

[2009.6.19]

## 估值上升的动力：从流动性推动到走出通缩

### ——2009年下半年A股估值策略报告

✍ 何翔

☎ 86-22-2845 1808

✉ hexiang@bhqz.com

#### 核心观点：

##### ● 估值向均值回归

当前A股静态市盈率已经升至28倍左右的水平，不过较历史市盈率均值40倍仍有一定距离，而市净率目前在3.17倍，与历史均值3.8倍的水平相对较为接近。

##### ● M1增速出现拐点之前，市场仍有继续上行空间

M1增速总是比股市提前见顶，97年M1增速见顶时间较股市提前了4个月，2000-2001年M1增速见顶时间提前了大约1年，03-04年提前了8个月，07年提前了2个月。以此来看，目前M1增速仍然是向上趋势之中，因此市场真正见顶恐怕还需待到M1增速出现拐点之后的某个时间。这也是我们认为下半年市场仍有继续上行动力的重要因素。

##### ● M1仍存继续上行动力

前一阶段M1的触底反弹主要来源于宽松货币政策的推动，而随着宽松货币政策效应的减弱，后期M1上行的动力将来主要自于实体经济或者是企业经营效益的改善。这个过程中，由于企业经营活跃导致定期存款出现活期化迹象，可能伴随M2增速的减缓，并使得M1-M2出现大幅上升，这种情形分别在96年，99年以及07年都出现过。

##### ● 走出通缩：经济回暖预期助推估值上升

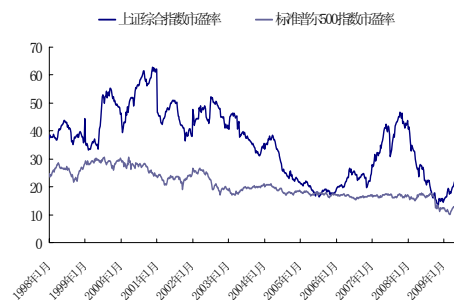
随着一系列经济刺激政策的逐步落实，充裕流动性对实体经济的支持效应也会有逐渐有所体现。资产价格的上升，企业效益的逐渐好转，会使得经济逐渐走出通缩，而这个过程必然也伴随着市场估值的进一步上升。

##### ● 估值的均值回复动力使得市净率向均值水平回归的可能性较大

对于市场估值来说，其围绕均值波动的特征也是比较明显。当估值过高或过低时，长期来看，估值都会向均值回归。从当前的市净率情况来看，我们认为下半年在流动性的后续推动下，市净率向均值水平3.8回归的可能性较大。

##### ● 09年下半年上证指数核心区间在2400-3300点左右

根据我们的股利贴现模型，结合对未来一段时间流动性影响估值趋势的判断，我们测算2009年下半年市场估值定位将主要在24-33倍静态市盈率区间，对应市净率区间在2.8至3.8倍，对应的上证指数区间在2400-3300点左右。结合流动性的后续推动、走出通缩的预期以及推动估值向均值回归的趋势，09年下半年A股市场仍存继续上行的动力，不过由于M1增速、CPI和PPI剪刀差的拐点都可能在下半年出现，从而会给市场估值继续上升带来压力。如若下半年实体经济的复苏能出现更为乐观的情况，市场也可能存在更大的上行空间。



#### 相关报告

《在黑暗中期待轮回的拐点》  
——09年A股估值策略(08.11.30)

《从估值看市场：未来一年指数运行核心区间2000-2800点》  
——估值策略研究(08.9.23)

## 目 录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 市场估值比较.....                      | 4  |
| 1.1 历史比较.....                       | 4  |
| 1.2 国际估值比较.....                     | 5  |
| 2 从流动性推动到走出通缩：驱动估值动力未尽.....         | 8  |
| 2.1 再看流动性对市场的影响.....                | 8  |
| 2.2 流动性与市场估值的高度相关.....              | 10 |
| 2.3 从宽松货币到经济改善预期：M1 增速仍存继续上行空间..... | 12 |
| 2.4 走出通缩：经济回暖预期助推估值上升.....          | 12 |
| 2.5 估值仍处在均值回复过程.....                | 14 |
| 3. 09 年下半年上证指数核心区间 2400-3300.....   | 15 |

## 图 目 录

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图 1: 主要市场指数当前市盈率与历史比较 .....                       | 4  |
| 图 2: 主要市场指数当前市净率与历史比较 .....                       | 5  |
| 图 3: 分行业当前市盈率与历史比较 (96 年以来) .....                 | 5  |
| 图 4: 分行业当前市净率与历史比较 (96 年以来) .....                 | 5  |
| 图 5: 国际市场市盈率比较 .....                              | 6  |
| 图 6: 国际市场市净率比较 .....                              | 6  |
| 图 7: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较 (截止 2009.6.15) ..... | 6  |
| 图 8: 全球主要市场 PEG 比较 .....                          | 7  |
| 图 9: AH 溢价历史走势图 .....                             | 7  |
| 图 10: M1 同比增长率与上证指数走势图 .....                      | 8  |
| 图 11: M1 同比增长与上证指数走势 (96.01-97.12) .....          | 9  |
| 图 12: M1 同比增长与上证指数走势 (98.01-01.12) .....          | 9  |
| 图 13: M1 同比增长与上证指数走势 (02.01-04.12) .....          | 9  |
| 图 14: M1 同比增长与上证指数走势 (05.01-07.12) .....          | 9  |
| 图 15: M1-M2 与上证指数走势图 (95.01-01.12) .....          | 10 |
| 图 16: M1-M2 与上证指数走势图 (04.01-08.11) .....          | 10 |
| 图 17: 过去 15 年 M1 增速与市盈率的波动比较 .....                | 10 |
| 图 18: 过去 15 年 M1 增速与市净率的波动比较 .....                | 11 |
| 图 19: 过去 15 年 M1-M2 与市盈率的波动比较 .....               | 11 |
| 图 20: 过去 15 年 M1-M2 与市净率的波动比较 .....               | 12 |
| 图 21: CPI 同比增长与上证指数历史走势比较 .....                   | 13 |
| 图 22: CPI-PPI 与上证指数历史走势比较 .....                   | 13 |
| 图 23: 不同股权资本成本下的估值曲线比较 .....                      | 16 |

## 表 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 表 1: 历史估值相对均值比较 .....                 | 14 |
| 表 2: 基于三阶段股利贴现模型的估值 (市盈率) 情景分析表 ..... | 15 |
| 表 3: 09 年下半年不同估值水平下对应的指数点位 .....      | 16 |

09年以来，A股市场走出了一轮单边上扬的行情，从08年11月触及1664的最低点到09年6月初2828的阶段高点，上证指数的累计涨幅几乎达到了70%。在四万亿的经济刺激计划公布之后不久，市场便在怀疑与犹豫中不断创出反弹的新高，在金融危机阴霾仍未散尽的情况下，这样的走势确实出乎了市场的预料。不过，对比国际市场，此前大多数主要市场的反弹势头也都不弱于A股，这也表明全球资本市场都在金融危机之后率先作出了反应，而相比较而言，无论中国还是全球的实体经济复苏则是缓慢而渐进的。可见，股市本身作为经济的晴雨表，其领先性也是较为明显。

股市本身虽然有着大量不确定的因素，但确实也蕴含着一些规律在其中，我们在去年底时曾先后出了《从估值看市场：未来一年指数运行核心区间2000-2800点》

(08.9.23)和《在黑暗中期待轮回的拐点——2009年A股估值策略报告》(08.11.30)两篇从估值以及流动性的一些规律性角度推断市场走向的报告，事实上，这半年多来的市场表现一定程度印证了我们的判断。而当前流动性的效应已经得到了充分释放的情况下，对于09年下半年的A股市场来说，流动性是否还能对估值有继续的贡献，则是需要我们进一步探讨的问题。

## 1. 市场估值比较

### 1.1 历史比较

我们先看看当前市场估值的一个情况，与08年底市场触及估值底不同的是，当前A股静态市盈率已经升至28倍左右的水平，不过较历史市盈率均值40倍仍有一定距离，而市净率目前在3.17倍，与历史均值3.8倍的水平相对较为接近。

图 1：主要市场指数当前市盈率与历史比较

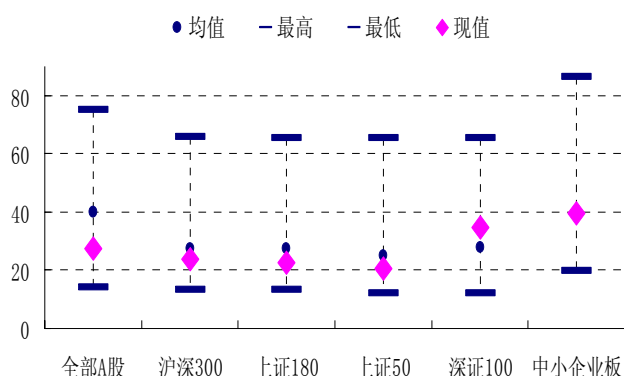
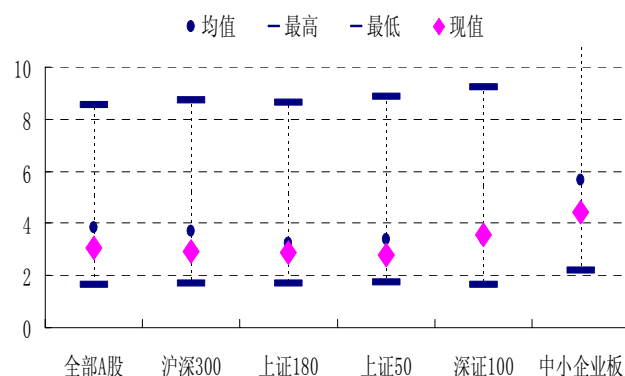
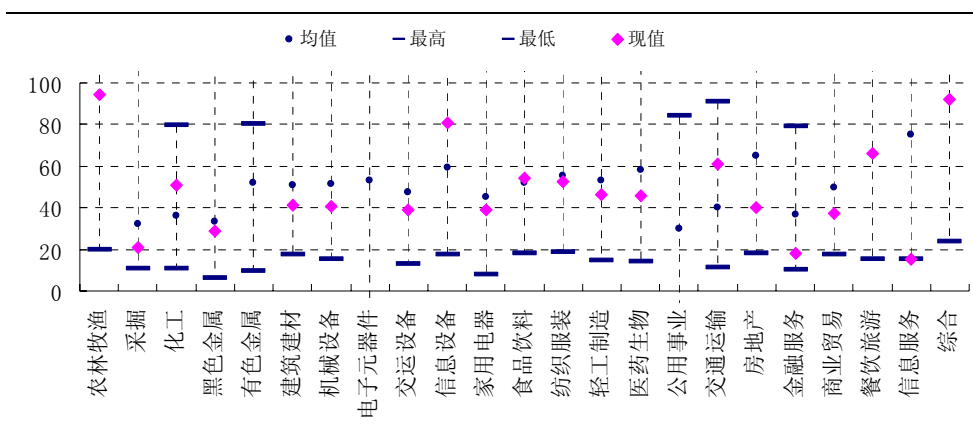


图 2：主要市场指数当前市净率与历史比较



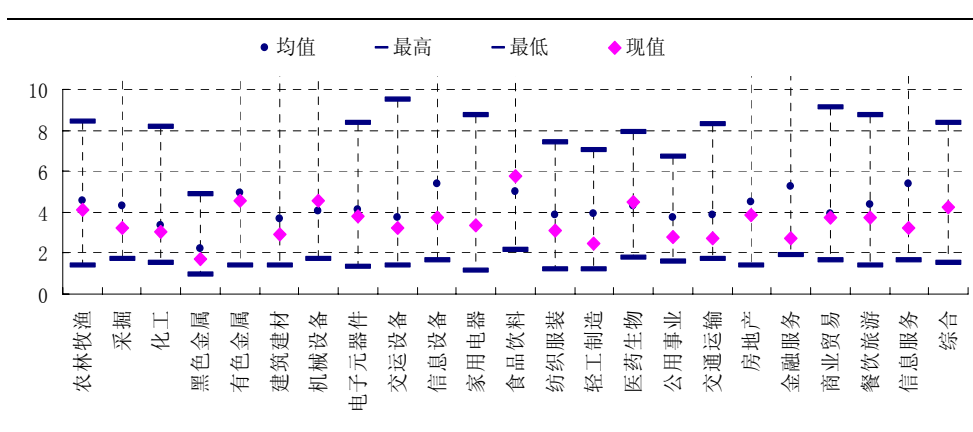
资料来源：渤海证券研究所，Wind

图 3: 分行业当前市盈率与历史比较 (96 年以来)



资料来源：渤海证券研究所，Wind

图 4: 分行业当前市净率与历史比较 (96 年以来)



资料来源：渤海证券研究所，Wind

## 1.2 国际估值比较

从估值的国际比较来看，A 股的市盈率已经不再是过去那样“鹤立鸡群”，其他很多主要市场由于更加糟糕的企业盈利，市盈率已经攀升至更高的水平。不过从市净率这个较稳定的估值因素来看，A 股的估值还是相对较高的，并且可以看到，中国和印度两个新兴市场的市净率在全球来看都处在相对较高的水平之上。

图 5: 国际市场市盈率比较

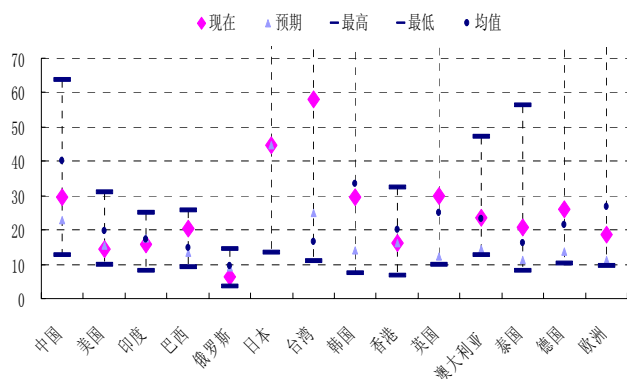
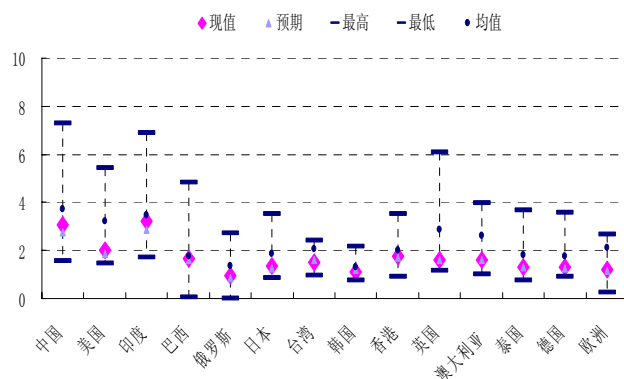
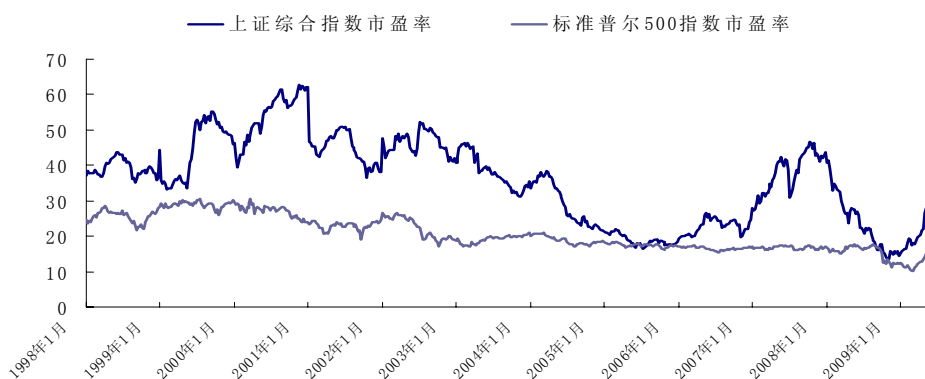


图 6: 国际市场市净率比较



资料来源：渤海证券研究所，Bloomberg

图 7: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较（截止 2009.6.15）

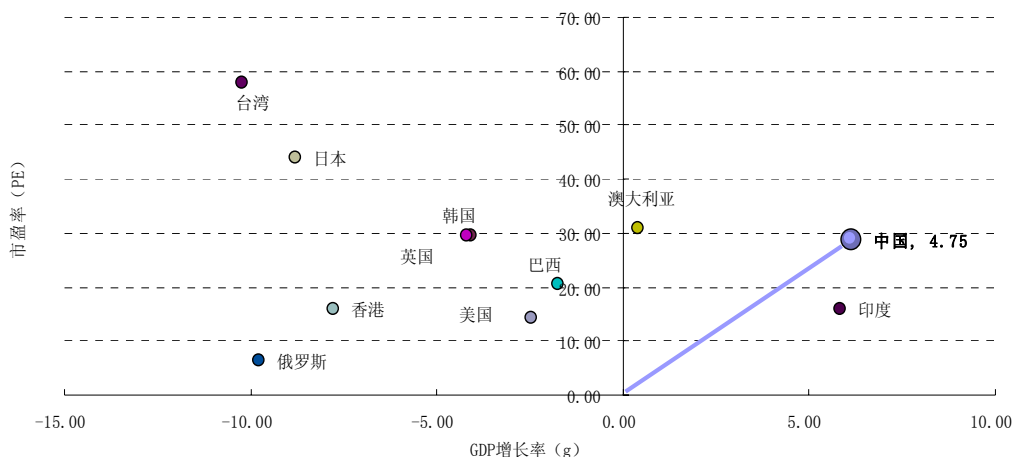


资料来源：Wind，Bloomberg，渤海证券研究所

### PEG: A 股更具比较优势

我们以一季度各市场的 GDP 增长率来替代 G 值，从全球市场 PEG 的比较来看，中国 A 股市场的 PEG 值为 4.75，主要市场中仅仅印度市场较 A 股市场有更低的 PEG 值，而其余绝大部分市场的 PEG 值甚至为负。因此，通过对 PEG 的比较来看，中国 A 股市场虽然估值上升已经较多，但由于相对较好的经济增长潜力以及并不是非常高的估值水平，A 股市场的估值仍然具有比较优势。

图 8: 全球主要市场 PEG 比较



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

#### AH 溢价仍处相对较低的位置

另一个估值比较的参考是 AH 溢价水平, 反映 A 股相对 H 股价格的高低程度, 我们从近几年 AH 溢价的走势中可以看出, 当前 30%左右的溢价水平处在相对较低的位置, 与近几年均值较为接近。因此, 相对来看, A 股当前并未表现出明显的泡沫特征。

图 9: AH 溢价历史走势图



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

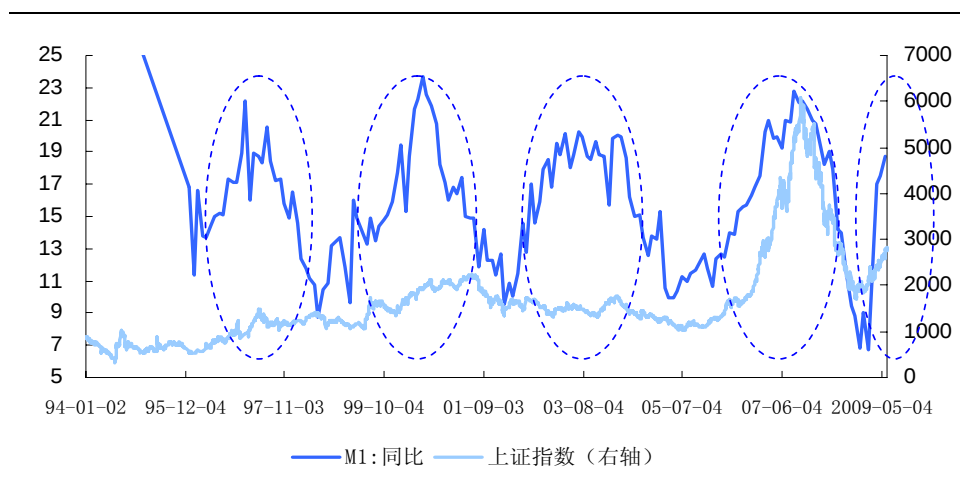
## 2 从流动性推动到走出通缩：驱动估值动力未尽

### 2.1 再看流动性对市场的影响

回顾我们曾经对流动性影响的分析，无论是 M1 增速，还是 M1-M2 都与股市波动呈现出较强的相关性，并且都具有一定的领先意义。这其中尤其 M1 增速的周期波动对于我们观察股市波动更具意义。

M1 表示的是狭义货币供应量，主要是基础货币和企业的活期存款，从 M1 增速与股市的关系可以看出资金面对股市走势的影响还是较为明显的。M1 增速的加快意味着企业资金的活跃，从长期来看，其与实体经济比较相关，但 M1 增速的周期波动又体现出其自身的特殊性。我们看 M1 增速具有较为明显的周期性波动特征，大约 3-4 年的周期，并且周期的波峰与波谷都较为稳定。

图 10：M1 同比增长率与上证指数走势图



资料来源：渤海证券研究所，Wind

我们将 M1 增速的周期分解开来看其与上证综指波动的关联性，可以发现在 92-95 年，96-97 年，98-01 年，05-08 年都有极为明显的相关性，并且 M1 较股市可能提前几个月进入拐点。仅仅 02-04 年这一段时间 M1 增速与股市之间波动相关性相对较弱，不过趋势特征仍旧明显。

按照历史 3-4 年周期来计算，我们曾判断 09 年 M1 增速或周期性见底，09 年股市也将出现周期性拐点。事实上，09 年 1 月份 6.68% 的 M1 增速已经是一个周期性波谷位置，此后 M1 增速快速反弹，5 月份时已经到达 18.69%。正是伴随 M1 的快速反弹，A 股市场也形成持续上涨之势。

图 11: M1 同比增长与上证指数走势 (96.01-97.12)

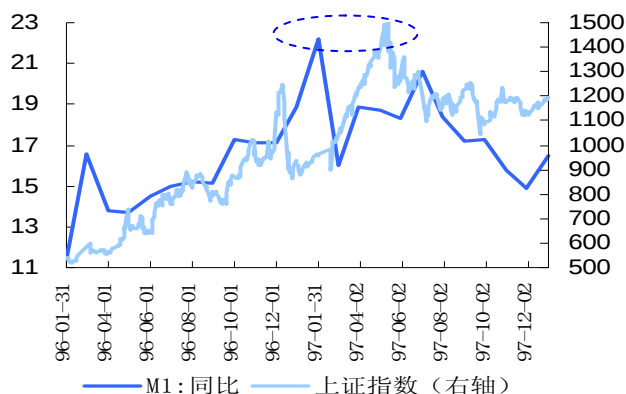


图 12: M1 同比增长与上证指数走势 (98.01-01.12)

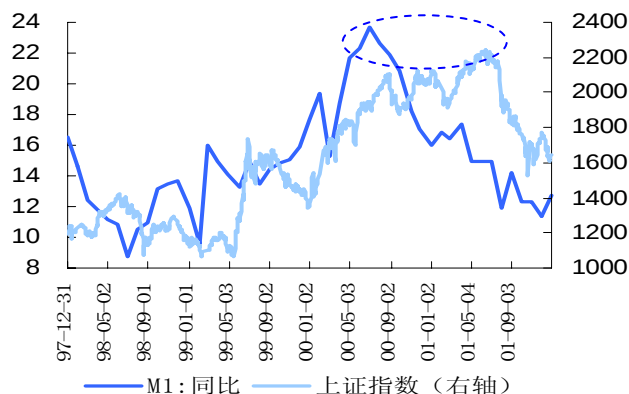


图 13: M1 同比增长与上证指数走势 (02.01-04.12)

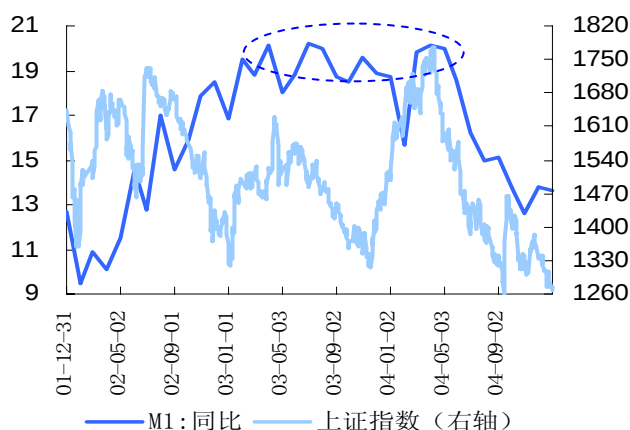
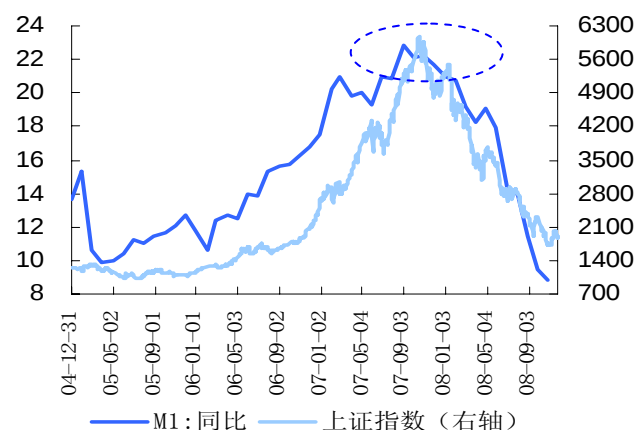


图 14: M1 同比增长与上证指数走势 (05.01-07.12)



资料来源：渤海证券研究所，Wind

我们可以注意到，M1 同比总是比股市提前见顶，97 年 M1 同比增速见顶时间较股市提前了 4 个月，2000-2001 年 M1 见顶时间提前了大约 1 年，03-04 年提前了 8 个月，07 年提前了 2 个月。以此来看，目前 M1 增速仍然是向上趋势之中，因此市场真正见顶恐怕还需待到 M1 增速出现拐点之后的某个时间。这也是我们认为下半年市场仍有继续上行动力的重要因素。

此外，M1-M2 与市场走势的相关性也是较强。由于 M2 包括的是 M1 以及 M1 以外的定期存款和储蓄存款，因此 M1 增速若快于 M2 增速，表明定期存款活期化，大量资金转向交易活跃的 M1，从而对股市的资金供给可能形成较为积极的影响。

图 15: M1-M2 与上证指数走势图 (95.01-01.12)

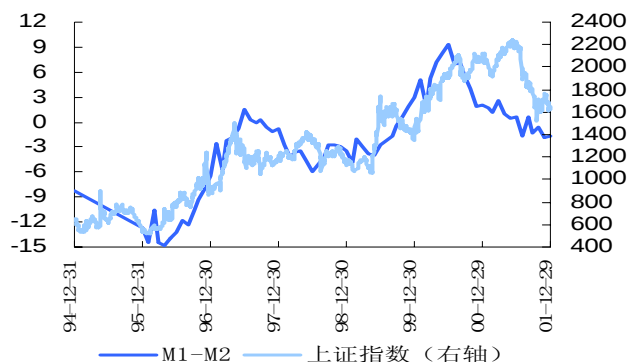
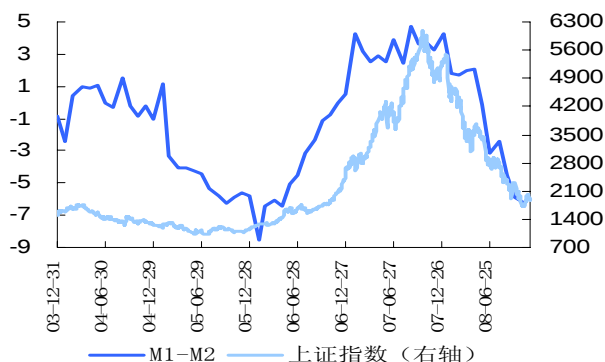


图 16: M1-M2 与上证指数走势图 (04.01-08.11)



资料来源：渤海证券研究所，Wind

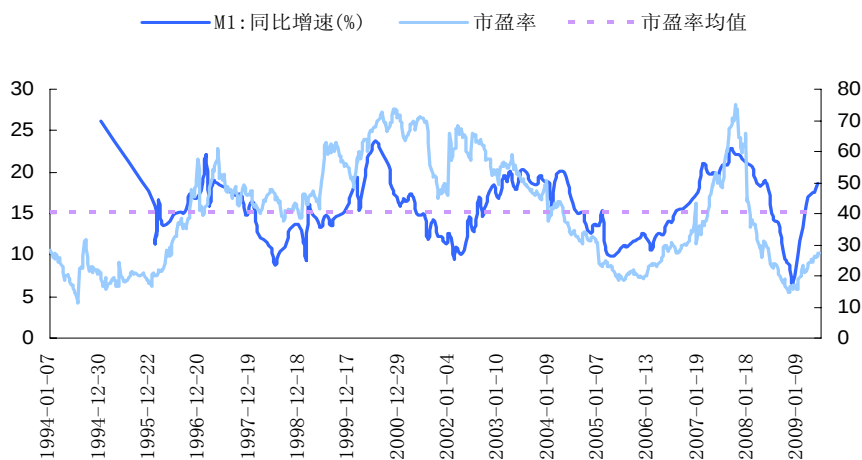
## 2.2 流动性与市场估值的高度相关

比较过流动性对市场的影响之后，我们再来分析一下流动性与市场估值之间的关系，这将使我们对流动性与市场之间的关系有更为清晰的认识。因为单就市场走势而言，指数的趋势是长期向上的，而 M1 增速以及 M1-M2 都是在某一区间周期波动，从这种表现来看，市场估值反而有着更为相似的波动特征。

### M1 周期较好拟合估值周期

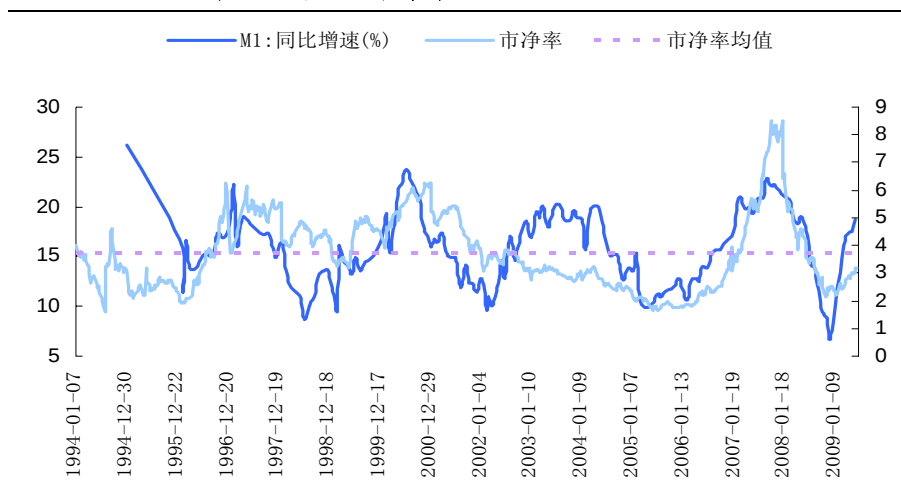
我们将历史 M1 增速与 A 股市盈率波动，M1 增速与 A 股市净率波动拟合比较，可以发现，M1 增速的周期性较估值水平的波动更为明显，并且在小的周期内，估值水平仍然与 M1 增速较为相关，这与之前直接通过市场指数的验证是接近的。不过我们可以更为直观的看到，无论市场的估值水平还是 M1 同比增长都是在某个区间内波动，而且都有着较为明显的均值回复特征。

图 17: 过去 15 年 M1 增速与市盈率的波动比较



资料来源：渤海证券研究所，Wind

图 18: 过去 15 年 M1 增速与市净率的波动比较



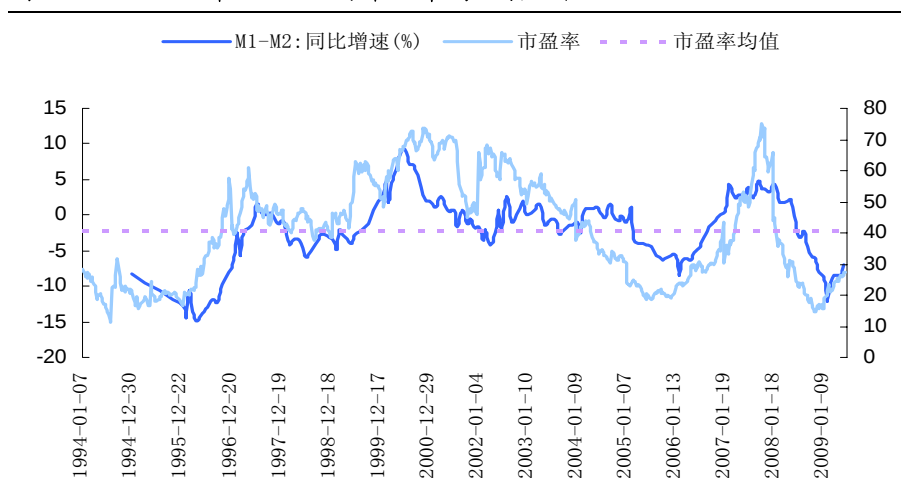
资料来源：渤海证券研究所，Wind

### M1-M2: 几乎是估值走势的翻版

同样拟合比较 M1-M2 与市场估值的历史走势之后，我们发现无论是相对市盈率还是相对市净率，M1-M2 几乎可以看作是估值走势的翻版，趋势上极为接近。而目前 M1-M2 与市场估值同处在历史较低水平，从趋势上看这与 95-96 年的情况较为相近。

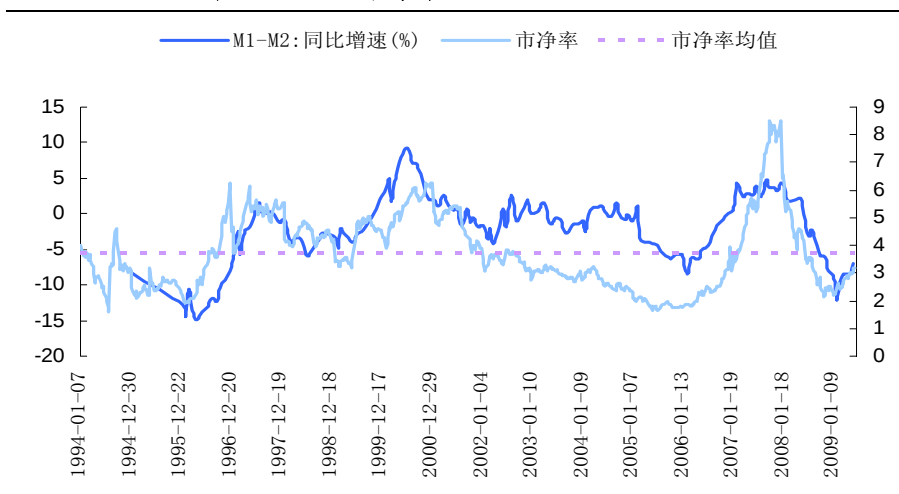
从这些比较中我们至少可以得出以下结论，流动性对市场估值的驱动力是极为明显的，流动性与估值的相关性也是长期存在的，这其中 M1 增速由于明显的周期性特征对于市场具有更好的指示意义，而 M1-M2 则更接近市场估值的波动趋势。因此，我们认为跟踪 M1 以及 M1-M2 的变化，对市场估值趋势的判断会更有帮助。

图 19: 过去 15 年 M1-M2 与市盈率的波动比较



资料来源：渤海证券研究所，Wind

图 20: 过去 15 年 M1-M2 与市净率的波动比较



资料来源：渤海证券研究所，Wind

### 2.3 从宽松货币到经济改善预期：M1 增速仍存继续上行空间

需要注意的是，当前 M1 同比已经进入较高位置，此前宽松的货币政策对流动性充裕的提升效应是极为显著的，M1 同比也逐渐接近历史的高位。从这个角度来说，当前估值在快速反弹之后确实存在较大压力。

我们考察前几个波动周期的 M1 增速最高值，1997 年 1 月份 M1 同比增长最高达到 22.2%，2000 年 6 月 M1 同比达到 23.7%，2004 年 3 月达到 20.1%，2007 年 8 月到达 22.8%。这几轮流动性波动周期的 M1 同比增速都达到 20% 以上，从这个经验性的角度来看，当前的 M1 增速应该仍有继续上行的空间。

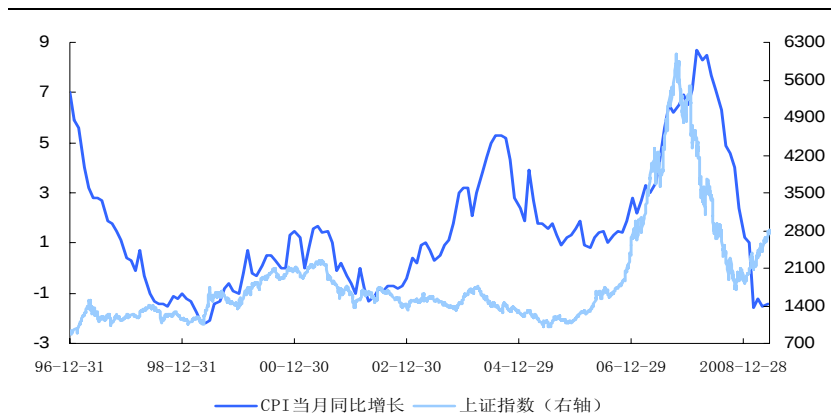
前一阶段 M1 的触底反弹主要来源于宽松货币政策的推动，而随着宽松货币政策效应的减弱，后期 M1 上行的动力将来主要自于实体经济或者是企业经营效益的改善。这个过程中，由于企业经营活跃导致定期存款出现活期化迹象，可能伴随 M2 增速的减缓，并使得 M1-M2 出现大幅上升，这种情形分别在 96 年，99 年以及 07 年都出现过。

### 2.4 走出通缩：经济回暖预期助推估值上升

当前宏观经济仍处通缩形势之中，CPI 增速持续为负，PPI 增速继续下滑，而 CPI 与 PPI 增速差加速扩大。随着一系列经济刺激政策的逐步落实，充裕流动性对实体经济的支持效应也会有逐渐有所体现。资产价格的上升，企业效应的逐渐好转，会使得经济逐渐走出通缩，而这个过程必然也伴随着市场估值的进一步上升。

从CPI与市场趋势的历史比较来看,走出通缩以及通胀的过程通常都是伴随市场估值提升的过程,这个效应在99年,03年,07年都体现的尤为明显。不过遗憾的是,单从CPI的趋势,其并未较市场有更好的领先性。反而是在大部分时候,存在一些滞后市场的特征,04年与08年CPI的拐点都出现在市场拐点之后。但结合我们对09年下半年经济逐渐走出通缩的判断,这个过程也将会进一步推动市场估值上升。

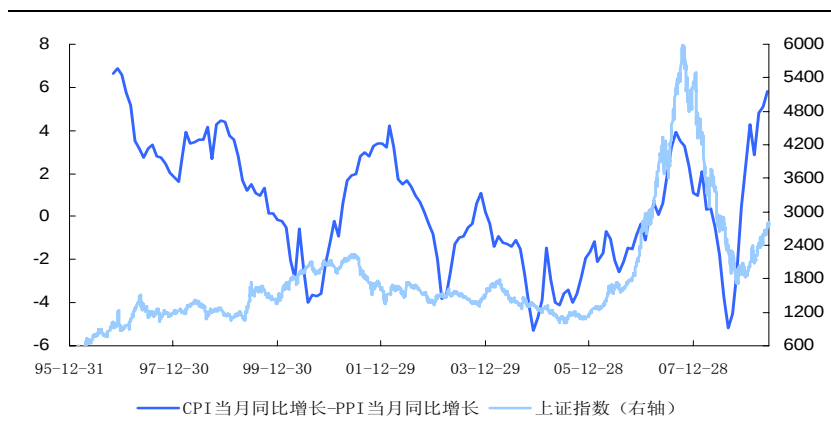
图 21: CPI 同比增长与上证指数历史走势比较



资料来源: 渤海证券研究所, Wind

我们再看CPI和PPI的剪刀差与市场波动的关系,可以看到在大部分时间段,CPI与PPI剪刀差的走势与市场走势都是正相关,不过98-99年是个例外。其实CPI增速快于PPI增速有利于企业利润的上升,反之亦然。并且在最近几年,CPI-PPI的趋势也较市场有一定的领先性。而当前CPI-PPI在半年多的时间里已经快速升至高位,未来走出通缩的过程中,因大宗商品价格的上升导致PPI增速的快速反弹可能会导致剪刀差的回落,从而给市场带来压力,因此对于下半年的A股市场来说,走出通缩的过程对于估值的继续上升即是动力也存隐忧。

图 22: CPI-PPI 与上证指数历史走势比较



资料来源: 渤海证券研究所, Wind

## 2.5 估值仍处在均值回复过程

对于市场估值来说，其围绕均值波动的特征也是比较明显。当估值过高或过低时，长期来看，估值都会向均值回归。我们统计过去 15 年，A 股市盈率的均值为 40 倍，市净率的均值为 3.8 倍。于是我们可以将高于均值与低于均值的不同阶段区别开来如下表：

**表 1：历史估值相对均值比较**

| 市盈率估值(相对历史均值) |   | 市净率估值 (相对历史均值) |   |
|---------------|---|----------------|---|
| 1994-1996     | 低 | 1994-1996.9    | 低 |
| 1996-2003     | 高 | 1996.9-2001    | 高 |
| 2004-2006     | 低 | 2002-2006      | 低 |
| 2007          | 高 | 2007-2008.6    | 高 |
| 2008-2009.6   | 低 | 2008.6-2009.6  | 低 |

资料来源：渤海证券研究所

通过上表，我们将过去 15 年根据相对均值的高低划分成不同估值阶段。从市盈率的情况来看，低于均值的两个阶段 1994-1996，以及 2004-2006 都大约持续了 3 年时间，时长较为稳定。而高市盈率阶段则分别持续了 8 年与 1 年，差距较大，这应该与不同的市场环境和市场结构有关。单从低估值阶段来看，从 08 年至今已有一年半的时间处在市盈率均值（40 倍）之下，当前市盈率水平还在 28 倍左右，未来 1 年多的时间内，市盈率估值水平仍存在较大向历史均值回归的可能。

从市净率估值来看，低于均值的两个阶段 1994-1996.9 和 2002-2006 分别持续了 1 年 9 个月以及 5 年。从当前的市净率情况来看，我们认为下半年在流动性的后续推动以及经济走出通缩的影响下，市净率向均值水平回归的可能性较大。

不过估值均值对于市场即是引力，同时也会是压力，在估值快速反弹并逐渐接近均值之时，市场估值也自然会面临继续突破均值的压力。

总的来说，目前估值的均值回复过程仍有望持续，但由于 M1 增速和 CPI-PPI 都已近历史高位以及估值均值压制等因素，未来估值持续上升之后的压力也会逐渐加大。

### 3. 09年下半年上证指数核心区间 2400-3300

根据我们的股利贴现模型（DDM），结合前文中对未来一段时间流动性影响估值趋势的判断，我们测算 2009 年下半年市场估值定位将主要在 24-33 倍静态市盈率区间，对应市净率区间在 2.8 至 3.8 倍。如果用 09 年 20% 的增长预期来计算，那么对应的动态市盈率区间为 20-27.5 倍（注：Wind 一致预期统计中的 09 年 A 股上市公司盈利增长大约在 29%，沪深 300 的盈利增长预期约为 16%，而 Bloomberg 对 A 股的 09 年盈利增长预期大约为 28%）。

需要说明的是，估值模型本身需要建立在各种假设前提之上，但对于市场而言，非理性的情绪因素往往对估值造成更大的影响，一方面影响着股权资本成本，另一方面也会影响利润增长预期。通常来看，极度乐观环境下，会导致股权风险溢价的降低，使得股权资本成本会随之降低，而利润增长预期会提高，这两因素共同推高了估值。而悲观环境下，股权风险溢价上升导致股权资本成本上升，利润增长预期也会大幅下降，这些因素又共同压低估值。我们看到 06-07 年估值大幅上扬的牛市，08 年估值下挫的熊市以及 09 年以来的估值回复过程中出现的估值大幅波动其实都是如此。

表 2：基于三阶段股利贴现模型的估值（市盈率）情景分析表

| 估值情景分析 |        | 未来五年上市公司利润年均增长率预期的假定 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|--------|--------|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |        | 23%                  | 22%   | 21%   | 20%   | 19%   | 18%   | 17%   | 16%   | 15%   | 14%   | 13%   | 12%   | 11%   |
| 股权资本成本 | 7.00%  | 102.18               | 89.19 | 77.81 | 67.85 | 59.64 | 52.41 | 46.04 | 39.77 | 34.94 | 31.89 | 29.11 | 26.55 | 24.21 |
|        | 7.50%  | 78.95                | 69.06 | 60.38 | 52.78 | 46.52 | 40.99 | 36.12 | 31.31 | 27.60 | 25.24 | 23.07 | 21.09 | 19.27 |
|        | 8.00%  | 63.59                | 55.74 | 48.85 | 42.80 | 37.82 | 33.42 | 29.54 | 25.68 | 22.72 | 20.81 | 19.06 | 17.45 | 15.98 |
|        | 8.50%  | 52.73                | 46.31 | 40.68 | 35.73 | 31.65 | 28.04 | 24.86 | 21.68 | 19.24 | 17.65 | 16.20 | 14.86 | 13.63 |
|        | 9.00%  | 44.66                | 39.31 | 34.60 | 30.46 | 27.05 | 24.03 | 21.37 | 18.69 | 16.64 | 15.29 | 14.06 | 12.92 | 11.87 |
|        | 9.50%  | 38.46                | 33.92 | 29.92 | 26.40 | 23.51 | 20.94 | 18.66 | 16.37 | 14.62 | 13.46 | 12.39 | 11.41 | 10.51 |
|        | 10.00% | 33.56                | 29.66 | 26.22 | 23.19 | 20.69 | 18.48 | 16.52 | 14.53 | 13.02 | 12.00 | 11.07 | 10.21 | 9.42  |
|        | 10.50% | 29.59                | 26.21 | 23.22 | 20.58 | 18.41 | 16.48 | 14.77 | 13.03 | 11.71 | 10.81 | 9.98  | 9.22  | 8.52  |
|        | 11.00% | 26.34                | 23.37 | 20.75 | 18.43 | 16.53 | 14.83 | 13.33 | 11.79 | 10.62 | 9.82  | 9.08  | 8.40  | 7.78  |
|        | 11.50% | 23.62                | 21.00 | 18.68 | 16.63 | 14.95 | 13.45 | 12.11 | 10.74 | 9.70  | 8.98  | 8.32  | 7.71  | 7.15  |
|        | 12.00% | 21.32                | 18.99 | 16.93 | 15.11 | 13.61 | 12.27 | 11.08 | 9.85  | 8.92  | 8.27  | 7.67  | 7.12  | 6.61  |
|        | 12.50% | 19.36                | 17.28 | 15.43 | 13.80 | 12.46 | 11.26 | 10.19 | 9.08  | 8.24  | 7.65  | 7.11  | 6.61  | 6.15  |
|        | 13.00% | 17.67                | 15.80 | 14.14 | 12.67 | 11.46 | 10.38 | 9.42  | 8.41  | 7.65  | 7.12  | 6.62  | 6.17  | 5.74  |
|        | 13.50% | 16.20                | 14.51 | 13.01 | 11.68 | 10.59 | 9.61  | 8.74  | 7.82  | 7.14  | 6.65  | 6.19  | 5.77  | 5.39  |

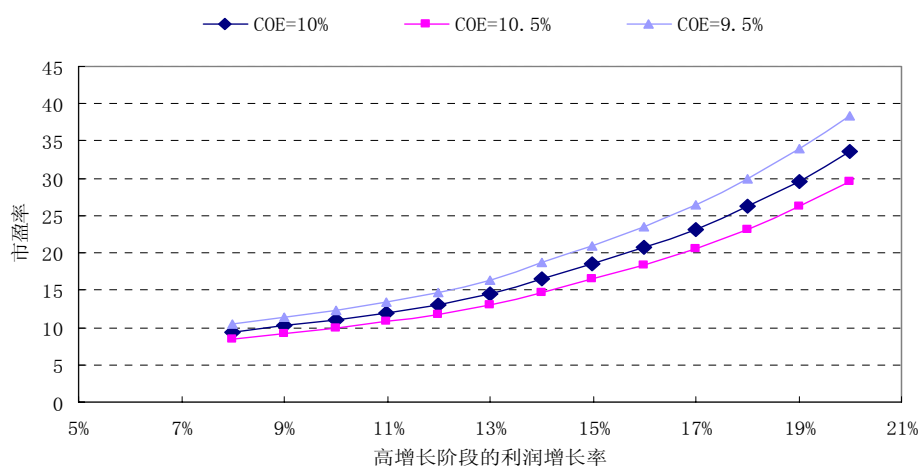
资料来源：渤海证券研究所

我们根据估值模型分析过影响估值变动的一些因素，并有以下几个重要的结论：（1）企业利润增长预期的变化将直接导致估值水平的大幅波动（2）高估值阶段估值变化对增长率预期的敏感性较大（3）高估值阶段市盈率对股权资本成本的敏感性更高。

这些结论告诉我们，当市场再次进入高估值区域时，市场的敏感性会更高，因此未来我们需要更加提防市场的大幅波动。

此外，根据不同股权资本成本下的估值比较（图 21），通过敏感性分析，我们得出以下结论：（1）若降息 50 个基点可能直接提供 10%-15% 的估值上升空间，反之亦然；（2）增长率预期每增减 1%，估值水平增减 12% 左右。从过去一年市场表现来看，市场对于降息的反应总是滞后的，而增长率预期则可能更快的反应到市场的估值波动之中，即便这种预期开始时只是情绪化的因素。而未来普遍担忧的通胀预期即便形成，从而导致出现加息的情况，也不会在较短时间对市场对估值形成负面影响。

图 23：不同股权资本成本下的估值曲线比较(COE：表示股权资本成本)



资料来源：渤海证券研究所

根据 24-33 倍静态市盈率区间以及 2.8-3.8 倍的静态市净率区间，我们测算对应的上证指数区间为 2400-3300 点。

表 3：09 年下半年不同估值水平下对应的指数点位

| 09 年静态市盈率 | 09 年动态市盈率<br>(按 09 年 20%增长<br>估计) | 09 年静态市净率 | 对应上证指数点位 |
|-----------|-----------------------------------|-----------|----------|
| 24        | 20                                | 2.8       | 2400     |
| 27        | 22.5                              | 3.1       | 2700     |
| 30        | 25                                | 3.5       | 3000     |
| 33        | 27.5                              | 3.8       | 3300     |

资料来源：渤海证券研究所

### 小结:

综合本文的观点,我们认为,流动性对市场估值的驱动力是极为明显的,流动性与估值的相关性也是长期存在的,这其中 M1 增速由于明显的周期性特征对于市场具有更好的指示意义,而 M1-M2 则更接近市场估值的波动趋势。09 年下半年,流动性充裕的特征还会有所持续,尤其是 M1 增速仍然是处在向上趋势之中,市场真正见顶恐怕还需待到 M1 增速出现拐点之后的某个时间,这也是我们认为下半年市场仍有继续上行动力的重要因素。从当前的市净率情况来看,我们认为下半年在流动性的后续推动以及经济走出通缩的影响下,市净率向均值水平回归的可能性较大。因此,目前估值的均值回复过程仍有望持续,但由于 M1 增速和 CPI-PPI 都已近历史高位以及估值均值压制等因素,未来估值持续上升之后的压力也会逐渐加大。

根据我们的股利贴现模型,结合对未来一段时间流动性以及经济走出通缩影响估值趋势的判断,我们测算 2009 年下半年市场估值定位将主要在 24-33 倍静态市盈率区间,对应市净率区间在 2.8 至 3.8 倍,对应的上证指数区间在 2400-3300 点左右。

结合流动性的后续推动、走出通缩的预期以及估值向均值回归的趋势,09 年下半年 A 股市场仍存在继续上行的动力,不过由于 M1 增速、CPI 和 PPI 剪刀差的拐点都有可能在下半年出现,未来会给市场估值进一步上升带来压力。如若下半年实体经济的复苏能出现更为乐观的情况,并进一步夯实市场估值基础,降低动态估值水平,市场也有可能存在更大的上行空间。

**风险提示:** 此报告所载的资料及推测是基于报告发表日之前的历史数据的判断、分析,仅供于投资参考,并不能保证日后由于股票市场波动或股市环境变化,所有判断结论均能实现。投资者需注意市场风险,合理判断,谨慎投资。

**渤海证券股票投资评级说明**

- 1、买 入：未来12个月内股价超越大盘15%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘15%以上。

**渤海证券行业投资评级说明**

- 1、增 持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减 持：行业股票指数明显弱于大盘。

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

## 渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划  
周华敏  
+86 22 2845 1869

副所长·基金  
谢富华  
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略  
马静如  
+86 22 2845 1665

副所长·行业  
吴鹏飞  
+86 10 5836 2786

商业旅游行业研究  
陈慧  
+86 22 2845 1135

电力行业研究  
崔健  
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究  
齐艳莉  
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究  
闫亚磊  
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究  
张顺  
+86 22 2845 1625

机械行业研究  
李强  
+86 22 5836 2766

石油、石化行业研究  
张延明  
+86 22 2845 1653

基础化工行业研究  
刘威  
+86 10 5836 2155

医药行业研究  
马霏霏  
+86 22 2845 1945

金融行业研究  
张继袖  
+86 22 2845 1849

房地产行业研究  
周户  
+86 10 5836 2768

有色行业研究  
靳海明  
+86 10 5836 2778

汽车、航空制造行业研究  
张立平  
+86 10 5836 2780

通信、传媒、家电行业研究  
张晓亮  
+86 10 5836 2156

电力、电力设备行业研究  
李新渠  
+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究  
唐笑  
+86 10 5836 2159

金融工程与权证研究  
何翔  
+86 22 2845 1808

股指期货与衍生产品研究  
房振明  
+86 22 8837 0816

股指期货与衍生产品研究  
徐莉莉  
+86 22 2845 1659

产品设计和可转债研究  
章辉  
+86 22 2845 1977

债券研究  
徐华  
+86 22 2845 1137

宏观策略研究  
黄锋  
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论研究  
吕玉忠  
+86 22 2845 1857

策略研究  
周喜  
+86 22 2845 1972

营销主管  
郭靖  
+86 22 2845 1879

**博士后工作站:**

资产证券化研究  
刘惠杰博士  
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究  
黄亚玲博士  
+86 22 2836 5293

## 渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)