

动态报告

投资策略

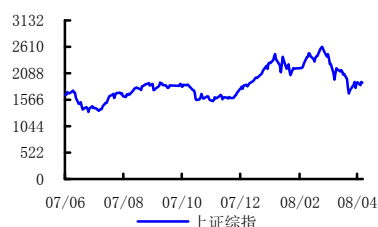
策略周报

2009 年 4 月 27 日

策略周报

强弩之末还是新的起点可能取决于大小盘风格能否成功轮换

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。

● 市场能否持续向上可能取决于大小盘风格能否成功轮换

1) 通过统计 1960 年以来的美国股市,我们发现在经济复苏期 SP500 指数与实际消费支出 (RPCE) 增速和 PMI 关系如下: 伴随着 RPCE 增速和 PMI 见底回升, SP500 指数始终处于震荡上行,直到 RPCE 增速和 PMI 阶段见顶。

2) 但中国股市表现出明显的季节性,02 年以来的股市反弹往往集中于年末至次年中。我们给出了两种可能的解释: 首先是季度投资高峰集中于 2 季度和 4 季度,其次信贷高峰集中于 1、2 季度。

3) 有色和煤炭价格短期面临调整压力,但中期上涨动力仍在。从历史统计来看,有色金属期货价格更多的时候表现出与美国 PMI 具有较强的相关性。那么在目前美国 PMI 仍然处于低位回升的背景下,有色金属期货价格中期和长期来看仍然具备上升动力。短期而言,目前中国 PMI 已经高于 50,持续上升动力在减弱,按照国信宏观的判断,政府投资的高峰期在 5 月份左右,此后由于政府投资的带动效应将递减,另外,我们的有色行业研究员认为国储收铜和最近抛铜也是这段时期铜价涨跌的主要因素之一。因此,从短期而言,有色金属短期面临调整压力。而对于煤炭价格而言,短期也面临价格调整压力,从历史统计看,CCBFI-煤炭指数是煤炭价格变化的领先指标,而目前 CCBFI-煤炭短期也出现见顶回落迹象。有色和煤炭是 3 月份以来市场的领涨板块,短期的调整压力可能会对指数产生较大影响。

4) 大小盘风格能否成功轮换决定了未来市场是否具备继续上升动力,但即便轮换成功本质也仅是补涨。回顾 1999 年以来的中国股市历史,大盘绩优股表现突出的时刻都对了一个明显的特征,即“绩优”——业绩增速高是上涨的主要催化剂。而目前的情况是大盘蓝筹仅仅估值低。如果市场风格转换成大盘股,我们重点推荐如下行业: 1、金融,尤其是银行。主要理由: 首先是从美国股市的规律来看,在经济复苏期,金融板块是表现比较突出的板块(但这里要提醒的一点是: 对于目前是否处于经济复苏期市场仍有分歧),其次是银行板块的相对估值偏低。2、钢铁。随着政府投资高峰期到来(5 月份左右),我们的钢铁研究员认为钢铁价格存在反弹的可能性,而且目前来看,已经有部分钢铁品种出现反弹,因此我们看好钢铁行业的阶段性交易机会。3、中国联通。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。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位上买入联通并提高配置比重。4、铁路概念,未来铁路体系的改革是又一个催化剂。铁路体系改革的方向应该是市场化,其结果首先就是提高运价,否则大量建成的铁路经济效益低下,会拖累金融与经济运行;其次是设备和建筑工程招标投标的市场化,必将提升相关公司的毛利率。个股关注大秦铁路、广深铁路、国恒铁路、中国南车、中国铁建等。此外,我们在 2 季度行业比较报告中建议超配的汽车、造纸和医药以及前期周报中一直推荐的出口受益行业仍然可以重点关注。

目录

本周观点与回顾	5
经济复苏期SP500 指数与实际消费支出月度增速、PMI关系	5
有色金属价格和煤炭价格短期面临调整压力，中期上涨动力仍在	8
大小盘风格轮换即便发生本质也仅是补涨.....	9
海外市场：3 月份美国成屋均价继续上升 新屋销量同比降幅缩小	10
上周市场回顾.....	12
市场运行特征	14
A股市场	14
全球股市	15
市场估值水平	17
A股估值水平	17
“中国资产”估值比较	18

图表目录

图 1: SP500 与实际消费支出月度增速(1964-1980).....	5
图 2: SP500 与实际消费支出月度增速(1980-1984).....	5
图 3: SP500 与实际消费支出月度增速(1989-1995).....	5
图 4: SP500 与实际消费支出月度增速(1995-2008).....	5
图 5: 实际消费支出月度增速(1960-2008).....	6
图 6: SP500 指数与PMI(1964-1980).....	6
图 7: SP500 指数与PMI (1980-1984).....	6
图 8: SP500 指数与PMI (1989-1995).....	6
图 9: SP500 指数与PMI (1995-2008).....	6
图 10: 美国PMI (1960-2009)	7
图 11: 季度投资额度 (1997-2008)	7
图 12: 季度投资额度环比增速 (1997-2008)	7
图 13: 季度新增信贷占全年比例 (1994-2000)	7
图 14: 季度新增信贷占全年比例 (2002-2008)	7
图 15: 美国PMI与CRB工业原料期货价格指数 (1970-2005)	8
图 16: 中、美、欧PMI与LME铜月度价格 (2005-2009)	8
图 17: CCBFI-煤炭与山西优混平仓价	9
图 18: 美国股市行业轮动图	9
图 19: 年初至今主要钢铁种类价格走势 (元/吨) (北京)	10
图 20: 美国成屋和新屋销售同比增速.....	11
图 21: NAHB对美国房地产市场预测 (单位: 千户)	11
图 22: 美国月度成屋售价 (单位: 万美元)	11
图 23: 美国月度成屋库存 (单位: 百万户)	11
图 24: 上证A股近一月走势图.....	12
图 25: A股不同行业指数阶段涨跌幅.....	14
图 26: A股不同行业资金流量相对值.....	14
图 27: A股不同风格指数阶段涨跌幅.....	14
图 28: A股不同风格指数资金流量相对值.....	14
图 29: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名	15
图 30: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名	15
图 31: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名	16
图 32: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名	16
表 1: 各国股市整体估值水平及近期表现一览	16
图 33: 05 年以来上证指数PE估值区域 (PE-Band)	17
图 34: 05 年以来上证指数PB估值区域 (PB-Band)	17
图 35: 全球主要指数动态PB-ROE矩阵散点图	17
图 36: 行业动态PB-ROE矩阵散点图	18
图 37: 中国资产分行业PE估值比较	18
图 38: 中国资产分行业PB估值比较	18
图 39: A/H整体溢价率历史走势图	19
图 40: A/H个股溢价率对比散点图	19

表 2: 主要H股、红筹公司估值水平及近期表现一览表	19
----------------------------------	----

本周观点与回顾

经济复苏期 SP500 指数与实际消费支出月度增速、PMI 关系

通过统计 1960 年以来的美国股市，我们发现在经济复苏期 SP500 指数与实际消费支出（RPCE）增速和 PMI 关系如下：伴随着 RPCE 增速和 PMI 见底回升，SP500 指数始终处于震荡上行，直到 RPCE 增速和 PMI 阶段见顶。

图 1: SP500 与实际消费支出月度增速(1964-1980)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 2: SP500 与实际消费支出月度增速(1980-1984)



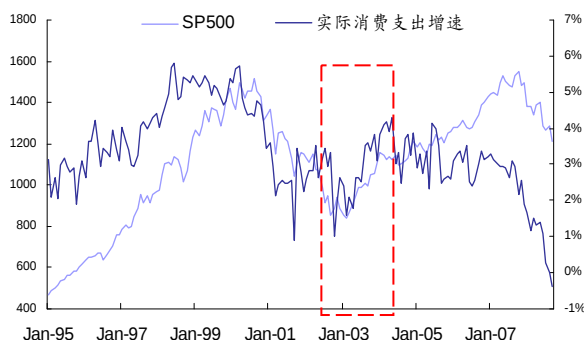
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 3: SP500 与实际消费支出月度增速(1989-1995)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

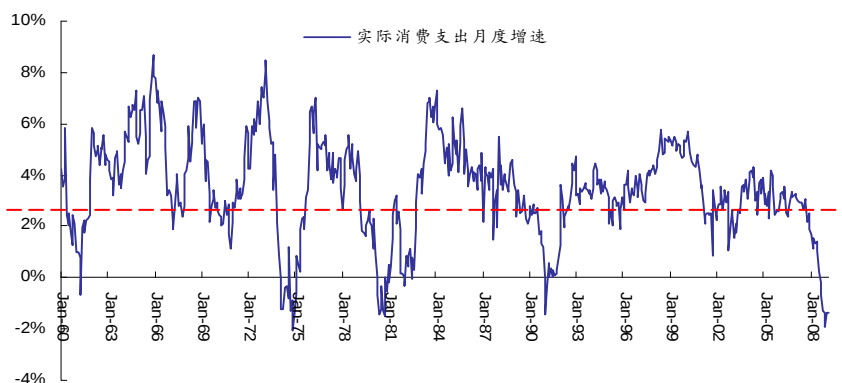
图 4: SP500 与实际消费支出月度增速(1995-2008)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

从 RPCE 增速见底到阶段见顶，时间平均为 15 个月，最少 12 个月，RPCE 阶段高点同比增速最少为 4.16%（2004 年），而目前 09 年 2 月份 RPCE 月度同比增速仅为 -1.4%，目前仍处于复苏初期，美股继续震荡上行概率很大。

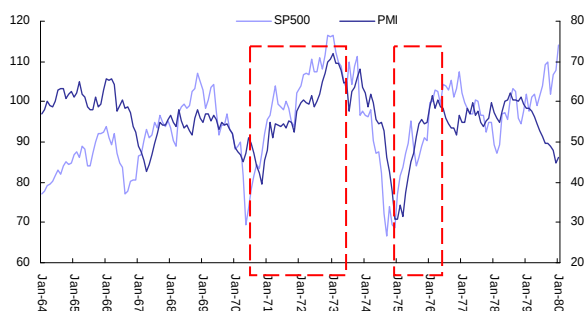
图 5: 实际消费支出月度增速(1960-2008)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

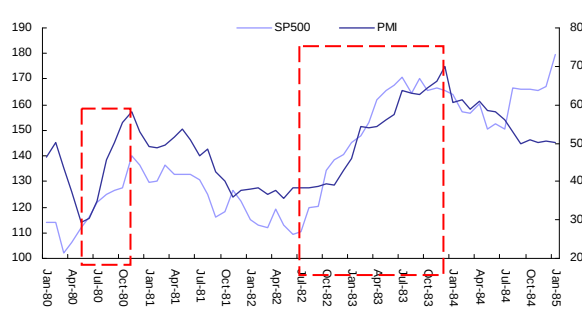
同时我们又统计了 PMI 与 SP500 指数在经济复苏期的关系, 我们认为 PMI 和实际消费支出同比增速在作为美国经济领先指标中的重要性相当 (参见《国信证券美股规律统计报告—美股春意渐浓》)。

图 6: SP500 指数与 PMI(1964-1980)



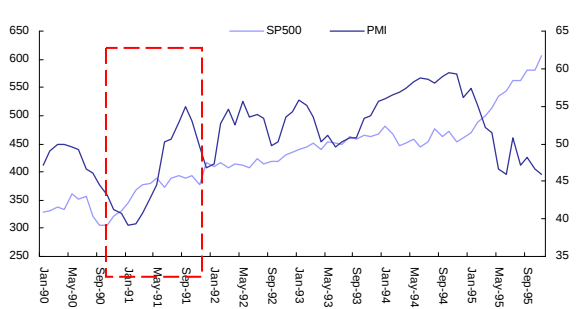
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 7: SP500 指数与 PMI (1980-1984)



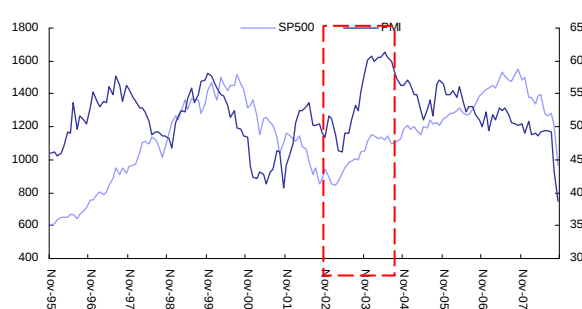
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 8: SP500 指数与 PMI (1989-1995)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

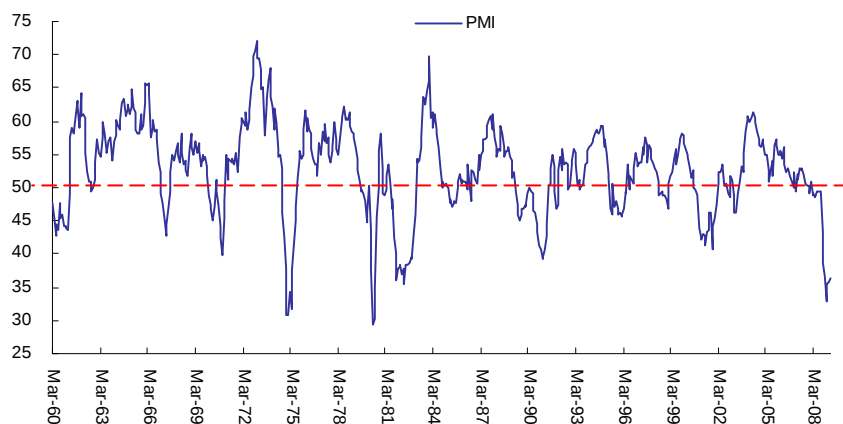
图 9: SP500 指数与 PMI (1995-2008)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

从 PMI 见底到阶段见顶, 平均时间为 12 个月, 最少 6 个月, PMI 阶段高点最低为 54.9, 而当前 PMI 为 36.3, 从这个角度看, 同样我们认为美股继续震荡上行概率大。

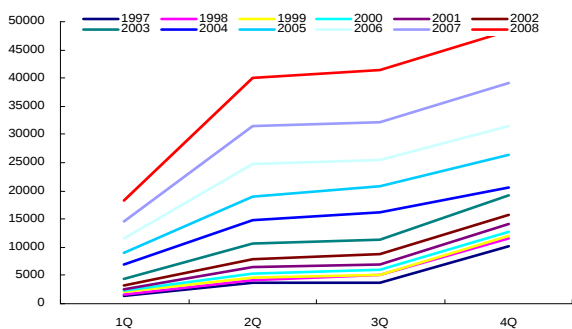
图 10: 美国 PMI (1960-2009)



资料来源: 国信证券经济研究所

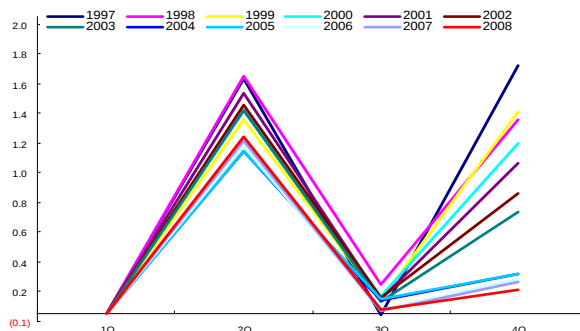
对于美国股市, 我们可以找到很多数据来验证统计, 但对于中国而言, 在经济复苏期, 股市上涨的节奏同美国并不吻合, 更多的表现出季节性特征。回顾 2002 年以来的股票市场, 熊市每轮反弹多发生于上年末至次年中, 这是比较令人疑惑的一件事情。我们在上周总结了各行业的季节效应, 但对于中国股市的季节效应, 从下面这个角度解释可能会有些启发——1、固定资产投资额环比增速高峰在 2 季度和 4 季度; 2、03 年开始新增信贷主要集中在 1、2 季度, 我们这里仅提供一种思路, 未来还需要深入研究。

图 11: 季度投资额度 (1997-2008)



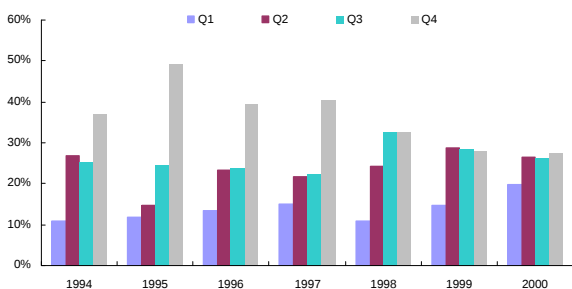
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 12: 季度投资额度环比增速 (1997-2008)



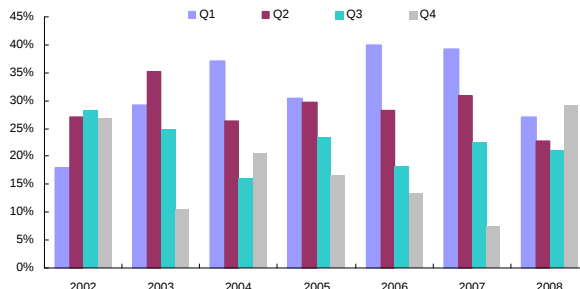
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 13: 季度新增信贷占全年比例 (1994-2000)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 14: 季度新增信贷占全年比例 (2002-2008)

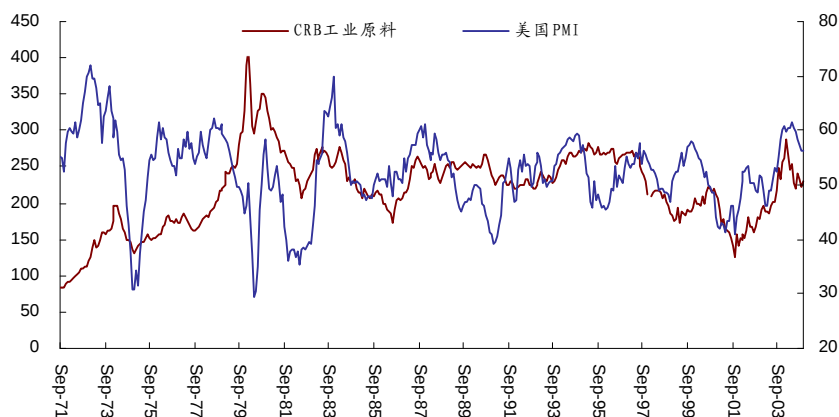


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

有色金属价格和煤炭价格短期面临调整压力，中期上涨动力仍在

从历史上看，有色金属期货价格同美国 PMI 相关性非常强，因为美国是有色金属最大的消费国，到了 2003 年后，中国成为有色金属消费量和消费增量的主要贡献者，此时中国经济的发展也成为影响有色期货价格的重要因素之一。

图 15: 美国 PMI 与 CRB 工业原料期货价格指数 (1970-2005)

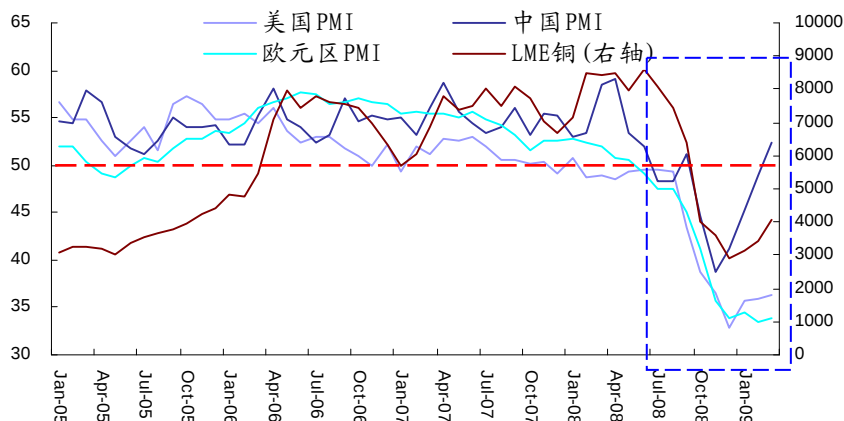


资料来源: wind, 国信证券经济研究所

从历史统计来看，美国 PMI 见底回升的过程中，至少有色金属期货价格不具备单边下跌的可能性，更多的时候表现出与美国 PMI 具有较强的相关性。那么在目前美国 PMI 仍然处于低位回升的背景下，有色金属期货价格中期和长期来看仍然具备上升动力。

自 2005 年以来，中国因素成为左右有色期货价格的重要因素之一。08 年 6 月 LME 铜见顶开始回落对应了中国 PMI 指数开始低于 50。

图 16: 中、美、欧 PMI 与 LME 铜月度价格 (2005-2009)

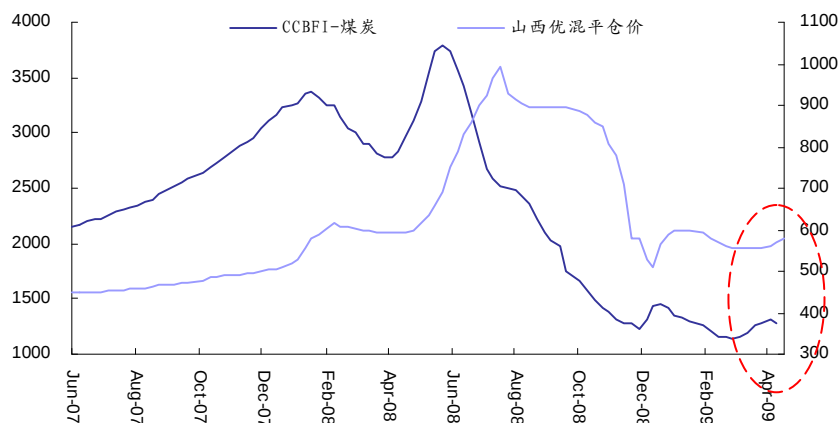


资料来源: wind, 国信证券经济研究所

短期而言，中国 PMI 能否持续上升成为有色金属价格能够持续上升的主要推动力，目前中国 PMI 已经高于 50，持续上升动力在减弱，按照国信宏观的判断，政府投资的高峰期在 5 月份左右，此后由于政府投资的带动效应将递减，另外，我们的有色行业研究员认为国储收铜和最近抛铜也是这段时期铜价涨跌的主要因素之一。因此，从短期而言，有色金属短期面临调整压力，作为领涨板块，有色金属价格的持续回调可能对指数产生较大影响，未来需要持续关注有色期货价格。

而对于煤炭价格而言，短期也面临价格调整压力，从历史统计看，CCBFI-煤炭指数是煤炭价格变化的领先指标，而目前 CCBFI-煤炭短期也出现见顶回落迹象。

图 17: CCBFI-煤炭与山西优混平仓价



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

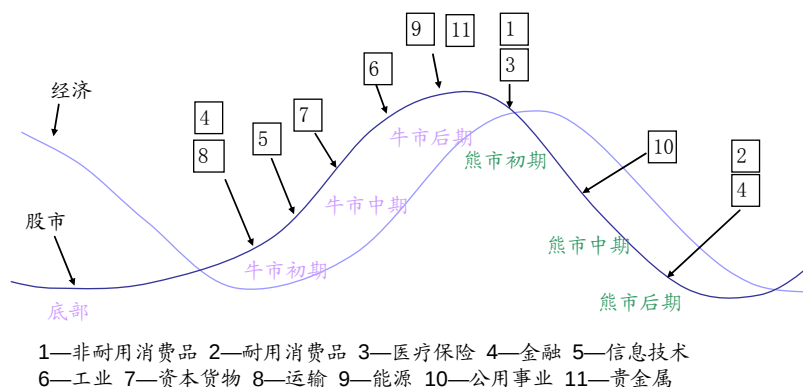
大小盘风格轮换即便发生本质也仅是补涨

回顾 1999 年以来的中国股市历史, 大盘绩优股表现突出的时刻有三个时间段: 03 年底 04 年初的“5 朵金花”——钢铁、有色、煤炭、石化、汽车; 06 年下半年: 地产和银行以及 07 年下半年: 钢铁、银行和地产。这三个时间段都对应了一个明显的特征, 即“绩优”——**业绩增速高是上涨的主要催化剂**。而目前的情况是大盘蓝筹仅仅估值低, 而业绩增速并无亮点, 如果上涨也仅仅是属于资金推动下的补涨性质。

虽然市场的风格面向滞涨的大盘股转换的概率在增加, 但风格的转换具有鲜明的补涨特征。如果市场风格转换成大盘股, 我们重点推荐三类大盘股:

1) 金融, 尤其是银行。主要理由: 首先是从美国股市的规律来看, 在经济复苏期, 金融板块是表现比较突出的板块 (但这里要提醒的一点是: 对于目前是否处于经济复苏期市场仍有分歧, 主要是因为目前的经济好转迹象得益于政府投资的拉动, 而房地产仍然存在带动经济下行的压力)。其次是银行板块的相对估值偏低。

图 18: 美国股市行业轮动图

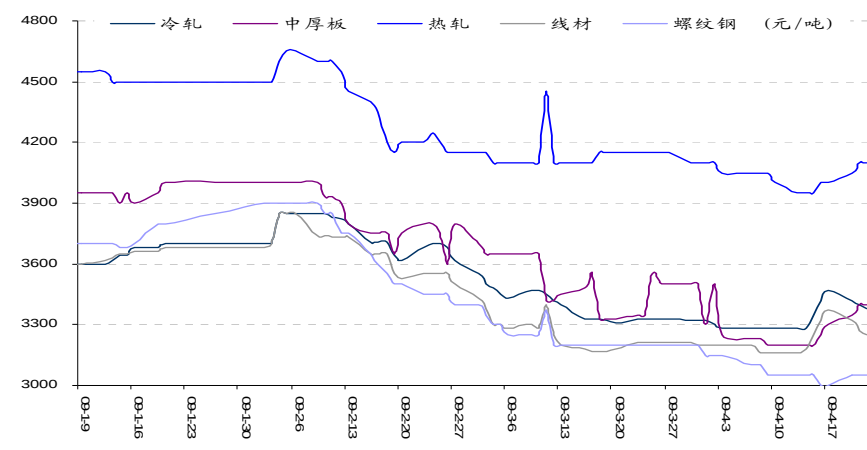


数据来源: 国信证券经济研究所

2) 钢铁。随着 4 月份后政府投资项目北方开工, 政府投资高峰期到来 (5 月

份左右)，这种情况下，我们的钢铁研究员认为钢铁价格存在反弹的可能性，而且目前来看，已经有部分钢铁品种出现反弹，因此我们看好钢铁行业的阶段性交易机会。

图 19: 年初至今主要钢铁种类价格走势 (元/吨) (北京)



数据来源: BLOOMBERG, 国信证券经济研究所, 截至 4 月 23 日

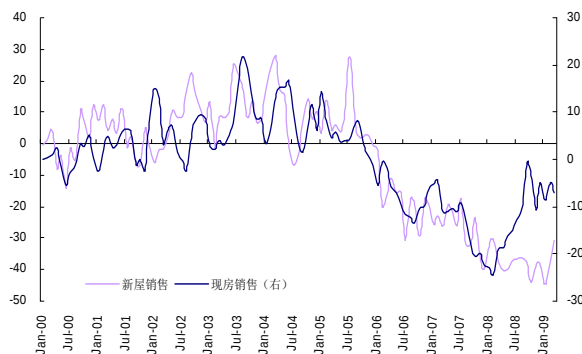
3) 中国联通。联通是我们研究员目前主推的品种，主要的潜在驱动因素是：联通和苹果正式合作推出 IPHONE 手机、监管层面推出新的监管政策（比如：网间结算费用的调整）、联通 3G 网络正式放号推出业务。3G、固网宽带提供未来 5 年行业增长动力，目前是行业低点，联通在三家运营商中最具潜力，建议投资者在目前的价位上买入联通并提高配置比重。

4) 铁路概念，未来铁路体系的改革是又一个催化剂。铁路体系改革的方向应该是市场化，其结果首先就是提高运价，否则大量建成的铁路经济效益低下，会拖累金融与经济运行；其次是设备和建筑工程招标投标的市场化，必将提升相关公司的毛利率。个股关注大秦铁路、广深铁路、国恒铁路、中国南车、中国铁建等。

海外市场：3 月份美国成屋均价继续上升 新屋销量同比降幅缩小

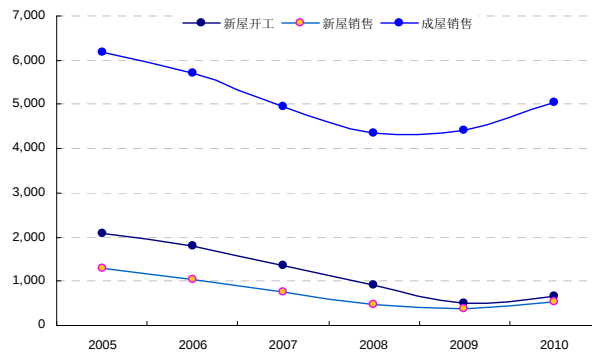
由于大量丧失抵押品赎回的房屋进入市场，压低房价的同时，也带来了成屋销量的增加，整体成屋销量自 08 年初以来呈现回升态势，但新屋销量持续下滑，因此，新屋销量的回升对于判断美国房地产市场回暖更加重要。近两个月新屋销量出现筑底回升迹象：3 月新屋销售环比下滑 0.6%，至 35.6 万户，符合市场预期，前月环比增速由 4.7%上修为 8.2%；同比降幅由 37.4%回升至 30.6%；库存环比下降 5.2%，至 31.1 万户，以目前的销售速度，消化库存需要 10.7 个月。新屋销售中间价同比下跌 12.2%，至 22.9 万美元，降幅较前月收窄。

图 20: 美国成屋和新屋销售同比增速



资料来源: 国信证券经济研究所, 截止 2009 年 3 月

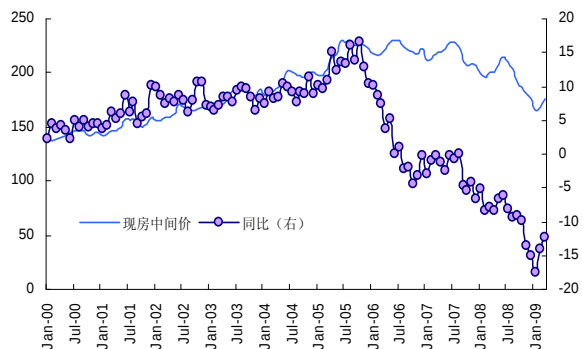
图 21: NAHB 对美国房地产市场预测 (单位: 千户)



资料来源: 国信证券经济研究所, 截止 2009 年 4 月

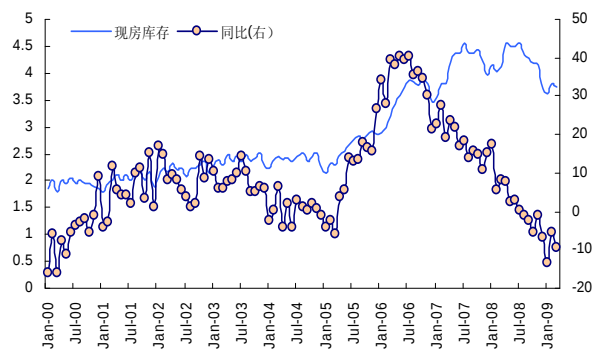
3 月份成屋销售环比下降 3.0%，至 457 万户，同比降幅由 4.8%扩大至 7.1%，低于市场预期。成屋库存环比下降 1.6%，至 374 万套；同比降幅由 5.5 扩大至 9.3%，需要 9.9 个月销售完毕。该月房屋价格上升是压低住房销售的主要原因。3 月份成屋价格中值环比继续上扬 4.2%，至 17.5 万美元，为连续两个月回升；同比降幅由 14.1%缩小至 12.4%，1 月均价为 03 年以来的最低水平。奥巴马在经济刺激计划中承诺将采取措施遏止抵押品赎回权丧失率的上升，从而减轻未来房屋供给压力。

图 22: 美国月度成屋售价 (单位: 万美元)



资料来源: 国信证券经济研究所, 截止 2009 年 3 月

图 23: 美国月度成屋库存 (单位: 百万户)

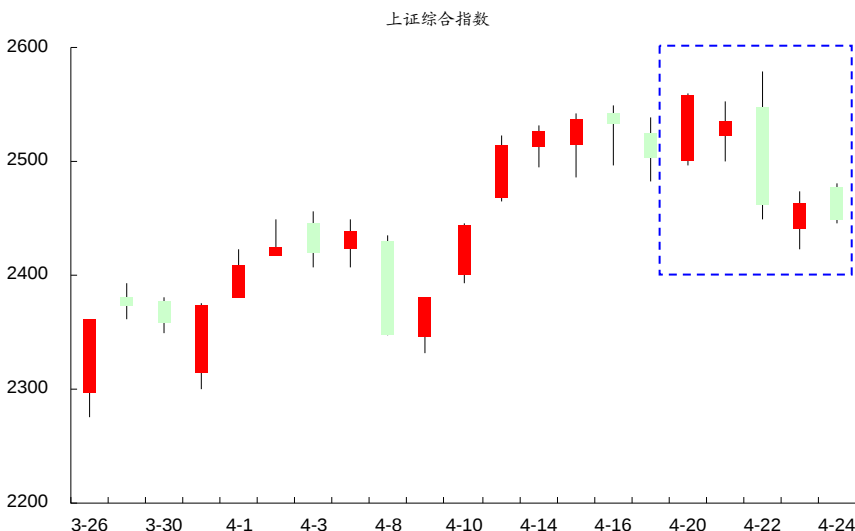


资料来源: 国信证券经济研究所, 截止 2009 年 3 月

上周市场回顾

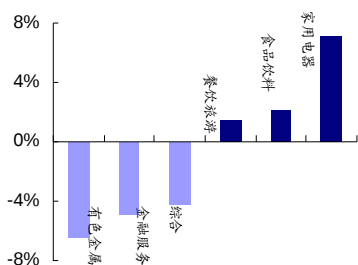
周五上证综指报收于 2448.59 点，同比降 2.21%。周三再次放量下跌，与前一周期 4 月 8 日非常相似，又让我们回忆起 07 年的“227”、“530”。投资者变得非常警觉，一有风吹草动就成了惊弓之鸟。

图 24: 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 27 日

上周行业涨跌幅前三名、后三名



数据来源: WIND 数据库, 截至 4 月 27 日

上周家电板块上周涨幅 7%，我们认为主要一方面家电板块中的优选品种估值不高，PE 目前在 15-18 倍，其次连续以来的房地产销售数据回暖、去库存、出口逐步筑底也预示未来行业的销售数据趋好，加上部分公司即将公布的季报有较好的业绩预期和分红送配预案，个别公司的资产注入进程加快预期，形成上周家电板块较好的市场表现。我们预期家电行业在二季度超越大盘的可能性较大。从政策面来说，政府进一步出台刺激消费的力度可能加大，另外各行业的销售数据大多会呈向上趋好的表现。我们对行业内公司的推荐次序为：格力电器、合肥三洋、海信电器。

正如我们所分析的，09 年以来，投资者再次忘却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。那么，有色金属价格本周出现大幅度回调已能很好地解释有色金属板块出现 21% 跌幅之现象。说到底，本轮有色金属价格的强劲反弹，在很大程度上是受到中国政府收储的政策性推动及投机资金的推波助澜。在全球经济仍然不景气的环境下，一旦失去政府进一步提振措施（近期国内又传出国储抛铜的消息，因为铜价已反弹至 4 万元以上，政府收储也有了利润空间），投资者就会开始理性思考有色金属后期走势，需求忧虑重新抬头，导致有色金属价格再次面临较大压力——本周除锡金属价格保持平稳以外，铜为首的大宗金属价格均录得 10% 上下的跌幅。此外，本周公布了江西铜业、西部矿业、紫金矿业、宝钛股份、宏达股份等多家公司的季报，除紫金矿业业绩符合预期外，其他企业的业绩虽然在基数太低的前提下出现了环比增长，但仍差强人意，相信这也是本周有色板块出现调整的原因之一。相反，一直受避险需求所左右的金价本周出现 5% 的反弹，拉动黄金股山东黄金、中金黄金出现 8% 以上的周涨幅，与大宗金属类股价走势完全对立。展望下阶段，目前中国有色金属市场消息暂时平静，但是后期热点仍将在中国出现，例如：中国有色金属行业振兴规划细节的出台，以

及可能出现的地方收储，都可能对市场产生较大影响。此外，在目前 LME 铜库存不断下跌的同时，反映未来库存变化的指标——库存注销仓单却依然维持在较高水平。这预示在未来一段时间内，铜库存仍有继续下滑的可能，这也将给铜价带来较大的提振作用。铜作为基本金属走势的引导品种，一旦走强，也将带动其他金属上扬。预计短期大宗金属价格会出现大幅度震荡，从而导致有色金属板块的大幅度震荡。

上周银行板块跌幅居前，达 4.27%。我们认为可能问题有几方面：第一，市场对于华夏和民生公布的年报和季报，较为不满，这两家银行在 4Q2008-1Q2009，息差下降较大。第二，市场传言 5 月前三周，银行贷款余额较 3 月末可能下降了千亿元左右，加上银监会和央行对于信贷高增长的担心在逐渐的上升，对于全年信贷增长预期分歧增大。第三，宏观数据显示，未来经济向好可能存在较多变数和曲折，如果信贷过度宽松环境在 2 季度出现较大的变化，那么对银行在 2008 年 11 月开始的信贷高增长所带来潜在风险会的担心有所上升。第四，上周有关银行案件新闻报道和传言也明显影响了市场对于银行的信心。

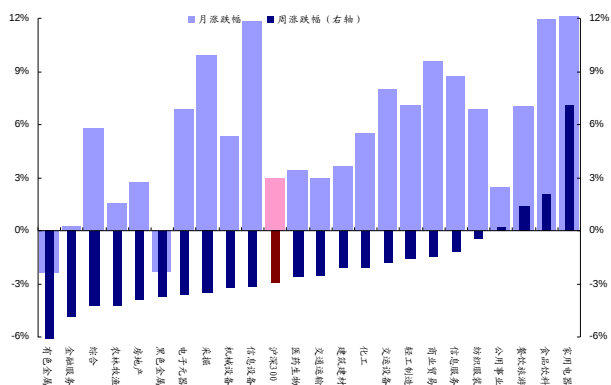
我们认为银行业在 2009 年 1 季度息差明显下降是正常的，是之前减息的自然后果，减息对于息差的影响将在 1 季度后明显降低，将在 2-3 季度逐渐见底。但银行资产结构和贷款结构对于息差的影响还继续存在，在经济没有真正回暖或者通胀上升之前，银行息差将面临持续的压力。对于信贷增长方面，我们认为在没有月底冲高情况下，4 月可能的增幅在 3000-5000 亿元左右，2 季度开始货币政策回归适度宽松的概率较大，但这种回归对息差收入不会有根本的影响，因为之前虚增的一般贷款和票据贴现，对银行也没有实质的息差贡献。对于资产质量方面，如果 2 季度货币政策回归适度宽松，还不会给企业带来明显的现金流压力，短期来看对银行资产质量没有明显影响。

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。

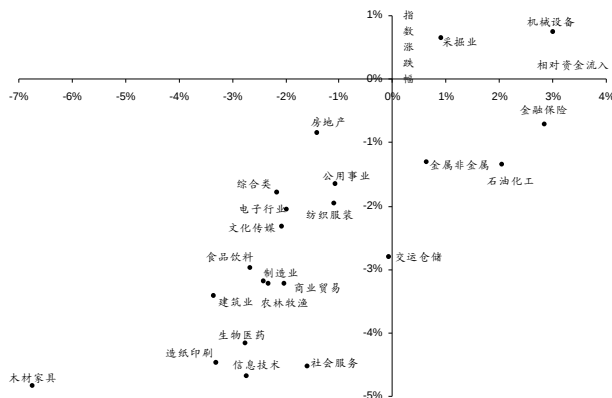
A股市场

图 25: 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 27 日

图 26: A 股不同行业资金流量相对值



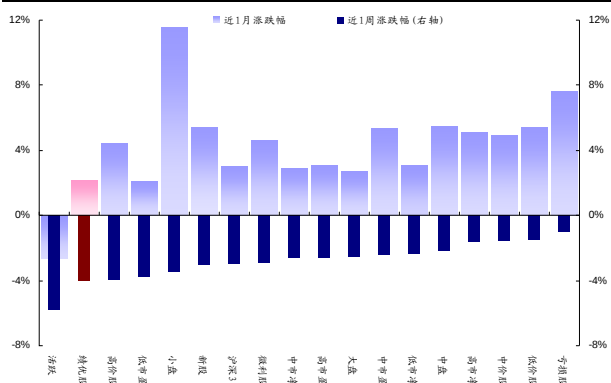
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 27 日，

家用电器、食品饮料等板块涨幅居前。金融服务、有色金属等板块弱于大盘。

从资金流向来看，机械设备、金融保险流入资金较多；木材家具流入资金较少。

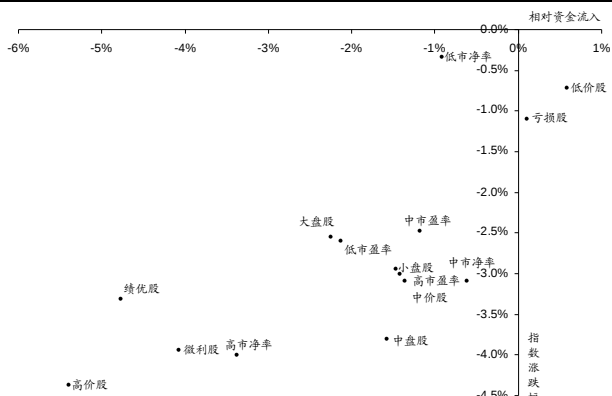
注：资金流量反映的是市场对股票超额的需求或者供给。我们把主动性买盘看成是资金流入、把主动性卖盘看成是资金流出，两者的差额如果为正，对该股票是超额需求；如果为负，则对该股票是超额供给。

图 27: 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 27 日

图 28: A 股不同风格指数资金流量相对值

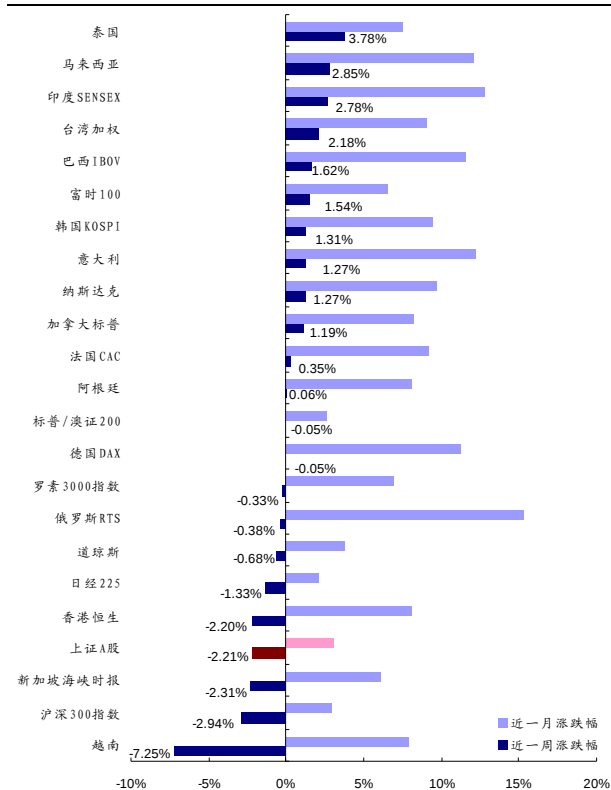


资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 27 日

从风格指数来看，低价股资金流入明显，而高价股、绩优股资金流出显著。

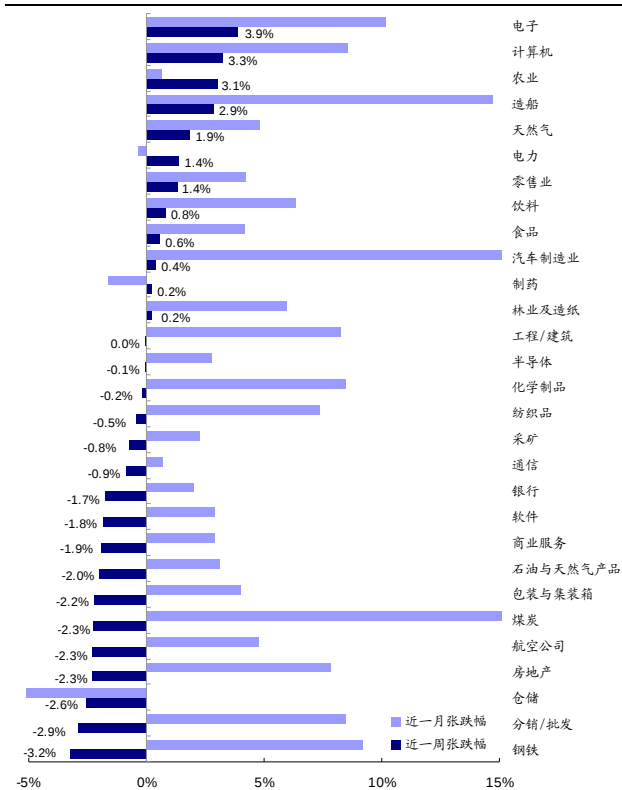
全球股市

图 29: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名



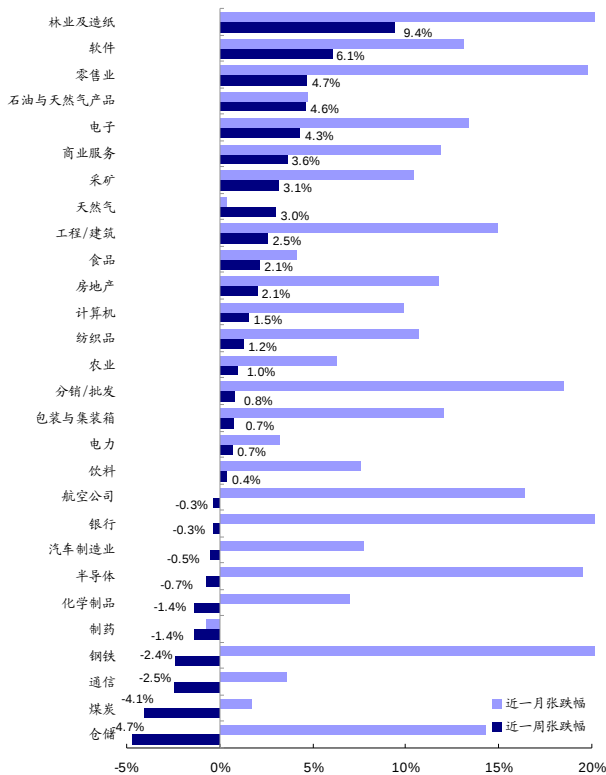
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 4 月 27 日

图 30: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名



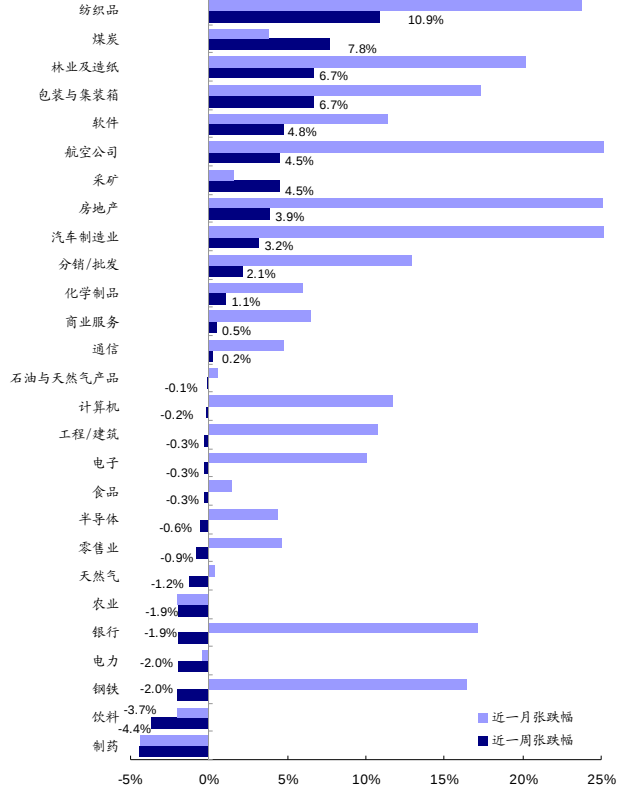
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 4 月 27 日

图 31: 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 27 日

图 32: 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 27 日

表 1: 各国股市整体估值水平及近期表现一览

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	16.14	22.38	3.52	3.52	3.86	-1.22	-37.35	21.81%	15.73%
日经 225	28.37	41.46	1.14	1.09	2.08	22.94	-36.48	4.02%	2.63%
香港恒生	13.6	13.56	1.47	1.41	8.07	38.52	-40.20	10.81%	10.40%
俄罗斯 RTS	4.76	7.71	0.78	0.69	15.29	51.32	-60.95	16.39%	8.95%
印度 SENSEX	11.81	13.11	2.54	2.09	12.74	33.13	-33.85	21.51%	15.94%
沪深 300	22.13	18.95	2.82	2.41	2.96	55.49	-32.35	12.74%	12.72%
上证 A 股	22.07	17.77	2.69	2.39	3.12	42.08	-31.18	12.19%	13.45%
加拿大标普	10.65	14.44	1.57	1.52	8.26	11.86	-32.29	14.74%	10.53%
富时 100	17.39	11.18	1.46	1.46	6.60	7.88	-31.77	8.40%	13.06%
法国 CAC	10.01	10.26	1.12	1.08	9.23	1.16	-37.67	11.19%	10.53%
德国 DAX	17.95	12.44	1.27	1.22	11.20	7.84	-32.22	7.08%	9.81%
阿根廷	7.27	5.58	1.07	1.09	8.06	49.95	-40.08	14.72%	19.53%
智利 ISPA	14.12	16.53	1.66	1.56	5.20	14.19	-11.24	11.76%	9.44%
韩国 KOSPI	19.09	13.88	0.84	1.17	9.41	43.05	-25.80	4.40%	8.43%
台湾加权	26.5	28.02	1.42	1.45	9.09	34.67	-34.28	5.36%	5.17%
泰国	12.3	8.66	1.06	1.01	7.55	22.36	-43.03	8.62%	11.66%

数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所, 截至 4 月 27 日

市场估值水平

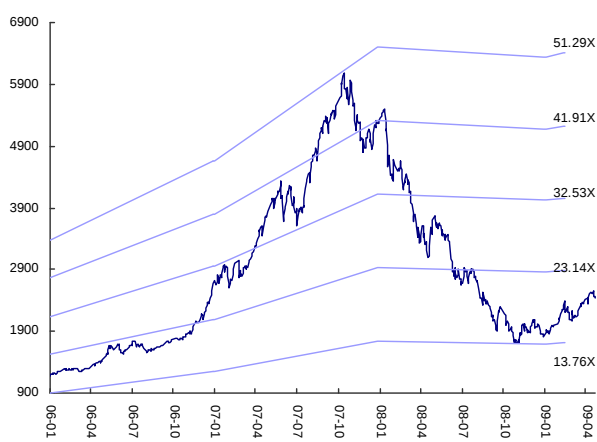
估值是市场内在驱动因素。我们一方面从横向、纵向考察 A 股整体 PE、PB 变动区域和不同行业估值差异，另一方面基于国际视野就 A 股估值水平进行对比，并特别选择香港上市的内地上市公司估值水平作为主要参照系。

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。

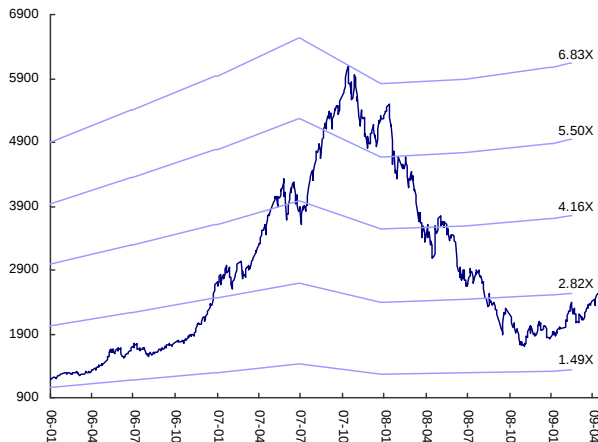
截至上周收盘时，A 股静态 PE 17.36 倍，静态 PB 2.77 倍。

图 33: 05 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band)



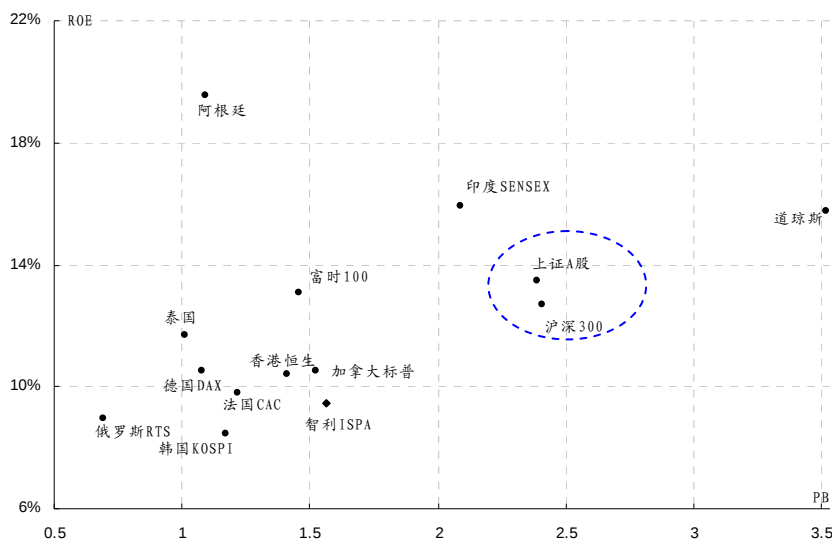
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 27 日

图 34: 05 年以来上证指数 PB 估值区域 (PB-Band)



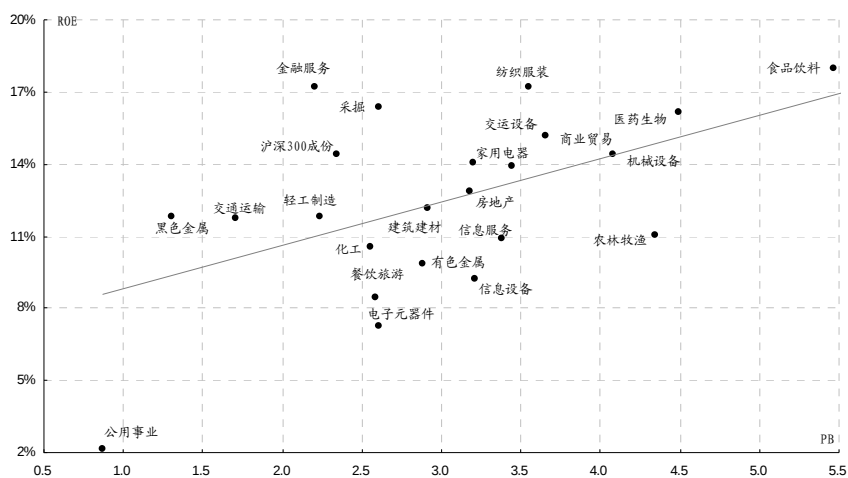
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 4 月 27 日

图 35: 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 27 日

图 36: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图



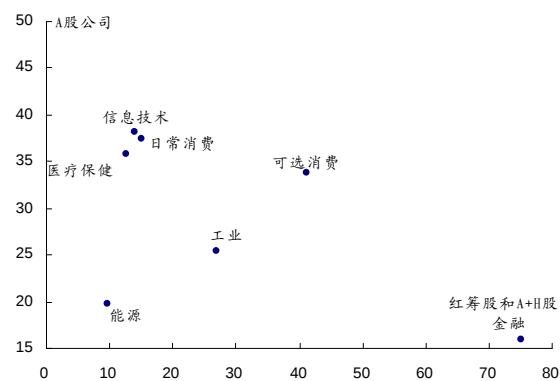
数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 4 月 27 日

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

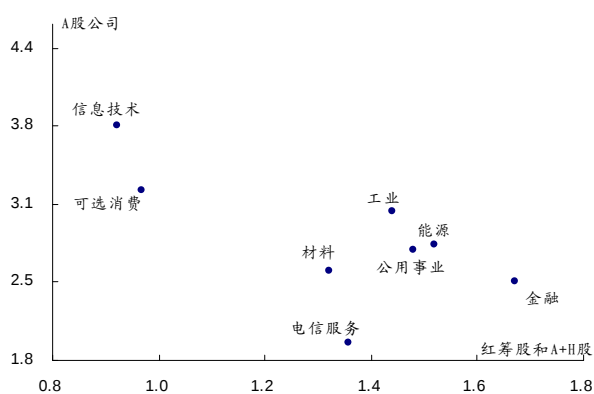
本部分主要包括: 同时在地上市 H 股公司溢价对比情况; A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 37: 中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 4 月 27 日

图 38: 中国资产分行业 PB 估值比较



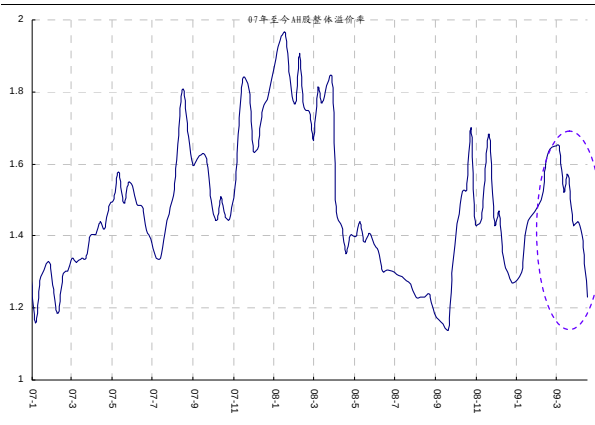
数据来源: WIND 数据库, 截至 4 月 27 日

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 21%, 属于历史低位。

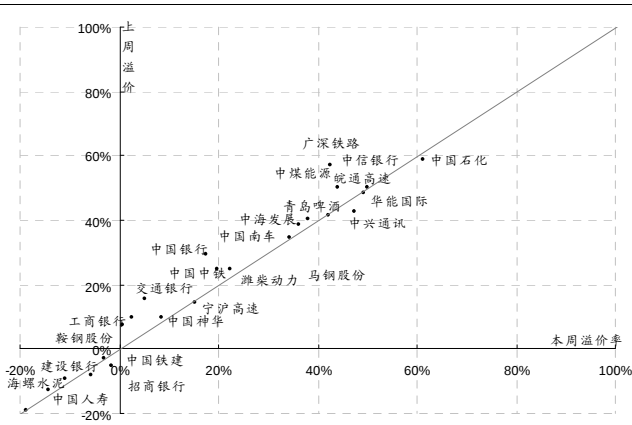
结合中国资产各个分行业 PE、PB 估值比较散点图和分行业估值表来看，目前多数行业 PE、PB 水平均高于港股。分行业看表现为结构性溢价，即信息技术、医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平，而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比非常接近。

图 39: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 4 月 27 日

图 40: A/H 个股溢价率对比散点图



数据来源: WIND 数据库, 截至 4 月 27 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。

注: A/H 整体溢价率是以总股本加权个股溢价率计算得出。

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	26.0	4.9	4.9	1.8	19.0	5.8	291.8	-18.1
材料	安徽海螺水泥股份	28.3	3.0	3.0	0.7	10.7	4.3	163.6	-27.7
材料	江西铜业股份	10.4	1.1	0.4	0.9	11.0	0.1	162.4	-52.2
材料	SHOUGANG INT'L	4.7	0.9	0.4	5.5	18.8	10.7	141.6	-66.1
材料	中国铝业	7539.	1.3	0.9	0.9	0.0	11.7	135.5	-58.1
材料	鞍钢股份	19.0	1.1	0.7	2.6	5.7	1.0	150.3	-54.9
材料	五矿资源	231.3	0.5	0.3	0.0	0.2	-2.1	90.7	-56.8
材料	晨鸣纸业	6.6	0.6	0.5	1.5	9.3	17.9	60.8	-46.4
材料	马鞍山钢铁股份	31.1	0.9	0.3	0.0	2.7	11.6	193.7	-33.5
电信服务	中国移动	10.8	2.8	3.0	3.7	25.5	-1.0	20.2	-48.8
电信服务	中信 1616 集团	8.5	1.9	1.1	5.8	21.9	5.2	82.1	-29.4
电信服务	中国联通	5.1	0.8	1.2	2.7	16.4	0.1	-15.2	-49.8
电信服务	ASIA SATELLITE	7.0	0.7	3.3	4.6	9.5	10.3	-9.7	-34.3
工业	东方电气	33.2	7.7	0.6	0.1	23.1	27.2	17.1	-38.4
工业	中远国际控股	7.2	0.6	1.7	3.1	8.9	10.3	78.8	-48.0
工业	中国铁建	44.4	2.6	0.7	0.0	5.9	9.4	32.6	-6.3
工业	中国远洋	5.1	1.1	0.5	4.6	22.1	15.1	95.3	-71.9
工业	广州广船国际股份	5.8	1.7	0.7	4.4	29.9	13.8	171.0	-60.6
工业	潍柴动力	5.8	2.0	0.4	0.0	35.5	21.6	-3.4	-45.1
工业	中海发展股份	5.1	1.3	1.6	3.6	25.2	10.1	73.9	-66.0
工业	深圳国际	10.3	1.2	1.0	3.7	11.7	25.4	80.3	-50.0
工业	昆明机床	5.6	1.5	1.0	2.3	26.8	5.4	116.3	-48.6
工业	中国建筑	9.2	1.8	0.4	3.8	19.4	34.3	152.1	-85.4
工业	五矿建设	6.2	0.6	0.8	0.0	8.9	19.7	100.0	-53.3
工业	中信泰富		0.9	1.0	2.5		38.7	139.9	-67.6
工业	中远太平洋	8.1	0.9	6.6	4.8	10.8	-10.0	66.3	-48.6
工业	中国南方航空股份		1.8	0.2	0.0		41.0	124.5	-57.1
公用事业	粤海投资	10.8	1.3	2.7	3.0	12.2	5.8	75.5	-13.6
公用事业	华能国际电力股份		1.6	0.9	2.2		5.3	42.7	-8.6

所属 GICS	证券简称	PE	PB	PS	% 股息率	% ROE	% 1 月表	% 6 月表现	% 1 年表现
公用事业	华润电力	34.8	1.4		4.2	4.0	34.5	16.6	-43.9
公用事业	大唐发电	9.8	2.0	3.4	4.7	19.9	-6.9	51.9	-34.6
金融	SHOUGANG GRAND	14.9	0.4	160.1	4.7	3.0	19.6	34.5	-41.8
金融	中国光大控股	9.5	1.8		3.7	19.0	7.4	55.7	-43.8
金融	中保国际	11.3	2.1	4.1	4.2	18.4	3.9	35.6	-30.6
金融	招商银行		0.9	2.2	0.0		5.4	10.2	-67.0
金融	中国人寿	66.3	2.0	14.4	0.0	3.0	9.8	125.0	-30.8
金融	中国平安	14.0	1.3	0.5	2.9	9.2	10.9	11.8	-51.0
金融	中银香港	9.9	1.6	28.7	2.6	16.6	4.3	96.3	-25.8
金融	建设银行	23.7	0.5	0.1	0.0	2.2	42.9	-19.2	-74.2
金融	川河集团	5.8	0.7	0.2	4.9	11.6	40.0	64.0	-26.9
金融	交通银行	7.8	2.1	2.7	4.3	27.7	5.5	79.3	-34.0
金融	工商银行	11.1	1.4	1.6	2.5	12.2	8.4	88.1	-61.4
可选消费	北京发展(香港)	9.6	1.4	1.0	4.7	14.5	1.5	36.2	-41.6
可选消费	闽港控股	15.3	1.4	0.3	2.3	9.1	19.6	32.7	-27.9
可选消费	华润创业	13.7	2.5	3.5	2.5	18.1	11.8	89.1	-45.0
可选消费	骏威汽车	5.8	1.3	1.6	0.0	23.2	29.9	115.4	-44.3
可选消费	中国玻璃	7.7	1.2	2.0	2.5	15.7	-9.5	63.9	-59.3
可选消费	大昌行集团	21.8	2.1	0.7	1.7	9.5	26.4	93.8	-15.8
能源	中国海洋石油	7.3	0.5	0.2	4.3	7.0	5.2	35.0	-39.1
能源	中煤能源	6.1	1.2	0.4	3.2	19.3	8.4	66.5	-24.5
能源	中国石油股份	15.4	1.8	0.2	1.3	11.9	19.8	-12.9	-60.2
能源	中国石油化工股份	8.8	0.6	0.7	0.0	6.7	20.7	98.0	-51.0
能源	中国神华	7.7		0.1	0.0		25.2	66.1	-22.8
能源	兖州煤业股份	7.7	0.5	0.1	4.2		9.6	110.8	-50.2
能源	中海油田服务	19.3	2.3	0.7	1.3	11.7	-7.2	86.9	-13.7
日常消费	中国食品	6.2	1.3	0.9	5.3	20.9	20.6	156.8	42.3
日常消费	广南(集团)	11.2	0.6	0.6	1.6	5.6	3.3	26.2	-57.0
日常消费	中国粮油控股	34.8	1.4		4.2	4.0	34.5	16.6	-43.9
信息技术	联想集团	9.8	2.0	3.4	4.7	19.9	-6.9	51.9	-34.6
信息技术	航天控股	14.9	0.4	160.1	4.7	3.0	19.6	34.5	-41.8
信息技术	神州数码	9.5	1.8		3.7	19.0	7.4	55.7	-43.8
信息技术	冠捷科技	11.3	2.1	4.1	4.2	18.4	3.9	35.6	-30.6
信息技术	中兴通讯		0.9	2.2	0.0		5.4	10.2	-67.0
医疗保健	CHINA PHARMA	66.3	2.0	14.4	0.0	3.0	9.8	125.0	-30.8
医疗保健	广州药业股份	14.0	1.3	0.5	2.9	9.2	10.9	11.8	-51.0

数据来源: WIND 数据库、国信证券经济研究所, 截至 4 月 27 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		