

策略周报 (090525-090527)

——估值回落下寻找市场的安全边际

投资策略/策略周报

2009年5月24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

上周市场走势基本符合我们前一期策略周报中对短期市场调整力度加大的判断, 上证综指在周二盘中创出新高后, 周三周四两日连续下跌, 一周下跌 1.80%。而前期推动市场创新高的大盘股如金融服务、交通运输等成为当前市场下跌的主要力量。

在当前市场点位, 何去何从成为投资者关注的焦点, 就当前市场投资者情绪来看, 正反两方均有。从影响未来市场投资者情绪的各方面看:

首先, 政策对市场的推动作用下降。近期政策面虽然不断有利出台, 如各行业振兴规划的细则, 但基本上是对前期预期的兑现, 目前市场对政策的敏感性已明显下降。

其次, 对短期市场负面的政策出现。上周五中国证监会发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》, 相关官员在接受媒体采访时表示在六月五日新股发行体制的指导意见正式发布后, 会安排新股发行。我们认为 IPO 重启对短期市场将产生负面影响。

第三, 近期媒体舆论中关于市场投资风险以及从业人员“老鼠仓”的报道增多。新华网在 24 日发表了题为“A 股投资者近一年户均亏损额一度高达 7.55 万元”的新闻稿。

因此, 我们认为短期中, 投资者的风险回避态度将上升, 这对近期已呈现震荡调整征兆的市场而言, 无疑是负面的。我们维持 5 月策略月报中对市场震荡探低的判断。

行业配置方面, 在估值回落下, 应回避估值压力较大的行业, 而家用电器、建筑建材、化工三个行业其 PEG 值小于 1, 相对具安全边际。

操作策略上, 市场有进入震荡探低可能, 建议轻仓。

□ 一周市场回顾

上周全球主要市场涨跌互现。成熟市场方面, 道琼斯工业指数上涨 0.10%, 标普 500 指数上涨 0.47%, 纳斯达克综合指数上涨 0.71%, 伦敦富时 100 指数上涨 0.40%, 法国 CAC 指数上涨 1.86%, 德国 DAX 指数上涨 3.83%, 日经 225 指数下跌 0.42%, 香港恒生指数上涨 1.62%, 香港国企指数上涨 1.91%, 香港红筹指数上涨 1.89%。新兴市场方面, 巴西圣保罗指数上涨 3.19%, 俄罗斯 RTS 指数上涨 8.23%, 印度孟买指数上涨 14.08%, 台湾加权指数上涨 3.82%, 韩国 KOSPI 指数上涨 0.86%。国内市场方面, 上证指数和沪深 300 上周分别下跌 1.80%和 1.95%。A-H 股溢价率受港股上涨、A 股下

跌影响继续下降，为 28.12%；市场风格方面，亏损股、低价股和高市盈率股表现较强。行业方面，仅五个行业上涨，分别是有色金属、采掘、餐饮旅游、机械设备和综合行业，涨幅分别为 3.24%、0.98%、0.55%、0.27%、0.03%，跌幅最大的五个行业分别为医药生物、房地产、金融服务、交通运输、信息服务和农林牧渔行业，跌幅分别为 4.02%、3.25%、2.82%、2.81%、2.72%。

□ 市场资金情况

本周新增流通股可流通市值共 1196.70 亿元，较上周减少 83.42 亿元。上周国内全部 A 股总市值达到 21.21 万亿元，较前一周减少 1.70%；流通 A 股市值 7.75 万亿元，较前一周减少 0.11%。上周美元兑人民币汇率走势较平稳，5 月 22 日收盘价为 6.824 元。上周银行间市场 10 年期国债收益率在前一周下降基础上有所企稳，而 10 年期企业债收益率继续下降。

□ 市场盈利预期

上周上证 A 股和沪深 300 滚动盈利预期较 09 年初分别下调了 3.99%、1.98%，环比前一周则分别上调了 0.94% 和 0.98%。各行业中，除农林牧渔、轻工制造、公用事业、房地产、黑色金属、医药生物、食品饮料、信息设备行业上周盈利预期环比下调外，其他行业盈利预期都有所上调，其中电子元器件、有色金属、纺织服装、信息服务、商业贸易和采掘行业上调幅度最大，分别为 8.54%、2.56%、1.82%、1.47%、1.38%、1.03%。

□ 市场估值情况

上周末，摩根 AC 指数动态市盈率为 15.25 倍，道琼斯工业指数 23.45 倍，香港恒生指数 15.69 倍，印度孟买指数 16.47 倍。目前整体 A 股 09 年动态市盈率为 19.42 倍，上证综指为 18.64 倍，沪深 300 为 18.39 倍，最高有色金属 49.97 倍，最低金融服务 14.25 倍。受股市下跌影响，上周广义市场风险溢价开始上升。

本周主题

水流云在——估值回落下寻找市场的安全边际

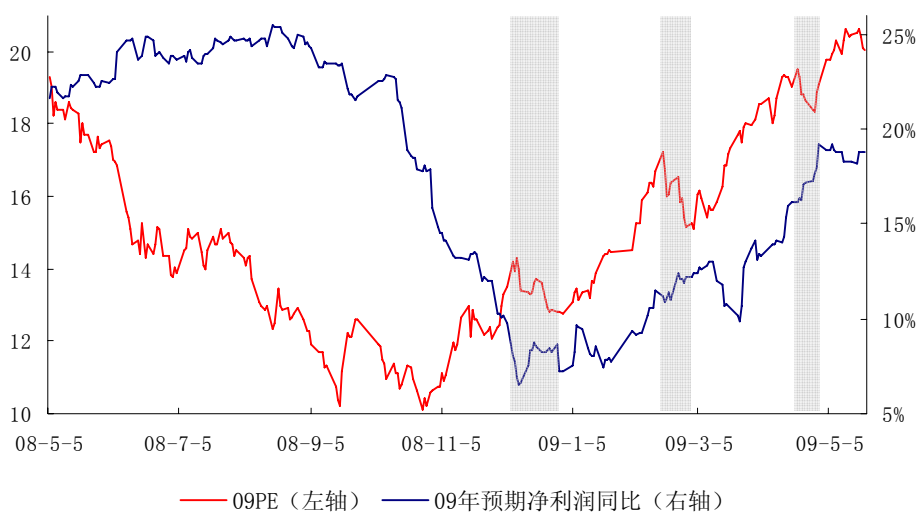
一、整体市场面临估值回落的压力

我们在上周策略周报中强调了流动性相对趋紧下市场估值推动效应将面临下降，而目前市场的盈利预期并不足以推动市场向上，估值回落将是短期市场震荡调整的主要力量。从上周市场看，这种估值回落较为明显，09 年动态 PE 下降了 2.2%。而短期内这种估值水平的回落仍将是市场面临的主要负面因素。

从 09 年以来上证 A 股估值水平三次较大的收缩幅度看，三次分别为-10.41%（2008-12-10 至 2008-12-25）、-12.35%（2009-2-16 至 2009-3-3）和-5.90%（2009-4-20 至 2009-4-28），相应的上证 A 股指数分别下跌了 10.91%、-13.31%和-6.10%。我们认为目前市场估值回落的压力远较前三次大，因此估值回落的幅度也将大于前三次。

在三次估值回落期间，上证 A 股的盈利预期是向上修正的。09 年净利润同比增速分别较期初提高了 1.49%、1.30%、1.53%。那么，盈利预期能否抵御市场估值回落的压力呢？我们认为短期内市场一致盈利预期不会发生大的乐观变化，而我们认为市场对 09 年盈利预期就目前来看反映了市场对经济政策效果的预测，已经较为乐观，因此，我们认为未来盈利预期无法抵御估值回落的压力。

上证 A 股 09 动态估值与预期净利润同比增长率

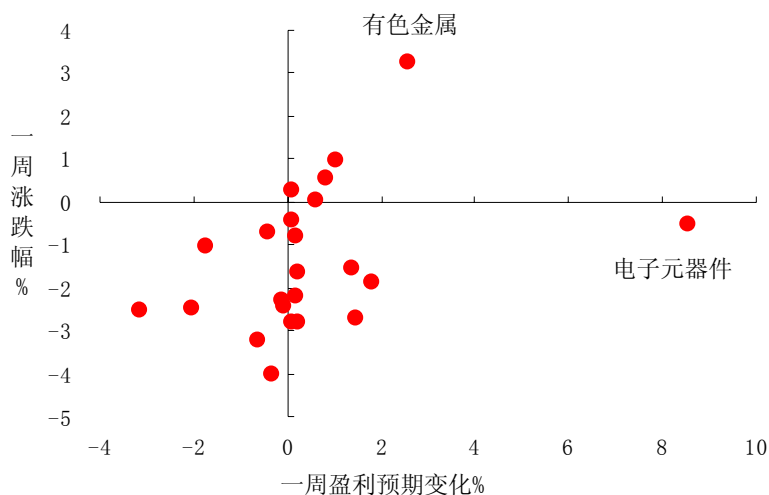


资料来源：朝阳永续，东海证券研究所

二、以防御抵御估值回落

从上周各行业市场表现来看，我们 5 月策略所言的“水流云在”明显得到了体现，除电子元器件行业外，其他各行业市场表现与其一周盈利预期的变化呈现了明显的正相关。因此，可以认为在未来估值回落下，盈利成为支撑各行业表现的基础——提供安全边际。

上周各行业市场表现与盈利预期变化的相关性分析

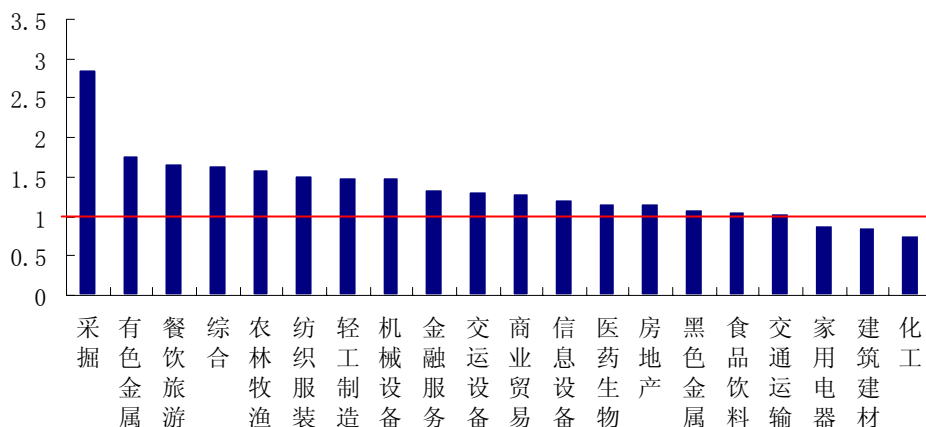


资料来源：朝阳永续，东海证券研究所

三、寻找具有安全边际的行业

在盈利抵御估值回落下，我们运用 PEG 指标来寻找具有安全边际的行业。从各行业 2009 年 PEG 来看，采掘行业 PEG 高达 2.863，表明其估值水平相对 09 年盈利增长明显过高，而家用电器、建筑建材、化工三个行业其 PEG 值小于 1，表明这三个行业当前估值水平相对 09 年盈利而言，安全性较高。

各行业 2009 年 PEG



资料来源：朝阳永续，东海证券研究所

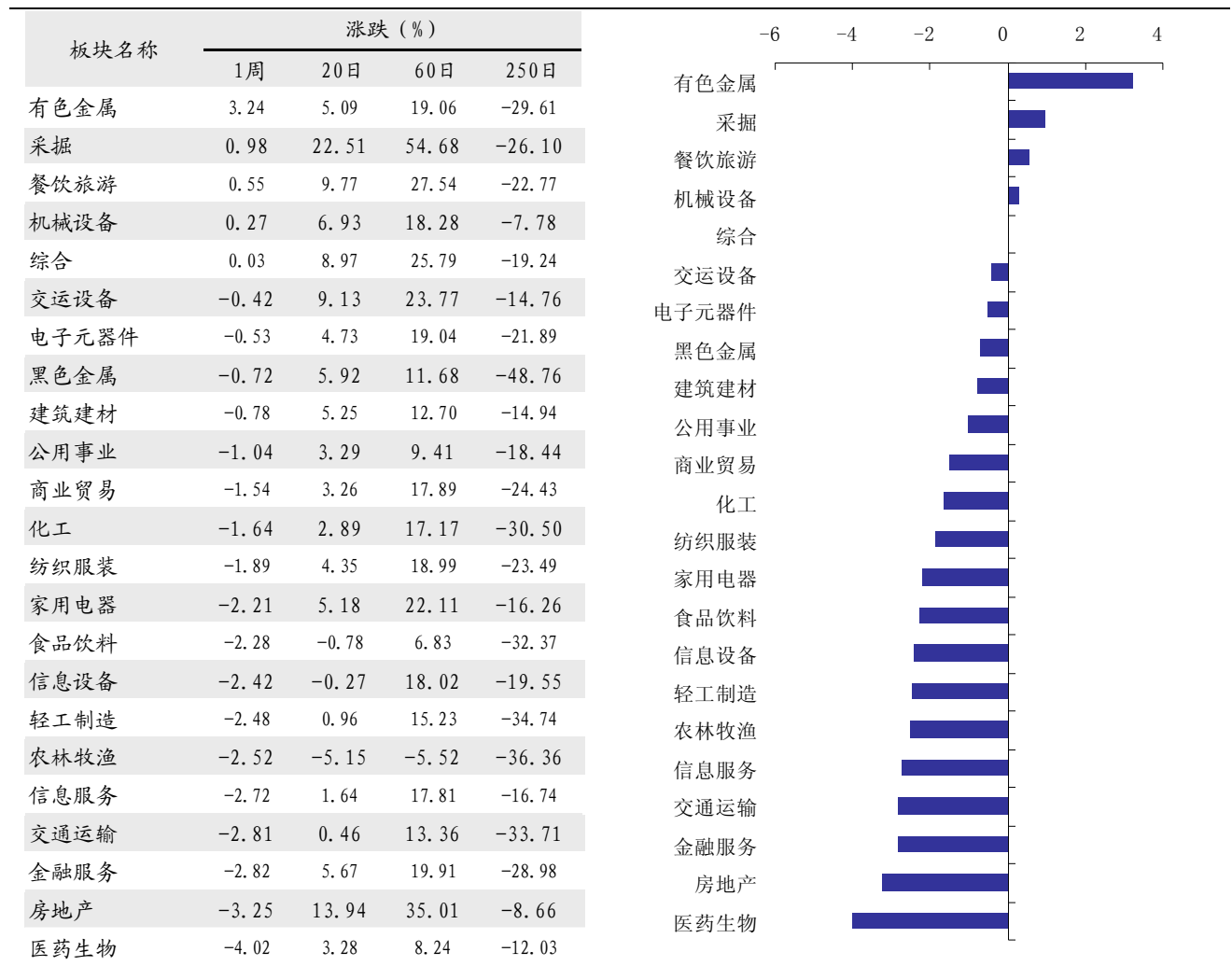
一周市场回顾

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	239.24	2.59	7.64	25.72	5.08
成熟市场						
道琼斯工业指数	INDU	8277.32	0.10	2.49	13.84	-5.69
标普 500 指数	SPX	887.00	0.47	2.40	15.96	-1.80
纳斯达克综合指数	CCMP	1692.01	0.71	-0.13	18.70	7.29
伦敦富时 100 指数	UKX	4365.29	0.40	5.04	13.41	-1.55
法国 CAC 指数	CAC	3227.97	1.86	4.03	19.69	0.31
德国 DAX 指数	DAX	4918.75	3.83	5.23	27.89	2.26
日经 225 指数	NKY	9225.81	-0.42	5.95	23.65	4.13
澳大利亚综合指数	AS30	3755.40	-0.09	2.38	14.44	2.63
香港恒生指数	HSI	17062.52	1.62	11.82	31.20	18.59
香港国企指数	HSCEI	9790.79	1.91	9.04	36.29	24.06
香港红筹指数	HSCCI	3614.42	1.89	9.93	20.45	9.78
新兴市场						
巴西圣保罗指数	IBOV	50568.49	3.19	8.12	32.27	34.67
俄罗斯 RTS 指数	RTSI\$	1013.37	8.23	21.89	88.32	60.37
印度孟买指数	SENSEX	13887.15	14.08	22.58	55.99	43.95
台湾加权指数	TWSE	6737.29	3.82	14.56	49.93	46.74
韩国 KOSPI 指数	KOSPI	1403.75	0.86	3.67	31.55	24.84
中国市场						
上证指数		2597.60	-1.80	6.09	17.72	42.66
上证 B 股		173.76	1.27	7.59	19.37	56.66
深圳成指		10072.63	-1.95	8.13	22.22	55.31
深圳 B 股		406.99	1.39	11.61	26.76	50.03
沪深 300		2740.68	-1.98	6.52	18.94	50.78

资料来源：BLOOMBERG，东海证券研究所

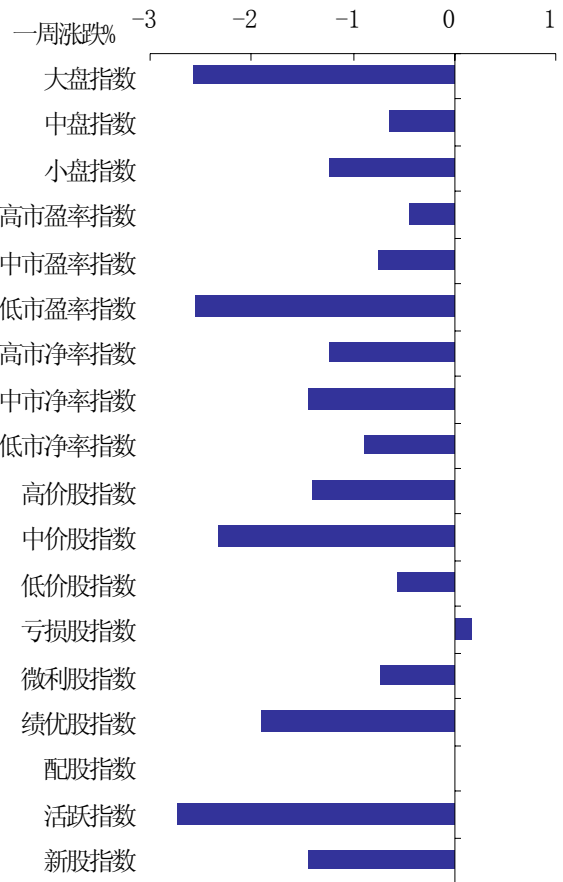
国内分行业一周市场表现



资料来源：WIND，东海证券研究所

国内风格板块一周市场表现

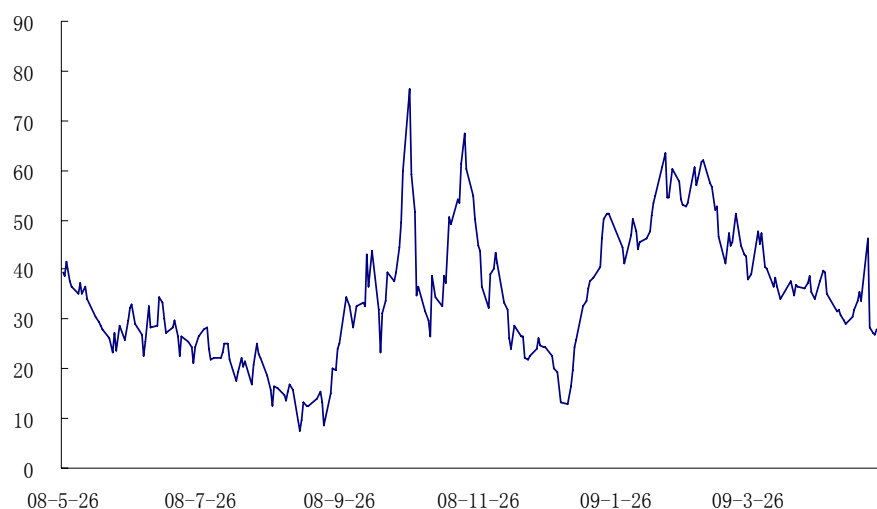
板块名称	涨跌 (%)				一周涨跌%
	1周	20日	60日	250日	
大盘指数	-2.58	4.93	17.72	-28.27	
中盘指数	-0.65	5.23	15.05	-23.38	
小盘指数	-1.24	3.11	19.78	-9.36	
高市盈率指数	-0.45	4.77	14.74	-27.84	
中市盈率指数	-0.75	3.31	16.12	-33.20	
低市盈率指数	-2.55	7.49	21.54	-32.38	
高市净率指数	-1.24	0.49	8.83	-35.91	
中市净率指数	-1.44	7.06	20.90	-27.48	
低市净率指数	-0.89	8.45	18.92	-17.12	
高价股指数	-1.39	5.89	19.83	-32.28	
中价股指数	-2.32	6.87	20.33	-16.87	
低价股指数	-0.57	6.27	18.75	-7.16	
亏损股指数	0.17	5.26	20.67	-11.00	
微利股指数	-0.73	6.40	18.94	-15.73	
绩优股指数	-1.90	6.35	21.30	-32.09	
配股指数	0.00	11.81	0.57	-5.34	
活跃指数	-2.74	-2.05	-5.11	-59.29	
新股指数	-1.43	2.46	13.87	-19.45	



资料来源：WIND，东海证券研究所

A/H 股两地上市公司的价差

受 A 股下跌影响，上周 A-H 股溢价率继续下降，当前为 28.12%



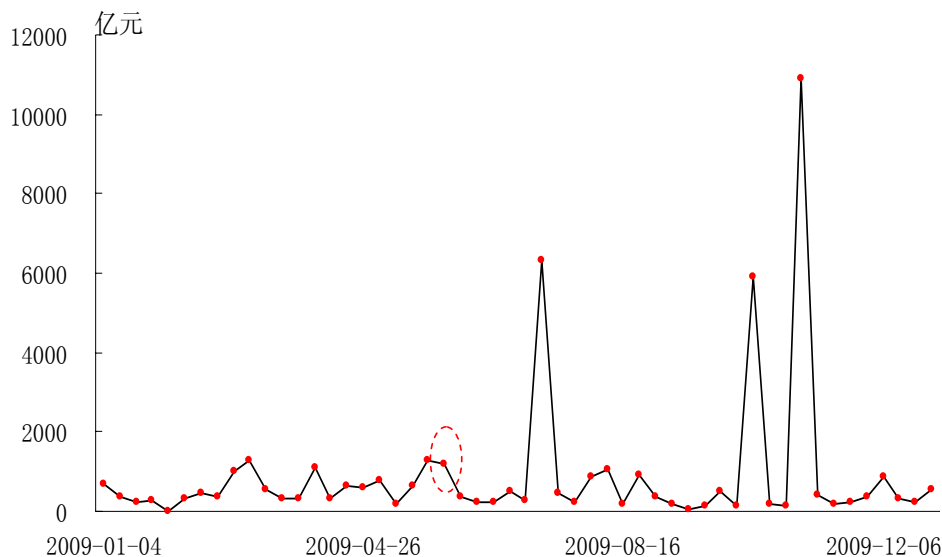
注：A/H 股溢价率根据恒生 AH 股溢价指数计算得到

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

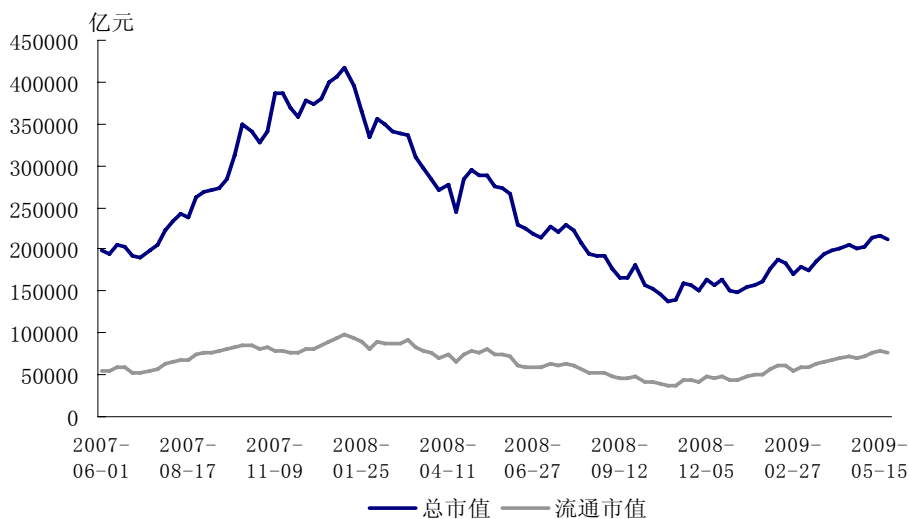
本周新增流通股可流通市值共 1196.70 亿元，较上周减少 83.42 亿元



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 21.21 万亿元，较前一周减少 1.70%；流通 A 股市值 7.75 万亿元，较前一周减少 0.11%



资料来源：WIND，东海证券研究所

汇率（美元对人民币）变动情况

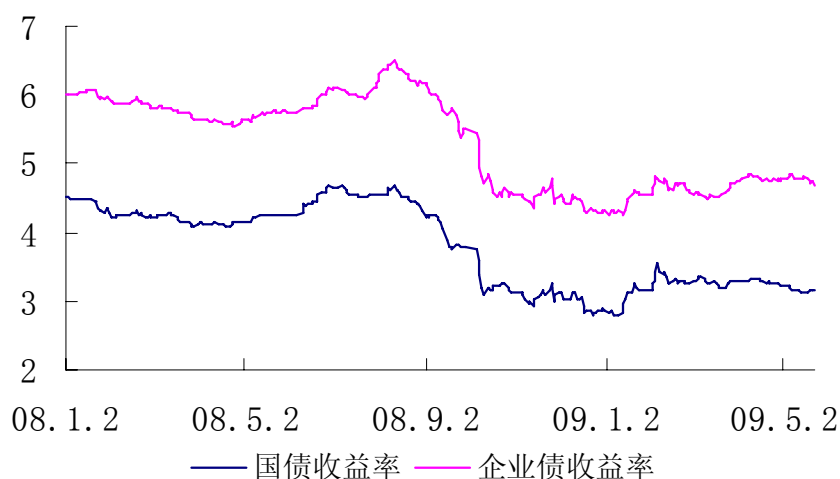
上周美元兑人民币汇率走势较平稳，5月22日收盘价为6.824元



资料来源：WIND，东海证券研究所

银行间市场 10 年期债券收益率

上周银行间市场 10 年期国债收益率在前一周下降基础上有所企稳，而 10 年期企业债收益率继续下降

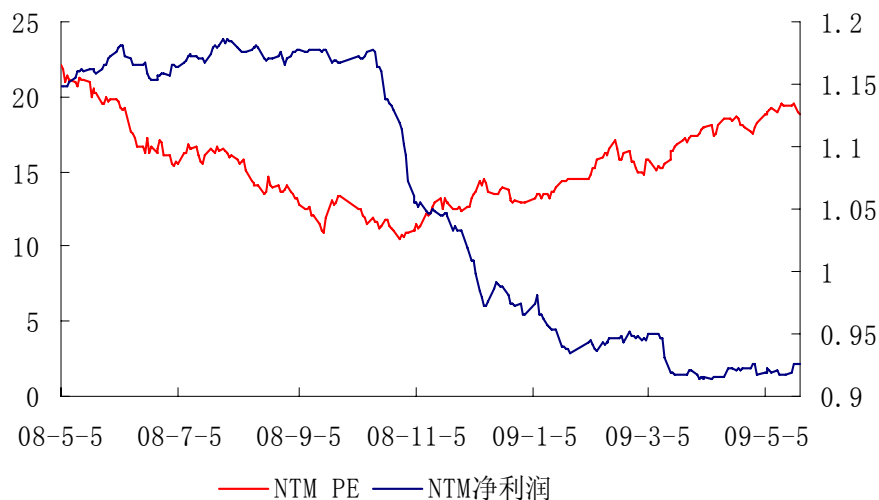


资料来源：WIND，东海证券研究所

市场盈利预期

上周上证 A 股滚动盈利预期变动

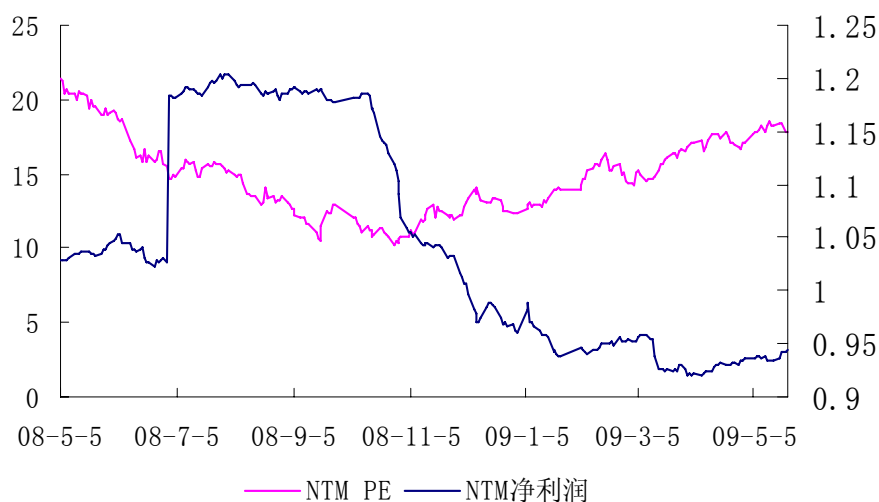
上周上证 A 股滚动盈利预期较 09 年初下调了 3.99%，环比较前一周上调了 0.94%



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 1.78%，环比较前一周上调了 0.98%



资料来源：WIND，东海证券研究所

上周分行业盈利预期变动

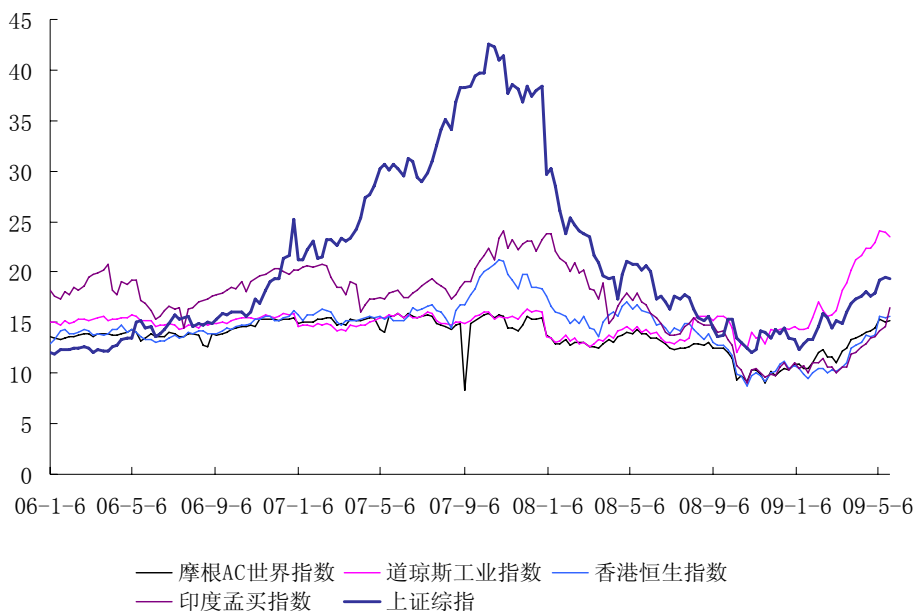
行业名称	行业2年复合 增长率(%)	2009年预期			净利润同比	
		1周预期变化率(%)	4周预期变化率(%)	13周预期变化率(%)	2009(E)	2010(E)
农林牧渔	68.179	-3.148	-19.914	-18.158	112.36%	33.19%
采掘	7.003	1.034	0.039	-10.868	-5.55%	21.22%
化工	70.798	0.21	-8.556	-13.026	133.59%	24.89%
黑色金属	25.7	-0.399	-14.783	-31.333	7.04%	47.62%
有色金属	48.721	2.563	-8.014	-16.927	42.48%	55.23%
建筑建材	51.45	0.188	0.522	-6.643	76.67%	29.83%
机械设备	26.384	0.087	-2.171	-12	34.10%	19.11%
电子元器件	--	8.535	-19.526	-22.698	236.90%	65.81%
交运设备	27.61	0.106	-4.163	-7.812	35.45%	20.23%
信息设备	53.138	-0.058	-8.207	-8.305	87.16%	25.30%
家用电器	44.257	0.177	5.948	0.569	71.22%	21.54%
食品饮料	47.373	-0.096	-0.494	-7.572	78.25%	21.84%
纺织服装	35.683	1.815	-21.596	-26.824	46.37%	25.78%
轻工制造	29.836	-2.056	-15.21	-23.411	25.91%	33.88%
医药生物	38.181	-0.35	-0.014	-11.434	52.11%	25.53%
公用事业	--	-1.754	-0.265	-8.33	2283.11%	27.83%
交通运输	58.166	0.089	-4.382	-0.331	87.34%	33.54%
房地产	33.353	-0.607	-3.603	-5.699	43.30%	24.10%
金融服务	11.953	0.226	0.816	-1.014	12.07%	11.74%
商业贸易	28.693	1.378	0.622	-11.313	33.20%	24.34%
餐饮旅游	35.439	0.825	-1.028	-34.698	50.50%	21.89%
信息服务	-18.611	1.47	6.257	5.469	-43.79%	17.84%
综合	42.554	0.614	-8.468	-42.226	66.50%	22.05%

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

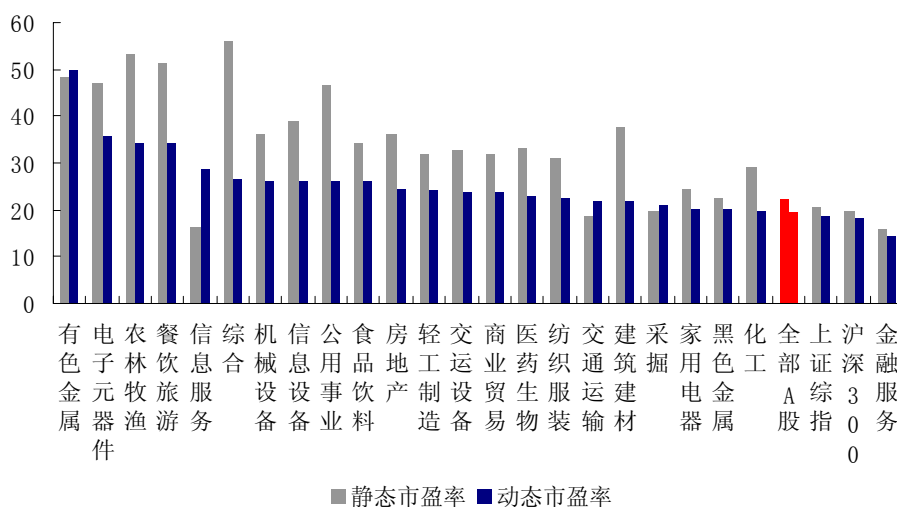
上周末，摩根 AC 指数动态市盈率为 15.25 倍，道琼斯工业指数 23.45 倍，香港恒生指数 15.69 倍，印度孟买指数 16.47 倍



资料来源：BLOOMBERG，东海证券研究所

目前各行业板块市盈率指标

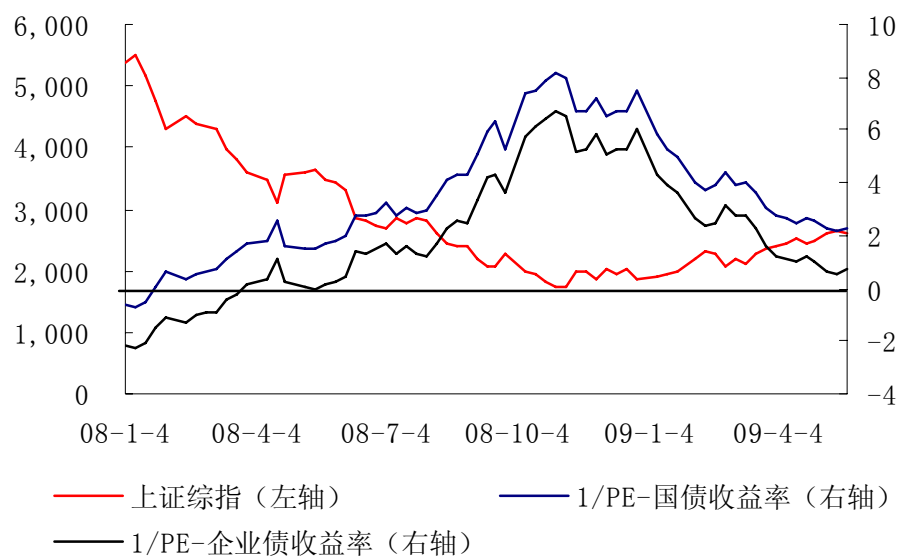
目前整体 A 股 09 年动态市盈率为 19.42 倍，上证综指为 18.64 倍，沪深 300 为 18.39 倍，最高有色金属 49.97 倍，最低金融服务 14.25 倍



资料来源：WIND，东海证券研究所

广义市场风险溢价

受股市下跌影响，上周广义市场风险溢价开始上升



注：国债收益率和企业债收益率都采用银行间市场 10 年期债券收益率
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	138.37	13.54	10.57	13.55
电信运营	13.30	12.35	11.06	#N/A
材料	39.18	22.77	14.53	#N/A
信息技术	65.64	#N/A	15.31	16.27
工业	30.30	12.34	10.06	13.23
健康护理	#N/A	13.31	10.93	#N/A
金融	14.50	36.01	19.75	15.49
能源	11.51	13.19	8.00	#N/A
消费者常用品	18.62	15.05	13.44	#N/A
消费者非必需品	16.37	8.43	26.71	14.31

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