

策略周报 (090511-090515)

——风格转换或在整体市场调整中完成

投资策略/策略周报

2009年5月10日 星期日

报告要点

分析师: 鲍庆
021-50586660-8642
bq@longone.com.cn

分析师: 董高峰
021-50586660-8622
dgf@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

□ 本周观点

上周市场明显呈现出风格转换的特点,这也是今年年初以来大盘股首次持续走强于中小盘股,在这种风格转换下,虽然较多个股开始出现持续的调整,但整体市场在大盘股的推动下在上周再次创出了近期新高。对于这种风格转换,我们在之前4月策略月报中已经指出,然而我们关注的是这种风格转换的持续性,即大盘股能否持续领先于中小盘股?这种领先的方式是如何的?

根据大盘股与小盘股估值的地平线原理,可以知道在小盘股持续强于大盘股后,市场具有偏向于大盘股的倾向,这种风格转换的时间大致在6个月左右,这个时间与去年11月至今的反弹时间吻合。因此,市场目前进行的这种风格无论在时间上还是在大小盘股的估值对比上,均有其必然性。这也与07年“530”后市场风格的转化相同。

那么未来这种风格转换能否持续进行呢?我们认为这种风格转换仍然能够进行,就目前大小盘股的估值对比来看,小盘股仍然溢价较高,这种估值溢价将在风格转换中消失。但是,我们认为目前的风格转换有着不同于“530”后市场的行情演绎方式。我们知道“530”后大盘股一路向上,最终推动整体市场在07年10月创出该牛市的最高,如果按这种演绎逻辑,那么未来市场在大盘股的推动下仍然具有屡创新高的动力,但是我们认为目前市场与07年市场具有的本质不同。目前市场并不具备07年市场所面临的宏观基本面环境——经济周期所处阶段不同。07年市场面临的是一个经济周期扩张阶段,盈利预期普遍乐观,这种乐观的盈利预期支撑并推动着估值的向上,但是当前市场的宏观基本面是一个复苏仍然需要确认的阶段,因此,并不具备乐观的盈利预期。这种盈利预期的不同是决定两种行情未来演绎方向不同的主要原因。在当前市场的盈利预期下,我们认为未来大盘股领先于中小盘股的风格转换将在市场震荡调整过程中实现,即我们5月策略月报中的观点——整体市场震荡探低,市场风格在此完成。

本周将陆续公布4月国内经济数据,我们预期4月部分经济数据较3月差,如工业增加值,这将使得市场产生对经济复苏持续性的担忧,进而导致市场波动加大。

行业配置方面,防御与大盘股在调整时具有估值和盈利的安全性,建议关注银行等估值安全边际较大,以及医药、建筑建材等盈利确定的行业。

操作策略上,市场已经进入震荡尾期,建议谨慎以观察市场走向,

□ 一周市场回顾

上周全球主要市场呈现普涨格局。成熟市场方面，道琼斯工业指数上涨 4.41%，标普 500 指数上涨 5.89%，纳斯达克综合指数上涨 1.15%，伦敦富时 100 指数上涨 5.15%，法国 CAC 指数上涨 4.83%，德国 DAX 指数上涨 3.08%，日经 225 指数上涨 8.10%，香港恒生指数上涨 12.04%，香港国企指数上涨 10.64%，香港红筹指数上涨 11.85%。新兴市场方面，巴西圣保罗指数上涨 8.68%，俄罗斯 RTS 指数上涨 12.66%，印度孟买指数上涨 4.15%，台湾加权指数上涨 9.87%，韩国 KOSPI 指数上涨 5.51%。国内市场方面，上证指数和沪深 300 上周分别上涨 5.98% 和 6.34%。A-H 股溢价率受港股大幅上涨影响有所下降，为 29.15%；市场风格方面，低市盈率股市场表现优于高市盈率股，大盘股优于中小盘股。行业方面，仅医药生物行业下跌，跌幅 0.26%；涨幅最大的五个行业分别为房地产、采掘、餐饮旅游、金融服务、黑色金属，涨幅分别为 12.25 %、11.79%、8.71%、7.78%、6.98%。

□ 市场资金情况

本周新增流通股可流通市值共 658.25 亿元，较上周增加 462.16 亿元。上周国内全部 A 股总市值达到 21.48 万亿元，较前一周增加 6.05%；流通 A 股市值 7.69 万亿元，较前一周增加 6.25%。上周美元兑人民币汇率走势下降，5 月 8 日收盘价为 6.822 元。上周国债和企业债收益率略有上升。

□ 市场盈利预期

上周上证 A 股滚动盈利预期较 09 年初下调了 4.74%，不过环比上调了 0.13%，沪深 300 指数滚动盈利预期较 09 年初下调了 2.52%，环比上调了 0.15%。各行业，上周医药生物、家用电器、公用事业、建筑建材和金融服务五个行业盈利预期环比上调，上调幅度分别为 2.35%、2.31%、1.99%、1.20%、0.12%；其他行业盈利预期有所下调，其中电子元器件、纺织服装、下调幅度最大，分别达到 18.50%、13.68%。

□ 市场估值情况

上周末，摩根 AC 指数动态市盈率为 15.33 倍，道琼斯工业指数 24.05 倍，香港恒生指数 15.60 倍，印度孟买指数 14.08 倍。目前整体 A 股 09 年动态市盈率为 19.21 倍，上证综指为 18.41 倍，沪深 300 为 18.18 倍，最高有色金属 46.28 倍，最低金融服务 14.53 倍。由于估值不断提高，上周广义市场风险溢价继续下降。

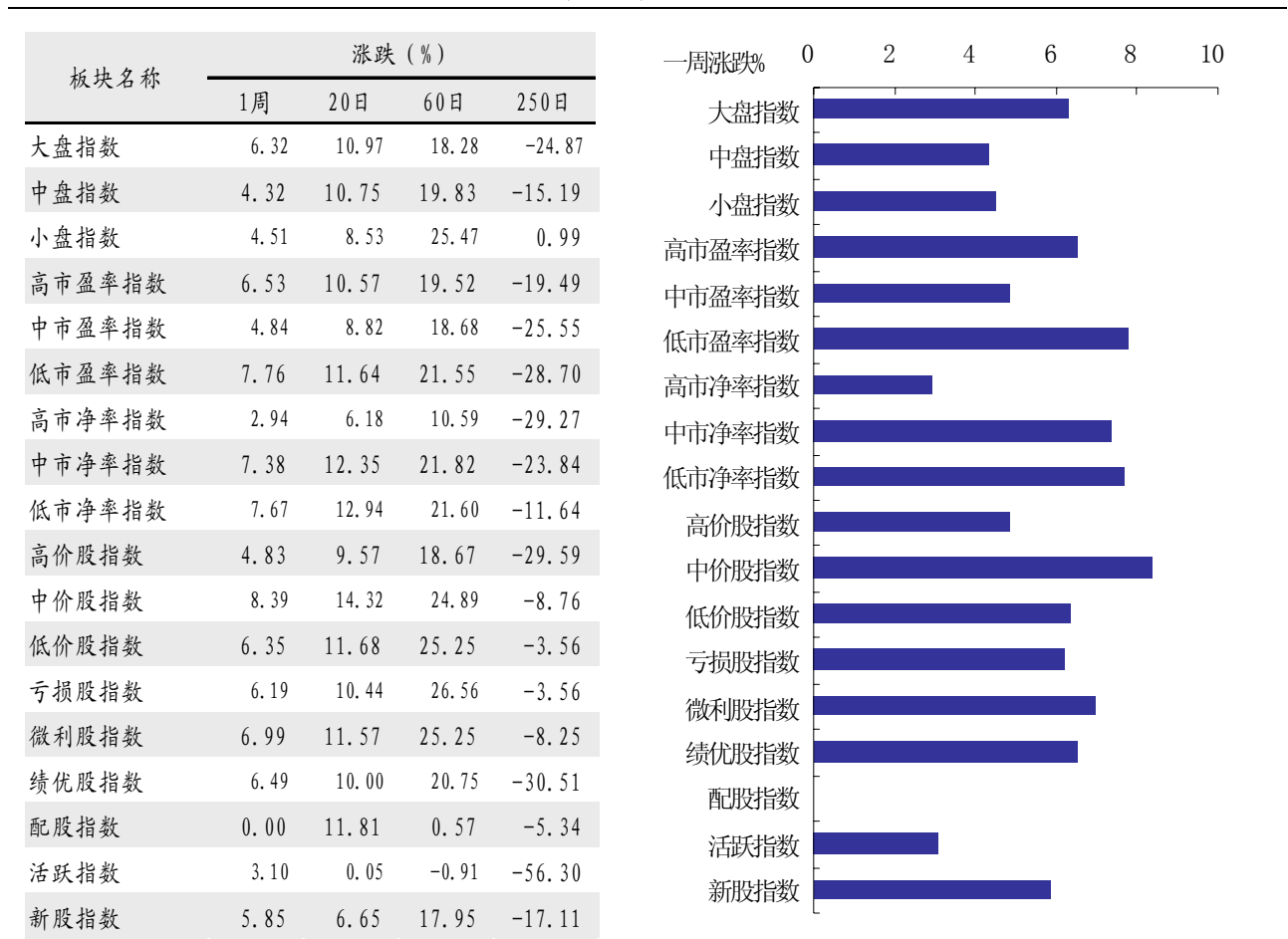
一周市场回顾

全球主要股指一周市场表现

指数名称	代码	收盘	涨跌(%)			
			1 周	1 月	3 月	年初至今
摩根 AC 世界指数	MXWD	241.18	6.74	11.00	14.67	5.93
成熟市场						
道琼斯工业指数	INDU	8574.65	4.41	6.08	8.00	-2.30
标普 500 指数	SPX	929.23	5.89	8.48	11.45	2.88
纳斯达克综合指数	CCMP	1739.00	1.15	5.23	13.62	10.27
伦敦富时 100 指数	UKX	4462.09	5.15	12.01	5.38	0.63
法国 CAC 指数	CAC	3312.59	4.83	11.38	9.41	2.94
德国 DAX 指数	DAX	4913.90	3.03	9.41	8.47	2.16
日经 225 指数	NKY	9432.83	8.10	5.23	18.71	6.47
澳大利亚综合指数	AS30	3919.60	4.86	8.35	14.67	7.11
香港恒生指数	HSI	17389.87	12.04	16.70	28.44	20.87
香港国企指数	HSCEI	10051.90	10.64	13.81	32.27	27.37
香港红筹指数	HSCCI	3650.13	11.85	14.42	16.06	10.87
新兴市场						
巴西圣保罗指数	IBOV	51395.99	8.68	12.86	25.83	36.87
俄罗斯 RTS 指数	RTSI\$	938.27	12.66	14.79	51.19	48.49
印度孟买指数	SENSEX	11876.43	4.15	9.93	23.47	23.11
台湾加权指数	TWSE	6583.87	9.87	13.87	43.88	43.40
韩国 KOSPI 指数	KOSPI	1412.13	5.51	5.70	18.65	25.58
中国市场						
上证指数		2625.65	5.98	7.42	16.14	44.20
上证 B 股		168.52	3.70	4.11	17.29	51.93
深圳成指		10183.06	7.16	8.96	22.85	57.01
深圳 B 股		387.79	6.21	7.96	22.04	42.95
沪深 300		2789.22	6.34	7.46	19.65	53.45

资料来源：BLOOMBERG，东海证券研究所

国内风格板块一周市场表现



资料来源：WIND，东海证券研究所

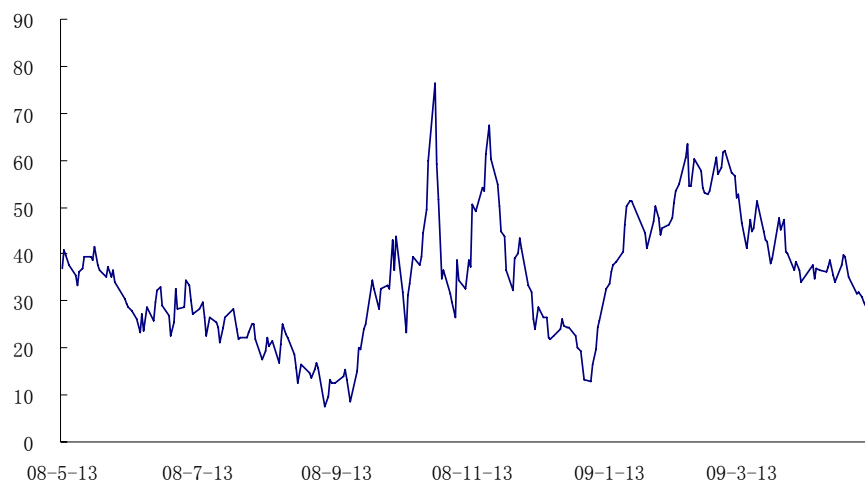
国内分行业一周市场表现

板块名称	涨跌 (%)				
	1周	20日	60日	250日	
房地产	12.25	20.38	39.85	-5.83	房地产
采掘	11.79	20.46	35.80	-24.00	采掘
餐饮旅游	8.71	11.71	23.27	-22.95	餐饮旅游
金融服务	7.78	8.38	18.42	-29.40	金融服务
黑色金属	6.98	7.85	8.79	-43.48	黑色金属
综合	6.59	14.42	31.91	-15.31	综合
有色金属	6.00	5.51	24.80	-26.62	有色金属
纺织服装	5.60	12.03	23.08	-16.80	纺织服装
机械设备	5.46	11.03	24.11	2.36	机械设备
轻工制造	5.45	10.07	17.93	-27.78	轻工制造
公用事业	5.36	9.59	11.62	-10.30	公用事业
交通运输	5.29	8.86	16.17	-28.30	交通运输
化工	5.26	10.66	16.57	-22.12	化工
交运设备	5.26	14.36	35.01	-10.57	交运设备
电子元器件	4.83	9.93	24.21	-18.84	电子元器件
农林牧渔	4.80	-0.56	5.43	-28.33	农林牧渔
食品饮料	4.03	9.97	9.82	-25.40	食品饮料
商业贸易	3.88	16.13	22.36	-16.41	商业贸易
建筑建材	3.74	10.55	16.68	-6.18	建筑建材
信息设备	3.16	12.83	26.54	-5.85	信息设备
家用电器	1.72	17.07	30.47	-12.47	家用电器
信息服务	1.71	12.58	20.05	-7.85	信息服务
医药生物	-0.26	8.24	12.66	3.24	医药生物

资料来源：WIND，东海证券研究所

A/H 股两地上市公司的价差

当前 A-H 股溢价率为 29.15%



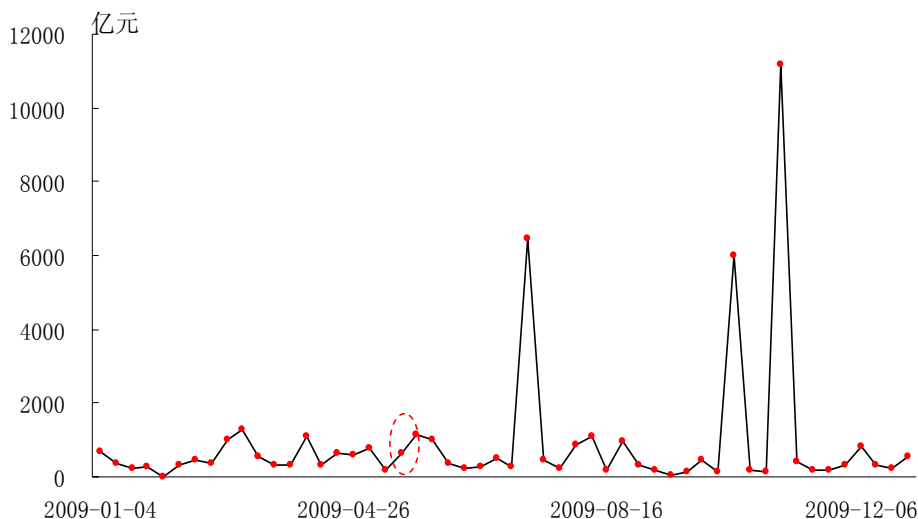
注：A/H 股溢价率根据恒生 AH 股溢价指数计算得到

资料来源：WIND，东海证券研究所

市场资金情况

每周新增流通股可流通市值

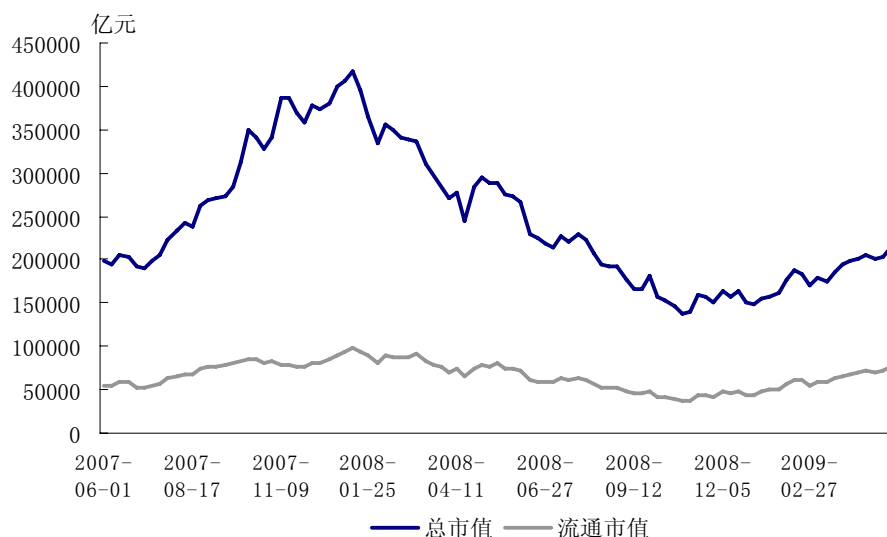
本周新增流通股可流通市值共 658.25 亿元，较上周增加 462.16 亿元



资料来源：WIND，东海证券研究所、

沪深 A 股总市值和流通市值的变化情况

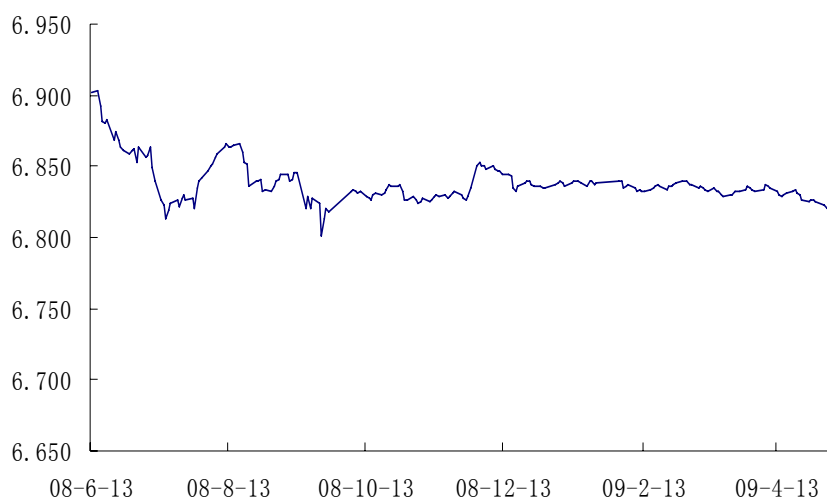
上周国内全部 A 股总市值达到 21.48 万亿元，较前一周增加 6.05%；流通 A 股市值 7.69 万亿元，较前一周增加 6.25%



资料来源：WIND，东海证券研究所

汇率（美元对人民币）变动情况

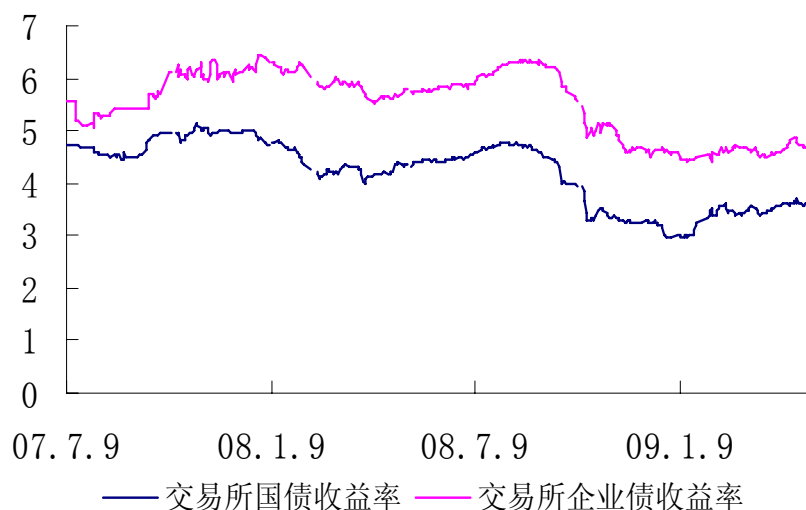
上周美元兑人民币汇率走势略有下降, 5月8日收盘价为6.822元



资料来源: WIND, 东海证券研究所

10年期债券收益率

上周国债和企业债收益率略有上升

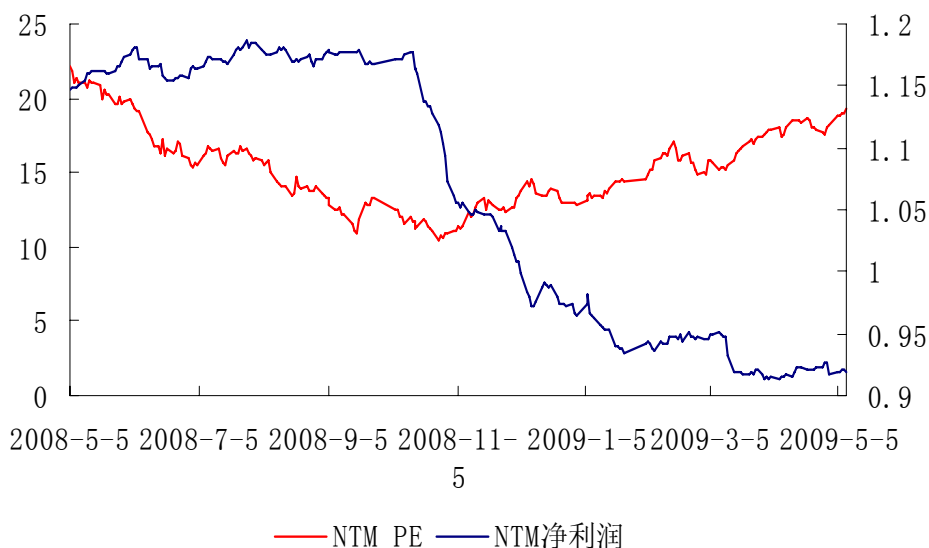


资料来源: WIND, 东海证券研究所

市场盈利预期

上周上证 A 股滚动盈利预期变动

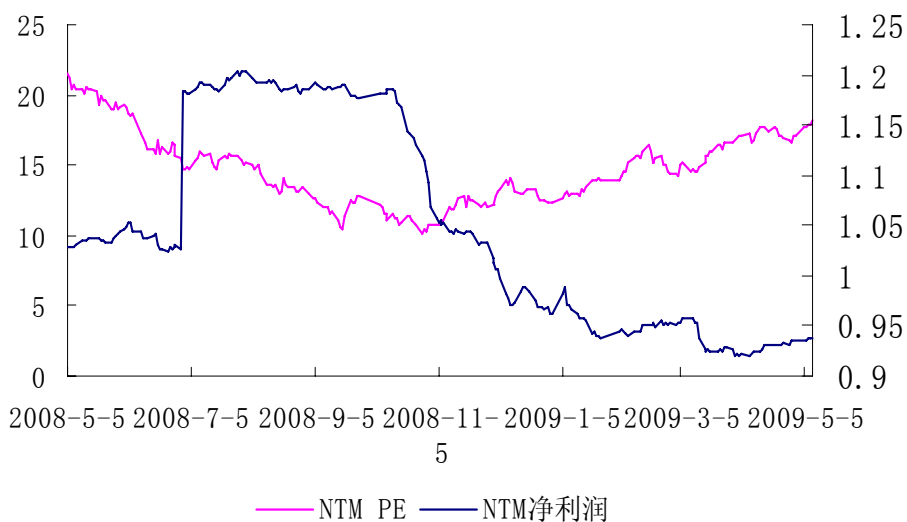
上周上证 A 股滚动盈利预期较 09 年初下调了 4.74%；不过，与前一周相比，环比上调了 0.13%



资料来源：WIND，东海证券研究所

上周沪深 300 滚动盈利预期变动

上周沪深 300 指数滚动盈利预期较 09 年初下调了 2.52%；不过，与前一周相比，环比上调了 0.15%



资料来源：WIND，东海证券研究所

上周分行业盈利预期变动

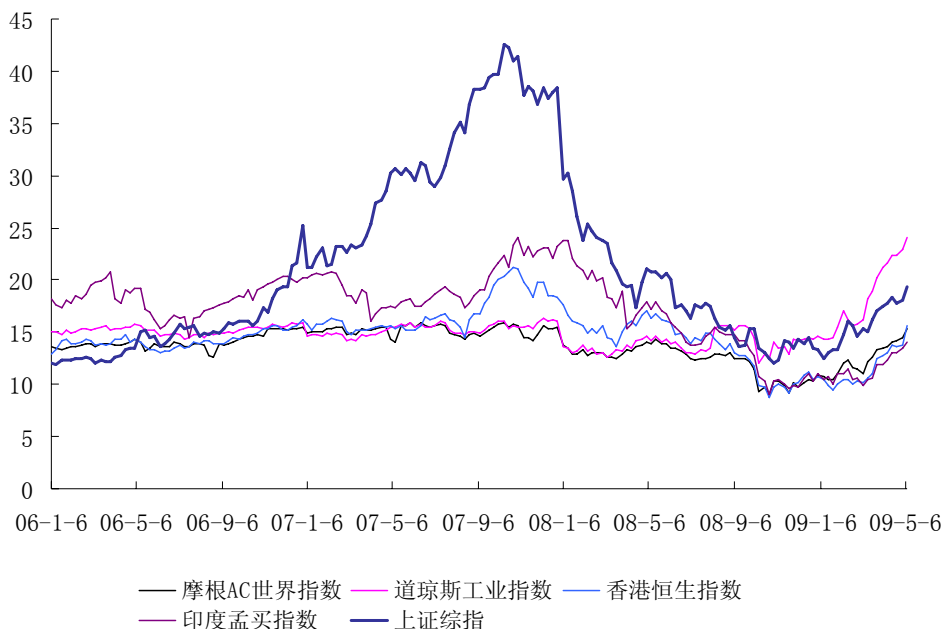
行业名称	行业 2 年复合 增长率 (%)	2009 年预期			净利润同比	
		1 周预期变化率(%)	4 周预期变化率(%)	13 周预期变化率(%)	2009(E)	2010(E)
农林牧渔	69.962	-7.091	-18.96	-11.945	120.79%	30.83%
采掘	7.575	-0.135	-0.185	-10.386	-6.08%	23.21%
化工	71.021	-6.19	-8.897	-15.249	134.14%	24.92%
黑色金属	25.785	-7.291	-16.663	-35.781	9.67%	44.27%
有色金属	47.251	-6.327	-8.778	-23.59	40.10%	54.77%
建筑建材	51.296	1.196	-1.701	-6.775	76.44%	29.74%
机械设备	26.139	-1.947	-4.951	-11.185	33.24%	19.42%
电子元器件	--	-18.496	-33.909	-19.402	226.37%	78.35%
交运设备	29.864	-0.084	-3.176	-5.023	40.29%	20.21%
信息设备	52.858	-4.899	-10.564	-8.928	87.49%	24.63%
家用电器	43.569	2.305	4.929	-1.402	70.05%	21.21%
食品饮料	47.17	-0.435	-1.451	-8.479	78.94%	21.04%
纺织服装	34.914	-13.682	-25.572	-28.931	45.11%	25.44%
轻工制造	30.45	-7.843	-13.458	-22.771	28.61%	32.32%
医药生物	38.273	2.352	-2.48	-6.252	52.72%	25.20%
公用事业	--	1.986	4.938	-2.563	2334.62%	23.45%
交通运输	57.459	-6.196	-3.322	-7.606	83.89%	34.83%
房地产	33.56	-1.01	-1.826	-7.294	44.16%	23.74%
金融服务	11.635	0.124	1.659	-0.478	11.93%	11.25%
商业贸易	27.79	-0.922	-5.88	-12.451	31.37%	24.31%
餐饮旅游	34.263	-1.385	-11.916	-35.356	49.21%	20.81%
信息服务	-20.202	-3.353	3.016	-0.201	-45.30%	16.42%
综合	38.073	-1.301	-14.077	-43.495	63.05%	16.92%

资料来源：朝阳永续，东海证券研究所

市场估值情况

全球主要市场动态市盈率历史走势

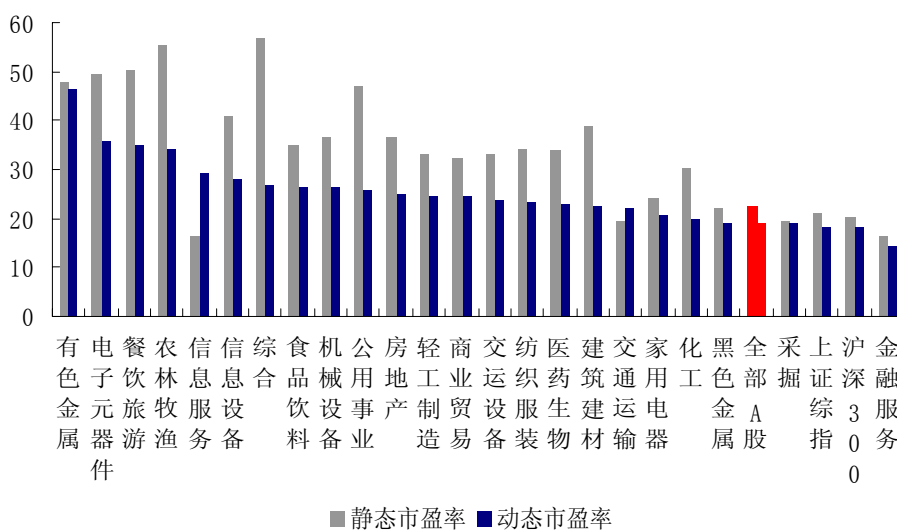
上周末，摩根 AC 指数动态市盈率为 15.33 倍，道琼斯工业指数 24.05 倍，香港恒生指数 15.60 倍，印度孟买指数 14.08 倍



资料来源：BLOOMBERG，东海证券研究所

目前各行业板块市盈率指标

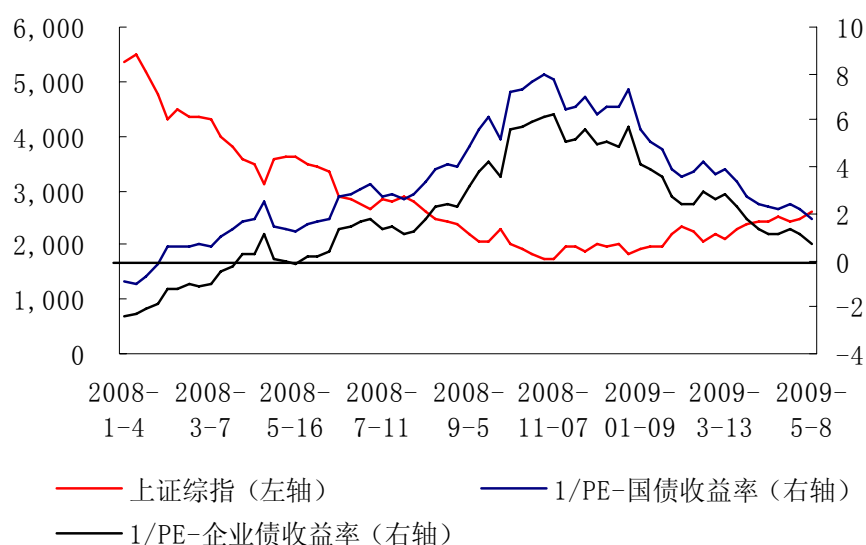
目前整体 A 股 09 年动态市盈率为 19.21 倍，上证综指为 18.41 倍，沪深 300 为 18.18 倍，最高有色金属 46.28 倍，最低金融服务 14.53 倍



资料来源：WIND，东海证券研究所

广义市场风险溢价

由于估值不断提高，上周广义市场风险溢价继续下降



资料来源：WIND，东海证券研究所

全球行业估值水平（滞后 12 个月市盈率）比较

	中国	全球	美国	香港
公用事业	22.71	13.76	11.18	13.43
电信运营	13.82	11.25	11.65	3.19
材料	39.88	20.82	14.89	#N/A
信息技术	36.09	177.44	15.42	15.80
工业	30.37	12.26	10.85	13.49
健康护理	#N/A	12.93	11.20	#N/A
金融	15.13	26.40	22.32	15.44
能源	11.45	13.05	8.51	#N/A
消费者常用品	18.51	13.73	13.26	#N/A
消费者非必需品	16.18	8.74	24.92	14.88

资料来源：BLOOMBERG，东海证券研究所

附注:

分析师简介:

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 1 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

董高峰: 宏观策略分析师, 中国科学院研究生院管理科学与工程硕士, 2008 年加入东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122