

国际板推进带来的“危”与“机”


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

报告发布日期

2011 年 06 月 09 日 星期四

周凤武

机械行业首席分析师

执业证书编号: S0860200010048

联系人

刘金铨

021-63325888-8515

liujinbo@orientsec.com.cn

近期背景信息:

2010 年后, 国际板建设的步伐加快, 2010 年 6 月的陆家嘴论坛中, 上交所总经理表示上交所试图在打造一个具有国际影响力、在国内具有主导地位的蓝筹股市场, 重要步骤之一就是上交所在中国证监会的领导下, 早已开始的吸引境外企业到境内来上市, 即为国际板建设。(参阅: <http://money.163.com/10/0626/18/6A4FRNJ300254IKJ.html>)

2011 年 5 月的陆家嘴论坛中, 证监会主席表示积极推进国际板建设, 我们离国际板越来越近了。证监会办公厅副主任表示国际板在规则的制定、技术准备、监管等方面都有了较大的进展。(参阅: <http://stock.sohu.com/20110528/n308781595.shtml>)

我们的观点:

新兴市场推出国际板前后多有价值回归。由于新兴市场的估值水平普遍偏高, 而在引入海外企业后, 其估值水平都会有所回归。从新加坡将国内资本市场向海外企业开放的经验, 我们发现, 这种估值回归的现象在市场开放前后会发生, 且对于新兴市场的估值会造成较大冲击, 估值下跌也成为必然趋势。

从我国创业板推出来看, 市场扩容降低资本化溢价。推出国际板的另一个影响是将会使我国资本市场进一步扩容, 并且造成资金分流的情况。通过对 10 年推出创业板的经验进行分析, 我们发现, 扩容和资金分流会对股指形成一定的负面冲击。但是, 我们认为, 股指水平的下滑存在下限, 即国内外价值趋同时的估值水平。通过比较, 我国股市的整体 PE 估值水平相对于成熟市场没有明显的高估。在这种情况下, 市场的进一步扩容所带来的负面影响不会太大。

我国整体估值并不存在高估, 但结构性调整是必然趋势。虽然从整体来看, A 股市场的 PE 水平与海外成熟市场的 PE 水平差距并不大, 但这很大程度上是因为权重股的低估值所造成的。但随着国际板的推进, 大盘股估值过低和小盘股估值偏高的矛盾日益突出。我们认为, 未来无论是市场扩容的负面影响, 还是估值水平与国际接轨的市场导向, 都会使得小盘股的高估值有所回归, 而一些被低估的大盘股则有估值修复的投资机会。

A-H 股价格倒挂, 再次应证了 A 股未被低估。一般认为, 香港市场比 A 股市场更成熟, 估值也更合理。但从 A-H 股的比较中, 我们发现, 在 64 家两边上市的公司中, 有 14 家存在 A-H 股价格倒挂的情况。而这种现象再次应证了目前的 A 股市场未被明显高估。

机械行业估值偏高, 结构性存在机会。从机械行业来看, A 股机械设备指数还离历史低位较远, 且其比道琼斯工业指数高 17 倍。通过选取具有代表性的厂商如卡特彼勒、小松、现代重工的 PE 水平进行比较, 也说明了国内机械设备行业整体被高估。未来随着国际板的推进, 其整体估值仍有进一步下移的空间。

催化剂: 国际板的持续推进

风险因素: 市场整体估值水平下滑的风险

建议关注: 机械行业中目前低估值具有较高安全边际的投资机会, 如徐工机械 (买入)、山推股份 (未评级)、上海机电 (买入) 均有估值优势。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

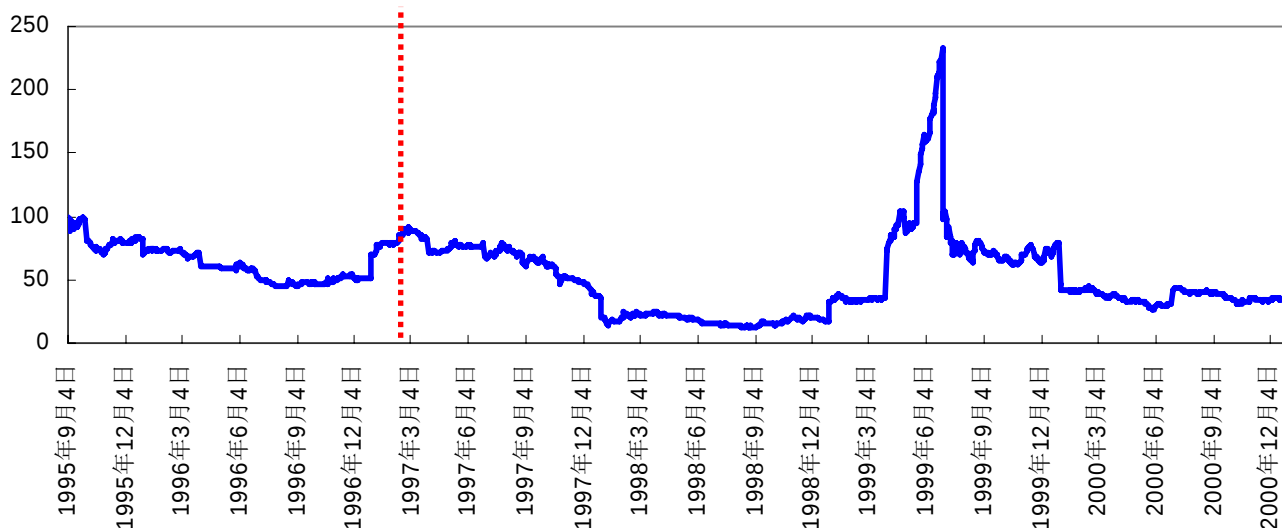
一、海外历史“危”的经验：新兴市场开放，价值回归是必然

目前，美国、英国、香港、新加坡、韩国、日本等国都已将本国资本市场向海外开放，鼓励国外优质企业进入国内资本市场，并且，一些市场的国际化程度已达到较高水平。纽交所的外国上市公司占比达 24%、NASDAQ 占 18%、伦敦交易所占 40%、新加坡占 20%左右。而台湾、韩国等市场的国际化率目前仍然较低。

由于我国仍然属于新兴资本市场，开设国际板对于国内资本市场的影响必须从新兴市场的经验入手。因此，我们认为，新加坡市场开放国内资本市场的经验更值得借鉴。

新加坡市场在 1990 年 1 月将其主板市场向国外企业开放，但开放后真正进入的公司并不多，开放程度也并不高，因此，在 1997 年 3 月起，将其副板市场（SESDAQ）进一步开放给外国公司。

图 1：新加坡对国际市场开放后估值水平下挫持续近 1 年

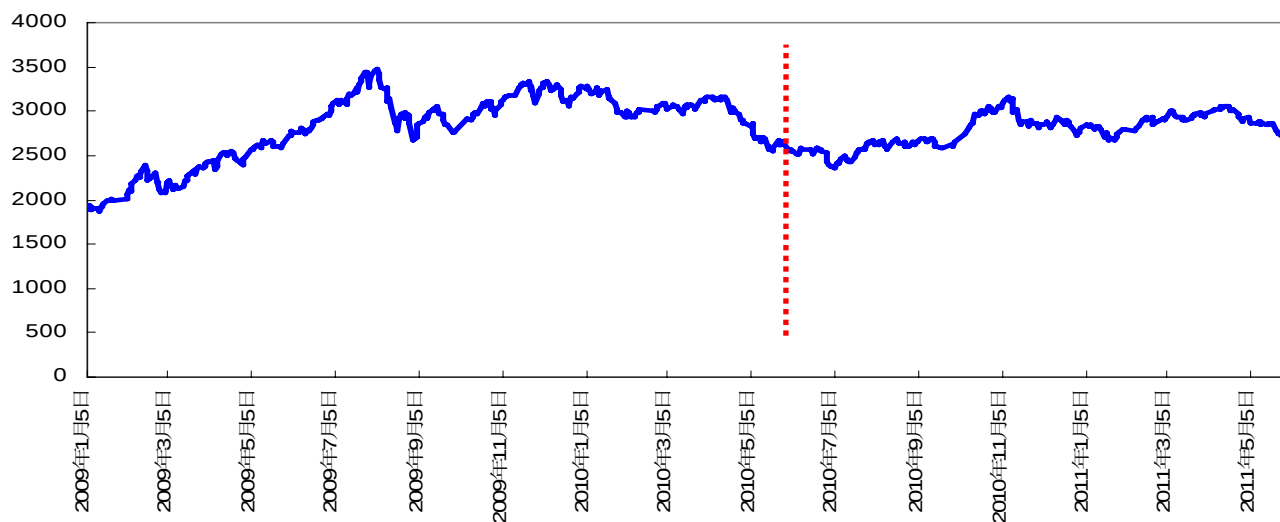


资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

由于 1990 年将主板市场开放后，实际进入的外资企业并不多，因此我们主要对 97 年将副板市场向外国企业开放的经验进行研究。通过比较我们发现，在 97 年 3 月正式开放前，新加坡市场的估值水平不仅没有下滑，还有一定幅度的上升。但是在开放后，估值水平维持了 1 年以上的下挫，直至 98 年 8 月才企稳。而这种下滑的主要动因则是由于新兴市场的估值水平过高以及国内外市场估值水平趋同所共同导致的。

二、我国自身“危”的经验：市场扩容带来资本化溢价下行

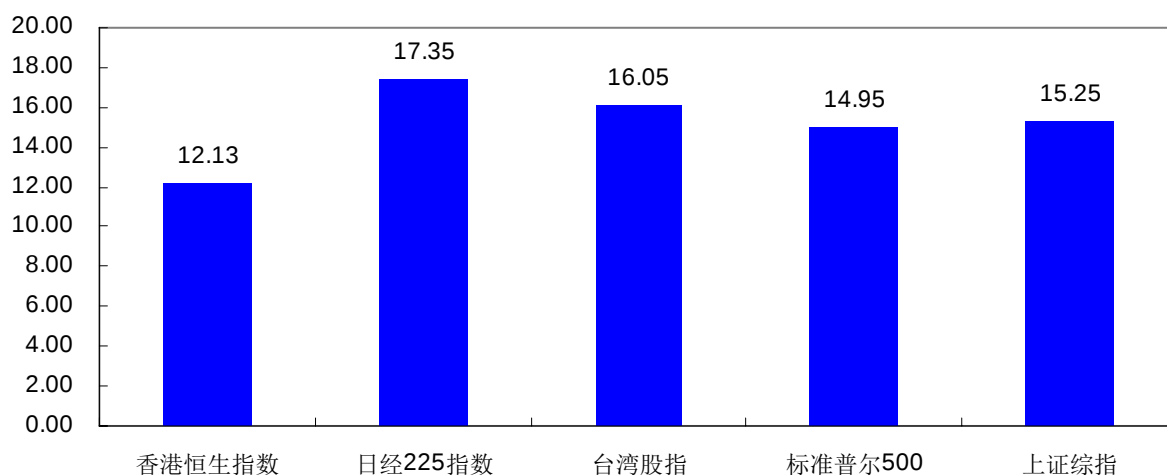
国内市场一直有一种说法，即新兴市场高估值的主要原因是资本化程度较低。由于上市资源稀缺以及市场容量较小，新兴市场的资本化溢价远高于合理水平，从而致使估值水平远高于成熟市场。而资本市场扩容无疑将会使得上市资源稀缺的问题得以缓解，那么我国自身的经验又是怎样的呢？

图 2：创业板推出前股指大跌


资料来源：bloomberg、东方证券研究所

从 10 年 6 月推出创业板前，估值下跌一个月，而在推出后仍处于低位盘整。我们认为，这种市场扩容的预期和资金分流的影响共同导致了前后的下跌趋势。那么，国际板的推出是否还会引来下一波股指的下滑呢？

我们认为，扩容和资金分流仍会对股指形成一定影响，但股指水平的下滑存在下限，即国内外价值趋同时的估值水平。

图 3：我国股市的整体 PE 估值水平并没有明显高估（选取时间为 2011 年 6 月 2 日，对应前一年业绩水平）


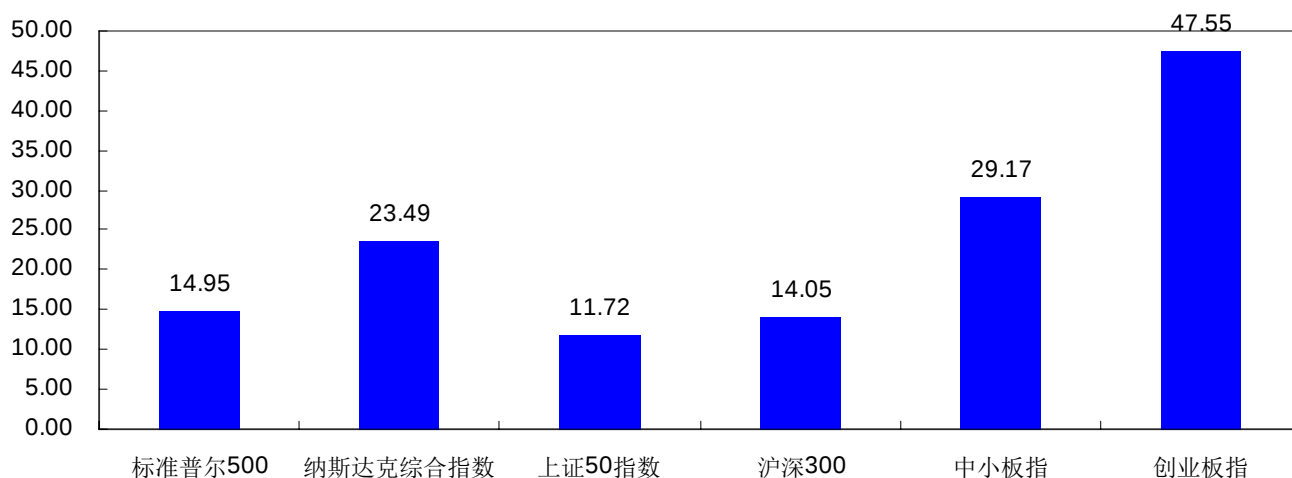
资料来源：bloomberg、东方证券研究所

从上图我们发现，我国股市的整体 PE 估值水平相对于成熟市场没有明显的高估。在这种情况下，我们认为，市场的进一步扩容所带来的负面影响不会太大。

三、结构中的“机”----估值回归，重在结构调整

虽然从整体来看，A 股市场的 PE 水平与海外成熟市场的 PE 水平差距并不大，但这很大程度上是因为权重股的低估值所造成的。但随着国际板的推进，大盘股估值过低和小盘股估值偏高的矛盾日益突出。

图 4：同是创业板，我国创业板明显估值偏高（选取时间为 2011 年 6 月 2 日，对应前一年业绩水平）



资料来源：bloomberg、Wind、东方证券研究所

通过与美国股市的 PE 进行对比，我们发现，在权重股方面，两者间 PE 的呈倒挂态势。代表权重股的上证 50 指数 PE 仅 11.97 倍，标准普尔 500 指数则高达 15.15 倍。但在包括创业板的小盘股方面，我国与成熟市场的差别显而易见。同为创业板，纳斯达克的平均市盈率为 23.49 倍，而我国却高达 48.28 倍。

因此，我们认为，未来无论是市场扩容的负面影响，还是估值水平与国际接轨的市场导向，都会使得小盘股的高估值有所回归，而一些被低估的大盘股则有估值修复的投资机会。

四、A-H 价格倒挂是机会----再次应证了 A 股市场重在结构调整

一般认为，相对内地市场而言，香港市场比 A 股市场更成熟，估值也更合理。但从 A-H 股的比较中，我们发现，在 64 家两边上市的公司中，有 14 家存在 A-H 股价格倒挂的情况。而这种现象再次应证了目前的 A 股市场未被明显高估。我们认为，随着国际板的持续推进，A-H 股价格倒挂的公司将会逐步估值回归，因此存在结构性机会。

图 5：A-H 股股价倒挂是机会（更新至 2011 年 6 月 3 日）

名称	A 股最新	H 股最新	A 股/H 股	P E	P B
中国平安	47.68	80.85	0.71	21.0544	3.0656
农业银行	2.8	4.36	0.77	9.5857	1.5778

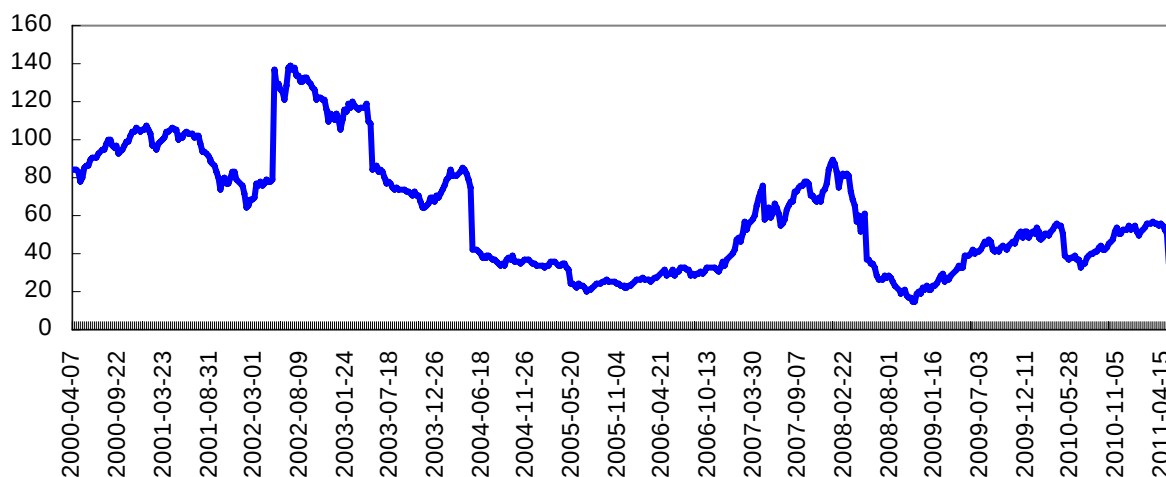
中国太保	21.53	32.45	0.8	21.6382	2.2357
工商银行	4.41	6.29	0.84	9.3195	1.7672
建设银行	4.95	7.06	0.84	9.1777	1.6614
招商银行	13.38	19.08	0.84	11.2032	2.022
中国人寿	18.74	26.35	0.85	15.7521	2.4806
交通银行	5.58	7.78	0.86	8.0408	1.3288
上海医药	17.39	22.6	0.92	33.7677	4.648
青岛啤酒	34.82	43.8	0.95	30.9383	4.7059
中国神华	28.58	35.8	0.96	15.2861	2.7713
民生银行	5.76	7.15	0.97	8.7525	1.3941
中国银行	3.31	4.04	0.98	8.8488	1.3621

资料来源：Wind、东方证券研究所

五、机械行业的“危”和“机” ----整体估值相对偏高，机会在于结构性

从历史估值来看，目前 A 股机械设备行业指数的估值水平为 31.81 倍，处于历史较低水平，。比目前估值水平更低的有 05 年（长期维持 20—25 倍）和 08 年（长期维持 15—25 倍）。我们认为，机械设备行业的整体估值仍有继续下移的风险。

图 6：机械行业估值水平历史低位（选取时间为 2011 年 6 月 3 日，对应前一年业绩水平）

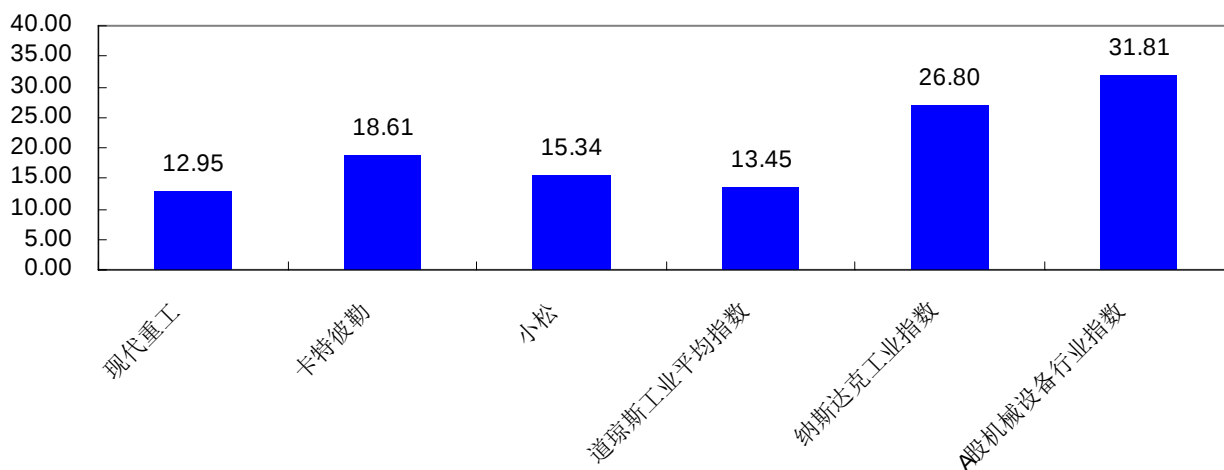


资料来源：Wind、东方证券研究所

从机械行业的估值来看，我们发现，其整体估值水平并没有明显的高估。在与成熟市场的比较中，道琼斯工业指数的 PE 为 13.45 倍，纳斯达克工业指数的 PE 是 26.80 倍，A 股机械设备行业指数是 31.81 倍，分别与国内相差 17 倍和 5 倍。另外，我们还选取了

国外具有代表性的机械设备厂商的估值水平进行比较，卡特彼勒为 18.61 倍、小松为 15.34 倍、现代重工为 12.95 倍。通过比较，我们认为，行业的整体估值水平仍有一定下降的空间。

图 7：我国机械行业不会受到国际市场冲击，相反还有一定安全边际（选取时间为 2011 年 6 月 3 日，对应前一年业绩水平）



资料来源：bloomberg、Wind、东方证券研究所

从个股来看，我们认为，10 年 PE 低于 25 倍的机械设备行业公司在国际板推进的过程中受到估值下移的影响较小，安全边际更高。

而在国际板对 A 股估值水平造成冲击的过程中，这些公司中将会存在一些结构性机会。相对于卡特彼勒 18.61 倍的 PE，我们分析认为，工程机械方面柳工（未评级）、徐工机械（买入）、安徽合力（未评级）、中联重科（买入）、厦工（未评级）、山推股份（未评级）具有估值优势，另外，上海机电（买入）在估值上也具备优势。

图 8：机械设备行业 10 年 25 倍 PE 以下的公司一览（选取时间为 2011 年 6 月 1 日，对应前一年业绩水平）

证券代码	证券简称	10 年 PE	10 年 PB	总市值(亿元)	主营业务收入 (百万元)	净利润 (百万元)
002028.SZ	思源电气	11.48	2.12	63.67	1877.23	554.35
600375.SH	星马汽车	13.61	4.08	36.45	3974.46	267.79
000581.SZ	威孚高科	14.65	4.47	196.33	5371.21	1340.29
000528.SZ	柳工	15.39	2.63	237.65	15366.13	1543.82
000425.SZ	徐工机械	16.13	3.69	471.96	25213.90	2926.09
600761.SH	安徽合力	16.92	2.39	61.29	5084.44	362.13

600960.SH	渤海活塞	17.46	2.57	21.30	1767.51	122.01
000157.SZ	中联重科	17.71	2.66	826.32	32192.67	4665.59
600815.SH	厦工股份	17.80	3.05	109.32	10331.98	613.97
000680.SZ	山推股份	18.08	3.52	151.83	13399.07	839.65
600835.SH	上海机电	18.36	2.15	122.22	13259.98	665.72
002202.SZ	金风科技	18.50	3.13	423.59	17595.52	2289.52
000039.SZ	中集集团	18.51	3.14	555.64	51768.32	3001.85
600710.SH	常林股份	18.73	3.34	52.41	2089.94	279.79
600382.SH	广东明珠	18.79	3.04	32.36	604.50	172.23
600875.SH	东方电气	19.83	4.39	510.98	38080.11	2576.97
002545.SZ	东方铁塔	21.02	2.14	50.16	1700.83	238.65
601558.SH	华锐风电	21.32	4.18	608.69	20324.87	2855.69
600089.SH	特变电工	22.52	3.00	362.90	17770.29	1611.30
002490.SZ	山东墨龙	22.71	2.32	62.71	2703.91	276.15
002122.SZ	天马股份	22.77	3.31	149.93	3582.88	658.38
600031.SH	三一重工	23.29	9.35	1307.64	33954.94	5615.46
600517.SH	置信电气	23.33	5.56	74.62	1516.41	319.82
600169.SH	太原重工	23.47	2.79	152.95	9653.74	651.78
002534.SZ	杭锅股份	25.51	3.77	85.31	3309.02	334.45
600582.SH	天地科技	25.77	6.41	219.92	7969.45	853.30
000880.SZ	潍柴重机	25.93	5.87	56.46	2661.39	217.76

资料来源：bloomberg、Wind、东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn