

动态报告

投资策略

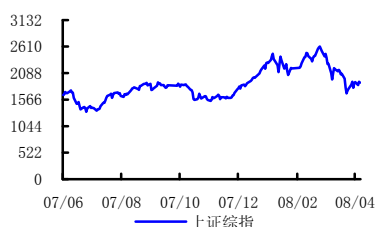
策略周报

2009 年 7 月 13 日

策略周报

风格再次轮换，震荡风险加大

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。

● 风格再次轮换，交通运输+消费类行业+中报业绩超预期行业补涨 VS 价格催化剂类行业调整

在二套房贷收紧，货币政策微调拐点出现的预期之下，本周银行与地产板块出现明显的调整，二八风格再次转换，我们认为市场震荡的风险加大，主要原因如下：

1、由于地产和银行占周期类行业的流通市值大约 2/3 的比例，在其出现调整的情况下，市场上涨的动力将主要来自白色家电、交通运输、水电、食品饮料、商业贸易、医药生物等相对估值低的行业，但其持续上涨动力可能不足。

2、以价格作为主要催化剂的行业流通市值占全部 A 股比例约为 1/5，在 3 季度淡季其作为一个整体面临调整的压力（CRB 指数自 6 月上旬以来已经开始调整）。

3、外国经济复苏低于预期导致的股票市场调整将通过 A/H 股价差对 A 股的上涨逐步产生抑制作用。

下周我们推荐配置的行业仍然以防御为主，集中在相对估值偏低的白色家电、交通运输（除去航运）、大消费、水电、通信运营和造纸印刷。

● 5 月份美国消费信贷下降 32.3 亿 好于市场预期

我们在海外宏观经济月报中多次表明：未来美国经济复苏的动能还有赖于消费信贷和就业市场的恢复。1-2 月份美国宏观数据的大幅反弹，除了低基数影响外，还有经济自身运行中反周期因素（通胀下降，实际购买力上升）的作用；之后在政府各项经济刺激计划作用下，3-5 月份美国国内需求回升非常缓慢，房地产营建和销售数据虽然仍有波动，但整体经济复苏趋势确立。目前消费信贷市场处于探底阶段，尚未出现明显回升态势。**最新 5 月份消费信贷环比减少 32.3 亿美元，远低于市场预期的 95 亿美元**，降幅由 0.65% 缩小至 0.13%；同比增速则由 1.4% 扩大至 1.8%，为 91 年以来的新低；非循环信贷增速略好于循环信贷增速。我们已在之前的报告中阐明实际消费支出同比增速是美国经济最佳的领先指标，实际平均时薪同比增速在判断实际消费支出 PCE 增速拐点时十分有效，但实际消费支出回升的力度还有赖于消费信贷和就业市场的恢复。实际平均时薪增速同实际消费支出增速在数量上存在一定的关系，这种关系有助于从波幅和波长两个侧面说明经济周期的规模。

目录

本周观点与回顾	4
风格再次轮换.....	4
上涨动力将主要来自相对估值偏低的行业.....	5
海外市场：5月份美国消费信贷下降32.3亿 远低于市场预期.....	6
上周市场回顾	8
市场运行特征	10
A股市场.....	10
全球股市.....	11
市场估值水平	13
A股估值水平.....	13
“中国资产”估值比较.....	14

图表目录

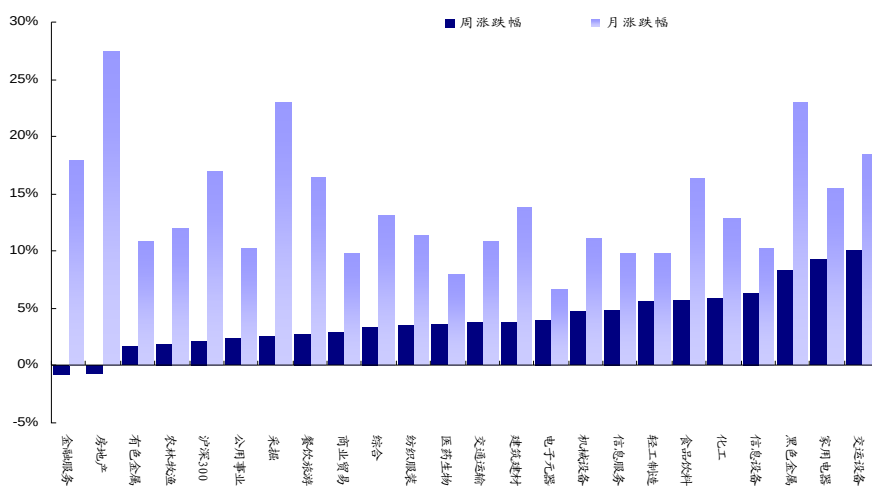
图 1: 本周和本月板块涨跌幅.....	4
图 2: 螺纹钢期货价格从 6 月 22 日开始已经出现调整.....	4
图 3: CRB指数从 6 月上旬开始已经出现调整.....	5
图 4: A/H整体溢价率历史走势图.....	5
图 5: 上周表现最佳与最差的三个行业.....	5
图 6: 部分行业目前的相对PE所处历史区域（2002-2009）.....	5
图 7: 部分行业目前的相对PB所处历史区域（2002-2009）.....	6
图 8: 密西根消费者信心与实际消费支出.....	6
图 9: 美国消费信贷增速（2000-2009/5）.....	6
图 10: 美国消费循环信贷增速（2000-2009/5）.....	7
图 11: 美国消费非循环信贷增速（2000-2009/5）.....	7
图 12: 实际平均时薪月度增速与实际消费支出月度增速之间的差异.....	7
图 13: 上证A股近一月走势图.....	8
图 14: A股不同行业指数阶段涨跌幅.....	10
图 15: A股不同行业资金流量相对值.....	10
图 16: A股不同风格指数阶段涨跌幅.....	10
图 17: A股不同风格指数资金流量相对值.....	10
图 18: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名.....	11
图 19: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名.....	11
图 20: 欧洲主要行业指数阶段涨跌幅排名.....	12
图 21: 北美主要行业指数阶段涨跌幅排名.....	12
图 22: 06 年以来上证指数PE估值区域（PE-Band）.....	13
图 23: 06 年以来上证指数PB估值区域（PB-Band）.....	13
图 24: 行业动态PB-ROE矩阵散点图.....	13
图 25: 全球主要指数动态PB-ROE矩阵散点图.....	14
图 26: 中国资产分行业PE估值比较.....	14
图 27: 中国资产分行业PB估值比较.....	14
图 28: A/H整体溢价率历史走势图.....	15
图 29: A/H个股溢价率对比散点图.....	15

本周观点与回顾

风格再次轮换

在二套房贷收紧，货币政策微调拐点出现的预期之下，本周银行与地产板块出现明显的调整，二八风格再次转换。

图 1: 本周和本月板块涨跌幅

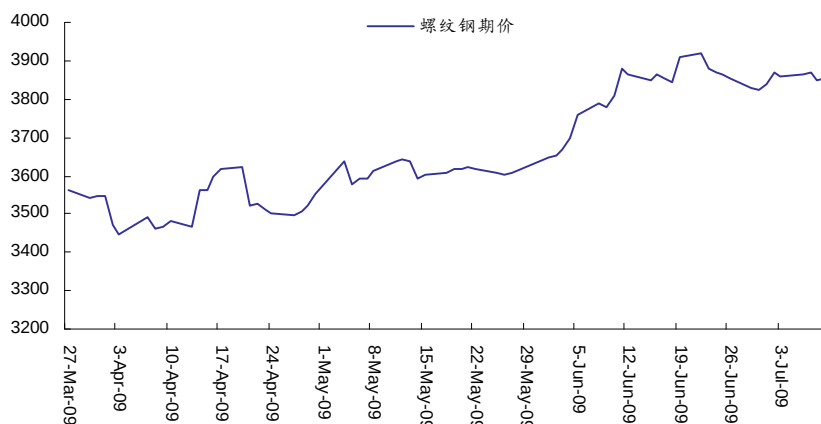


数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

在这种背景下，我们认为市场震荡的风险加大，向下的动力主要来自两方面：

1、在上周的策略周报中，我们已经指出，催化积类行业在 3 季度作为一个整体将面临调整压力，就目前而言，产品价格仍在上涨的是炼焦煤和钢铁，但是从螺纹钢期货价格表现来看，从 6 月 22 日开始已经出现调整，3 季度消费淡季的压力依然存在。

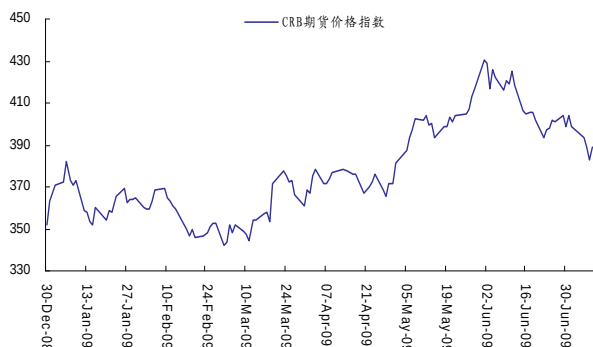
图 2: 螺纹钢期货价格从 6 月 22 日开始已经出现调整



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

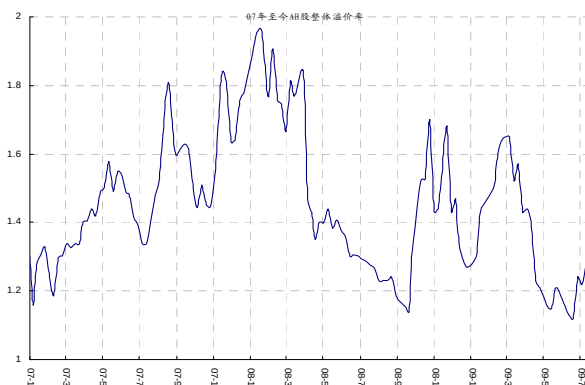
2、外围市场复苏力度低于预期导致的股票市场调整将通过 A-H 股价差对 A 股逐步产生影响。

图 3: CRB 指数从 6 月上旬开始已经出现调整



资料来源: wind、国信证券经济研究所

图 4: A/H 整体溢价率历史走势图

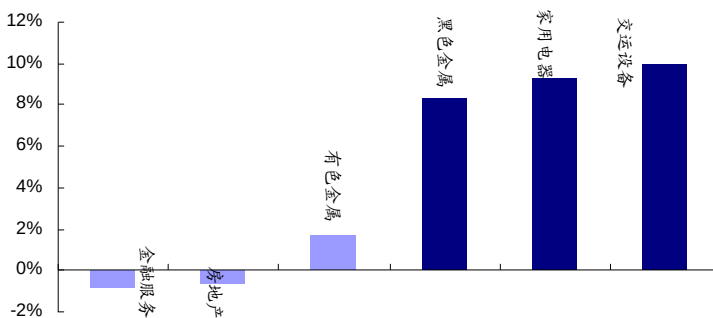


资料来源: wind、国信证券经济研究所, 截止到 7 月 12 日

上涨动力将主要来自相对估值偏低的行业

上周表现最佳的三个行业分别是交运设备、家用电器和钢铁。

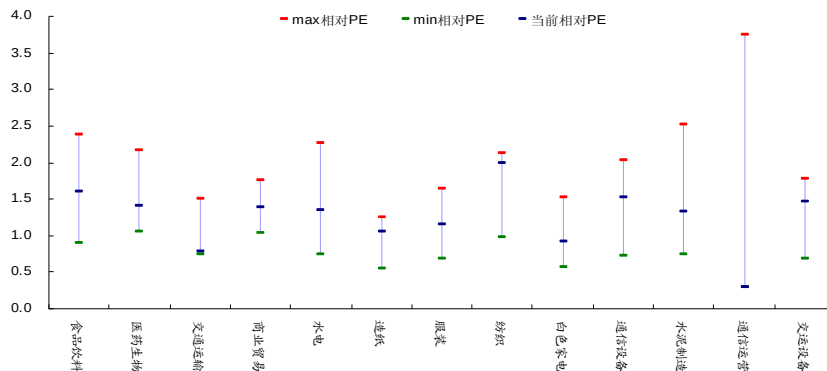
图 5: 上周表现最佳与最差的三个行业



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

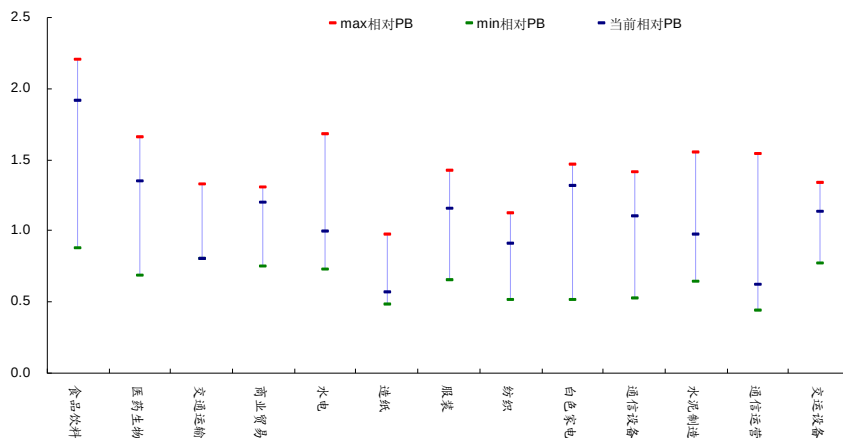
从相对估值水平来看, 交运设备上上涨动力不足, 而钢铁价格将面临 3 季度淡季的调整压力。未来上涨动力将主要来自白色家电、交通运输、水电、大消费、通信运营和造纸印刷。

图 6: 部分行业目前的相对 PE 所处历史区域 (2002-2009)



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 7： 部分行业目前的相对 PB 所处历史区域（2002-2009）



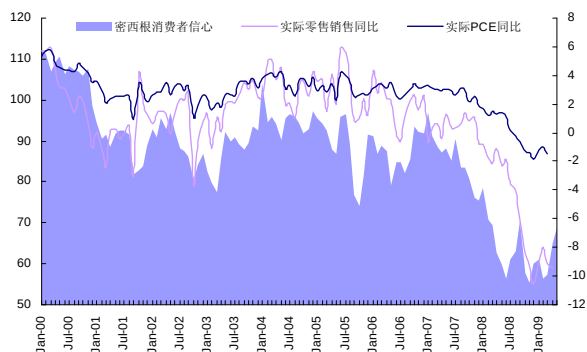
数据来源：Bloomberg，国信证券经济研究所

海外市场：5 月份美国消费信贷下降 32.3 亿 好于市场预期

我们在海外宏观经济月报中多次表明：未来美国经济复苏的动能还有赖于消费信贷和就业市场的恢复。1-2 月份美国宏观数据的大幅反弹，除了低基数影响外，还有经济自身运行中反周期因素（通胀下降，实际购买力上升）的作用；之后在政府各项经济刺激计划作用下，3-5 月份美国国内需求回升非常缓慢，房地产营建和销售数据虽然仍有波动，但整体经济复苏趋势确立。

目前消费信贷市场处于探底阶段，尚未出现明显回升态势。最新 5 月份消费信贷环比减少 32.3 亿美元，远低于市场预期的 95 亿美元，降幅由 0.65% 缩小至 0.13%；同比增速则由 1.4% 扩大至 1.8%，为 91 年以来的新低；非循环信贷增速略好于循环信贷增速：二者环比降幅分别由 0.49% 和 0.93% 缩小至 0.03% 和 0.31%，同比降幅则分别由 0.59% 和 2.76% 扩大至 0.68% 和 3.63%。

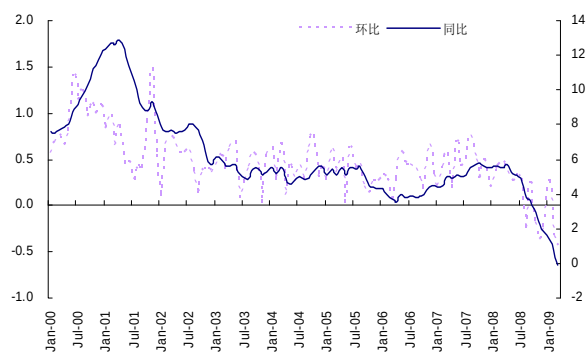
图 8： 密西根消费者信心与实际消费支出



资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 5 月

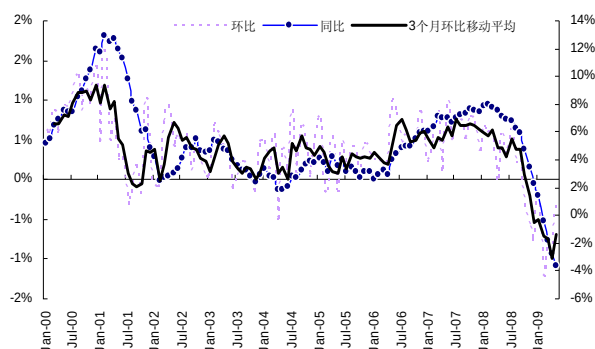
图 9： 美国消费信贷增速（2000-2009/5）



资料来源：国信证券经济研究所

截止 2009 年 5 月

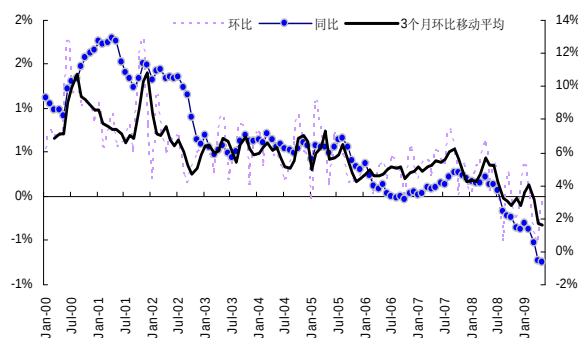
图 10: 美国消费循环信贷增速 (2000-2009/5)



资料来源: 国信证券经济研究所

截止 2009 年 5 月

图 11: 美国消费非循环信贷增速 (2000-2009/5)

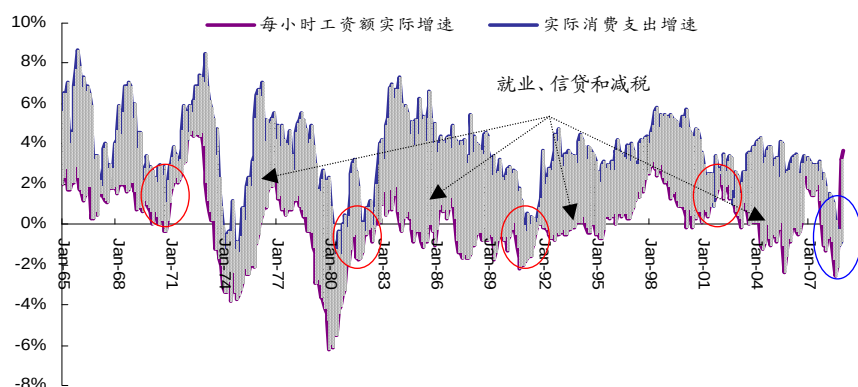


资料来源: 国信证券经济研究所

截止 2009 年 5 月

我们已在之前的策略报告中阐明实际消费支出同比增速是美国经济最佳的领先指标，实际平均时薪同比增速在判断实际消费支出 PCE 增速拐点时十分有效，但实际消费支出回升的力度还有赖于消费信贷和就业市场的恢复。实际平均时薪增速同实际消费支出增速在数量上存在一定的关系，这种关系有助于从波幅和波长两个侧面说明经济周期的规模（详细内容可参见我们 2 月份《美股春意渐浓》报告）。

图 12: 实际平均时薪月度增速与实际消费支出月度增速之间的差异



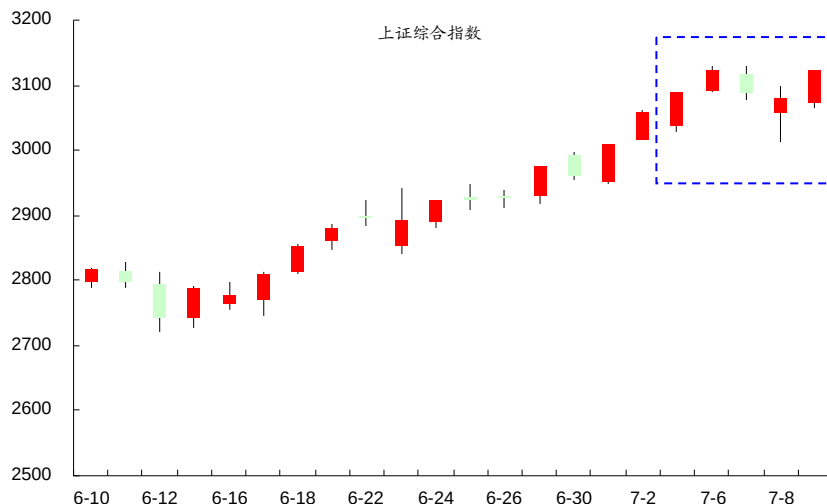
数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

我们维持观点: 美国经济有望自 09 年 Q3 起实现环比正增长, 08 年 Q4 和 09 年 Q2 分别是实际 GDP 环比和同比增速最差时刻; 09 年 Q2-Q4 各季环比增速依次为-1.3%、0.5%和 1.0%, 09 全年经济下滑 2.7%; 至少到 2010 年 Q2 才有可能恢复到接近 3%的增速, 2010 全年实现增长 1.6%。

上周市场回顾

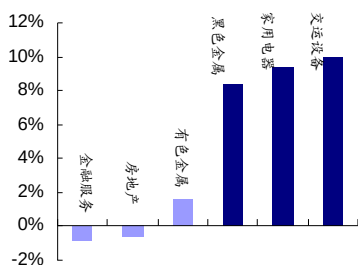
周五上证综指报收于 3113.93 点，同比升 0.83%。

图 13: 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 7 月 12 日

上周行业涨跌幅前三名、后三名



数据来源: WIND 数据库, 截至 7 月 12 日

汽车汽配板块本周涨幅居前, 达到 11.42%。主要有以下几个原因: 1.6 月汽车销售数据超预期: 本周公布的数据显示, 在传统车市淡季的 6 月, 国内汽车销售 114.2 万辆, 环比增长 2.0%、同比增长 36.5%。其中乘用车销售 87.3 万辆, 环比增长 5.3%、同比增长 48.4%。轿车销量更是再度创出年内新高。这一销售表现超出了市场预期, 数据公布当天, 汽车板块在一汽夏利、一汽轿车等个股的带领下出现全线飘红, 日涨幅达到 5.9%。2. 轿车销售转向全面复苏: 6 月轿车销售 63.2 万辆, 同比增长 48%, 前几个月的旺销局面得以延续。从销售结构上来看, 除了政策鼓励范围内的 1.6L 及以下排量轿车销量明显增长, 1.6L-3.0L 排量的中高端轿车销售也出现了较快增长, 这符合我们前期“轿车销售由结构性复苏转向全面复苏”的判断。盈利能力较强的中高端轿车销售改善将使车企由“量增”转向“利增”, 终端旺销将体现在厂商盈利上。我们维持对汽车行业“谨慎推荐”的投资评级。轿车行业中, 上海汽车、一汽轿车是我们推荐的投资组合。在相关政策刺激下, 预计 2H09 重卡行业销量、景气度在更新需求、工程用车需求的拉动下会显著回升。轻卡行业在“汽车下乡换购直补”、“汽车以旧换新”等政策刺激下, 也会明显改善。这一主线下的投资选择是: 潍柴动力、银轮股份、福田汽车、云内动力。

上周服装板块涨幅居前达到 6%, 我们重申下半年配置品牌服装的逻辑如下: 保就业政策的落实使本轮金融危机对居民收入和消费信心的打击远低于 1998 年; 我国居民人均服装消费不及日美 1/10, 长期增长前景十分明确; 休闲装行业弹性最高, 龙头公司一线为阵营进军二、三线城市的策略符合消费者心理和加盟商发展趋势, 未来成长明确。推荐美邦服饰、七匹狼、报喜鸟、伟星股份。

上周万得银行板块指数下跌 3%, 大幅跑输沪深 300 指数 (7 月进行了权重调整) 5.1 个百分点, 这是该指数连续第六周跑赢大盘之后首次显著跑输大盘。过去一个月以来, 招行、兴业、南京、交行、建行涨幅分别列前五位。货币政策、房贷政策微调信号与板块估值落差缩小是银行板块回调的主要促发因素。目前, 银行板块 PE 估值落差为 30%, 仍处于较高水平。虽然 PB 达到 2.66x, 但由于 ROE 有望保持 16% 左右的水平, PB 估值仍较合理, 但短期上行动力明显缩小。我们认为

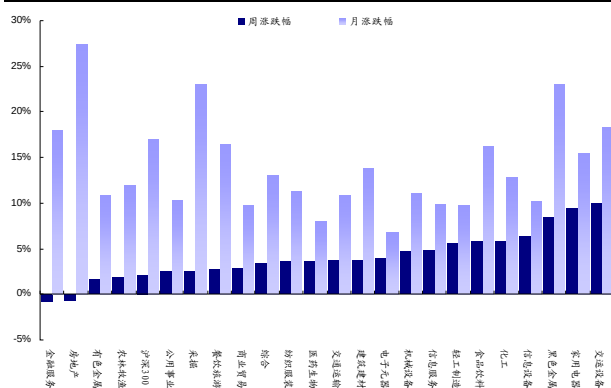
在流动性泛滥在还没有推动通胀明显上升，相应的央行没能加息时。银行息差会有所扩大的。因为通缩的结束及通胀的小幅上升，使得银行存贷款的真实利率出现了下降，而银行存款的利率是存在上限的，不会因为成本上升；而贷款利率有上浮的空间。因此银行的息差会因此所扩大。未来 6 个月银行板块的主要推动力量自来自于息差改善，对银行业绩预期的改善。

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。

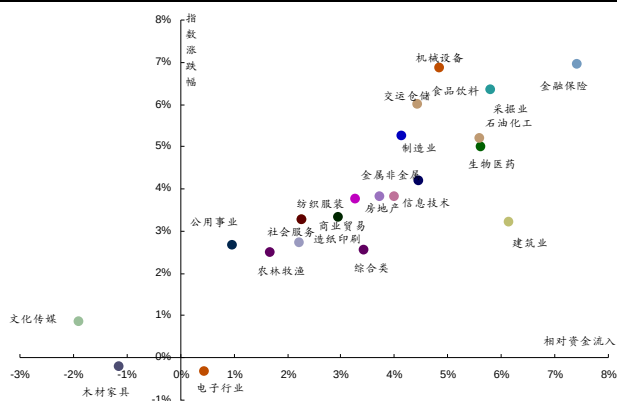
A 股市场

图 14: A 股不同行业指数阶段涨跌幅



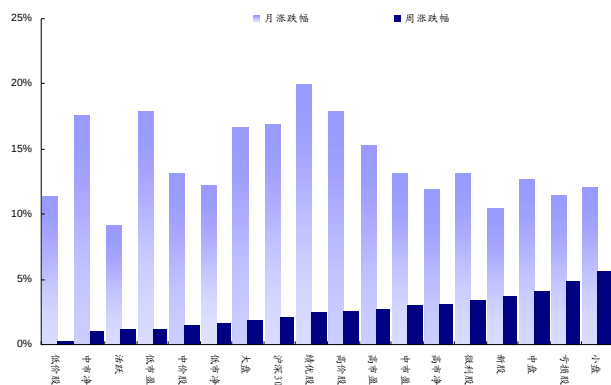
资料来源: WIND 数据库, 国信证券经济研究所, 截至 7 月 12 日

图 15: A 股不同行业现金流量相对值



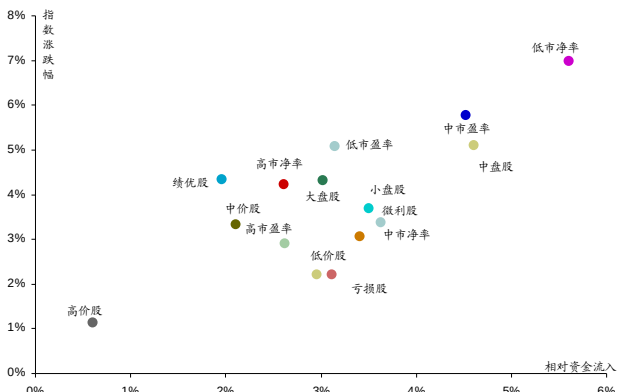
资料来源: WIND 数据库, 国信证券经济研究所, 截至 7 月 12 日。

图 16: 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 7 月 12 日

图 17: A 股不同风格指数资金流量相对值

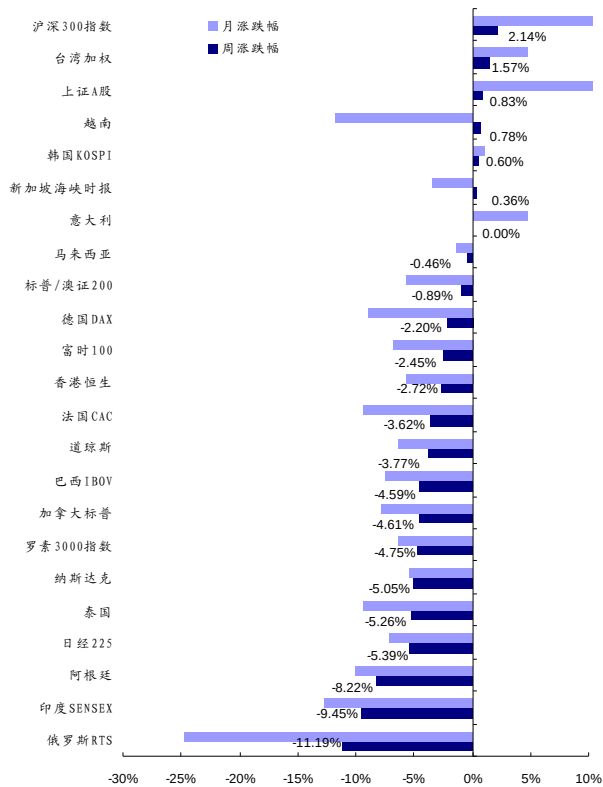


资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 7 月 12 日

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。

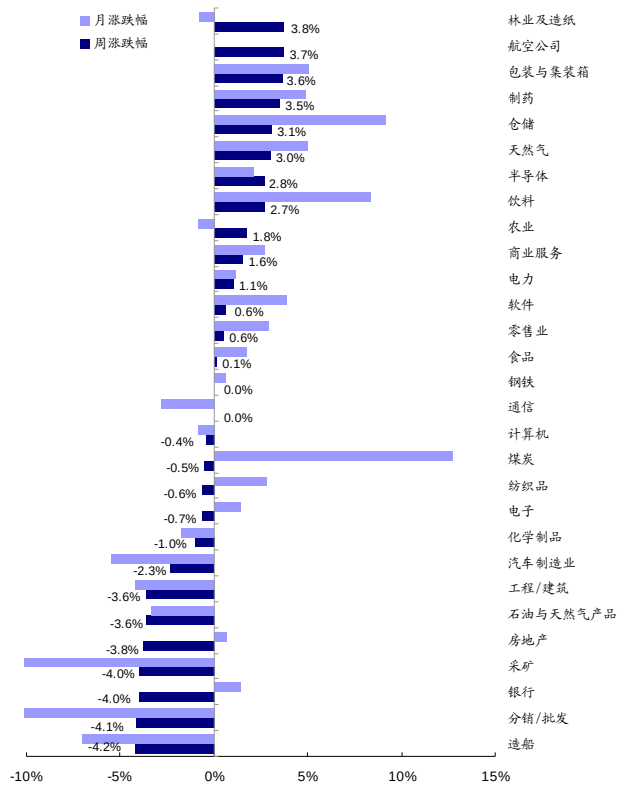
全球股市

图 18: 全球主要区域股票指数阶段涨跌幅排名



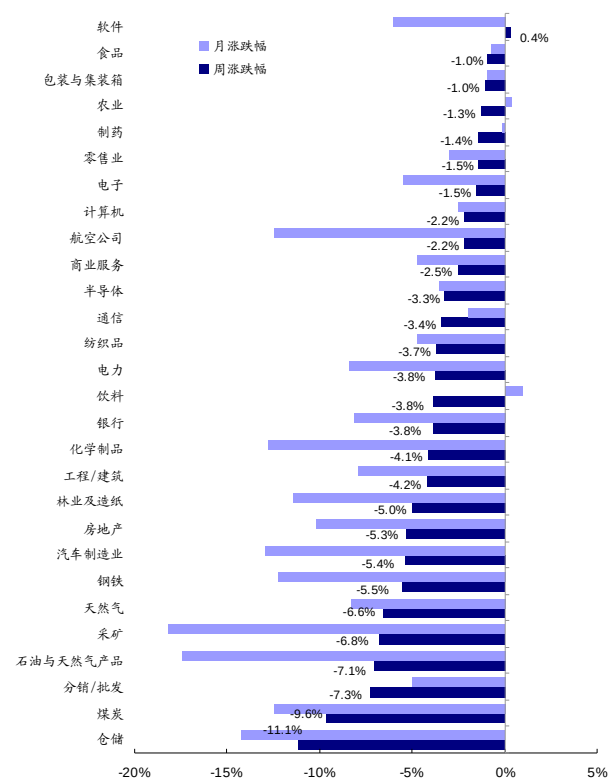
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 7 月 12 日

图 19: 亚太主要行业指数阶段涨跌幅排名



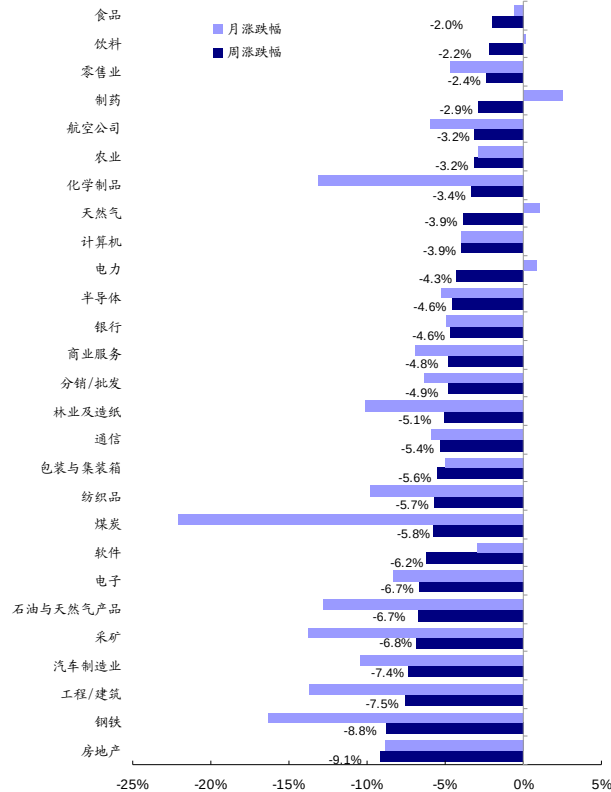
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所, 截至 7 月 12 日

图 20: 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 7 月 12 日

图 21: 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 7 月 12 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。

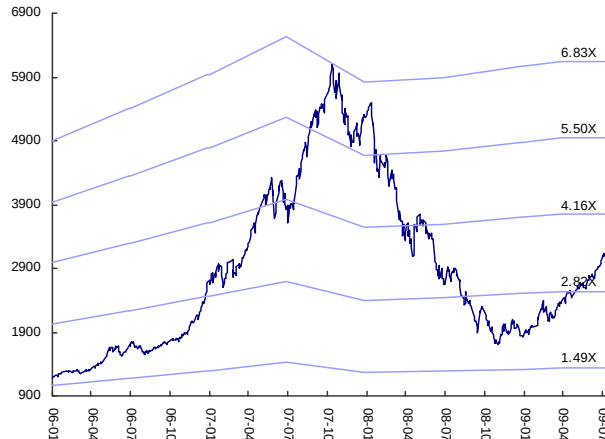
截至上周收盘时，A 股静态 PE26.76 倍，静态 PB3.47 倍。

图 22: 06 年以来上证指数 PE 估值区域 (PE-Band)



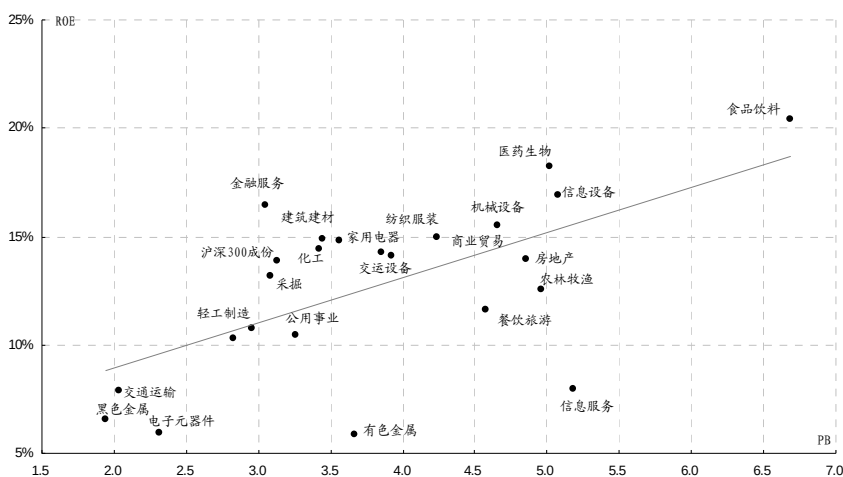
资料来源：WIND 数据库，国信证券经济研究所，截至 7 月 12 日

图 23: 06 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 7 月 12 日

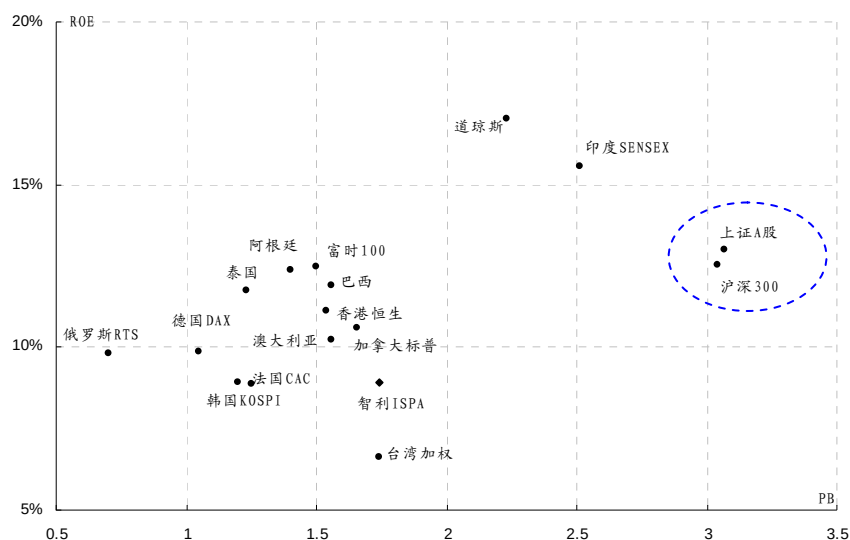
图 24: 行业动态 PB-ROE 矩阵散点图



数据来源：WIND 数据库、国信证券经济研究所，截至 7 月 12 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 25: 全球主要指数动态 PB-ROE 矩阵散点图

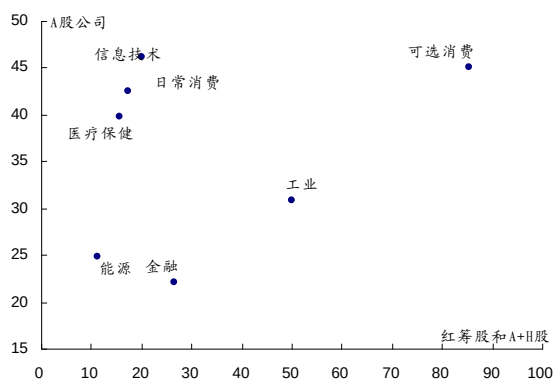


资料来源: Bloomberg 数据库, 国信证券经济研究所, 收盘价截至 7 月 12 日

“中国资产”估值比较

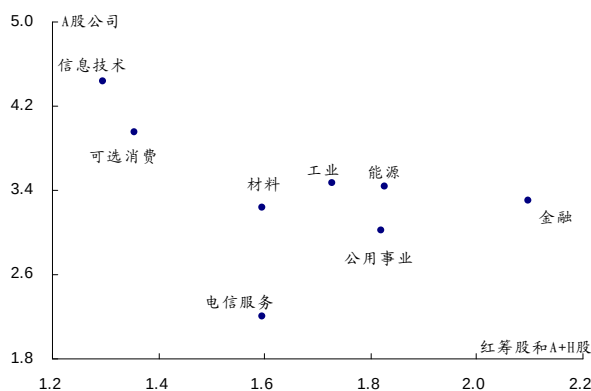
本部分主要包括: 同时在两地上市的 H 股公司溢价对比情况; A 股公司和 H 股、红筹公司分行业估值对比。

图 26: 中国资产分行业 PE 估值比较



数据来源: WIND 数据库, 截至 7 月 12 日

图 27: 中国资产分行业 PB 估值比较



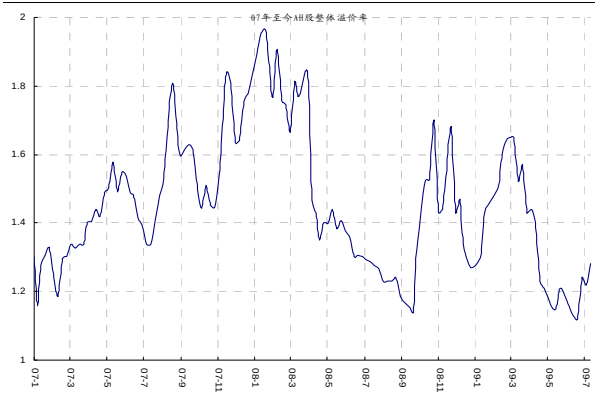
数据来源: WIND 数据库, 截至 7 月 12 日

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 28%。

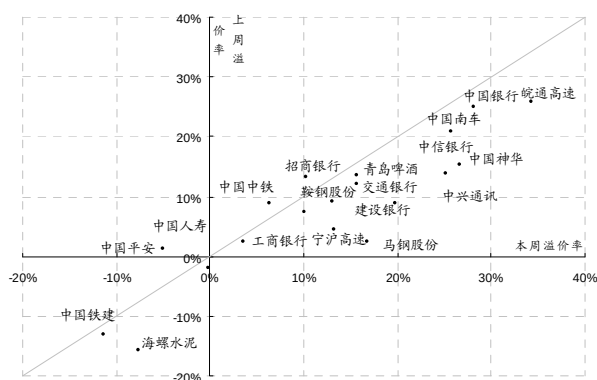
结合中国资产各个分行业 PE、PB 估值比较散点图和分行业估值表来看, 目前多数行业 PE、PB 水平均高于港股。分行业看表现为结构性溢价, 即信息技术、医疗保健、可选消费品、日常消费品等大类产业明显高出整体溢价水平, 而金融、材料、公用事业和电信服务与香港市场相比非常接近。

图 28: A/H 整体溢价率历史走势图



数据来源: WIND 数据库, 截至 7 月 12 日

图 29: A/H 个股溢价率对比散点图



数据来源: WIND 数据库, 截至 7 月 12 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	区瑞明	0755-82130678	电子元器件	
谈煜	010-82254212			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		