

多空论剑

# 估值仍具吸引力 结构性行情料延续

本周市场宽幅震荡,大盘股更是经历大涨大跌。私募人士表示,目前行情是结构化牛市的持续演绎。面对即将到来的2015年,这种行情会继续,并会出现新的结构化演绎,例如大盘股、小盘股均出现分化。

□本报记者 黄莹颖

## 踏准市场节奏

**中国证券报:** 本周市场拉锯战非常明显,大盘股大涨大跌的情况再次出现,而小盘股一直处于低迷状态,对此有何判断?

**尹国红:** 目前的状况是去年结构化牛市的延伸,但是小盘股的上涨难以带动指数,使得大家误认为2013年的市场是一个熊市,但实际上2013年上涨的个股、翻几倍的个股非常多,甚至比2014年还要多,因为今年涨幅比较大的股票多集中在券商板块。

**黄道林:** 此轮行情仍属结构性牛市,与过往牛市不同之处在于大盘股涨、小盘股跌,这种结构性其实不是今年才出现的,去年也是这种状况,只是反过来:小盘股涨、大盘股跌,所以这里有一个节奏轮动的问题。参与这个市场,如果投资者把握不准市场节奏,那么即便出现指数行情或者出现小盘成长股行情,也是要亏钱的。今年涨得最好的是金融类和国企改革权重股板块。沪港通以后,行情发生了明显改变,而且上证指数远远跑赢创业板、中小板指数等,这是典型的“二八”现象。

**中国证券报:** 在结构化行情下,怎样操作才能不会踏空?

**尹国红:** 牛市结构化特征与整个经济复苏的状况有所不同,比如2006年、2007年是普涨行情。经济复苏会令所有上市公司获益,获益点集中在某一个时间段里。相对而言,比如去年一些小盘股、新兴经济个股、经济转型类个股率先受益,他们的业绩上来了,股价也炒上去了。本轮行情风水转到金融类个股,接下来,经济很可能慢慢从L型筑底过程中走出来。总体来说,这种结构性特征需要投资者转变思路,不同时段要踏准不同股票,才有可能在牛市中获益,这对投资者提出了更高要求。

**黄道林:** “二八”现象指的是,80%股票在震荡走平或下跌,20%股票在上涨。从市场赚钱效应来看,也就是说只有20%人能够赚到这轮行情的钱,80%人是挣不到这轮行情的钱。所以出现了很多投资者苦叹牛市不赚钱,或者熊市挣的钱在牛市里亏光的局面。这里给我们提了一个醒,参与股市投资,一定要踏准市场节奏。

## 金牛操盘

# 从获得现金再投资角度 评估金融股投资机会

□金百临咨询 秦洪

券商、保险、银行的盈利模式非常清晰,那就是获得现金再进行投资。随着金融管制的放开,拥有此类盈利模式的上市公司渐趋增多,我们有必要从获得现金再投资的角度寻找未来的投资机会。

近年来,在京沪高铁等大型基础设施建设以及股票二级市场,均可以看到保险公司矫健的身影,例如安邦保险这类土豪式保险资金,大举买入金融街、金地集团、民生银行、招商银行等金融地产股权。这说明一方面目前优质企业获取现金的能力在增强,另一方面再投资的路径越来越广阔。

随着电商日益火爆,支付宝的盈利模式、盈利能力渐渐为世人所认知。在电商模式中,买家拍下商品,首先将资金打入支付宝,然后等待卖家发货;收到货之后,再确认支付,资金才从支付宝转给卖家,如此就有几天的时间差。随着电商规模不断扩大,支付宝的现金流水涨船高,沉淀资金产生的利息异常可观。如果将这部分资金用于小贷等领域,盈利则更为可观,如此强大的赚钱效应就催生了互联网金融的产业大发展。

获得现金后再投资的盈利模式关键取决于三点,一是获得现金的能力。二是现金的沉淀能力,因为现金流沉淀下来,才可以再投资。三是再投资的能力。如此的盈利模式其实有些类似于小学数学题:进水管、水池、出水口。进水管的水流越大,水池储水量越丰富,出水口的水流就越多。

上述盈利模式的关键点有两个:一是获得现金的能力,二是投资的能力。二者越强,对应的上市公司成长前景就越乐观,二级市场股价走势自然值得期待。在传统金融领域,银行的业

## A股估值仍具吸引力

**中国证券报:** 从过去一周的情况看,上半周市场资金面明显趋紧,在打新资金解禁后,明显改观。对未来一段时间的资金面有何判断?

**尹国红:** 2015年的资金面会比2014年更好。一方面,整体货币政策趋向放松,从目前整体经济状况来看,降息、降准的预期逐渐增强;另一方面,整个股市的财富效应,在10月之后尤其是12月之后,促使场外资金跑步进场。从日均5000亿元的成交量逐步提升到12000亿元成交量可以看出,第一波资金已经进入,后面还会有后知后觉的资金进来,所以未来的资金面应该更宽松一些。

此外,无风险收益率逐步下行,使得房地产类资金、信托类资金对股市兴趣大增。即使经过这一轮暴涨,A股市场还是全球范围内低估值的市场,对海外资金具有一定吸引力。

**黄道林:** 过去一个月,A股成交量一度超过美国。从进场资金的性质来讲,一部分是海外资金。现在放眼全球,A股过去几年一直在全球排名涨幅垫底。这么一个价值洼地,全球资金涌入A股是大家完全可以想象得到的。

另一部分资金来源于房地产资金,一些先知先觉的资金忌讳房地产泡沫,从房地产撤出以后,唯一能进的只有A股市场。此外,在全球大宗商品暴跌的背景下,产业资金流出来也会向A股市场流动。

目前,A股虽然经历了1000点的上涨,但对于国外成熟市场而言,银行股、券商股等估值并不高,相信上述资金还会不断涌入。

**中国证券报:** 对2015年市场走势有哪些判断? 看好哪些投资机会?

**尹国红:** 在市场环境转好的情况下,有前面5000亿元、7000亿元、12000亿元的日均成交量垫底,在场外资金不断涌入的背景下,2015年肯定还会不断有“牛票”出现,重点是怎么样去选择这些个股。今年的机会主要集中在权重股板块,2015年成长类股票的机会很可能慢慢到来。在权重股整理的过程中,资金会慢慢回流到有成长性的股票中去,但是



成长性股票经过去年的大涨之后,他们的分化会十分明显。今年有几个板块涨幅不尽如人意,一是医药行业,二是环保行业。如果将此轮牛市行情从2013年开始算起的话,现在已经进入牛市人声鼎沸时期,前面一些滞涨品种会有补涨过程。

**黄道林:** 现在指数从2000点涨到3000点,如果太注重于指数的波动,很可能影响对个股的选择。在策略上,应当重个股轻指

数;在选择标的时,一定要多花心思,找一些具有高送转或者高分红潜力的标的,而且要找一些业绩出现拐点的标的。2015年不会出现单纯的小股票涨或者单纯的大股票涨,可能大股票分化,小股票也分化,最终落脚点在于你选择的个股上面。2015年,看好成长股中的高科技类行业,尤其是能源里面的新能源,例如太阳能,2015年很可能是这些行业的爆发年。

## 谈股论金

# 改革效率决定明年股市格局

□晓旦

最近股指走势一惊一乍,今天媒体才为大盘股的连续上升而咋舌,称弃小投大是股市盈利的唯一选择。转过天来市场表现就打脸——大盘连续暴跌,而小盘股表现得很滋润。刚说市场要转向成长股,大盘股却又旱地拔葱,强烈反弹收复失地。股票市场如此这般折腾,让一帮善于见风使舵者,或许能赚到更多,但更可能是反复打脸,在一个大牛市中,生生赔上许多钱。

股票市场如此反复,反映了投资者心情的焦虑和浮躁。投资浮躁是有原因的,从经济层面看,人们既担心经济数据的坏消息会使股市走坏,又憧憬经济改革的未来,会真正催生一轮大牛市。对股市来说,经济改革的效率决定2015年的走势格局。

从中央经济工作会议的基调来看,中国经济要在保持相对稳定的基

础上推动改革和结构调整。预计在2015年,中央会密集出台一系列改革方案,这些方案的落实将决定中国经济效率的提升,同时促进经济企稳,重拾增长动力。

展望2015年伊始,中国经济仍将处在增速下降过程中,而改革利好的释放需要一定时间,这就需要调整货币政策。预期2015年,中国将继续保持以改革促经济的政策导向,宽松的货币政策将作为托底经济的工具,并不具备刺激经济的政策目标。这或使2015年的经济增速维持在7%左右水平,以时间换空间,等待改革利好的释放。

在过去几年,中国新兴产业已经发展起来,但是新兴产业发展仍在初级阶段,新的经济增长引擎尚未出现。2015年,国家在经济发展中会继续扶持包括环保、电子、通讯及服务业务等新兴产业,以期获得除房地产外新的经济增长点。在新的经济增长点出现以前,宏观政策

有继续宽松的空间,原因是,一方面,2014年中国全年CPI已经降至2%左右;另一方面,国际原油价格在2014年四季度下降近30%,使得大宗商品价格大幅回落。在全球商品价格下跌过程中,政府加大宽松政策不会增加通胀威胁。预计国际原油价格在2015年难以明显回升,这有助于中国经济企稳回升。

2015年,宽松政策将以托底经济的姿态出台。虽然对经济不是一种强刺激的态势,但这并不妨碍宽松政策令投资者风险偏好逐渐回升的预期,这对股票市场会产生正面推动作用。

股票市场经过一轮大幅上扬后,正处在震荡调整时期。由于多重因素影响而造成的浮躁情绪使得调整较为激烈。预期在一两周后市场情绪会变得较为平缓。从中线角度看,逢调整买入并适当持有优质股是较为恰当的选择。反复追涨杀跌,可能在股市上升中亏损。

## 投资感悟

# 券商股估值提高需看三因素

□中秦

本周市场出现典型的冰火两重天格局。目前市场中最具有争议的莫过于对券商股未来趋势的判断,而券商股的未来走势在很大程度上决定了其他个股的走势。这里我简单谈几点看法。

券商股难以复制上轮牛市时波澜壮阔的行情,追高还需谨慎。跟上轮牛市显著不同的地方在于市场对券商股估值的认识。在上轮牛市998点之前,市场上仅有宏源证券也就是新宏信一家具有真正意义的券商股,整个市场没有对券商股的估值体系。随着海通证券借壳上市,以及中信、广发等优质大券商和一批中小券商实现IPO,整个市场在不断修正对于券商股的估值,也就造成了不少券商股数10倍涨幅。牛市告别,熊市来临,券商股均出现大幅下跌。但是市场仍然会给予他们一定的弹性估值,即使市场很差,他们的估值也没有出现非常低的面。那么从估值角度看,与那时的从无到有不同,目前券商股估值普遍在静态30

倍左右,短期想从估值角度获得突破有一定难度。面对短期的股价暴涨,肯定需要一个漫长的估值定位时段,此时去追高介入,风险比较大。未来券商股估值能否提高需看三个方面。市场成交量维持在单日万亿元水准或者更高。目前很多投资报告的估值都是基于当下的巨量成交水平而得出,但是目前的成交量能否长期维持,笔者并不看好。由于两融和高杠杆的介入,至少占据目前成交量的1/3比例,一旦交易量萎缩,市场常量在3000亿元至5000亿元就非常不错了。

两融金额不断走高。目前券商很大一块利润来自两融的利息收入,但是两融数量的增加是个提高杠杆的过程,本身具有较大风险。一旦两融数量达到一定级别,肯定会产生新问题,比如爆仓的坏账损失等。因此。依靠两融来扩大营收或者说获得超大的收益比较困难。自营投资收益的几何增长。在上轮

牛市中,几家大券商,例如中信、广发以及东方等都是依靠市场不断上涨获得超额收益,这些收益远比手续费收入大得多。因此,他们的估值得以迅猛提升。反观目前市场,除了自己炒自己能赚大钱外,买其他个股都会亏钱,那他们的自营怎么赚钱?短期内看到自营的收益还比较困难,长期的话,要根据行情发展不断评估。

目前券商股交易有比较明显的炒作迹象,在市场不断规范的背景下出现黑天鹅的概率较大。券商概念股在短期内集体翻倍,成交量巨大,每天的交易过程中经常出现疑似对敲、连续大笔申报等现象。由于成交量巨大和明显的获利机会,不少游资不断进出,短期牟利。随着管理层对市场坐庄行为的大力规范,很多个股在巨大的融资压力下,股价大幅波动或难以避免。

总之,对于券商股,不要想像得太美好,投资者一定要根据行情发展,谨慎评估,短期内盲目追高具有较大风险。

## 投资非常道

# 吃肉须跟新主力走

□金学伟

本周市场的大幅震荡或许是一个标志,标志着疾风暴雨式的指数上涨已经过去,也标志着启动本轮牛市的场外主力资金已经完成了第一个操作目标,并顺利撤出。

有几个迹象可以证明,这波牛市行情是场外主力启动。首先是热点全新。不是都害怕权重股、大盘股吗?不是所有的大户散户、机构主力都把重点放在非权重类股票上吗?新资金炒新热点:先从小型的央企开始,随后迅速扩展到大盘权重股上。所有这些股票,原来都被边缘化、冷门化。这样的炒作气势绝不是涓涓细流或添油式的增量推动可形成的,绝对是一种有备而来、有组织、有计划的集团资金所为。

其次是热点的切换非常迅速,令人眼花缭乱。由市场自发形成的热点具有两个特性:一是从最初启动到形成气势,会有一段磨合期;二是从一个热点到另一个热点,会有一个过渡期,一般表现是,从该热点的核心炒到它的外围,直到相关板块已没有大趣味了,另一个热点才会接力上来。而本次的大热点——券商股和“中字头”,都是一启就动,一动就蔚为大观,几乎一气呵成,毫不停顿。而且一个刚刚进入沸点,另一个就紧接而上。没有过门,没有外围,没有扩散,都是直奔核心,核心炒完就弃掉。

从1992年底的386点起,我对场外主力的进场方式、炒作方式和撤退方式进行过多次观察。和以往几次比,炒作手法一如既往地凶悍,这一点没变;选择在最沸腾的时候撤出,这一点也没变。这是由资金性质决定的,也是场外主力和场内主力博弈的结果。因为非如此,就不能让市场沸腾,就不能让它们的上涨变得天经地义,并获得理论上的更大上升空间。只有它们的上涨变得天经地义、合情合理,并获得了理论上的更大上升空间,场内主力才会像飞蛾扑火一样纷纷扑进去,他们才能速战速决,完成筹码的顺利交接。

但有一点却变了。以往都是几个板块一起动手,一路干到头。这一次却分了3个轮次。第一个轮次是从盘子相对较小的央企动手,小小地热一下身,把市场捂捂暖。第二个轮次是十大券商股,把它推向沸点。紧接着就是第三个轮次——把“中字头”推向沸点。这是因为现在的市场规模已比当时大了许多,在资金相对有限的情况下,几个板块同时发力,弄不好一个都形不成气势,做成夹生饭。而两大板块接力,既可避免这样的情况出现,又可让后一个都前一个顺利出局,并扩大期指多单盈利。

有一点也没变,就是分两次震荡出货。12月5日到9日是券商股撤退,本周是“中字头”撤退。同时,从本周一起,以日均减少1万手左右的量,完成期指多单的全部平仓工作。至此,以指数为主的炒作落下帷幕,本周四的大幅反弹只是场外主力的卖压全部消除后,市场筋骨重新得以松动的结果。后市这些股票如何,就看场内机构主力的实力和表演了。

在没有了这批资金后,这些股票还能不能涨?我觉得能。因为它们之势还在。一个板块一旦被唤醒,就会在很长时间内成为大家日思梦想的对象,成为许多人在选择股票时优先考虑的标的。但能不能买,就看你的风格了。以我来说,在考虑能不能买时,优先考虑的一定是“我敢买多少”、它们是不是最优选择”。

如果问题一的答案是“拿10%的资金去赌它一下”,那就彻底放弃,因为即使它能再涨1倍,对我的总资产贡献率也只有10%。

第二个问题涉及个股间的比较:它涨1倍和另一个股票涨1倍的难度孰高孰低?这个问题可帮我们剔除很多股票,并及时从潮流和热点中脱身,转到风险收益比更佳股票上去。讲一个段子:2006年底,我和一帮机构朋友度岁,喝酒聊天,共祝牛市的美好时光。席间我拿出一份股票名单,一位机构投资者一看就泄气了,“都是三线股”,看不上眼。有趣的是,当这些股票从5元、6元、7元涨到40元、50元时,他们纷纷发来研究报告,称其还有1倍涨幅。机构,有人称为超级大散户。你看看这波行情就知道了,追高接盘的几乎是机构。原因很简单,机构也是人,也有贪婪和恐惧。这种贪婪、恐惧和大资金结合起来,会使他们更热衷于买热门股,而非冷门股。因为前者好买,且天经地义——人人都看好,错也不是我一个人错;后者成交量小,需要更多耐心,更多勇气,也需要更多底气。

2007年涨四五倍的股票很多,现在已没法和当时比,但依然有不少被牛市遗忘的股票。比如,在最近7.8个交易日内,哪位朋友问我买什么股票,我一律回答一只\*ST股票。在我看来,这是风险收益比较佳、敢重仓赌的股票。这样的股票还有很多,拿出独立思考的眼光,就不难发现。

还有一个问题是,这批资金退出后,大盘是否有忧?我的回答是无忧。首先是因为盘子较大,所以这次行情并没有像当年5·19那样急促,中途经过了好几次盘整,尤其是12月9日的2800点。其次,告诉市场筑了一个很好的支撑平台。再次,可告诉大家,这批资金不会全部撤出,而是以指数为标的操作已经结束,2015年重点在个股。什么个股?肯定不是今年已被炒热的那些股票。

跟老主力走,喝汤啃骨头。吃肉,必须跟新主力走。因为股票是靠现金打上去的,现金最多的总是新主力。