

结构化高估值明显缓解

——2009 年 9 月 A 股市场估值分析报告

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 31.4 倍，低于过去 12 年的历史均值水平 36 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低于历史均值 0.38 倍标准差。

A 股市场目前整体的市净率水平为 3.1 倍，低于过去 12 年的历史均值水平 3.6 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低于历史均值 0.40 倍标准差。

剔除金融石油石化行业后市场目前整体的市盈率水平为 45.5 倍，仍要略低于历史均值 46.4 倍，相对剔除前有较大幅度的提升；而剔除后的市净率目前大约是 3.57 倍，略高于历史均值 3.35 倍，相对剔除前反而有小幅度的下降。

A 股市场当前的静态 E/P 水平约为 3.18%，2009 年预测的动态 E/P 水平为 4.61%，1 年期存款利率维持在 2.25%，以 7 年期国债到期收益率为标的的国债收益率为 3.30%。当前房屋出租的收益率水平约为 2.9%，股票市场相对于楼市和债市而言，动态的 E/P 水平在各类资产中依然是最高的。

国际市场方面，英国市场的静态市盈率继续高居榜首，德国和韩国的静态市盈率也已经超过 A 股市场，AH 股溢价指数下行创出年内新低；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 1.3-2.2 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、贸易；而钢铁、公路、造纸包装、电力、民航业的市净率水平目前处于全市场的底部。

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

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因素导致超高增长率的行业，我们认为仅从 PEG 来看，比较有投资价值的行业为汽车、保险、建筑、元器件、民航、化纤、食品。

估值结构

从绝对涨幅来看，2009 年 1 月 1 日至 9 月 25 日，37.6% 的个股涨幅超过了 100%，77% 的个股涨幅超过了 50%，72% 的股票涨幅超过了上证指数同期的涨幅（55.91%）。从市盈率分布来看，静态市盈率超过 30 倍的公司比例约为 65%，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近 20 个百分点，市场近期呈现出比较明显的中小盘强势的风格特征；从估值角度分析，大盘股、绩优股指数的 09 年 PE 已经跌至 20 倍以下，相对于中小盘股以及微利股的估值优势十分明显，新一轮的风格轮动可能正在酝酿之中，但考虑到资金面的因素，大盘股的启动尚缺乏催化剂。

目 录

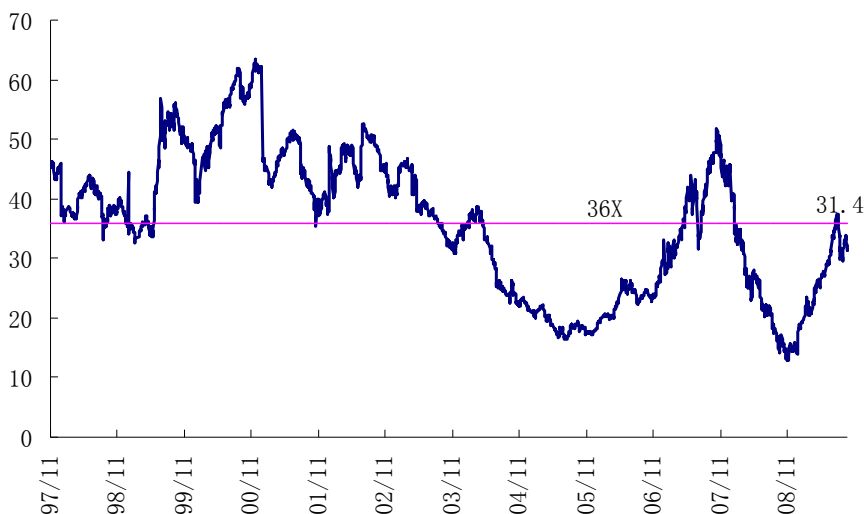
市场估值与指数运行区间	3
A 股估值与历史比较：	3
A 股估值与其他资产收益率比较：	6
A 股市场 DDM 绝对估值：	7
A 股市场结构化估值：	7
A 股估值与国际市场比较：	8
行业估值	10
各行业当前估值水平与历史估值水平比较：	10
行业 REP 比较：	12
行业相对于成长的估值：	13
估值结构	14
个股涨幅与估值分布：	14
风格涨幅与估值分布：	15

市场估值与指数运行区间

A股估值与历史比较：

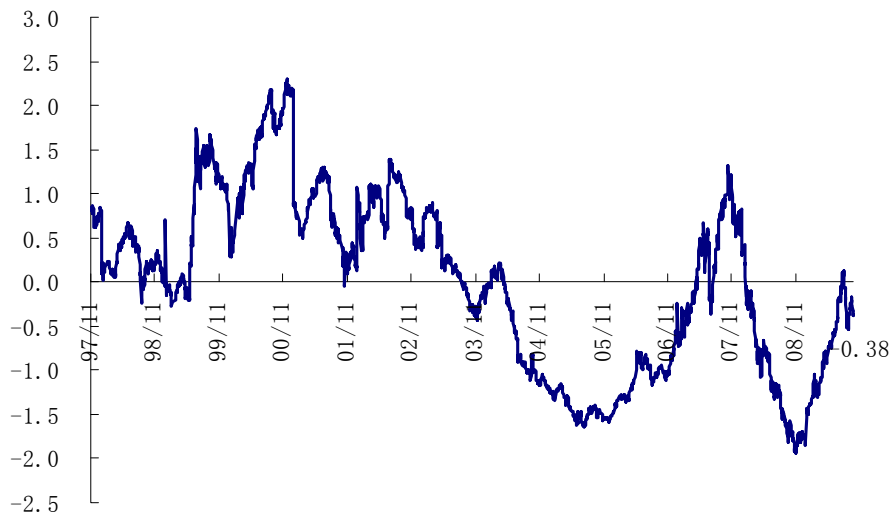
A股市场目前整体的静态市盈率水平为 31.4 倍，低于过去 12 年的历史均值水平 36 倍，如果按照（当前值-历史均值）/标准差来计算偏离度，那么当前的估值水平低于历史均值 0.38 倍标准差。

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

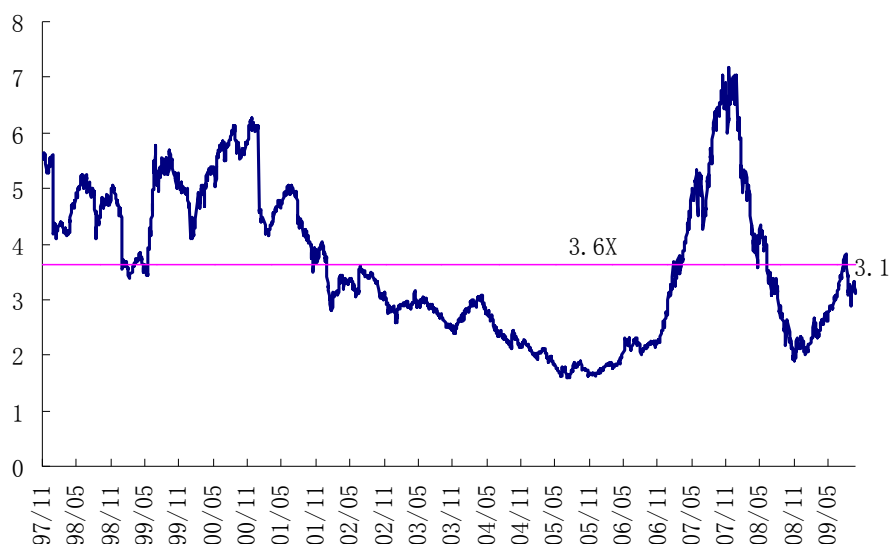
图 2、市盈率均值偏离度数据



数据来源：联合证券研究所整理

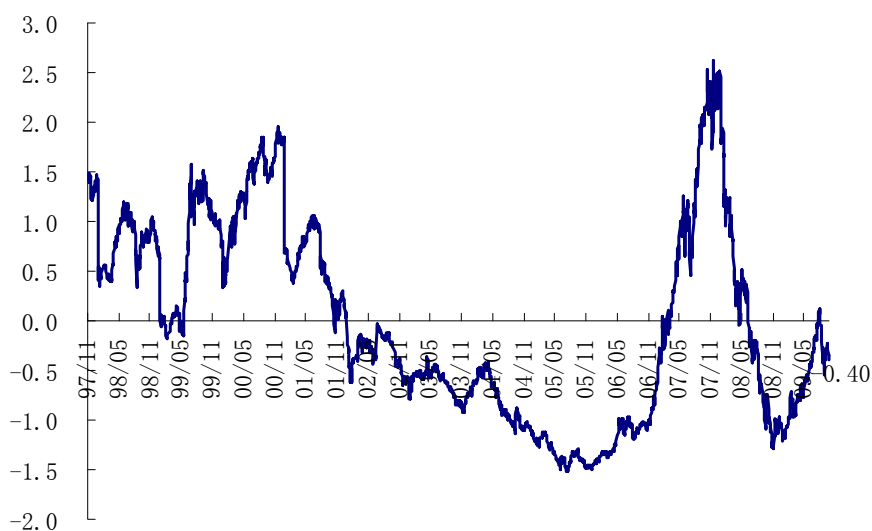
A股市场目前整体的市净率水平为 3.1 倍，低于过去 12 年的历史均值水平 3.6 倍，如果按照（当前值-历史均值）/标准差来计算偏离度，那么当前的估值水平低于历史均值 0.40 倍标准差。

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

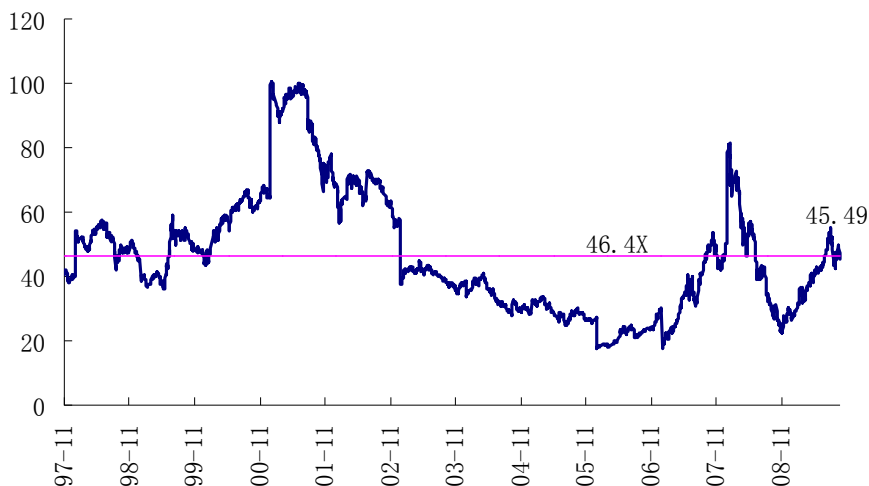
图 4、市净率均值偏离度数据



数据来源：联合证券研究所整理

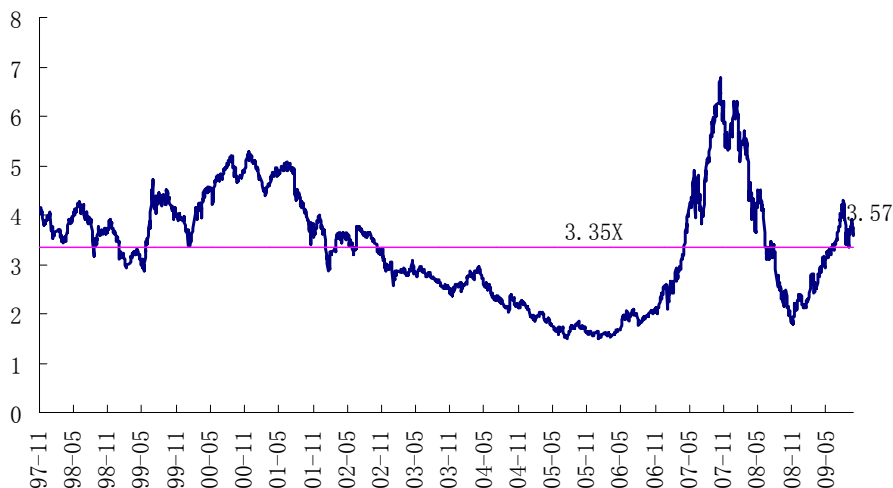
金融、石油石化行业占据了全部 A 股市场近 40% 的市值，贡献了近 50% 的利润，对于整个市场的估值水平而言，具有决定性的作用，另一当面这也可能会掩盖其他行业特别是制造业的估值变化，我们对剔除金融石油石化后的历史估值也做了比较分析。

图 5、1997~2009 年剔除金融石油石化行业后市场市盈率变化



数据来源：联合证券研究所整理

图 6、1997~2009 年剔除金融石油石化行业后市场市净率变化



数据来源：联合证券研究所整理

剔除后市场目前整体的市盈率水平为 45.5 倍，仍要略低于历史均值 46.4 倍，相对剔除前有较大幅度的提升；而剔除后的市净率目前大约是 3.57 倍，略高于历史均值 3.35 倍，相对剔除前反而有小幅度的下降。

A股估值与其他资产收益率比较：

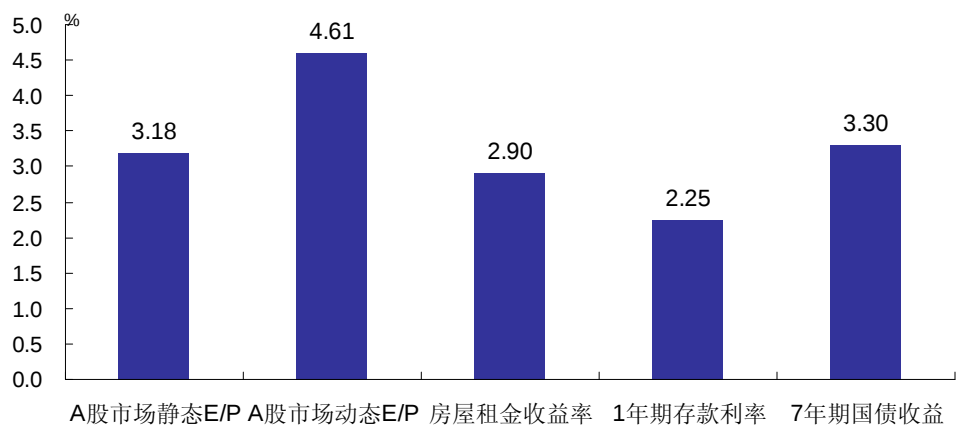
A股市场当前的静态 E/P 水平约为 3.18%，2009 年预测的动态 E/P 水平为 4.61%，1 年期存款利率维持在 2.25%，以 7 年期国债到期收益率为标的的国债收益率为 3.30%。当前房屋出租的收益水平约为 2.9%，股票市场相对于楼市和债市而言，动态的 E/P 水平在各类资产中依然是最高的。

图 7、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 8、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：

我们对 09、10 年的净利润增速进行了三种情景假设，悲观、中性和乐观情景。在这三种情形下，我们预测上证指数的合理水平分别为 2451 点、2971 点和 3266 点，对应 09 年盈利的 PE 水平分别为 26.31 倍、28.85 倍和 29.62 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%	4.66%	15%	15%	线性递减	4%	
分红率		35%	35%	40%	线性递增	53%	2451
股权成本		10%	9.5%	9.0%	8.5%	8%	
中性情景	2008	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026 年后	
利润增速	-15%	16.7%	25%	15%	线性递减	4%	
分红率		35%	35%	40%	线性递增	53%	2971
股权成本		10%	9.5%	9.0%	8.5%	8%	
乐观情景	2008	2009	2010	2011-2015	2016-2025	2026 年后	
利润增速	-15%	25%	30%	15%	线性递减	4%	
分红率		35%	35%	40%	线性递增	53%	3266
股权成本		10%	9.5%	9.0%	8.5%	8%	

数据来源：联合证券研究所整理

A股市场结构化估值：

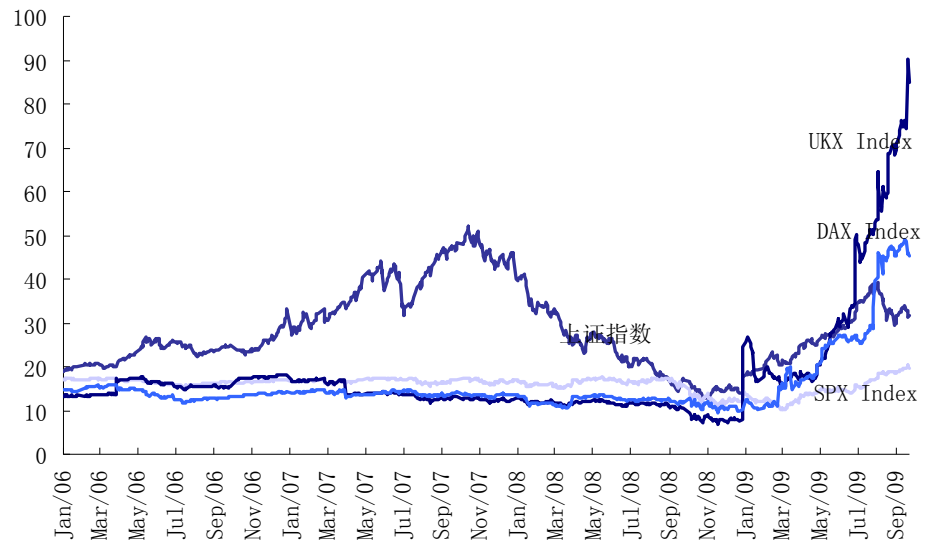
将全市场划分为几大行业和强周期、弱周期板块，根据行业研究员的判断以及历史估值数据我们可以给出各个板块的估值区间，依照估值区间和财务数据可以折算成市值区间，最后通过线性回归还原为上证指数，计算的结果与前面 DDM 的结果相近，进一步印证了我们的结论。

表 2、由合理估值区间出发的结构化估值

	PE 最低	PE 中性	PE 最高	PB 最低	PB 中性	PB 最高	折算市值 悲观	折算市值 中性	折算市值 乐观
银行	15	17.5	20				61638.8	71912.0	82185.1
石油				2.9	3.47	4.04	24317.2	29096.7	33876.3
石化				2.04	2.53	3.01	7570.36	9388.73	11169.99
煤炭				2.67	3.48	4.28	9046.2	11790.5	14501.0
保险							11185.1	12886.3	14587.5
房地产	20	25	30				8163.90	10204.8	12245.85
强周期				2.53	3.07	3.60	52414.0	63601.2	74581.2
弱周期	24.2	29.1	33.9				26659.5	32017.8	37365.1
总市值							200995	240898	280512
点位							2446.39	2909.27	3368.79

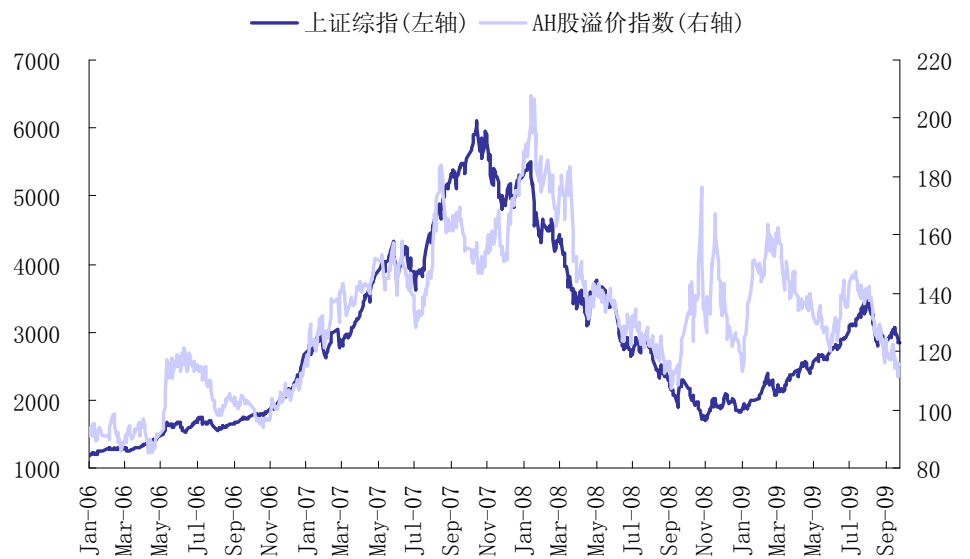
A 股估值与国际市场比较:

图 9、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

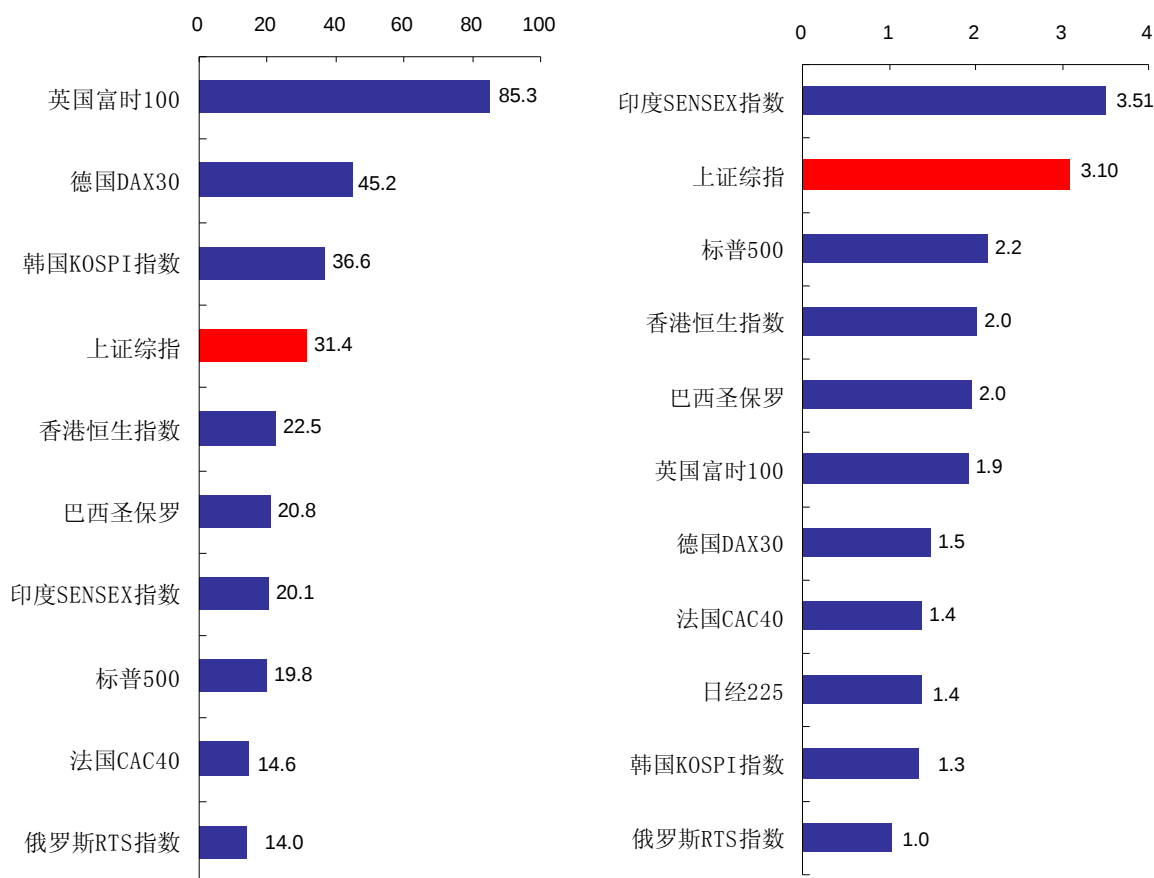
图 10、AH 股溢价指数创出年内新低



数据来源：联合证券研究所整理

从全球主要市场的估值对比中可以发现，目前英国市场的静态市盈率继续高居榜首，德国和韩国的静态市盈率也已经超过 A 股市场，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 1.3~2.2 之间。

图 11、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）



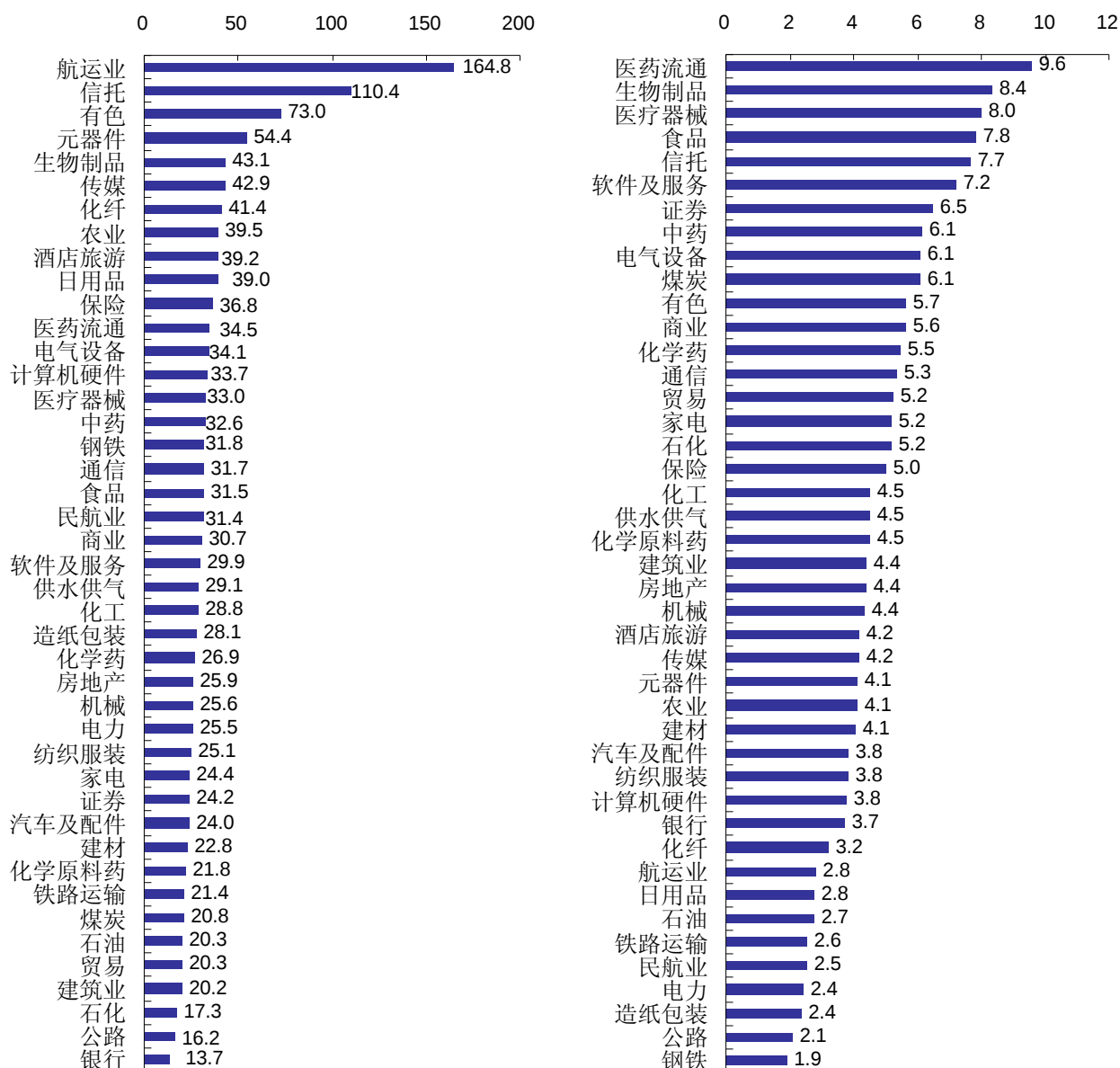
数据来源：联合证券研究所整理

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、贸易；而钢铁、公路、造纸包装、电力、民航业的市净率水平目前处于全市场的底部。

图 12、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）



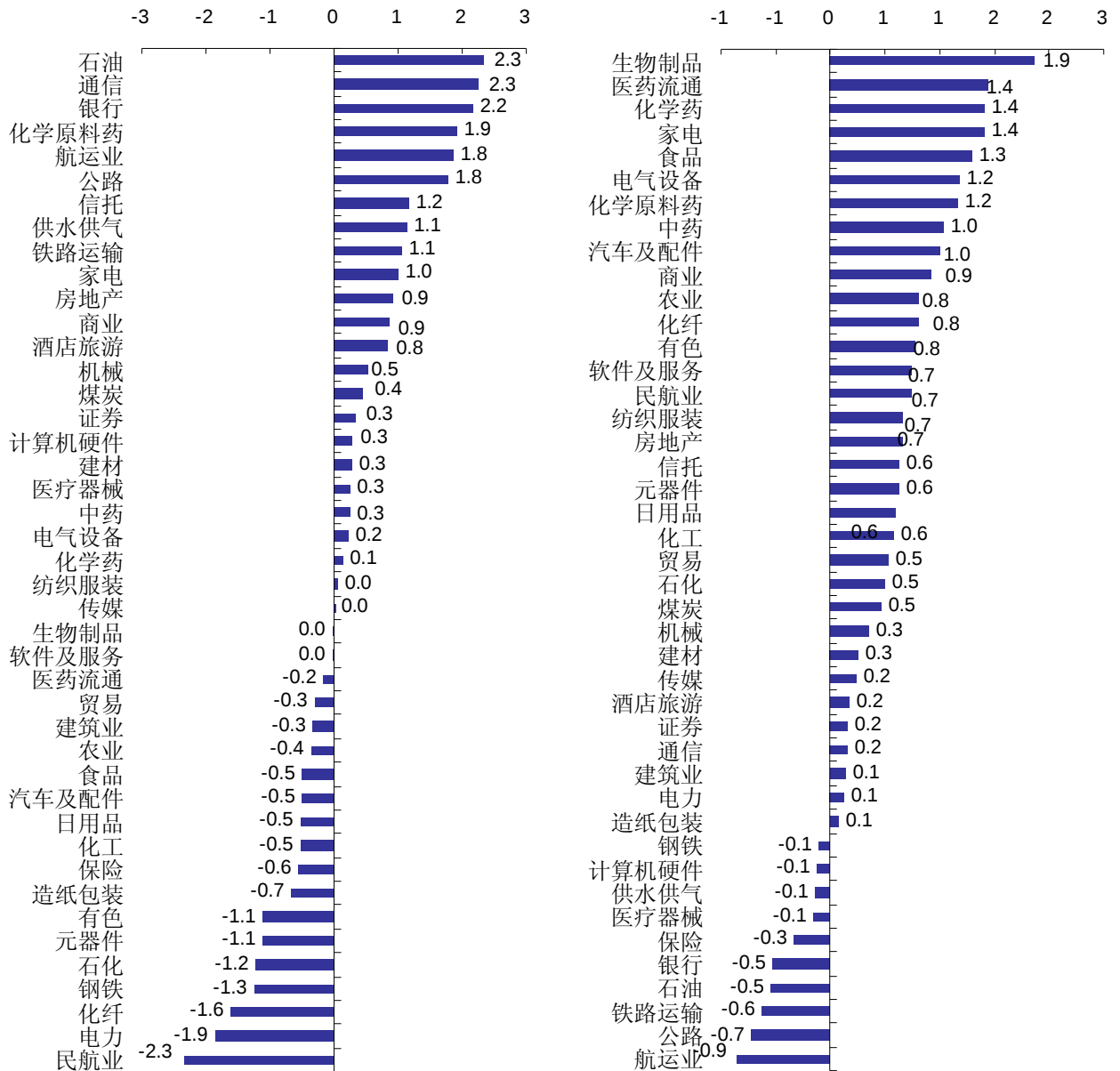
数据来源：联合证券研究所整理

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石油、通信、银行、化学原料药、航运、公路；市净率负向偏离历史均值最大的行业为航运、公路、铁路运输、石油、银行以及保险行业。

图 13、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）

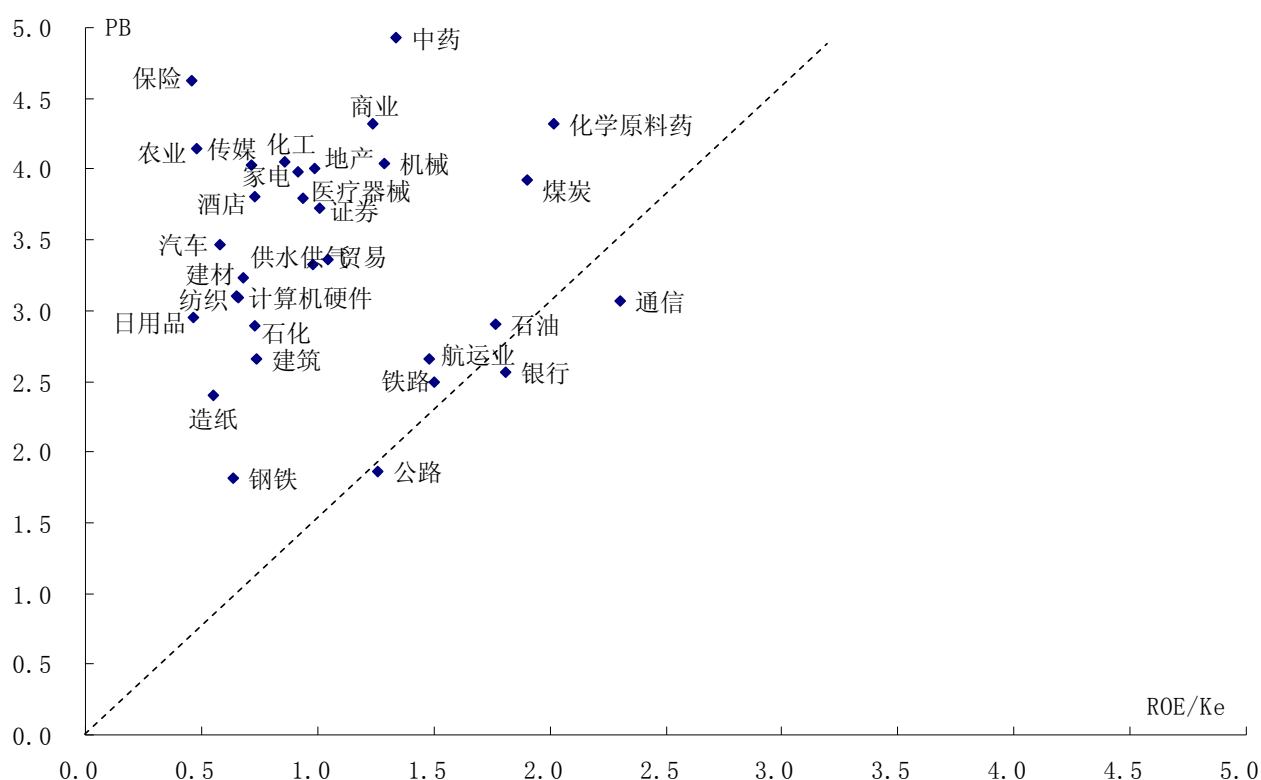


数据来源：联合证券研究所整理

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 14、各行业 REP 比较示意图

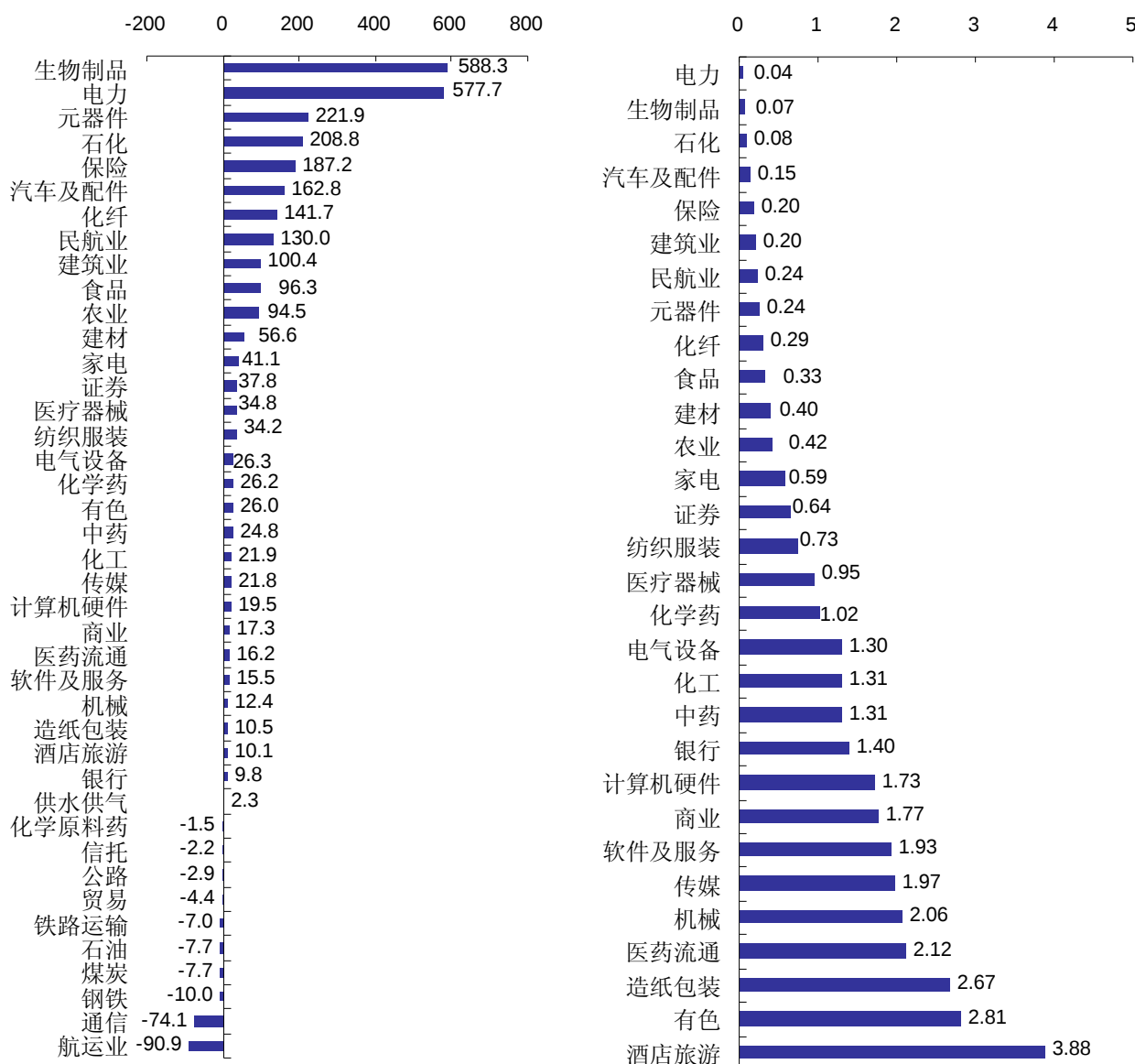


数据来源：联合证券研究所整理

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因素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汽车、保险、建筑、元器件、民航、化纤、食品。

图 15、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）



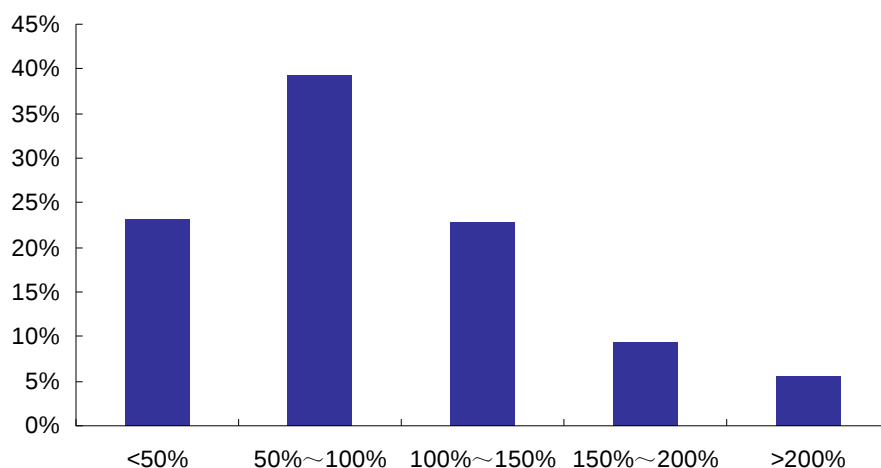
数据来源：联合证券研究所整理

估值结构

个股涨幅与估值分布：

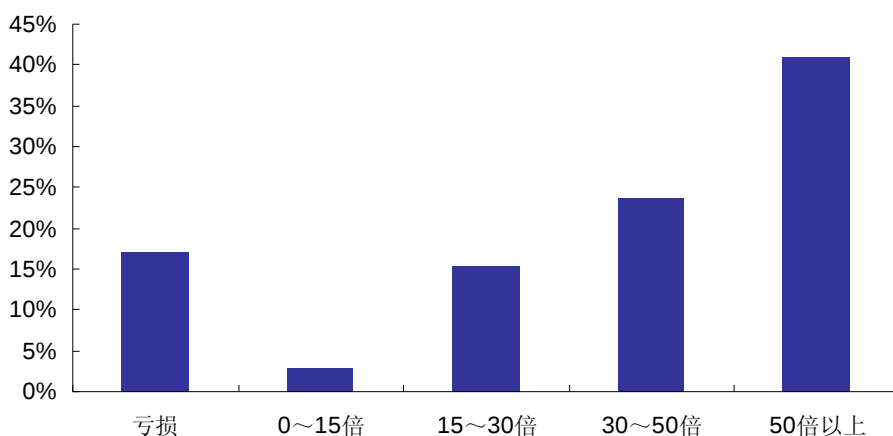
绝对涨幅来看，2009年1月1日至9月25日，37.6%的个股涨幅超过了100%，77%的个股涨幅超过了50%，72%的股票涨幅超过了上证指数同期的涨幅（55.91%）。从市盈率分布来看，静态市盈率超过30倍的公司比例约为65%，结构性高估值有明显的缓解。

图 16、2009 年 1~9 月个股涨跌幅统计



数据来源：联合证券研究所整理

图 17、当前 A 股市场估值分布情况

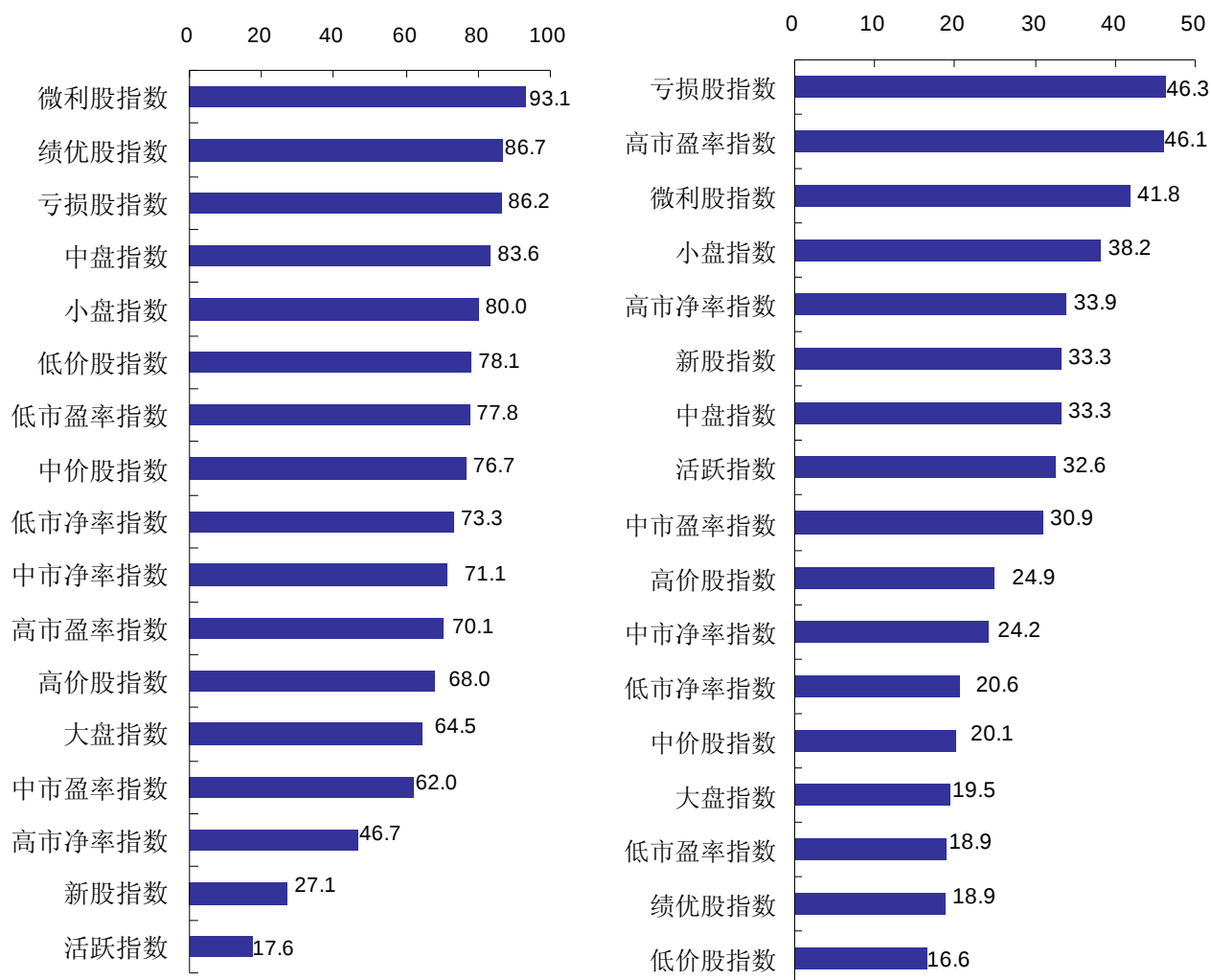


数据来源：联合证券研究所整理

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近 20 个百分点，市场近期呈现出比较明显的中小盘强势的风格特征；从估值角度分析，大盘股、绩优股指数的 09 年 PE 已经跌至 20 倍以下，相对于中小盘股以及微利股的估值优势十分明显，新一轮的风格轮动可能正在酝酿之中。此外，我们所编制的风格轮动指数开始支持大盘股，详见《黄金眼系列报告第十二期》，但由于投资者担心流动性下降，以及市场资金供求状况并不乐观，大盘股的启动尚缺乏催化剂。

图 18、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 3932 FAX: (86-755) 8212 5143
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

未经书面授权，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。