

动态报告

投资策略

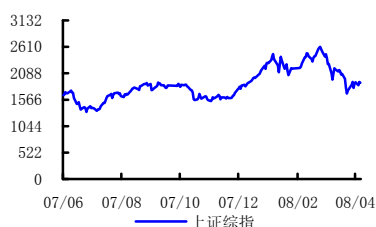
策略周报

2009 年 4 月 20 日

策略周报

股市的季节效应

一年上证综合指数走势



相关研究报告:

分析师: 赵谦

电话 021-68866295

Email zhaoqian@guosen.com.cn

分析师: 黄海培

电话 021-68864598

Email huanghpei@guosen.com.cn

分析师: 崔嵘

电话 021-68866202

Email cuirong@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

●各行业季节效应汇总

目前周期类行业存在很多交易性的机会, 而周期类行业上涨的理由主要是相关产品价格的上涨, 这里有经济见底反弹的因素, 也有一部分来自于行业自身的季节效应, 我们统计了一些行业的季节效应如下:

- 1) LME 铜: LME 铜期货价格每年大多表现出一定的季节特征, 年度高点在 4-6 月份, 这和铜下游消费有一定关系。
- 2) 空调和汽车消费的旺季都在 3-4 月份, 而房地产行业的传统销售旺季是二季度至四季度的 10 月份。
- 3) 零售: 零售企业 12-1 月是传统的旺季, 5、10 月是传统旺季, 季度上看, 一季度、四季度是旺季, 二、三季度是淡季。
- 4) 港口航运: 沿海港口的箱量是有季节性的, 各企业采购的周期一致, 每年 2 月是低点, 经验是 1 季度是低点, 4 季最好。而从中国出口集装箱运价指数可以看出, 通常 3-4 月份为阶段低点, 9-10 月份为阶段高点 (3 季度为传统旺季), 运价的季节性波动与欧美圣诞节采购, 带动亚洲商品提前 1-2 个月集中定载出口有关。
- 5) 部分化工产品: 化工产品季节性主要来自和农业相关的产品, 包括化肥和尿素, 尿素价格上半年表现更佳, 而甲醇价格往往下半年表现更佳。

目前房地产销量增速下降但仍然维持高位, 而 4 月份也是房屋销售的传统淡季, 因此暂时无法得出房屋销量是否仅是昙花一现, 我们仍然需要等待更多数据来判断房地产行业的运行趋势, 如果销售旺季 5 月份销量仍然萎缩, 那我们可以认为房地产行业仍未真正见底。其次从目前的领涨板块有色金属和采掘来看, 我们需要密切关注相关产品价格的趋势, 这决定了市场是否仍然具备上升动力。最后我们仍然认为 2 季度出口类相关行业是相对确定的板块, 值得重点关注, 原因如下: 从拉动中国经济的三个源动力来看, 政府投资高峰将在 5 月份左右, 此后拉动效应递减, 房地产销量目前萎缩, 只有出口属于触底复苏由坏变好。

●3 月份美国新屋开工和零售销售数据低于预期

3 月份新屋开工数环比下降 10.8%, 同比降幅由前月 48.3% 微升至 48.4%。新屋开工数据主要是受多户新开工大幅下降 29% 的拖累。营建许可 3 月份在连续两个月回升后, 环比下降 9.0%, 同比降幅也由 42.5% 扩大至 45.0%, 均超出预期, 为连续 2 个月回升后再次下降。月度数据的波动不足以判断趋势的改变, 我们维持 09 年美国房地产市场处于筑底阶段的判断。3 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比下降 1.1%, 远低于市场预期增长 0.2%, 在连续两个月同比回升后再次下滑; 同比降幅由 7.9% 扩大至 9.4%, 这表明美国经济在 08 年 Q4 见底, 但整体需求的回升比较缓慢, 提示市场关注未来需求回升的持续性以便判断美国经济何时走出衰退。零售销售占美国个人消费支出 PCE 的 1/2, 占其国内需求的 1/3, 虽然 3 月份零售销售出现下滑, 但实际 PCE 在 Q1 回升已基本确立。

目录

4 月关键看房屋销量变化.....	4
各行业的季节效应汇总	4
海外市场：3 月份美国新屋开工和零售销售数据低于预期	7
上周市场回顾.....	8
市场运行特征.....	11
A股市场	11
全球股市	12
市场估值水平	14
A股估值水平	14
“中国资产”估值比较	15

图表目录

图 1: LME铜月度价格(2004-2009).....	4
图 2: LME铜月度价格(1995-1999).....	4
图 3: 汽车销量季节性(2004-2009).....	4
图 4: 轿车销量季节性(2004-2009).....	4
图 5: 空调内销量月度变化.....	5
图 6: 液晶电视月度销量.....	5
图 7: 房屋销量的季节性 (2005-2008).....	5
图 8: 零售销售的季节性 (2005-2008).....	5
图 9: 港口吞吐的季节性 (2004-2008).....	6
图 10: 中国出口集装箱运价指数(CCFI)季节效应.....	6
图 11: 国内电信收入的季节性 (2005-2009).....	6
图 12: 甲醇价格下半年表现更佳.....	6
图 13: 国产尿素上半年表现更佳.....	6
图 14: 美国新屋开工量 (单位: 千户).....	7
图 15: 美国房屋营建许可同比增速.....	7
图 16: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数.....	7
图 17: 美国月度名义零售销售环比增速.....	7
图 18: 美国实际零售销售和实际PCE同比增速 (1993/1-2009/3).....	8
图 19: 美国工业生产及产能利用率.....	8
图 20: 美国各工业行业月度环比增速.....	8
图 21: 上证A股近一月走势图.....	9
图 22: A股不同行业指数阶段涨跌幅.....	11
图 23: A股不同行业资金流量相对值.....	11
图 24: A股不同风格指数阶段涨跌幅.....	11
图 25: A股不同风格指数资金流量相对值.....	11
图 26: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名.....	12
图 27: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名.....	12
图 28: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名.....	13
图 29: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名.....	13
表 1: 各个国家的股市整体的估值水平以及近期表现一览.....	13
图 30: 05 年以来上证指数PE估值区域 (PE-Band).....	14
图 31: 05 年以来上证指数PB估值区域 (PB-Band).....	14
图 32: 全球主要指数动态PB-ROE矩阵散点图.....	14
图 33: 行业动态PB-ROE矩阵散点图.....	15
图 34: 中国资产分行业PE估值比较.....	15
图 35: 中国资产分行业PB估值比较.....	15
图 36: A/H整体溢价率历史走势图.....	16
图 37: A/H个股溢价率对比散点图.....	16
表 2: 主要H股、红筹公司估值水平及近期表现一览表.....	16

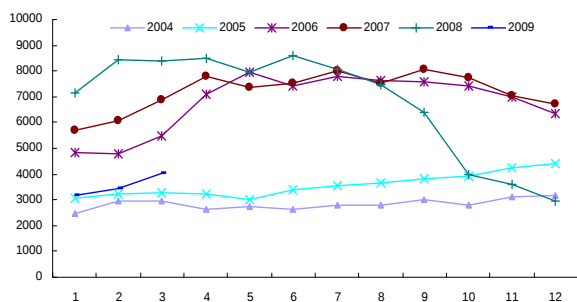
4 月关键看房屋销量变化

各行业的季节效应汇总

一、LME 铜消费的季节效应

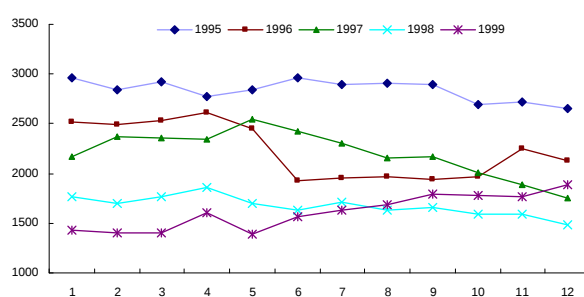
LME 铜期货价格每年大多表现出一定的季节特征，年度高点在 4-6 月份。这和铜下游消费有一定关系。空调和汽车消费的旺季都在 3-4 月份，而房地产行业的传统销售旺季是二季度至四季度的 10 月份。

图 1: LME 铜月度价格(2004-2009)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 2: LME 铜月度价格(1995-1999)

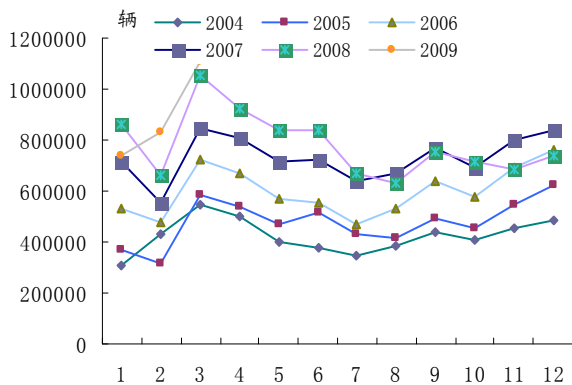


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

二、汽车行业的季节效应

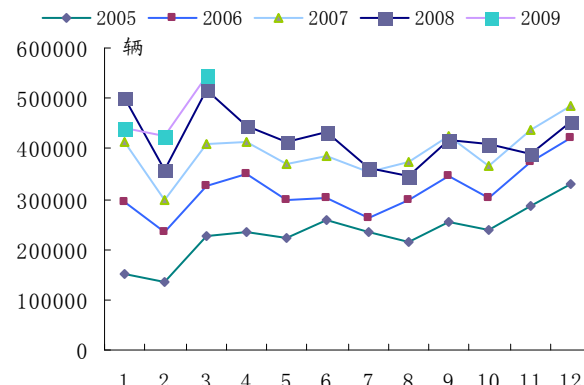
汽车消费 3-4 月份为阶段高点，7-8 月份为阶段低点。

图 3: 汽车销量季节性(2004-2009)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 轿车销量季节性(2004-2009)

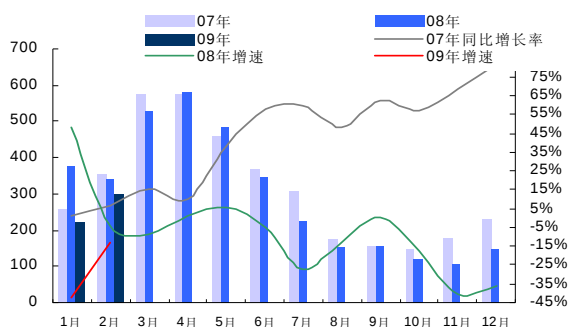


资料来源: 国信证券经济研究所

三、家电行业的季节效应

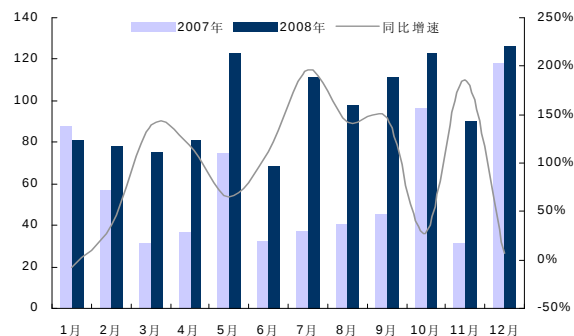
- 1、空调具有明显的季节性，二季度为明显的销售旺季；
- 2、电视销售与节日相关性很好，年末和年初在春节前后、五一节、国庆节的 5 月和 10 月，均表现出月度销售量较高。
- 3、另外小家电的销售也与电视销售一样与节日相关性较高。冰箱夏季成为销售旺季、洗衣机则是冬季成为销售旺季，但其季节性表现弱于空调。

图 5: 空调内销量月度变化



资料来源：国信证券经济研究所

图 6: 液晶电视月度销量

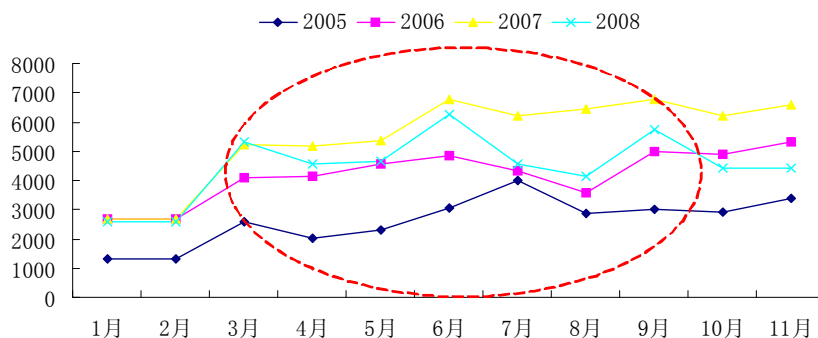


资料来源：国信证券经济研究所

四、房地产销量的季节性

一般来说，房地产行业的传统销售旺季是二季度至四季度的10月份。11月至次年的2月份由于南方天气阴冷、北方冬施，销售现场不便包装、营销推广活动难以推广，加上春节因素，都是淡季。但具体到各个城市，也会有一些差异。

图 7: 房屋销量的季节性（2005-2008）

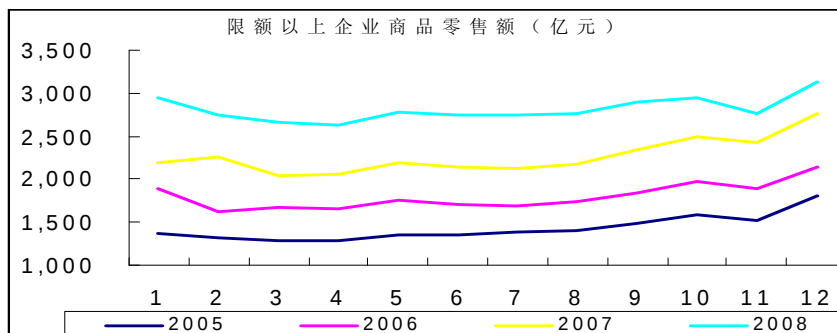


资料来源：国信证券经济研究所

五、零售销售的季节性

零售企业12-1月是传统的旺季，5、10月是传统旺季，季度上看，一季度、四季度是旺季，二、三季度是淡季。

图 8: 零售销售的季节性（2005-2008）

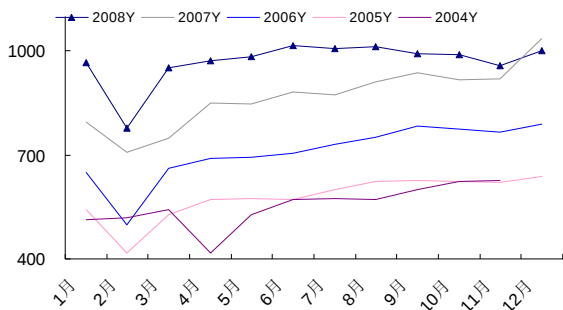


资料来源：国信证券经济研究所

六、港口吞吐的季节性

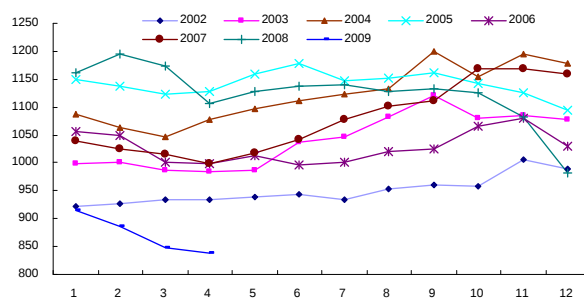
沿海港口的箱量是有季节性的，各企业采购的周期一致，每年2月是低点，经验是1季度是低点，4季最好。

图 9：港口吞吐的季节性（2004-2008）



资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 10：中国出口集装箱运价指数(CCFI)季节效应

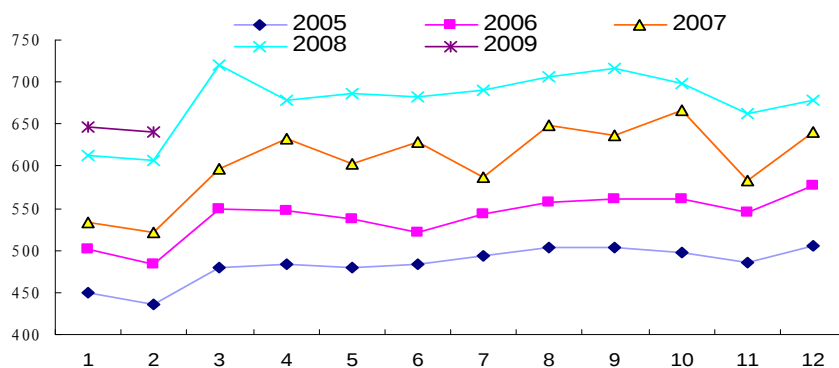


资料来源：wind，国信证券经济研究所

而从中国出口集装箱运价指数可以看出，通常 3-4 月份为阶段低点，9-10 月份为阶段高点（3 季度为传统旺季），运价的季节性波动与欧美圣诞节采购，带动亚洲商品提前 1-2 个月集中定载出口有关。

七、电信收入的季节性

图 11：国内电信收入的季节性（2005-2009）

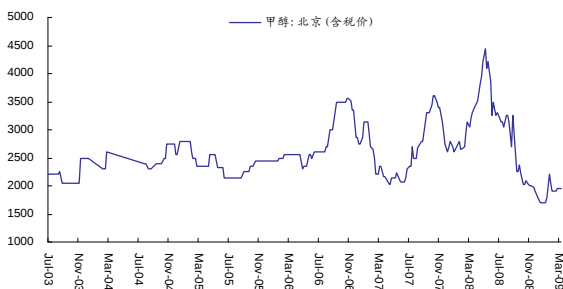


资料来源：国信证券经济研究所

七、化工产品的季节性

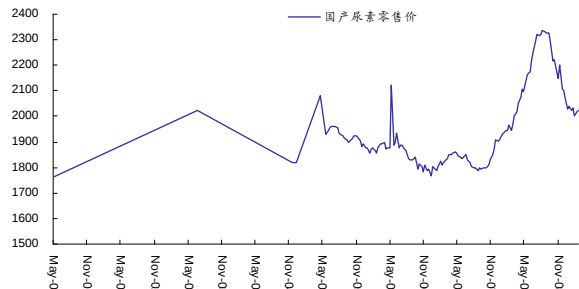
化工产品季节性主要来自和农业相关的产品，包括化肥和尿素。

图 12：甲醇价格下半年表现更佳



资料来源：wind，国信证券经济研究所

图 13：国产尿素上半年表现更佳

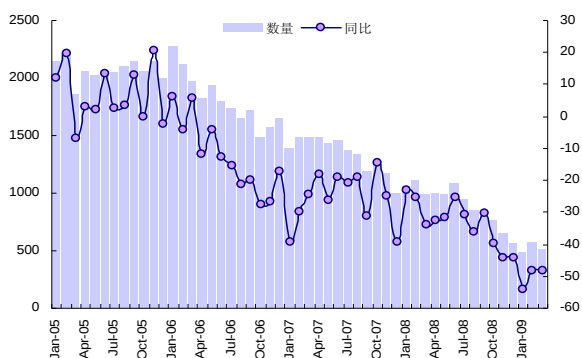


资料来源：wind，国信证券经济研究所

海外市场：3 月份美国新屋开工和零售销售数据低于预期

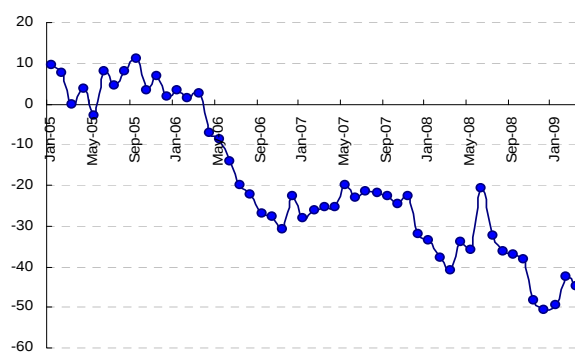
3 月份新屋开工数环比下降 10.8%，至 51.0 万户，低于市场预期的 55.0 万户，2 月份为八个月以来的首次环比正增长，1 月份为战后最低点 48.8 万户；同比降幅由前月 48.3% 微升至 48.4%。新屋开工与 06 年鼎盛时期相比下降了 77.6%，供给减少有利于市场消化现有库存，尤其是大量止赎潮房屋供给。新屋开工数据主要是受多户新开工大幅下降 29% 的拖累，多户型新开工前月大增 62%。营建许可 3 月份在连续两个月回升后，环比下降 9.0%，至 51.3 万户，为纪录新低；同比降幅也由 42.5% 扩大至 45.0%，均超出预期，为连续 2 个月回升后再次下降。其中，单户营建许可环比下降 7.4%，前月为 18 年来最大增幅。月度数据的波动不足以判断趋势的改变，若营建许可和新屋销量持续回升，有利于美国房地产市场企稳，我们维持 09 年美国房地产市场处于筑底阶段的判断。

图 14：美国新屋开工量（单位：千户）



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2009 年 3 月

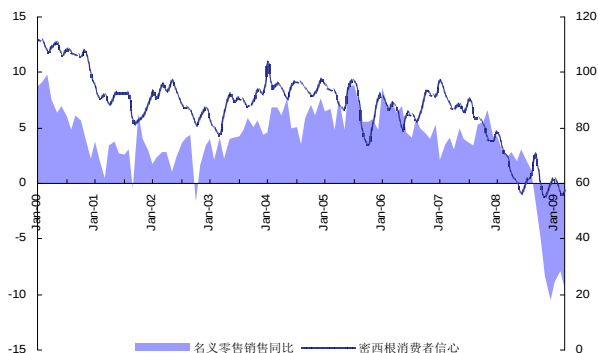
图 15：美国房屋营建许可同比增速



资料来源：国信证券经济研究所，截止 2009 年 3 月

3 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比下降 1.1%，远低于市场预期的增长 0.2%，在连续两个月同比回升后再次下滑；同比降幅由 7.9% 扩大至 9.4%，这表明美国经济在 08 年 Q4 见底，但整体需求的回升比较缓慢，提示市场关注未来需求回升的持续性以便判断美国经济何时走出衰退。除生活必需品以外的各类销售均出现下降，尤其是耐用品销售依然疲弱，汽车销售环比下降 2.3%。实际零售销售降幅由 8.0% 扩大至 9.0%，在连续两个月同比回升后再次下滑，预示 3 月份实际 PCE 下滑概率大。

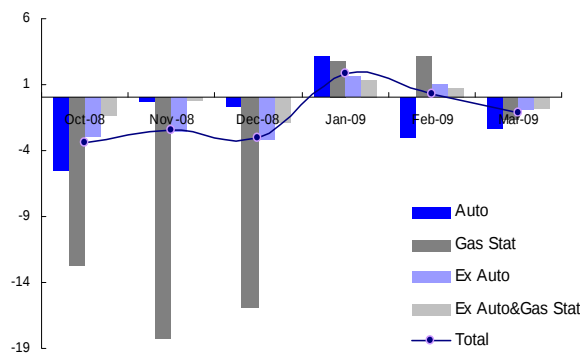
图 16：名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 3 月

图 17：美国月度名义零售销售环比增速



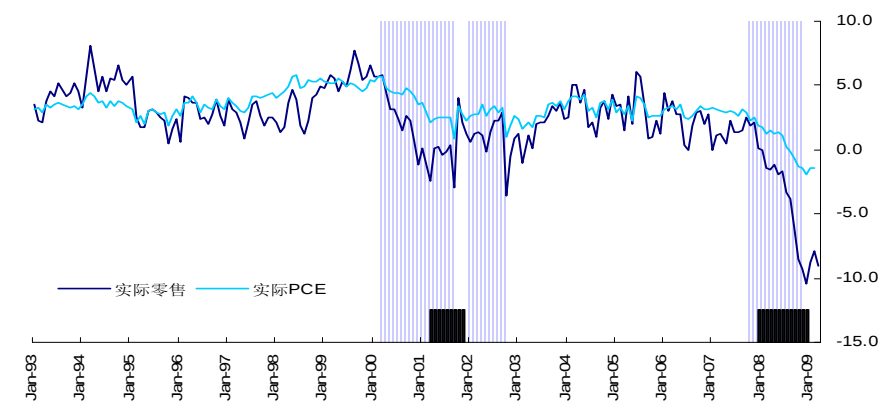
资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 3 月

其中，扣除加油站的其他零售销售下降 1.6%；扣除汽车销售的其他零售销售下降 0.9%，低于预期，前月环比增速上修为 1.0%；同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售下降 0.8%，在连续两个月增长后再次下滑，前月环比增长 0.7%。零

零售销售占美国个人消费支出 PCE 的 1/2，占其国内需求的 1/3，虽然 3 月份零售销售出现下滑，但实际 PCE 在 Q1 回升已基本确立。

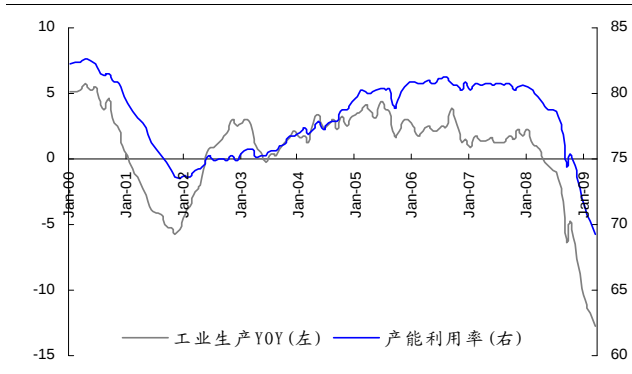
图 18: 美国实际零售销售和实际 PCE 同比增速 (1993/1-2009/3)



资料来源: 国信证券经济研究所

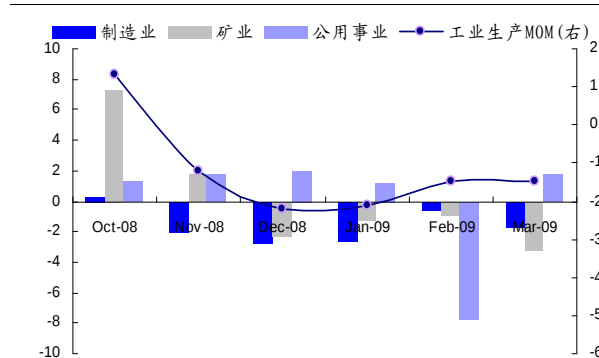
3 月份工业产出环比降幅持平于前月的 1.5%，降幅高于预期的 0.8%；同比降幅则由 11.8%扩大至 12.8%。其中，汽车和公用事业反弹，环比分别增长 1.5%和 1.8%；制造业和矿业产出环比分别下降 1.7%和 3.2%，降幅高于前月的 0.6%和 1.0%。整体工业的产能利用率由前月的 70.3%降至 69.3%，低于预期，较 1972-2007 年的均值 81.0%下降 11.7%，其中制造业产能利用率仅 65.8%，有约三分之一的产能闲置。

图 19: 美国工业生产及产能利用率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 20: 美国各工业行业月度环比增速

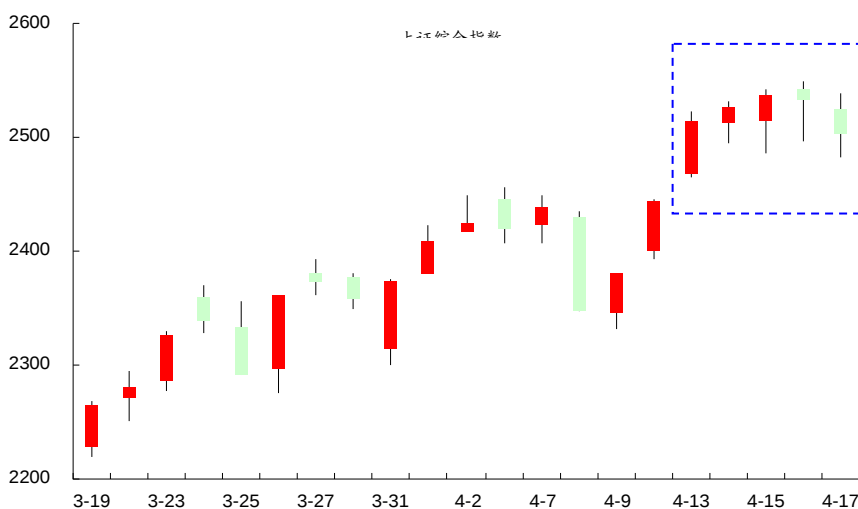


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

上周市场回顾

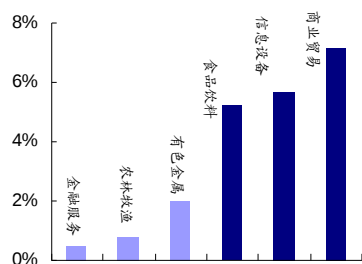
周五上证综指报收于 2503.93 点，同比上涨 2.44%。自 1 月 5 日以来，这波行情涨幅已经超过 40%。但从上周 AH 溢价率来看，港股上涨速度更快，再次体现了均值回复的特点。

图 21: 上证 A 股近一月走势图



数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 4 月 20 日

上周行业涨跌幅前三名、后三名



上周通信设备板块涨幅居前。电子信息产业调整和振兴规划的正式发布,是刺激该板块走强的主要利好因素。“规划”涉及电子信息九个领域,明确提出加速第三代移动通信网络、下一代互联网和宽带光纤接入网建设,以促进通信设备制造业大发展;加快新一代移动通信、下一代互联网、数字广播电视等领域的应用创新,以培育信息服务的新模式新业态。我们认为,“规划”的颁布有利于通信设备行业和运营行业利用 3G 网络培育出新一轮的增长动力。对于通信设备行业,我们维持短期估值充分,行业景气将使估值维持高位或进一步提升的看法。建议关注一季报良好的公司及公布了送转分配方案的公司。对于通信运营行业,我们强调市场风格变化(转向大盘蓝筹)及事件性驱动孕育的阶段性的机会。主要的潜在驱动因素是:联通和苹果正式合作推出 IPHONE 手机、监管层面推出新的监管政策(比如:网间结算费用的调整)、联通 3G 网络正式放号推出业务。维持行业看法: 3G、固网宽带提供未来 5 年行业增长动力,目前是行业低点,联通在三家运营商中最具潜力, **建议投资者在目前的价格上买入联通并提高配置比重。**

上周航运板块涨幅居前,达 16.61%。3 月份进出口贸易好于预期,一些外向型 IT 企业和供应链企业订单出现恢复性增长,未来两个季度可能呈现出逐季上升的态势,显然集装箱运输企业最困难时候已过, A 股市场仅有的一只集装箱运输股 - **中海集运的交易性机会可持续,建议增持。**最近钢价和 BDI 指数出现持续下跌走势,未来随着国内矿石生产企业的大幅减产,在国内粗钢量保持稳定的条件下,铁矿石进口量虽可能出现同比增长;目前多数钢厂处于亏损状态,减产保价的策略调整已成为普遍现象,加上成本支撑,钢铁价格下跌空间不大,据此判断 BDI 指数未来下跌空间较小;但由于境外钢铁业受到重创,其铁矿石需求量锐减 60%,今年全球铁矿石贸易量总体是下降的,而干散货运力增速仍较快,全年来看 BDI 指数在将 1400-2500 点之间徘徊,干散货龙头股-中国远洋交易性机会并不大, **相对看好原油运输和国内沿海煤炭运输为主要利润来源的中海发展。**在航运股中油轮运输股表现相对强一些,主要因为运价虽然下降,但运量的增长是确定的,全年业绩都是相对稳定的,所以仍相对看好, **首选长航油运。**

有色金属虽然整体表现落后,但铅锌板块涨幅居前,达 18.89%,小金属板块紧随其后,达 16.17%。09 年以来,投资者暂时忘却了传统估值对于有色金属板块的约束,股价一路紧随金属期货价格的波动而震荡。而在有色板块诸多品种当中,又属铜业类公司前期涨幅最大,原因很简单,在中国国储收铜以及国内精铜进口量

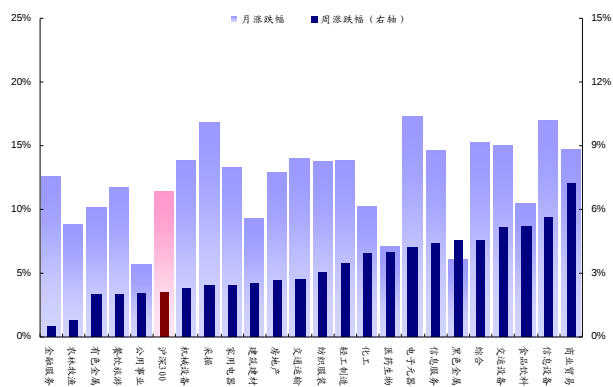
持续攀升等利好因素刺激之下，铜价 09 年以来反弹幅度高达 73%，从而带动国内铜业类公司股价大幅度反弹。但上周的金属期货市场情况出现了变化，在前期出现较大涨幅之后，铜价呈现震荡盘整格局，周涨幅仅为 3%。而前期涨幅远不如铜的铅、锌、镍、锡金属价格上周分别大幅度上涨 8.82%、11.12%、15.57% 和 12.6%。我们分析此中的主要原因是，毕竟此波金属价格的反弹很大程度上包含了投资者对预期通货膨胀的炒作因素，基本面对价格的支撑并不充分。铜 凭借相对坚挺的基本面，在多数时间都是投资者的首选，但前期铜价涨幅较大，投资者在推高铜价之后，面临的操作 风险 也在加大，有转变重点投资品种的意愿。这时，前期涨幅明显滞后于铜的金属品种锌、镍和锡就成为了投资者在有色金属中新的首选。金属价格的波动由此导致股票市场上不同品种股价表现的迥异：具代表性的铜业类公司江西铜业、云南铜业和铜陵有色的股价一周分别下跌 1.8%、6.2% 和 4.2%，而具代表性的铅锌类上市公司中金岭南、驰宏锌锗、宏达股份的股价一周分别上涨 5.5%、11.6% 和 14%。吉恩镍业则在镍价上涨和公司公告非公开发行股票方案的情况下，不顾一季度业绩预亏，股价周涨幅高达 20.4%，锡业股份也在一季度每股预亏 0.17 元的情况下一周上涨 5%——有色金属板块俨然成为了趋势性投资最具代表性的板块。不过，我们对基本面仍不乐观的情况下出现的金属价格大幅度反弹，同时带动股价出现大幅度反弹之投资局面表示谨慎，毕竟未来金属价格强势能否持续还有待基本面数据的支撑，而目前有色板块的估值已然不便宜。

市场运行特征

本部分主要包括：A股不同行业、风格指数近期表现及特点；全球主要股指、主要行业指数近期表现及特点。

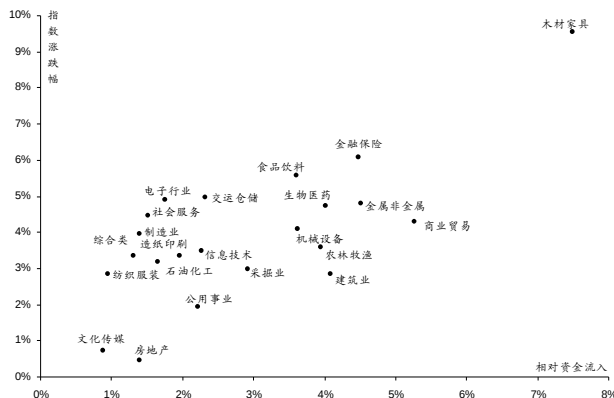
A股市场

图 22: A 股不同行业指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 20 日

图 23: A 股不同行业资金流量相对值



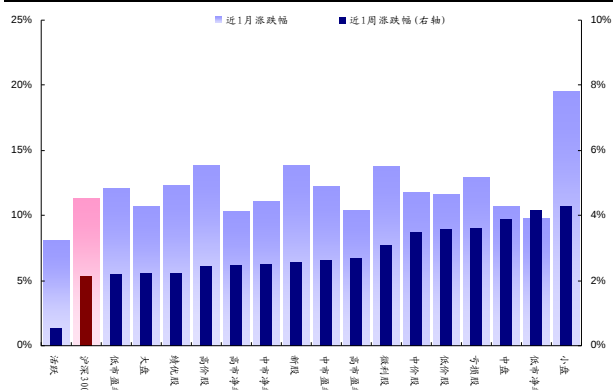
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 20 日，

商业贸易、信息设备等板块涨幅居前。金融服务等板块弱于大盘。

从资金流向来看，木材家具流入资金较多；房地产、文化传媒流入资金较少。

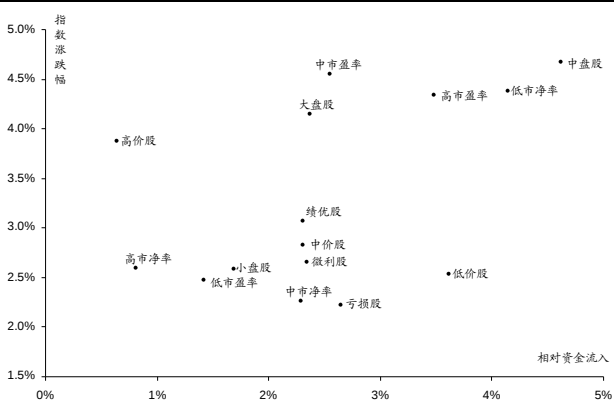
注：资金流量反映的是市场对股票超额的需求或者供给。我们把主动性买盘看成是资金流入、把主动性卖盘看成是资金流出，两者的差额如果为正，对该股票是超额需求；如果为负，则对该股票是超额供给。

图 24: A 股不同风格指数阶段涨跌幅



资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 20 日

图 25: A 股不同风格指数资金流量相对值

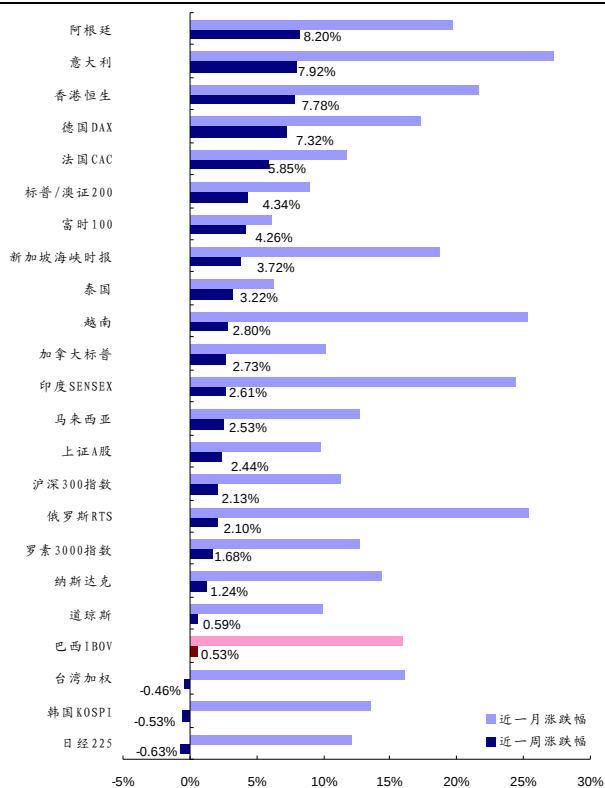


资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 20 日

从风格指数来看，中盘股资金流入明显，而高价股、高市净率股资金流入不显著。

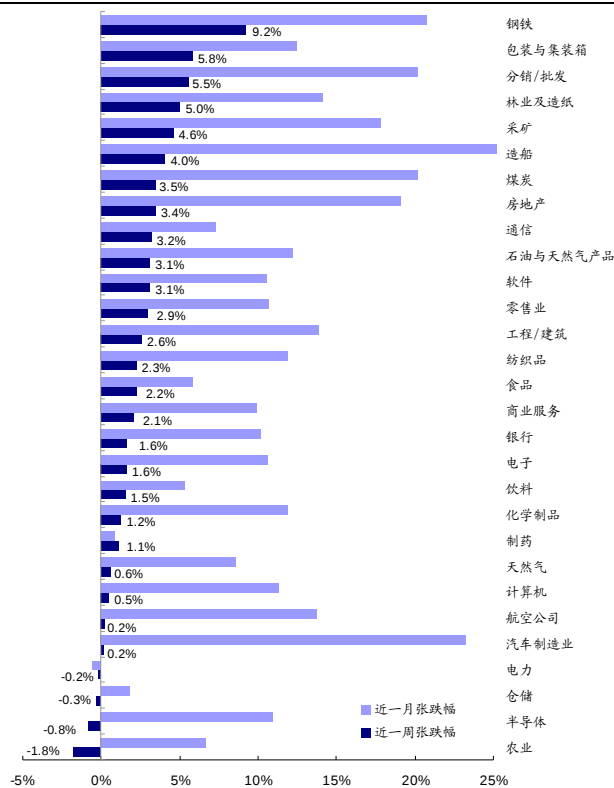
全球股市

图 26: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至4月20日

图 27: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名

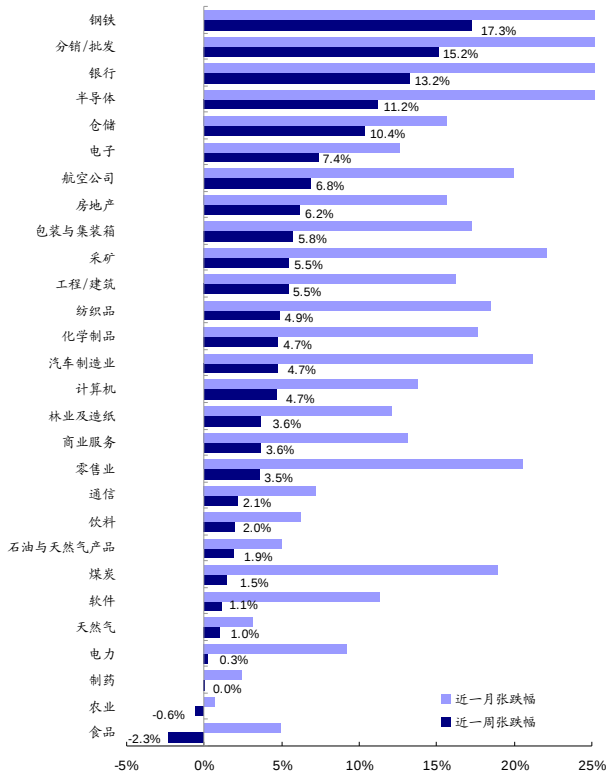


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至4月20日

外围大部分国家继续上涨。

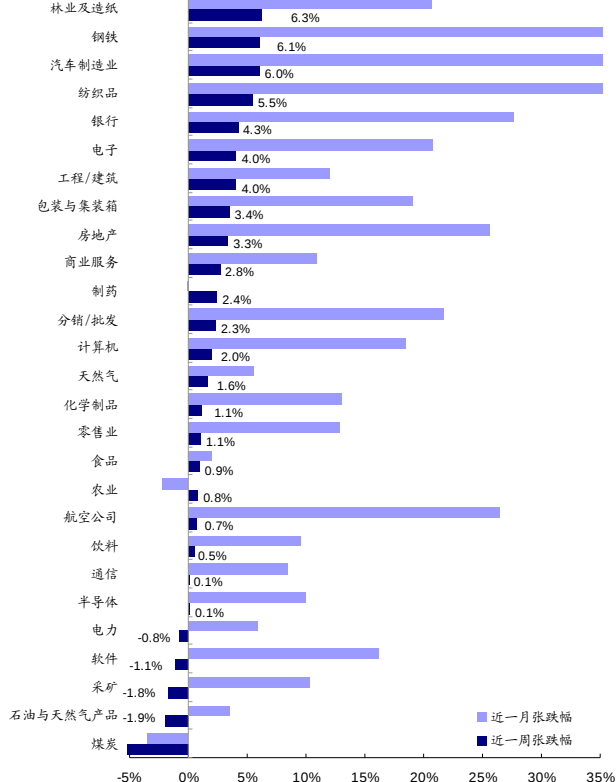
各大洲板块间差异不明显, 钢铁保持上涨势头。

图 28: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 4 月 20 日

图 29: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 4 月 20 日

表 1: 各个国家的股市整体的估值水平以及近期表现一览

指数名称	08PE	09PE	08PB	09PB	1 月表现	半年表现	1 年表现	08ROE	09ROE
道琼斯	15.2	22.37	3.59	3.38	9.95	-8.14	-35.57	23.62%	15.11%
日经 225	28.11	41.86	1.15	1.1	12.10	-1.09	-33.90	4.09%	2.63%
香港恒生	13.88	13.73	1.5	1.45	21.57	1.82	-35.53	10.81%	10.56%
俄罗斯 RTS	4.74	0.01	0.79	0.68	25.39	25.01	-61.20	16.67%	68.00%
印度 SENSEX	11.36	13.07	2.47	2.03	24.36	10.50	-33.12	21.74%	15.53%
沪深 300	21.32	19.36	2.93	2.47	11.38	39.75	-19.00	13.74%	12.76%
上证 A 股	21.82	18.28	2.8	2.46	9.77	26.85	-19.09	12.83%	13.46%
加拿大标普	10.45	14.19	1.55	1.49	10.26	-1.31	-33.14	14.83%	10.50%
富时 100	17.23	10.92	1.44	1.44	6.11	0.73	-31.56	8.36%	13.19%
法国 CAC	9.95	10.08	1.09	1.07	11.73	-7.15	-36.41	10.95%	10.62%
德国 DAX	18.15	12.37	1.28	1.22	17.28	-2.19	-30.01	7.05%	9.86%
阿根廷	6.98	5.56	1.06	1.09	19.65	3.49	-41.79	15.19%	19.60%
智利 ISPA	14.14	16.49	1.67	1.66	7.85	10.02	-11.78	11.81%	10.07%
韩国 KOSPI	18.71	13.7	0.82	1.15	13.50	10.05	-25.00	4.38%	8.39%
台湾加权	21.36	27.78	1.38	1.44	16.00	16.70	-36.58	6.46%	5.18%
泰国	11.83	8.32	1.02	0.97	6.32	-4.23	-45.97	8.62%	11.66%

数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所, 截至 4 月 20 日

市场估值水平

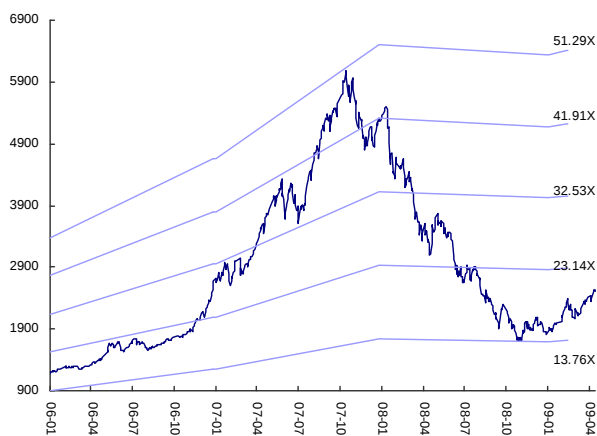
估值是市场内在驱动因素。我们一方面从横向、纵向考察 A 股整体 PE、PB 变动区域和不同行业估值差异，另一方面基于国际视野就 A 股估值水平进行对比，并特别选择香港上市的内地上市公司估值水平作为主要参照系。

A 股估值水平

本部分主要包括：采取“PE/PB BAND”考察 A 股 PE、PB 估值区域变化；采取 PB-ROE 框架来进行 A 股和世界主要市场估值比较；采取 PB-ROE 框架来进行 A 股分行业估值对比，行业分类基准采取 GICS 行业标准。

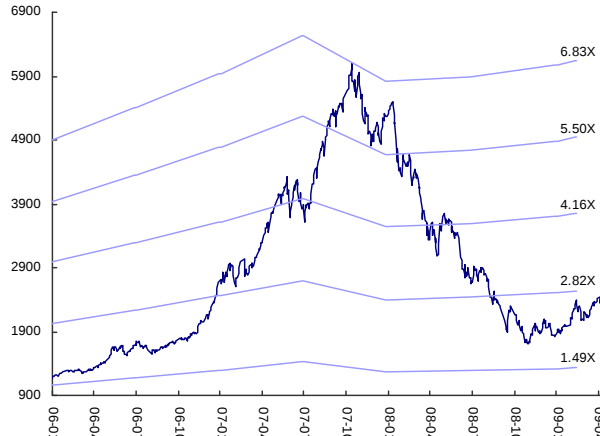
截至上周收盘时，A 股静态 PE 17.8 倍，静态 PB 2.86 倍，小幅上扬。

图 30：05 年以来上证指数 PE 估值区域（PE-Band）



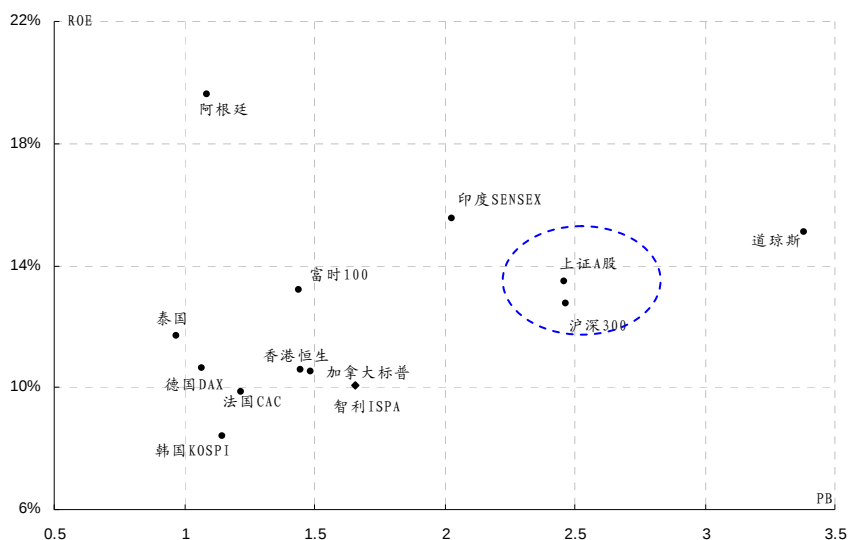
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 20 日

图 31：05 年以来上证指数 PB 估值区域（PB-Band）



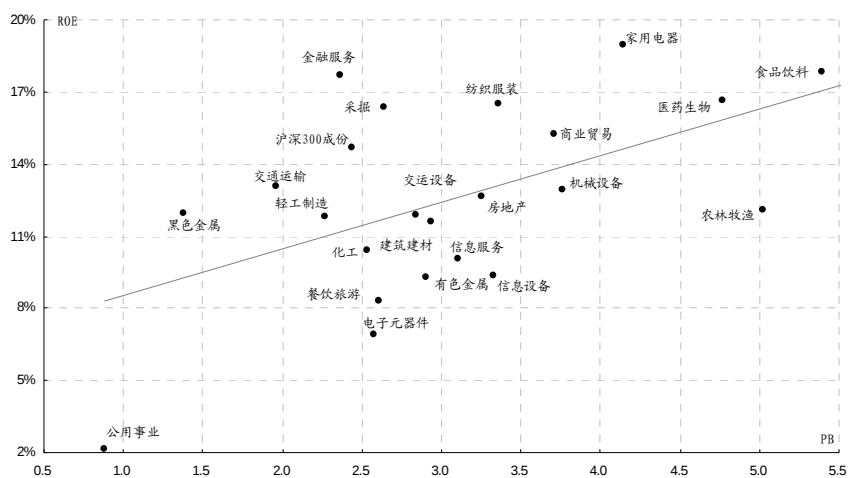
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 20 日

图 32：全球主要指数动态 PB-ROE 矩阵散点图



资料来源：Bloomberg 数据库，国信证券经济研究所，收盘价截至 4 月 20 日

图 33: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图



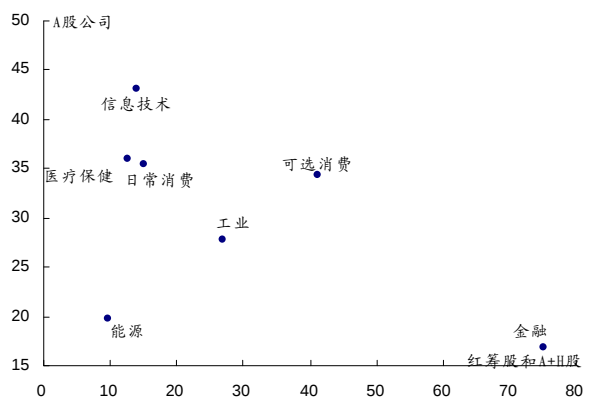
数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 4 月 20 日

从诸行业动态 PB-ROE 分布情况看, 在回归线之上的板块, 其对应于 ROE 的 PB 在全部行业中偏低, 反之亦然。如食品饮料板块对应其 ROE 的 PB 比起全部行业显得较高; 公共事业板块虽然 ROE 和 PB 都不高, 但其对应较小 ROE 的 PB 比起全部行业, 还是显得较高; 黑色金属虽 ROE 不高, 但其对应的 PB 水平依然偏低, 抗跌性较强; 采掘业虽然 ROE 较高, 但其对应的 PB 依然偏低。

“中国资产”估值比较

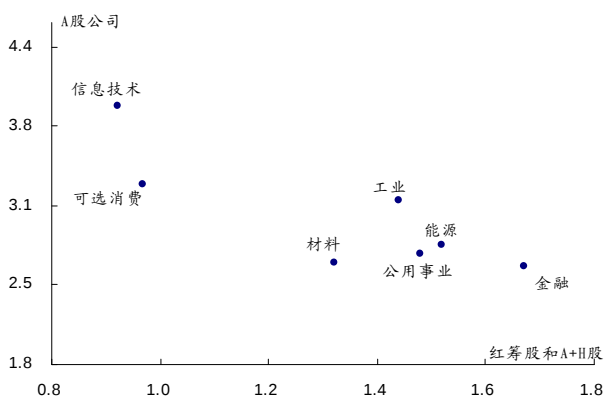
本部分主要包括: 同时在两地上市的 H 股公司溢价对比情况; A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 34: 中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 4 月 20 日

图 35: 中国资产分行业 PB 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 4 月 20 日

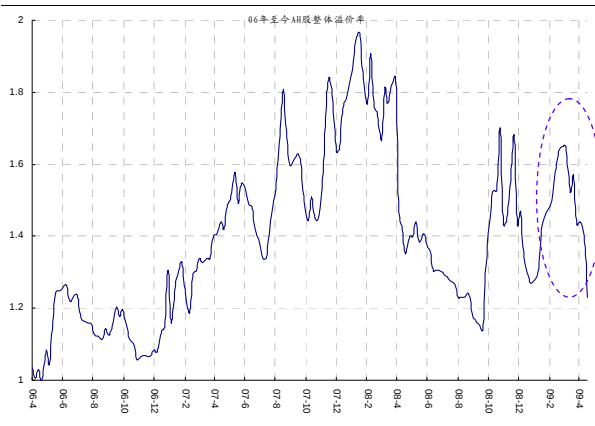
由于所处环境相同以及香港和内地资本流动的密切性, 内地在港上市公司 (H 股、红筹公司) 是最好的国际估值比较参照系。我们以 140 家有分析师跟踪的香港红筹、国企股为样本来计算“中国资产”的国际定价水平; 以 A 股有分析师跟踪的 900 余只股票作为样本来计算“中国资产”的国内定价水平, 据此进行两者的分行业比较。PE/PB 采取样本股票整体法计算。

上周五 A/H 股公司整体溢价率为 23%, 属于历史低位。其中, 潍柴动力、中

煤能源、马钢股份溢价率下降幅度比较明显。

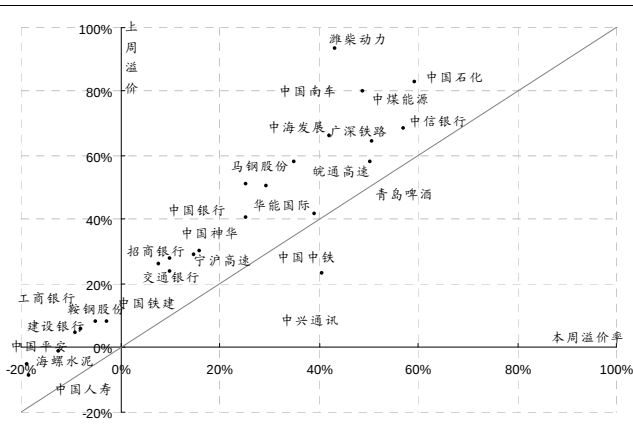
结合中国资产各个分行业 PE、PB 估值比较散点图和分行业估值表来看，目前多数行业 PE、PB 水平均高于港股。分行业看表现为结构性溢价，即信息技术、医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平，而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比非常接近。

图 36: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 4 月 20 日

图 37: A/H 个股溢价率对比散点图



数据来源: WIND 数据库, 截至 4 月 20 日

A/H 个股溢价率对比散点图选取了溢价率最低的 25 个 AH 股，对角线上的为本周溢价率低于上周溢价率个股，反之亦然。

表 2: 主要 H 股、红筹公司估值水平及近期表现一览表

所属	GICS	证券简称	PE	PB	PS	% 股息率	% ROE	% 1 月表现	% 6 月表现	% 1 年表现
材料		紫金矿业	25.8	4.9	4.8	1.8	19.0	33.5	138.2	-16.3
材料		安徽海螺水泥股份	27.7	3.0	3.0	0.7	10.7	15.4	85.6	-17.1
材料		江西铜业股份	11.3	1.2	0.5	0.9	11.0	36.1	105.5	-42.3
材料		SHOUGANG INT'L	4.6	0.9	0.4	5.5	18.8	23.0	83.8	-64.5
材料		中国铝业	8034.	1.3	1.0	0.9	0.0	51.0	93.2	-48.6
材料		鞍钢股份	19.7	1.1	0.7	2.6	5.7	29.1	114.7	-45.6
材料		五矿资源	244.3	0.5	0.4	0.0	0.2	25.8	79.8	-49.7
材料		晨鸣纸业	6.4	0.6	0.5	1.5	9.3	26.6	44.4	-48.0
材料		马鞍山钢铁股份	31.4	0.9	0.3	0.0	2.7	29.5	116.4	-21.7
电信服务		中国移动	11.6	3.0	3.2	3.7	25.5	8.7	12.0	-43.7
电信服务		中信 1616 集团	8.7	1.9	1.2	5.8	21.9	7.4	71.8	-23.6
电信服务		中国联通	5.3	0.9	1.2	2.7	16.4	11.5	-12.9	-47.9
电信服务		ASIA SATELLITE	6.8	0.6	3.2	4.6	9.5	4.0	-1.1	-43.6
工业		东方电气	31.2	7.2	0.6	0.1	23.1	31.7	1.0	-24.4
工业		中远国际控股	7.2	0.6	1.7	3.1	8.9	27.6	62.8	-42.3
工业		中国铁建	44.2	2.6	0.7	0.0	5.9	9.7	8.4	-5.1
工业		中国远洋	1.9	1.1	0.4	0.0	58.0	45.0	66.4	-61.5
工业		广州广船国际股份	6.2	1.8	0.8	4.4	29.9	37.1	114.8	-50.0
工业		潍柴动力	6.2	2.2	0.4	0.0	35.5	46.0	-14.8	-36.1
工业		中海发展股份	5.3	1.3	1.7	3.6	25.2	36.6	63.2	-62.1
工业		深圳国际	9.5	1.1	0.9	3.7	11.7	21.9	25.8	-52.4
工业		昆明机床	5.8	1.9	1.1	0.0	32.6	19.0	72.8	-33.0
工业		中国建筑	9.1	1.8	0.4	3.8	19.4	48.0	111.6	-85.5
工业		五矿建设	6.3	0.6	0.8	0.0	8.9	31.1	60.0	-52.9
工业		中信泰富		0.9	0.9	2.5		51.3	-17.8	-63.3
工业		中远太平洋	8.4	0.9	6.8	4.8	10.8	17.5	28.1	-41.1
工业		中国南方航空股份		1.5	0.2	0.0		38.0	52.1	-60.4
公用事业		粤海投资	10.8	1.3	2.7	3.0	12.2	4.4	97.0	-11.8
公用事业		华能国际电力股份		1.5	0.8	2.2		-7.9	7.5	2.8

所属 GICS	证券简称	PE	PB	PS	% 股息率	% ROE	% 1 月表现	% 6 月表现	% 1 年表现
公用事业	华润电力	38.4	2.4	2.5	0.8	6.3	-1.6	-0.6	-2.3
公用事业	大唐发电	50.7	1.5	1.0	3.4	2.9	5.4	-1.1	-15.8
金融	SHOUGANG GRAND		0.6	1.0	0.0		11.3	-7.0	-57.9
金融	中国光大控股	23.4	1.8	5.7	1.3	7.7	40.6	91.0	-1.2
金融	中保国际		4.1	0.8	0.0		19.2	4.9	-27.1
金融	招商银行	8.6	2.5	2.8	0.0	28.9	10.3	2.1	-47.6
金融	中国人寿	32.7	3.9	4.2	0.9	11.8	14.3	23.9	-2.8
金融	中国平安	1232.	4.0	3.5	0.4	0.3	15.4	43.7	-14.9
金融	中银香港	33.2	1.3		4.2	4.0	45.6	-4.5	-46.2
金融	建设银行	10.5	2.1	3.6	4.7	19.9	6.8	34.3	-23.7
金融	川河集团	16.3	0.5	175.7	4.7	3.0	33.8	30.5	-35.2
金融	交通银行	9.4	1.8		3.7	19.0	18.3	16.7	-38.0
金融	工商银行	11.9	2.2	4.2	4.2	18.4	27.7	23.8	-23.9
可选消费	北京发展(香港)		0.8	2.2	0.0		20.0	-3.0	-66.8
可选消费	闽港控股	58.9	1.7	12.8	0.0	3.0	1.3	48.1	-2.4
可选消费	华润创业	13.9	1.3	0.5	2.9	9.2	18.3	-12.5	-46.7
可选消费	骏威汽车	9.8	1.6	28.4	2.6	16.6	15.2	69.0	-28.2
可选消费	中国玻璃	25.5	0.6	0.1	0.0	2.2	79.2	-2.3	-72.3
可选消费	大昌行集团	6.1	0.7	0.2	4.9	11.6	79.2	77.6	-17.4
能源	中国海洋石油	8.2	2.3	2.9	4.3	27.7	25.2	60.3	-32.1
能源	中煤能源	11.3	1.4	1.6	2.5	12.2	25.2	43.8	-57.2
能源	中国石油股份	9.5	1.4	1.0	4.7	14.5	13.1	13.7	-31.5
能源	中国石油化工股份	15.4	1.4	0.3	2.3	9.1	43.1	15.4	-18.1
能源	中国神华	13.7	2.5	3.5	2.5	18.1	26.1	43.1	-39.2
能源	兖州煤业股份	5.9	1.4	1.7	0.0	23.2	50.1	62.7	-33.0
能源	中海油田服务	8.2	1.3	2.1	2.5	15.7	12.0	36.9	-52.5
日常消费	中国食品	21.1	2.0	0.7	1.7	9.5	21.3	68.2	-17.4
日常消费	广南(集团)	7.4	0.5	0.2	4.3	7.0	17.1	15.5	-36.9
日常消费	中国粮油控股	6.2	1.2	0.4	3.2	19.3	15.0	33.1	-21.6
信息技术	联想集团	12.8		0.2	1.3		28.0	-12.1	-61.2
信息技术	航天控股	8.2	0.6	0.7	0.0	6.7	24.3	41.5	-46.5
信息技术	神州数码	7.8		0.1	0.0		15.9	60.8	-24.0
信息技术	冠捷科技	7.1	0.5	0.1	4.2		15.5	47.7	-51.2
信息技术	中兴通讯	19.1	2.2	0.7	1.3	11.7	-5.5	46.4	-35.6
医疗保健	CHINA PHARMA	6.1	1.3	0.8	5.3	20.9	21.0	96.8	50.8
医疗保健	广州药业股份	11.5	0.6	0.6	1.6	5.6	9.0	22.7	-56.0

数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 4 月 20 日

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔 嵘	021- 68866202	高 健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖 喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵 谦	021-68866295		
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄 飙	0755-82133476	陈 林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈 焱	010- 82254212	区瑞明	0755-82130678	凌 晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭 波	0755-82133909	李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160
李洪翼	010-82252922	左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿軻	021-68866206	邱 伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆 震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李 晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021- 68866253	皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁 丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严 平	021- 68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨 昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄 茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张 如	021-68866233	李 然		邱 波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮 敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张 旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨 涛	0755-82133339	戴 军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑 毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞 博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦 骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝 彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘 塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		