

动态报告

投资策略

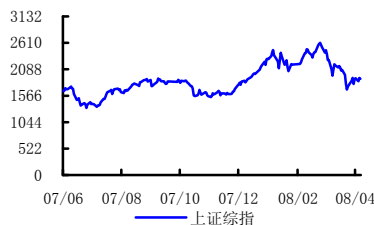
策略周报

2009 年 5 月 18 日

策略周报

行业轮动与板块指数表现验证

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: 崔嵘

电话 021-68866202

Email cuirong@guosen.com.cn

分析师: 黄海培

电话 021-68864598

Email huanghpei@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。

●02 年以来 A 股半年周期的板块涨跌幅验证了国信行业轮动图的有效性

- 1) 类似于美林证券的投资时钟, 国信证券的行业轮动图也久经市场考验。
- 2) 行业轮动的逻辑: 当先导产业汽车和房地产需求上升从低谷迈向景气上升阶段时, 由于钢铁、建材、有色的需求主要来自房地产、基建和汽车, 因此这几个行业会因为供需发生变化而紧随房地产、汽车而复苏, 同样的, 由于电力的消费中需求因素主要来自钢铁、有色、建材、化学原料, 而煤炭的主要消费来自于电力、钢铁和建材, 因此, 煤炭和电力业随着下游需求的上升而景气轮动, 最后由于港口、集装箱运输、船舶与整体经济复苏所带来的贸易额上升及大宗商品需求旺盛密切相关, 因此它们也会随之表现出联动。与之相反, 当先导行业需求下滑时, 所有行业将因此轮动向下。
- 3) 采用 2002 年初至今的数据, 我们从板块的表现验证了国信行业轮动图与相应板块指数表现间的相关性。我们发现, 由于上游某些产品的 (有色、原油等) 期货价格对实体经济反应敏感, 从而使得商品市场和资本市场往往都领先于实体经济变化, 而上游产品价格的变化又是相应行业股票变化的主要催化剂, **因此, 在经济复苏期, 我们更常看到的是上游和下游的板块表现更好, 这一点和行业轮动规律并不完全一致**, 而且从毛利率的变化来看, 经济复苏期上游和下游毛利率上升更快, 中游滞后。从实际投资的角度出发, 我们除了对于周期类和消费类行业的轮动规律有大致把握之外, 还必须对具体行业的催化剂因素有良好的把握, 我们把它大致分为三类: 1、价格指数型, 比如有色、钢铁、航运、港口等; 2、收入增速拐点型, 比如大部分消费类行业; 3、投资额度拉动型, 比如电力设备、建筑等。

●美国股市的经验验证了国信行业轮动图的普适性

实际上, 海外股市也有类似的轮动规律, 许多人都在这方面做了专业性的研究。在《逃不开的经济周期》一书中, 作者对一轮完整的经济周期中大致的股票轮动顺序作了一个总结, 另外美国 SP500 细分行业指数归类也实证了上述逻辑。因此, 结合中美两个市场的表现, 我们可以认为国信证券的行业轮动图是一种普适性的规律, 值得引起投资者的高度重视。

●4 月美国零售销售环比下降 0.4% 低于市场预期

4 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比下降 0.4%, 低于市场预期的小幅增长, 为连续两个月下滑, 但降幅低于前月; 同比降幅由 9.6% 扩大至 10.1%, 与 08 年 12 月的同比降幅 10.5% 接近。4 月份零售环比数据并未因复活节假日而出现增长, 的确超出市场预期, 说明美国需求的回升非常缓慢; 同比降幅的扩大也受到去年 Q2 布什政府退税政策的影响 (08 年 Q2 因退税政策个人收入有明显提升), 未来需求有短期波动的可能但并不改变回升的趋势。扣除加油站和汽车销售的其他零售销售下降 0.3%, 降幅好于前两月的 0.6% 和 1.0%。4 月份零售销售的下滑以及去年 Q2 的高基数影响可能导致实际 PCE 在 Q2 同比增速出现反复, 但我们认为, 实际 PCE 回升的趋势不变。

目录

本周观点与回顾	4
国信行业轮动图与板块表现验证	4
国信行业轮动图与美国股市经验比较	7
海外市场：4 月美国零售销售环比下降 0.4% 低于市场预期	9
上周市场回顾	10
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

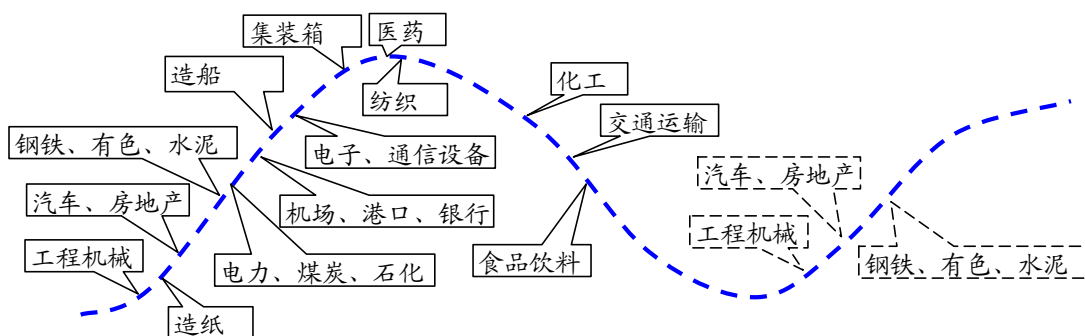
图 1: 国信证券行业轮动图	4
图 2: 行业产业链条	4
表 1: 02 年以来每半年度板块涨跌幅前 5 名	5
图 3: 图形表示的 02 年以来半年度板块涨跌幅排行	5
图 4: 上中下游毛利率变化	6
表 2: 02 年以来每季度板块涨跌幅前 5 名	6
图 5: 图形表示的 02 年以来季度板块涨跌幅排行	7
图 6: 股票表现与商业周期	8
图 7: 美国股市行业轮动图	8
图 8: 耐用消费品、非耐用品和服务同比增速	9
图 9: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数	9
图 10: 美国月度名义零售销售环比增速	9
图 11: 上证A股近一月走势图	10
图 12: A股不同行业指数阶段涨跌幅	11
图 13: A股不同行业资金流量相对值	11
图 14: A股不同风格指数阶段涨跌幅	11
图 15: A股不同风格指数资金流量相对值	11
图 16: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名	12
图 17: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名	12
图 18: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名	13
图 19: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名	13
图 20: 05 年以来上证指数PE估值区域 (PE-Band)	14
图 21: 05 年以来上证指数PB估值区域 (PB-Band)	14
图 22: 行业动态PB-ROE矩阵散点图	14
图 23: 全球主要指数动态PB-ROE矩阵散点图	15
图 24: 中国资产分行业PE估值比较	15
图 25: 中国资产分行业PB估值比较	15
图 26: A/H整体溢价率历史走势图	16
图 27: A/H个股溢价率对比散点图	16

本周观点与回顾

国信行业轮动图与板块表现验证

类似于美林证券的投资时钟，国信证券的行业轮动图也久经市场考验并验证了其正确性。

图 1：国信证券行业轮动图

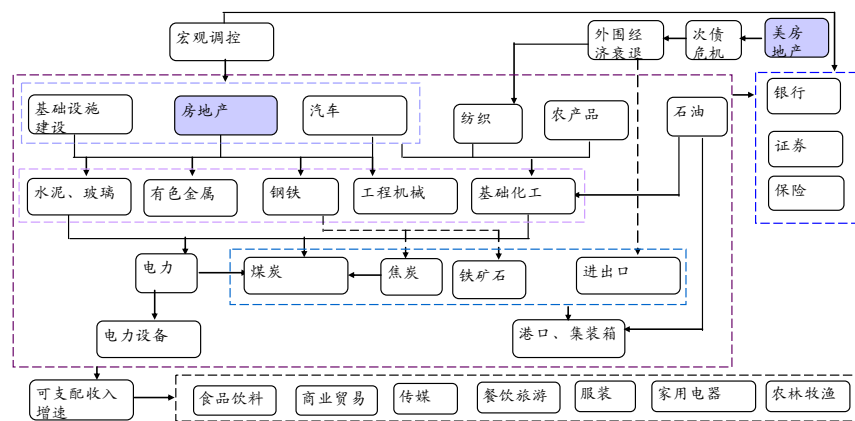


数据来源：国信证券经济研究所

行业轮动的逻辑：当先导产业汽车和房地产需求上升从低谷迈向景气上升阶段时，由于钢铁、建材、有色的需求主要来自房地产、基建和汽车，因此这几个行业会因为供需发生变化而紧随房地产、汽车而复苏，同样的，由于电力的消费中需求因素主要来自钢铁、有色、建材、化学原料，而煤炭的主要消费来自于电力、钢铁和建材，因此，煤炭和电力业随着下游需求的上升而景气轮动，最后由于港口、集装箱运输、船舶与整体经济复苏所带来的贸易额上升及大宗商品需求旺盛密切相关，因此它们也会随之表现出联动。与之相反，当先导行业需求下滑时，所有行业将因此轮动向下。

一旦经济发展已经确认进入到新一轮经济周期之后，行业轮动的规律就开始起作用，主要以行业上下游传导为规律进行。

图 2：行业产业链条



数据来源：国信证券经济研究所

采用 2002 年初至今的数据，我们从板块的表现验证了国信行业轮动图与相应板块指数表现间的相关性。

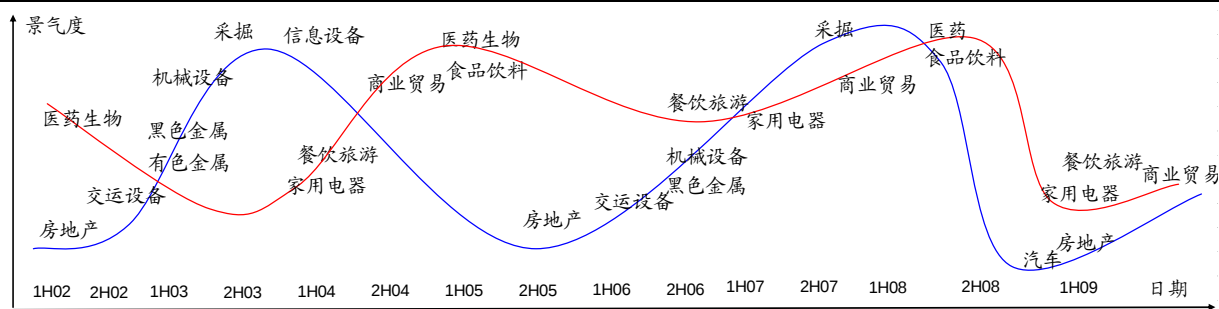
表 1：02 年以来每半年度板块涨跌幅前 5 名

板块名称	涨跌幅	板块名称	涨跌幅	板块名称	涨跌幅	板 块 名	涨跌幅
日期	1H02		2H02		1H03		2H03
有色金属	25.79%	轻工制造	1.56%	信息设备	23.36%	机 械 设	21.52%
建筑建材	23.81%	医药生物	-10.56%	交运设备	21.26%	采掘	17.55%
房地产	20.02%	交运设备	-19.45%	黑色金属	20.35%	有 色 金	15.44%
电子元器	18.87%	金融服务	-20.08%	公用事业	15.79%	黑 色 金	12.20%
金融服务	18.80%	机械设备	-21.56%	信息服务	13.44%	公 用 事	7.78%
日期	1H04		2H04		1H05		2H05
餐饮旅游	20.61%	商业贸易	50.49%	食品饮料	10.72%	有 色 金	17.54%
家用电器	9.47%	采掘	12.73%	医药生物	-2.86%	房地产	14.66%
信息设备	4.54%	电子元器件	11.53%	家用电器	-3.72%	信 息 设	10.56%
化工	-1.21%	信息服务	9.61%	交通运输	-6.46%	建 筑 建	9.41%
医药生物	-3.62%	信息设备	7.03%	农林牧渔	-10.99%	农 林 牧	5.67%
日期	1H06		2H06		1H07		2H07
有色金属	110.15%	房地产	98.75%	交运设备	188.43%	采掘	90.50%
商业贸易	97.79%	餐饮旅游	67.45%	纺织服装	173.13%	黑 色 金	69.95%
交运设备	93.69%	金融服务	53.66%	家用电器	140.63%	有 色 金	68.94%
机械设备	83.36%	建筑建材	51.13%	金融服务	124.53%	机 械 设	53.98%
金融服务	70.16%	黑色金属	40.41%	采掘	121.23%	交 通 运	46.16%
日期	1H08		2H08		1-4/09		
农林牧渔	-2.78%	食品饮料	-22.46%	采掘	86.35%		
医药生物	-20.21%	建筑建材	-22.75%	房地产	78.72%		
信息设备	-26.78%	公用事业	-23.15%	交运设备	73.30%		
化工	-27.86%	医药生物	-23.26%	有色金属	69.67%		
采掘	-27.97%	房地产	-24.28%	电子元器件	63.06%		

资料来源：wind，国信证券经济研究所

注：轻工制造主要为造纸印刷

图 3：图形表示的 02 年以来半年度板块涨跌幅排行



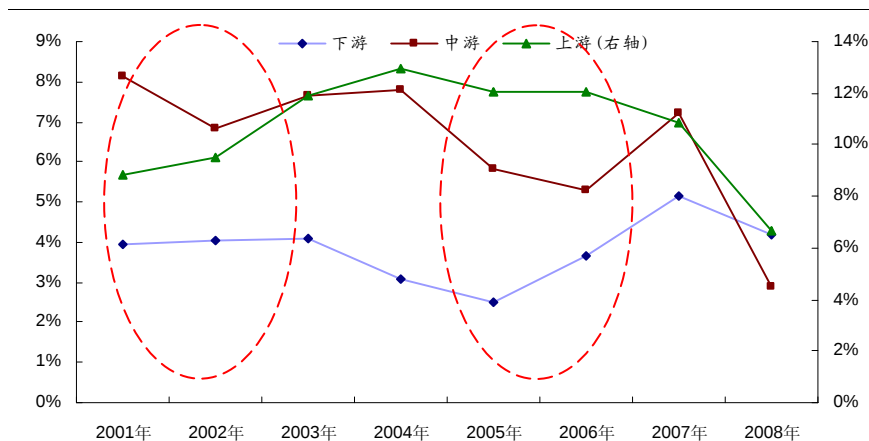
数据来源：Wind，国信证券经济研究所 注：蓝色代表周期类，红色代表消费类

从板块指数的表现来看，我们将板块分为 2 大类，周期类和消费类，我们发现这两大类也都遵循大致固定的轮动规律。但这里要强调一点，虽然以半年度数据来看，行业轮动和板块轮动表现大体一致，但是每个时期都有特殊的案例，例如有色和采掘，从景气的角度而言虽然其业绩表现仍未体现出来，但从资本市场而言，有色期货价格或煤炭价格的上涨已经可以成为这两个板块上涨的强力催化剂。因此从实际投资的角度出发，除了对于周期类和消费类行业的轮动规律有大致把握之外，还必须对具体行业的催化剂因素有良好的把握，我们把它大致分为三类：1、价格指数型，比如有色、钢铁、航运、港口等；2、收入增速拐点型，比如大部分消费类行业；3、投资额度拉动型，比如电力设备、建筑等。

或者可以这样说，由于上游某些产品的（有色、原油等）期货价格对实体经济反应敏感，从而使得商品市场和资本市场往往都领先于实体经济变化，而上游产品价格的变化又是相应行业股票变化的主要催化剂，因此在经济复苏期，我们更常看到的是上游和下游的板块表现更好，这一点和行业轮动规律并不完全一致。

从毛利率的变化来看，经济复苏期上游和下游反映也更快，中游滞后。

图 4：上中下游毛利率变化



数据来源：《逃不开的经济周期》、国信证券经济研究所

为了进一步验证国信行业轮动图，我们接着采用季度数据看，大致上也符合。

表 2：02 年以来每季度板块涨跌幅前 5 名

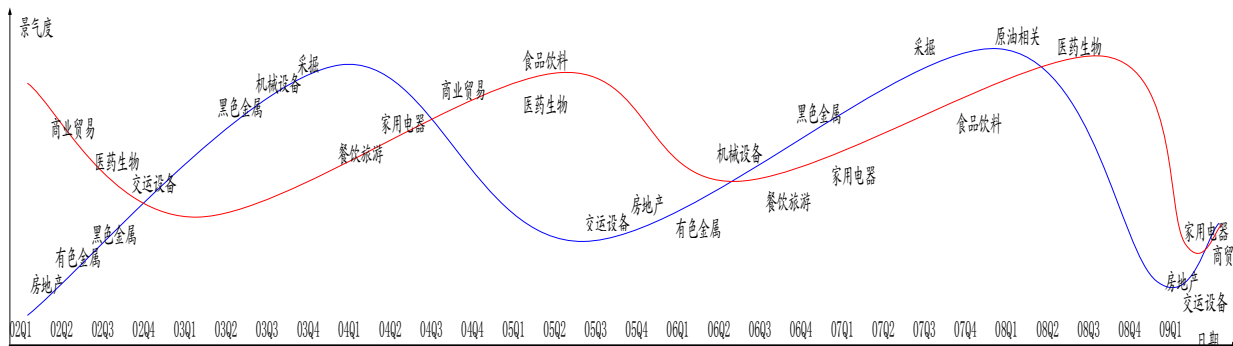
板块名称	涨跌幅	板块名称	涨跌幅	板块名称	涨跌幅	板块名称	涨跌幅
日期	02Q1	02Q2	02Q3	02Q4	03Q1	03Q2	03Q3
建筑建材	7.68%	有色金属	18.33%	轻工制造	2.70%	轻工制造	-1.11%
餐饮旅游	7.49%	电子元器件	12.32%	医药生物	-3.83%	医药生物	-7.00%
轻工制造	4.91%	商业贸易	9.50%	金融服务	-6.43%	交通运输	-10.67%
房地产	3.69%	建筑建材	8.19%	黑色金属	-7.36%	纺织服装	-12.59%
公用事业	2.62%	黑色金属	7.95%	交通运输	-7.45%	食品饮料	-14.17%
日期	03Q1	03Q2	03Q3	03Q4	04Q1	04Q2	04Q3
交通运输	20.13%	黑色金属	5.13%	机械设备	7.62%	采掘	33.42%
信息设备	19.29%	信息服务	4.29%	信息设备	-2.56%	黑色金属	29.94%
黑色金属	14.48%	信息设备	3.41%	有色金属	-4.61%	有色金属	21.02%
公用事业	12.87%	公用事业	2.59%	化工	-4.63%	公用事业	20.29%
机械设备	12.33%	医药生物	2.45%	电子元器件	-5.07%	机械设备	12.92%
日期	04Q1	04Q2	04Q3	04Q4	05Q1	05Q2	05Q3
餐饮旅游	82.02%	家用电器	-5.09%	商业贸易	56.15%	信息服务	3.40%
信息设备	41.50%	医药生物	-16.91%	采掘	9.80%	电子元器件	2.85%
信息服务	33.01%	交通运输	-19.15%	交通运输	8.54%	采掘	2.67%
房地产	31.57%	电子元器件	-20.13%	电子元器件	8.44%	信息设备	0.52%
商业贸易	28.89%	采掘	-20.16%	建筑建材	7.52%	轻工制造	-1.88%
日期	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2	06Q3
商业贸易	12.80%	家用电器	2.15%	有色金属	16.14%	电子元器件	6.10%
食品饮料	10.53%	食品饮料	0.17%	信息设备	14.32%	房地产	3.15%
交通运输	3.30%	医药生物	-5.01%	交通运输	13.18%	家用电器	2.58%
医药生物	2.26%	餐饮旅游	-5.60%	农林牧渔	12.15%	建筑建材	1.38%
机械设备	1.74%	金融服务	-5.92%	房地产	11.16%	有色金属	1.21%
日期	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	06Q1	06Q2	06Q3

有色金属	51.19%	交运设备	67.72%	房地产	36.83%	建筑建材	54.24%
食品饮料	28.48%	纺织服装	63.33%	餐饮旅游	26.01%	黑色金属	52.92%
商业贸易	28.13%	商业贸易	54.37%	信息设备	10.85%	机械设备	47.89%
轻工制造	22.13%	机械设备	50.53%	金融服务	4.06%	金融服务	47.67%
机械设备	21.81%	餐饮旅游	49.71%	交运设备	3.58%	房地产	45.25%
日期	07O1		07O2		07O3		07O4
纺织服装	92.96%	交运设备	69.64%	采掘	115.25%	机械设备	24.73%
金融服务	78.45%	采掘	64.37%	有色金属	105.00%	餐饮旅游	19.11%
家用电器	70.76%	医药生物	45.54%	黑色金属	82.39%	食品饮料	18.96%
交运设备	70.03%	建筑建材	44.27%	交运设备	53.97%	信息设备	18.66%
有色金属	63.67%	公用事业	43.24%	轻工制造	50.14%	化工	9.87%
日期	08O1		08O2		08O3		08O4
农林牧渔	2.85%	医药生物	1.57%	食品饮料	-13.40%	医药生物	3.19%
化工	-11.25%	采掘	-3.82%	电子元器件	-15.18%	建筑建材	0.84%
轻工制造	-13.30%	农林牧渔	-5.47%	轻工制造	-15.90%	公用事业	-4.45%
信息设备	-15.93%	信息设备	-12.90%	金融服务	-16.24%	家用电器	-5.23%
纺织服装	-16.77%	化工	-18.71%	交通运输	-16.44%	机械设备	-7.39%
日期	09O1						
有色金属	83.44%						
房地产	68.22%						
电子元器件	57.45%						
交运设备	56.02%						
采掘	53.63%						

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注：轻工制造主要包括造纸印刷

图 5: 图形表示的 02 年以来季度板块涨跌幅排行



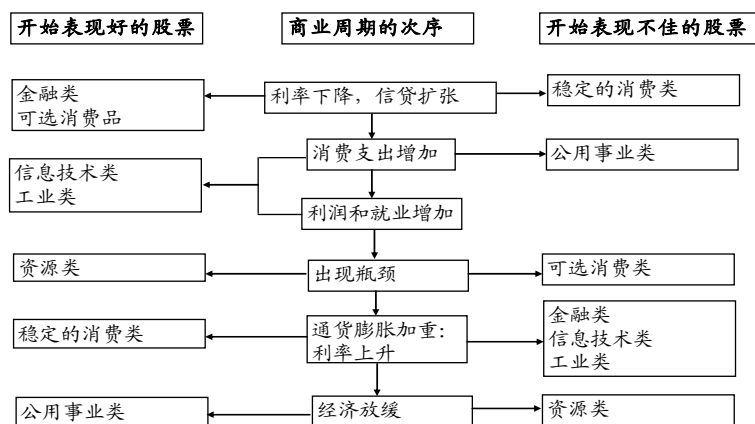
数据来源: Wind, 国信证券经济研究所 注: 蓝色代表周期类, 红色代表消费类

但这里仍然要强调一点，从季度数据看，长期中行业板块表现与国信行业轮动图保持一致，但短期来看，由于不同的催化剂释放的原因，某些板块可能会表现出色，或者我们可以这样说，国信的行业图是杂乱无章的股市板块表现的一条脊梁骨。

国信行业轮动图与美国股市经验比较

实际上,海外股市也有类似的轮动规律,许多人都在这方面做了专业性的研究。在《逃不开的经济周期》一书中,作者对一轮完整的经济周期中大致的股票轮动顺序作了一个总结。

图 6: 股票表现与商业周期

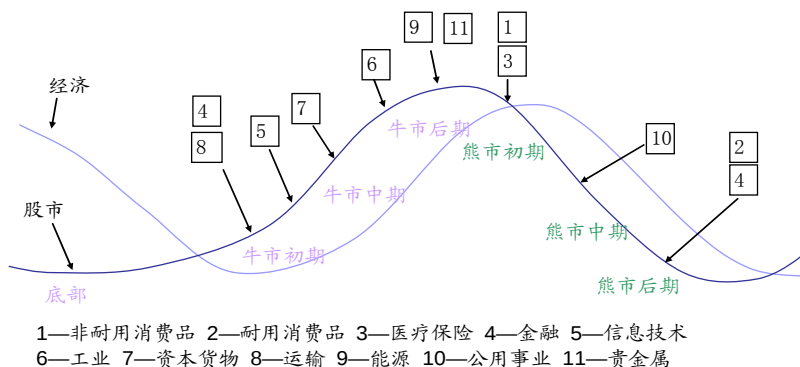


数据来源:《逃不开的经济周期》、国信证券经济研究所

从轮动的规律来看,也符合可选消费品—工业类—资源类—稳定消费类这样一个轮动规律,和国信的行业轮动图大体一致。

另外美国 SP500 细分行业指数归类也实证了上述逻辑。

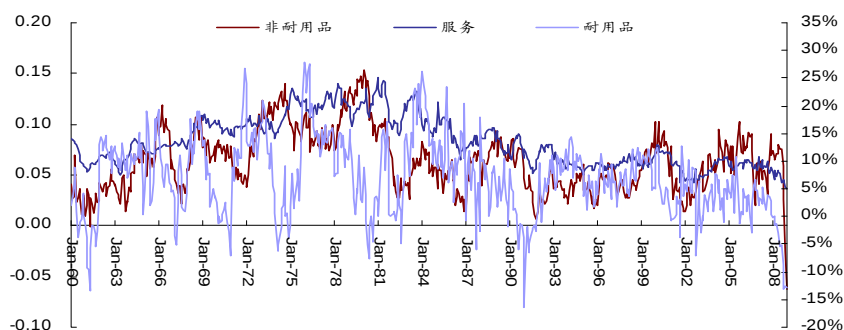
图 7: 美国股市行业轮动图



数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

由于股市领先于经济周期,在牛市初期,可选消费品表现好的主要原因我们总结如下:可选消费类,主要以耐用消费品为主。从消费支出的结构变化看,在经济周期下滑和复苏阶段,耐用消费品同比增速的表现都是领先且剧烈的。

图 8: 耐用消费品、非耐用品和服务同比增速



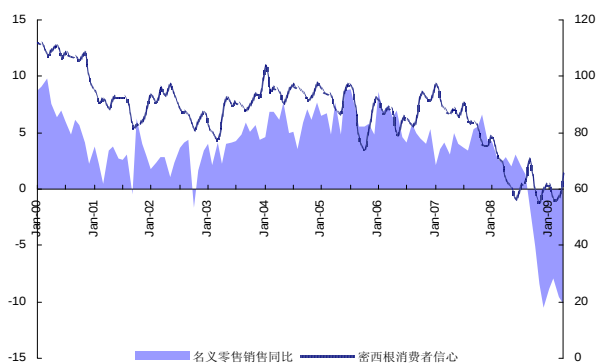
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所

因此, 结合中美两国市场的表现, 我们可以认为国信证券的行业轮动图是一种普适性的规律, 值得引起投资者的高度重视。

海外市场: 4 月美国零售销售环比下降 0.4% 低于市场预期

4 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比下降 0.4%, 低于市场预期的小幅增长, 为连续两个月下滑, 但降幅低于前月; 同比降幅由 9.6% 扩大至 10.1%, 与 08 年 12 月的同比降幅 10.5% 接近。同时, 3 月份数据环比降幅由 1.2% 下修至 1.3%。4 月份零售环比数据并未因复活节假日而出现增长, 的确超出市场预期, 说明美国需求的回升非常缓慢; 同比降幅的扩大也受到去年 Q2 布什政府退税政策的影响 (08 年 Q2 因退税政策个人收入有明显提升), 未来需求有短期波动的可能但并不改变回升的趋势。除汽车、建材、医疗和娱乐以外的各类销售均出现下降, 尤其是加油站和电子产品的销售表现疲弱, 降幅均较 3 月份收窄。

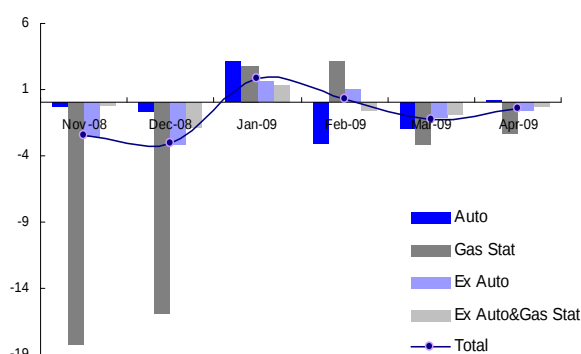
图 9: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



资料来源: 国信证券经济研究所

截止 2009 年 4 月

图 10: 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 4 月

其中, 约三分之一的零售下滑来自汽油价格下跌, 加油站零售环比下降 2.3%; 扣除加油站的其他零售销售下降 0.2%; 扣除汽车销售的其他零售销售下降 0.5%, 低于预期的增长 0.2%, 前月环比增速下修为 1.2%; 同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售下降 0.3%, 降幅好于前两月的 0.6% 和 1.0%。4 月份零售销售的下滑以及去年 Q2 的高基数影响可能导致实际 PCE 在 Q2 同比增速出现反复, 但我们认为, 实际 PCE 回升的趋势不变。

上周市场回顾

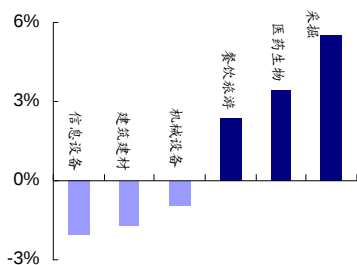
周五上证综指报收于 2645.26 点，同比升 0.75%。

图 11：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 5 月 17 日

上周行业涨跌幅前三名、后三名



数据来源：WIND 数据库，截至 5 月 17 日

上周石油价格管理办法出台和原油价格上涨，推动成品油提价预期，导致上周中石油和中石化双双起立，周涨幅达到 6.1% 和 3.4%。此次发改委公布的《办法》在细节方面并没有出人意料的部分，但是有几点值得我们关注。但明确机制，增加了机制透明性，坚定改革方向，为未来天然气价格改革和煤电联动的改革打基础；但是在某些部分仍然没有明确（1）炼油毛利多少是合理水平，是利润还是利润率标准（2）原油基准价格的三种原油比重如何（3）提出了根据实际情况“可”进行调整，实则也留下了一些政策造作预留的空间。再加上上周原油价格突破 60 美元，成品油提价预期大幅增强，因此两大油股的上涨也在情理之中。但从未来的趋势看，上周原油价格受宏观数据影响，跟随美股下行；但供给层面本月 28 日的 OPEC 减产可能性正在减小；而需求 IEA 下调了 2009 年原油需求 260 万桶/日，需求仍然疲弱，但进入夏季美国汽油消费量增长，会推动原油需求，减少库存压力；油价短期面临 60 美元的阻力，但中期走强的趋势仍未撼动。原油价格维持调整，可能为成品油价格调整提供机会，如果成品油调价可能会导致成品油炼油毛利比前期有所下降，但无论如何对中石油的影响总是正面的；但中石油的价格调整相对充分；但如果新调成品油价格可以维持炼油毛利，则中石化的弹性会更大，那么其上涨的弹性也会更大。

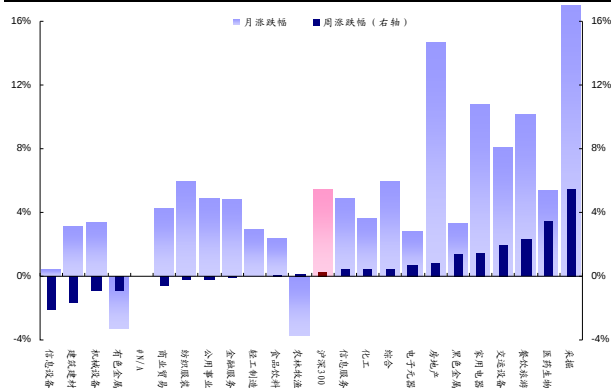
煤炭板块延续上周的强劲表现，上周涨幅达 5.49%，在各板块中涨幅居前。煤炭板块在短期基本面并无太大变化的情况下，走出如此强势的行情，主要有以下两个原因：1、煤炭价格整体稳定，并且市场认为其在下一个阶段有上涨的预期。从供给面来说，目前全国各地加大了对小煤矿的控制力度，山西地区也没有放产的意愿，市场供给仍旧偏紧；从需求侧来说，随着夏季用电高峰的到来，电厂开始陆续补充库存，动力煤市场需求逐步回暖；5、6 月份是钢铁行业的旺季，钢铁企业也开始阶段性补充库存，加大了炼焦煤和焦炭的采购，炼焦煤价格有上涨的预期；无烟煤价格最近也出现了上涨的苗头，主要是由于上游市场供给持续偏紧，据了解下游市场也可以接受上游行业的涨价；2、煤炭企业有释放业绩的动力。今年较多煤炭企业都有资产注入的计划，需要向资本市场融资，都有释放业绩的动力。

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。

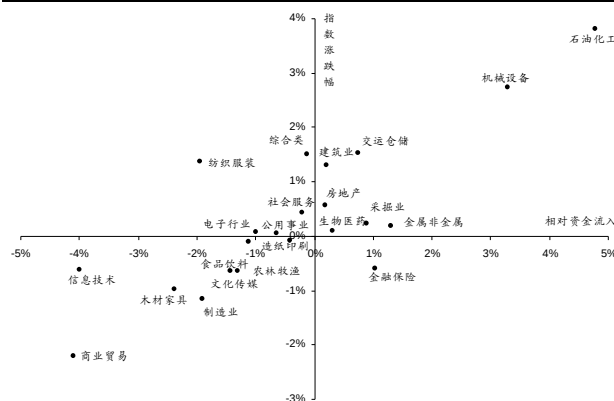
A股市场

图 12: A 股不同行业指数阶段涨跌幅



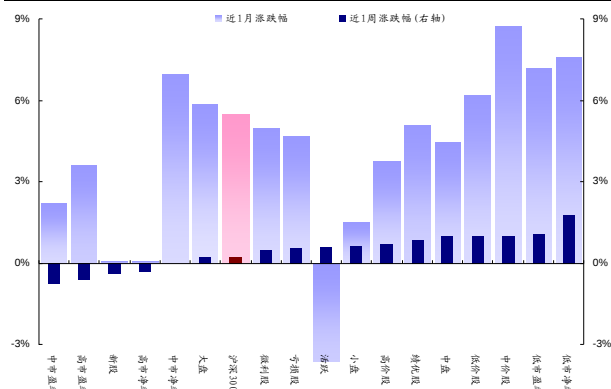
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 5 月 17 日

图 13: A 股不同行业资金流量相对值



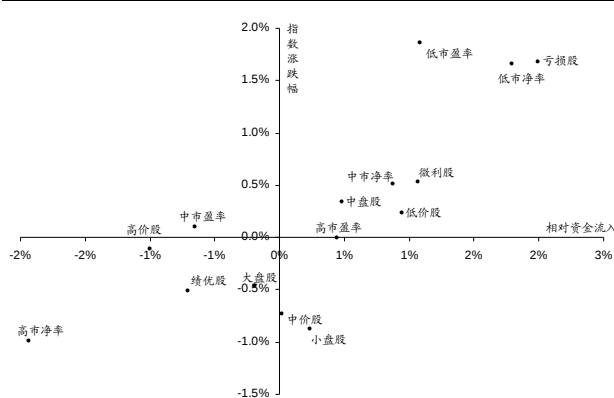
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 5 月 17 日，

图 14: 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 5 月 17 日

图 15: A 股不同风格指数资金流量相对值

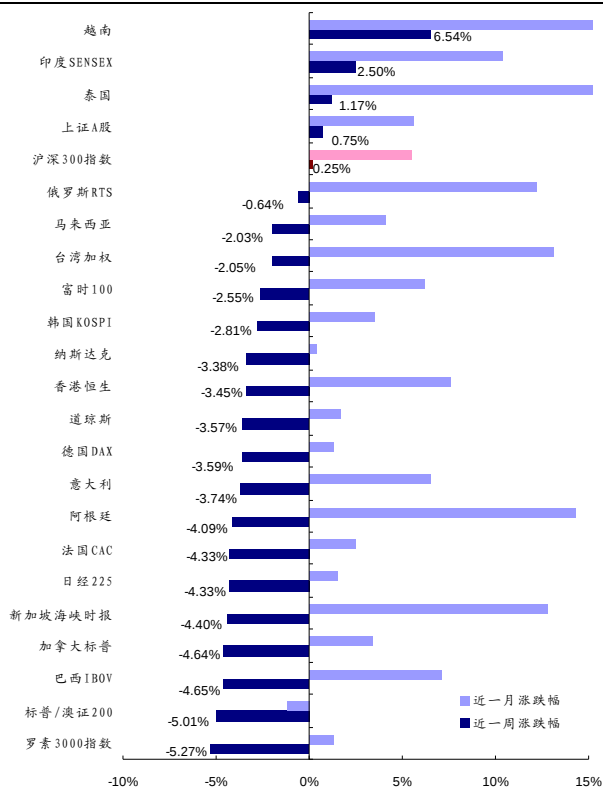


资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 5 月 17 日

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。

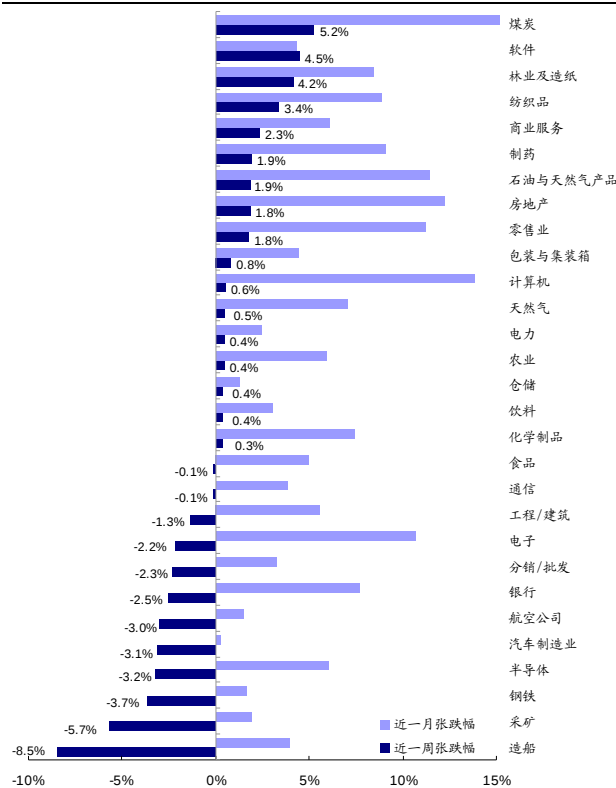
全球股市

图 16: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名



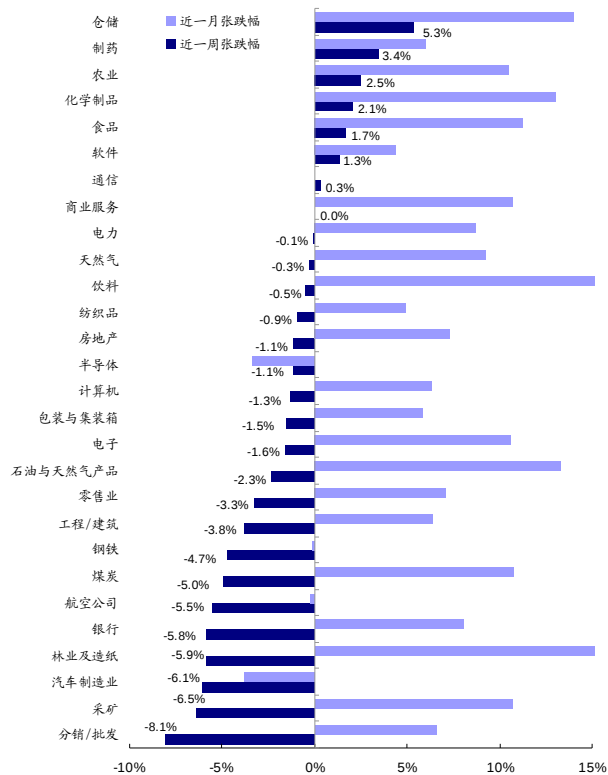
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至5月17日

图 17: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名



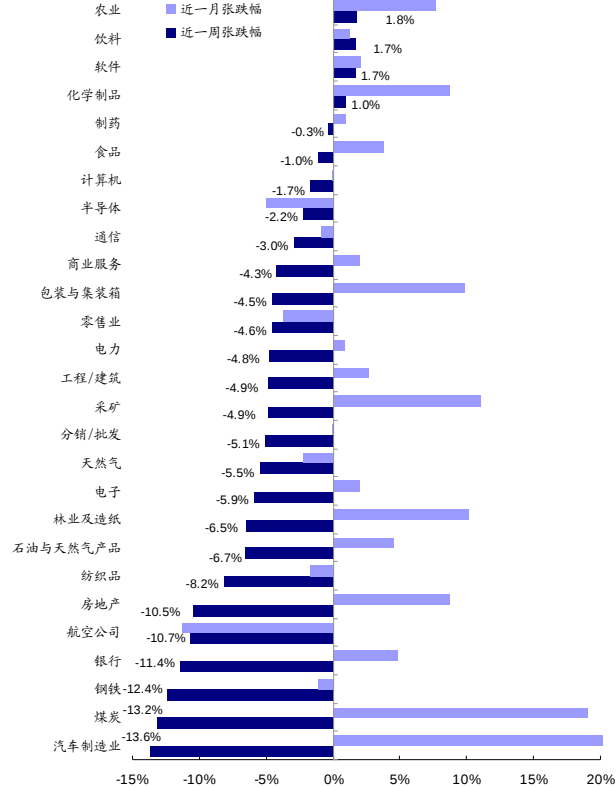
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至5月17日

图 18: 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 5 月 17 日

图 19: 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 5 月 17 日

市场估值水平

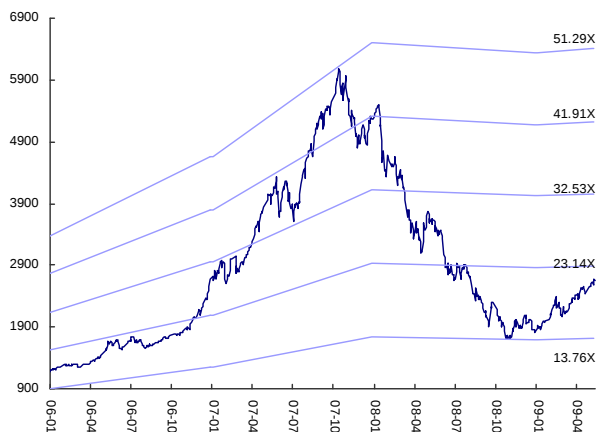
估值是市场内在驱动因素。我们一方面从横向、纵向考察 A 股整体 PE、PB 变动区域和不同行业估值差异，另一方面基于国际视野就 A 股估值水平进行对比，并特别选择香港上市的内地上市公司估值水平作为主要参照系。

A 股估值水平

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 股分行业估值对比，行业分类基准采取 GICS 行业标准；采取 PB-ROE 框架来进行 A 股和世界主要市场估值比较。

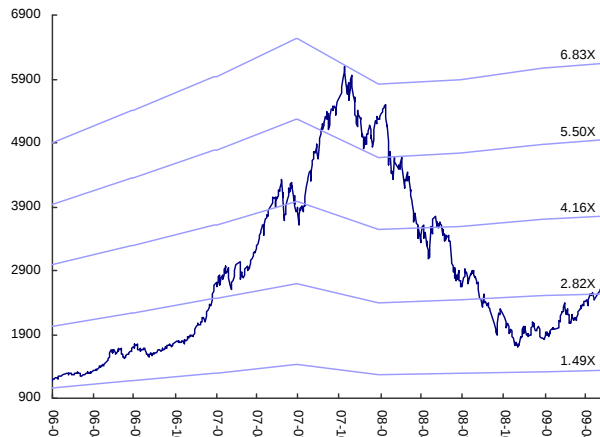
截至上周收盘时，A 股静态 PE 22.5 倍，静态 PB 2.9 倍。

图 20: 05 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band)



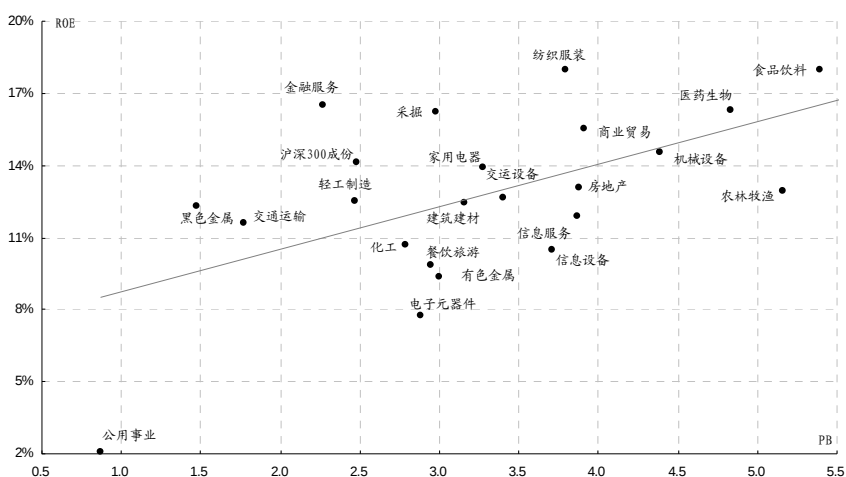
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 5 月 17 日

图 21: 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 5 月 17 日

图 22: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图

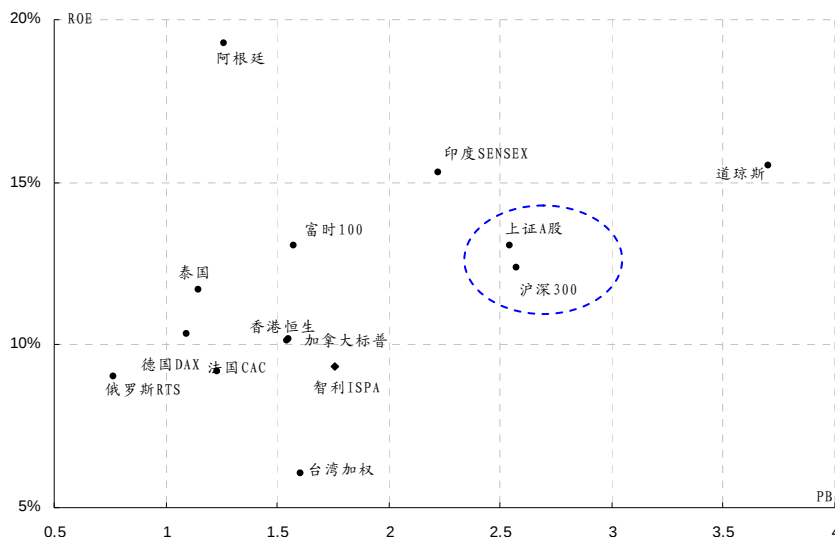


数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所，截至 5 月 17 日

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。如农林牧渔板块对应其 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；食品饮料虽然 ROE 较高，但其对应的 PB 依然偏低。

图 23：全球主要指数动态 PB-ROE 矩阵散点图

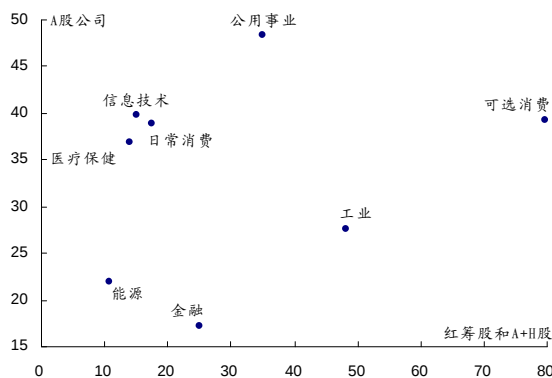


资料来源：Bloomberg 数据库，国信证券经济研究所，收盘价截至 5 月 17 日

“中国资产”估值比较

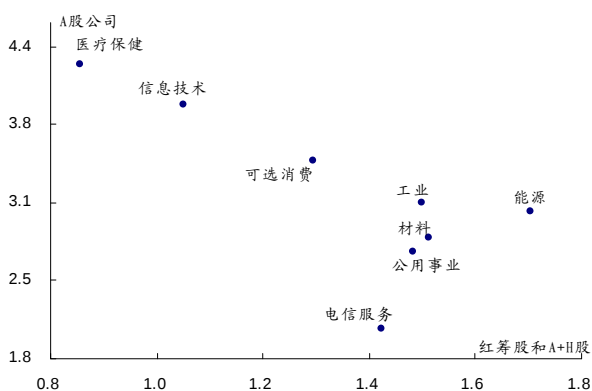
本部分主要包括：同时在地上市 H 股公司溢价对比情况；A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 24：中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源：WIND 数据库，截至 5 月 17 日

图 25：中国资产分行业 PB 估值比较



数据来源：WIND 数据库，截至 5 月 17 日

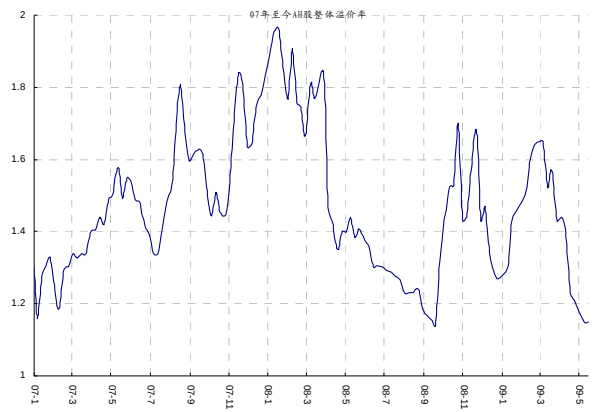
由于所处环境相同以及香港和内地资本流动的密切性，内地在港上市公司（H 股、红筹公司）是最好的国际估值比较参照系。我们以 140 家有分析师跟踪的香港红筹、国企股为样本来计算“中国资产”的国际定价水平；以 A 股有分析师跟踪的 900 余只股票作为样本来计算“中国资产”的国内定价水平，据此进行两者的分行业比较。PE/PB 采取样本股票整体法计算。

上周五 A/H 股公司整体溢价率为 15%。

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、

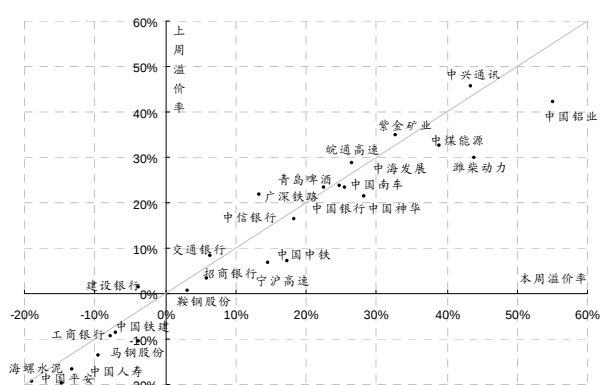
医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平，而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比非常接近。

图 26: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 5 月 17 日

图 27: A/H 个股溢价率对比散点图



数据来源: WIND 数据库, 截至 5 月 17 日

注: A/H 整体溢价率是以总股本加权个股溢价率计算得出。

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。

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		