

A股估值报告（20100607）

李先明

S1060207120090
0755-22623021
Lixianming001@pingan.com.cn

- 在影响短期市场的两大风险因素——房地产调控以及欧洲债务危机尚未明朗以前，A股市场的弱势整理格局，还难以发生根本性改变

1、匈牙利称面临财困触动市场神经，显示市场信心依然脆弱。上周五匈牙利政府称其正面临希腊式的主权债务危机。虽然理性看，匈牙利目前的财政状况要比希腊好得多，其爆发主权债务危机的可能性有限。但资本市场依然对此作出激烈反应，投资者避险情绪急速上升，显示出市场信心依然脆弱。我们认为，在欧债危机尚未明朗以前，市场信心预期还难以得到根本性的改变。这对包括A股在内的全球资本市场，仍将是重大考验。

2、房地产调控持续。作为近期影响A股市场表现的一大主要因素，国内针对房地产的调控持续。继上周国税总局发文要求对“土地增值税从严清算”后，周末住建部、中国人民银行、银监会联合发出通知，明确对于二套房的认定不仅要以家庭为单位，同时执行认房又认贷的严厉政策。显示针对房地产行业的调控，继续深入，针对房地产行业的调控力度，依然没有减弱迹象。这很大程度上也将继续影响到投资者对资本市场，乃至实体经济表现的信心。

3、TED价差持续走高，全球流动性面临收缩压力。前期我们已经提醒投资者注意TED利差持续上升对资本市场的影响。上周TED利差持续走高，反映全球流动性在投资者避险情绪增加背景下，正面临收缩，由此使得资本场所面临的资金压力，依然不小。

4、“价值”与“信心”的较量。A股相对吸引力指数再度回升至3%以上。理性看，A股相对吸引力指数超过3%，显示A股市场已经具备中长期投资价值，但短期市场信心依然不足，房地产调控以及欧债危机等影响短期市场表现的负面因素进一步加重，对股指短期表现，将继续构成压制。而且我们注意到，在10年期国债收益率走低同时，6个月、1年期等短债收益率有抬升态势，市场的流动性有趋紧迹象，这对市场表现，也构成一定制约。

5、弱势格局短期仍难以改变。从估值的角度分析，我们认为A股已跌至价值区间，但作为近期影响全球资本市场表现的关键因素——欧洲债务问题有继续蔓延迹象，外围市场仍存诸多不确定性。而且国内针对房地产调控的政策压力持续，使得短期市场的信心依然脆弱。在“价值”与“信心”的较量下，短期内天平倾向“信心”，市场的弱势格局短期仍难以发生根本性的改变。静待政策的明朗和市场信心的恢复，仍是短期策略首选。

一、全球证券市场表现与估值概览

1.1 证券市场表现一览

欧债危机有蔓延趋势，欧美股市再现恐慌性下跌。在 4 月份美国建筑开支升幅远超预期等利好因素刺激下，上半周的美股表现仍算理想。但周五公布的 5 月份非农就业人数增长低于市场预期，令投资者对美国经济复苏忧虑增加。并且匈牙利政府周五称匈牙利正面临希腊式的主权债务危机，投资者担心欧债危机进一步蔓延。两大负面因素叠加影响下，市场再度陷入恐慌，美股周五出现恐慌式抛售，其中道琼斯指数失守万点大关，单日跌幅达 3.16%。过去 5 个交易日，道琼斯指数累计下跌了 3.19%，S&P500 和纳斯达克指数也分别下跌 3.46%和 2.57%。前期跌势一度缓和的欧洲股市在上周也纷纷走低，市场的避险情绪急速上升。

上周 A 股表现弱于我们在前一周作出的“冲高回落”的判断，全周指数基本呈现震荡回落态势。全周看，沪深 300 指数累计下跌了 3.72%，居跌幅榜前列。反映在国内房地产调控以及外围市场依然面临较大波动风险的双重影响下，投资者对 A 股市场信心依然不足。

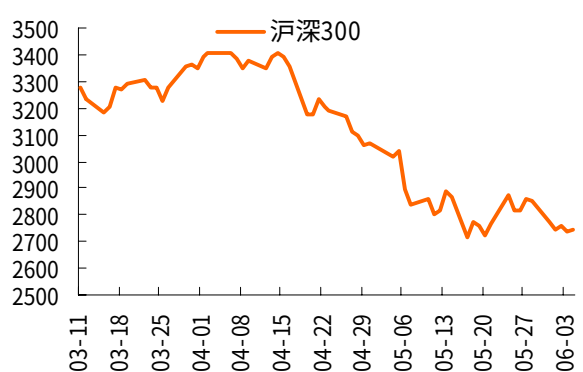
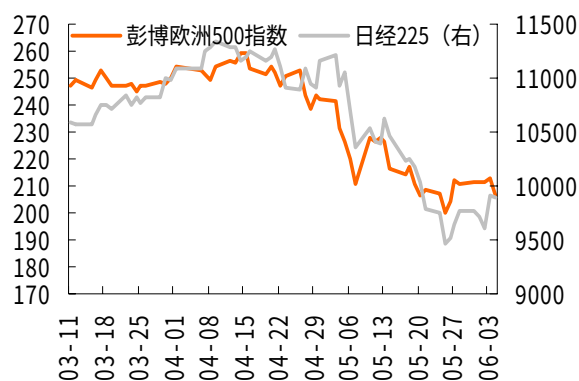
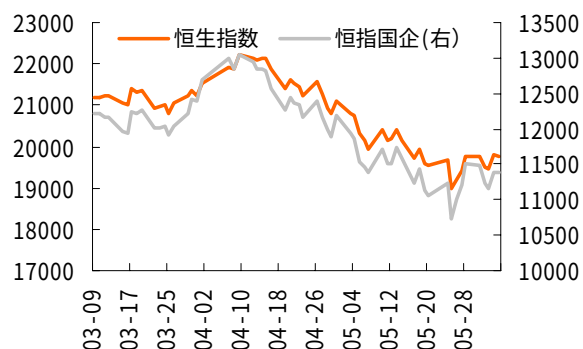
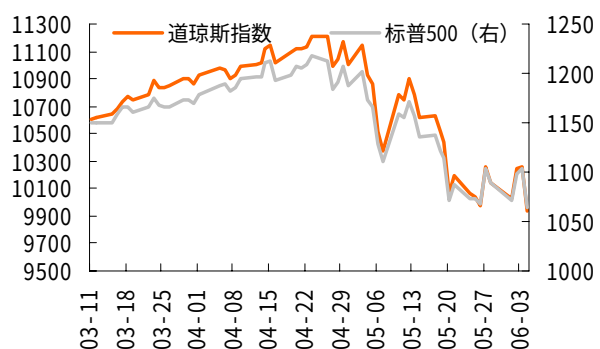
我们认为，在影响短期市场的两大风险因素——房地产调控以及欧洲债务危机尚未明朗以前，A 股市场仍可能维持弱势：

1、匈牙利称面临财困触动市场神经，显示市场信心依然脆弱。匈牙利政府称其正面临希腊式的主权债务危机，引发市场恐慌。虽然理性看，匈牙利目前的财政状况要比希腊好得多，其爆发主权债务危机的可能性有限。但资本市场依然对此作出了激烈反应，避险情绪急速上升，显示出市场信心依然脆弱。并且 5 月份美国非农业就业人数增长低于市场预期，也对市场的情绪构成大压。我们认为，在欧债危机尚未明朗以前，市场的信心预期还难以得到根本性的改变。这对包括 A 股在内的全球资本市场，仍将是一大考验。

2、房地产调控持续。作为近期影响 A 股市场信心的一大主要因素，国内针对房地产的调控持续。继上周国税总局发文要求对“土地增值税从严清算”后，周末住建部、中国人民银行、银监会联合发出通知，明确对于二套房的认定不仅要以家庭为单位，同时执行认房又认贷的严厉政策。显示针对房地产行业的调控，继续深入，针对房地产行业的调控力度，依然没有减弱。这很大程度上也将继续影响到投资者对资本市场，乃至实体经济表现的信心。

弱势格局短期仍难以改变。从估值的角度分析，我们认为 A 股市场已经跌至价值区间。但作为近期影响全球资本市场表现的关键因素——欧洲债务问题有继续蔓延迹象，外围市场仍存诸多不确定性。而且国内针对房地产调控的政策压力持续，使得短期市场的信心依然脆弱。在“价值”与“信心”的较量下，短期内天平倾向“信心”，市场的弱势格局短期仍难以发生根本性的改变。

图表1 主要市场指数表现



资料来源：Bloomberg

图表2 主要市场表现

指数	昨收盘	PE	剔除亏损 PE	剔除亏损 PE E	PB	过去 5 个交易日 涨跌%	本月以来 涨跌 %	本季以来 涨跌 %	今年以来 涨跌 %
泰国 SET	771.48	11.96	10.92	11.03	1.56	4.64	2.81	-2.09	5.03
韩国 KOSPI50	1438.78	13.86	12.18	8.47	1.28	3.85	1.72	-2.47	-2.12
菲律宾综合	3357.05	11.47	11.36	13.19	2.12	3.21	2.58	6.18	9.97
日经 225	9901.19	33.39	20.54	18.34	1.30	1.42	1.36	-10.72	-6.12
印度 NIFTY	5135.50	18.08	17.17	16.55	3.15	1.36	0.97	-2.16	-1.26
台湾加权	7344.59	16.26	13.80	12.54	1.64	0.68	-0.40	-7.27	-10.30
恒指	19780.07	14.24	14.11	13.04	1.75	0.07	0.08	-6.87	-9.57
德国 DAX 30	5938.88	14.57	11.47	11.50	1.38	-0.12	-0.43	-3.49	-0.31
澳大利亚 AS30	4472.40	30.67	16.05	13.82	1.91	-0.15	0.42	-8.60	-8.40
中国海外	59.12	15.33	14.50	12.76	2.26	-0.52	-0.87	-7.58	-8.92
巴西圣保罗	61675.75	13.31	12.32	11.57	1.77	-0.67	-2.17	-12.36	-10.08
香港中资股	3683.16	17.42	16.96	14.36	1.83	-0.77	-1.39	-10.21	-9.28
香港国企股	11375.51	14.01	13.36	11.78	2.08	-1.16	-1.03	-8.24	-11.09
英国富时 100	5126.00	12.36	11.49	10.26	1.62	-1.33	-1.20	-9.75	-5.30
法国 CAC 40	3455.61	13.21	13.21	10.66	1.20	-1.69	-1.48	-13.04	-12.21
NASDAQ	2219.17	28.30	17.94	15.15	2.32	-2.57	-1.68	-7.46	-2.20
道琼斯	9931.97	13.87	13.71	12.29	2.44	-3.19	-2.02	-8.52	-4.76
S&P500	1064.88	15.37	14.14	12.90	2.02	-3.46	-2.25	-8.94	-4.50
沪深 300	2744.39	18.73	17.85	15.56	2.64	-3.72	-1.04	-17.97	-23.25

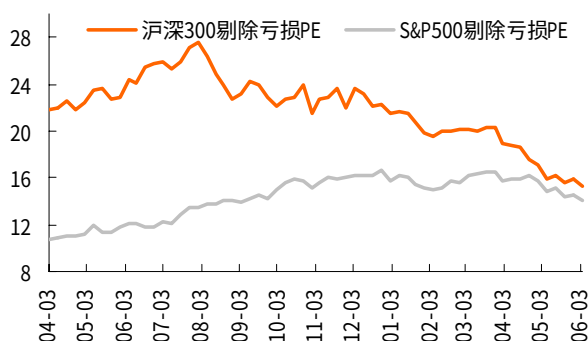
数据来源：Bloomberg系统；业绩计算基准：最近4个季度；

1.2 A 股与全球主要市场的估值比较

TED 价差持续走高，全球流动性面临收缩压力。VIX 指数继续维持高位波动。尤其欧洲债务问题可能进一步蔓延，对市场信心仍是考验。

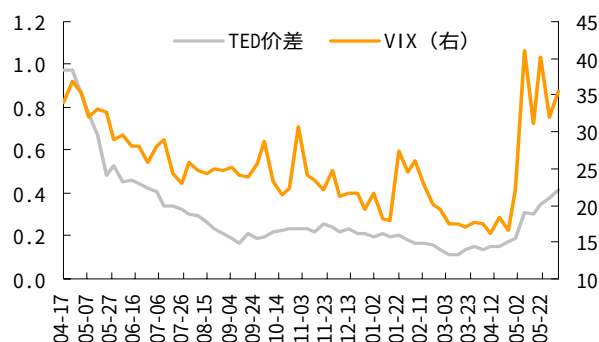
前期我们已经提醒投资者注意 TED 利差持续上升对资本市场的影响。上周 TED 利差持续走高，反映全球流动性在投资者避险情绪增加背景下，正面临收缩，由此使得资本场所面临的资金压力，依然不小。

图表3 沪深300与标普500估值水平



资料来源：Bloomberg

图表4 TED价差及VIX指数



资料来源：Bloomberg

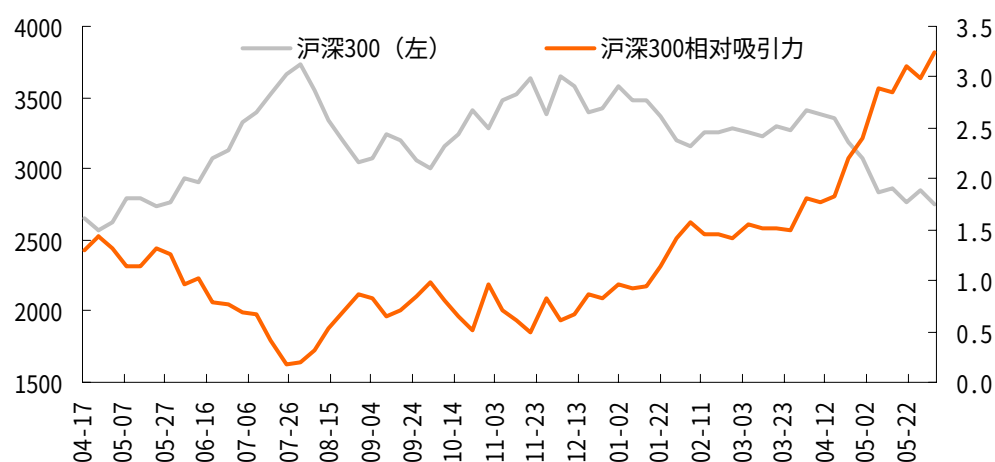
二、A股市场估值分析

2.1 A股的相对吸引力分析

“价值”与“信心”的较量，短期内天平倾向“信心”。A股相对吸引力指数再度回升至3%以上。理性看，A股相对吸引力指数超过3%，显示A股市场已经具备中长期投资价值。但短期市场信心依然不足，房地产调控以及欧债危机等影响短期市场表现的负面因素进一步加重，对短期股指表现，将继续构成压制。

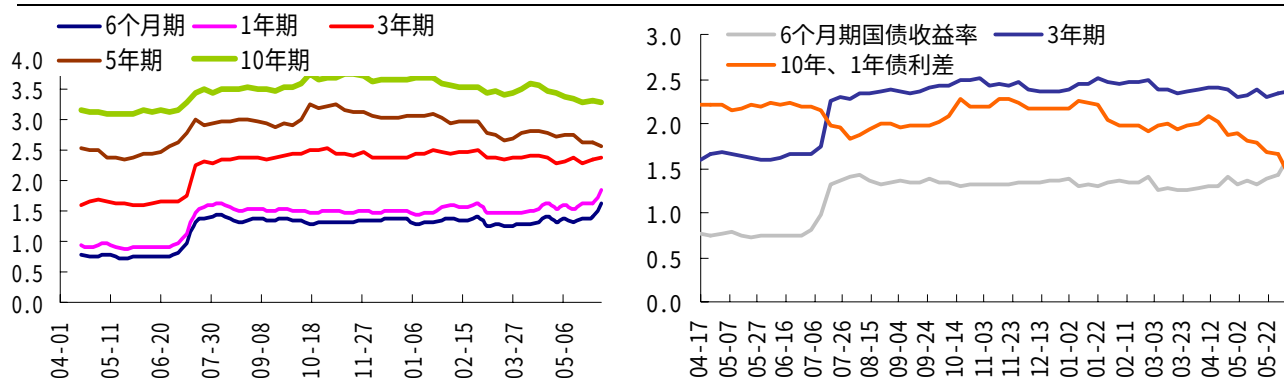
而且我们注意到，在10年期国债收益率走低同时，6个月、1年期等短债收益率有抬升态势，市场流动性有趋紧迹象，这对市场表现，也构成一定制约。

图表5 A股相对吸引力指数



资料来源：WIND

图表6 国债债券收益率

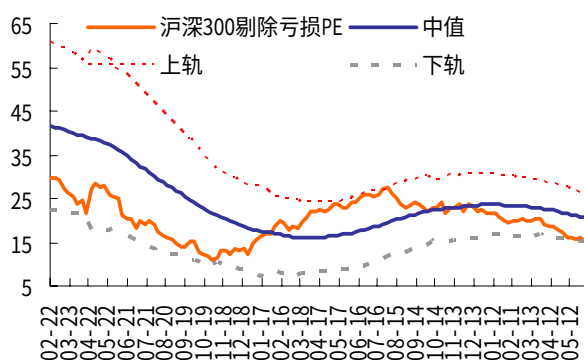


资料来源：Bloomberg

2.2 A 股估值变动趋势

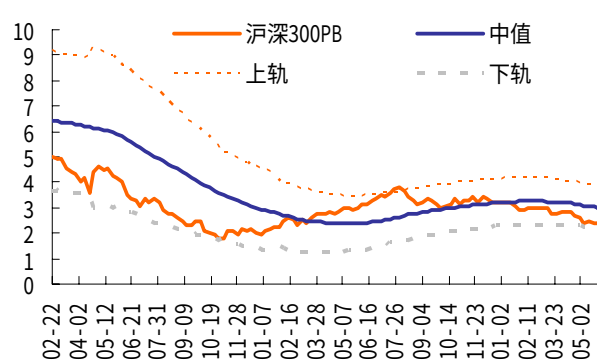
维持在趋势线下轨徘徊。A 股估值继续维持在趋势线下轨附近徘徊。在市场信心依然不足背景下，我们认为 A 股市场短期的弱势格局，仍难以发生根本性改变。

图表7 沪深300市盈率及变动趋势率及变动趋势



资料来源：WIND

图表8 沪深300市净率及变动趋势



资料来源：WIND

注：PE 以过去12 个月业绩为基准进行计算，以最近40 周PE 的均值作为中值，标准差经年化后与中值的乘积作为上轨以及下轨距中值的偏离值。

2.3 A 股相对 H 股溢价水平

权重 A+H 股折价率再度扩大。上周 AH 股溢价指数再度创出新低，主要折价 A+H 股的 A 股股价相对 H 股股价的折价幅度普遍有不同程度的扩大。

虽然短期市场信心依然不足，使得整体市场仍缺乏表现。但我们坚持认为，在市场心态依然谨慎背景下，折价率不断扩大的权重 A+H 股，很有可能成为部分增量资金关注的重点，从而在短期表现出较强明显的抗跌性。

图表9 恒生AH股溢价指数



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表10 AH溢率后五位

证券简称	A 股股价	H 股股价	A 股相对 H 股溢价幅度
中国太保	21.68	30.55	-19.05%
中国人寿	24.38	34.25	-18.80%
中国平安	45.55	63.70	-18.43%
招商银行	13.18	18.40	-18.29%
工商银行	4.22	5.69	-15.40%

资料来源：WIND、平安证券研究所

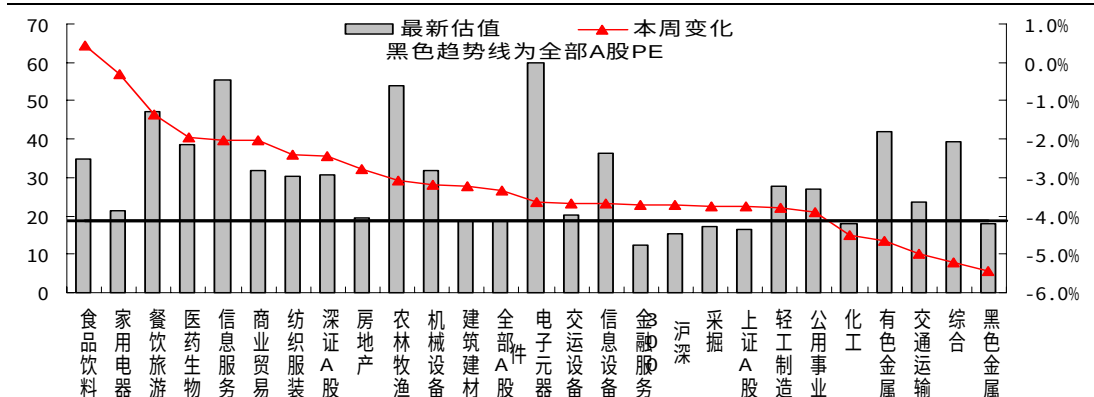
2.4 A 股不同行业的表现与估值

持续下挫，市场信心依然脆弱。上周 A 股市场呈现震荡持续回落态势，全部 A 股的平均市盈率（TTM，剔除负值）下降至 18.56 倍，较上一周下跌了 3.33%。短暂反弹之后，市场重归跌势，显示投资者的态度依然谨慎，市场的趋势仍难以发生根本性改变

普跌行情，防御品种相对抗跌。板块方面，上周 A 股市场基本呈现普跌态势，23 个板块中，除了食品饮料板块的估值小幅上扬之外，其他 22 个板块估值均出现不同程度的回落，其中综合和黑色金属板块的估值一周下跌超过 5%，有色金属和交通运输等板块的估值也回落超过 4.5%，显示在市场整体表现弱势背景下，高 β 品种继续成为下跌主力。由此反映出短期市场的悲观情绪，仍没有太多的改变。

策略建议：从估值的角度分析，我们认为 A 股市场已经跌至价值区间。但作为近期影响全球资本市场表现的关键因素——欧洲债务问题有继续蔓延迹象，外围市场仍存诸多不确定性。而且国内针对房地产调控的政策压力持续，使得短期市场的信心依然脆弱，在“价值”与“信心”的较量下，短期内天平倾向“信心”。静待政策的明朗和市场信心的恢复，仍是短期策略首选。

图表11 行业估值一周变化



资料来源：Wind 剔除亏损、业绩基准：TTM

图表12 A股不同板块的历史估值比较

板块	MAX	MIN	AVE	NOW	ADJ-MAX	ADJ-MIN	ADJ-AVE	ADJ-NOWW	比值优势
保险	86.30	18.85	48.00	18.98	80.70%	50.20%	79.67%	2.26%	77.41%
园区开发	103.76	19.52	50.75	21.97	117.25%	55.54%	89.98%	18.37%	71.61%
橡胶	89.72	9.33	45.79	20.70	87.86%	-25.66%	71.39%	11.53%	59.86%
汽车整车	76.41	10.21	34.57	13.71	59.99%	-18.65%	29.42%	-26.13%	55.56%
建筑装饰	90.67	17.68	39.11	17.76	89.85%	40.88%	46.40%	-4.31%	50.72%
房地产开发	88.30	12.84	38.96	19.19	84.88%	2.31%	45.84%	3.39%	42.45%
水泥制造	75.48	12.07	33.91	16.83	58.04%	-3.82%	26.94%	-9.32%	36.26%
玻璃制造	89.02	14.72	51.31	29.44	86.39%	17.29%	92.06%	58.62%	33.44%
石油化工	38.96	12.65	24.17	12.65	-18.43%	0.80%	-9.54%	-31.84%	22.30%
汽车零部件	57.03	8.82	29.39	16.30	19.41%	-29.72%	10.00%	-12.18%	22.18%
银行	42.44	9.51	19.87	10.55	-11.14%	-24.22%	-25.62%	-43.16%	17.54%
铁路运输	67.65	15.24	29.65	17.40	41.65%	21.43%	11.00%	-6.25%	17.25%
煤炭开采	84.40	9.93	30.44	17.95	76.72%	-20.88%	13.95%	-3.29%	17.23%
白酒	106.13	19.81	47.48	31.12	122.22%	57.85%	77.74%	67.67%	10.07%
生物制品	96.07	19.13	46.47	30.61	101.15%	52.43%	73.94%	64.92%	9.01%
机场	49.79	20.25	32.78	21.79	4.25%	61.35%	22.72%	17.40%	5.31%
电力	48.43	24.69	35.97	24.69	1.40%	96.73%	34.65%	33.03%	1.62%
石油开采	52.15	16.04	24.12	16.64	9.19%	27.81%	-9.72%	-10.34%	0.63%
葡萄酒	92.82	24.63	49.62	34.96	94.35%	96.25%	85.74%	88.36%	-2.63%
白色家电	54.55	11.70	27.42	19.54	14.22%	-6.77%	2.64%	5.28%	-2.64%
普钢	52.49	5.73	24.68	17.74	9.90%	-54.34%	-7.60%	-4.42%	-3.18%
港口	58.37	14.23	33.26	23.76	22.22%	13.39%	24.50%	28.02%	-3.51%
专业连锁	85.23	17.78	41.54	29.53	78.45%	41.67%	55.51%	59.11%	-3.59%
食品制造	97.36	30.96	64.91	45.96	103.85%	146.69%	142.97%	147.63%	-4.66%
综合	103.18	21.33	55.31	39.32	116.04%	69.96%	107.03%	111.85%	-4.82%
证券	53.73	11.75	28.26	20.97	12.50%	-6.37%	5.77%	12.98%	-7.22%
特钢	77.50	7.20	36.26	26.93	62.27%	-42.63%	35.72%	45.10%	-9.38%
专用设备	55.31	11.62	30.38	23.17	15.81%	-7.41%	13.71%	24.84%	-11.13%
高速公路	32.63	12.96	20.96	17.65	-31.68%	3.27%	-21.55%	-4.90%	-16.65%
贸易	58.67	8.58	32.26	26.01	22.84%	-31.63%	20.75%	40.14%	-19.39%
通信设备	73.50	16.89	40.08	31.86	53.89%	34.58%	50.02%	71.66%	-21.64%
轻工制造	51.81	11.07	33.71	27.86	8.48%	-11.79%	26.19%	50.11%	-23.92%
燃气	72.29	14.30	40.68	33.77	51.36%	13.94%	52.26%	81.95%	-29.69%
塑料	81.66	5.41	42.55	35.12	70.98%	-56.89%	59.29%	89.22%	-29.93%
食品加工	80.21	23.65	43.30	35.73	67.94%	88.45%	62.10%	92.51%	-30.42%
服装	46.29	10.85	27.87	25.02	-3.08%	-13.55%	4.33%	34.81%	-30.48%
普通机械	71.80	17.07	41.47	34.94	50.34%	36.02%	55.25%	88.25%	-33.01%
航空运输	84.36	9.79	34.32	30.04	76.63%	-21.99%	28.47%	61.85%	-33.38%
水务	93.36	22.99	47.74	39.49	95.48%	83.19%	78.71%	112.77%	-34.06%
信托	238.95	46.37	108.83	82.05	400.31%	269.48%	307.37%	342.08%	-34.71%
物流	78.47	17.61	47.60	39.65	64.30%	40.32%	78.18%	113.63%	-35.46%
视听器材	68.20	13.36	38.39	33.33	42.80%	6.45%	43.69%	79.58%	-35.89%
非汽车交运设	112.99	15.52	39.31	35.08	136.58%	23.67%	47.16%	89.01%	-41.85%
化学原料	59.61	8.75	38.21	34.42	24.81%	-30.28%	43.02%	85.45%	-42.43%

百货零售	78.81	16.49	42.60	38.27	65.01%	31.39%	59.46%	106.20%	-46.74%
化学制药	71.73	14.98	36.00	33.88	50.19%	19.36%	34.75%	82.54%	-47.79%
电气设备	65.79	15.62	41.75	38.03	37.75%	24.46%	56.27%	104.90%	-48.63%
软饮料	92.80	22.90	55.12	47.79	94.30%	82.47%	106.33%	157.49%	-51.16%
有色金属冶炼	95.16	10.99	45.35	41.17	99.25%	-12.43%	69.75%	121.82%	-52.07%
啤酒	86.07	30.03	49.08	43.96	80.21%	139.28%	83.72%	136.85%	-53.13%
化学纤维	107.09	10.81	38.78	37.14	124.23%	-13.86%	45.15%	100.11%	-54.95%
餐饮旅游	82.47	22.95	51.03	47.02	72.68%	82.87%	91.00%	153.34%	-62.34%
传媒	124.04	30.84	62.26	55.49	159.72%	145.74%	133.07%	198.98%	-65.90%
化学制品	56.23	21.68	38.56	39.08	17.73%	72.75%	44.35%	110.56%	-66.21%
纺织	77.55	14.99	38.52	39.84	62.37%	19.44%	44.21%	114.66%	-70.45%
化工新材料	63.71	12.23	36.80	40.57	33.40%	-2.55%	37.74%	118.59%	-80.85%
环保	42.20	14.87	28.57	35.43	-11.64%	18.49%	6.95%	90.89%	-83.95%
中药	66.87	24.06	41.37	44.87	40.01%	91.71%	54.87%	141.76%	-86.89%
计算机设备	75.96	12.25	42.86	46.46	59.05%	-2.39%	60.45%	150.32%	-89.87%
农林牧渔	82.40	21.95	51.72	53.90	72.53%	74.90%	93.61%	190.41%	-96.80%
医药商业	70.21	24.19	46.89	50.67	47.01%	92.75%	75.53%	173.01%	-97.48%
航运	100.53	3.28	33.71	42.52	110.49%	-73.86%	26.18%	129.09%	-102.92%
金属新材料	84.35	19.95	54.52	57.25	76.61%	58.96%	104.10%	208.46%	-104.36%
通信运营	112.54	5.25	33.44	46.23	135.64%	-58.17%	25.17%	149.08%	-123.91%
计算机应用	69.88	20.89	44.17	56.01	46.31%	66.45%	65.35%	201.78%	-136.43%
电子元器件	83.43	14.61	46.41	59.87	74.69%	16.41%	73.72%	222.58%	-148.86%
医疗器械	69.59	21.25	44.14	59.26	45.71%	69.32%	65.24%	219.29%	-154.05%
网络服务	127.75	17.46	58.79	75.69	167.48%	39.12%	120.06%	307.81%	-187.75%

数据来源：平安证券研究所

注：MAX：过去3年的最高市盈率；MIN：过去3年的最低市盈率；AVE：过去3年的平均市盈率（算术平均）；NOW：最新市盈率
 ADJ-MAX：板块MAX/A股MAX-1；ADJ-MIN：板块MIN/A股MIN-1；ADJ-AVE：板块AVE/A股AVE-1；ADJ-NOW：板块NOW/A股NOW-1
 比值优势：ADJ-AVE减去ADJ-NOW

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257