

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。今年涨得最好的是大金融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。这轮行情风水转到金融类个股，接下来，经济很可能慢慢从L型筑底过程中走起来。总体来说，这种结构性特征需要投资者转变思路，不同时点要踏准不同股票，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，或者牛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：进水口、水池、出水口。进水口的水流越大，水池储水量越丰富，出水口的水流就越充沛。

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，整体货币政策趋向宽松，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得出，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，全球资金涌向A股是大家可以想象得到的。

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，产业资金流出来后也会向A股市场流动。

目前，A股虽然经历了1000点的上涨，但相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，但是成长股经过去年大涨之后，分化会十分明显。

**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

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。在权重股整理过程中，资金会慢慢回流到有成长性的股票中去，但是成长股经过去年大涨之后，分化会十分明显。

深圳国诚投资总监  
黄道林



东方平昇研究总监  
尹国红



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有高分红潜力的标的，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。

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有高分红潜力的标的，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。

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有高分红潜力的标的，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。

## 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，生人赔上许多钱。

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，而改革红利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复。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。

对于保险股以及互联网金融领域来说，市场尚未引起充分重视。其中，保险股获得现金的能力正在增强，主要是人口老龄化、经济增长等因素使得居民、企业对保费的支付能力大大提升，保险公司有望源源不断地获得新增保费的现金流。其投资领域则持续拓展，部分目光远大的保险公司涉足互联网金融，比如中国平安的陆金所是我国最大的P2P互联网金融平台，这些信息的出现意味着保险股估值需进一步修复，股价前景值得期待。

就互联网金融领域来说，类似熊猫烟花这类拥有互联网金融平台的上市公司，其实并不具备获得现金的能力，只是中间商而已，所以未来的业务成长空间不大。但是对腾邦国际来说，未来的成长趋势不可小视，公司通过不断拓展现金流，比如与欣欣旅游等互联网旅游平台联姻，目的是拓展现金流进水口；其在投资方面大力发展小贷、P2P等互联网金融业务，未来的成长趋势值得期待。另外，像瑞茂通的供应链金融、中航投资的金融平台也契合了这类产业发展的趋势。

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。眼下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券商股的估值，也就造成了不少券商股数10倍涨幅。牛市告別，牛市来临，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局面。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，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。

牛市中，几家大券商，例如中信、广发以及东方财富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。

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，原来都已被边缘化、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。第一个轮次是从大盘相对较小的央企动手，小小地热一下身，把市场捂暖。第二个轮次是大券商股，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，又可让后一个帮前一个顺利出局，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，这些股票还能不能上涨？我觉得能。因为它们的势还在。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”，它们还是不是最优选择。

如果问题一的回答是“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掉很多股票，并及时从潮流和热点中脱身，转到风险收益比更佳的股票上去。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，追高接盘的几乎全是机构。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点回调，给市场筑了一个很好的支撑平台。其次，可告诉大家，这批资金不会全部撤出，而是以指数为标的的操作已经结束，2015年重点在