

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

A 股估值报告

A 股估值报告（20090309）

2009 年 03 月 09 日	李先明 高级策略研究员	86-755-22623021	lixianming@pasc.com.cn
	郭艳红 策略研究员	86-755-22627853	guoyanhong@pasc.com.cn

1、美股持续下跌，标普500指数成分股估值不断创阶段新低。从市场信心变化看，上周VIX和TED指数重新回升，显示美股的波动风险以及投资者对风险的厌恶程度重新升温。虽然投资者对A股市场的信心依然稳定，在政策利好刺激下，A股估值也继续回升，但在全球资本市场继续动荡的背景下，A股市场能否走出持续行情，仍需观察。

2、在A股持续表现强势背景下，近期AH股溢价指数不断走高，而且A+H个股当中，目前也已经没有折价的公司。如果外围市场继续动荡，我们预期，A股相对H股溢价不断走高的事实，将一定程度上制约A股后续的向上空间。

3、我们预期，政府政策的方向仍是市场活跃的契机所在。在国家不断推出新的经济刺激方案，以及信贷超预期增长等因素刺激下，A股投资者的信心和参与意愿继续回升。积极的政策仍有望给本周A股市场带来“政策行情”。但市场的上升空间和持续性，一定程度上将受到政策利好的力度，以及外围市场表现的影响。

4、目前市场对“两会”的政策利好预期依然充满期待，使得诸如房地产、家电、农业和医药等政策受惠板块，在近期仍有望表现活跃。但从估值和盈利政策预期的角度来看，目前没有任何一个板块处于“高增长、低估值”区间，反映从估值的角度来看，持续反弹之后，大部分行业的中长期投资价值开始受到一定削弱。

一、 全球证券市场表现与估值概览

1、 全球主要证券市场表现一览

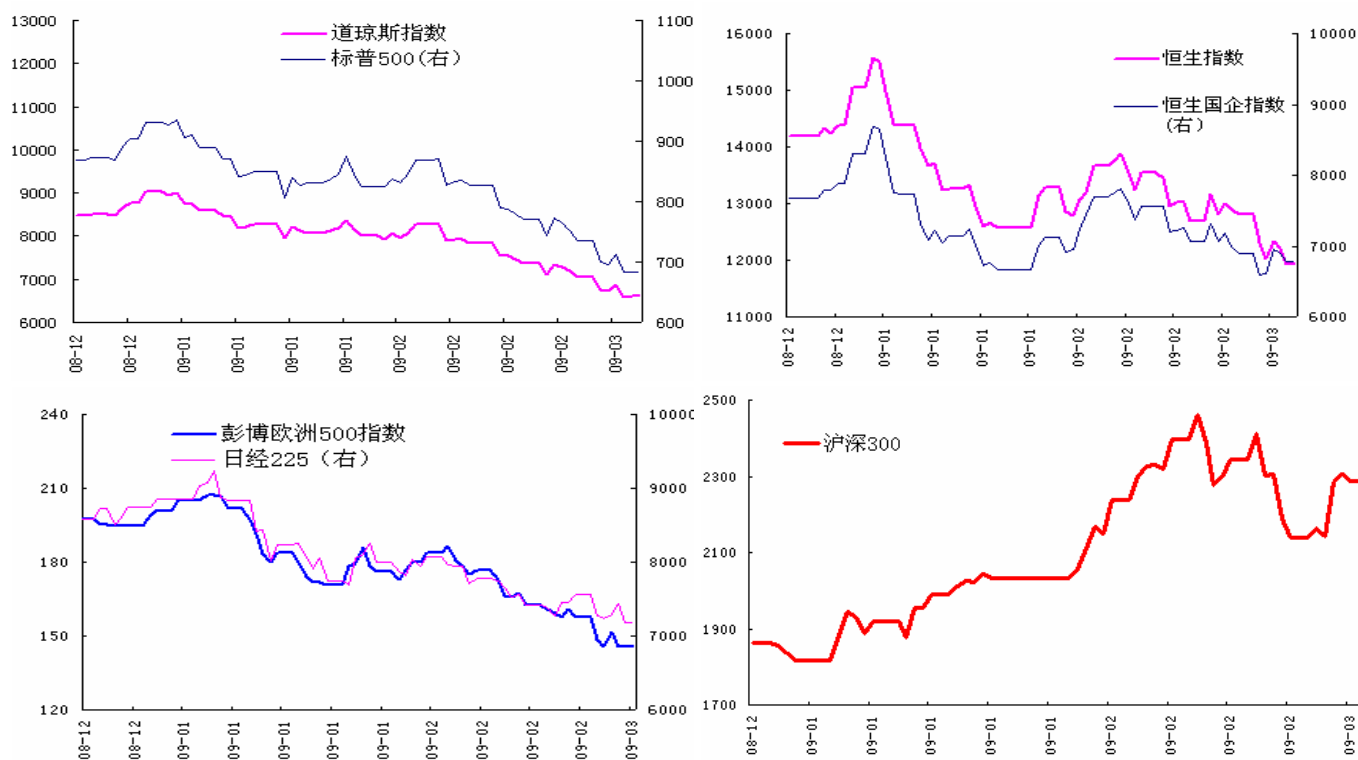
过去一周，欧美股市继续受到来自宏观经济的负面消息困扰，持续表现弱势。

花旗银行将被国有化、通用汽车即将破产以及美国失业率攀升至 8.1%，创下 1982 年以来新高等种种负面消息，继续打击投资者对美股的信心，S&P500 一周下跌了 7.03%，NASDAQ 和道琼斯指数在上周也下跌超过 6%。

英国经济陷入衰退，英国央行开始考虑实施“定量宽松”的货币政策，以挽救持续滑落的经济和不断攀升的失业率，则加重了投资者对英国以及欧洲经济继续陷入“泥潭”的忧虑，即使欧洲央行和英国央行在上周相继降息，仍无法给资本市场带来信心支撑，英国富时 100 在上周下跌了 7.82%，居观察市场指数跌幅首位，而德国 DAX 30 和法国 CAC 40 在上周也下跌超过 4%，显示短期市场的波动风险和调整压力，依然沉重。

中资股的表现相对抗跌。基于对“两会”即将出台更大力度刺激经济措施的乐观预期，上周 A 股市场受政策消息和传闻的刺激而走出独立行情，沪深 300 上涨了 6.82%，表现亮丽。台湾股市在 IT 类公司获得来自中国大陆“家电下乡”订单的刺激下，在上周也表现强势，台湾加权指数一周上涨了 5.15%，诸如台积电（2330.tw）、联发科（2454.tw）等在中国大陆业务比重较大的台资企业，近期持续表现强势，反映在政策面不断释放利好消息的背景下，投资者对中国经济以及中资股的表现，信心逐步得到恢复。

图表 1 主要市场指数近 3 个月表现



资料来源: Bloomberg

图表 2 主要市场表现

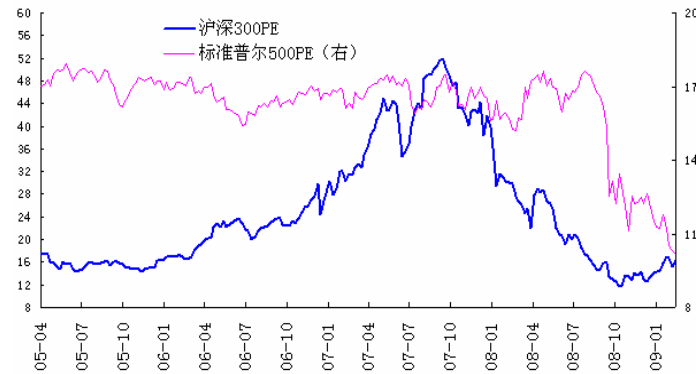
指数	收盘	PE	剔除亏损 PE	剔除亏损 PE-E	PB	5 个交易日涨跌 (%)	本月以来涨跌 (%)	本季以来涨跌 (%)	今年以来涨跌 (%)
沪深 300	2286.58	16.21	15.93	15.72	2.52	6.82	6.82	25.79	25.79
台湾加权	4653.63	11.73	8.69	12.57	1.08	5.15	2.12	1.36	1.36
菲律宾综合	1920.16	9.99	9.83	9.52	1.37	2.56	2.56	2.53	2.53
韩国 KOSPI50	914.24	8.31	8.25	10.08	0.96	-0.14	-0.14	-5.75	-5.75
中国海外	35.74	8.83	8.77	9.52	1.56	-1.52	-1.52	-12.53	-12.53
香港国企股	6785.47	8.62	8.51	9.23	1.41	-1.70	-1.70	-14.02	-14.02
印度 NIFTY	2620.15	8.90	8.73	10.30	1.94	-2.04	-5.19	-11.46	-11.46
泰国 SET	419.51	10.92	7.20	7.20	0.93	-2.78	-2.78	-6.77	-6.77
巴西圣保罗	37105.09	8.78	7.27	7.61	1.22	-2.82	-2.82	-1.19	-1.19
香港中资股	2805.20	9.07	9.07	9.54	1.77	-3.28	-3.28	-14.80	-14.80
德国 DAX 30	3666.41	15.17	9.95	8.81	0.97	-4.61	-4.61	-23.78	-23.78
日经 225	7173.10	22.19	12.18	16.22	0.92	-5.22	-5.22	-19.04	-19.04
澳大利亚 AS30	3111.70	12.43	8.15	9.76	1.27	-5.62	-5.62	-14.96	-14.96
NASDAQ	1293.85	16.94	11.24	12.19	1.62	-6.10	-6.10	-17.96	-17.96
道琼斯	6626.94	8.09	8.09	10.13	2.97	-6.17	-6.17	-24.49	-24.49
法国 CAC 40	2534.45	8.27	8.27	7.89	0.89	-6.22	-6.22	-21.24	-21.24
恒指	11921.52	8.34	8.34	10.10	1.18	-6.95	-6.95	-17.14	-17.14
S&P500	683.38	10.17	8.33	10.07	1.52	-7.03	-7.03	-24.34	-24.34
英国富时 100	3530.73	14.52	7.51	8.52	1.11	-7.82	-7.82	-20.37	-20.37

数据来源: Bloomberg 系统; 业绩计算基准: 最近 4 个季度;

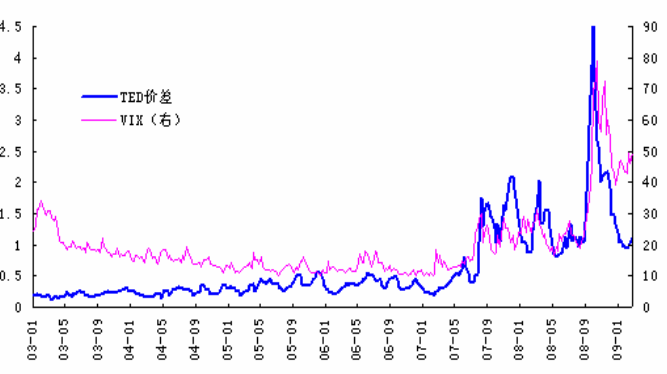
2、A 股与全球主要市场的估值比较

美股持续下跌，标普 500 指数成分股估值不断创阶段新低。从市场信心变化看，上周 VIX 和 TED 指数重新回升，显示市场的波动风险以及投资者对风险的厌恶程度重新升温。虽然投资者对 A 股市场的信心依然稳定，在政策利好刺激下，A 股估值也继续回升，但在全球资本市场继续动荡的背景下，A 股市场能否走出持续行情，仍需观察。

图表 3 沪深 300 与标普 500 估值水平



图表 4 市场风险性与流动性变化



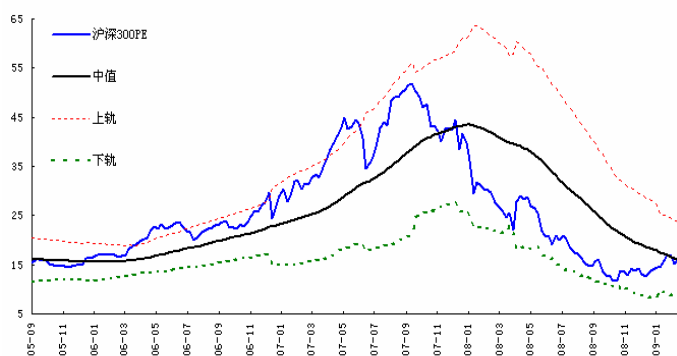
资料来源: Bloomberg

二、 A 股市场估值分析

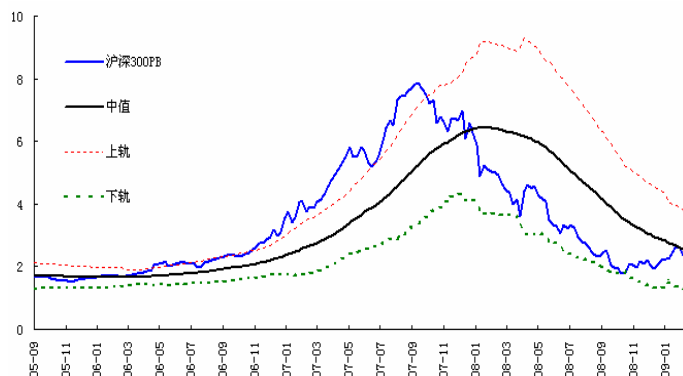
1、 A 股估值变动趋势

沪深 300 指数的市盈率 and 市净率均运行至估值趋势线中轨附近。如果政策面没有再给市场带来更大的惊喜，从技术的层面判断，我们预期 A 股估值在趋势线附件将难免面临一定程度的压制，能否有效向上突破，仍需观察。

图表 5 沪深 300 市盈率及变动趋势



图表 6 沪深 300 市净率及变动趋势



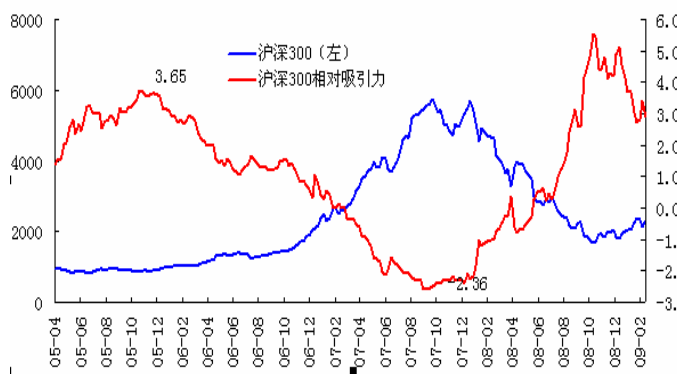
资料来源: Bloomberg

注: PE 以过去 12 个月业绩为基准进行计算,以最近 40 周 PE 的均值作为中值,标准差经年化后与中值的乘积作为上轨以及下轨距中值的偏离值。

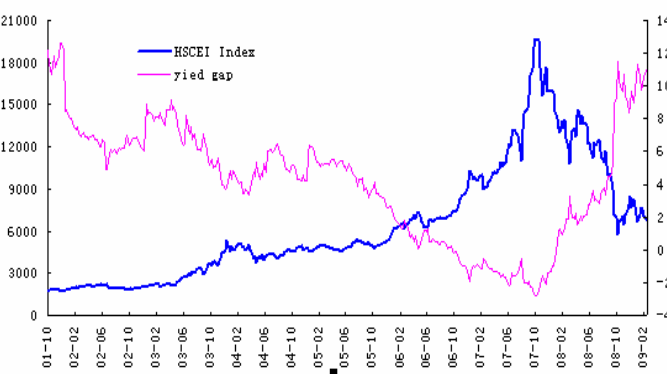
2、 A 股与 H 股的相对吸引力分析

在业绩增长乏力而指数不断反弹背景下, A 股相对吸引力从高位持续回落。如果 08 年四季度以及 09 年一季度 A 股公司业绩同比分别下降 30%和 25%,则在 08 年年报和 09 年一季度报告披露完毕后,不考虑其他因素的影响, A 股市场的相对吸引力指数将分别下降至 2.74%和 2.35%。如果在此背景下,沪深 300 指数上升至 2500 点, A 股市场的相对吸引力指数则大幅下降至 1.6%, A 股市场的相对估值优势,将进一步降低。

图表 7 A 股相对吸引力指数

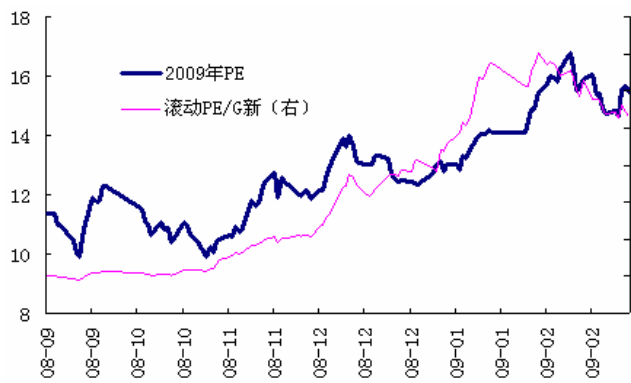


图表 8 H 股相对吸引力指数



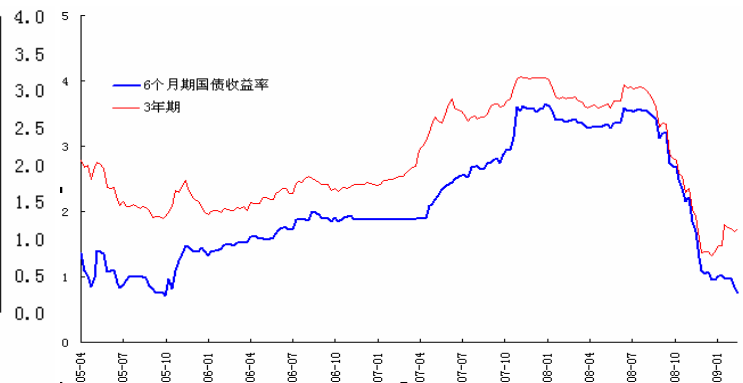
资料来源: Bloomberg

图表 9 沪深 300 业绩预测



资料来源：朝阳永续 Bloomberg

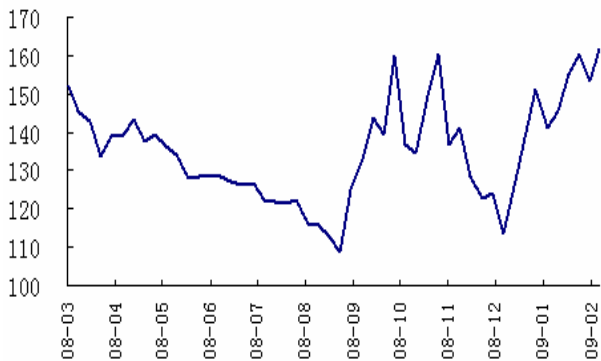
图表 10 国债债券收益率



3、A 股相对 H 股溢价水平

在 A 股持续表现强势背景下，近期 AH 股溢价指数不断走高，而且 A+H 个股当中，目前也已经没有折价的公司。如果外围市场继续动荡，我们预期，A 股相对 H 股溢价不断走高的事实，将一定程度上制约 A 股后续的向上空间。

图表 11 恒生 AH 股溢价指数



资料来源：WIND、平安证券

图表 12 AH 溢率后五位

证券简称	A 股股价	H 股股价	AH 溢率
中国平安	33.98	37.20	3.64%
中国人寿	20.70	21.30	10.27%
海螺水泥	34.73	35.50	11.00%
中国铁建	9.67	9.30	17.98%
宁沪高速	5.69	4.96	30.16%

4、A 股不同行业的表现与估值

上周 A 股表现强势，市场的盈利效应依然明显。全部 A 股的平均市盈率水平，上升至 16.21 倍，一周上涨了 5.53%，反映在国家不断推出新的经济刺激方案，以及信贷超预期增长等因素刺激下，A 股投资者的信心和参与意愿继续回升。

我们判断，政府政策的方向仍是市场活跃的契机所在。政策面继续保持积极，仍有望给本周 A 股市场带来“政策行情”。但市场的上升空间和持续性，一定程度上将受到政策利好的力度，以及外围市场表现的影响。

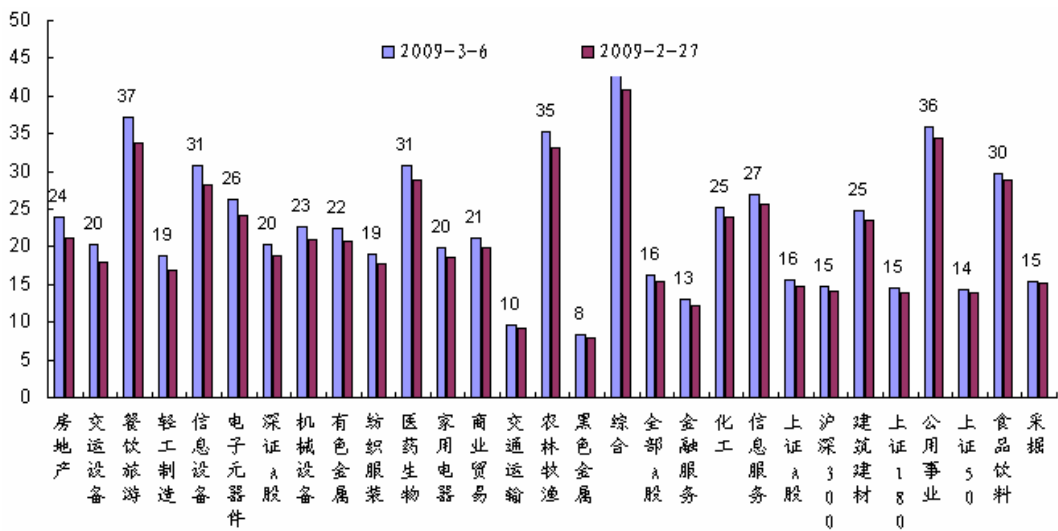
板块方面，上周 23 个板块的估值均出现了不同程度的上升，市场普遍的特征明显，其

中对政策利好预期强烈的房地产、汽车等板块，表现强势，一周估值普遍上升超过了12%，由此使得房地产和汽车板块，成为了短期市场的关注的焦点。

目前市场对“两会”的政策利好预期依然充满期待，使得诸如房地产、家电、农业和医药等政策受惠板块，在近期仍有望表现活跃。

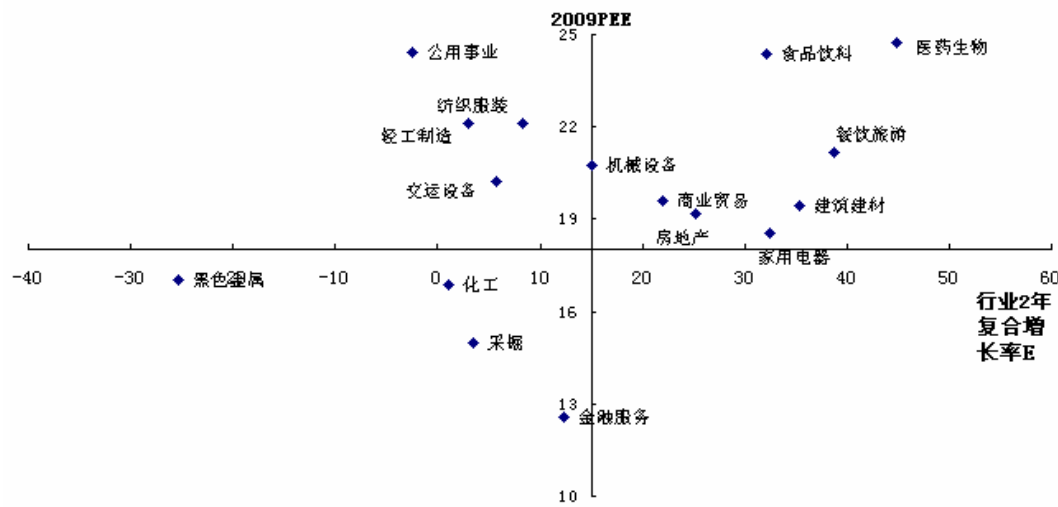
从估值和盈利政策预期的角度来看，目前没有任何一个板块处于“高增长、低估值”区间，反映从估值的角度来看，持续反弹之后，大部分行业的中长期投资价值开始受到一定削弱。

图表 13 行业估值一周变化



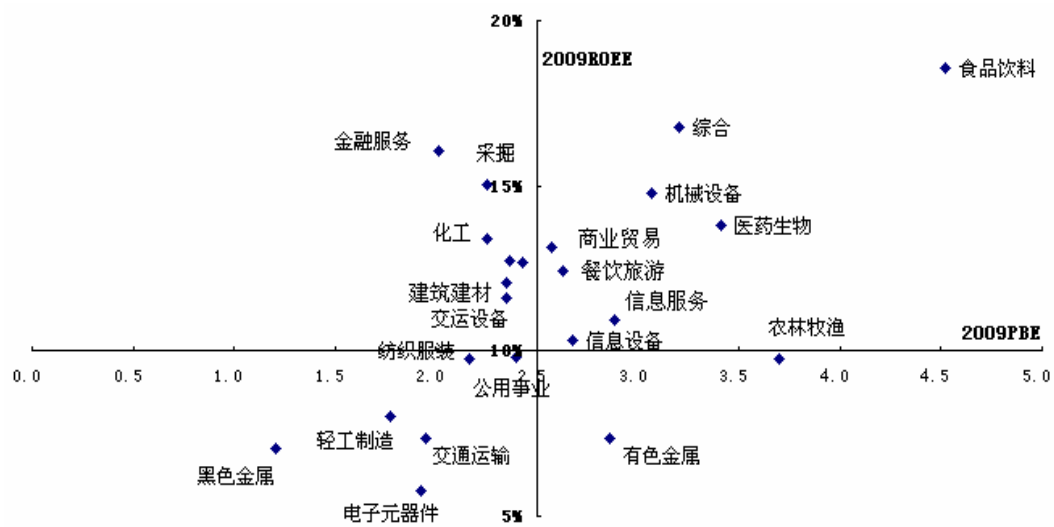
资料来源: Wind; 剔除亏损、滚动市盈率

图表 14 不同行业 PE 估值与业绩增长率



资料来源: 朝阳永续、平安证券

图表 15 不同行业 PB 估值与资产盈利能力



资料来源：朝阳永续、平安证券

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900 传真：（0755）82449257