

亲历股市牛熊周期的操盘心得

投资笔记

TOUZI BIJI

陈德义 著

投资交易的本质是低买高卖



顺应趋势，做价值投资

陕西新华出版传媒集团



陕西科学技术出版社

Shaanxi Science And Technology Press

亲历股市牛熊周期的操盘心得

投资笔记

TOUZI

BIJI

陈德义 著

陕西新华出版传媒集团



陕西科学技术出版社

Shaanxi Science And Technology Press

图书在版编目 (CIP) 数据

投资笔记 / 陈德义著. — 西安: 陕西科学技术出版社, 2017.2

ISBN 978-7-5369-6835-6

I. ①投… II. ①陈… III. ①投资—中国—文集 IV. ① F832.48-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 278199 号

投资笔记

出 版 者 陕西新华出版传媒集团 陕西科学技术出版社

西安北大街 131 号 邮编 710003

电话 (029) 87211894 传真 (029) 87218236

<http://www.snstp.com>

发 行 者 陕西新华出版传媒集团 陕西科学技术出版社

电话 (029) 87212206 87260001

印 刷 西安西法大印刷厂

规 格 720mm × 1000mm 1/16

印 张 13.25

字 数 120 千字

版 次 2017 年 3 月第 1 版

2017 年 3 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-5369-6835-6

定 价 29.50 元

版权所有 翻印必究



序 言

对投资交易人员而言,思考是永远不能停止的。因此,我们以最新的交易策略思考作为本书的序言。

上证指数 2960 点,创业板指 2150 点附近,各主要指数成分股 TTM 市盈率的中位值,上证 50 为 12 倍,沪深 300 为 22 倍,中证 500 为 37 倍,创业板指为 64 倍。目前的位置和估值具有一定的价格泡沫,不过从长期成长前景来看,并不昂贵。和历史估值水平比,也有一定的吸引力。

中国经济的内在韧性是由我们吃苦耐劳的品质决定的,因此我们对长期并不悲观。中长期需要处理好的问题是资产价格和汇率水平的稳定性。

2010 年 4 月上旬,中钢协重点大中型钢企旬度粗钢日产量 168.63 万吨,环比增长 3.39%,钢材库存 1291.37 万吨,环比增长 7.12%。2016 年 4 月上旬大中型钢厂粗钢日产量环比明显增长应主要源于高盈利刺激之下,钢厂提升了其高炉利用系数。相比于粗钢日产而言,4 月上旬钢厂钢材库存回升无论是环比还是相比于往年均较快,显示出钢厂库存有所堆积。在此情况下,4 月上旬贸易环节钢材社会库存去化依然较为顺利,或许表明,虽然下游采购力度依然较大,但钢贸环节出于谨慎等考虑并未显著放大补库量。对工业品的价格回升可持续性,我们开始比较怀疑。

短期而言,资金面不济。2016 年解禁市值总体小于 2015 年,月度解禁压力高峰出现在 1 月、6 月、11 月和 12 月,其中 12 月单月解禁市值最大。

从市场表现来看,主题交易机会也很有限。无人驾驶主题是本轮最强的风口,但可能也到了收割的时候。中国股市大多数时候都是没有增量资金入市的,要适应市场存量博弈的格局。2004 年以前,A 股曾有很多庄家。如果我们把现在的指数看成一个庄股,再回忆一下庄股的运作特点,这将是一个有趣的视角。成功的庄

家总是要谋利的,当其筹码足够多时,可能采取向上拉升的策略。但是好的庄家也是结合基本面顺势而为的,所以也可能选择横盘震荡高抛低吸,甚至在利空消息影响下选择向下洗盘。这样的视角也许会对我们的操作带来一些启发。从期指的贴水幅度看,IC1612 相对现货贴水 17.8%,IF1612 贴水 8.3%,IH1612 贴水 4.5%。可见期货市场看跌,现货价格没有吸引力。

策略选择:

影响大盘走势的主要因素,利好方面主要是资金面宽松,实体经济的复苏、降低融资成本、维持资产价格,都需要利率政策的有力支撑,若不能兑现则演变为利空。此外,最大的利空因素是美元可能的加息,因为在过去的升值推升资产价格到高位之后,美元加息引发的人民币贬值预期将对市场形成很大的压力,这在去年 8 月和今年 1 月已经演变为大幅度的股市调整。今年要降低收益率期望值,减仓,精选个股,低仓位运作。如果持续降息超预期,可以再乐观点。震荡市里,精选个股战胜市场是王道。今年我们将继续坚持精选股票做定向增发,此策略既是长期投资,又有一定的价格折扣保护。我们接下来静心选股,布局于中长线投资。

陈德义

2016 年 4 月 26 日,于上海浦东

目 录

第一章 试 盘	(1)
第二章 熬 底	(5)
第三章 从收敛到发散	(29)
第四章 大象起舞	(63)
第五章 当风来的时候	(85)
第六章 股灾 1.0	(104)
第七章 对人民币汇率贬值的忧虑	(119)
第八章 灾后重建,抢收抢种	(122)
第九章 危机再临	(145)
第十章 震荡市	(157)
第十一章 2016 年 5 ~ 8 月投资笔记摘要	(178)
后 记	(203)

第一章 试 盘

20140214

近期传统产业走得比较强,和近期的宏观数据显示的央行货币政策没法再紧、流动性的松动预期有关。

2014 年 1 月 PPI 同比降幅扩大至 1.6%,环比下降 0.1%。环比降幅也结束此前连续 3 月持平后再度下滑,PPI 数据的持续走弱显示工业经济状况不容乐观。

目前的反弹基本面基础较弱,仓位不宜高。

本周已经完善了风控条例和内部研究工作指引,对重点股票完成了若干个个股项目计划。

目前个人比较感兴趣的公司有万科等。

研究团队建设:资讯系统、卖方研究所服务逐步到位。上半年争取再到位 2 名研究员,分别为食品医药和新兴产业方向的研究人员。

万科后来的表现远远超出我们的预期

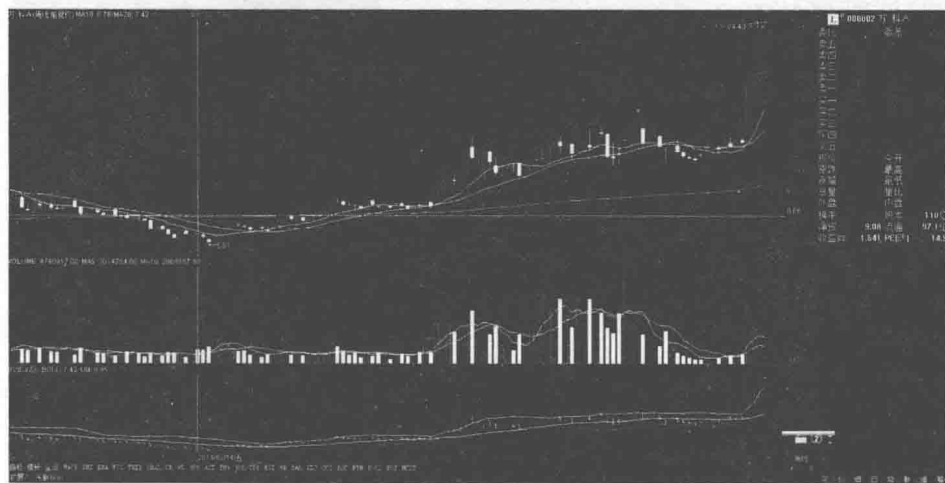


图 1 万科股票走势图

20140221

从 PMI 数据来看,一季度经济下滑迹象显现出来,上游存货大幅增加,目前的反弹基本面基础较弱。

我们重点把握三类机会:低估值,预期不会更坏的行业和公司;大消费行业稳健成长;新兴产业高成长的个股机会。

本周个人比较感兴趣的公司有中国建筑等。

“一带一路”使中国建筑后来成为飞猪

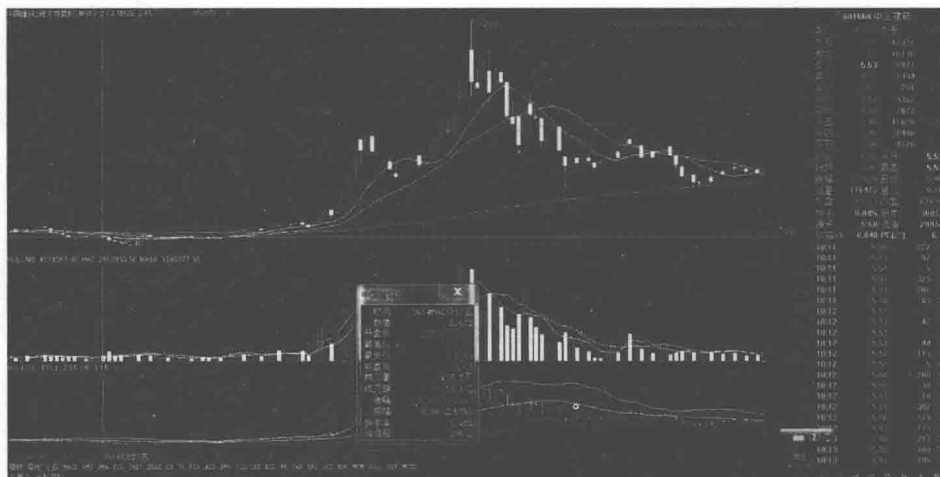


图 2 中国建筑股票走势图

20140228

机构仓位处于高位,政策又处于真空期,因而投资者对利空传闻格外敏感。

中国建筑:业绩预增,公司 2013 年度归属于上市公司所有者的净利润预计同比增长 20% 以上。测算每股收益 0.63 元以上,2013 PE 4.5 倍。

对行业空间大、核心竞争力强、业绩有望超预期的个股,利用市场下跌的时机缓慢增仓到 20% 以上。

20140314

万科 B 股转 H, 年报高分红, 股价反弹 5.8%。前 2 个月工业增速骤降至 8.6%, 其中中游原材料和上游采矿业下滑明显, 主要工业产品增速大多回落。工业增速显著放缓, 住房相关消费明显下降。3 月经济可能存在小幅改善, 但是经济趋势仍将继续回落。刺激内需政策将出手; 财政政策刺激政策将出台; 货币政策将维持较为宽松的状态; 加快推动改革, 刺激民间资本活力。

2000 点之下逐步加仓, 底部确认之前仓位不超过 50%。

下周重点研究食品、医药、传媒、旅游几个行业及中概股策略。

第二章 熬 底

20140321

H 股, 东江环保可以关注:

政府对工业及生活固体废弃物的严格管理, 使废弃物处理需求量刚性增长。受需求推动影响, 未来几年公司处置能力将由目前的 41 万吨/年增加至 2015 年的超 110 万吨/年, 2 年增加 1.7 倍; 近两年, 铜等金属价格大幅下跌影响公司利润增长, 对此公司将提升固废无害化处置比例, 对铜产品进行深加工, 提升产品附加值, 另外投入 2000 万元进行铜、白银、黄金套期保值, 尽可能地规避有色金属下跌对公司盈利的负面影响; 公司已经进入餐厨垃圾、土壤修复、生活垃圾处置、沼气发电、污泥处理等业务, 在固废领域多点开花, 同时公司发行 7 亿元公司债, 在手现金 10 亿元, 资产负债率 26.6%, 有充裕的资金可以满足公司工业固体废弃物资源化、无害化业务扩张, 也可满足其他业务发展和收购重组。预计公司 2014、2015 年 EPS 1.03、1.74 元, PE 22、13 倍。

宏观分析和行业分析报告的框架。

宏观分析的主要内容如下:

1. 经济领先指标的跟踪与研究

M1、M2; 信贷; 房地产销售及开工; PMI, 总体及行业; 其他。

2. 宏观同步指标

GDP, 工业增加值; 固定资产投资; 消费, 分行业零售增长; 进出口; 发电量; 其他。

3. 宏观政策敏感指标及分析

物价, CPI、PPI; 工业库存; 财政收支增长; 利率。

4. 企业盈利分析

行业数据及财务指标比较; 行业盈利增长及盈利能力比较; 盈利预期变动; 国

际估值比较。

5. 流动性分析

资金面分析;民间借贷利率;IPO 及再融资;国际资本流动;

6. 市场情绪分析

基金仓位;市场情绪;技术分析及短期趋势;期指市场多空分析;监管政策;重大政策及事件分析。

7. 每周、每月策略要点

建议的仓位变动;股票池分析;建议的行业配置变动;个股买卖建议。

在上述数据及预测分析的基础上,形成市场一致预测表,并跟踪比较,分析预期差,并提出交易策略上的建议。

股票行业研究分析框架:用于部门内和公司内每周、每月回顾及重点行业主题讨论。

1. 行业配置建议

2. 行业驱动力分析

行业分析的框架:行业先行指标——投资增速;滞后指标——行业利润增速(收入、利润、毛利率、ROE)。

讨论对该行业投资的关键驱动因素是什么? 短期因素——通胀,汇率;长期因素——经济周期,产业结构升级,消费结构升级。行业之间的驱动力是有差异的,要特别关注各细分行业的关键因素的变化趋势,如港口行业的吞吐量,石化行业的开工率和价格,轿车行业的产销率,房地产行业的销售额和销售面积,消费品行业的市场渗透率等。

3. 建立行业驱动力的信号验证体系(参考申万研究所的研究结论)

A 股行业主要分为制造业和服务业,下游需求重点关注需求的产生,特别是房地产和汽车的需求,中游的需求可以通过下游的订单把握,材料类行业主要把握价格成本差,工业品类行业主要把握销售量。上游能源往往体现两种属性,即金融属性和商品属性,前者和流动性相关,后者与经济过热相关。重点关注美元、避险情绪、流动性和库存等指标。物流系统主要关注港口吞吐量、公路运力等指标,此类指标体现经济的活力。金融系统主要从央行、商业银行、实体部门和出口部门的资

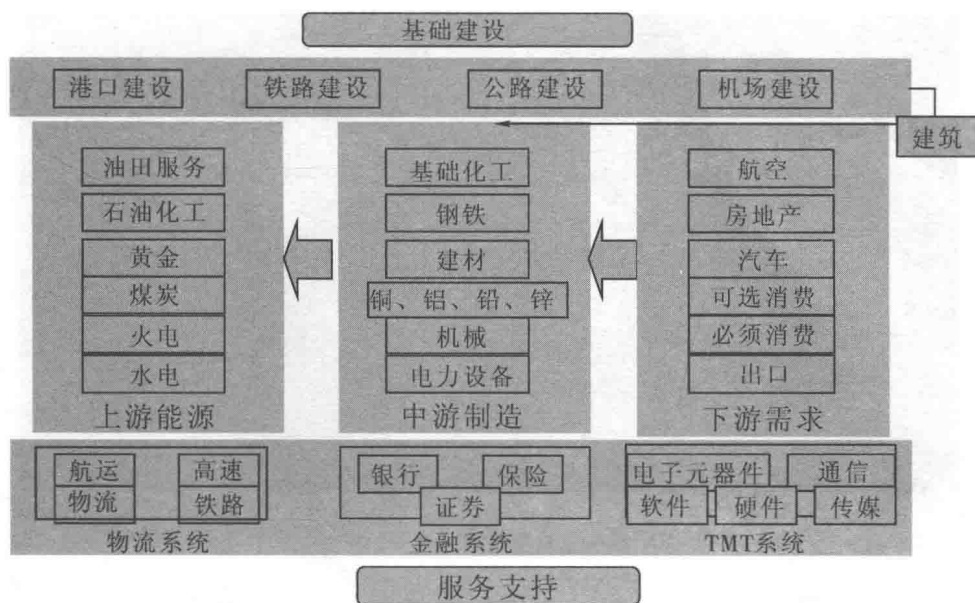


图3 行业驱动力示意图

产负债表去把握流动性和信用创造。TMT 则相对比较独立,主要关注美国的 TMT 复苏情况。

信号验证体系

A 股市场结构偏周期行业,而周期性行业主要看趋势而非估值。配置一个行业,是因为预期到某种股价驱动力的出现,但是不可能等“驱动力”出现以后再投资,需要借助“信号”来验证“驱动力”出现的概率。信号验证体系的举例:钢铁煤炭。

行业指标体系在选股上的意义:指标体系的参数变动或敏感性分析,可以直接通过损益表分析决定行业和公司的盈利预测。研究员要以损益表为标准构造 28 个申万一级行业的关键假设表,寻找驱动力和信号指标。然后再进行整合,很多行业的驱动因素是相同、因果或者互斥的。组织力量去跟踪“信号”,一旦“信号”强化我们的判断,就要持续推荐;而“信号”无法验证,就要反思推荐结论。

4. 政策分析

5. 子行业景气度分析

景气分析的基本模型如下:

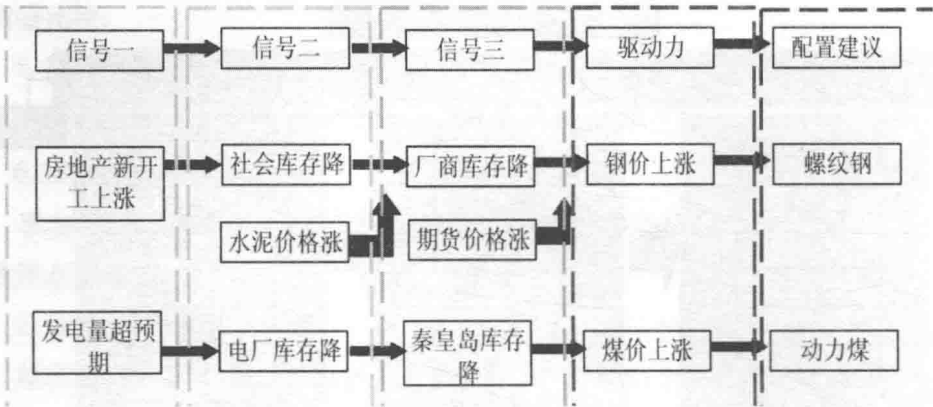


图 4 信号验证体系示意图

表 1 行业景气分析模型

	投资增速下降	投资增速上升
行业利润增速上升	景气达到顶峰	景气成长期
行业利润增速下降	景气下行	景气接近谷底

6. 行业投资价值评判

优秀公司诞生于产业政策扶持、行业整合深入、市场需求扩大、技术进步受益的行业之中。

7. 选股及重点股票调研跟踪

对投资的启发：房地产投资的下降可能是趋势性的，周期性行业受到的冲击还没有结束。东江环保是 2014 年表现最好的港股之一。

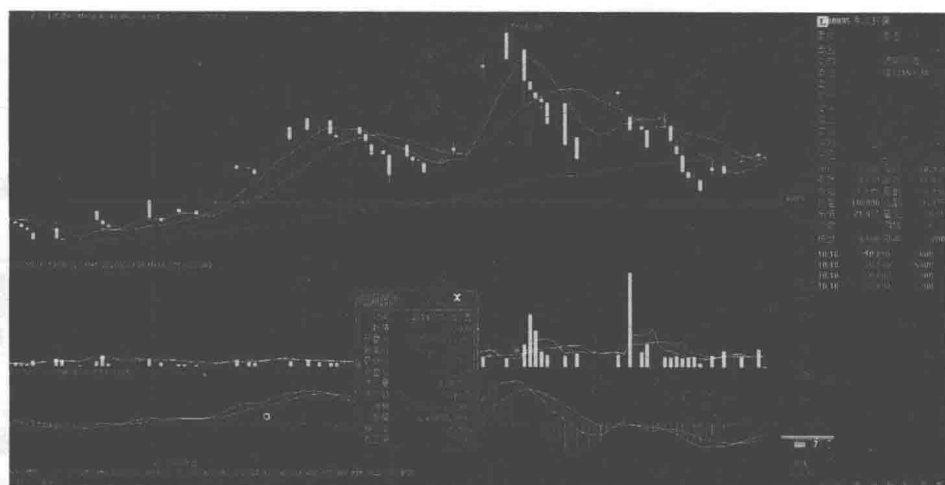


图5 东江环保港股走势图

20140404

个股研究：

上汽集团调研，未来分红能力有保障，目前估值偏低

公司 2013 年营业收入为 5633.46 亿元，同比增长 17.75%；归属于上市公司股东的净利润为 248.04 亿元，同比增长 19.53%；基本每股收益为 2.25 元。拟每 10 股派发现金股利人民币 12 元（含税）。

2013 年，公司销量规模突破 500 万辆大关，业绩增长超预期，分红比例继续大幅提升。2014 年，新车上市计划密集，合资品牌有望继续引领市场，自主品牌有望减亏。此外，集团有望受益于国企改革的大力推进。预计 2014 和 2015 年 EPS 分别为 2.50 元和 2.85 元，按当前价格算，分红收益率 8.5%，2014 年、2015 年 PE 分别为 5.1 和 4.5，估值明显偏低。关注长期配置的价值。

消费及新兴行业研究方法：

聚焦于导入期到成长期的细分行业景气度分析（参考申万研究所研究成果）。

导入期到成长期的行业经验证明股价涨速较快，其中导入期行业反复较大，成长期行业相对于概念期、成熟期、衰退期，股价表现更好。

表 2 消费及新兴行业分析体系

	导入期	成长期	代表性行业
技术驱动	行业渗透率从 0 上升到 5%，盈利不稳定，竞争者进入较快	行业渗透率从 5% 上升到 30%，出现龙头产品，盈利能力和集中度提升，融资需求多	可穿戴设备；生物质能；智能电视；新能源汽车
消费升级	行业渗透率从 0 上升到 5%，先发优势和资金壁垒，产品品种少	渗透率迅速提升，行业增速 30% ~ 50%，强化营销和产能扩充，盈利能力提升	电子烟；互联网平台；手游；冷链；智能家居；汽车电子；境外游；公路养护设备；信息服务；调味品；影视制作

续表

	导入期	成长期	代表性行业
商业模式	行业渗透率从 0 上升到 1%, 1 ~ 2 家企业, 资本开支大	渗透率迅速提升, 商业模式形成, 强化营销, 盈利能力提升	互联网金融; 在线教育; 在线医疗; 在线旅游; 商业 OTO
政府行为	目标和方案未公布, 市场预期强烈	方案启动, 政策落实	通用航空; 医疗服务; 核电; 环保

A 股的行业股价驱动力中, 政府行为和消费升级因素更为重要; 技术驱动和商业模式的创新不多, 这方面更多地要借鉴美股市场的映射。对于大众消费品行业, 重点寻找确定性强的投资品种; 而新兴行业的分析重点, 在于判断行业是否处在导入期到成长期的阶段, 以及行业的市场容量, 由此能判断优势企业的市值膨胀空间。A 股市场上倾向于欢迎概念期、导入期、成长期的行业, 但实际上许多公司在 150 亿 ~ 400 亿市值的区间将遭遇成长的瓶颈, 能成长为千亿市值以上的伟大公司是很少的。因此, 我们对成长股的研究重点将放在 150 亿元以下市值的公司, 尤其是 20 亿 ~ 50 亿市值区间的公司, 寻求成长为中型龙头公司的机会, 但是要明白大多数公司是泡沫。警惕中型龙头公司因市场风格切换和业绩不达预期带来的大幅度市值回撤。

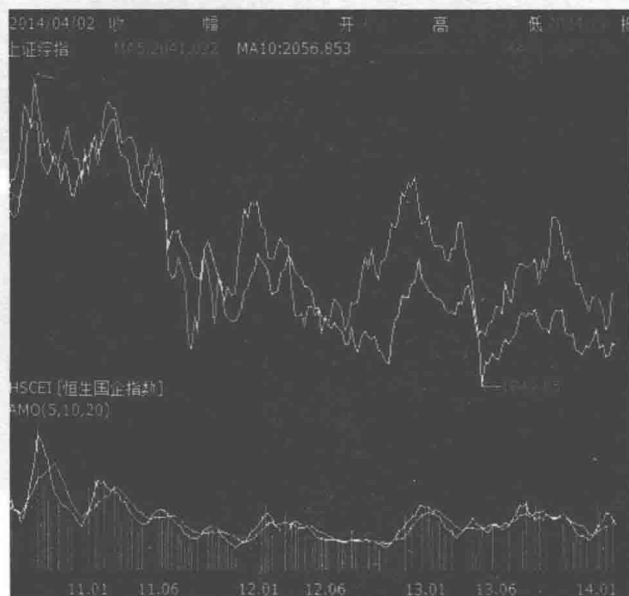


图 6 恒生指数和 A 股指数叠加走势图