回调趋势。这些因素共振,使得A股市场在2016年开始就进入调整阶段。

股市下跌还有一方面的原因是来自制度方面。新年开始实施的股市熔断机制在开市第一天就给投资者一个下马威,当天下跌7%,触及熔断阈值,股市停止交易,随后股市再次出现熔断。频频熔断,令熔断制度在实行不到一周的时间就被暂停。

虽然导致股市下跌的主因不是熔断机制,但是其在客观上加剧了市场的恐慌心理。连续下跌也破坏了市场走势的形态,使得市场显得疲弱不堪。

这使我们应该对股市制度创新有所反思。近年来,出台了股指期货、融资融券、熔断机制等市场创新手段,但是这些创新对稳定股票市场没有起到预期的效果:股指期货引发市场操纵,融资融券引发了股市杠杆率过高,以及熔断机制的短命,这说明我们应该秉持对市场规律的敬畏之心和对常识的尊重进行市场制度创新,通过市场运行来磨合这些制度。

最近市场经过大幅下挫后,形态已经变坏,参与者的心态也已经变坏,这些都需要经过一段时间调整才能获得修复。加之全球市场都在美元加息的阴影笼罩下表现不佳,市场重新走出向好的形态需假以时日。

王成:最大风险来自美联储加息超预期之后,人民币贬值的问题和资本外流的问题。另外,创业板估值依然高高在上,他们业绩在今年是否能兑现以及如何兑现,都是市场关注的重点,这也是最主要的两部分风险。

王成:最大风险来自美联储加息超预期之后,人民币贬值的问题和资本外流的问题。另外,创业板估值依然高高在上,他们业绩在今年是否能兑现以及如何兑现,都是市场关注的重点,这也是最主要的两部分风险。

中国券报:有没有开始布局供给侧改革的标的?

李敬祖:我们很早就进行了一些配置,监测的指标中包括传统去产能的进度如何、资产周转率如何等。2016年影响供给侧改革的都会出自传统行业。不过,从2015年三季报看,传统行业净资产收益率是2000年以来最低的一年,原因是资产周转率大幅下滑,这与产能、库存的情况密切相关。如果库存周转率2016年出现改善,估值修复空间仍然存在。

王成:“煤飞色舞”前期重回投资者视野,是市场对供给侧改革预期的体现。另外,钢铁、煤炭行业出现价格见底和反弹信号,从博弈角度出发,大家会进行一定仓位的布局,但从中长期价值投资的角度看,还需要耐心观察,小心求证。短期还是一个主题加博弈的阶段性机会。

中国券报:春季躁动的基础还存在吗?

李敬祖:这轮调整后,有部分小票估值下降50%以上,估值弹性存在,机会可能在春节前,包括两会之前,但不是所有股票都有机会,新兴产业的龙头企业会有机会,能帮助投资者减少部分前期的损失。

王成:2015年12月在与卖方讨论投资主题时,对2016年春季躁动的命题不是特别认可,开年走势也部分证明了市场的担忧是正确的。在大幅下跌之后,市场更会着力寻找具有安全边际、低估值、真成长的股票,对于那些纯粹讲故事的小票,市场担忧的情绪会比较浓重,会采取一些回避策略。

中国券报:风险主要存在于哪些方面?

李敬祖:包含三个方面:一是汇率下跌风险;二是监管风险,主要指一些新制度与市场的匹配程度;三是年报和一季报披露后,企业估值是否与业绩相匹配,估值切换不确定性的风险。其中,最不确定的就是汇率的部分,短期来说,汇率出现大幅快速波动的概率低,市场在这个

投资非常道

## 2950点:沪指价值所在

□金学伟

通过5篇文章已基本讲完价值中樞理论,最后一篇,做点归纳补充。

首先,价值中樞理论是干嘛用的?

第一,用来寻找价值中樞。很多人听到价值,会想到价值投资的“价值”,对“时间+价值=价值”,恐怕难以接受。其实,一切价值都是公司的,也是市场的。假如你有一家公司想出售,从现金流角度估值10亿元,对方却说你的资产净值只有5亿元,他最多只能给出1.5倍的PB。反之,你说公司的净资产10亿元,要按1.2倍的PB出售,对方又会从盈利、增长潜力、资产变现难易等角度,说它最多只值8亿元。哪怕最终你们决定从同一角度去评估,双方也会因盈利期望值的不同而讨价还价,旷日持久,无法成交。一个无法成交的价值是虚的、主观片面的。价值,最终要靠交易来体现。价值中樞理论,就是帮我们在纷繁杂乱的报价中,找出真正的价值所在。

第二,让我们了解当前所处的位置是有利还是不利,从而制定出不同的投资策略,运用不同的选股标准和趋势判断标准。世界上没有绝对好的分析方法,也无绝对好的选股标准,一切都与时间、价位,与我们所处的位置有利还是不利有关。

第三,把握市场波动轮廓。价格围绕价值波动是基本规律,虽然这种波动不可能是全对称性的,但基本上找到了价值中樞,利用对称性原理,我们就可以把握到价格波动的基本轮廓。在过去十多年里,我们用这种方法,再配以波浪理论、周期理论,以后又有分形理论,顺利躲过了所有重大顶部——有一个现象我始终没有得到很好解答,用对称性波动原理寻找重大顶部,都能八九不离十,但寻找重大底部,却总是差强人意,需要更多地借助其他方法和理论,包括我们最后要介绍的一个股价定位指标——价值线,或许,股票市场就是一个做多的场所,上涨总能完美地体现人性;下跌却是违反人性的,所以它总是走不到头。

第四,用TPO点核法,帮我们了解一个价值中樞是否已构筑完毕,如已构筑完毕,那么,我们就可以通过波浪理论、周期理论,寻找熊市结束和牛市启动的时点。一旦启动,就不需要任何怀疑,直接跨越大多数人的识见,把目光投向远方,在牛市最有价值的时段,牢牢把握主动权,积极进取,重仓锁定,而无需疑神疑鬼、三心二意。

第五,利用价值中樞的空间配置规律,揣测新趋势的轮廓。虽然它带有一定的猜想成分,几次的成功也带有一定的偶然性,但其中所表现的必然性不容忽视,从长期来说,股市是一个多头市场;但股价的平均涨幅从长期来说,一定会与经济平均增幅保持一致。两三年,一个小的价值中樞;四五年,一个大的价值中樞,而且各中樞之间在空间幅度上具有相当严整的规则性,正是宏观经济的平均增幅制约着股市上涨速度的最好写照。

其次,运用价值中樞理论需要注意什么?

一是不信邪,不怕鬼。股票市场有很多偶然性、随机性的东西,尤其是短期、日常的波动,甚至是某些中期波动。但股票市场有一些基本规律、基本秩序不会改变。面对这些规律,这次不一样”都属“海妖的歌声”。

二是用对地方。价值中樞理论是一种寻常用不到,或者作用不大,但重要时刻却有雷霆万钧之力。它是重武器,不是轻武器。人很难摆脱路径依赖的习惯(请勿允许我引用布迪厄的术语,它带有习惯、习性和文化的多重含义),为了在重大时刻用好这一武器,平时就得尽可能少用或不用它。因为寻常的走势常常是不规则的,吃多了价值中樞理论的苦头,到时你就会彻底抛弃它。

三是保持弹性。喜欢预测是人的天性,希望有所凭借是我们面对风险市场时唯一可以让自己有点胆量的法宝。但我不知道其他人咋样,我喜欢预测,没有手机前,计算器是我随身物品之一,但我从来都不敢深信不疑,因为一切预测都是一种选项,上帝也会掷骰子。完全依据预测来做,因为某一次预测的成功而洋洋得意,是最愚蠢的。把预测结果当作一个窗口——时间的周口或系统的窗口,然后用自己的观察判断系统和交易系统或其他系统去做最后的确认,才是最合理的做法。

有朋友说,你这次重开的专栏好像是一种要退出江湖的节奏,我说没错。在此之前,我想做的最后一件事,就是把20多年来主要的、自认为对读者有实质性帮助的研究成果,心得公布出来。

本周二三,市场对反弹的预期十分强烈,我说一定要打到2948点以下才会有反弹。周三最低见2949点后,我在朋友圈里贴出一张图,提醒大家关注大盘的位置,并明言大盘要反弹了。这就是我要介绍的一个价格定位指标——价值线。公式如下——

加权值:=(H+L+C)/3\*VOL;  
总成交:=SUM(VOL,0);  
价值中线:SUM(加权值,0)/总成交.CROSS-DOT,COLORBLUE;  
价值峰线:EMA((HHV(H,0)+价值中线\*1.333)/2,45),CROSSDOT,COLORRED;  
PL:=(LLV(L,1200)+LLV(L,800)+LLV(L,400)+LLV(L,200)+LLV(L,100))/5;  
价值底线:EMA((PL+价值中线\*0.667)/2,45),CROSSDOT,COLORRED;  
这个指标我用了十多年,998点、1664点、1849点的大底部,都是以它(价值底线)做基本定位,再用其他方法做进一步定位后,做出的判断。学技术、学投资、学方法,首先要学屠龙术,然后才能配之以雕虫技。有雕虫技而无屠龙术,一定是小对对,大错错,平日扒柴,三餐腊八粥”。

20多年的市场波动,所有大熊市,均终结于价值底线附近。但牛市却有两次冲破价值峰线,即2001年和2007年。其原理就是上面说的,股市,本就是一个做多场所,突破已有的波动框架,是牛市的必然任务。而价值中线上,则常常成为趋势的主要震荡区。

王成:最大风险来自美联储加息超预期之后,人民币贬值的问题和资本外流的问题。另外,创业板估值依然高高在上,他们业绩在今年是否能兑现以及如何兑现,都是市场关注的重点,这也是最主要的两部分风险。