

动态报告

投资策略

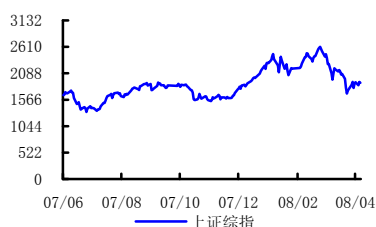
策略周报

2009 年 6 月 15 日

策略周报

提前配置防御行业抵御季节性利空风险

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。

●配置防御行业的时机已经到来

在前几次的策略周报中我们详细分析了中国股市的季节性效应以及原因, 现在我们认为已经到了开始提前配置防御行业抵御季节性利空风险的时刻。具体配置思路请留意我们即将发出的 09 年下半年行业比较报告《季节性利空之后行业轮动王者归来》。

7、8 月份无明显季节性利空因素干扰的行业包括: 银行、原油、造纸、医药、商业零售、食品饮料、电力、电气设备、建筑、传媒、铁路运输、机场、高速公路、通信运营。考虑到相对估值, 我们建议配置的行业是铁路运输、通信运营、银行、石油开采、高速公路、商业零售、医药生物、食品饮料、造纸、机场。这个配置里既有补涨性质明显的银行和石油开采, 又有防御特征明显的铁路运输、高速公路和通信运营, 我们认为这个配置策略在目前的位置是进可攻, 退可守。

●指数运行与经济周期

回顾中国以及美国股市历史与经济周期, 我们认为可以有效把握的仅仅是顶部和底部区域, 首先对于经济周期的研究已经非常深入, 其次股市周期和经济周期吻合得也非常好。在策略的度量中, 我们考虑三个因素, 1、静态估值、2、流动性、3、盈利, 经济周期低谷和高峰时期这 3 个因素往往都呈现一种极端状态(经济周期低谷: 静态估值低、流动性由紧缩转向宽松、盈利见底; 经济周期高峰: 静态估值高、流动性由宽松转向紧缩、盈利见顶)。而在经济周期的其他阶段, 3 种因素所处的不同状态组合决定了判断指数中短期运行的难度, 至今并没有完善的方法, 而我们也仅是试着从季节性需求的角度给出了一种中短期趋势的判断方法。

●5 月份美国零售销售环比增 0.5% 油价上涨贡献大

5 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比增长 0.5%, 低于市场预期的增长 0.7% (除去 3、4 月份数据的上修因素, 5 月份增速也接近市场预期), 环比连续两个月回升; 同比降幅由 10.1% 缩小至 9.6%。汽油价格上涨是主要原因, 加油站、建材和医疗销售额贡献较大。零售数据虽与市场预期接近, 但美国需求的回升非常缓慢。除汽车以外的耐用品销售普遍疲弱; 非耐用品中服装、医药店销售的增长抵消了百货零售店销售。同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售增长 0.1%, 好于前两月的 -0.9% 和 -0.1%。近期零售销售的疲弱以及去年 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
提前配置防御行业的时机可能已经到来	4
指数运行与经济周期	4
海外市场：5 月份美国零售销售环比增 0.5% 油价上涨贡献大	5
上周市场回顾	7
市场运行特征	8
A股市场	8
全球股市	9
市场估值水平	11
A股估值水平	11
“中国资产”估值比较	12

图表目录

表 1: 主要周期类行业的催化剂因素在 7、8 月份的可能变化情况	4
表 2: 中国股市(深圳成指)运行与经济周期	4
表 3: 战后美国股市运行周期与经济周期的时间差	5
图 1: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数	6
图 2: 美国月度名义零售销售环比增速	6
图 3: 上证A股近一月走势图	7
图 4: A股不同行业指数阶段涨跌幅	8
图 5: A股不同行业资金流量相对值	8
图 6: A股不同风格指数阶段涨跌幅	8
图 7: A股不同风格指数资金流量相对值	8
图 8: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名	9
图 9: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名	9
图 10: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名	10
图 11: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名	10
图 12: 05 年以来上证指数PE估值区域 (PE-Band)	11
图 13: 05 年以来上证指数PB估值区域 (PB-Band)	11
图 14: 行业动态PB-ROE矩阵散点图	11
图 15: 全球主要指数动态PB-ROE矩阵散点图	12
图 16: 中国资产分行业PE估值比较	12
图 17: 中国资产分行业PB估值比较	12
图 18: A/H整体溢价率历史走势图	13
图 19: A/H个股溢价率对比散点图	13

本周观点与回顾

提前配置防御行业的时机可能已经到来

在前几次的策略周报中我们详细分析了中国股市的季节性效应以及原因, 现在我们认为已经到了开始提前配置防御行业低于季节性利空风险的时刻。具体配置思路请留意我们即将发出的 09 年下半年行业比较报告《季节性利空之后行业轮动王者归来》。

表 1: 主要周期类行业的催化剂因素在 7、8 月份的可能变化情况

行业	催化剂	7、8 月份变化
房地产	销量、价格	销量↓ 价格—
汽车	销量	↓
钢铁	价格	↓
水泥	销量、价格	↓
有色	价格	↓
煤炭	销量、价格	—
原油	价格	↑
航运	BDI 指数	↓
家用电器	销量	↓
工程机械	销量	↓
尿素	价格	↓
化纤	价格	↓
银行	净息差	↑

数据来源: 国信证券经济研究所

其他无明显季节性利空因素干扰的行业包括: 银行、原油、造纸、医药、商业零售、食品饮料、电力、电气设备、建筑、传媒、铁路运输、机场、高速公路、通信运营。考虑到相对估值, 我们建议配置的行业是铁路运输、通信运营、银行、石油开采、高速公路、商业零售、医药生物、食品饮料、造纸、机场。这个配置里既有补涨性质明显的银行和石油开采, 又有防御特征明显的铁路运输、高速公路和通信运营, 我们认为这个配置策略在目前的位置是进可攻, 退可守。

指数运行与经济周期

一般在策略的度量中, 我们考虑三个因素, 1、静态估值、2、流动性、3、盈利, 三者不同的变化对应了指数不同的运行, 每种因素简单考虑 2 种状态 (高低、宽裕紧缩、高低), 那么就至少有 6 种组合。

表 2: 中国股市(深圳成指)运行与经济周期

日期	性质	PE	PB
Apr-93	阶段高点		
	1	33.73	10.45
	2	宏观调控开始	
Aug-94	大反弹		
	1	9.92	1.81
	2	暂停扩容, 但宏观调控仍在继续	
Jan-96	阶段低点		
	1	9.34	1.78
	2	宏观调控见效, 宏观调控信贷放松	
	3	经济软着陆, 但 CPI 仍远未见底	

May-97	阶段高点	PE	PB
	1	44.06	8.25
	2	无	
	3	东南亚危机	
May-99	阶段低点	PE	PB
	1	23.19	3.06
	2	银行资金流入	
	3	经济再次见底	
1-May	阶段高点	PE	PB
	1	34.88	3.93
	2	银行资金流出	
	3	互联网泡沫破灭	
5-Jun	阶段低点	PE	PB
	1	13.09	1.86
	2	宏观调控, 信贷放松	
	3	经济低谷 (中国低谷, 欧洲刚进入扩张期)	
7-Oct	阶段高点	PE	PB
	1	67.26	11.22
	2	宏观调控	
	3	经济顶峰 (中美欧皆进入阶段顶峰)	
8-Nov	阶段低点	PE	PB
	1	12.79	2.31
	2	宏观调控结束, 信贷放松	
	3	经济低谷 (中美欧, 目前可能)	

02 年 1 月-04 年 4 月也构成了一个小牛市, 和经济周期吻合

资料来源: 国信证券经济研究所

回顾中国以及美国股市历史与经济周期, 我们可以有效把握的仅仅是顶部和底部区域, 首先对于经济周期的研究已经非常深入, 其次股市周期和经济周期吻合得也非常好。经济周期低谷和高峰这两个时期往往这 3 个因素都呈现一种极端状态 (经济周期低谷: 静态估值低、流动性由紧缩转向宽松、盈利见底; 经济周期高峰: 静态估值高、流动性由宽松转向紧缩、盈利见顶)。而在经济周期的其他阶段, 三种因素不同状态的组合决定了判断指数中短期运行的难度, 至今并没有完善的方法。对于市场上经常阐述的“当前指数已经反映了或者超过了盈利预期, 指数面临中期调整”、“流动性宽松态势不改, 基本面向好, 指数仍将震荡向上”等等之类的说法, 我们认为实际指导意义非常有限, 而我们也仅是试着从季节性需求的角度给出了一种中短期趋势的判断方法。

表 3: 战后美国股市运行周期与经济周期的时间差

股市和经济周期高峰的时间差 (月)			股市和经济周期低谷的时间差 (月)		
1948 年 6 月	1948 年 7 月	+1	1949 年 6 月	1949 年 10 月	+4
1953 年 1 月	1953 年 2 月	+2	1953 年 9 月	1954 年 8 月	+11
1956 年 7 月	1957 年 2 月	+6	1957 年 12 月	1958 年 5 月	+5
1959 年 7 月	1968 年 2 月	+6	1960 年 10 月	1961 年 2 月	+4
1968 年 10 月	1969 年 3 月	+3	1970 年 6 月	1970 年 11 月	+5
1973 年 1 月	1973 年 3 月	+2	1974 年 10 月	1975 年 03 月	+6
1979 年 10 月	1980 年 1 月	+3	1980 年 3 月	1980 年 7 月	+4
1981 年 2 月	1981 年 7 月	+5	1982 年 8 月	1982 年 11 月	+3
平均		+3.5	平均		+5.25

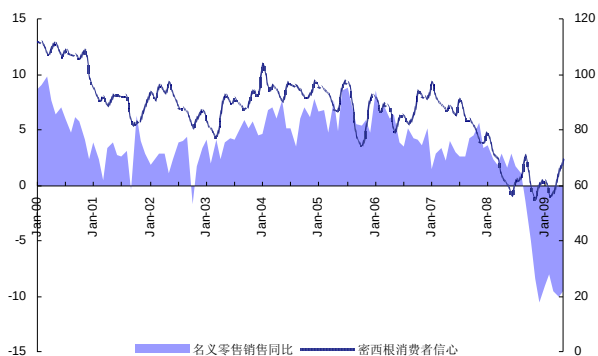
资料来源: 国信证券经济研究所

海外市场: 5 月份美国零售销售环比增 0.5% 油价上涨贡献大

5 月份经季节性因素调整后美国零售销售环比增长 0.5%, 低于市场预期的增长 0.7% (除去 3、4 月份数据的上修因素, 5 月份增速也接近市场预期), 环比连

续两个月回升；同比降幅由 10.1% 缩小至 9.6%，前月与 08 年 12 月的同比降幅 10.5% 接近。汽油价格上涨是主要原因，加油站、建材和医疗销售额贡献较大。3、4 月份数据环比降幅分别由 1.3% 和 0.4% 上修至 1.2% 和 0.2%。5 月份零售数据虽与市场预期接近，但美国需求的回升非常缓慢；同比降幅较差也受到去年 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。除汽车以外的耐用品销售普遍疲弱；非耐用品中服装、医药店销售的增长抵消了百货零售店销售。

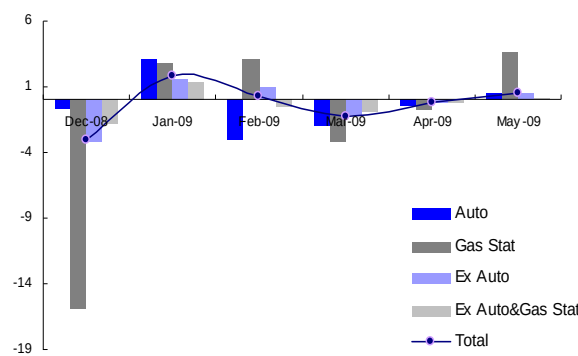
图 1: 名义零售销售同比增速和密西根消费者信心指数



资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 5 月

图 2: 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

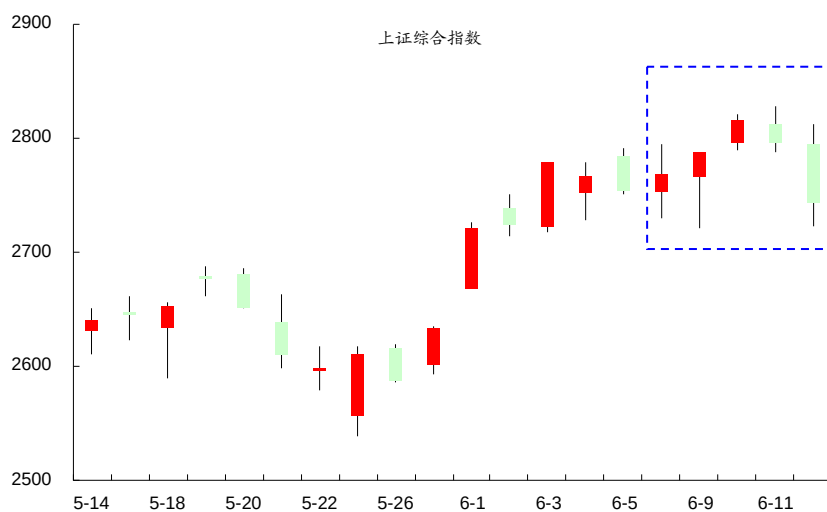
截止 2009 年 5 月

其中，由于汽油价格的上涨，加油站零售环比增长 3.6%；扣除加油站的其他零售销售增长 0.2%；扣除汽车销售的其他零售销售增长 0.5%，略高于预期的增长 0.4%，前月环比增速上修为 -0.2%；同时扣除加油站和汽车销售的其他零售销售增长 0.1%，好于前两月的 -0.9% 和 -0.1%。近期零售销售的疲弱以及去年 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

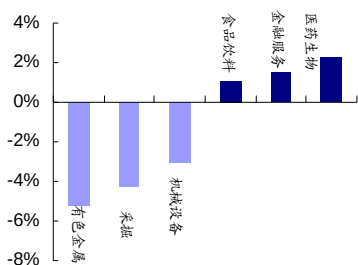
周五上证综指报收于 2743.76 点，同比降 0.37%。生物医药、传媒、旅游餐饮等非周期类板块抗跌性较强，而前期持续上涨的有色、煤炭等板块则大幅回调，出现了周期类板块与防御类板块交替的现象。

图 3：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 6 月 14 日

上周行业涨跌幅前三名、后三名



数据来源：WIND 数据库，截至 6 月 14 日

上周传媒行业上涨 2.31%，居各行业前列，我们认为：1、公司层面除博瑞收购梦工厂外，没有其他变化。2、文化产业振兴规划有望于近期出台，推动文化体制改革的深化，特别是有可能沿着图书-报刊-有线-广电的路线推进，从而带来税收优惠力度加大以及行业整合的投资机会。3、中宣部协同广电总局将于 7 月 3 日在江苏召开广电内部会议，学习省网整合经验，也激发了市场对市网、省网乃至跨区域参控股的猜想，促使了有线网络股在周五逆市上涨。

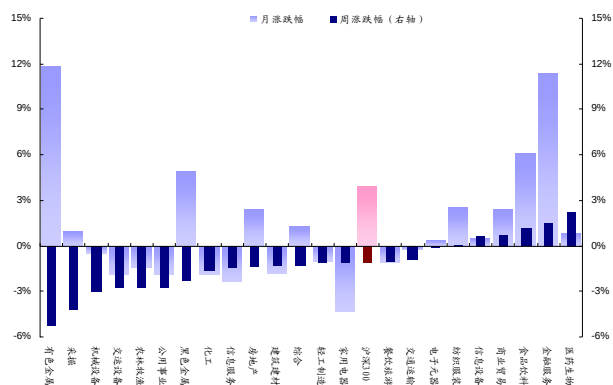
旅游餐饮板块上周也表现出抗跌能力，从公司层面看，华侨城的复牌对板块拉动作用较大。其他行业基本面并没有太多变化。

周期类板块跌幅明显。煤炭板块跌幅明显，由于前期涨幅惊人，年初至今累计涨幅达 97%，适当出现回调也属正常。前期我们重点推荐下游行业复苏带来需求明显回暖、煤价走势看涨的公司。目前在煤炭价格基本稳定的前提下，我们将推荐重点转到具备相对确定资产注入预期的公司，推荐次序依次为大同煤业、平煤股份、西山煤电、国阳新能。

有色金属板块也一路下行。虽然 LME 金属价格高调上扬，但国内金属价格走势疲态尽显，铜、铝、锌期货主力合约一周涨幅分别为 1.54%、0%和 2.9%；铅、锡和镍的长江有色现货价格周涨幅分别为：6.69%、3.9%和 3.95%。各金属价格的沪伦比值继续下降，外强内弱的格局明显，这主要是因为中国 5 月进口铜创纪录新高对国际金属价格产生支撑的同时冲击了国内市场。国内金属市场的低迷，加上板块冲高回调，合成了上周有色板块大幅下跌的浪潮。

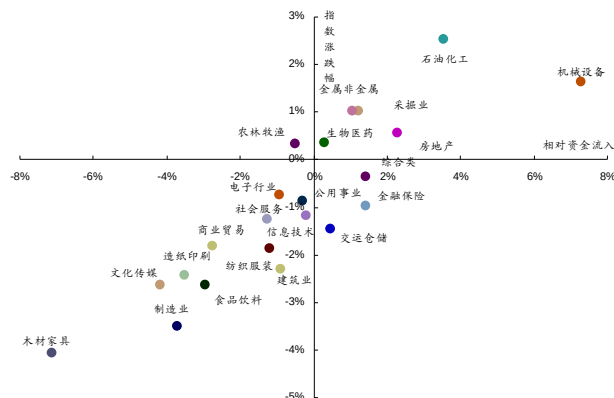
本部分主要包括：A 股不同行业、风格指数近期表现及特点；全球主要股指、主要行业指数近期表现及特点。

图 4: A 股不同行业指数阶段涨跌幅



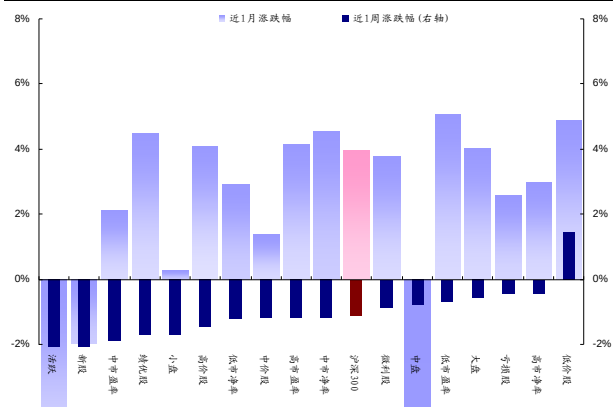
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 6 月 14 日

图 5: A 股不同行业资金流量相对值



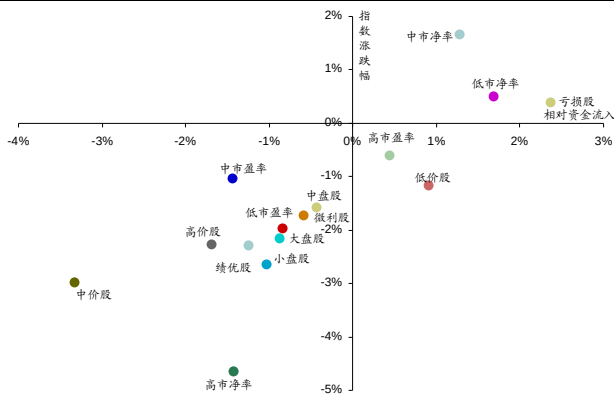
资料来源: WIND 数据库, 国信证券经济研究所, 截至 6 月 14 日。

图 6: 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 6 月 14 日

图 7: A 股不同风格指数资金流量相对值

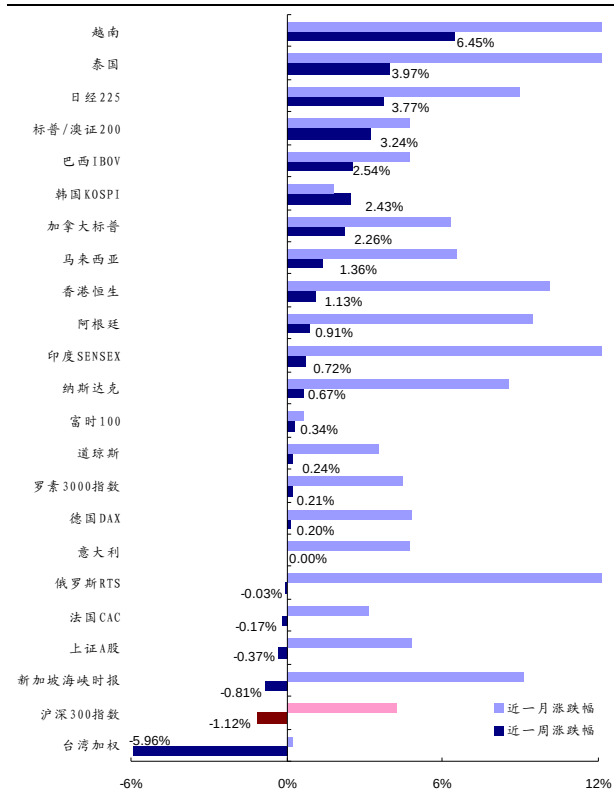


资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 6 月 14 日

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。

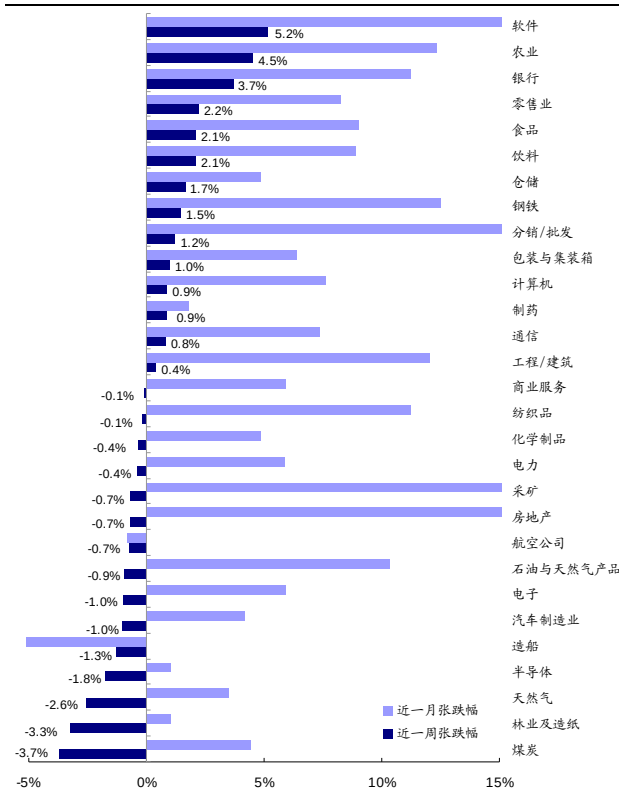
全球股市

图 8: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名



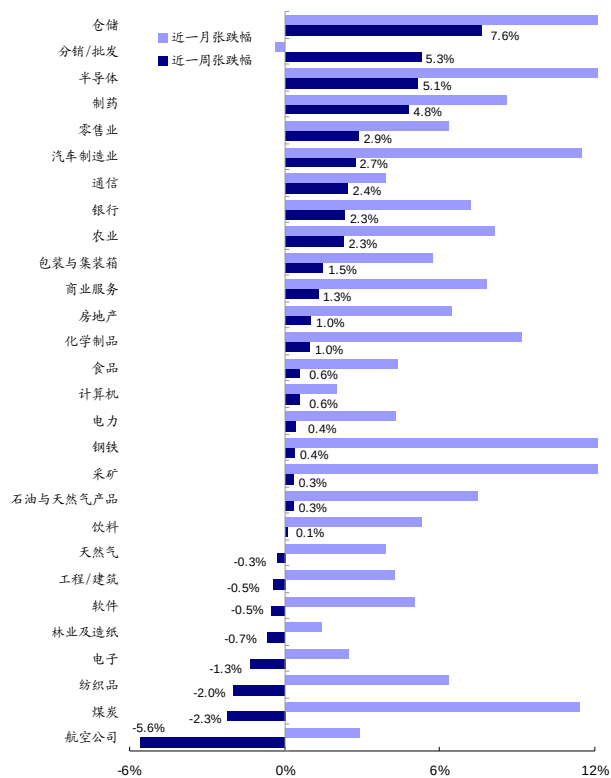
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 6 月 14 日

图 9: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名



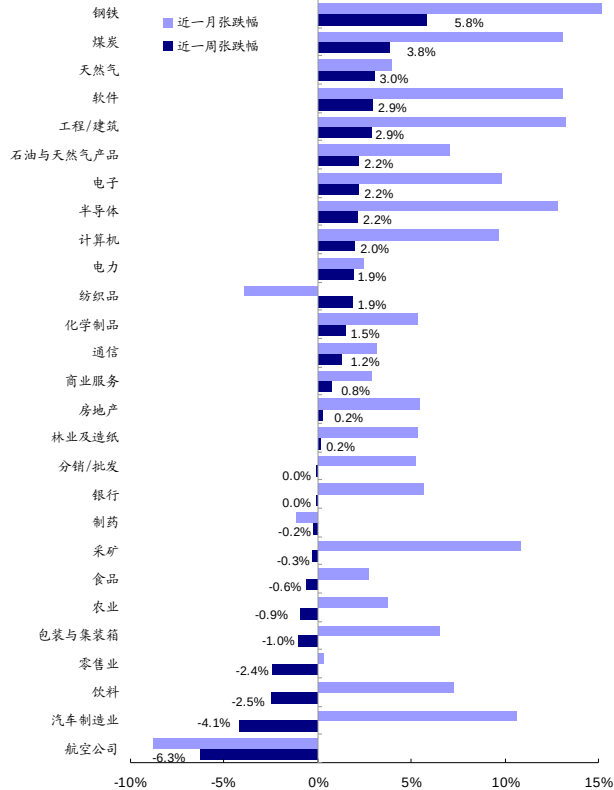
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 6 月 14 日

图 10: 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 6 月 14 日

图 11: 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 6 月 14 日

市场估值水平

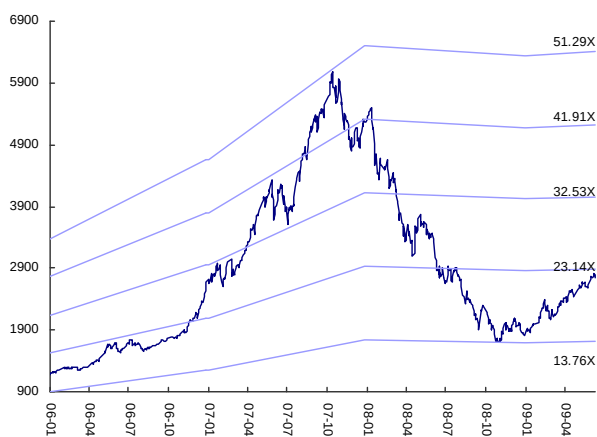
估值是市场内在驱动因素。我们一方面从横向、纵向考察 A 股整体 PE、PB 变动区域和不同行业估值差异，另一方面基于国际视野就 A 股估值水平进行对比，并特别选择香港上市的内地上市公司估值水平作为主要参照系。

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。

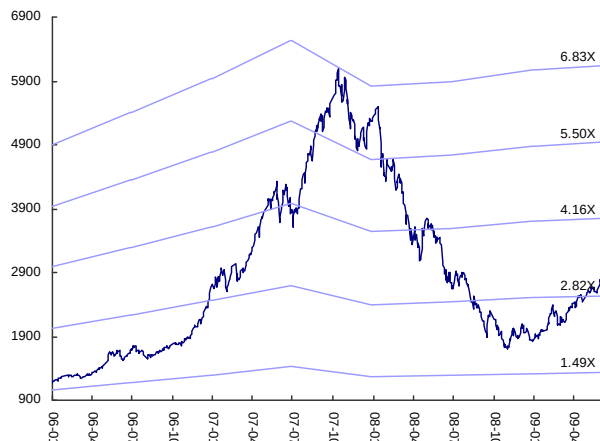
截至上周收盘时，A 股静态 PE 23.41 倍，静态 PB3.04 倍。

图 12: 05 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band)



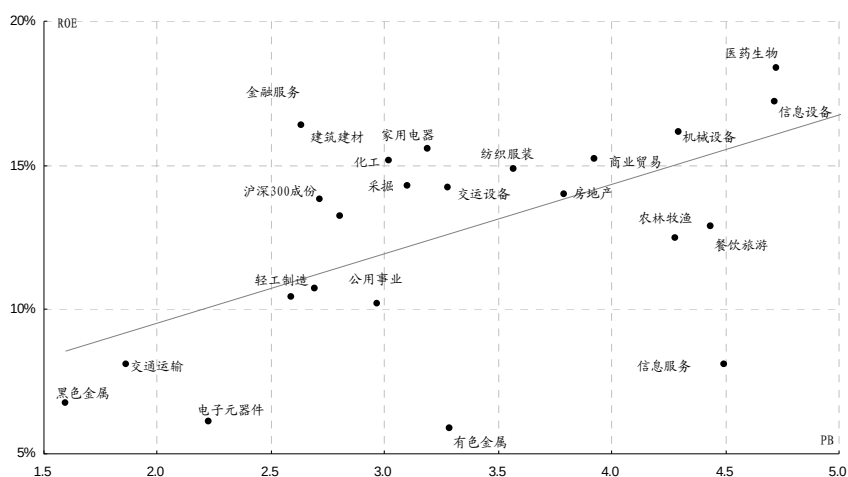
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 6 月 14 日

图 13: 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 6 月 14 日

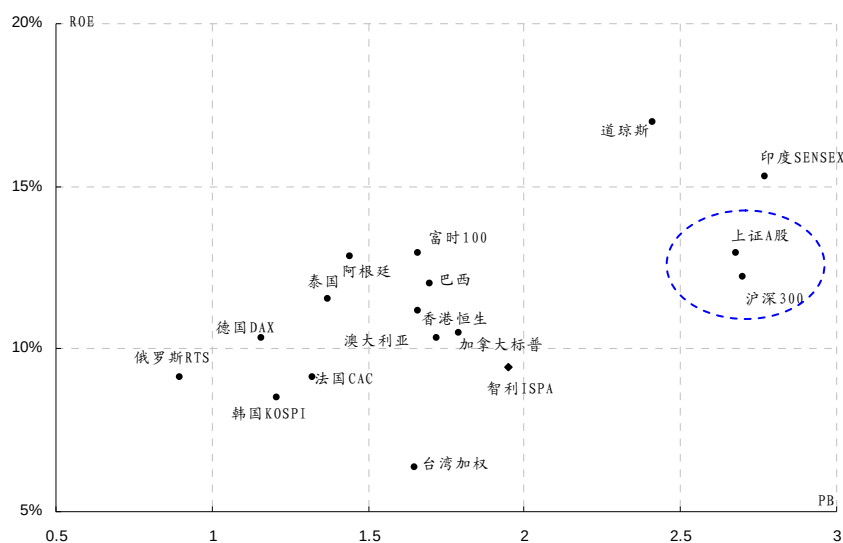
图 14: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所，截至 6 月 14 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。

图 15: 全球主要指数动态 PB-ROE 矩阵散点图

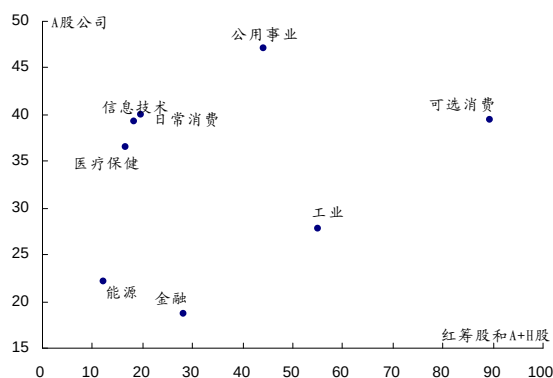


资料来源: Bloomberg 数据库, 国信证券经济研究所, 收盘价截至 6 月 14 日

“中国资产”估值比较

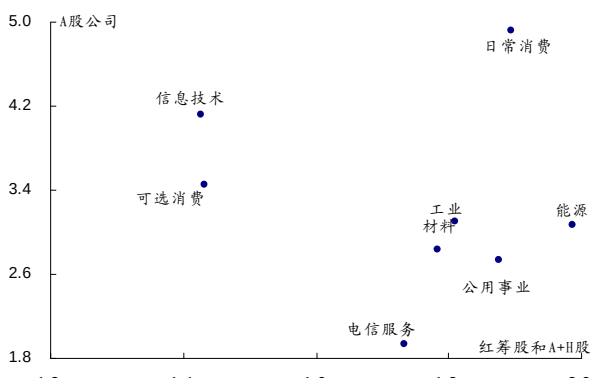
本部分主要包括: 同时在两地上市的 H 股公司溢价对比情况; A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 16: 中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 6 月 14 日

图 17: 中国资产分行业 PB 估值比较



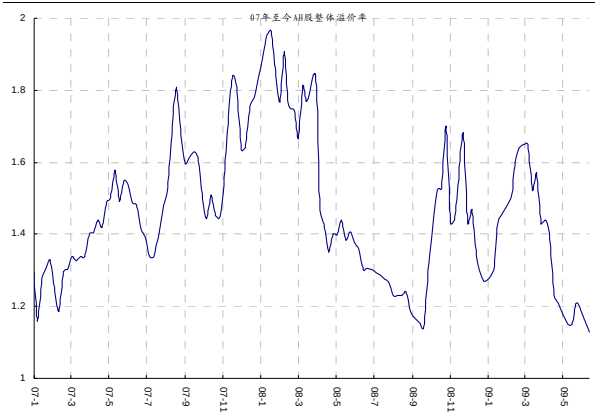
数据来源: WIND 数据库, 截至 6 月 14 日

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 13%。

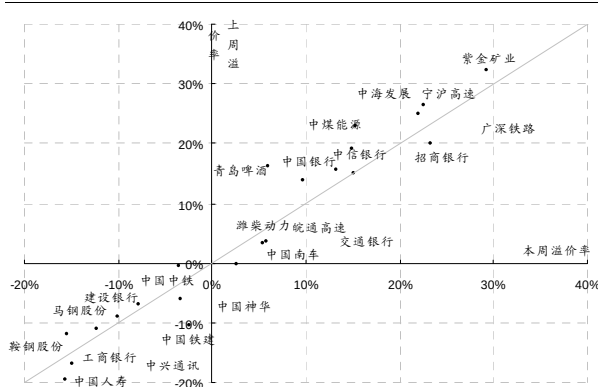
结合中国资产各个分行业 PE、PB 估值比较散点图和分行业估值表来看, 目前多数行业 PE、PB 水平均高于港股。分行业看表现为结构性溢价, 即信息技术、医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平, 而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比非常接近。

图 18: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 6 月 14 日

图 19: A/H 个股溢价率对比散点图



数据来源: WIND 数据库, 截至 6 月 14 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			计算机		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		凌晨	021-68866233	
黄飙	0755-82133476		陈林	0755-82133343		电子元器件		
谈煊	010-82254212		区瑞明	0755-82130678		王俊峰	010-82254205	
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	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	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				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		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		盛建平	021-68864592		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-68866025		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-68866205		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818		黄胜蓝	021-68866011		焦戡	010-82254209	
	0755-82133343			13761873797			13601094018	
	pangb@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		刘塑	021-68866236				
	15814403667			13817906789				
	zhubin@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn				