

A 股市场估值分析月报

戴爽(0755) 8249 2172
daishuang@lhqz.com

市场估值与指数运行区间

A 股市场目前整体的静态市盈率水平为 30.11 倍，继续下行并低于过去 12 年的历史均值水平 36.02 倍，如果按照（当前值-历史均值）/标准差来计算偏离度，那么当前的估值水平已经低于历史均值 0.49 倍标准差。

A 股市场目前整体的市净率水平为 3.12 倍，继续下行并低于过去 12 年的历史均值水平 3.64 倍，如果按照（当前值-历史均值）/标准差来计算偏离度，那么当前的估值水平已经低于历史均值 0.39 倍标准差。

A 股市场当前的静态 E/P 水平约为 3.32%，2009 年预测的动态 E/P 水平为 4.48%，1 年期存款利率维持在 2.25%，以 7 年期国债到期收益率目前维持在 3.19%。根据中原地产提供的数据，近期各城市房屋租金回报率持续下滑，当前房屋出租的平均收益率水平约为 2.95%，股票市场相对于楼市和债市而言，回报水平依然是最高的。

国际比较方面，英国和德国市场的静态市盈率水平继续上升，而 A 股市场回落至 30 倍附近，韩国市场目前的市盈率水平也要略高于国内；而市净率方面依旧是中国和印度居高不下，均超过了 3 倍，发达国家成熟股票市场的市净率水平一般维持在 1.3~2.0 之间。

行业估值

从 09 年动态市盈率来看，当前估值水平最低的行业为银行、公路、石化、建筑业、化学原料药、煤炭；而钢铁、公路、造纸包装、银行、铁路运输、航运业的市净率水平目前处于全行业的底部。

相对市盈率低于历史均值的行业为通信、银行、石油、化学原料药、公路、航运；市净率负向偏离历史均值最大的行业为公路、航运、银行、铁路运输、保险以及石油行业。

从行业 REP 比较来看，REP 偏低的行业有银行、通信、铁路、公路、石油、航运业，而保险、传媒、农业的 REP 值偏高。

依照分析师一致预期的净利润增长，我们可以简单的计算各行业的 PEG 水平（这里采用的是 2009 年预测市盈率数据）。进一步剔除掉由于基期过低导致超高增长率的行业，我们认为比较有投资价值的行业为化纤、汽车、建筑、食品、农业、建材以及家电。

估值结构

绝对涨幅来看，2009 年 1 月 1 日至 8 月 28 日，40.5% 的个股涨幅超过了 100%，80% 的个股涨幅超过了 50%，75.5% 的股票涨幅超过了上证指数同期的涨幅（57.1%）。从市盈率分布来看，静态市盈率超过 30 倍的公司比例约为 66.2%，结构性高估值有明显的缓解。

中小盘风格指数的累积涨幅已经超越大盘指数 10 个百分点以上，市场近期呈现出比较明显的中小盘强势的风格特征，但值得注意的一点是：我们编制的风格轮动指数在本周转为指向大盘风格，未来市场可能迎来新一轮的风格转换，（详细内容见最新一期的黄金眼系列报告）。

目 录

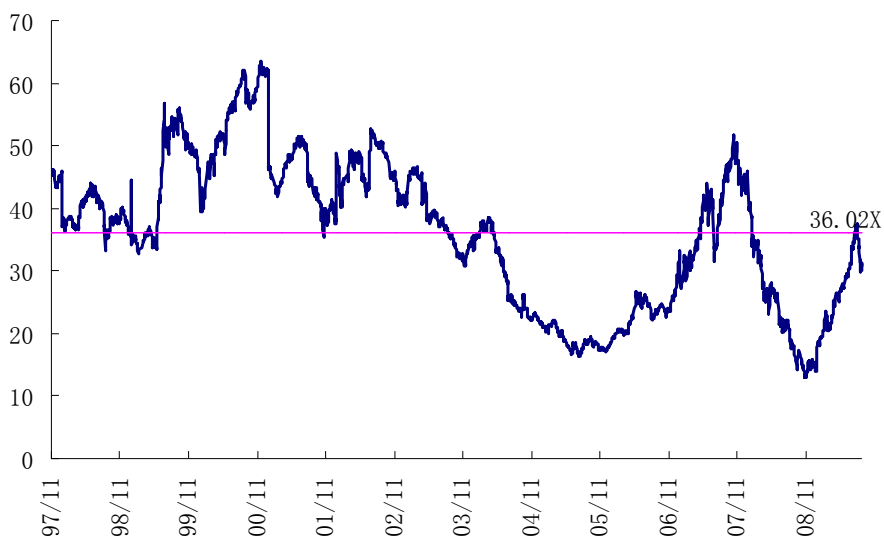
市场估值与指数运行区间	3
A 股估值与历史比较:	3
A 股估值与其他资产收益率比较:	5
A 股市场 DDM 绝对估值:	6
A 股估值与国际市场比较:	6
行业估值	8
各行业当前估值水平与历史估值水平比较:	8
行业 REP 比较:	10
行业相对于成长的估值:	11
估值结构	12
个股涨幅与估值分布:	12
风格涨幅与估值分布:	13

市场估值与指数运行区间

A股估值与历史比较:

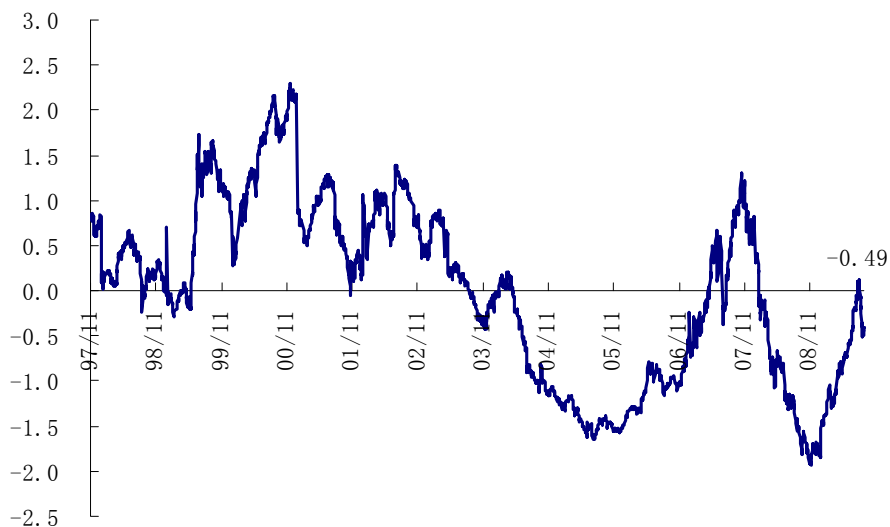
A股市场目前整体的静态市盈率水平为 30.11 倍, 继续下行并低于过去 12 年的历史均值水平 36.02 倍, 如果按照 (当前值-历史均值)/标准差来计算偏离度, 那么当前的估值水平已经低于历史均值 0.49 倍标准差。

图 1、1997~2009 年 A 股市场市盈率变化



数据来源: 联合证券研究所整理

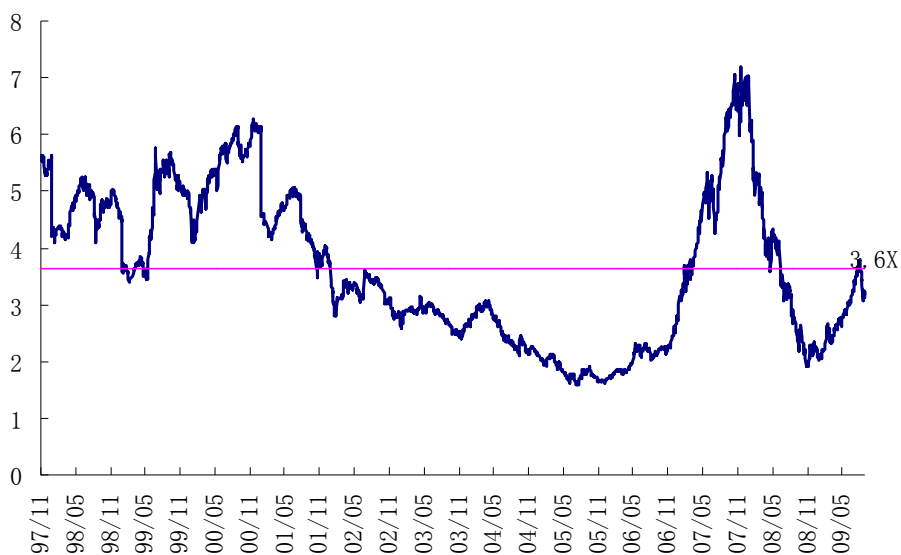
图 2、市盈率均值偏离度数据



数据来源: 联合证券研究所整理

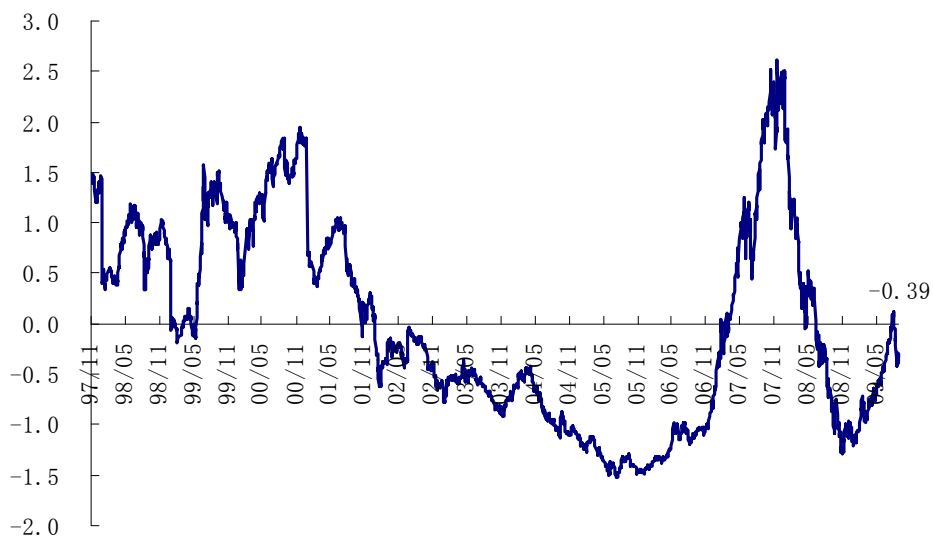
A 股市场目前整体的市净率水平为 3.12 倍，继续下行并低于过去 12 年的历史均值水平 3.64 倍，如果按照（当前值-历史均值）/标准差来计算偏离度，那么当前的估值水平已经低于历史均值 0.39 倍标准差。

图 3、1997~2009 年 A 股市场市净率变化



数据来源：联合证券研究所整理

图 4、市净率均值偏离度数据

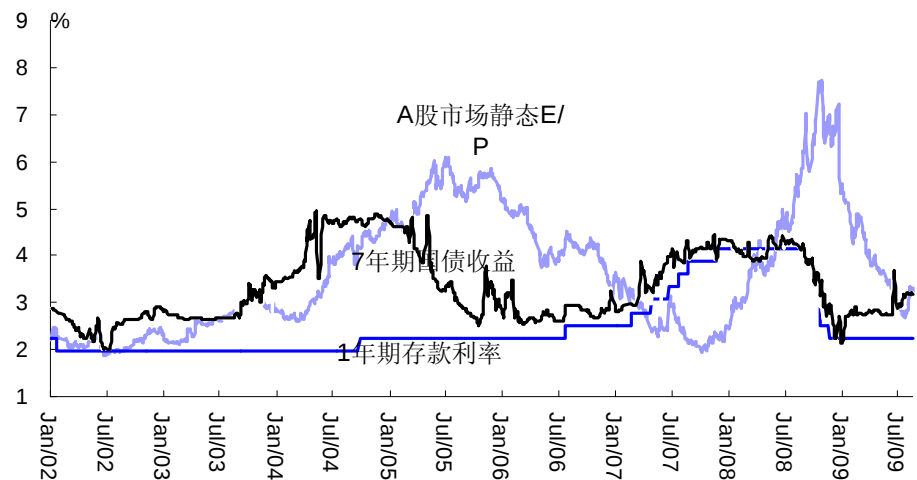


数据来源：联合证券研究所整理

A股估值与其他资产收益率比较:

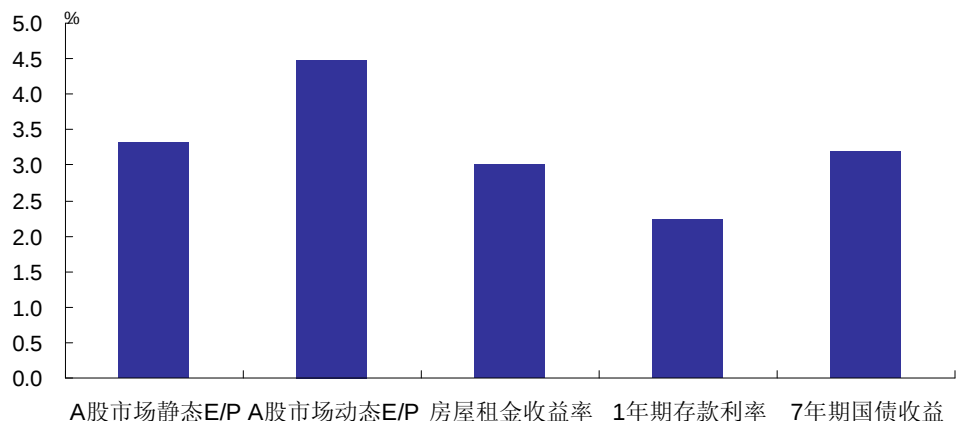
A股市场当前的静态 E/P 水平约为 3.32%，2009 年预测的动态 E/P 水平为 4.48%，1 年期存款利率维持在 2.25%，以 7 年期国债到期收益率目前维持在 3.19%。根据中原地产提供的数据，近期各城市房屋租金回报率持续下滑，当前房屋出租的平均收益率水平约为 2.95%，股票市场相对于楼市和债市而言，回报水平依然是最高的。

图 5、国内主要资产的收益率历史比较



数据来源：联合证券研究所整理

图 6、国内主要资产的收益率横截面比较



数据来源：联合证券研究所整理

A 股市场 DDM 绝对估值:

根据已披露的 09 年中报,我们对上市公司 09、10 年的净利润增速的假设进行了调整。在悲观、中性和乐观这三种情形下,我们预测上证指数的合理水平分别为 2728 点、3002 点和 3517 点,对应 09 年盈利的 PE 水平分别为 28.39 倍、28.64 倍和 30.98 倍。

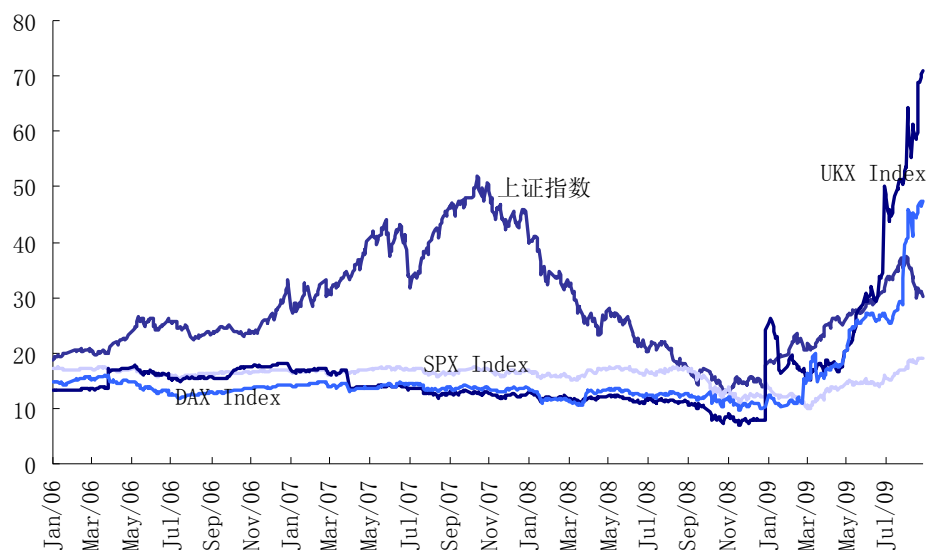
表 1、情景假设下的 A 股 DDM 估值

	显性阶段			半显性阶段 1	半显性阶段 2	永续阶段	上证指数合理水平
悲观情景	2008	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026 年后	
利润增速	-15%	10%	15%	15%	线性递减	4%	
分红率		35%	35%	40%	线性递增	53%	2727.81
股权成本		9%	8.5%	8.5%	8.5%	8%	
中性情景	2008	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026 年后	
利润增速	-15%	20%	15%	12.8%	线性递减	4%	
分红率		35%	35%	40%	线性递增	53%	3001.74
股权成本		8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8%	
乐观情景	2008	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026 年后	
利润增速	-15%	30%	25%	15%	线性递减	4%	
分红率		35%	35%	40%	线性递增	53%	3517.06
股权成本		8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8%	

数据来源: 联合证券研究所整理

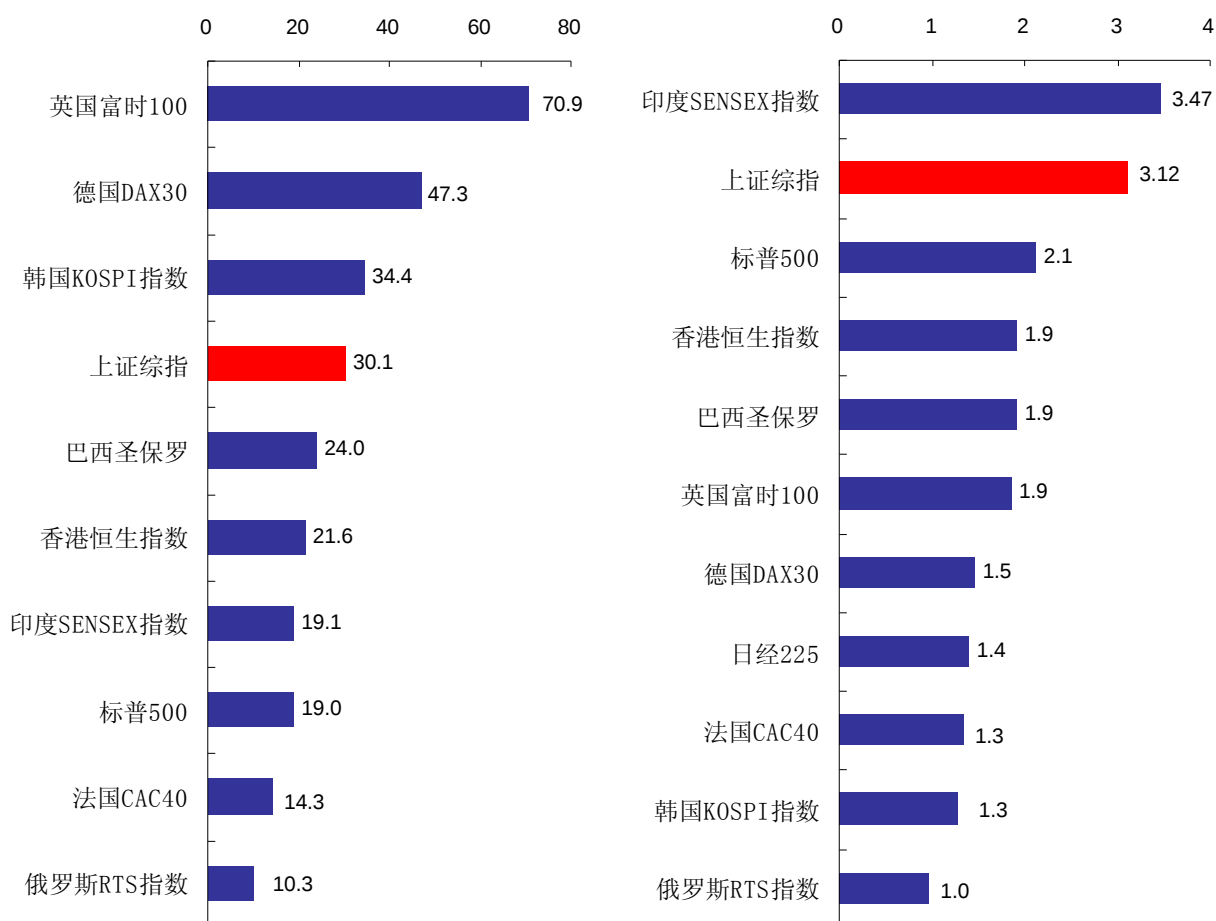
A 股估值与国际市场比较:

图 7、A 股与国际市场历史估值比较



数据来源: 联合证券研究所整理

图 8、全球主要市场估值的横截面对比（左图为市盈率，右图为市净率）



数据来源：联合证券研究所整理

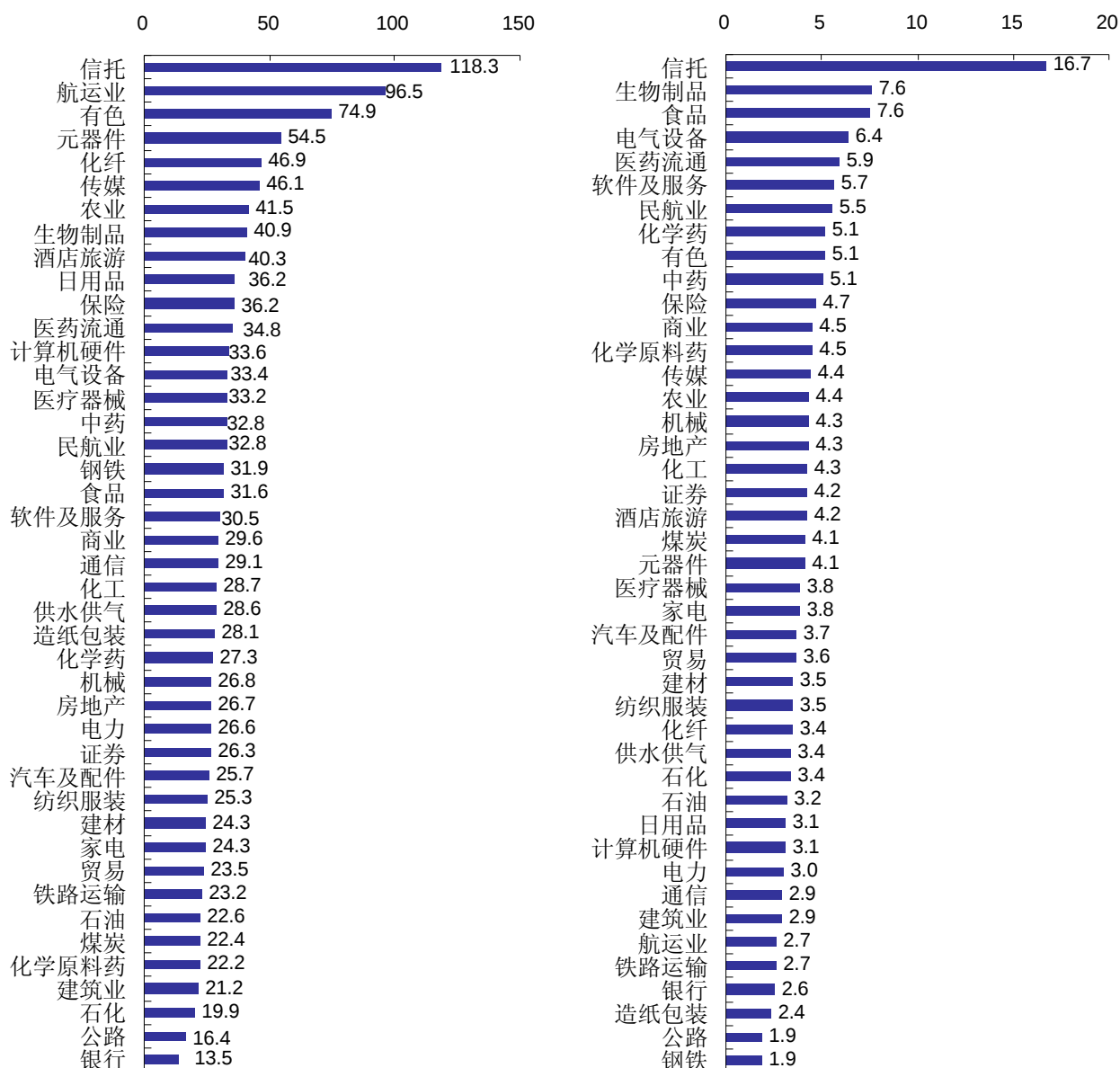
英国和德国市场的静态市盈率水平继续上升，A股市场回落至30倍附近，韩国市场目前的市盈率水平也要略高于国内，而市净率方面依旧是中国和印度居高不下，均超过了3倍，发达国家成熟股票市场的市净率水平一般维持在1.3~2.0之间。

行业估值

各行业当前估值水平与历史估值水平比较:

从 09 年动态市盈率来看, 当前估值水平最低的行业为银行、公路、石化、建筑业、化学原料药、煤炭; 而钢铁、公路、造纸包装、银行、铁路运输、航运业的市净率水平目前处于全行业的底部。

图 9、A 股各行业当前估值水平横截面对比 (左图为动态市盈率, 右图为市净率)



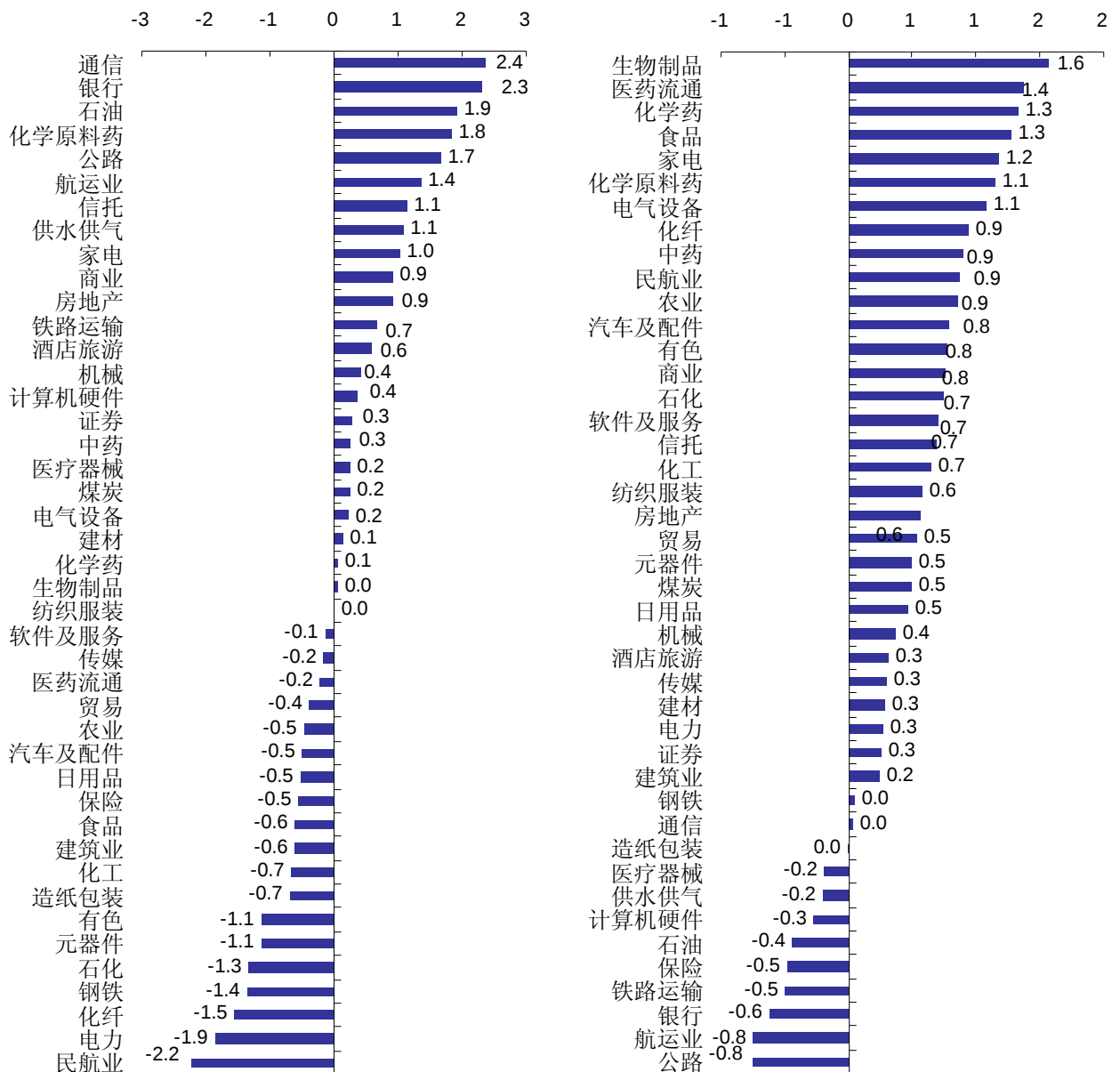
数据来源: 联合证券研究所整理

考虑到各个行业的历史 PE 水平波动极为剧烈,我们选用 E/P 来衡量各个行业的历史估值水平,这样做的好处是避免了在行业微利时出现的正负上千倍的市盈率给历史均值带来很大的影响。

按照计算公式:行业相对 E/P=(行业 E/P)/(市场整体 E/P) 可以得到各个行业相对全市场的估值水平;进而我们可以按照前面相同的办法计算当前各个行业的相对 E/P 与其历史均值的偏离程度,正向偏离历史均值越大则说明该行业当前的相对估值水平相对越低,对于市净率有类似的结果,但判断的标准正好相反。

根据测算的结果我们发现相对市盈率低于历史均值的行业为通信、银行、石油、化学原料药、公路、航运;市净率负向偏离历史均值最大的行业为公路、航运、银行、铁路运输、保险以及石油行业。

图 10、A 股各行业估值水平偏离历史均值情况 (左图为相对 E/P, 右图为市净率)

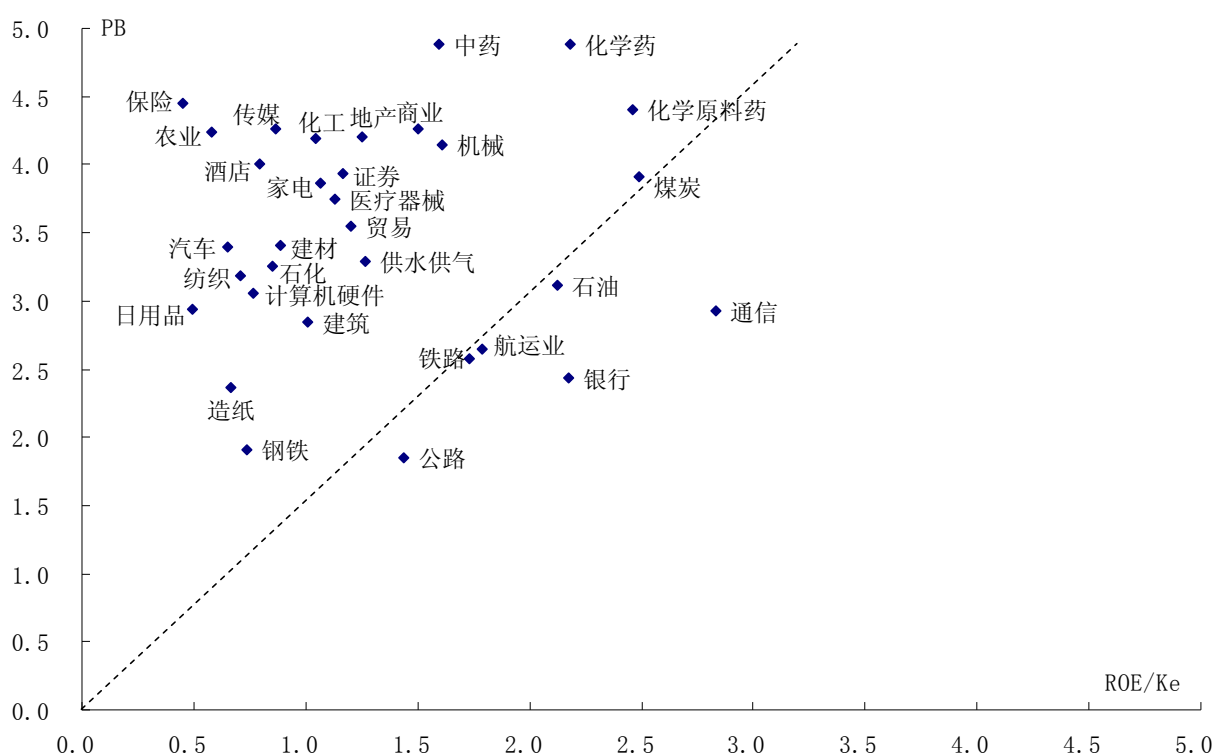


数据来源: 联合证券研究所整理

行业 REP 比较:

从行业 REP 比较来看, REP 偏低的行业有银行、通信、铁路、公路、石油、航运业, 而保险、传媒、农业的 REP 值偏高。

图 11、各行业 REP 比较示意图

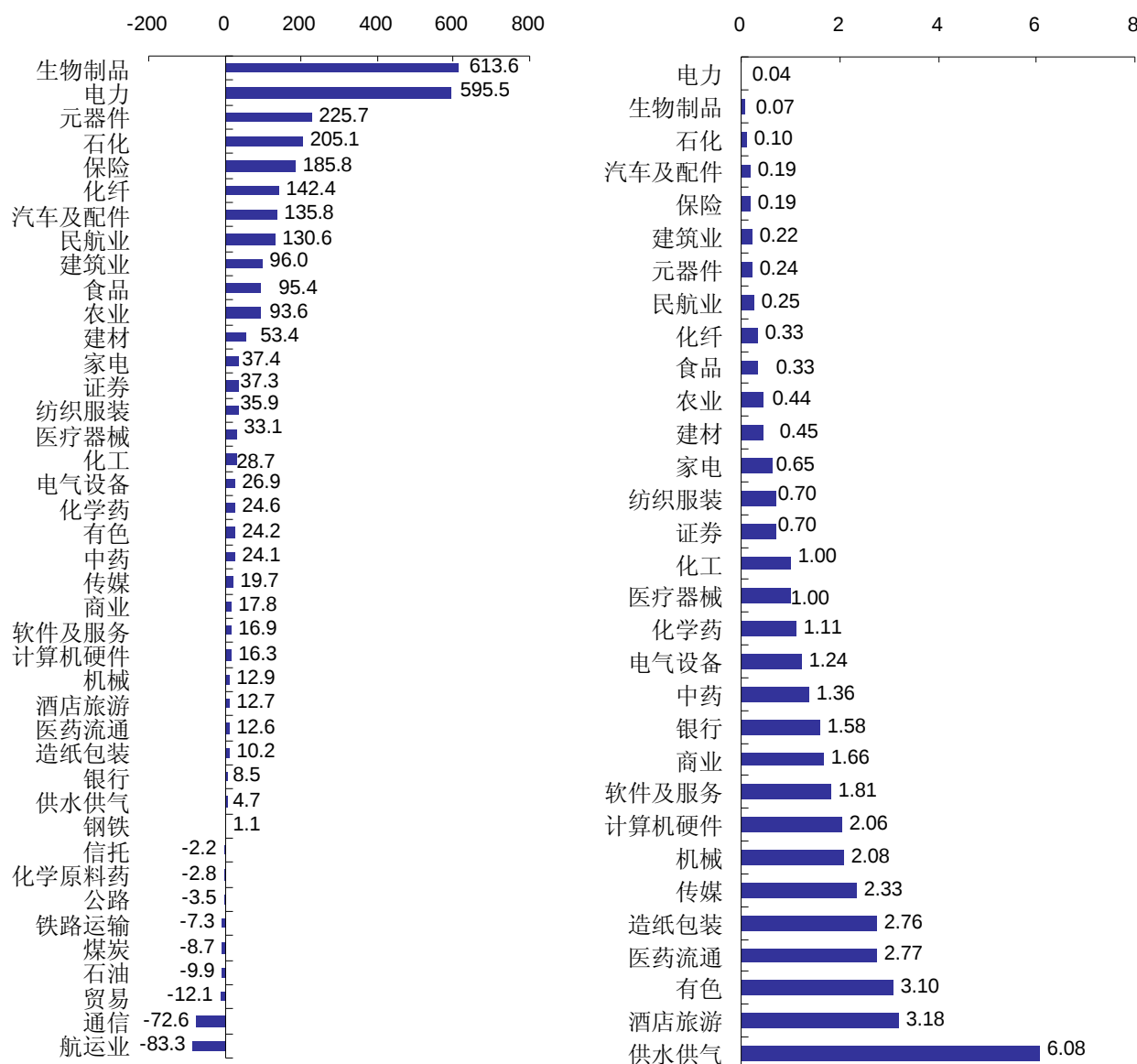


数据来源: 联合证券研究所整理

行业相对于成长的估值:

依照分析师一致预期的净利润增长, 我们可以简单的计算各行业的 PEG 水平 (这里采用的是 2009 年预测市盈率数据)。进一步剔除掉由于基期过低导致超高增长率的行业, 我们认为比较有投资价值的行业为化纤、汽车、建筑、食品、农业、建材以及家电。

图 12、A 股各行业 09 年预测利润增长及 PEG (左图为利润增长, 右图为 PEG)



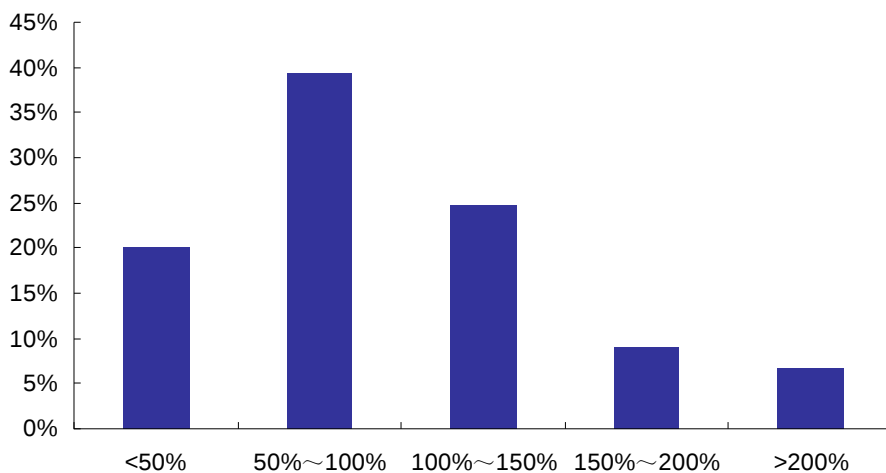
数据来源: 联合证券研究所整理

估值结构

个股涨幅与估值分布:

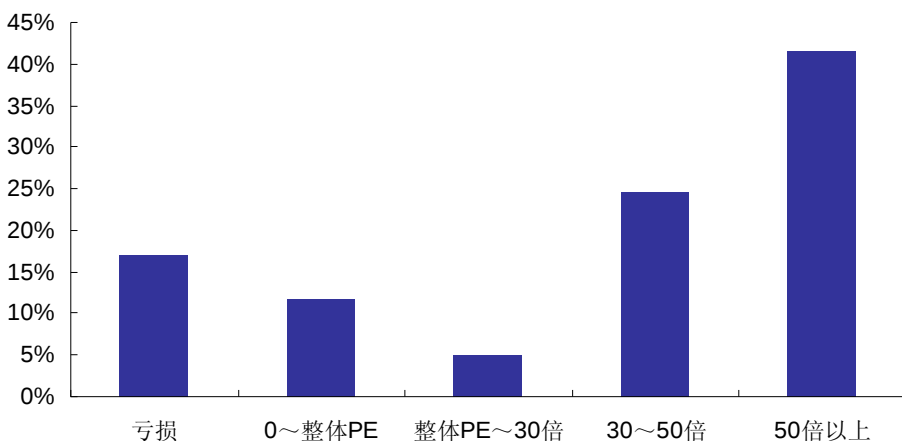
绝对涨幅来看, 2009 年 1 月 1 日至 8 月 28 日, 40.5% 的个股涨幅超过了 100%, 80% 的个股涨幅超过了 50%, 75.5% 的股票涨幅超过了上证指数同期的涨幅(57.1%)。从市盈率分布来看, 静态市盈率超过 30 倍的公司比例约为 66.2%, 结构性高估值有明显的缓解。

图 13、2009 年 1~7 月个股涨跌幅统计



数据来源: 联合证券研究所整理

图 14、当前 A 股市场估值分布情况

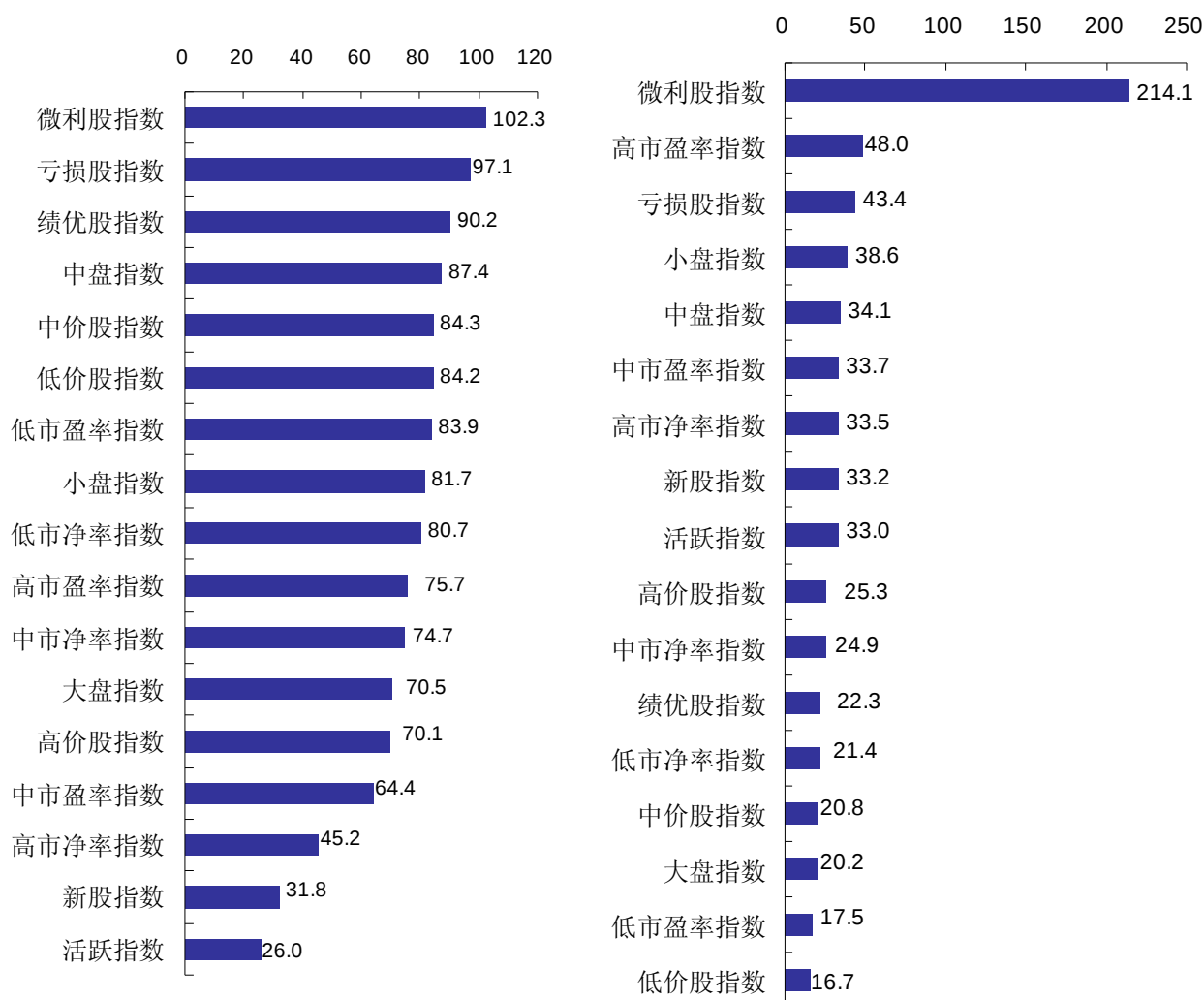


数据来源: 联合证券研究所整理

风格涨幅与估值分布:

中小盘风格指数的累积涨幅已经超越大盘指数 10 个百分点以上, 市场近期呈现出比较明显的中小盘强势的风格特征, 但值得注意的一点是: 我们编制的风格轮动指数在本周转为指向大盘风格, 未来市场可能迎来新一轮的风格转换, (详细内容见最新一期的黄金眼系列报告)。

图 15、A 股市场风格涨幅与估值数据 (左图为 09 年以来涨跌幅, 右图为 09 年预测市盈率)



数据来源: 联合证券研究所整理

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。