



东兴证券
DONGXING SECURITIES

策略半月报：PE估值底线探索

2010年5月14日

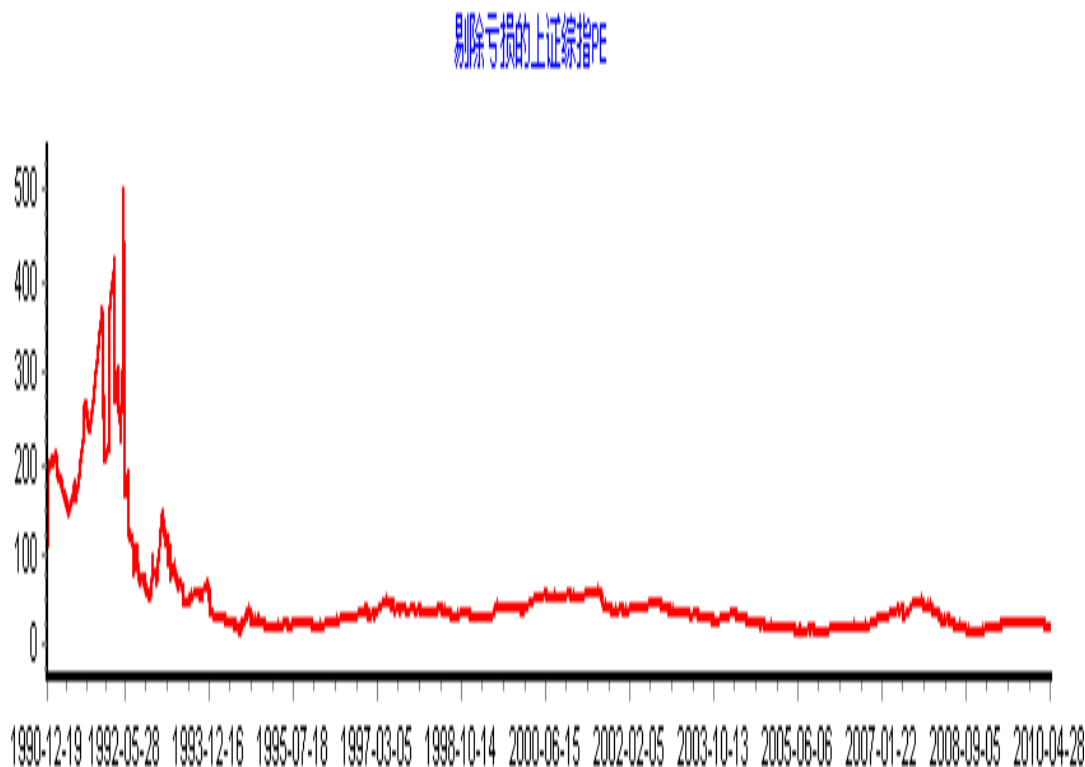
A股策略

半月报

陆俊龙 策略研究员 执业证书编号：S1480210040002
lujl@dxzq.net.cn 010-66507330

自从国务院出台了对房地产强烈调控的“新国十条”之后，股指自 4.19 便开始一路下跌，上证综合指数的 PE 也一路下滑。面对 PE 无底洞，很多投资者开始认为 A 股可能已经没有估值底线，或者说干脆用历史最低 PE 值来做测量。这里我们将分别从纵向、横向、内含 ROE、结构（金融地产）等几个维度分别做以分析，以期得出较为全面的 PE 底线值。

PE 的纵向比较：估值底线在 11—12 倍

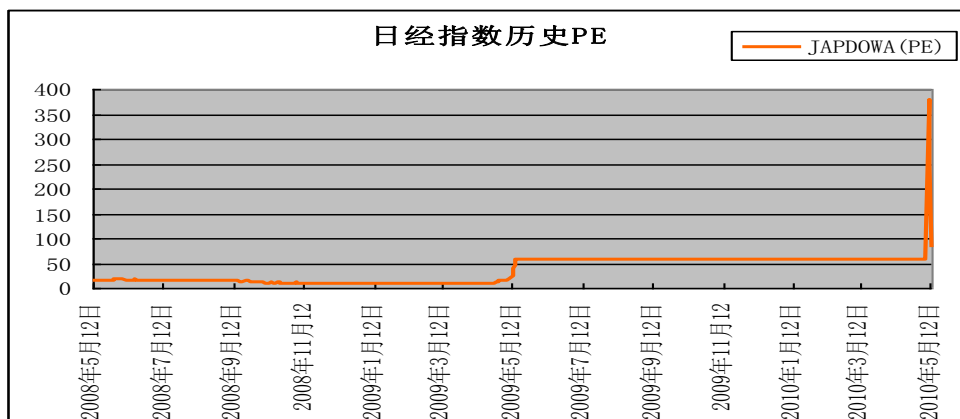
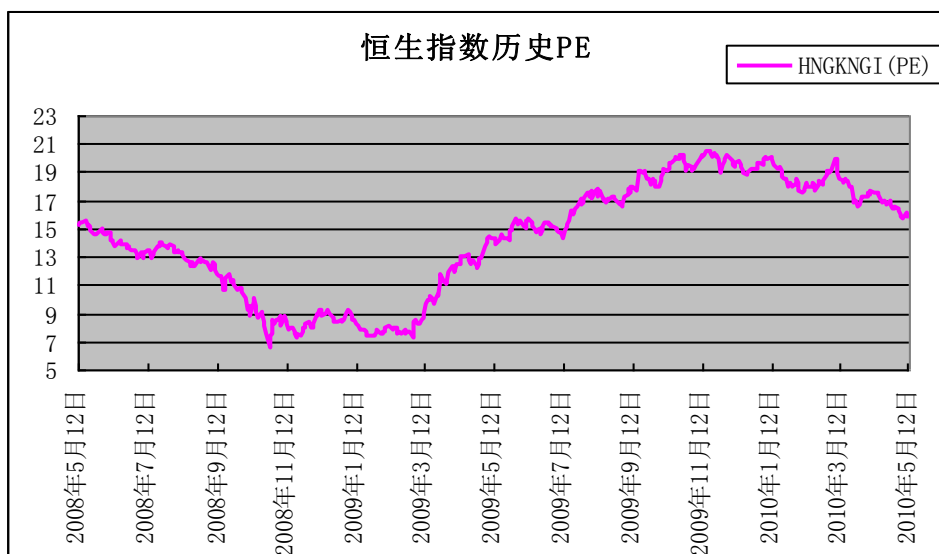


纵向比较来看，历史最低 PE 出现在 1994 年 7 月 29 日，当时是 11.96 倍，A 股截止到 5.14 日 PE 是 17.30 倍，处于历史相对低位。但是我们发现图形上 95 年之前 PE 波动很大，这其实和市场刚刚建立、监管不到位以及当时上市公司数量较少，无法代表整个宏观经济等因素有关。因此我们重点统计了 99 年—2008 年这一完整的 10 年经济景气周期之后的 PE 的估值中枢，现在的 PE17.3 倍与历史估值中枢 PE27 倍的偏离度为 56%，可以说确实超跌了很多。但是由于估值外因素例如宏观经济预期以及政策的影响，恐怕这一超跌现象还会延续一段时间。

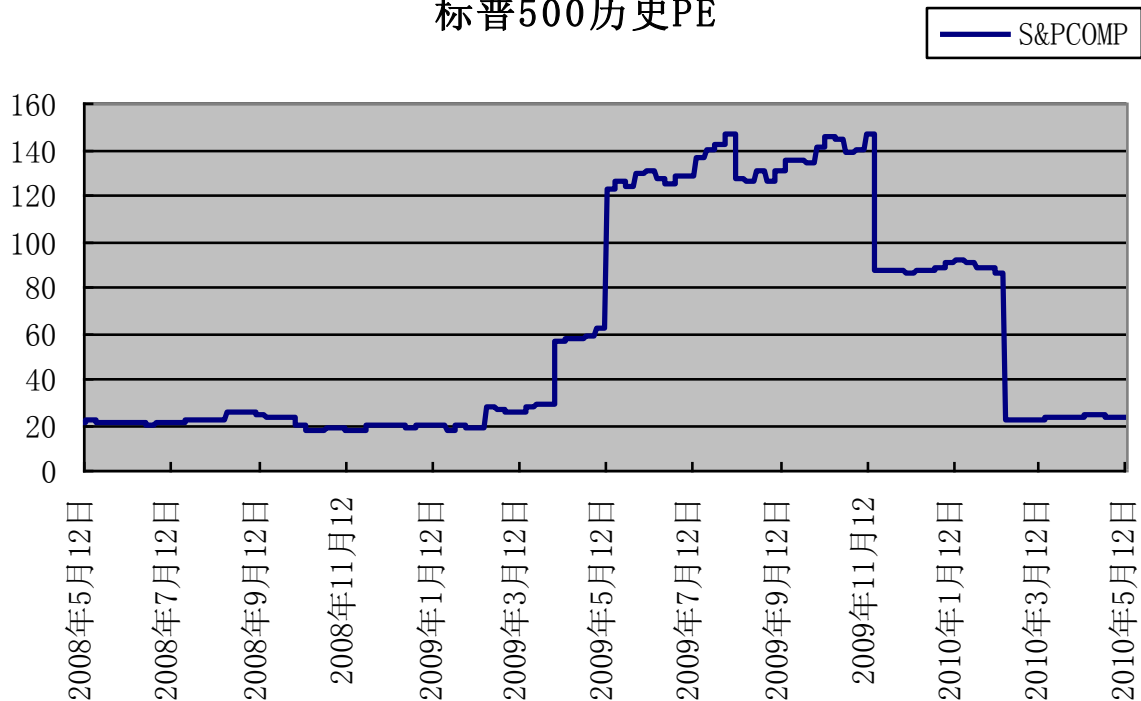
PE 纵向比较可能出现的误差

我们知道一个理论公式： $PB=ROE \times PE$ 。由于上证综指逐年扩充成份股，导致成份股的行业占比出现变化，这种变化将会影响现在时点的 PE 和 PB 与过去 PE 和 PB 产生合理的偏差。例如：金融行业净利润增长的波动性大大小于周期性行业，以金融行业为代表的服务业比重的增加，会提高 A 股整体的合理市盈率水平，从而间接提高 A 股整体的 PB 水平；此外，由于我国会计准则的变化，公允价值计量运用占比提升，但是依然远远小于国际用法，因此导致部分资产类价格并没有很恰当的体现在净资产中，这样会导致净资产的低估进而对 PE 和 PB 产生扰动；而且 PE 在精算中代表投资者对一个企业发展的信心，各个行业以及企业有的处于不同的发展阶段，上证综指成份股随着时间的发展也处于企业不同的发展阶段，因此投资者给予的信心判断也不可能和过去是一样的。所以综上，历史对照 PE 和 PB 可能会出现误差。

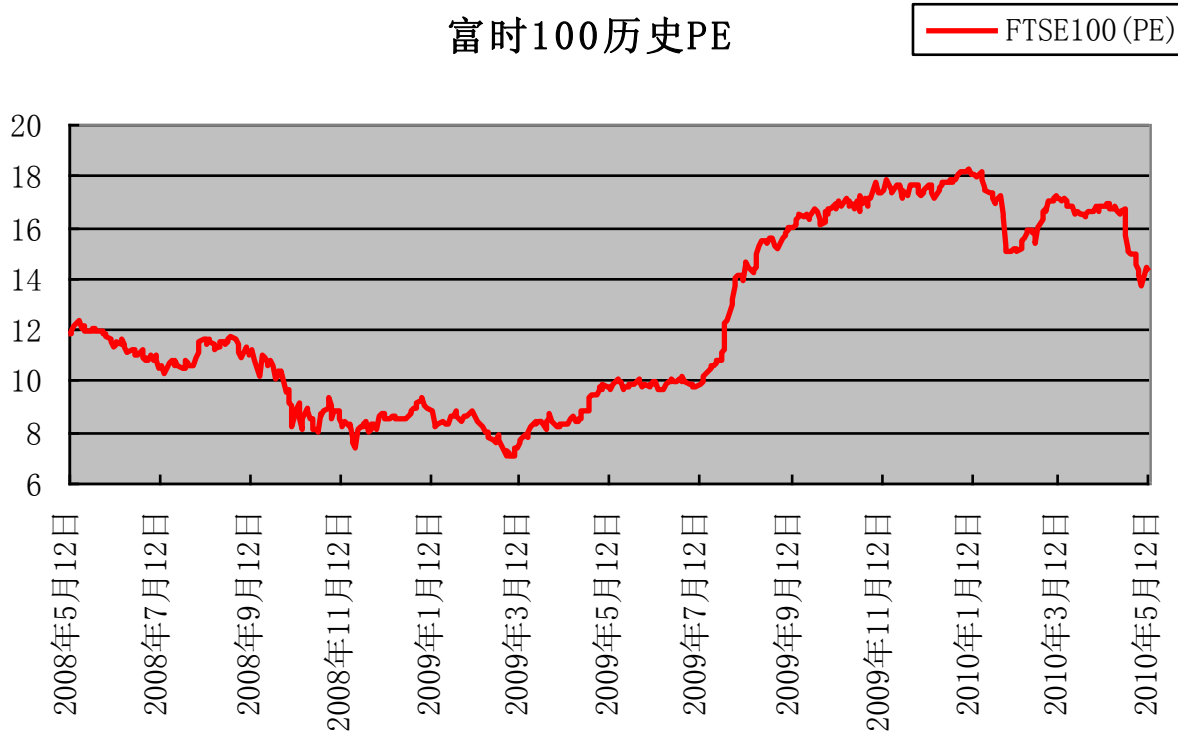
PE 的横向比较：估值底线在 14—15 倍



标普500历史PE



富时100历史PE



横向比较来看，也处于相对低的位置，只比恒指和英国富时指数稍微高一点儿，根据上述两国的 PE，可见底线大约在 14 倍。我们再根据上述 4 大股指现在的 PE 与近十年来的估值中枢比较来看，除了日经指数仍然在估值中枢之上以外，其他股指都在估值中枢之下：英国富时偏离 14%、日经偏离 3%、标普偏离 22%，而我们中国偏离 56%，可见我们确实超跌太多。

PE 横向比较可能出现的误差

模型推导 PE 得出对比悖论。由股利模型去推导市盈率： $PE = P / E = d(1+g) / R - g$ 。D 为每股股利，g 为股利增长率；R 为股权资本成本，d 为股利支付率=D/E。该公式表明市盈率受到公司增长潜力、股利支付率、风险股权资本成本的综合影响。只有这三个影响因素相似的公司才会有相近的市盈率。而实际上即使满足上面的相似性我们未必能得出上面的结论。因为市盈率的应用还要满足第二个条件：收益需要具有可比性。若两个公司盈利结构、核算方法如折旧方法、计算商品的成本、资产结构不一样，则即使他们的收益水平相近也不具有可比性。这时候将两个公司的市盈率进行比较就没有什么意义。如果我们把上证综合指数看作一个企业，把国外 SP500 等指数也看成一个企业，显然上述条件都不符合，所以没有可比性。

金融工具缺乏与流动性的配合。投资渠道狭窄金融工具缺乏，投资渠道狭窄，过剩的流动性追逐有限的股票等金融资产，必然使股指大涨，PE 抬升。与之对应的日本也有类似的情况，虽然企业发展速度很慢，但是人民财富的快速增长+投资渠道匮乏=超高 PE。我们再看香港，香港是国际著名的离岸金融中心，因此流动性在香港的换手是相当迅猛的，再加上海外在香港的上市公司与本土公司的比价投资一直在香港是个大趋势，因此在流动性随时可能被抽走的大背景下是不大可能支持长期高 PE 的。

发展阶段不同。上面提到的精算学里的 PE 定义已经表明，我国企业、行业发展阶段和国外自然不在一个阶段上，而且中国的经济发展速度以及企业的净利润增速比其他国家都要快，理应得到信心的溢价，而信心的溢价带来的就是 PE 的溢价。相比之下，欧洲企业盈利速度相对较低，因此市场给出低 PE 也在情理之中。

国家文化不同。亚洲人的赌性比较强，后发展国家一般来说人心相对浮躁，十天七八个涨停板是绝大多数投资者追求的目标。中国文化向来信奉的是“四两拨千斤”，而不是“千斤拨四两”。我们看到日本的 PE 也很高，这其实也有一部分原因是由于历史文化以及日本战后高膨胀的心理所造成的。

市场成熟度不一样。我们资本市场发展时间比较短，监管等一系列重要的手段和途径还在不断探索和完善之中。我国股市仅经历了 10 年的发展就成为亚洲第二大股市。然而发展速度太快，监管水平跟不上，必然使少数弄虚作假的企业混进上市公司队伍。这些素质很低的公司上市不久就陷入亏损状况。股价跌到低谷，必然成了十分抢手的“壳资源”，实施资产重组后常常出现“乌鸡变凤凰”的神话，致使亏损公司的股票不断跑出“黑马”。所以这些机会大干风险的股票常常受到投资者的追捧，致使其股价节节升高，市盈率可达数千倍！

成份股和计算方法之间的差异。例如我国股市大盘市盈率和美国的道指是不能比的，道指并不是美国股市全部股票的市盈率，是挑选了优秀企业的一部分，我们的样本比它的数目多太多；我们上证综指是加权平均，道指是算术平均；此外，道琼斯的市盈率计算是不包含亏损企业的，而我们有时候多采用的是整体法。

ROE 推导：估值底线 PE 是 11—12 倍、PB 是 2—2.3 倍

我们首先采取 $PB = ROE \times PE$ 估算一个 PE 的估值底线区间。我们逻辑核心是对 PB 和 ROE 进行历史经验取值，然后用取极值的方法来得到一个 PE 的极限理论值。近十年 PB 最低值 2.12 倍，ROE 最高是 19.04%，因此经过计算极限 PE 是 11 倍；然后再用“成本 ROE”作为评估 A 股市场 PB 底线的方法。成本 $ROE = ROE / PB$ ，反

映了投资者以当时的市场价格投资股票市场时，单位 PB 对应的 ROE 水平，成本 ROE 水平越高，隐含的长期投资回报率就越高。根据 5.14 日的数据计算，A 股市场的成本 ROE 水平已达 5.95%，远远高出一年期定期存款利率，所以安全边际是有的，只不过估值外的宏观以及政策因素将其扭曲；最后再看 ROE 和 PB 的匹配程度，我们采用纵向类推法计算得出 2010 年 ROE 全年在 15—16% 之间，则对应的历史上在此区间 ROE 的年份为 94 年和 07 年，当时所对应的 PB 分别是 11.94 倍和 6.29 倍，由于 94 年当时上市公司不多因此和现在的环境不相匹配，因此我们简单对比现在的 PB2.66 倍和 07 年的 PB 也可以看出现在安全边际还是非常高的，同时我们注意到 07 年的最低 PB 是 3.81 倍，即使这样对比，现在的 PB 也还是底部。但是对比近十年来最低 PB2.12 倍，现在的 PB 依然溢价了 25%。

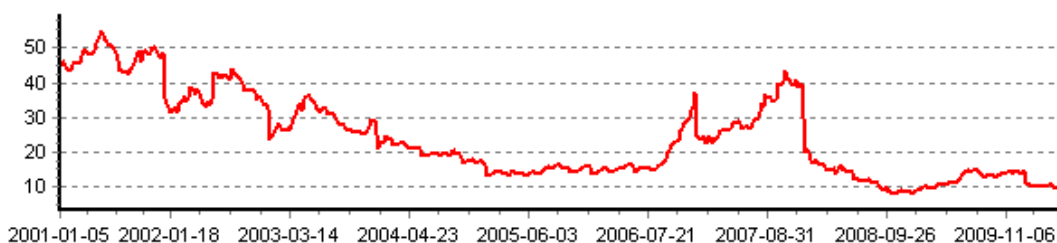
从净利润增速来看 PE，根据我们宏观研究员的计算，今年全部 A 股公司的净利润增速将达到 25% 左右，也就是说按照 PEG 的逻辑来看，A 股的 PE 应该是 25 倍，而现在 17.3 倍的 PE 显然超跌太多；根据历史经验，当全 A 股上市公司净利润增速达到 25% 左右的时候，对照历史分别是 96 年和 09 年，其 PE 最低值分别是 19.49 倍与 12.85 倍，可见对比 09 年，现在的 PE 依然有下行空间。

银行和地产的 PE 压力测试：上证综指估值底线在 14—16 倍

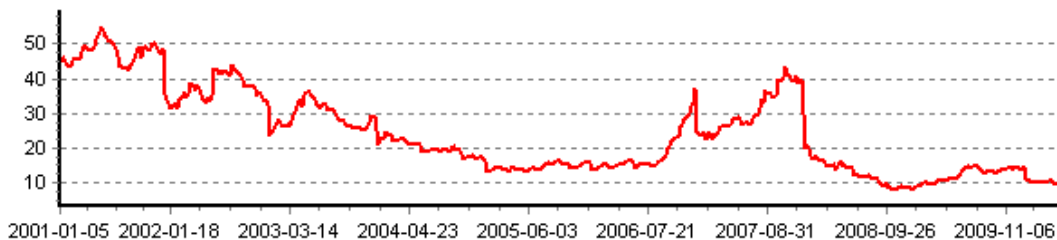
由于这次大盘下跌的主动动力来自于银行和地产，因此我们有必要把他们单独进行 PE 压力测试。

银行板块的市盈率低于 10 倍时，属于估值低位区；历史低点为 7.97 倍，目前市盈率为 9.46 倍，距离低点尚有 19% 空间。市盈率 10-20 倍为估值合理区间，超过 20 倍有高估之嫌。而如果我们以银行的 PE 可下行空间去套用上证综指 PE 的话，则上证综指会在 14 倍左右。

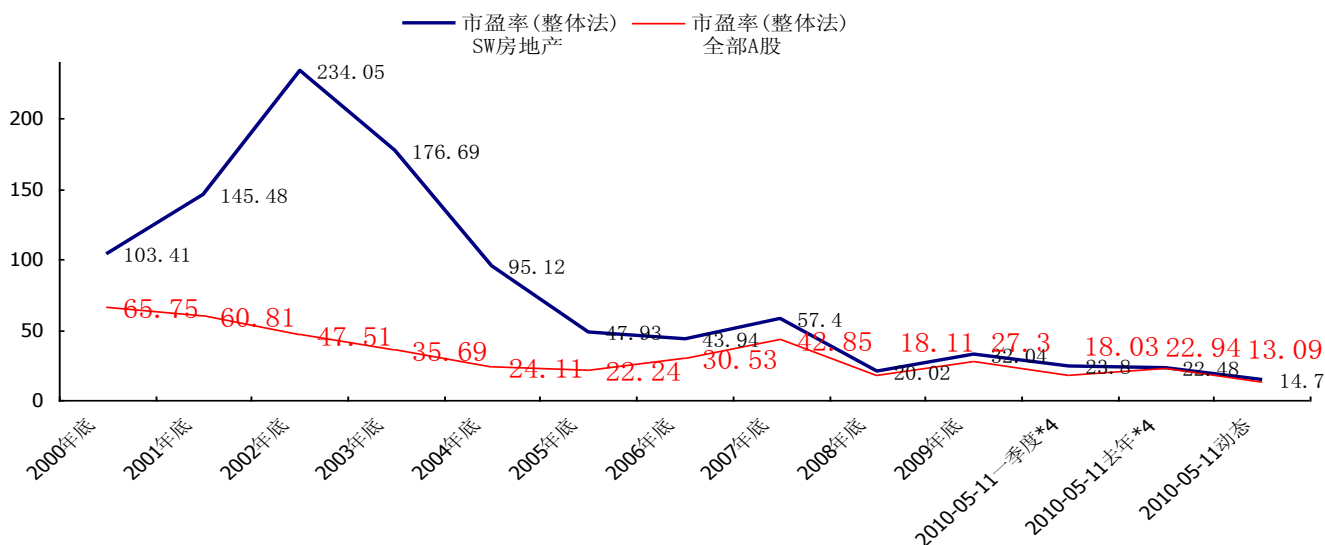
银行板块市盈率走势



银行板块市盈率走势



目前房地产总体的静态市盈率为 20 多---在历史底部区域。截止 2010 年 5 月 11 日 A 股市场房地产股的静态市盈率为 23.8%，按 2010 年一季度来计算为 23.4 处在历史底部区域。如果把房地产的 PE 下行空间等同于上证综指的 PE 下行空间的话，则上证综指 PE 底线在 16 倍。



目前房地产总体的动态市盈率为 14.5 左右---为历史低点。截止 2010 年 5 月 11 日 A 股市场房地产股的动态市盈率在 14.71，已处在历史的低点下即 2009 年 1 月初的 14.93。近六年 PE 最高 106.82，最低 14.93。



结论：PE 估值底线为 14—16 倍，PB 底线为 2—2.3 倍，大盘短期仍然会弱势调整

综上，任何方法其实测算估值底线都有偏差的概率，我们只是从多角度尽可能呈现完整的 PE 估值底线区域，结合估值外的一些因素判断，我们更倾向于 PE 估值底线为 14—16 倍、PB 底线为 2—2.3 倍，对应点位为 2200—2500 点。跌入这个区域我们认为下行的空间可能就会比较有限，而跌入的深度还需要取决于估值外的一些刺激性因素例如：宏观经济预期、政策等。因此鉴于现在不论是 PE 还是 PB 距离估值底线都还有下行空间，因此整体上我们依然维持大盘继续弱势调整的判断。

分析师简介

陆俊龙

东兴证券研究所策略研究员，英国斯旺西大学数学金融硕士，从事投资策略研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。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。

本研究报告版权仅为东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。