

轮动迹象初起，配置渐转均衡

2015 年 1 月 13 日

投资要点

- ❖ **组合回顾：**去年 12 月 1 日至 31 日，模拟行业组合收益率 17.79%，股票组合收益率 23.49%，沪深 300 收益率 25.06%。模拟行业和股票组合的超额收益率分别为-7.27%和-1.57%。行业组合中，跑赢基准指数的行业主要为非银、交运，跑输基准指数的行业为地产、环保、银行、家电、医药。12 月，亮马行业组合新调入了交运，表现抢眼。股票组合中，中国人寿（50.11%）表现居前。
- ❖ **大市研判：改革关键期，A 股开门红。**我们在去年 11 月的策略月报中提出“配低估值蓝筹”、在 12 月的策略月报中提出“迎战跨年行情”，市场基本也是沿着上述判断在走。2015 年，货币宽松、资本市场国际化、改革加速将是推动 A 股震荡上行的三大合力。就 1 月而言，三大合力中的货币宽松和改革加速将迎来验证期。其中，1 月中下旬统计局公布四季度经济数据之后，央行会否降息或降准；去年 12 月深改组两次召开会议，并确定今年是全面深化改革的关键之年，在新年开局会否有一些起标志性、关联性作用的举措出台，都将影响到市场整体的风险偏好。我们倾向于认为，改革加速在 1 月得到验证的概率较大。尽管短期来看，由于新股集中发行，本周股市流动性压力凸显，但 A 股强势上攻的逻辑没有被破坏。此外，去年底受资金紧张影响的伞形信托计划预计可能在年初开闸，保险也可能在年初加仓，这都有望促使 2015 年的 A 股迎来开门红。
- ❖ **配置建议：蓝筹行情扩散，配置渐转均衡。**我们继续看好低估值蓝筹的行情扩散，配置上维持我们策略 1 月报提出的边际上趋于均衡的大思路，继续推荐地产、机械/高铁、大金融/互联网金融、家电和环保等行业。风险偏好较高的投资者，可以关注前期滞涨或杀跌的成长股，在行情扩散背景下的反弹需求。
- ❖ **主题上看，新年开局，重点关注改革政策落地和年初事件驱动带来的投资机会。**新年之初：区域改革政策（“一带一路”、京津冀协同发展）出台窗口期临近，或将带来相关区域板块估值提升。国企改革、农业信息化、环保等领域颇具投资亮点。事件层面，1 月中下旬或将开始的年报超预期和“高送转”等主题事件行情值得期待，具体可参见我们 11 月外发的专题报告《基于区间打分模型的“高送转”预测》。
- ❖ **组合变化：**1 月，亮马组合重点配置七个行业，包括地产（货币政策+产业政策+A 股平台优势确立+基本面持续超预期）、机械（铁路设备行业国内稳定增长，海外市场逐步突破）、银行（风险化解+利率下行）、非银（保险行业：新年伊始迎来开门红的良好基本面，叠加资金规模和政策利好双轮驱动；证券行业：进一步上涨还需依赖业绩超预期、政策超预期或盈利超预期）、家电（龙头 2014 年报预览“高增长、高分红、低估值”属性突出，受益地产改善及成本下行催化，跨年行情继续演绎）、环保（政策落地或助力板块开门红）、医药（政策利好或变革转型的公司与新兴成长类公司可能出现轮动行情）。1 月股票组合仍为 10 只，分别为兴业银行、中国人寿、保利地产、格力电器、美的集团、大商股份、长城汽车、首创股份、碧水源、中国平安。



中信证券研究部

张群

电话：010-60838299

邮件：zhangqun@citics.com

执业证书编号：S1010511090003

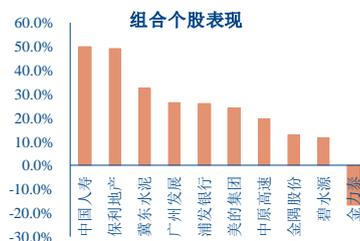
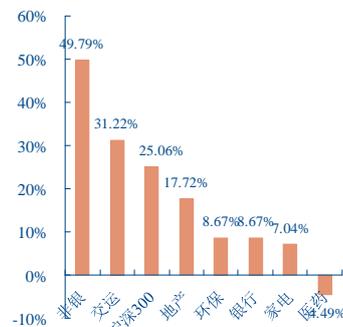
刘方

电话：010-60836736

邮件：fangliu@citics.com

执业证书编号：S1010513080004

相关指数表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

组合总览

本期行业组合

行业组合	组合权重 (%)	调入时间
地产	20	2014/11/3
机械	15	2015/1/12
非银	15	2014/11/3
银行	15	2014/11/3
家电	15	2014/11/3
医药	10	2014/10/8
环保	10	2014/9/1
小计	100	
累计收益率	75.81	
超额收益率	30.53	

本期股票组合

股票组合	组合权重 (%)	调入时间
兴业银行	10	2015/1/12
中国人寿	10	2014/12/3
保利地产	10	2014/11/4
格力电器	10	2015/1/12
美的集团	10	2014/11/4
大商股份	10	2015/1/12
长城汽车	10	2015/1/12
首创股份	10	2015/1/12
碧水源	10	2014/12/3
中国平安	10	2015/1/12
小计	100	
累计收益率	77.71	
超额收益率	32.44	

资料来源：Wind，中信证券研究部

行业组合

组合回顾

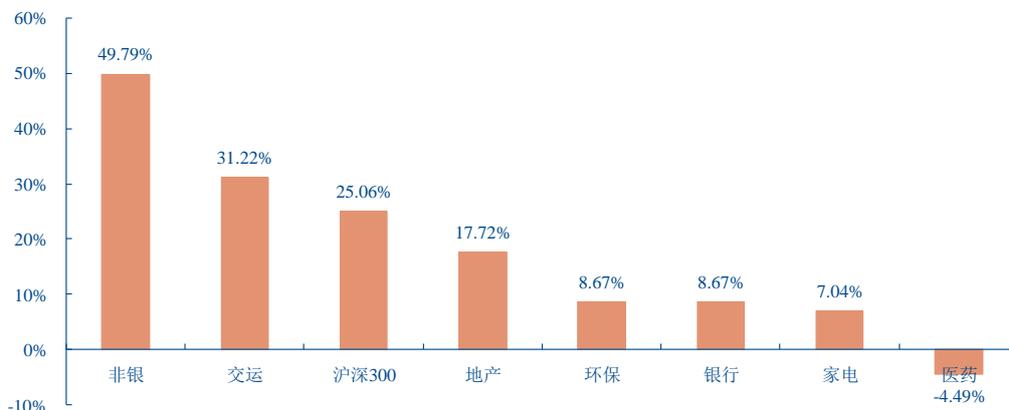
去年 12 月 1 日至 31 日，模拟组合收益率 17.79%，沪深 300 收益率 25.06%，跑输基准指数 7.27 个百分点。跑赢基准指数的行业主要为非银、交运；跑输基准指数的行业为地产、环保、银行、家电、医药。

表 1：上期行业组合表现回顾

代码	行业	组合权重 (%)	2014-12-1 开盘点位	2014-12-31 收盘点位	行业指数 收益率 (%)	行业指数收益率 *组合权重 (%)
CI005016.WI	家电	15.0	5,458.9	5,843.2	7.04%	1.06%
CI005022.WI	非银	15.0	7,071.8	10,592.6	49.79%	7.47%
CI005023.WI	地产	15.0	4,964.6	5,844.5	17.72%	2.66%
CI005018.WI	医药	15.0	7,180.4	6,858.2	-4.49%	-0.67%
CI005110.WI	环保	15.0	4,950.0	5,379.0	8.67%	1.30%
CI005021.WI	银行	15.0	4,950.0	5,379.0	8.67%	1.30%
CI005024.WI	交运	10.0	4,448.5	5,837.2	31.22%	4.68%
模拟组合						17.79%
沪深 300						25.06%
超额收益						-7.27%

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 1：12 月亮马行业配置回顾



资料来源：Wind，中信证券研究部

本期组合

风格上看，蓝筹行情扩散，配置渐转均衡。我们继续看好低估值蓝筹的行情扩散，配置上维持我们策略 1 月报提出的边际上趋于均衡的大思路，继续推荐地产、机械/高铁、大金融/互联网金融家电和环保等行业。

行业配置上，亮马组合重点配置七个行业，包括地产（货币政策+产业政策+A 股平台优势确立+基本面持续超预期）、机械（铁路设备行业国内稳定增长，海外市场逐步突破）、银行（风险化解+利率下行）、非银（保险行业：新年伊始迎来开门红的良好基本面，叠加资金规模和政策利好双轮驱动；证券行业：上涨依赖业绩超预期、政策超预期和盈利超预期）、家电（龙头 2014 年报预览“高增长、高分红、低估值”属性突出，受益地产改善及成本下行催化，跨年行情继续演绎）、环保（政策落地或助力板块开门红）、医药（政策利好或变革转型的公司与新兴成长类公司可能出现轮动行情）等。

主题上看，新年开局，重点关注改革政策落地和年初事件驱动带来的投资机会。新年之初：区域改革政策（“一带一路”、京津冀协同发展）出台窗口期临近，或将带来相关区域板块估值提升。国企改革、农业信息化、环保等领域颇具投资亮点。事件层面，1 月中下旬或将开始的年报超预期和“高送转”等主题事件炒作行情值得期待。

相应的，亮马行业组合拟配置地产、机械、银行、非银、家电、环保、医药等七个行业。其中机械为新增配置，地产、银行、非银行金融、家电、环保、医药等行业维持配置。

表 1：1 月亮马行业组合

本月推荐行业	简要逻辑	权重
地产	货币政策、产业政策、A 股平台优势确立、基本面持续超预期等四重驱动因素	20%
机械	铁路设备行业国内稳定增长，海外市场逐步突破	15%
银行	风险化解、利率下行的长期逻辑仍然成立，场外增量资金仍可能继续流入板块	15%
非银	保险行业：新年伊始迎来开门红的良好基本面，叠加资金规模和政策利好双轮驱动；证券行业：上涨依赖业绩超预期、政策超预期和盈利超预期	15%
家电	龙头 2014 年报预览“高增长、高分红、低估值”属性突出，受益地产改善及成本下行催化，跨年行情继续演绎	15%
环保	政策落地或助力板块开门红	10%
医药	政策利好或变革转型的公司与新兴成长类公司可能出现轮动行情	10%

资料来源：Wind，中信证券研究部

股票组合

组合回顾

上期股票组合收益率 23.49%，沪深 300 收益率 25.06%，股票组合的超额收益率为 -1.57%，股票组合中，中国人寿（50.11%）表现居前。

表 3：上期股票组合表现回顾

代码	简称	组合权重	2014-12-1 开盘价（元）	2014-12-31 收盘价（元）	收益率 （%）	收益率*组合权重 （%）
600000.SH	浦发银行	10%	12.5	15.7	26.02%	2.60%
601628.SH	中国人寿	10%	22.8	34.2	50.11%	5.01%
600048.SH	保利地产	10%	7.3	10.8	49.24%	4.92%
600020.SH	中原高速	10%	3.4	4.1	19.41%	1.94%
000333.SZ	美的集团	10%	22.1	27.4	24.16%	2.42%
601992.SH	金隅股份	10%	9.0	10.1	12.67%	1.27%
000401.SZ	冀东水泥	10%	9.9	13.1	32.29%	3.23%
300225.SZ	金力泰	10%	11.8	9.8	-16.86%	-1.69%
600098.SH	广州发展	10%	6.9	8.8	26.22%	2.62%
300070.SZ	碧水源	10%	31.2	34.8	11.68%	1.17%
小计		100				
模拟组合						23.49%
沪深 300						25.06%
超额收益						-1.57%

资料来源：Wind，中信证券研究部

本期组合

1 月股票组合为兴业银行、中国人寿、保利地产、格力电器、美的集团、大商股份、长城汽车、首创股份、碧水源、中国平安，配置权重如下表：

表 4：本期股票组合

股票代码	名称	所属行业	组合权重	配置理由
601166.SH	兴业银行	银行	10%	平台战略优势
601628.SH	中国人寿	非银行金融	10%	承保端保单需求改善，组织变革推动中国人寿走出低谷；结构改善料将拉升 2015 投资收益率；作为纯寿险公司，传统险占比高，预计股市弹性最大；2015 年可能出台健康险税收政策和偿二代改革政策，中国人寿将明显受益
600048.SH	保利地产	房地产	10%	公司维持盈利能力高度稳定，销售回款率也胜人一筹
000651.SZ	格力电器	家电	10%	空调领先地位巩固，掌握后续竞争主动权
000333.SZ	美的集团	家电	10%	战略灵活治理突出，电商业务发展迅速
600694.SH	大商股份	商贸零售	10%	产业资本增持预期、国企改革等带动估值修复
601633.SH	长城汽车	汽车	10%	新品销量超预期，H9 体现品牌地位
600008.SH	首创股份	电力及公用事业	10%	自身发展动力及国企改革预期较强
300070.SZ	碧水源	电力及公用事业	10%	公司业绩维持高增确定性相对较高、受益未来清洁水计划出台
601318.SH	中国平安	非银行金融	10%	保险业务最优，可持续关注；ETF 期权利好保险行业第一权重股

资料来源：Wind，中信证券研究部

风险因素

公司治理机制缺陷或激励机制不到位；公司所处行业景气度下降；公司业绩低于市场一致预期；大小非减持对股价造成压力。

附录

附 1：行业组合构建规则

组合仓位：仓位 100%。

构建标准：1) 行业配置主要取自 29 个中信一级行业分类指数；2) 对于结构性机会，亦可基于 83 个中信二级行业分类指数构建组合；3) 组合调整原则上以月为频度，月内可做不定期调整。

买入价格与卖出价格：以调入组合的当月/期第一个交易日开盘点位买进成交；并以当月/期最后一个交易日收盘点位卖出成交。

组合收益率计算方法：组合收益率为行业指数收益率（当期收盘点位/当期开盘点位-1）的加权平均数，权重以组合对行业分配的权重为准；累计收益率按照区间收益率计算复合收益率。

调整组合依据：通过预判经济、政策、流动性、市场风格等背景因素，深入分析各个行业在不同的经济周期阶段所表现出的收益特征模式，并基于各个行业的估值和财务/运营杠杆特征进行组合配置，力争获取超额收益。

参考基准：以沪深 300 指数（000300）为主要参考基准，累计收益率按照区间收益率（当期收盘点位/当期开盘点位-1）计算复合收益率。

附 2：股票组合构建规则

组合仓位：仓位 100%。

个股数量和权重：个股数量 10-20 支，个股权重可以为 5%、或 10%、或调出。

股票池构建标准：1) A 股上市公司；2) 剔除所有 ST 股；3) 剔除停牌超过一个自然月后，于当期复牌的个股；4) 组合调整原则上以月为频度，月内可做不定期调整。

买入价格与卖出价格：以调入组合的当月/期第一个交易日开盘点位买进成交；并以当月/期最后一个交易日收盘点位卖出成交。

股票池收益率计算方法：组合收益率为个股收益率（当期收盘价/当期开盘价-1）的加权平均数，权重以个股权重为准；累计收益率按照区间收益率计算复合收益率。

调整股票依据：1) 自上而下的配置思路，基于投资策略上的风格和行业配置判断；2) 个股选择主要参考行业研究员对公司基本面和催化剂的判断。

参考基准：以沪深 300 指数（000300）为主要参考基准，累计收益率按照月度收益率（当期收盘点位/当期开盘点位-1）计算复合收益率。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。