

徐彪 执业证书编号: S0570513110003
 研究员 021-28972099
 xubiao@htsc.com

姚卫巍 执业证书编号: S0570512070033
 研究员 021-28972097
 yaoweimei@htsc.com

波动加大，请系好安全带

——2015年1月份月报

投资要点:

增量资金入市推动了本轮市场的大幅上涨，但近期流入股市的资金量开始下降，而且历史上看巨量换手之后市场震荡概率较大，叠加市场估值已提升至历史均值上方，未来市场可能进入高位震荡阶段。关注符合增量资金低估值、低持仓的投资标准的银行、房地产、食品饮料，以及存量资金偏好的业绩超预期的家电、传媒。

相关研究

- 1 《降息固本，股市风景愈好》2014.11
- 2 《风险偏好支撑A股上行》2014.11
- 3 《2450不是梦!》2014.09

◆ 市场判断：高位震荡

市场反弹以来流入股市的资金量持续放大，但近期有下降迹象。散户、私募方面，11月20日全市场融资余额约7500亿，到12月19日突破1万亿，融资买入金额占每日的交易额比重达到17.3%，但之后融资余额维持在1万亿，融资交易占比下降至15%左右。机构方面，测算的基金仓位从10月份的86%大幅加至90%，继续加仓的空间已经不大；调仓的空间也有限，10月份以来大股票的配置已经从20%加仓至34%，小股票的配置已经从42%降至31%。海外资金大幅流出，以南方A50 RQFII基金为例，12月份净赎回超过202亿，超过了6-8月份净申购的总规模160亿。产业资本方面，12月份减持金额达到597亿，规模历史最高。

历史上巨量换手之后震荡概率较大。12月份市场交易量达到创历史记录18万亿，以自由流通市值计算的换手率达到了134%，超过了历史上最高的2007年4、5月份120%以及2009年7月100%的换手率，而历史上两个阶段高换手之后股市都出现了大幅震荡。

估值提升至高位，加大了震荡调整的概率。全部A股市值加权PE从6月份的11倍大幅上升至16倍，高于2010年以来的均值14.7倍，其中非金融企业市值加权PE从17倍大幅上升至24倍，达到历史均值以上一倍方差的位置；银行业PE从4.6倍大幅上升至7倍，但仍低于2010年以来的均值7.4倍。

央行维持宽松流动性的背景下，资金流入的趋势尚未逆转，因此大幅下跌的概率不大。资金的流出与否则取决于央行对流动性的态度，短期仍未看到收紧的迹象，未来则需要关注人民币汇率。从“融十条”到387号文，政策目标意在降低融资成本，因此短期央行仍将维持宽松的流动性。未来央行回收流动性的触发因素可能来自于人民币超预期贬值，虽然中间价在央行引导下没有形成阶段性贬值，但离岸人民币降息以来已经贬值1.7%。

◆ 行业配置：增量、存量资金两条主线

短期来看虽然流入股市的资金量开始下降，但央行维持宽松流动性的背景下，资金流入的趋势尚未逆转，市场的结构性行情也将延续，总结前期领涨行业的特征，包括低估值、低持仓、高流动性、有基本面支撑，未来可以关注符合上述特征的**房地产、食品饮料**行业，以及估值仍低于历史均值的**银行**。

存量资金的定价权仍然在于机构投资者，增量资金趋弱的环境下，机构投资者青睐的业绩主线将重新获得超额收益，关注业绩可能超预期的**家电、传媒**。根据目前已公布年报盈利预告的情况来看，家电、传媒行业的盈利预告好于一致预期的盈利预测。

正文目录

回顾与展望.....	4
12月份回顾：金融领涨，指数创新高.....	4
1月份展望：市场进入高位震荡.....	4
市场趋势：高位震荡.....	6
政策观察：继续“稳增长”.....	6
货币政策：降息效果在 387 号文之后有望显现.....	6
财政政策：基建项目加速批复.....	6
宏观经济：仍在下行但有望企稳.....	7
海外经济：油价下跌加剧全球通缩风险.....	7
领先指标：持续回落，但地产销售反弹有望支撑经济.....	8
印证指标：11月数据环比较弱，但12月以来有所好转.....	10
库存周期：主动去库存阶段.....	11
市场估值：非金融企业估值修复趋于结束.....	12
行业配置：增量资金和存量资金两条投资主线.....	13
增量资金：低估值、低持仓、高流动性的银行、房地产、食品饮料.....	13
存量资金：业绩超预期的家电、传媒.....	14
结论：市场震荡，请系好安全带.....	15
风险提示.....	15

图表目录

证券研究报告.....	1
图 1： 12月份全球大类资产收益率.....	4
图 2： 12月份 A股行业收益率.....	4
图 3： 降息之后回购利率反而上升.....	6
图 4： 票据利率也大幅上升.....	6
图 5： 公开市场操作.....	6
图 6： 信贷、货币供应量.....	6
图 7： 下半年以来国际油价持续下跌.....	错误!未定义书签。
图 8： 美、英 12月制造业 PMI 超预期下降.....	8
图 9： 美国进口价格指数领先物价指数下跌.....	8
图 10： 油价下跌加剧欧元区通缩风险.....	8
图 11： 日本通胀水平下行压力增大.....	8

图 12:	中采、汇丰 PMI 持续下滑	9
图 13:	投资、工业产出持续下滑	9
图 14:	出口增速大幅下滑	9
图 15:	社会消费品零售同比回升, 但环比下滑	9
图 16:	PMI 订单库存比下降	9
图 17:	PMI 销售趋势指标下行	9
图 18:	PMI 收入趋势指标下行	10
图 19:	PMI 利润率趋势指标上升	10
图 20:	12 月份房地产日成交大幅回升	10
图 21:	房地产新开工滞后于房地产销售	10
图 22:	11 月发电量环比弱于历史均值	11
图 23:	11 月粗钢产量环比低于历史均值	11
图 24:	货物周转量同比企稳	11
图 25:	11 月份货物周转量环比好于历史均值	11
图 26:	货车销量是经济的印证指标	11
图 27:	11 月份货车销量环比好于历史均值	11
图 28:	11 月工业库存同比增速下行	12
图 29:	PMI 原材料库存下降, 产成品库存增加	12
图 30:	钢铁库存大幅下降, 煤炭库存上升	12
图 31:	通用设备库存下降, 专用设备库存维持高位	12
图 32:	非金融企业 PE 估值	12
图 33:	银行业 PE 估值	12
图 34:	融资买入占市场交易量比重	13
图 35:	开户数回到牛市阶段	13
图 36:	行业收益率 (11.21-12.31)	14
图 37:	行业估值	14
表格 1:	发改委公布被批复项目的速度明显加快	6
表格 2:	分行业年报盈利预告	14

回顾与展望

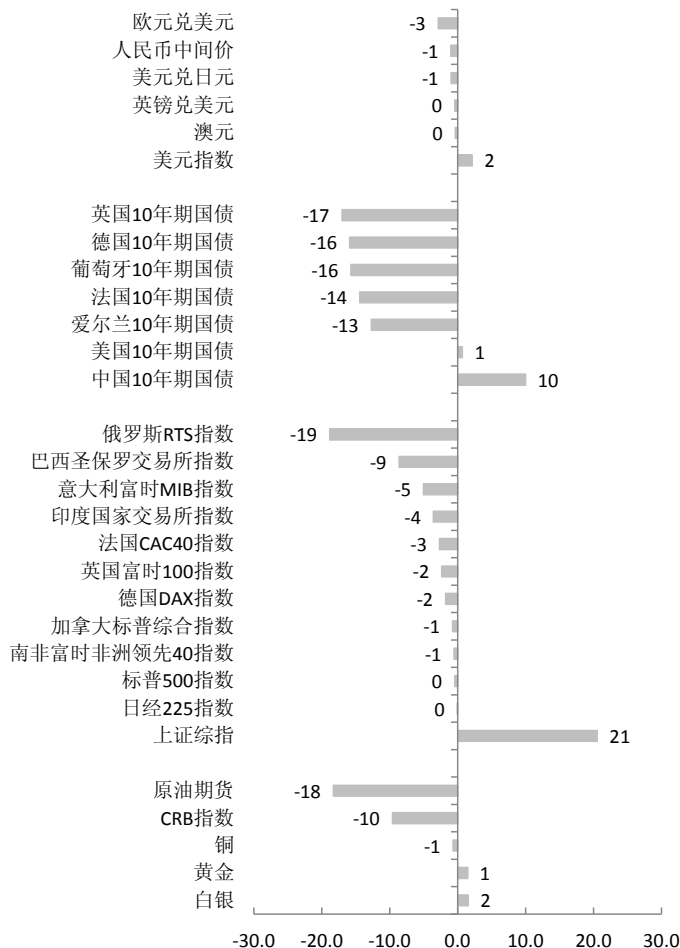
12月份回顾：金融领涨，指数创新高

12月份A股在增量资金的推动下继续大涨20.6%，上证指数创下接近5年以来新高，成交金额创历史纪录超过18万亿，调整后的换手率（自由流通市值调整）达到134%，超过了07年牛市中最高的123%。风格方面，大盘股大幅跑赢小盘股，沪深300大涨25.8%，而创业板下跌6.3%。行业方面，金融板块领涨，TMT大幅下跌。

海外方面，资金流向显示全球风险偏好正在下降。新兴市场国家国债下跌、股市下跌（除中国外）、货币贬值，均指向资金流出。以巴西为例，12月份巴西国债收益率大幅上升60个bp，而股市大跌9%，巴西雷亚尔贬值超过4.8%。相比之下，发达市场国家国债上涨、股市下跌、美元大幅升值，显示出较强的避险情绪，商品市场同样得到印证，贵金属上涨而能源、有色金属下跌。

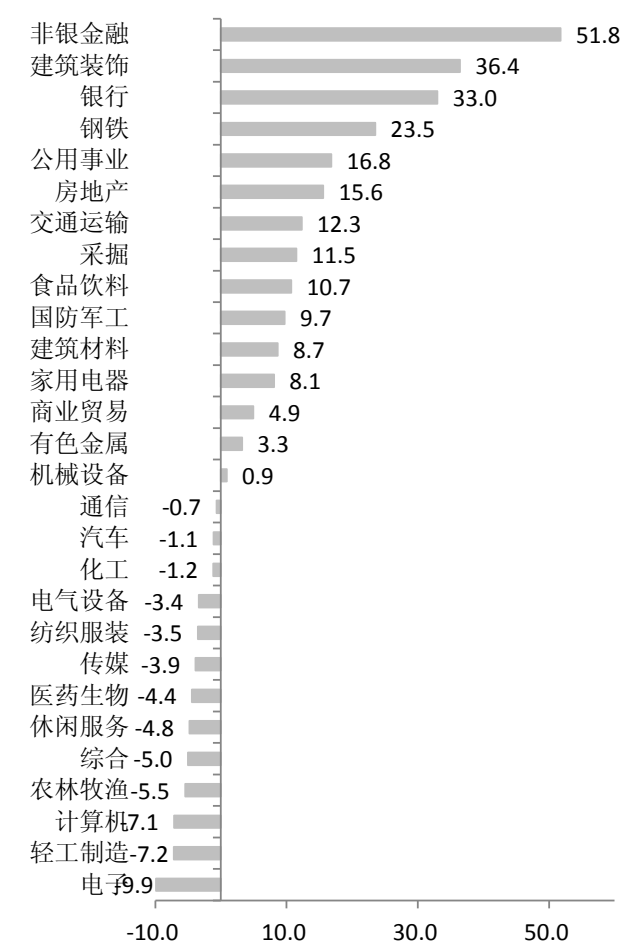
12月份A股与全球市场、与国内经济均出现了显著的背离，显示国内在改革预期的带动下，增量资金入市推动了市场的上涨，未来需要关注国内资金流向的变化。

图 1： 12月份全球大类资产收益率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 2： 12月份A股行业收益率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

1月份展望：市场进入高位震荡

增量资金入市推动了本轮市场的大幅上涨，但近期流入股市的资金量开始下降，而且历史上巨量换手之后市场震荡概率加大，叠加目前市场估值已提升至历史均值上方，未来市场可能进入高位震荡阶段，但破位下跌的风险不大，因为央行维持宽松流动性的背景下，资金流出

尚未看到。市场的结构性行情仍将延续，关注符合增量资金低估值、低持仓的投资标准的银行、房地产、食品饮料，以及存量资金偏好的业绩超预期的家电、传媒。

市场趋势：高位震荡

市场反弹以来流入股市的资金量持续放大，但近期有下降迹象。以两融为例，11月20日全市场融资余额约7500亿，到12月19日突破1万亿，融资买入金额占每日的交易额比重达到17.3%，但之后融资余额维持在1万亿，融资交易占比下降至15%左右。开户数来看，12月初股票周开户数超过90万户，基金周开户数超过50万户，接近达到了2007年5月份的历史高位，但中旬开始回落。机构方面，测算的基金仓位从10月份的86%大幅加至90%，继续加仓的空间已经不大；调仓的空间也有限，10月份以来大股票的配置已经从20%加仓至34%，小股票的配置已经从42%降至31%。海外资金大幅流出，以南方A50 RQFII基金为例，12月份净赎回超过202亿，超过了6-8月份净申购的总规模160亿。产业资本方面，12月份减持金额达到597亿，规模历史最高。

巨额交易量显示市场分歧加大。12月份市场交易量达到创历史记录的18万亿，以自由流通市值计算的换手率达到了134%，超过了历史上最高的2007年4、5月份120%以及2009年7月100%的换手率，而历史上两个阶段高换手之后股市都出现了大幅震荡。

估值提升至高位，加大了震荡调整的概率。全部A股市值加权PE从6月份的11倍大幅上升至16倍，高于2010年以来的均值14.7倍，其中非金融企业市值加权PE从17倍大幅上升至24倍，达到历史均值以上一倍方差的位置；银行业PE从4.6倍大幅上升至7倍，但仍低于2010年以来的均值7.4倍。

央行维持宽松流动性的背景下，资金流入的趋势尚未逆转，因此大幅下跌的概率不大。资金的流出与否则取决于央行对流动性的态度，短期仍未看到收紧的迹象，未来则需要关注人民币汇率。从“融十条”到387号文，政策目标意在降低融资成本，因此短期央行仍将维持宽松的流动性。387号文规定从2015年起将部分原在同业往来项下统计的存款纳入各项存款范围，且暂不缴准备金。对应的，25日开始，市场回购利率显著下降，隔夜、七天回购利率分别从3.56%、5.06%下降至29日的3.37%、4.67%。未来央行回收流动性的触发因素可能来自于人民币超预期贬值，虽然中间价在央行引导下没有形成阶段性贬值，但离岸人民币降息以来已经贬值1.7%。

行业配置：增量、存量资金两条投资主线

短期来看虽然流入股市的资金量开始下降，但央行维持宽松流动性的背景下，资金流入的趋势尚未逆转，市场的结构性行情也将延续，总结前期领涨行业的特征，包括低估值、低持仓、高流动性、有基本面支撑，未来可以关注符合上述特征的房地产、食品饮料行业，以及估值仍低于历史均值的银行。

存量资金的定价权仍然在于机构投资者，增量资金趋弱的情况下，机构投资者青睐的业绩主线将重新获得超额收益，关注业绩可能超预期的家电、传媒。根据目前已公布年报盈利预告的情况来看，家电、传媒行业的盈利预告好于一致预期的盈利预测。

市场趋势：高位震荡

政策观察：继续“稳增长”

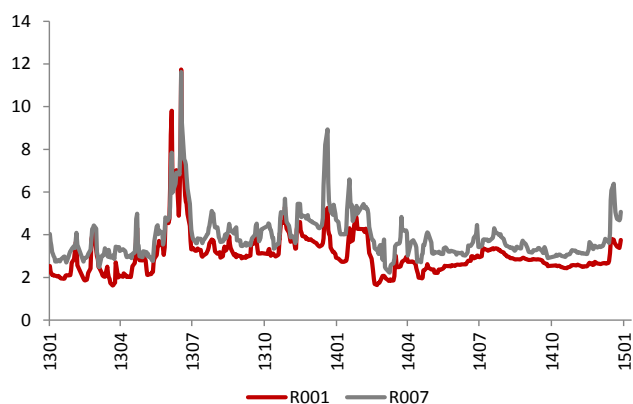
货币政策：降息效果在 387 号文之后有望显现

12 月份资金利率大幅上升的原因在于银行预期同业存款缴纳存款准备金导致银行间资金面紧张，但 387 号文打消此种顾虑之后，资金利率有望逐步下降。

11 月 19 日国务院提出新“融十条”意图降低企业融资成本，11 月 21 日央行宣布降息，但货币利率反而上升，原因在于银行预期同业存款缴纳存款准备金，按照 10 万亿的同业存款估算，需要上缴 2 万亿存准，直接导致了银行间资金面紧张，资金利率大幅上升。

但随着央行 12 月 27 日下发 387 号文，宣布同业往来项下统计的存款纳入各项存款范围，而且暂时不交准备金，资金利率出现了明显的下降。

图 3：降息之后回购利率反而上升



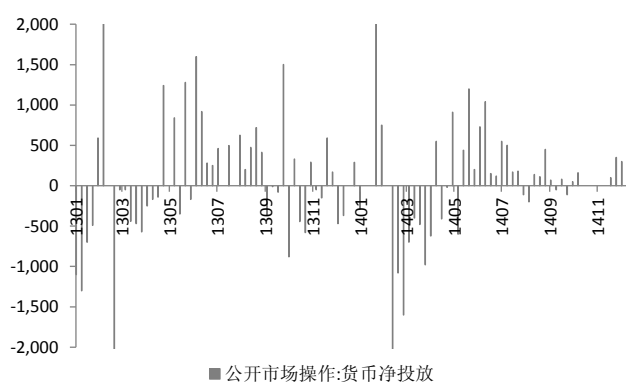
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 4：票据利率也大幅上升



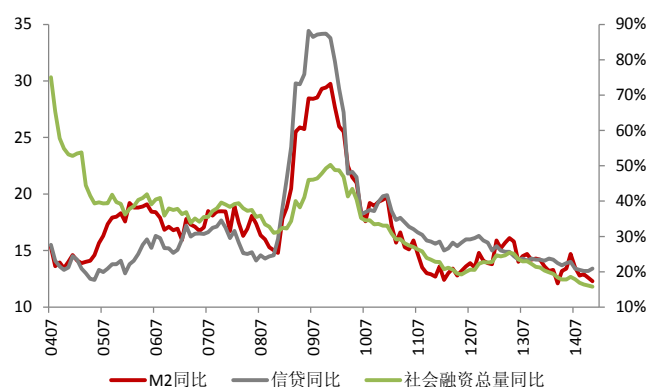
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 5：公开市场操作



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图 6：信贷、货币供应量



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

财政政策：基建项目加速批复

近期发改委批复基建项目的公布速度明显加快。10 月份以来，发改委公布的基建类批复项目总规模达到 8589 亿元。

表格 1：发改委公布被批复项目的速度明显加快

公布日期	文件	项目投资规模/资金安排（亿元）
2014/11/20	关于上海国际航运中心洋山深水港区四期工程项目核准的批复	128.48
2014/11/15	关于新建柳州至梧州铁路项目建议书的批复	196

2014/11/15	关于多伦至丰宁铁路多伦至塔黄旗段复线工程核准的批复	64.9
2014/11/15	关于新建兰州至合作铁路可行性研究报告的批复	104.57
2014/11/15	关于成昆铁路峨眉至米易段扩能工程可行性研究报告的批复	453
2014/11/15	关于建银川至西安铁路可行性研究报告的批复(发改基础[2014]2243号)	708.5
2014/11/5	关于新建南昌至赣州铁路客运专线可行性研究报告的批复	532.5
2014/11/5	关于新建祥云至临沧铁路项目建议书的批复	155
2014/11/5	关于新建连云港至镇江铁路可行性研究报告的批复	464.62
2014/11/5	关于南昆铁路南宁至百色段增建二线工程可行性研究报告的批复	98.83
2014/11/5	关于新建格尔木至库尔勒铁路可行性研究报告的批复	376.4
2014/11/5	关于新建衢州至宁德铁路可行性研究报告的批复	304.85
2014/11/5	关于新建和顺至邢台(小康庄)铁路可行性研究报告的批复	66.4
2014/10/30	关于新建蒙西至华中地区铁路煤运通道可行性研究报告的批复	1930.4
2014/10/30	关于新建大同至张家口铁路客运专线项目建议书的批复	179.9
2014/10/30	关于新建川藏铁路拉萨至林芝段可行性研究报告的批复	366
2014/10/22	关于新建黔江至张家界至常德铁路可行性研究报告的批复	384.4
2014/10/22	关于新建商合杭铁路芜湖长江公铁大桥及相关工程可行性研究报告的批复	86.46
2014/10/22	关于新建郑州至万州铁路项目建议书的批复	974.3
2014/10/22	关于新建吉林省松原民用机场工程可行性研究报告的批复	7.84
2014/10/22	关于新建青海省果洛民用机场工程可行性研究报告的批复	11.33
2014/10/22	关于新建内蒙古扎兰屯机场工程可行性研究报告的批复	4.67
2014/10/22	关于新建云南省澜沧民用机场工程可行性研究报告的批复	15.33
2014/10/22	关于新建贵州省仁怀民用机场工程可行性研究报告的批复	15.73
2014/10/16	关于辽宁锦州港至内蒙古白音华铁路扩能工程核准的批复	256.38
2014/10/16	关于调整新建大理至瑞丽铁路建设内容和总投资的批复	257.3
2014/10/16	关于新建玉溪至磨憨铁路项目建议书的批复	445.1

资料来源: 国家发改委网站, 华泰证券研究所

宏观经济: 仍在下行但有望企稳

短期国内经济增速仍在下滑, 但地产销售大幅回升有望支撑经济企稳。政策层面, 政策发力“稳增长”, 发改委批复项目加速, 央行通过 387 号文配合降息试图降低企业融资成本。经济层面, 房地产销量大幅回升, 部分周期品开始涨价(动力煤), 而且出口集装箱运价指标小幅回升, 判断未来经济有望企稳。流动性仍将宽松, 油价大跌加剧全球通缩风险, 美国加息可能延后, 而欧央行行长德拉吉更暗示欧央行将启动大规模购买政府债券的全面 QE; 国内央行有望通过降准进一步促使商业银行放贷。

海外经济: 油价下跌加剧全球通缩风险

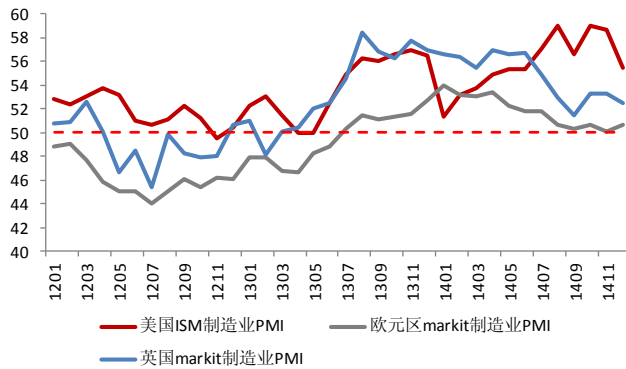
12月以来 WTI 原油现货价格跌至接近 50 美元/桶, 较 6 月份 107.26 美元的高位下跌超过 50%。国际油价的持续下跌和主要经济体经济需求的低迷正在对各国经济产生不利影响, 全球通缩风险加大。

经济复苏趋势最好的经济体美国、英国的经济领先指标开始下行。美国 12 月供应商协会(ISM)制造业指数出现超预期下跌, 从上月的 58.7 大幅跌至 55.5; 英国 12 月的制造业 PMI 也出现大幅下滑。从本月中期的美联储议息决议来看, 联储已经开始关注外部需求疲软和油价的持续下行对经济和通胀可能造成的影响, 比如美国 11 月的进口价格指数已经领先于国内物价指数出现下跌, 如果之后经济指标和通胀状况继续出现回落, 联储可能会推迟加息时间。

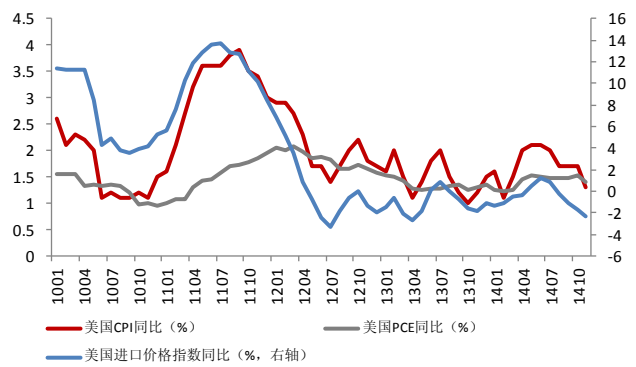
油价下跌使得欧元区通缩风险进一步显现。11 月欧元区通胀水平下降至 0.3% 的低位, 12

月的预期通胀水平更是跌至-0.1%，扣除能源和非加工食品后的核心通胀也呈现疲软态势，预期维持在0.7%的水平。

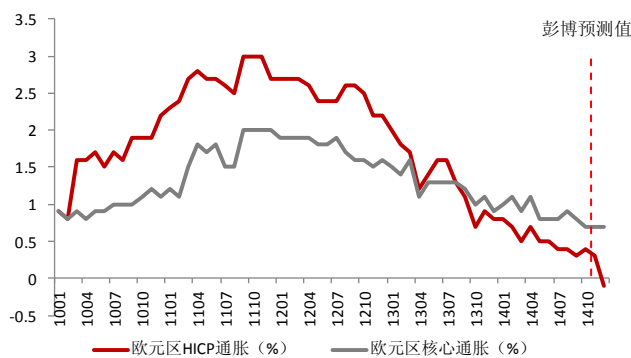
今年6月以来，日本国内通胀水平连续六个月出现下降，下行压力明显增大。随着安倍政府的胜选连任，预计日本央行未来仍将通过释放流动性，以改善通胀状况。

图 7: 美、英 12 月制造业 PMI 超预期下降


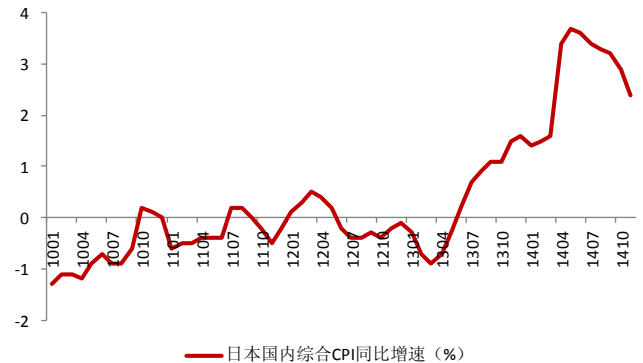
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图 8: 美国进口价格指数领先物价指数下跌


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图 9: 油价下跌加剧欧元区通缩风险


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图 10: 日本通胀水平下行压力增大


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

领先指标: 持续回落, 但地产销售反弹有望支撑经济

经济领先指标持续回落。12 月份中采 PMI 为 50.1, 7 月份以来连续第五个月下行, 也是 2009 年以来最低的 12 月份; 汇丰 PMI 为 49.6, 时隔 6 个月之后再次回到荣枯线之下。

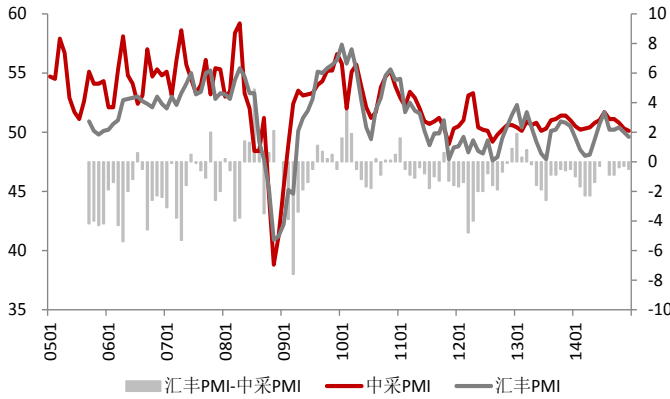
工业产出方面, 11 月份工业增加值同比 7.2%, 较上月的 7.7% 大幅下滑, 也大幅低于一致预期的 7.5%; 季调环比 0.52%, 是 2011 年以来最低的 11 月份环比增速。

投资方面, 11 月份固定资产投资累计同比 15.8%, 低于上月的 15.9%, 也是连续第五个月下滑; 当月同比 14.3%, 与上月基本持平。

出口方面, 11 月份出口同比 4.7%, 相比上月的 11.6% 大幅下滑, 原因在于海外经济景气度下滑, 12 月份外需指标进一步恶化, 未来出口趋势难以乐观。12 月份美国制造业 PMI 指数 55.5, 较上月的 58.7 大幅下降。

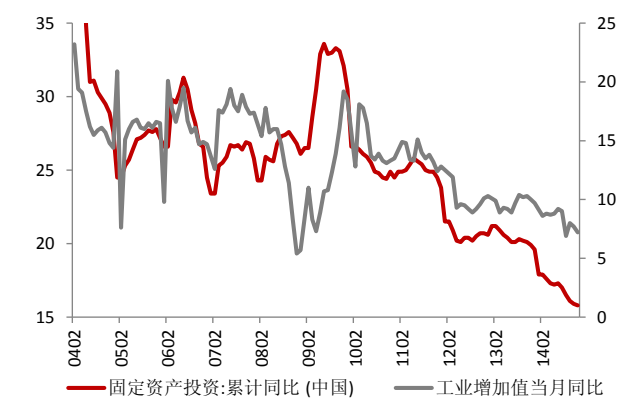
消费方面, 社会消费品零售总额小幅回升。社会消费品零售总额同比 11.7%, 较上月的 11.5% 小幅回升, 今年以来总体维持低位; 但环比增速从 0.98% 下降至 0.89%。

图 11: 中采、汇丰 PMI 持续下滑



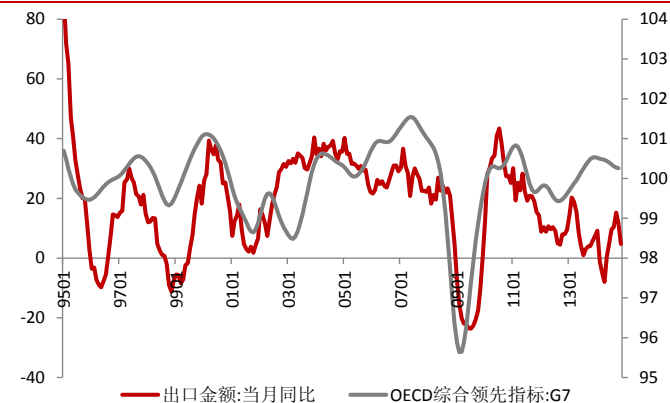
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 12: 投资、工业产出持续下滑



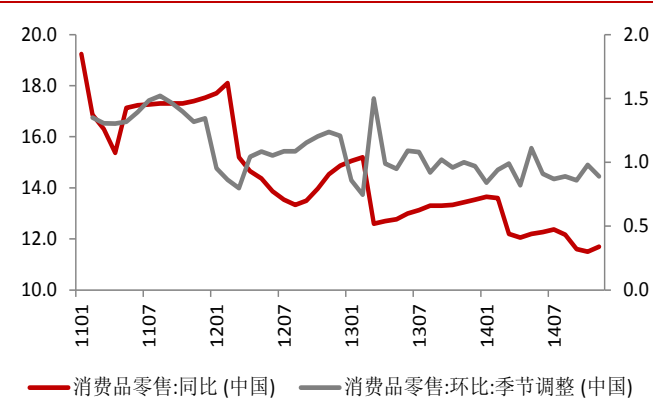
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 13: 出口增速大幅下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

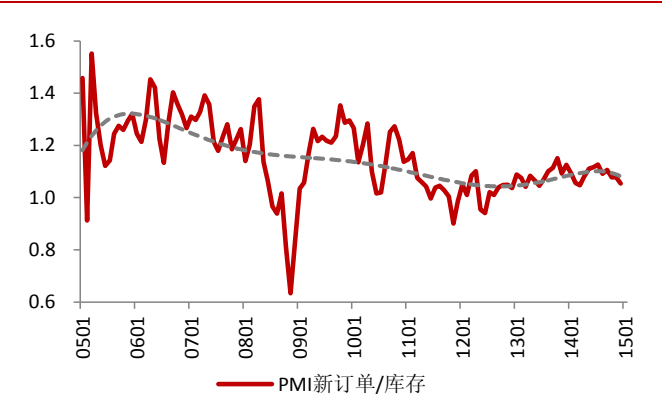
图 14: 社会消费品零售同比回升, 但环比下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

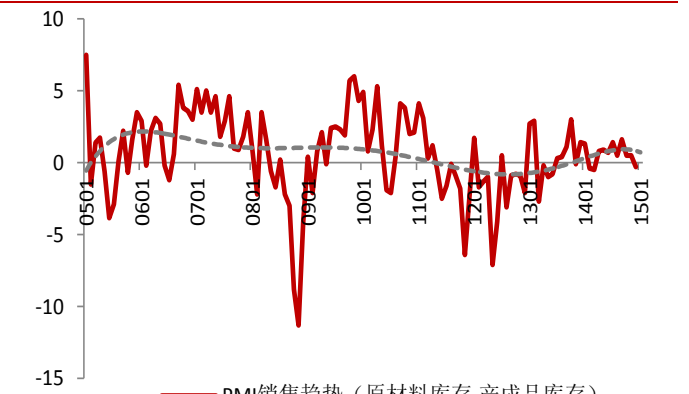
PMI分项指标体系显示企业收入大幅下滑, 但利润率小幅回升。12月份季调后 PMI 新订单 50.4, 产成品库存 47.8, 订单库存比 1.05, 低于上月的 1.08; 企业销售趋势 (原材料库存-产成品库存) 和收入趋势 (生产量-库存) 持续下行, 利润率趋势 (新订单-购进价格) 小幅回升, 主要是油价为主的购进价格大幅下降。

图 15: PMI 订单库存比下降



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 16: PMI 销售趋势指标下行



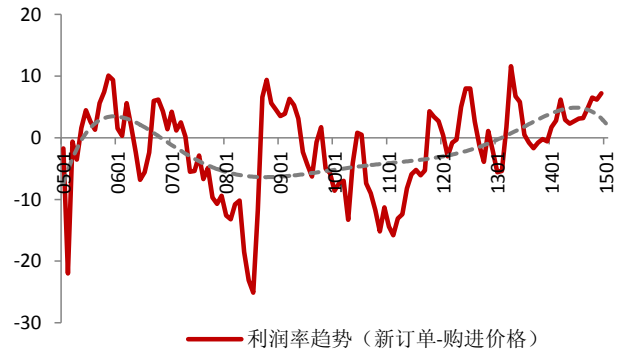
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 17: PMI 收入趋势指标下行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 18: PMI 利润率趋势指标上升

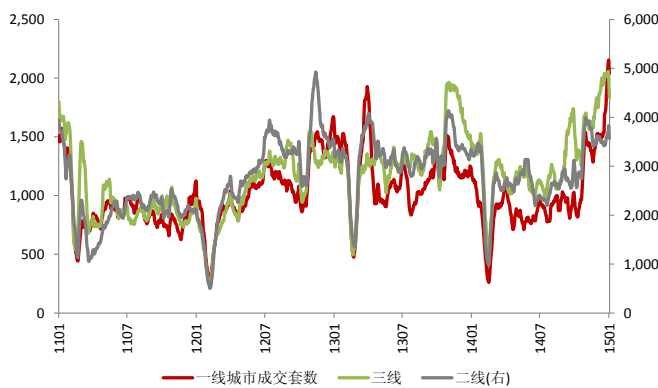


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

12 月份房地产日成交大幅回升。12 月三十大中城市房地产日成交持续放大，日均销售面积 80.4 万平方米，同比增长 28%，较 11 月份的 3.7% 大幅回升。

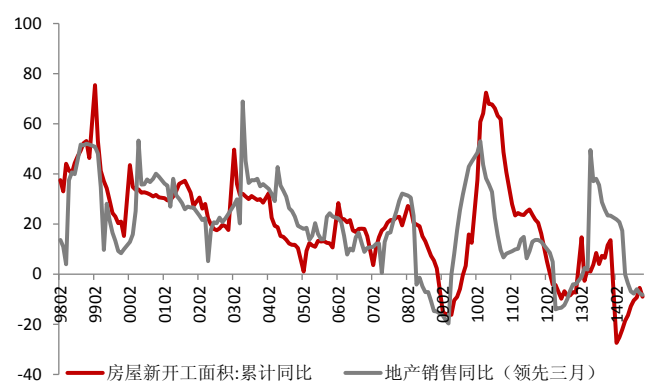
11 月份房地产新开工面积同比增速下滑，但随着销售回升，未来的新开工有望企稳。11 月房地产新开工面积同比-9%，较上月的-5.5% 进一步下滑，由于新开工滞后于销售大约三个月，10 月份以来销售面积逐步回升，未来的新开工有望企稳。

图 19: 12 月份房地产日成交大幅回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 20: 房地产新开工滞后于房地产销售

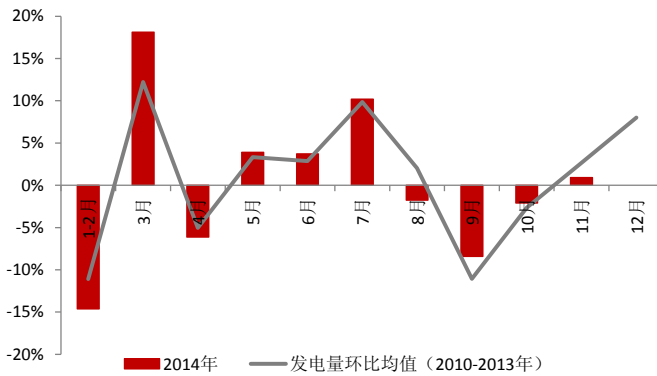


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

印证指标: 11 月数据环比较弱, 但 12 月以来有所好转

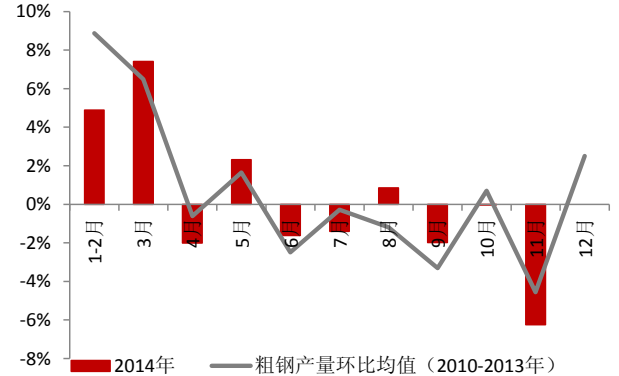
11 月份印证经济趋势的指标仍然较弱, 但 12 月份数据环比有望好转。11 月份发电量环比 0.9%, 低于历史均值 2.7%; 粗钢产量环比-6.3%, 低于历史均值-4.6%; 货物周转量环比 0.6%, 好于历史均值-1.3%; 货车销量环比 11.2%, 好于历史均值 4.3%。12 月六大发电集团发电量环比 11.2%, 好于历史均值 8%; 上、中旬的粗钢产量环比 8.9%, 大幅高于历史均值 2.5%。

图 21: 11月发电量环比弱于历史均值



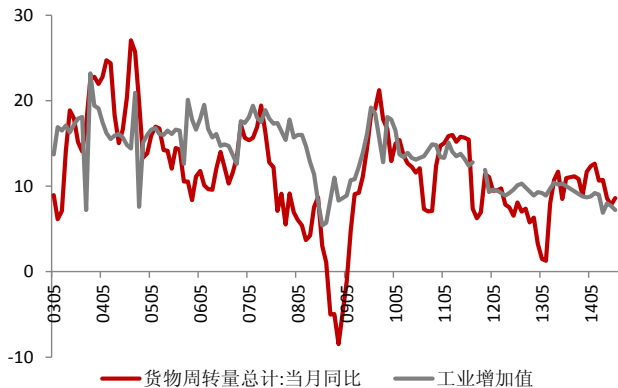
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 22: 11月粗钢产量环比低于历史均值



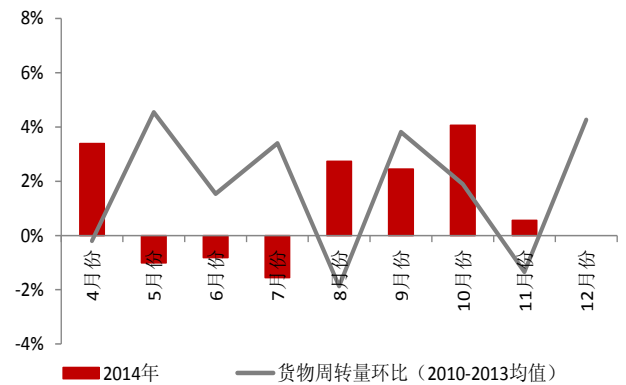
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 23: 货物周转量同比企稳



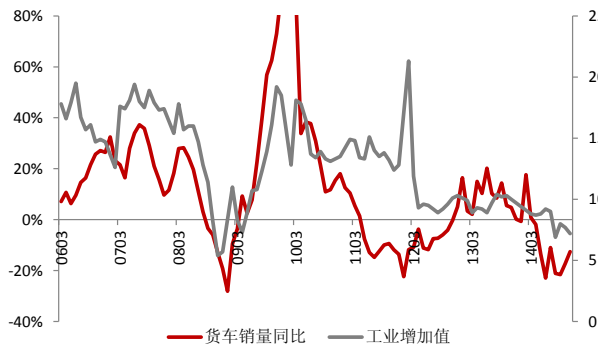
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 24: 11月份货物周转量环比好于历史均值



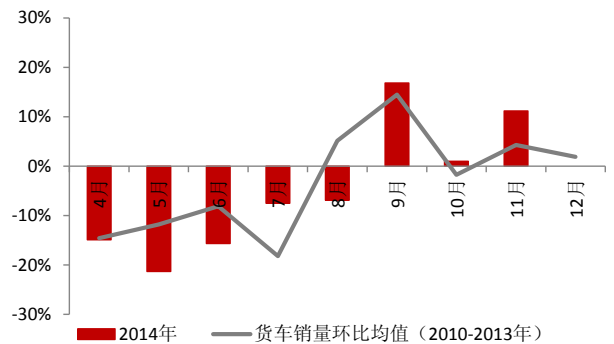
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 25: 货车销量是经济的印证指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 26: 11月份货车销量环比好于历史均值



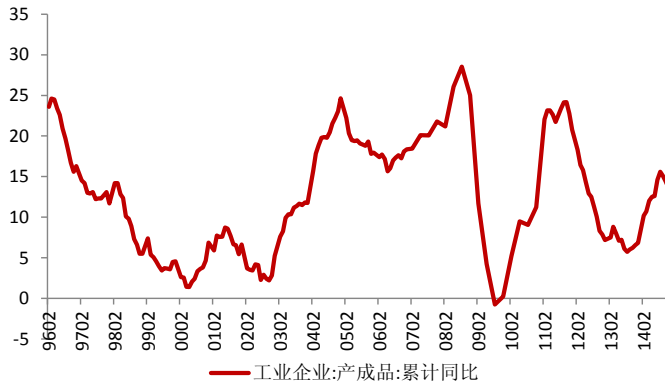
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

库存周期: 主动去库存阶段

库存周期角度, 前期稳增长的政策信号带动的企业补库存阶段在 8 月份结束, 9 月份以来进入主动去库存阶段。11 月工业库存继续下降, PMI 原材料库存下降, 而产成品库存增加。11 月份工业库存同比 13.6%, 低于上月的 14.4%。12 月份 PMI 原材料库存 47.5, 低于上月的 47.7, 产成品库存从上月的 47.2 上升至 47.8。

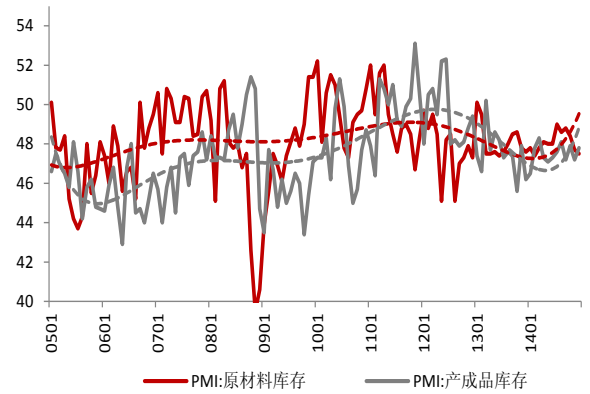
从周期性行业的库存情况来看, 进入施工淡季钢铁、机械库存大幅下降, 供热需求带动煤炭库存上升。

图 27: 11月工业库存同比增速下行



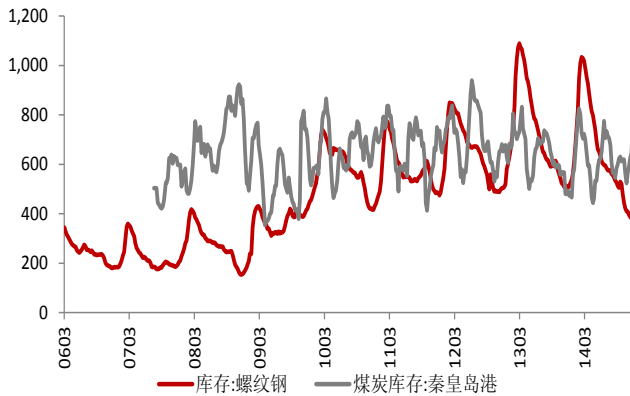
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 28: PMI 原材料库存下降, 产成品库存增加



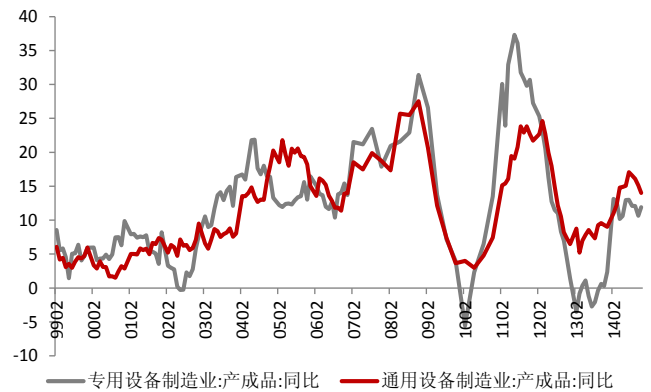
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 29: 钢铁库存大幅下降, 煤炭库存上升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 30: 通用设备库存下降, 专用设备库存维持高位

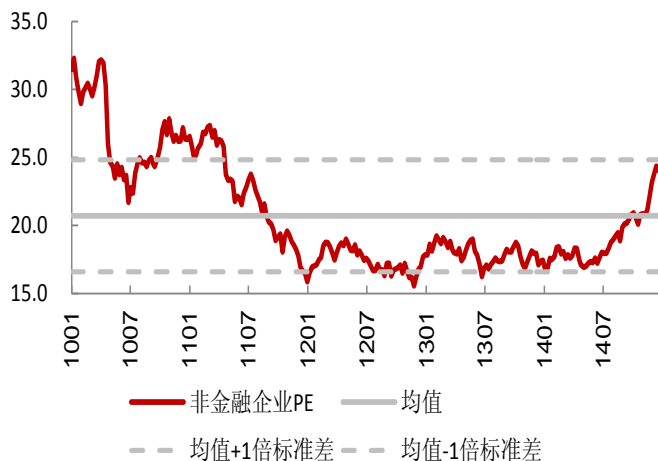


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

市场估值: 非金融企业估值修复趋于结束

经过7月份以来的大幅上涨, 我们认为非金融企业的估值修复过程可能趋于结束, 而银行业估值尚有提升空间。非金融企业方面, TTM PE 从6月份的17倍大幅上升至24倍, 接近2010年以来估值的均值以上一倍方差的位置。银行业来看, TTM PE 从7月份之前的4.6倍大幅上升至7倍, 但仍低于2010年以来的均值7.4倍。

图 31: 非金融企业 PE 估值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 32: 银行业 PE 估值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业配置：增量资金和存量资金两条投资主线

资金推动的行情中密切跟踪资金偏好的方向，增量资金偏好低估值、低持仓、高流动性的行业方向，关注银行、房地产、食品饮料；存量资金偏好业绩超预期的行业方向，关注家电、传媒。

短期来看虽然流入股市的资金量开始下降，但央行维持宽松流动性的背景下，资金流入的趋势尚未逆转，市场的结构性行情也将延续，总结前期领涨行业的特征，包括低估值、低持仓、高流动性、有基本面支撑，未来可以关注符合上述特征的房地产、食品饮料行业，以及估值仍低于历史均值的银行。

存量资金的定价权仍然在于机构投资者，增量资金趋弱的情况下，机构投资者青睐的业绩主线将重新获得超额收益，关注业绩可能超预期的家电、传媒。根据目前已公布年报盈利预告的情况来看，家电、传媒行业的盈利预告好于一致预期的盈利预测。

增量资金：低估值、低持仓、高流动性的银行、房地产、食品饮料

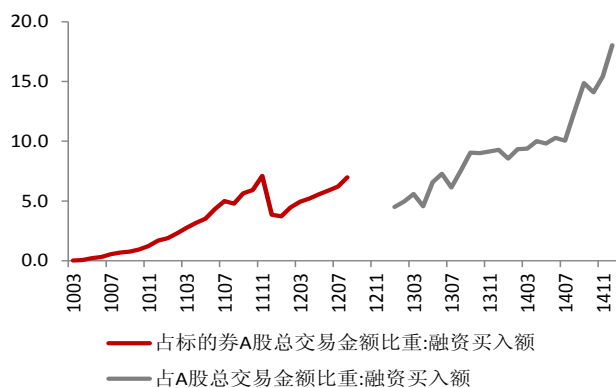
短期来看虽然流入股市的资金量开始下降，但央行维持宽松流动性的背景下，资金流入的趋势尚未逆转，市场的结构性行情也将延续，总结前期领涨行业的特征，包括低估值、低持仓、高流动性、有基本面支撑，未来可以关注符合上述特征的房地产、食品饮料行业，以及估值仍低于历史均值的银行。

11月21日央行宣布降息以来，增量资金加速进入股市，推动市场大涨29%。以两融为例，11月20日全市场融资余额约7500亿，而到12月19日突破10000亿。开户数来看，股票周开户数超过90万户，基金周开户数超过50万户，已经达到了2007年5月份的历史高位。

市场大涨32%的背景下仅有4个行业跑赢指数，呈现出显著的结构特征。包括非银金融（85.9%）、银行（54.5%）、建筑（48.6%）、钢铁（33.2%），总结领涨行业的特征，1、低估值；2、流动性好，大盘股的流动性较好，资金进出的价格冲击较小；3、持仓集中度低，本轮上涨之前机构大幅低配金融股；4、有基本面支撑，券商股受益于降息降低融资成本和市场交易量大幅放大，建筑受益于“一路一带”的建设预期，银行受益于同业存款纳入一般存款但暂时不缴存款准备金等。

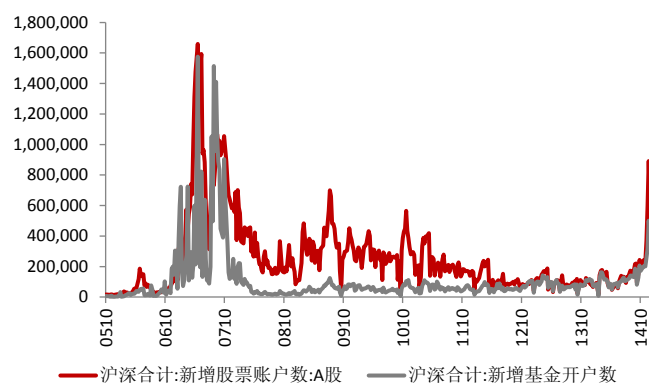
向前看，虽然短期流入股市的资金量有所下降，但央行维持宽松流动性的背景下，资金流入的趋势尚未逆转，未来可以关注银行、房地产、食品饮料行业。

图 33: 融资买入占市场交易量比重



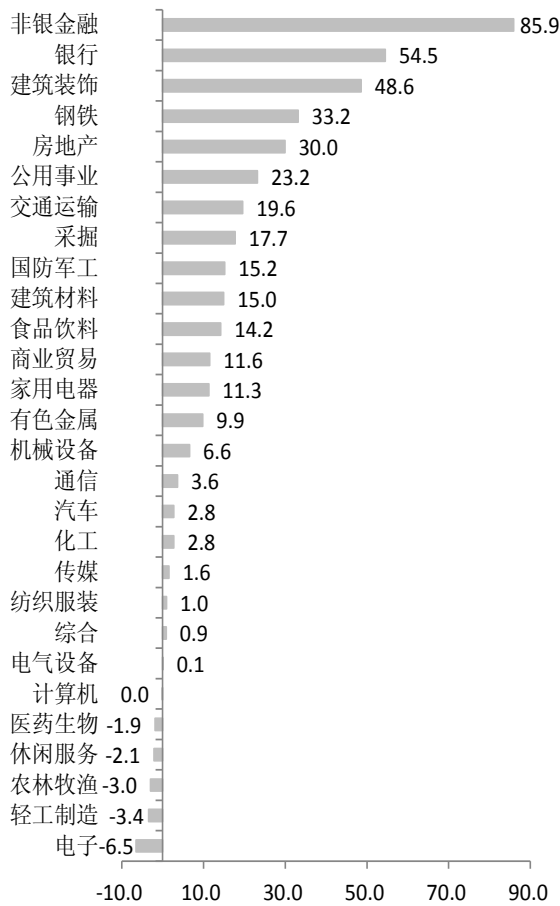
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 34: 开户数回到牛市阶段



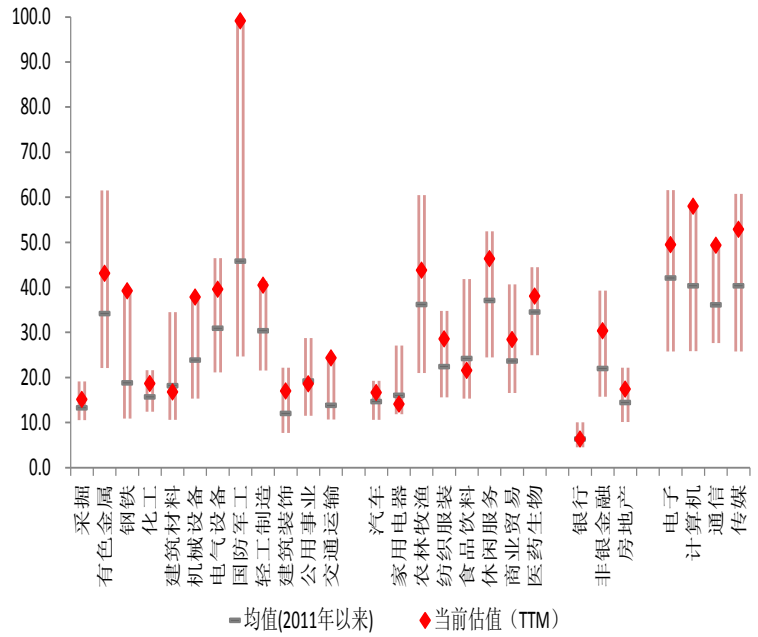
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图 35: 行业收益率 (11.21-12.31)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图 36: 行业估值



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

存量资金: 业绩超预期的家电、传媒

存量资金的定价权仍然在于机构投资者, 增量资金趋弱的情况下, 机构投资者青睐的业绩主线将重新获得超额收益, 关注业绩可能超预期的家电、传媒。目前已公布年报盈利预告的上市公司共有 1040 家, 其中 843 家明确业绩上下限, 我们统计的分行业的盈利情况来看, 家电、传媒行业的盈利预告好于一致预期的盈利预测, 而电气设备、轻工、农业、纺织服装、商贸、电子行业的盈利预告大幅低于一致预期的盈利预告, 未来需要防范其业绩低于预期的风险。

表格 2: 分行业年报盈利预告

行业	预告公司占行业比重	预告上限	预告下限	预告均值	2014 年一致预期	盈利预告-盈利预测
采掘	1%	-38%	-49%	-43.4%	-14%	-29%
有色金属	17%	112%	46%	79.0%	-2%	81%
钢铁	13%	-182%	-205%	-193.4%	63%	-256%
化工	13%	43%	8%	25.3%	12%	13%
建筑材料	21%	49%	8%	28.8%	28%	1%
机械设备	25%	36%	3%	19.5%	20%	-1%
建筑装饰	14%	32%	7%	19.6%	18%	2%
电气设备	41%	94%	52%	73.2%	136%	-63%
轻工制造	75%	35%	8%	21.3%	59%	-38%
国防军工	16%	5%	-30%	-12.2%	71%	-83%

交通运输	3%	167%	121%	143.9%	24%	120%
公用事业	2%	134%	99%	116.3%	24%	92%
汽车	8%	35%	12%	23.1%	25%	-2%
家用电器	49%	67%	47%	57.0%	37%	20%
农林牧渔	51%	41%	-10%	15.3%	82%	-66%
纺织服装	55%	18%	-11%	3.5%	44%	-41%
食品饮料	18%	-2%	-23%	-12.4%	-1%	-11%
休闲服务	-3%	-230%	-50%	-139.9%	48%	-188%
商业贸易	30%	-41%	-62%	-51.6%	4%	-56%
医药生物	30%	43%	18%	30.6%	34%	-3%
银行	1%	20%	10%	15.0%	10%	5%
非银金融	0%	-40%	-60%	-50.0%	47%	-97%
房地产	15%	22%	-6%	8.1%	32%	-24%
电子	63%	41%	16%	28.6%	45%	-16%
通信	47%	96%	58%	77.1%	84%	-7%
计算机	90%	56%	28%	41.8%	47%	-5%
传媒	32%	92%	54%	73.3%	57%	16%
综合	19%	20%	-18%	0.7%	131%	-130%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

结论: 市场震荡, 请系好安全带

增量资金入市推动了本轮市场的大幅上涨, 但近期流入股市的资金量开始下降, 而且历史上巨量换手之后市场震荡概率加大, 目前市场估值已提升至历史均值上方, 未来市场可能进入高位震荡阶段, 但破位下跌的风险不大, 因为央行维持宽松流动性的背景下, 资金流出尚未看到。市场的结构性行情仍将延续, 关注符合增量资金低估值、低持仓的投资标准的银行、房地产、食品饮料, 以及存量资金偏好的业绩超预期的家电、传媒。

风险提示

本报告是从策略角度来分析市场投资机会, 个股不作推荐, 提及的个股存在行业研究员尚未覆盖的可能性。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码: 210000

电话: 8625 84457777/传真: 8625 84579778

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码: 518048

电话: 86755 82493932/传真: 86755 82492062

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码: 100034

电话: 8610 68085588/传真: 8610 68085588

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/ 邮政编码: 200120

电话: 8621 50106028/传真: 8621 68498501

电子邮件: ht-rd@mail.htsc.com.cn