

洗尽铅华

报告日期 2009-08-25

报告关键点：

- 中报提示，预计2010年A股动态PE将下降至19倍，ROE将达到15%；
- 历史经验表明，A股市场的高估值一般是通过时间周期来消解的；
- 无论与金砖四国进行横向对比或自身纵向对比，A股都已显示出吸引力。

报告摘要：

- 在本轮全球股市升浪中，A股涨幅仅排在新兴市场中等偏下水平，考察2001年以来的长期涨幅，亦处于落后水平。从经济增长、企业盈利增速和稳定性来看，都难以解释A股市场的表现。唯一的解释是A股市场在过去的十年间一直在还2001年泡沫高峰期高估值的债。横向比较A股市场与金砖四国之间的估值水平，我们认为还债的过程已经接近尾声。
- 根据已公布中报数据，我们预计A股09年加权每股EPS将达到0.40元，2010年进一步上升至0.52元，A股动态PE也将下降至19倍。从当前盈利与估值情况看，A股并未出现显著高估。
- 针对部分投资者所担心的流动性紧张对估值的影响，即使假设未来A股流动性与03年底的极端情况相同，但考虑到ROE在2010年将回升至15%，结果显示目前的估值处于可以维持的水平。
- 综上，经历了近期调整后，我们认为A股市场无论是与金砖四国横向对比还是同自身纵向对比，都显示出一定吸引力。只要未来不实施严格的数量化信贷管制，A股市场仍能够保持上涨趋势。
- 行业方面，我们继续维持月报中的观点，在市场休养生息的阶段，中下游行业如医药、化工、零售、机械以及主题投资将会相对活跃。

指数表现(%)

指数	本周表现	本月表现
深证综数	3.99	12.69
沪深 300	3.58	11.16
上证 180	3.52	10.33
上证 50 指	3.39	9.39
深证成指	3.35	13.53
上证综指	2.43	7.78

行业表现前 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
医药	0.61	-11.04
家电	-0.20	-11.46
化工	-0.68	-12.65
饮料	-0.79	-11.45
电力	-1.03	-14.25

行业表现后 5 名(%)

指数	本周表现	前周表现
纺织	-4.93	-15.52
信息	-6.03	-14.33
钢铁	-6.17	-14.51
有色	-7.59	-14.25
房地产	-10.96	-8.87

风格指数表现(%)

指数	本周表现	前周表现
低价股指	-2.85	-12.39
亏损股指	-2.90	-11.95
小盘指数	-3.10	-12.92
高市盈率	-4.33	-13.66
高市净率	-4.40	-12.37
中市净率	-4.65	-11.62

安信策略研究组

程定华	首席策略分析师
021-68766193	chengdh@essence.com.cn
张治	高级策略分析师
021-68766135	zhangzhi@essence.com.cn
诸海滨	策略分析师
021-68766170	zhuhb@essence.com.cn
范妍	助理策略分析师
021-68765053	fanyan@essences.com.cn

前期研究成果

- 《休整是为了更好地前行》2008-08-10
- 《上升趋势仍将延续》2009-07-08
- 《从“绿芽”到“森林”之路》2009 年 6 月 12 日
- 《蓄势待发》2009-05 月 04 日
- 《新一轮资产泡沫正在酝酿》2009 年 4 月 8 日

1. 安信上周聚焦

1.1. IMF：全球经济复苏已经开始

国际货币基金组织（IMF）首席经济学家布兰查德 8 月 18 日表示，全球经济复苏已经开始，但要实现持续性复苏，还需要美国再度将焦点转移至出口，亚洲将焦点转移到进口上来。他指出，潜在经济产出可能要低于金融危机爆发前的水平；经济增长将不足以减少失业，失业率将在明年某个时候触顶。他还表示，中国可以通过提高进口需求，放开人民币升值等措施来帮助美国出口，其它亚洲新兴国家也能通过让货币升值来刺激内需。

1.2. 贝南克：经济复苏步伐起初可能相对缓慢

美联储主席贝南克周五表示，虽然全球经济进一步企稳，但他并不认为经济会迅速复苏。贝南克在怀俄明州杰克逊向央行官员和全球财政官员表示，美国及海外的经济活动状况似乎正在企稳；并称短期内经济恢复增长的前景看上去良好。

不过贝南克也表示，经济复苏步伐起初可能相对缓慢，失业水平只会从高位逐渐下降。贝南克指出，自美联储官员去年在怀俄明州出席年会至今，全球经济形势已经得到显著改善。不过贝南克称，一些重大的挑战依然存在。例如，目前全球金融市场面临的紧张状况，以及企业和家庭在获得信贷方面仍在遇到的困难。贝南克的讲话强化了美联储在本月早些时候发表的政策声明中所阐述的立场。美联储在该公告中重申，计划将利率长期维持在接近于零的纪录低位。华尔街部分经济学家认为，这场数十年来最严重的金融危机已经结束，或者即将结束。

1.3. 美国 7 月份成屋销量上升 7.2

美国 7 月份成屋销量增至近两年以来的最高水平，因房屋价格下降以及税收优惠措施继续吸引房屋购买者。经季节性因素调整后，7 月份成屋销量折合成成年率为 524 万套，较 6 月份上升 7.2，升幅高于预期，并创下十多年来的最大较上月百分比升幅。

此前分析师预计，7 月份成屋销量折合成成年率为 500 万套。美国全国地产经纪商协会上个月曾公布，6 月份成屋销量折合成成年率为 489 万套，较 5 月份上升 3.6。该协会并未对此数据进行修正。

在 7 月份成屋销量中，止赎房产销售和短售大约占 31。7 月份成屋销售价格中值为 178,400 美元，较 2008 年 7 月份下跌 15.1。截至 7 月底的待售成屋存量上升 7.3，至 409 万套。库存空置指标为 9.4 个月，6 月份为 9.4 个月。

1.4. 7 月领先经济指标暗示美国经济恢复增长

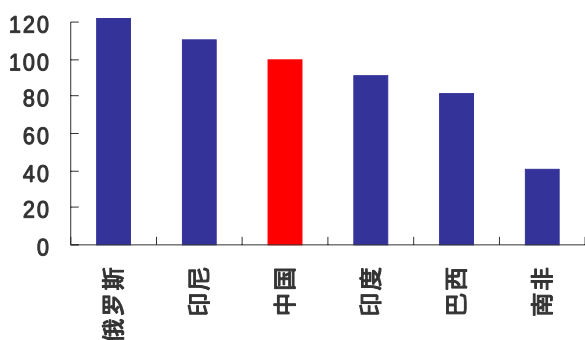
美国经济咨商局周四发布报告称，美国 7 月领先经济指标指数环比上涨了 0.6；至此该指数已经连续第四个月攀升，这意味着美国经济可能即将恢复增长。6 月领先经济指标指数被向上修正为上涨 0.8。7 月领先经济指标指数的各分项指数当中，利率展期指数成为最大的上涨推动因素，消费者预期指数成为最大的拖累因素。从整体来看，7 月领先经济指标指数的 10 个分项指数当中有 6 项攀升，3 项下滑，1 项持平。经济咨商局报告称，随着最近几个月以来的领先经济指标指数连续攀升，对未来 6 个月的经济增长率预期指数已经上涨至 3，创 2004 年中以来最高水平。在过去 6 个月内，该指数下降了 2.8。7 月份的耦合指数与上月持平，此前该数字已经连续 8 个月下降。7 月份的滞后指数下降了 0.3。

2. 中国与新兴市场

本周我们考察了与中国同处于「金砖四国」的巴西、印度、俄罗斯，以及被国际投资者称为「新新兴市场」的 VISTA 五国中情况较好的印尼、南非等经济体股票市场的情况。

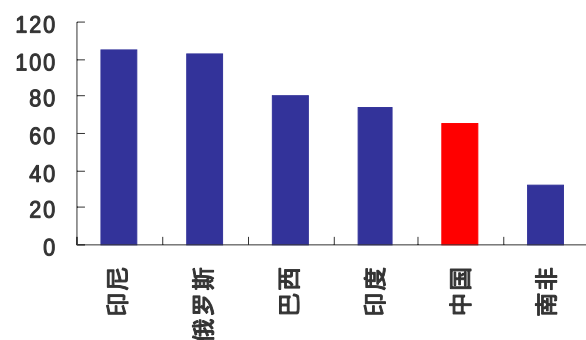
我们发现，与中国投资者所普遍预期不同：在此轮金融海啸后全球股市的升浪中，中国 A 股市场的涨幅并未大幅超越其它新兴市场国家。事实上，就涨幅的情况而言，A 股仅处于中游水平（图 1），如果再考虑到近期所经历剧烈调整，A 股实际涨幅已经位于倒数第二（图 2）。

图 1 本轮新兴市场最大涨幅：A 股处于中等水平



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

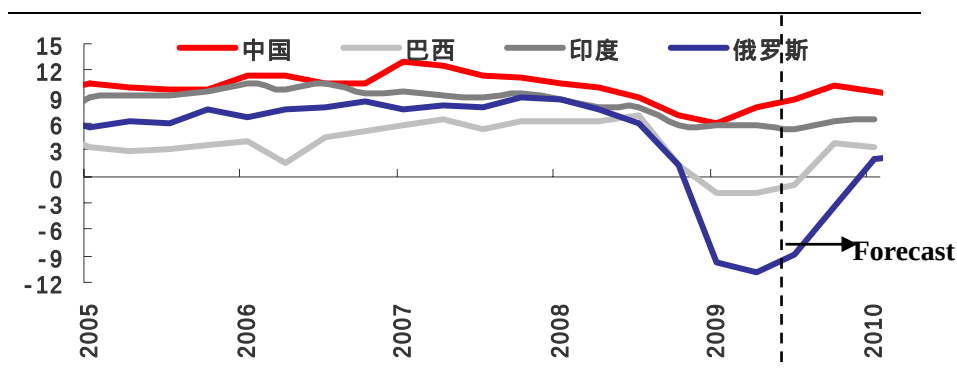
图 2 经历近期调整，A 股涨幅已位于倒数第二



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

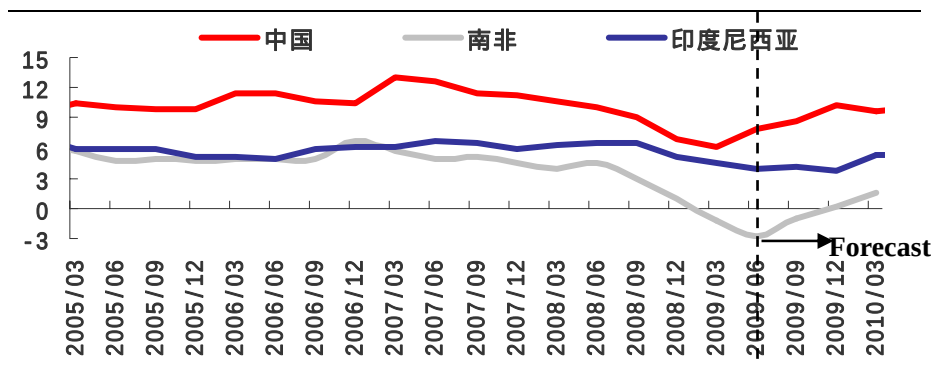
但是从上述各经济体的基本面情况来看，无论在经济增速（图 3-图 4），还是企业的盈利增长或者股票市场整体 ROE 水平（表 1），我们发现中国的各项指标均处于领先地位。

图 3 金砖四国名义 GDP 同比增速及预测 (%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 4 实际 GDP 同比增速 (%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

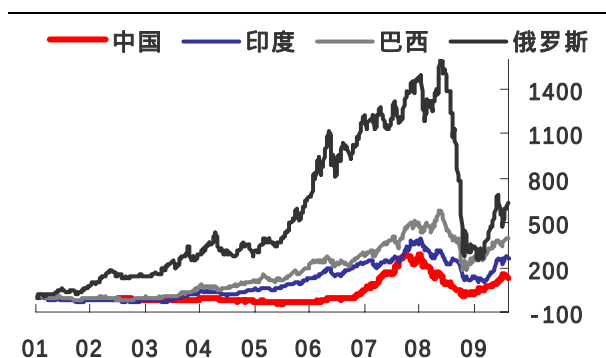
表 1、新兴经济体前景展望

	GDP 增速		ROE		盈利增速	
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
俄罗斯	-7.9	2.5	9.56	10.48	-40.71	19.72
南非	-0.65	2.75	14.23	15.85	-27.48	25.50
巴西	-0.15	3.7	17.06	17.71	-12.13	29.53
印度	6.42	6.97	12.47	14.81	-6.99	18.87
印尼	4	5.3	15.70	16.47	0.73	16.10
中国	8.76	8.34	13.04	14.65	9.13	21.21
平均			10.64	13.95	-12.91	21.82

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

另外如果从长期角度，将 01 年以后各个市场涨幅进行对比，我们也发现无论是在金砖四国中（图 5），还是与南非、印尼等后起之秀相比（图 6），中国股票市场亦处于落后状态。

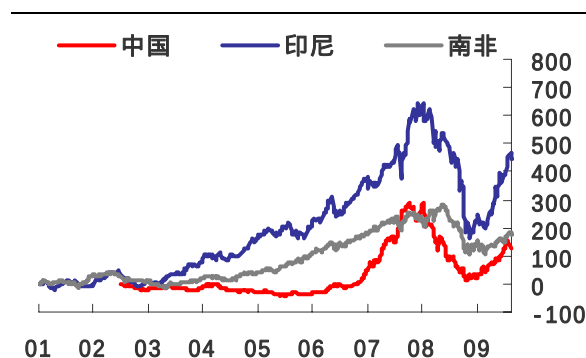
图 5 2001 年以来中国与金砖四国涨幅对比



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

注：(为保持可比性，A 股选取 180 指数，其他新兴市场选取成分股类指数)

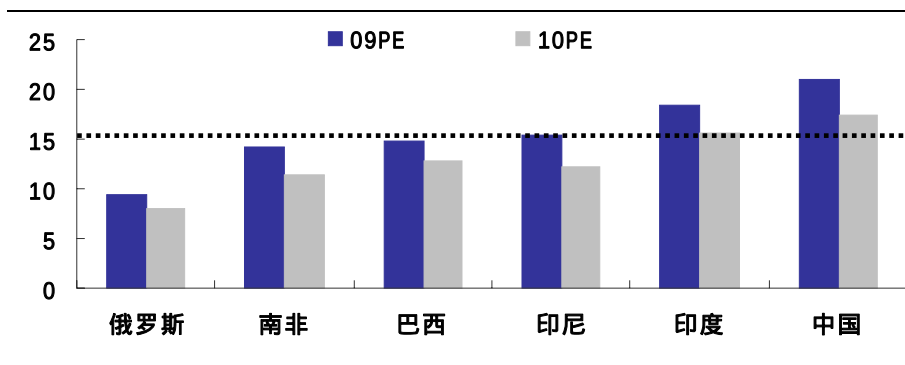
图 6 2001 年以来中国与印尼、南非涨幅对比



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

对此，我们的解释是：A 股市场在过去的十年间一直在还 2001 年泡沫高峰期高估值的债。自 1996 年至 2001 年，A 股市场在企业盈利水平逐年下降的情况下，由于供应层面的控制和流动性泛滥，出现了一次巨大的投机性泡沫行情。2001 年泡沫高峰期间市盈率接近 70 倍。之后，A 股市场估值水平一直趋势性下降。到目前为止，A 股的估值水平已经接近上述六国的情况，估值差异显著缩小（图 7）。A 股市场通过一个漫长的时间周期逐步消解了估值方面的“堰塞湖”。

图 7 A 股估值已经接近金砖四国平均水平



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

如果说之前 A 股因受到高估值所制约，表现相对落后的话，考虑到如今估值已与新兴市场基本接轨，且中国经济增速、企业盈利较其他国家存在优势，我们判断 A 股经历调整后，当前已处在正常甚至略有优势的状况。同时在其他新兴市场仍保持良好上涨趋势的背景下，A 股单独走出熊市概率亦不大。

3. A 股盈利与估值

回到 A 股方面：截止上周末，共有 1047 家公司已经发布了中期报告。随着大部分公司的业绩公布，A 股市场 2 季度盈利情况日渐清晰。

表 2、已公布中报公司二季度净利润同比增速估算%（单位：百万元）

	市值权重	2008-2Q 利润	已公布 公司本 季利润	已公布公 司去年 2 季利润	已公布公司 去年 2 季利润 占比 /	估算该行 业本季度 利润 /
农林牧渔	1.00	817.9	435.0	584.8	71.50%	608.4
采掘	17.25	44477.1	4272.1	7038.3	15.82%	26996.8
化工	8.72	10963.1	3958.5	7217.4	65.83%	6012.9
黑色金属	3.89	25019.0	-1760.5	10941.3	43.73%	-4025.6
有色金属	4.32	9180.8	2340.3	4990.7	54.36%	4305.2
建筑建材	3.35	6508.7	4323.9	2995.7	46.03%	9394.4
机械设备	3.70	7011.2	5660.8	5180.7	73.89%	7660.8
电子	1.09	1348.3	-513.9	774.0	57.41%	-895.1
交运设备	2.90	6549.6	2240.9	3112.7	47.53%	4715.2
信息设备	1.10	1230.0	1620.8	1212.9	98.61%	1643.6
家用电器	0.94	2451.5	1766.9	788.3	32.16%	5494.7
食品饮料	2.56	3398.5	4023.3	3316.3	97.58%	4123.0
纺织服装	0.83	2148.2	676.8	411.4	19.15%	3534.3
轻工制造	0.74	1844.0	626.3	728.7	39.52%	1585.0
医药生物	2.86	4095.8	2627.1	2454.9	59.94%	4383.2
公用事业	3.80	326.7	6311.6	-1000.7		
交通运输	5.08	21057.8	4072.3	5508.4	26.16%	15567.9
房地产	5.42	8322.7	9159.0	5986.3	71.93%	12733.6
金融服务	25.44	131925.7	84462.1	78742.8	59.69%	141507.8
商业贸易	2.03	4580.0	1726.0	1591.9	34.76%	4965.9
餐饮旅游	0.34	494.5	464.0	362.7	73.35%	632.6
信息服务	1.99	4055.8	1363.6	1216.5	29.99%	4546.4
综合	0.67	542.5	459.5	243.0	44.78%	1026.1
合计		298349.3				256517.0

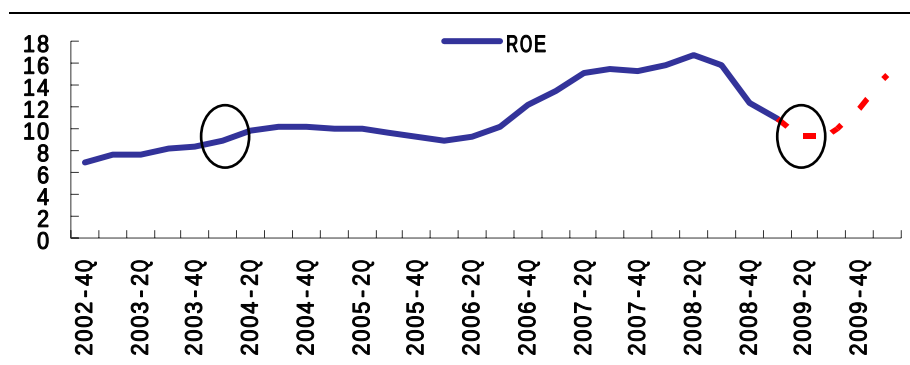
数据来源：Wind，安信证券研究中心

根据已公布中报公司所处行业所市值权重、利润占比等情况，表 2 我们计算出 2 季度 A 股净利润同比增速大约-10~-14%。根据上述利润增速，我们进一步计算出上半年加权每股 EPS0.19 元，09 年全年 0.40 元（假设下半年利润环比增长 10%）。

考虑到息差见底，金融业明年盈利将重新恢复增长，预计 2010 年 A 股整体盈利增速将可以达到 30%，其对应每股 EPS 0.52 元，A 股动态 PE 也将由 33 倍下降至 19 倍，ROE 则会回升至 15%的水平（图 8）。我们认为当前 A 股市场估值与盈利匹配仍处于合理状态。

即使针对部分投资者所担心的，在流动性相对紧张状态下目前估值是否能维持？我们也参考了 A 股历史上 2003 年底-2004 年初的情况。之所以选取这一时段：一方面是因为与当前 A 股 ROE 水平基本相同（图 8）；更重要的是，当时实体经济对流动性需求极为旺盛，股票市场流动性较为紧张。

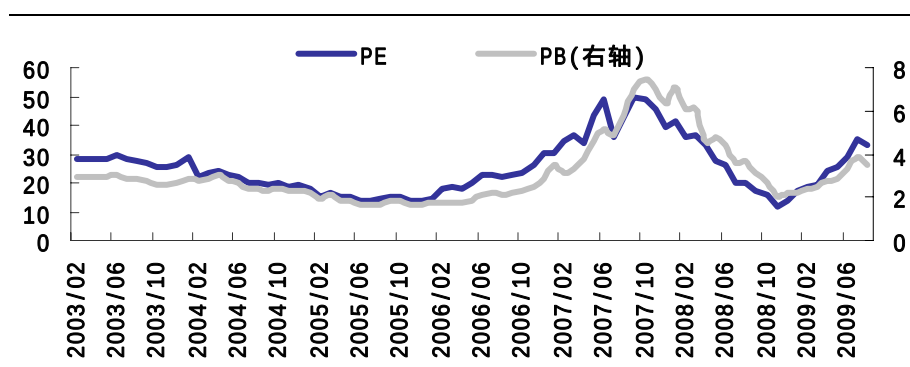
图 8 A 股市场 ROE（%）



数据来源：安信证券研究中心

当时 A 股对应 PE24~25 倍，PB 2.5 倍（图 9），因此即使假设未来 A 股流动性情况与 03 年底的极端情况相同，但考虑到未来 ROE 将恢复至 15%，当前动态 PE(19-21 倍)，PB3.5 倍的估值也仍处于可以维持的水平。

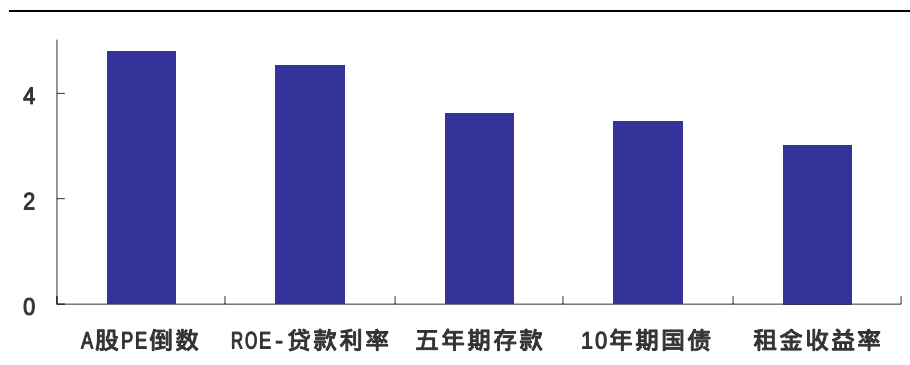
图 9 A 股 PE（TTM）和 PB



数据来源：安信证券研究中心

基于上述分析，我们判断只要未来在信贷方面不实行严格的数量化控制，A 股市场整体上涨趋势将能够维持。同时需要强调的是：经过本轮调整，A 股市场无论是横向对比还是纵向对比都显示出一定吸引力，更何况目前相对其他资产而言，股票仍是最便宜的资产（图 10），因此我们仍对 A 股市场下半年市场保持乐观态度。

图 10 大类资产收益率比较(%)



数据来源：安信证券研究中心

注：(2010年A股PE)

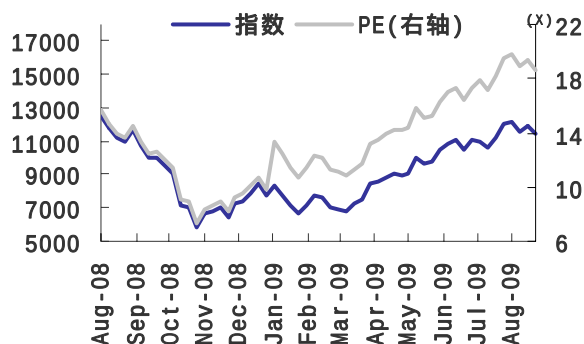
行业方面，我们继续维持月报中的观点，在市场休养生息的阶段，中下游行业如医药、化工、零售、机械以及主题投资将会相对活跃。

4. 国际资产价格跟踪

主要国际市场指数变化及估值，请见下页附表。

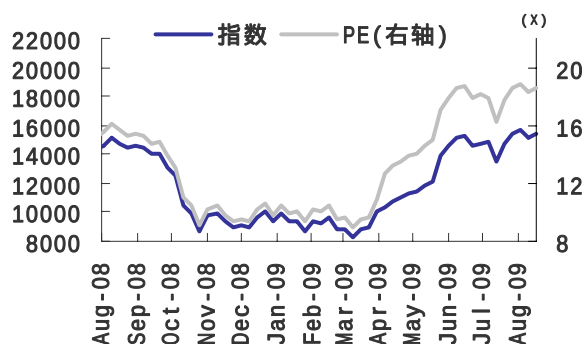
新兴市场

附图 1 香港国企指数与 PE



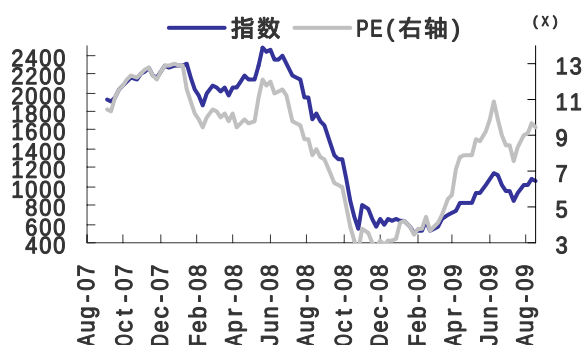
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 2 印度孟买 SENSEX 指数与 PE



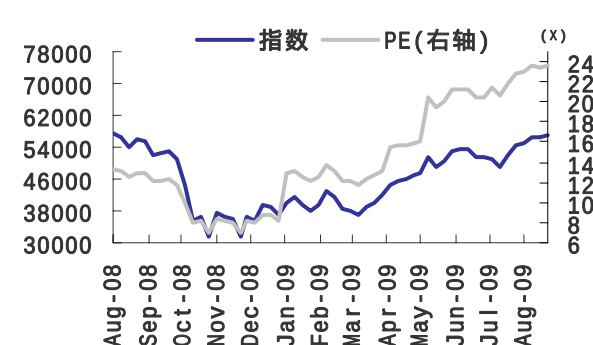
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 3 俄罗斯 RTSI 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

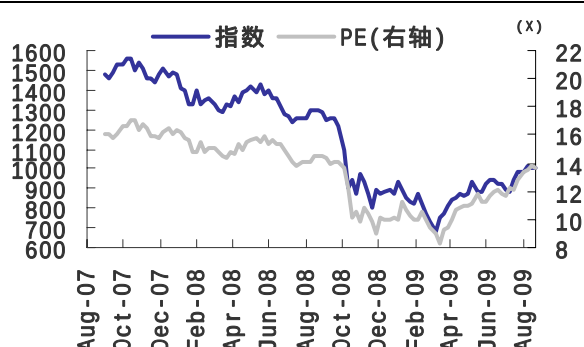
附图 4 巴西圣保罗 IBOV 指数与 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

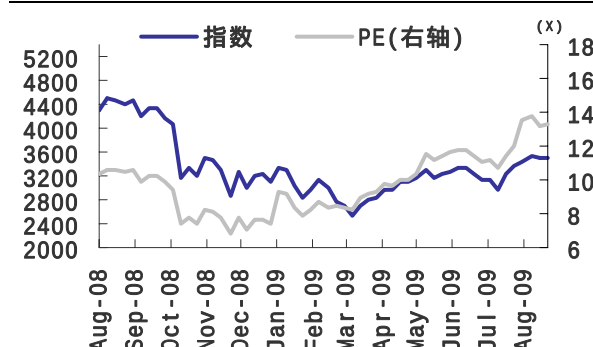
成熟市场

附图 5 美国标准普尔 500 指数与 PE



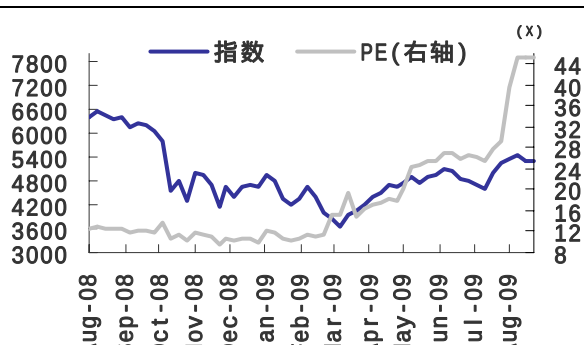
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 6 法国 CAC 指数与 PE



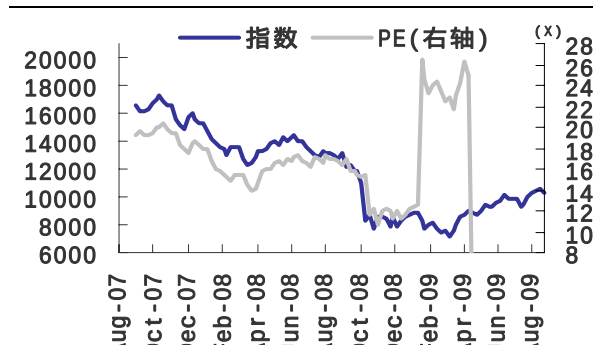
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 7 德国 DAX 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

附图 8 日本 NKY 指数与市场 PE



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

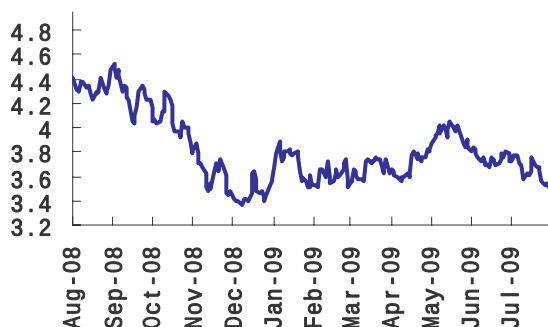
债券市场

附图 9 美国 10 年公债收益率



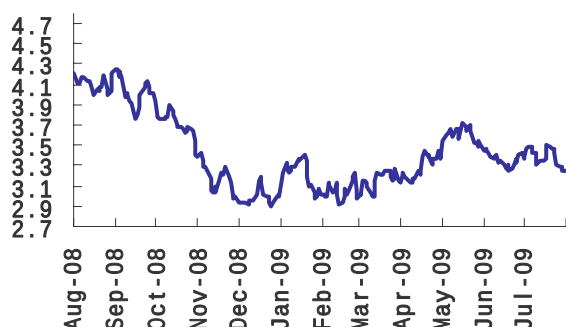
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 10 法国 10 年公债收益率



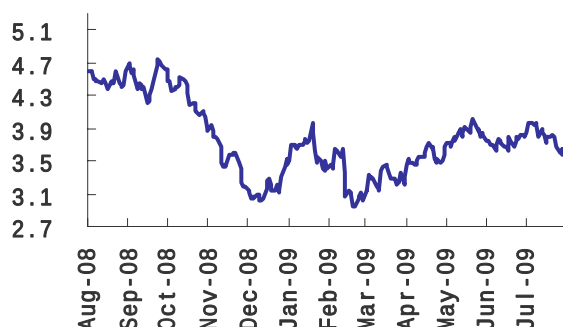
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 11 德国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

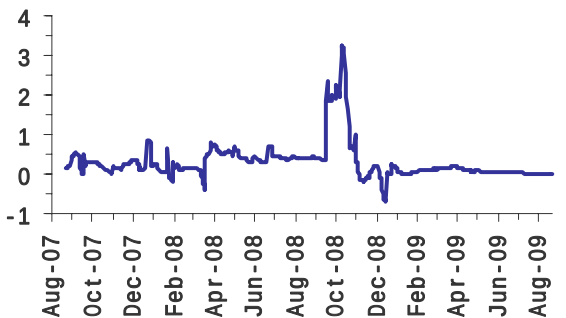
附图 12 英国 10 年公债收益率



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

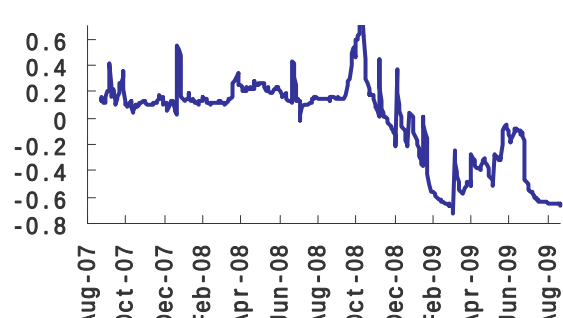
拆借利率

附图 13 美元周拆借利率与基准利率差(%)



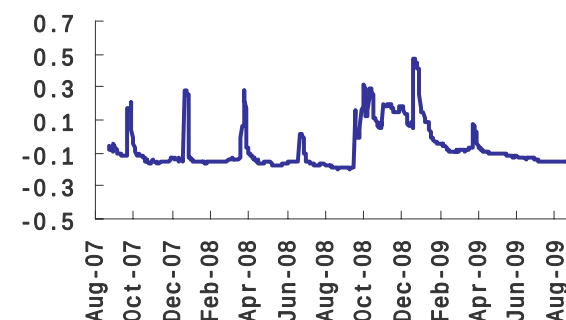
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 14 欧元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 15 日元隔夜拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

附图 16 港元月拆借利率与基准利率差(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

国际主要市场表现及估值

市场	最新指数	5 日涨 跌(%)	1 月涨 跌(%)	3 月涨 跌(%)	09PE	10 PE(e)	09PB	10PB(e)
美国标准普尔指数	1007.37	-0.53	5.53	13.40	13.73	16.87	2.07	1.86
美国纳斯达克综指	1989.22	-1.00	3.81	17.34	18.34	24.61	2.38	2.28
日本 NKY 指数	10238.20	-3.39	6.07	10.51	23.51	45.58	1.37	1.29
法国 CAC 指数	3509.08	0.40	6.24	9.07	13.26	12.16	1.27	1.18
德国 DAX 指数	5314.48	0.10	4.33	8.44	16.87	15.72	1.40	1.31
英国富时 100 指数	4761.33	1.00	6.25	9.57	14.48	13.63	1.79	1.58
孟买 SENSEX 指数	15059.55	-2.28	-0.02	9.63	17.55	17.63	3.27	2.44
俄罗斯 RTSI 指数	1023.27	-3.46	3.60	2.19	6.65	8.93	0.92	0.78
巴西圣保罗 IBOV 指数	56831.48	-0.38	6.76	13.46	12.07	14.47	1.88	1.65
韩国 KOSPI 指数	1580.98	-0.66	6.18	11.21	14.38	14.18	1.25	1.21
泰国 SET 指数	641.97	-1.88	5.27	16.98	12.95	11.70	1.40	1.32
台湾 TWSE 指数	6654.80	-5.87	-4.29	-0.95	18.51	23.09	1.63	1.63
澳证 200 AS51 指数	4290.60	-3.82	5.92	12.50	13.74	15.77	1.74	1.67
新加坡海峡时报指数	2545.73	-3.26	3.72	15.14	13.70	16.44	1.52	1.45
印度尼西亚 JCI 指数	2327.66	-2.87	8.44	23.44	15.55	14.58	2.58	2.22
马来西亚 KLCI 指数	1164.02	-2.07	2.58	12.40	19.90	16.85	1.98	1.79
巴基斯坦 KSE100 指数	8054.01	0.53	3.49	15.56	6.78	7.82	1.46	1.22
越南综指	519.17	2.40	24.67	25.86	16.94	17.54	2.58	
恒生指数	20199.02	-3.32	3.58	17.44	19.43	17.28	1.95	1.75
上海综合指数	2960.77	-2.83	-7.86	13.41	24.90	22.36	3.25	2.64

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究所撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究所所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究所对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

评级体系

公司收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

行业收益评级：

- 优于大势 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；
- 同步大势 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；
- 落后大势 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034