



季度策略报告

(2014年3月27日)

一、基本情景

1、经济增速降档、流动性收紧

GDP 增速——失速风险，政策博弈；

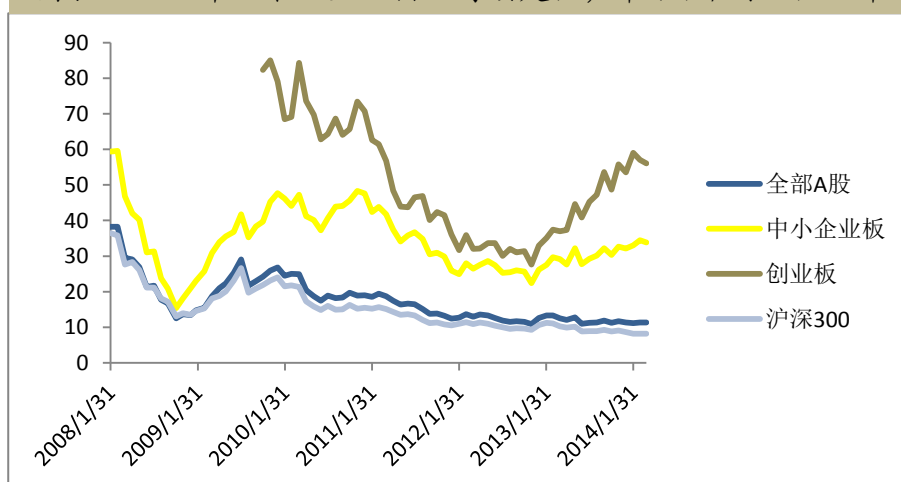
对外贬值——QE 退出，资金外流；

2、新兴行业估值处于高位 (2014年3月25日/2013年12月31日)

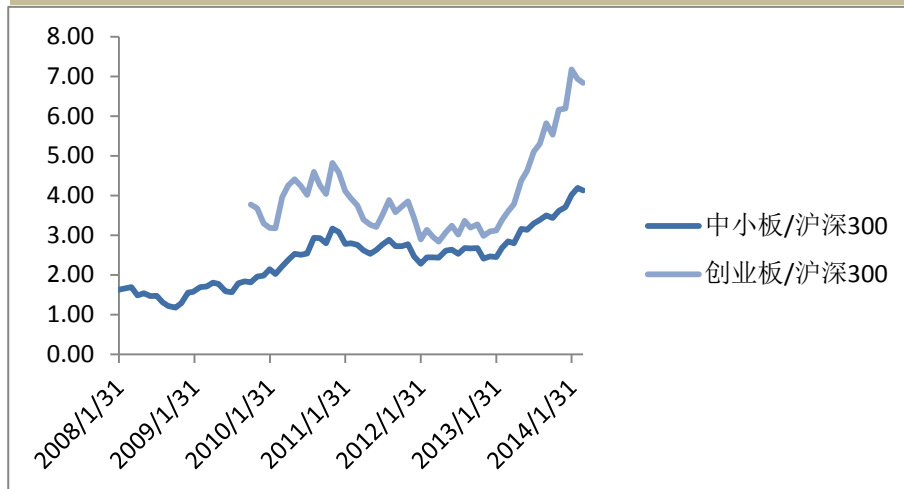
从绝对估值看，市盈率方面，在2014年3月25日和2013年12月31日，全部A股的市盈率分别为11倍/11倍，沪深300股票为8倍/8倍，中小板股票34倍/31倍，创业板57倍/51倍。

从相对估值看，中小板与沪深300的市盈率比值为4（10年高点3）；创业板与沪深300的市盈率比值为7（10年高点5）。

图表：2008年以来大盘股指数持续走低，中小板/创业板反弹



图表：1Q14 中小板、创业板相对估值继续创出历史新高



以上数据来源：Wind

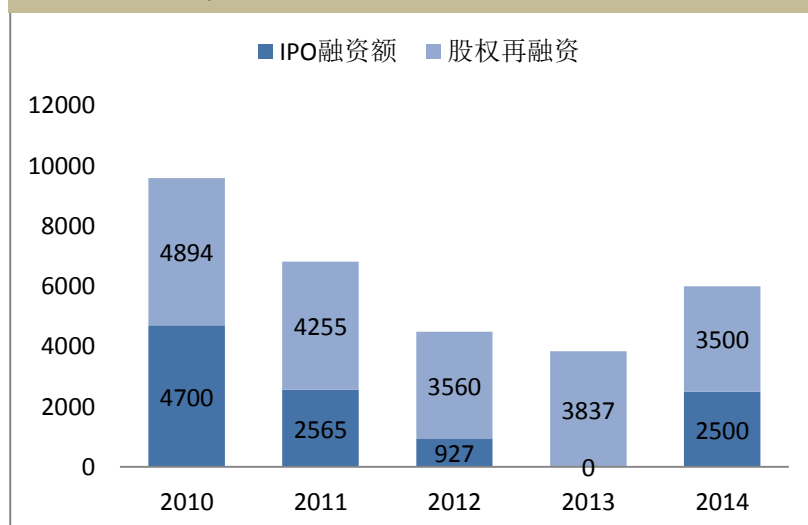
3、IPO 重启带来供应量明显增加；

- 1) 总计：年初 753 家，1Q 已发 48 家（融资额 224 亿元），剩余 705 家；
- 2) 新股结构：主板 6 家（融资 91 亿）+ 中小板 18 家（融资 71 亿）+ 创业板 24 家（融资 62 亿）

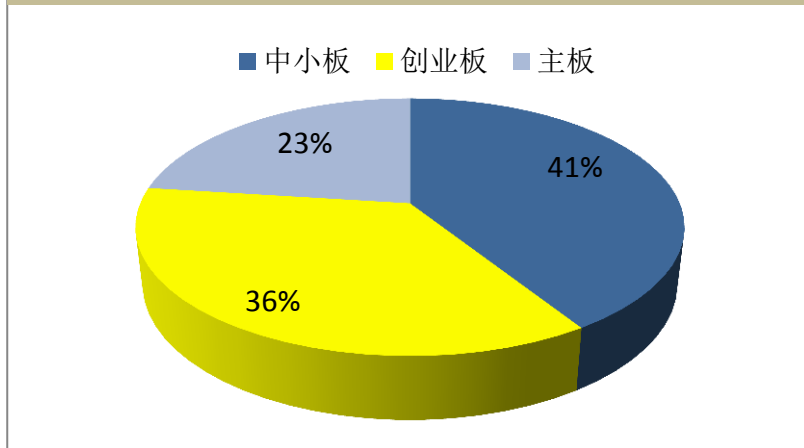
3) 2Q 新股节奏：

- 4 月上旬重启
- 已过会 28 家 4 月上市

图表：2014 年 IPO+股权融资或超过 6000 亿



图表：中小板+创业板占拟上市企业 77%

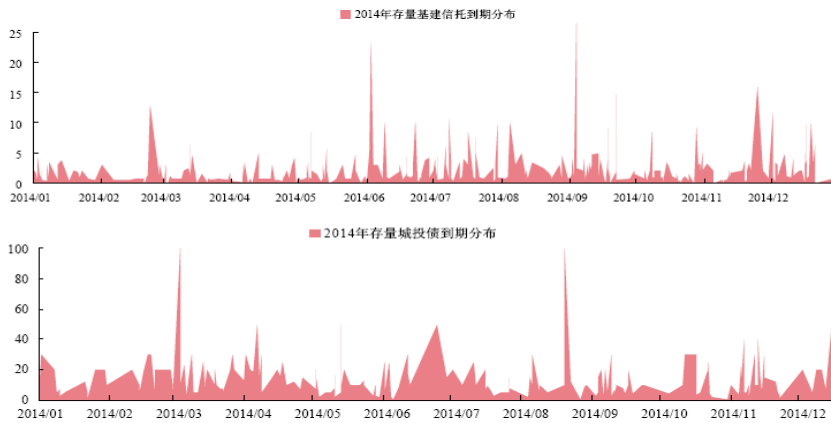


以上数据来源：Wind

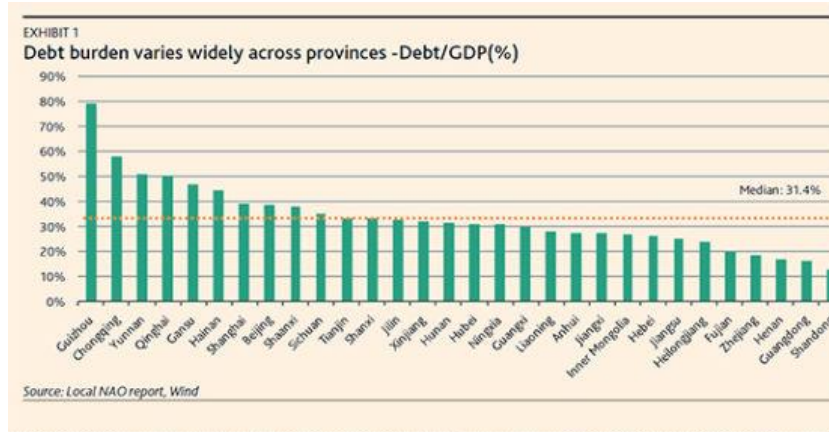
4、信用风险扩散

- 1) 第一阶段：民企债：超日债
- 2) 第二阶段：国企债：缺乏大股东支持的单体国企
- 3) 第三阶段：政府债：中西部省份

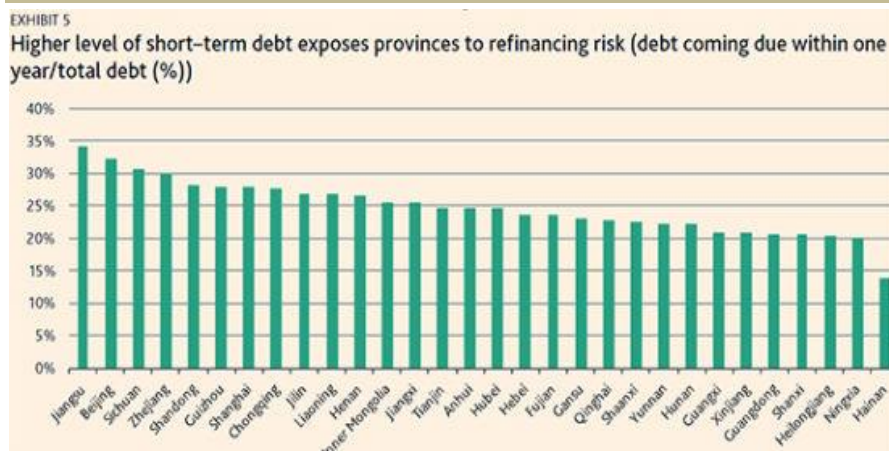
图表：2014年基建信托及城投债兑付节奏对比：
对付高峰集中于3月、8月、9月、11月



图表：债务/GDP 占比最高的三个省份依次为贵州、重庆、云南



图表：一年内到期债务最高的省份依次为江苏、北京和四川



以上数据来源：Wind

综上，在经济增速下降、流动性收紧、IPO 重启、相对估值历史新高、信用风险扩散背景下，风格选择上倾向防御和蓝筹股。

二、投资机会

1、积极因素

1) 优先股+并购——利好的逻辑：优先股为将来可能行业恶化并影响经济运行的行业提供流动性支持；

2) 条件：

- 上证 50
- 用于并购
- 用于回购
- 核心财务指标：ROE (7%)

2、投资机会

1) 系统性机会：信用风险爆发——非标利率下降——无风险利率下降；

2) 行业机会：资金压力紧张——货币政策松动——权重蓝筹股阶段性反弹；

3) 风格机会：成长性股票业绩证伪、分化，持续增长公司享受估值溢价；

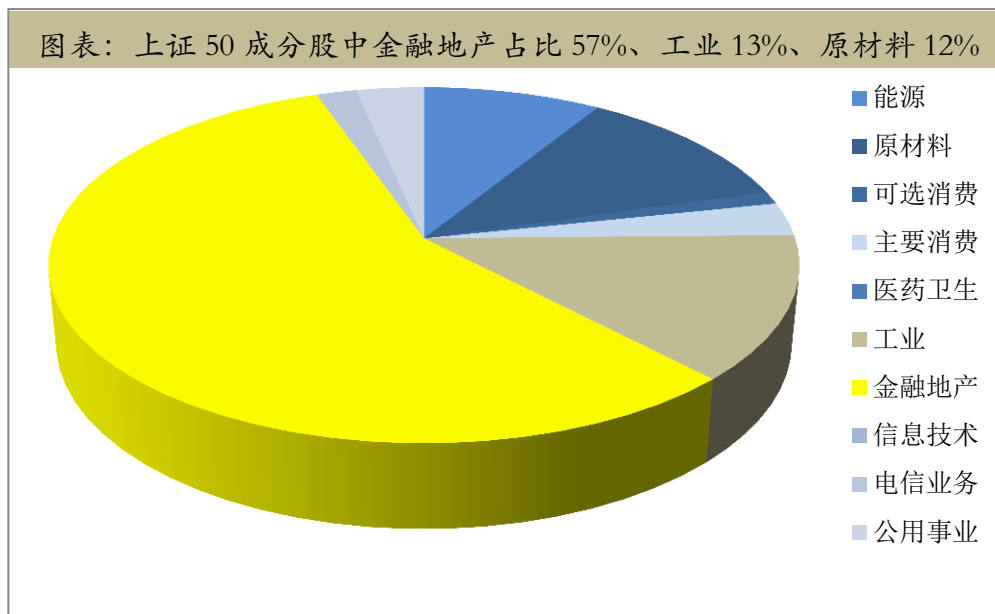
3、行业选择（与 1Q14 的不同）

1) 银行

- 优先股——补充一级核心资本——缓解存贷比压力
- 收购——金控平台转型——估值提升

2) 地产

- 低估值、高增长——低 PEG
- 保增长的手段——政策支持（京津冀一体化）



图表：2009-2013 年共有 10 个中信一级行业保持扣非后 ROE 超过 7%

时间	CS 石油石化	CS 建筑	CS 汽车	CS 商贸零售	CS 家电	CS 医药	CS 食品饮料	CS 银行	CS 房地产	CS 计算机
2009	13.58	10.14	14.42	9.85	12.4	13.99	16.77	17.49	9.66	11.34
2010	15.39	11.18	17.66	10.45	12.25	12.19	17.35	18.02	11.85	9.66
2011	13.81	11.80	12.33	9.94	12.95	9.55	19.61	19.44	11.68	8.15
2012	10.95	8.98	9.42	8.53	12.23	9.45	21.78	19.19	11.90	7.25
2013	10.87	10.47	13.58	9.14	8.06	11.76	21.8	19.08	13.26	8.71

三、2014 年第二季度配置策略

1、市场分析

- 1) 2Q 经济增速下行，对失速的担忧产生流动性政策博弈；
- 2) 成长性股票面临供应重启和 1Q 业绩的双重压力，2Q 提供成长股证伪机会；
- 3) 价值型股票（金融地产为首）持续受政策刺激，并购方向增加弹性，2Q 或有超额收益；

2、仓位选择（中性仓位）

低于 1Q；月度调整

3、重点配置行业

	涨跌幅 (年初至今)	净利润增速		PE		PEG (2014E)
		2012	2013E	2013E	2014E	
CS 电子元器件	1.21	-20.40	50.53	36.72	24.67	0.82
CS 非银行金融	-11.76	-23.90	56.18	15.85	13.10	0.23
CS 通信	8.28	-58.10	48.93	31.23	21.03	0.49
CS 传媒	6.40	13.84	27.41	42.67	33.39	1.48
CS 计算机	14.49	-8.08	13.33	43.64	31.70	1.22
CS 医药	2.27	5.77	10.77	34.53	26.95	0.84
CS 国防军工	-4.21	-3.01	11.22	42.79	33.24	1.28
CS 食品饮料	1.53	43.97	-5.24	15.47	14.44	0.96
CS 房地产	2.65	17.35	23.99	9.07	7.34	0.32
CS 银行	-3.61	17.35	16.56	4.60	4.12	0.32

数据来源：Wind

综上所述，2014 年第二季度的配置策略，将保持中性仓位。食品饮料、医药作为基础性仓位进行配置，金融、地产和 TMT 行业作为交易性仓位。



法律声明：

本报告所载内容仅供参考，并不构成任何投资建议。国金通用基金管理有限公司（以下简称“本公司”）对任何人因使用本报告所包含的信息而引发的一切法律后果概不承担任何责任。本报告所载的意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可做出不同的意见及推测。

本报告的版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何人不得对该报告进行复制、汇编或从事其他侵犯本公司版权的行为。