

动态报告

投资策略

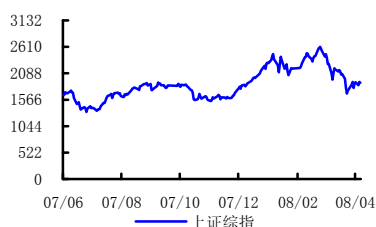
策略周报

2009 年 6 月 29 日

策略周报

下半年市场运行趋势及建仓时点探讨

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。

●重新审视三大指数构成

在行业分类中, 以价格作为主要催化剂的行业包括: 钢铁、有色金属、煤炭、水泥、化学纤维、化学制品, 我们将其统称为**价格催化剂类行业**。价格催化剂类行业流通市值占比为约 1/5, 考虑到经济上升周期中股市的上涨动力主要来自周期类行业(包括金融), 价格催化剂类周期类行业占其中比例大约为 1/3。

由于每年的 3 季度是大部分周期类行业的需求淡季, 此时相应产品价格都面临回调的压力, 从而导致了相应行业板块的调整。也就是说, 主要是这 1/3 的行业在 3 季度淡季的下跌造成了历史上指数的季节效应。实际上春节期间左右也是这些周期类行业的一个淡季, 大部分行业的产品价格在此期间出现了再次下跌, 这也是导致每年的 2、3 月份市场都面临一次调整的重要原因。同样, 我们认为 7、8 月份这个效应将再次产生的概率很大, 而这也将是周期类行业的建仓良机。

●下半年市场运行趋势、主要行业建仓时点及配置理由

目前下半年市场的运行, 我们认为由前期估值推动的急涨阶段, 转变业绩推动的缓涨阶段, 且在流动性充裕、业绩仍存在上调的可能情形下, 估值水平仍有提升的空间。A 股整体目前静态 25 倍 PE、09 动态 22 倍基本合理, 并不存在高估, 但考虑到很多行业面临的季节性风险, 我们倾向于市场在 3 季度至少有横盘整理的需要。

行业建仓时点及配置理由

房地产的催化剂: 经历 7、8 月份的相对销量淡季之后, 金 9 银 10 将迎来销量的回升和价格的上涨, 因此 9 月初左右将是建仓房地产行业的良机。**煤炭、铜:** 4 季度旺季产品价格的季节性回升, 10 月初左右是建仓良机。**钢铁、水泥:** 房地产投资的回升将于 2010 年 1 季度开始对中游行业的拉动显现出来, 而 4 季度又是相应产品的销售旺季, 价格也面临上升动力, 因此很有可能相应产品价格将延续震荡向上的升势到 2010 年上半年。**工程机械:** 1) 4 季度美国 GDP 同比增速将恢复正增长, 出口对工程机械的拉动作用将开始显现; 2) 房地产投资回升将开始拉动工程机械的需求; 3) 3 季度淡季后销量将开始大幅回升至 2010 年 1 季度(按照季节性规律, 混凝土设备回升到 2 季度)。建仓时机在 10 月初左右。**汽车:** 季节性淡季后 9 月份开始销量将开始回升并持续到 2010 年 1 季度, 其中重卡行业在房地产投资带动和出口 4 季度较明显复苏的情况下将具有较好的投资机会。建仓时机在 9 月初左右。**银行:** 3 季度息差见底回升+4 季度人民币升值预期, 将导致中小银行股仍具有较大投资机会。建仓时机在 10 月份左右。**综合考虑, 建仓时机集中在 9 月份。**

●5 月份美国新屋和成屋销售同比增速均回升

5 月份美国新屋和成屋销量同比增速均出现回升, 预示美国房地产销量在 09 年 Q2 筑底的概率很高。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。09 年以来, 受抵押利率大幅降低以及政府对首次购房者的税收优惠的刺激, 新屋销量出现筑底回升迹象。

目录

自上而下的配置思路	4
重新审视三大指数的构成	4
经济上升周期中周期类行业始终是配置首选	5
下半年市场整体运行趋势判断	6
主要行业建仓时点及配置理由	8
海外市场：5 月份美国新屋和成屋销售同比增速均回升	8
上周市场回顾	10
市场运行特征	12
A 股市场	12
全球股市	13
市场估值水平	15
A 股估值水平	15
“中国资产”估值比较	16

图表目录

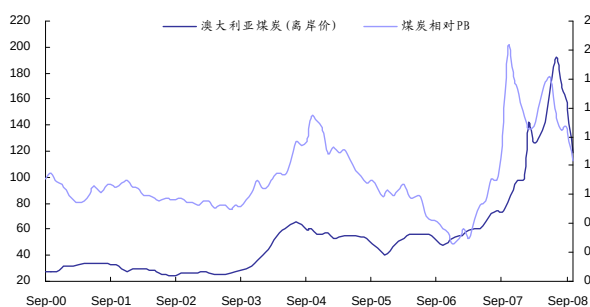
图 1: 煤炭行业相对 PB 与煤炭价格指数	4
图 2: 钢铁行业相对 PB 与钢材价格	4
图 3: 三大指数行业构成比例	4
图 4: 上证综指月度涨跌幅平均值与中位数(1996-2008)	4
表 1: 主要周期类行业的催化剂因素在 7、8 月份的可能变化情况	5
图 5: 国信证券行业轮动图	5
表 2: 目前产能利用率超过或接近 06-08 年平均水平的行业汇总	6
图 6: 沪深 300 指数 09 年盈利增长预期	7
图 7: 沪深 300 指数 09 年 ROE 预期	7
图 8: 沪深 300 指数 10 年盈利增长预期	7
图 9: 沪深 300 指数 10 年 ROE 预期	7
图 10: 08 年以来 A 股市场运行阶段划分及特征	7
图 11: 美国成屋和新屋销售同比增速	8
图 12: NAHB 对美国房地产市场预测 (单位: 千户)	8
图 13: 美国月度成屋售价 (单位: 万美元)	9
图 14: 美国月度成屋库存 (单位: 百万户)	9
图 15: 上证 A 股近一月走势图	10
图 16: A 股不同行业指数阶段涨跌幅	12
图 17: A 股不同行业资金流量相对值	12
图 18: A 股不同风格指数阶段涨跌幅	12
图 19: A 股不同风格指数资金流量相对值	12
图 20: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名	13
图 21: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名	13
图 22: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名	14
图 23: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名	14
图 24: 05 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band)	15
图 25: 05 年以来上证指数 PB 估值区域 (PB-Band)	15
图 26: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图	15
图 27: 全球主要指数动态 PB-ROE 矩阵散点图	16
图 28: 中国资产分行业 PE 估值比较	16
图 29: 中国资产分行业 PB 估值比较	16
图 30: A/H 整体溢价率历史走势图	17
图 31: A/H 个股溢价率对比散点图	17

自上而下的配置思路

重新审视三大指数的构成

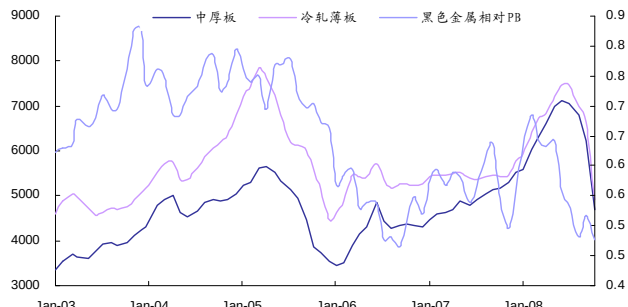
在行业分类中，以价格作为主要催化剂的行业包括：钢铁、有色金属、煤炭、水泥、化学纤维、化学制品，我们将其统称为价格催化剂类行业。

图 1: 煤炭行业相对 PB 与煤炭价格指数



资料来源：wind、国信证券经济研究所

图 2: 钢铁行业相对 PB 与钢材价格



资料来源：wind、国信证券经济研究所

价格催化剂类行业流通市值占比为约 1/5，考虑到经济上升周期中股市的上涨动力主要来自周期类行业(包括金融)，价格催化剂类周期类行业占其中比例大约为 1/3。

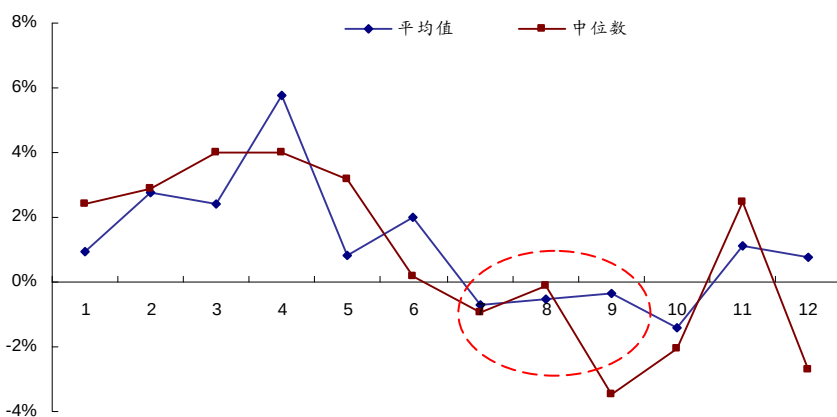
图 3: 三大指数行业构成比例

指数	周期类比例	占周期类行业比例			
		价格催化剂类行业	银行	房地产	石油化工
上证综指	76.2%	18.5%	39.2%	3.0%	24.2%
深圳成指	61.0%	37.0%	12.7%	32.3%	
沪深 300	65.0%	30.5%	31.6%	10.7%	5.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

由于每年的 3 季度是大部分周期类行业的需求淡季，此时相应产品价格都面临回调的压力，从而导致了相应行业板块的调整。也就是说，主要是这 1/3 的行业在 3 季度淡季的下跌造成了历史上指数的季节效应。

图 4: 上证综指月度涨跌幅平均值与中位数(1996-2008)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

实际上春节期间左右也是这些周期类行业的一个淡季，大部分行业的产品价格在此期间出现了再次下跌，这也是导致每年的 2、3 月份市场都面临一次调整的重要原因。同样，我们认为 7、8 月份这个效应将再次产生的概率很大，而这也将是周期类行业的建仓良机。

对于以销量同比增速作为催化剂的房地产、汽车等其它周期类行业，虽然 7、8 月份也面临销量环比的下降，但统计历史数据并未显示这些行业的相对估值与销量环比呈现出明显的相关性。但是，我们认为在经济复苏期，有很多投资者仍然在观测环比数据，以此来判断相关行业是否真的复苏，因此，相对于 2 季度而言，3 季度部分周期类行业的销量同比和环比出现分歧，这也将对相关行业的股价造成一定的压力。

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
钢铁	价格	↓
水泥	价格	↓
有色	价格	↓
煤炭	价格	—
原油	价格	↑
航运	BDI 指数	↓
尿素	价格	↓
化纤	价格	↓
银行	净息差	↑
行业	经济复苏期的特例	7、8 月份变化
房地产	销量	↓
家用电器	销量	↓
工程机械	销量	↓
汽车	销量	↓

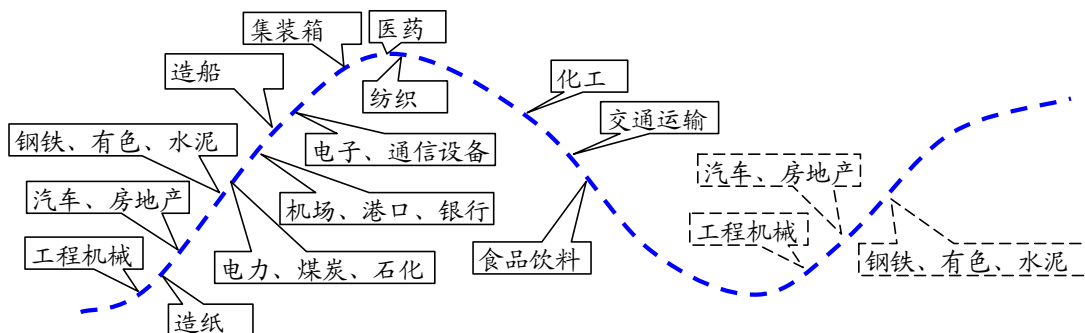
数据来源：国信证券经济研究所

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，主要集中在非周期类行业，最近这类行业中相对 PE 和相对 PB 的行业纷纷出现补涨。

经济上升周期中周期类行业始终是配置首选

伴随着房地产与汽车行业的复苏，国信的行业轮动图将再次发挥其功效。

图 5: 国信证券行业轮动图



数据来源：国信证券经济研究所

运用行业轮动规律需要把握 3 个原则：

1、明确各行业的主要催化剂因素，可分为三类 1) 价格指数型，包括有色、煤炭、钢铁、BDI 指数、房屋销量同比增速等；2) 收入增速拐点型，包括医药、食品饮料、航空运输、旅游休闲等；3) 投资额度拉动型，包括电力设备、建筑等

2、经济上升周期，优先选择周期性行业，阶段性回调中，优先选择消费类行业作为防御

3、周期类行业中优先选择当前盈利能力强的行业，因为此时价格上涨和销量回升都可以成为其上涨的催化剂。比如说钢铁—焦炭—焦煤产业链，由于前两者盈利能力低，只有相应产品价格上升产能成为其持续上涨的催化剂，而对于焦煤而言，销量的同比回升和价格的上涨都可以成为其催化剂。

那么经过 3 季度的调整压力之后，4 季度我们建议超配的行业是**房地产、煤炭、汽车、银行、建材、铜、钢铁、工程机械**。

表 2：目前产能利用率超过或接近 06-08 年平均水平的行业汇总

	家用冰箱	水泥	彩电	汽车	铜加工材	原油加工	钢铁制品	煤炭
06-08 年 1-2 月平均产能利用率	63.7%	57.0%	56.7%	84.1%	72.1%	91.5%	87.0%	73.9%
06-08 年 3 月平均产能利用率	82.9%	82.3%	54.4%	95.0%	85.1%	94.8%	95.0%	87.5%
06-08 年 4 月平均产能利用率	92.8%	94.1%	63.9%	88.6%	88.9%	92.4%	94.1%	90.8%
09 年 1-2 月减去 06-08 年 1-2 月平均	-5.9%	0.1%	-11.4%	-16.0%	0.0%	-10.7%	-7.3%	-0.7%
09 年 3 月减去 06-08 年 3 月平均	12.1%	5.6%	18.5%	0.0%	9.9%	-2.7%	-1.4%	5.2%
09 年 4 月减去 06-08 年 4 月平均	2.2%	0.9%	19.1%	6.4%	5.2%	-0.2%	-0.8%	0.4%

数据来源：国信证券经济研究所

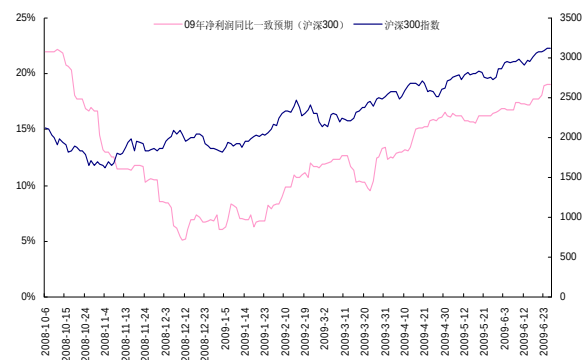
下半年市场整体运行趋势判断

业绩与估值是我们判断市场的核心，其中业绩增长预期决定合理的估值水平，而供需关系与流动性决定了估值偏离。

国内经济增长率触底回升，全球经济走出最坏时期，固定资产投资增长超预期、消费平稳增长、出口随外围经济走出冰点，业绩增长预期存在进一步上调的可能。业绩增长上调，股票市场风险溢价自高点下降，物价尚未全面回升，财政与货币政策积极宽松，利率低企，流动性充裕，未来股票市场估值仍有提升的空间。

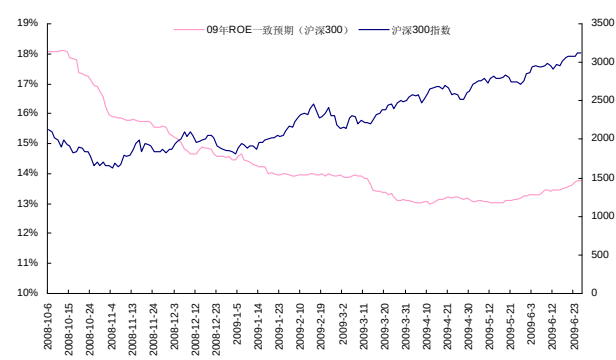
目前下半年市场的运行，我们认为由前期估值推动的急涨阶段，转变业绩推动的缓涨阶段，且在流动性充裕、业绩仍存在上调的可能情形下，估值水平仍有提升的空间。

图 6: 沪深 300 指数 09 年盈利增长预期



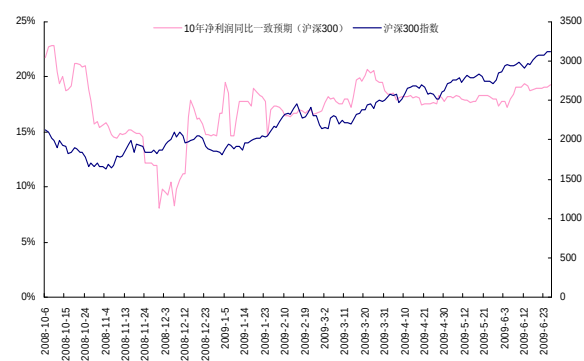
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 7: 沪深 300 指数 09 年 ROE 预期



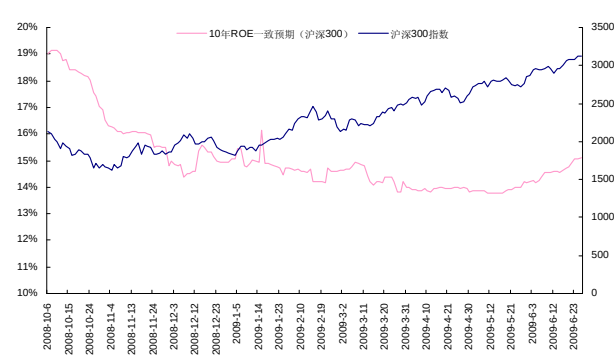
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 8: 沪深 300 指数 10 年盈利增长预期



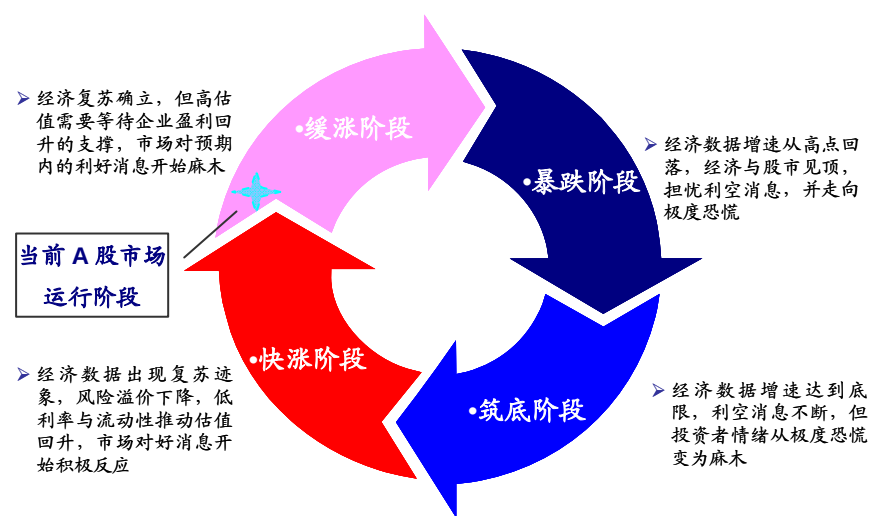
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 9: 沪深 300 指数 10 年 ROE 预期



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 10: 08 年以来 A 股市场运行阶段划分及特征



资料来源: 国信证券经济研究所

7 月份是否是建仓的最好时机，关系到一个问题就是三季度市场是否有调整风险。目前市场是否存在高估，我们认为有色等结构性高估确实存在，但 A 股整体目前静态 25 倍 PE、09 动态 22 倍基本合理，并不存在高估，但考虑到很多行业

面临的季节性风险，我们倾向于市场有横盘整理的需要。

建仓时点及配置理由

房地产的催化剂：经历 7、8 月份的相对销量淡季之后，金 9 银 10 将迎来销量的回升和价格的上涨，因此 9 月初左右将是建仓房地产行业的良机。

煤炭、铜：4 季度旺季产品价格的季节性回升，10 月初左右是建仓良机。

钢铁、水泥：房地产投资的回升将于 2010 年 1 季度开始对中游行业的拉动显现出来，而 4 季度又是相应产品的销售旺季，价格也面临上升动力，因此很有可能相应产品价格将延续震荡向上的升势到 2010 年上半年。

工程机械：1) 4 季度美国 GDP 同比增速将恢复正增长，出口对工程机械的拉动作用将开始显现；2) 房地产投资回升将开始拉动工程机械的需求；3) 3 季度淡季后销量将开始大幅回升至 2010 年 1 季度（按照季节性规律，混凝土设备回升到 2 季度）。建仓时机在 10 月初左右。

汽车：季节性淡季后 9 月份开始销量将开始回升并持续到 2010 年 1 季度，其中重卡行业在房地产投资带动和出口 4 季度较明显复苏的情况下将具有较好的投资机会。建仓时机在 9 月初左右。

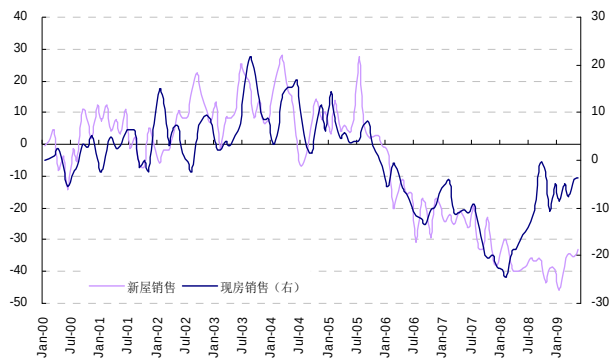
银行：3 季度息差见底回升+4 季度人民币升值预期，将导致中小银行股仍具有较大投资机会。建仓时机在 10 月份左右。

综合考虑，建仓时机集中在 9 月份。

海外市场：5 月份美国新屋和成屋销售同比增速均回升

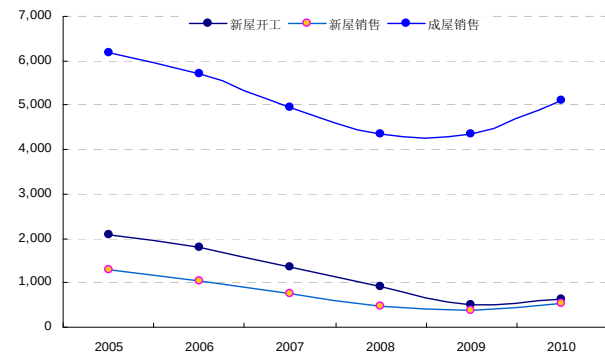
5 月份美国新屋和成屋销量同比增速均出现回升，预示美国房地产销量在 09 年 Q2 筑底的概率很高。由于大量丧失抵押品赎回的房屋进入市场，压低房价的同时，也带来了成屋销量的增加，整体成屋销量自 08 年初以来呈现回升态势，但新屋销量持续下滑，因此，新屋销量的回升对于判断美国房地产市场回暖更加重要。09 年以来，受抵押利率大幅降低以及政府对首次购房者的税收优惠的刺激，新屋销量出现筑底回升迹象：5 月新屋销售环比微幅下降 0.58%，至 34.2 万户，远低于市场预期的增长 2.3%，前月环比增速由 0.28% 上修为 2.69%；同比降幅由 35.5% 回落至 32.8%；库存环比下降 2.3%，至 29.2 万户，以目前的销售速度，消化库存需要 10.2 个月。新屋销售中间价同比下跌 3.4%，至 22.2 万美元，降幅较前月缩小。

图 11：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 5 月

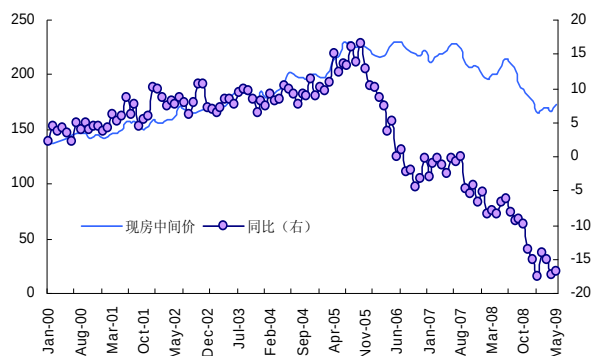
图 12：NAHB 对美国房地产市场预测（单位：千户）



资料来源：国信证券经济研究所，更新 2009 年 6 月

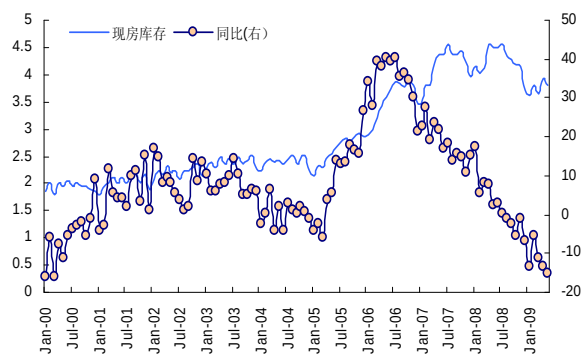
5 月份成屋销售环比增长 2.4%，至 477 万户，低于市场预期 3%；同比降幅由 3.9% 缩小至 3.6%。成屋库存环比下降 3.5%，至 379 万套；同比降幅由 13.4% 扩大至 15.3%，需要 9.6 个月销售完毕。5 月份成屋价格中值环比上涨 3.84%，至 17.3 万美元，09 年 2 月份以来有三个月回升；同比降幅由 17.2% 缩小至 16.8%，1 月均价为 03 年以来的最低水平。尽管抵押贷款利率最近有所上涨，但政府提供首购户的 8 千美元租税减免减轻了购房者负担，刺激房屋销量增长。

图 13: 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 5 月

图 14: 美国月度成屋库存 (单位: 百万户)

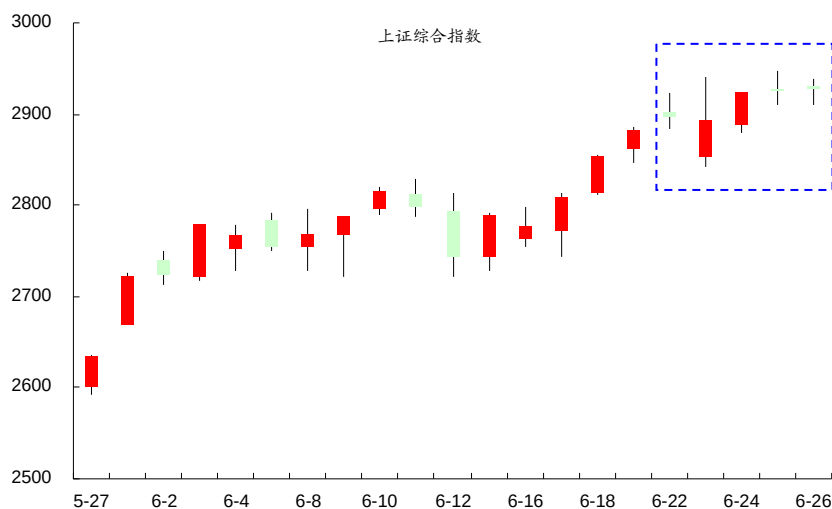


资料来源: 国信证券经济研究所, 截止 2009 年 5 月

上周市场回顾

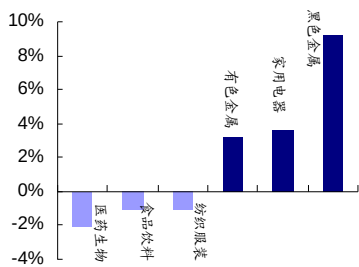
周五上证综指报收于 2911.30 点，同比升 1.66%。钢铁板块的估值偏低导致了这一周钢铁的补涨，而经过甲型流感炒作的医药板块开始回落。

图 15：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 28 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 28 日

本周钢铁板块涨幅居前，达 9.19%。我们认为，钢铁行业最困难的时候已经过去，国家保增长、扩内需政策的刺激下，国内固定资产投资保持高速增长，在宏观经济逐步上行的大背景下，钢铁行业也开始复苏。在假设全年固定资产投资增速为 28% 的情况下，我国粗钢表观消费量将达到 4.97 亿吨，同比增长 7.56%；粗钢产量预计也在 5.3 亿吨左右，同比增长约 6%。按目前我们全年 5.3 亿吨粗钢产量计算，产能利用率将达到 80.3%，基本上接近 2007 年的产能利用率水平。

成本方面，目前中钢协还没有与三大矿企达成任何铁矿石价格协议，但是在目前国内钢铁生产恢复、需求显现、钢价回升的背景下，要想在铁矿石谈判上获得比日韩钢铁企业更高幅度降幅的难度将非常大，如果日韩价格最终成为各国遵守的协议价，国内拥有矿山的钢铁企业将优势明显。

钢材价格方面，我们认为未来仍将继续回升。首先，我们认为自有资源比例较高的企业盈利将高于自有资源比例较低的企业，主要逻辑是需求上升或通胀到来都将推动铁矿石价格上涨，进一步推动钢铁价格上涨，高自有资源比例能够更好锁定成本。其次，我们认为建筑用钢价格将好于板材，主要逻辑是目前建材开工率已经很高，基本达到 90% 以上，但社会及企业库存较低，大部分长材类产品都消费到了基建领域。未来随着基建的加速，以及房地产投资及新开工面积的回升，建筑用材很有可能出现阶段性的供不应求。当然，由于两者比价关系的存在，建筑用钢材价格的上涨也将推动板材价格的上涨。最后，行业复苏带来的企业盈利将环比上升。我们认为在行业复苏的背景下，那些前期投资已经完成，在行业危机中诞生、在行业复苏中成长的钢铁项目将进入收获期，能够给企业带来爆发性钢产量及业绩的环比增长。

资本市场上，自上证综指从 1664 点反弹以来，钢铁板块累计涨幅达到 90%，

仍然低于产业链上其它大部分板块涨幅。如煤炭涨 100%、机械设备 116%、乘用车 150%、房地产 150%以上、水泥 154%、有色金属 173%、专用汽车达到 180% 以上等。如果这些行业的股价已充分反映了相应行业的回升趋势，则可以预期，钢铁需求向上的现实已为时不远，钢铁股的股价还远未反映出钢铁股未来增长的潜力。估值来看，钢铁行业目前 P/B 为 1.89 倍，A 股为 3.34 倍，钢铁行业 P/B 与 A 股 P/B 的比值为 0.57 倍，已经赶上了 1994 年以来的平均值，但仍然比 2002 年上一轮经济周期以来的平均值 0.62 要低，存在较大低估。与上游的煤炭和下游地产、汽车板块相比，估值洼地特征明显。从行业发展的趋势来看，钢铁行业正处于复苏阶段，仍然具有补涨的驱动力。

前期我们建议抓住政策驱动下长材类公司钢价上涨的投资机会。目前，在矿石价格逐步确认以及通涨的形势下，我们将重点推荐具备资源优势和成本优势明显的公司，以及在经济复苏的形势下，估值洼地产生的钢铁板块的整体性投资机会即将来临。基于此，我们上调行业评级为“推荐”，并建议超配钢铁股。投资选择上，我们在估值优先的情况下，重点推荐资源+长材公司——区域+长材公司——资源+扩张公司的投资逻辑。如鞍钢股份、酒钢宏兴、唐钢股份、太钢不锈、包钢股份、三钢闽光、八一钢铁、西宁特钢等。

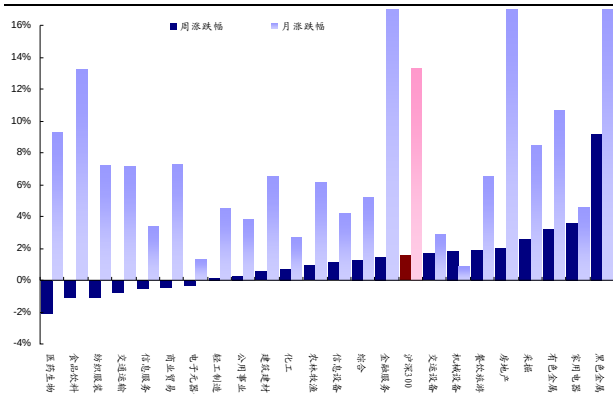
上周生物医药板块跌幅居前，达-2.09%。根据 wind 一致预期以整体法下的医药板块 09PE 为 25X，相对沪深 300 溢价 28%，相对全部 A 股溢价 22%；相对历史而言，相对估值溢价处于低位。鉴于周期性行业拉低市场整体估值水平，相对溢价这个指标并不准确，我们更看重绝对估值指标——医药板块 09 年整体平均 PE 水平已达 34x。从我们关注的一线股来看，09PE 品牌中药 31x、现代中药 28x、生物制药 46x、化学制剂 28x、化学原料 25x、医药商业 32x、综合类医药股 20x；多数公司 09-11 年的 PEG 水平在 1.3 左右。之前疫情炒作的绝对涨幅还是需要时间在 09Q3 消化，Q3 仍可能出现“平衡市”；如调整到位，09Q4 医药股可望逐渐回归主要基于基本面的表现，获取绝对收益。

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。

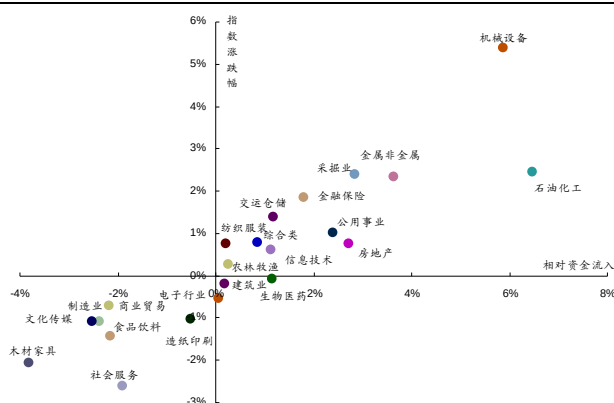
A股市场

图 16: A 股不同行业指数阶段涨跌幅



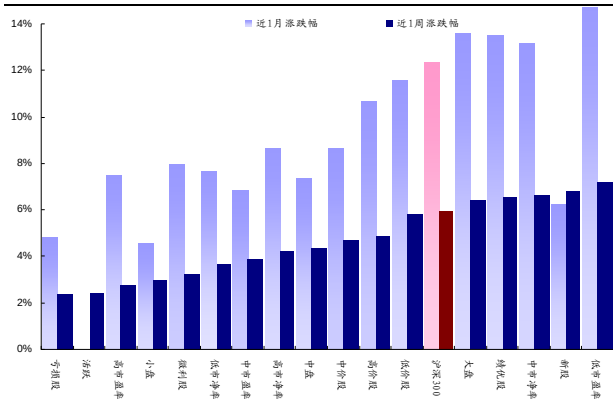
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 6 月 28 日

图 17: A 股不同行业资金流量相对值



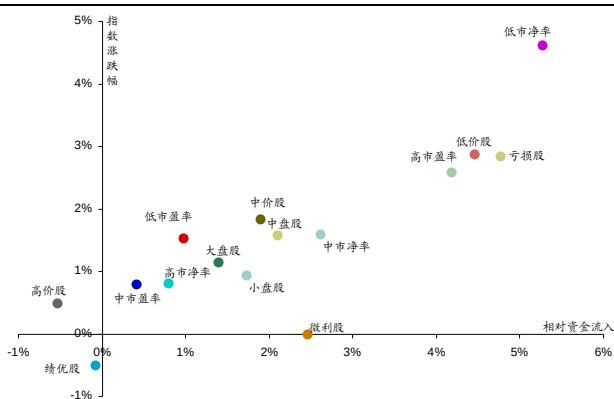
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 6 月 28 日，

图 18: 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 28 日

图 19: A 股不同风格指数资金流量相对值

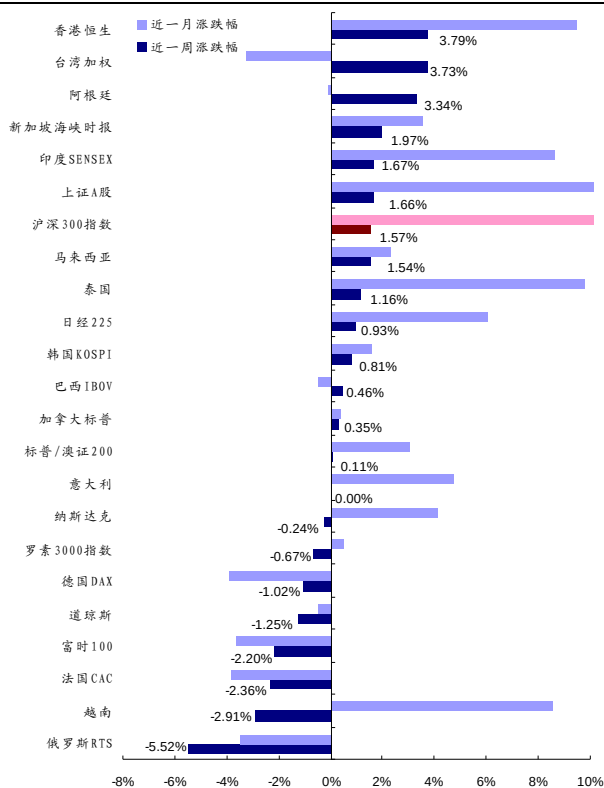


资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 6 月 28 日

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。

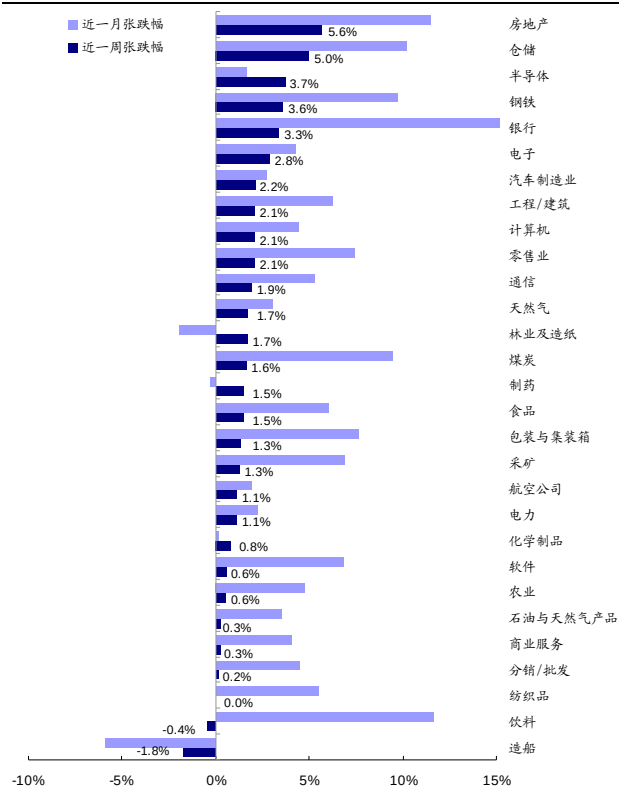
全球股市

图 20: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名



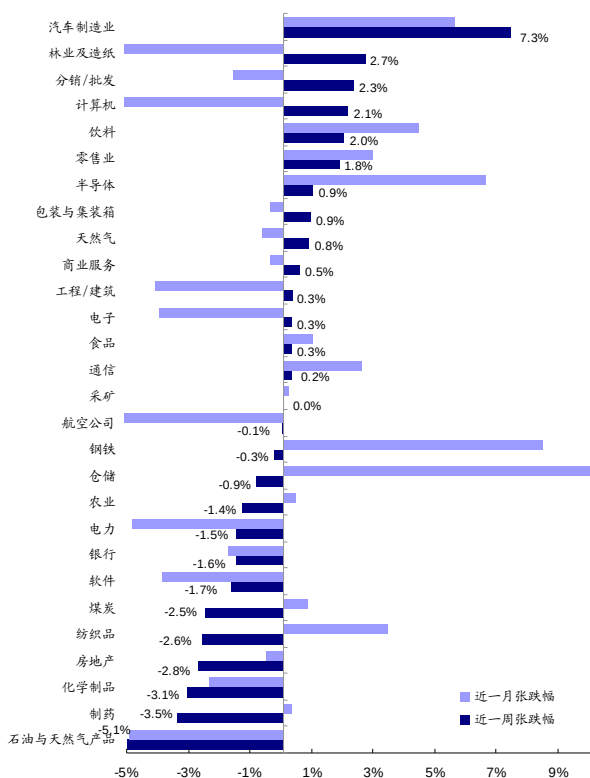
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 6 月 28 日

图 21: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名



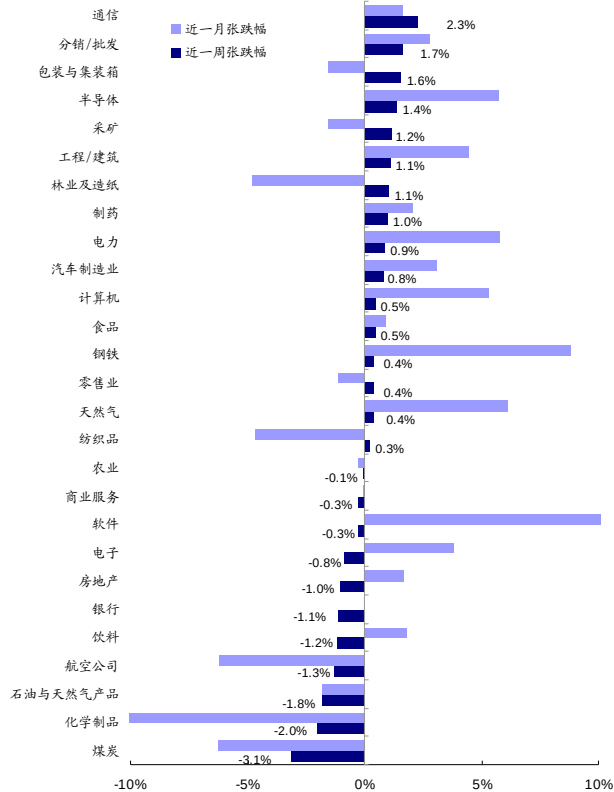
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 6 月 28 日

图 22: 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 28 日

图 23: 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 28 日

市场估值水平

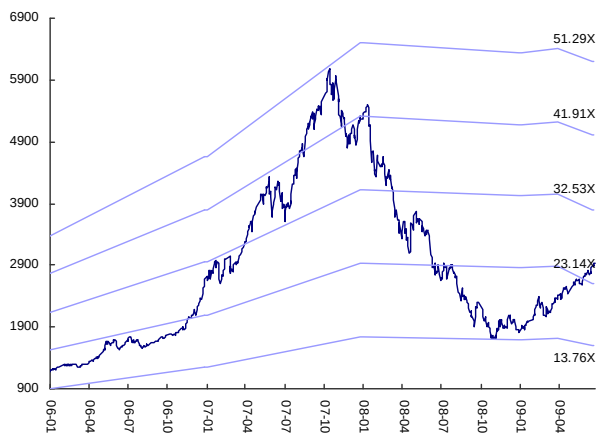
估值是市场内在驱动因素。我们一方面从横向、纵向考察 A 股整体 PE、PB 变动区域和不同行业估值差异，另一方面基于国际视野就 A 股估值水平进行对比，并特别选择香港上市的内地上市公司估值水平作为主要参照系。

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。

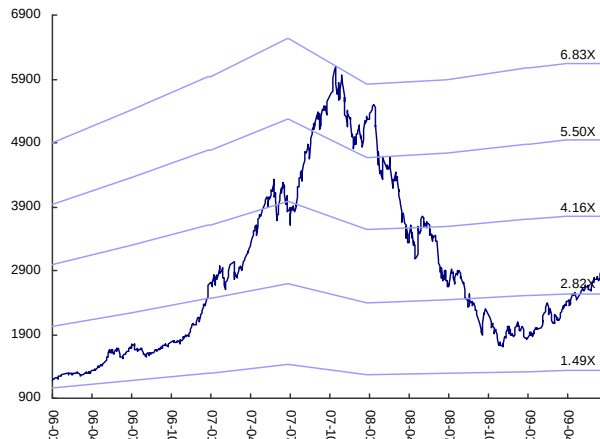
截至上周收盘时，A 股静态 PE 25.21 倍，静态 PB3.26 倍。

图 24: 05 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band)



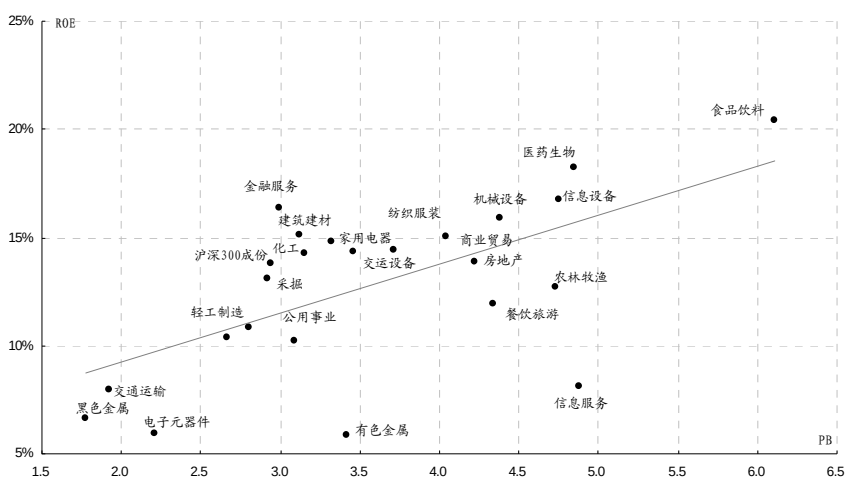
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 6 月 28 日

图 25: 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 28 日

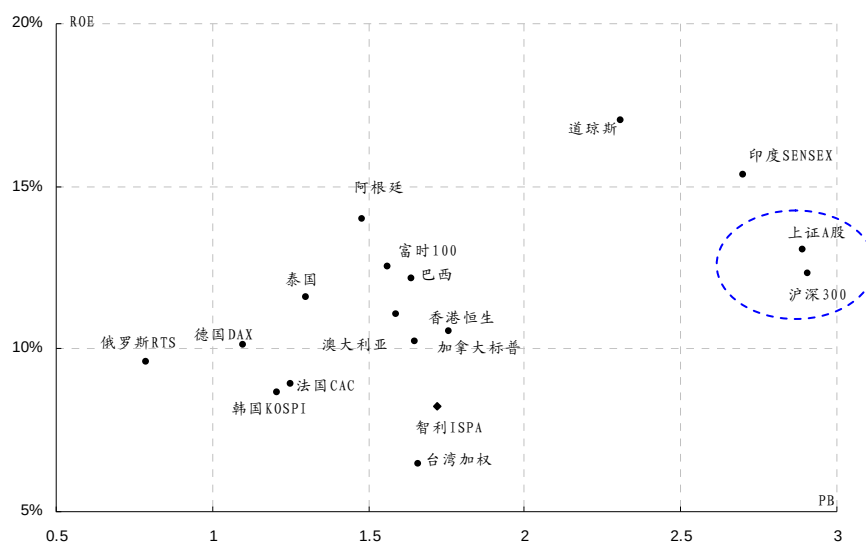
图 26: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所，截至 6 月 28 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 27: 全球主要指数动态 PB-ROE 矩阵散点图

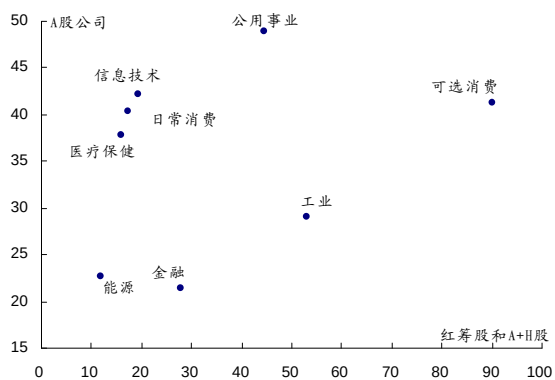


资料来源: Bloomberg 数据库, 国信证券经济研究所, 收盘价截至 6 月 28 日

“中国资产”估值比较

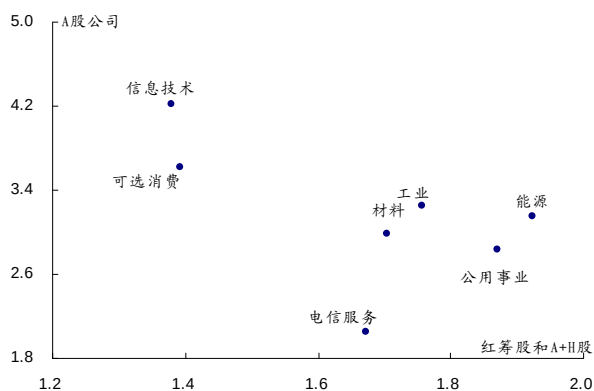
本部分主要包括: 同时在两地上市的 H 股公司溢价对比情况; A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 28: 中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 6 月 28 日

图 29: 中国资产分行业 PB 估值比较



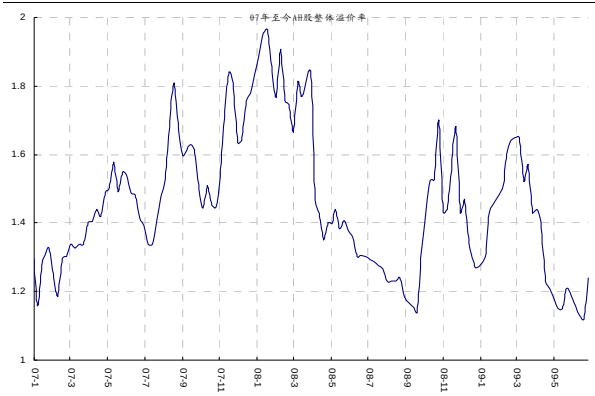
数据来源: WIND 数据库, 截至 6 月 28 日

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 24%。

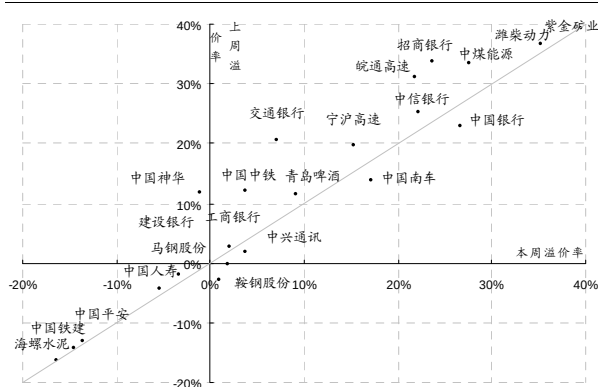
结合中国资产各个分行业 PE、PB 估值比较散点图和分行业估值表来看, 目前多数行业 PE、PB 水平均高于港股。分行业看表现为结构性溢价, 即信息技术、医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平, 而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比非常接近。

图 30: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 6 月 28 日

图 31: A/H 个股溢价率对比散点图



数据来源: WIND 数据库, 截至 6 月 28 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	
谈煜	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	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 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		