

[2010.6.11]

又近估值涅槃时

——2010年下半年A股估值策略报告



何翔

SAC 执业证书编号 S1150208030106



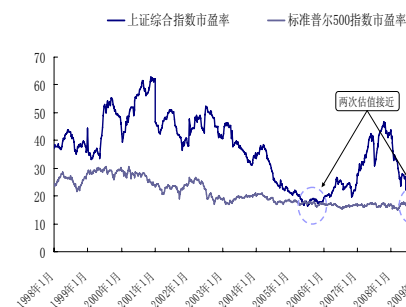
hexiang@bhqz.com

核心观点:

2010年下半年A股市场静态 PE16-21 倍

上证指数核心区间为 2300-3000 点

- 从股票市场估值自身特点来看,不论从国际市场估值的横向比较,还是A股历史估值的纵向比较,目前A股估值都已经运行至合理偏低的区域。从M1增速、CPI-PPI的差值、国债收益率等影响估值的因素来看,目前A股虽然缺乏流动性的强力支撑,但也已经逐渐进入具有中长期投资价值的底部区域。
- 从股票市场估值自身特点来看,不论从国际市场估值的横向比较,还是A股历史估值的纵向比较,目前A股估值都已经运行至合理偏低的区域。从M1增速、CPI-PPI的差值、国债收益率等影响估值的因素来看,目前A股虽然缺乏流动性的强力支撑,但也已经逐渐进入具有中长期投资价值的底部区域。
- 在国内外经济环境不确定性以及流动性趋势回落的压力下,市场难于出现较大的单边上升趋势。在上有压力、下有支持的环境下,A股市场下半年仍可能维持大幅震荡的格局。
- 但是伴随下半年通胀预期逐渐缓和,流动性出现阶段性由紧转松以及目前A股估值在底部区域受到的有力支持,处于震荡格局中的A股市场很大可能在下半筑底之后出现斜率较缓的震荡攀升走势。再结合目前A股运行趋势与大萧条后期道琼斯指数运行趋势的较高拟合程度来看,这种趋势可以得到印证。
- 综合上述分析,在2010年盈利增长中性预期的假设基础上,我们判断下半年上证指数对应估值底的点位大约在2300点左右,通过模型进一步测算上证指数下半年运行的核心区间将会在2300-3000点之间。



相关报告

《拨估值之雾,看复苏之路》
——2010年A股估值策略报告
(09.12.7)

《估值上升的动力:从流动性推动到走出通缩》——09年下半年A股估值策略报告(09.6.19)

《在黑暗中期待轮回的拐点》
——09年A股估值策略(08.11.30)

《从估值看市场:未来一年指数运行核心区间 2000-2800点》
——估值策略研究(08.9.23)

目 录

1、A 股估值吸引力的比较分析	4
1.1 估值国际比较	4
1.2 A 股板块估值比较分析	8
1.3 行业估值比较分析	10
2. A 股估值影响因素分析	11
2.1 流动性压力依然，下半年或现阶段性支持	11
2.2 下半年通胀预期缓和将有利于支持 A 股估值	13
2.3 当前国债收益率与股市估值比较凸现估值吸引力	14
2.4 来自于上个世纪大萧条时期道琼斯指数走势的对比	15
3. 下半年 A 股市场估值水平测算	16
3.1 通过盈利增长预期判断估值底	16
3.2 从估值模型看未来估值以及指数运行核心区间	16

图 目 录

图 1: 国际市场市盈率比较	5
图 2: 国际市场市净率比较	5
图 3: 国际市场 PEG 比较	6
图 4: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较 (截止 2010.6.4)	7
图 5: A 股相对美股估值溢价历史趋势比较 (截止 2010.6.4)	7
图 6: AH 溢价历史走势图 (截止 2010.6.4)	8
图 7: 主要 A 股指数当前市盈率与历史比较	8
图 8: 主要 A 股指数当前市净率与历史比较	8
图 9: 主要中证指数市盈率历史走势比较	9
图 10: 主要中证指数估值溢价走势比较	9
图 11: 主要 A 股板块当前市盈率与 2010 盈利增长预期散点分布图	9
图 12: 分行业当前市盈率与历史比较 (96 年以来)	10
图 13: 分行业当前市净率与历史比较 (96 年以来)	10
图 14: 各行业市盈率与 2010 盈利增长预期散点分布图	11
图 15: M1 同比增速与上证指数走势比较	12
图 16: 09 年以来 M1 同比增速与上证指数走势比较	12
图 17: M1-M2 同比增速与上证指数走势比较	13
图 18: CPI 与上证指数的波动比较	13
图 19: CPI-PPI 与上证指数的波动比较	13
图 20: 交易所 10 年期国债收益率与沪深 300 市盈率趋势比较	14
图 21: 沪深 300 股价收益率与交易所 10 年期国债收益率差值体现估值吸引力	14
图 22: 大萧条时期道琼斯指数与近几年上证指数走势对比图	错误! 未定义书签。

表 目 录

表 1: 全球主要市场市盈率市净率比较 (2010.6.4)	4
表 2: 不同盈利预期下的市场估值底测算	16
表 3: 基于三阶段股利贴现模型的估值 (市盈率) 情景分析表	17

2010 年上半年，在复杂的国内外经济环境及政策环境影响下，A 股市场经历了震荡格局之后出现调整。目前的 A 股估值再次运行至相对较低的区域，就在市场对未来经济二次探底担忧的同时，市场估值的探底似乎就近在眼前，A 股似乎面临再度涅槃的关键时刻。

在不确定因素众多的情况下，股市的估值底部究竟在哪里，下半年 A 股估值又将如何波动？这是我们必然要面对和考虑的问题。本报告将深入剖析目前 A 股市场所面临的估值环境，并对下半年 A 股运行的估值底以及估值波动范围做大致预期。

1. A 股估值吸引力的比较分析

1.1 估值国际比较

经过 2009 年全球市场的集体反弹之后，一些主要市场估值水平都有回升，而进入 2010 年上半年，欧债危机的影响又给全球经济复苏的前景蒙上了一层阴影，这使得全球主要市场指数在创下近一年多新高后再次面临了较大的估值调整压力。如道琼斯工业平均指数在今年 4 月份创下 11300 点左右的新高后便出现大幅回落，目前其市盈率为 13.71 倍，标普 500 市盈率为 15.16 倍。当前主要市场中，俄罗斯市场的市盈率估值最低，仅为 8.82 倍，日本市场的市盈率估值相对较高，为 32.25 倍。

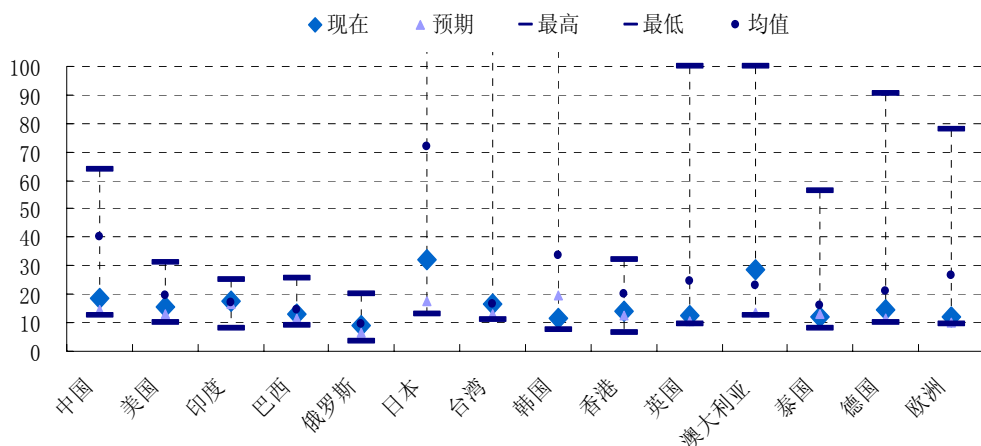
09 年下半年至今，A 股在全球所有市场中最先开始本轮调整，是调整时间较长、调整幅度相对较大的市场，这也使得 A 股估值相对全球其他主要市场溢价在这一期间大幅收窄。通过对当前 A 股估值与国际市场比较，我们可以看到 A 股市盈率估值位于相对适中的位置，从市净率估值来看，A 股的市净率只是低于印度，仍要高于其余市场的市净率水平。整体来看，A 股目前估值水平相对全球其他市场来说仍然较为合理。

表 1：全球主要市场市盈率市净率比较（2010.6.4）

主要市场	中国沪深 300	美国 标普 500	印度孟买 SENSEX30	巴西圣保罗 证交所指数	俄罗斯 RTS 指数	日本日经 225 指数	台湾 加权指数
PE	18.47	15.16	17.56	13.31	8.82	32.25	16.67
PB	2.59	1.99	3.1	1.75	1.06	1.25	1.83
主要市场	韩国 KOSPI 指数	香港 恒生指数	英国 富时 100	澳大利亚澳 证 200 指数	泰国 50 指数	德国 DAX30	欧盟斯托克 50 指数
PE	11.54	13.86	12.36	28.82	11.96	14.57	12.23
PB	1.19	1.71	1.6	1.85	1.53	1.37	1.16

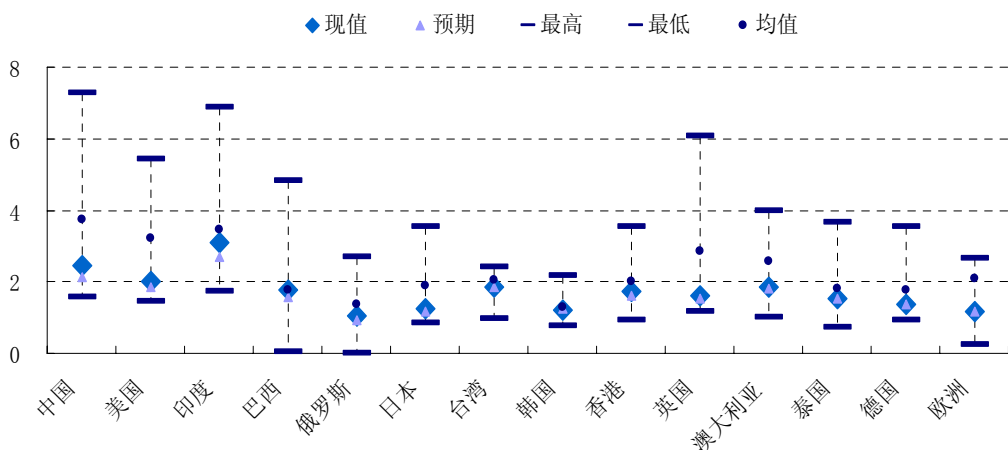
资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

图 1: 国际市场市盈率比较



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

图 2: 国际市场市净率比较

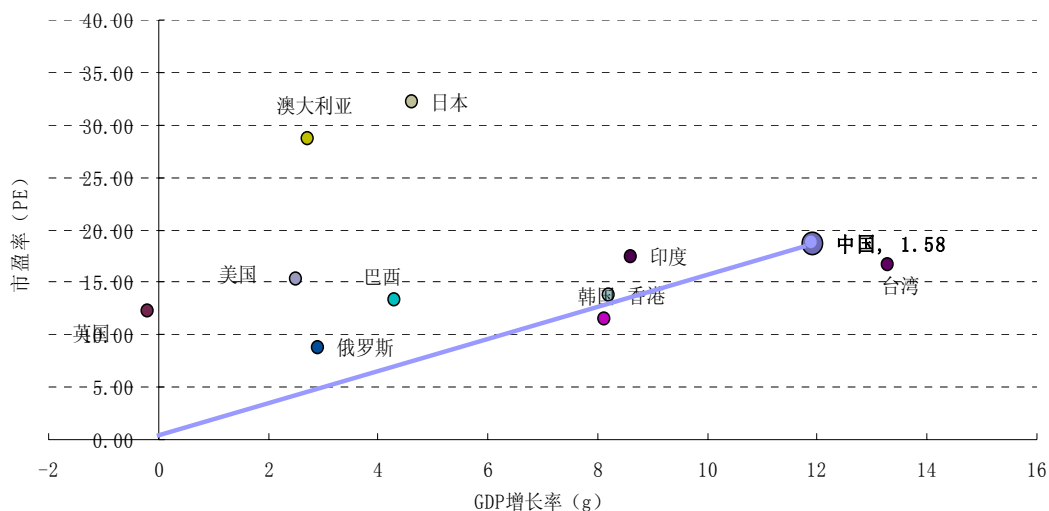


资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

PEG 的比较: A 股具有明显优势

我们以一季度各市场的 GDP 增长率来替代 G 值, 从全球市场 PEG 的比较来看, 中国 A 股市场的 PEG 值仍低于大部分市场的 PEG 值。因此在考虑了经济成长的情况下, A 股市场的估值当前仍然具有很强的比较优势。

图 3: 国际市场 PEG 比较



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

A 股对美股估值溢价再次收窄

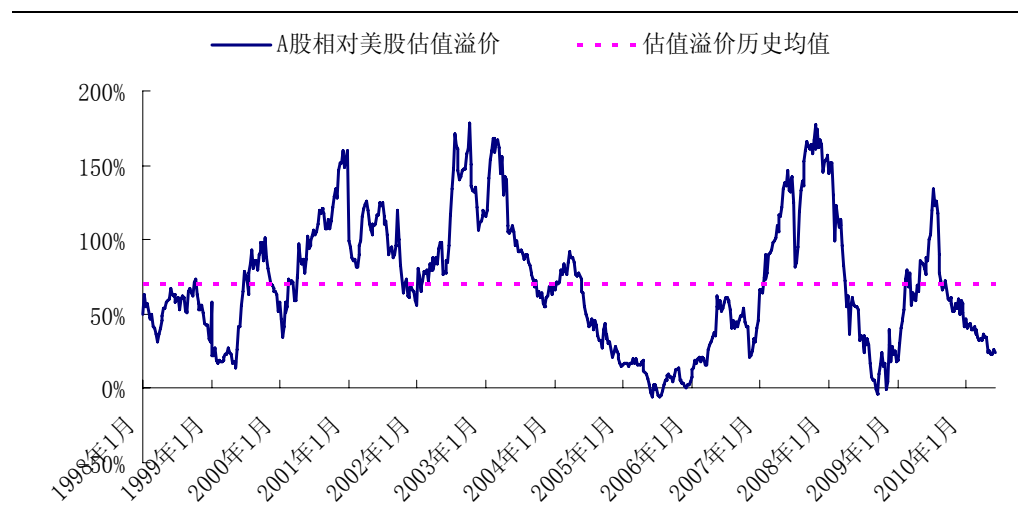
A 股市场从 09 年 8 月就先于全球市场开始了调整趋势, 而进入 2010 年之后, 欧洲债务危机的影响也导致国际市场先后出现调整。这个过程中, A 股的估值重心大幅下移, 同时美国股市估值也略有调整。由于 A 股调整的幅度更大, A 股的估值水平再次接近美股估值。通过 A 股与美股估值的历史比较, 可以发现 A 股估值长期高于美股估值, 98 年以来的历史平均溢价约为 70%。在 05 年年底与 08 年年底, 该溢价两次接近零值, 05 年之后出现了 A 股的一轮大牛市, 而 08 年底至 09 年, A 股市场也出现了一轮不错的上升行情。目前的 A 股相对美股估值溢价为 23.89%, 不仅低于历史平均溢价的水平, 而且这个溢价有再度归零的趋势。随着风险的释放, A 股估值与美股估值比较的相对吸引力也正逐渐体现出来。如果这个估值汇合的趋势继续在 2010 年下半年保持下去, 那么 A 股的中长期机会也可能在下半年出现。

图 4: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较 (截止 2010.6.4)



资料来源: Wind, Bloomberg, 渤海证券研究所

图 5: A 股相对美股估值溢价历史趋势比较 (截止 2010.6.4)



资料来源: Wind, Bloomberg, 渤海证券研究所

AH 溢价显示 A 股估值处于相对低位

A 股与 H 股的溢价水平也能反映 A 股估值的相对高低。当前的 AH 溢价几乎接近于 0，处于近三年来的最低水平，表明目前 A 股的估值已经是处在历史相对低位。

图 6: AH 溢价历史走势图 (截止 2010.6.4)



资料来源: Wind, Bloomberg, 渤海证券研究所

1.2 A 股板块估值比较分析

A 股估值历史比较: 当前估值合理偏低

当前全部 A 股静态市盈率在 22.2 倍左右, TTM 市盈率为 19.77 倍; 沪深 300 静态市盈率 17.3 倍左右, TTM 市盈率为 15.47 倍。A 股估值大都再次接近历史估值底部区域。全部 A 股市净率 3.4 倍, 也低于历史均值水平。

图 7: 主要 A 股指数当前市盈率与历史比较

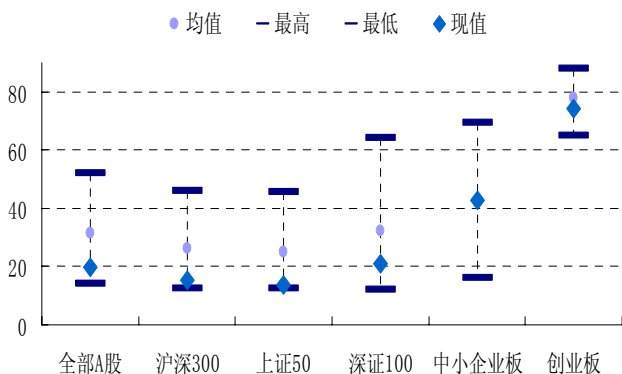
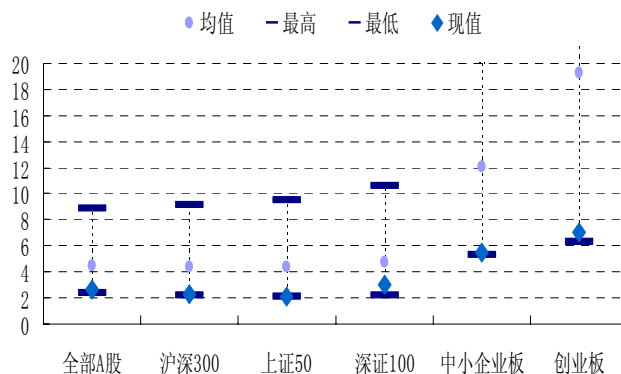


图 8: 主要 A 股指数当前市净率与历史比较



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

估值分化依然存在

将市场按风格特征分解来看, 用中证 100、中证 200 和中证 500 可以分别代表大盘股、中盘股和小盘股, 而这三者的估值差异依然存在, 不过较 09 年年底时巨大估值差异有所改观, 当前中证 200 与中证 500 分别较中证 100 溢价 68.53%和 186.65%。我们认为, 大盘股的低估值或许与股指期货、融资融券等创新业务推出有关, 由于这

些带有做空机制的创新业务的推出，会使其现货主要标的大盘蓝筹股的估值更趋合理，而小盘股则因现有模式下做空较难，因此会出现一定的相对估值溢价。我们判断未来较长时间中小盘股的估值高溢价都可能会长期存在。

图 9：主要中证指数市盈率历史走势比较

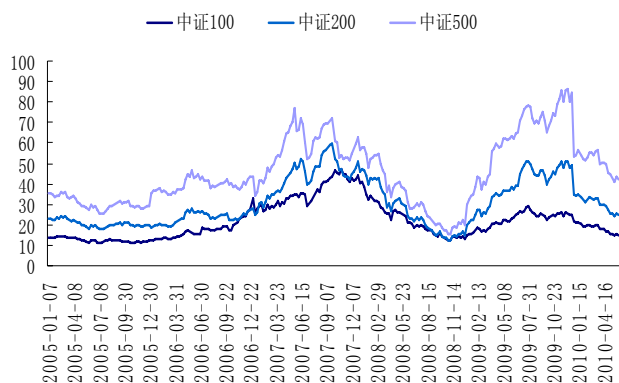
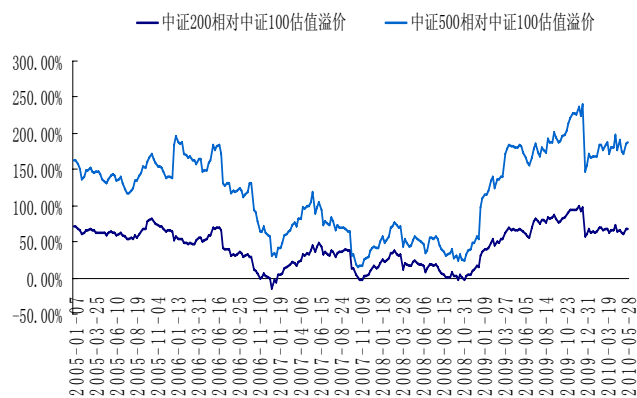


图 10：主要中证指数估值溢价走势比较

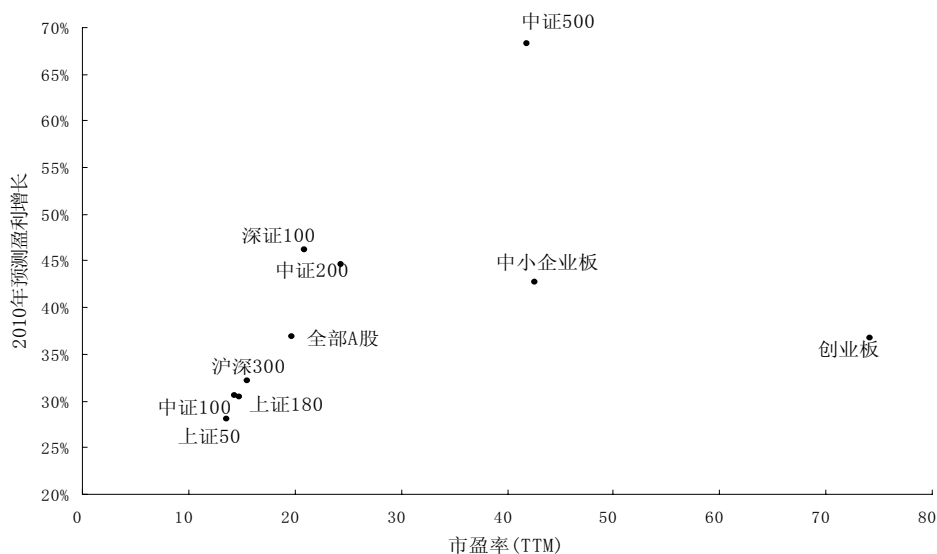


资料来源：Wind，渤海证券研究所

从 PEG 看蓝筹股均具有估值比较优势

考虑全部 A 股以及各主要板块的 2010 年盈利增长预期，再结合各板块的市盈率，我们可以从其 PE/G 散点分布图发现，创业板的估值比较优势最低，而深 100、中证 200 都具有较好的相对估值优势。因此，除了上证 50、中证 100 这样具有绝对低估的大盘蓝筹股板块之外，一些二线蓝筹股在考虑盈利增长预期后体现出的相对估值优势也可能对其未来走势形成较为有利的支持。

图 11：主要 A 股板块当前市盈率与 2010 盈利增长预期散点分布图



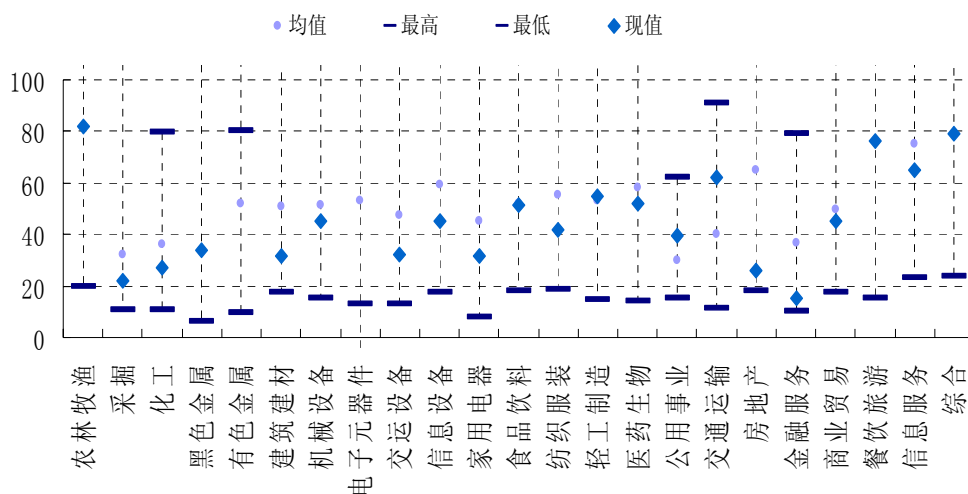
资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.3 行业估值比较分析

行业估值比较：金融服务估值依然最低

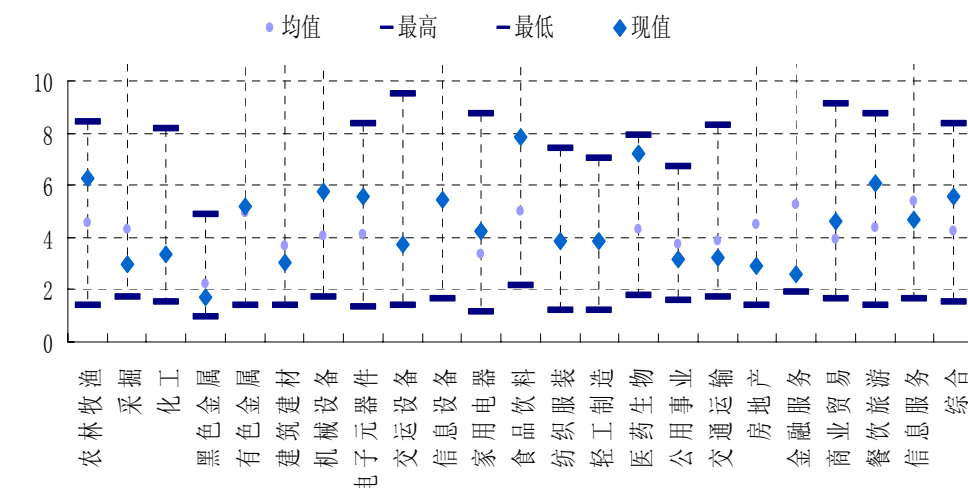
根据各行业估值比较，当前市盈率估值处于相对较低的有金融服务、房地产、采掘、化工、建筑建材、家电、交通运输等行业；市净率估值处于相对低位的有金融服务、房地产、黑色金属、采掘、化工、建筑建材、交通运输、公用事业等行业。

图 12：分行业当前市盈率与历史比较（96 年以来）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 13：分行业当前市净率与历史比较（96 年以来）

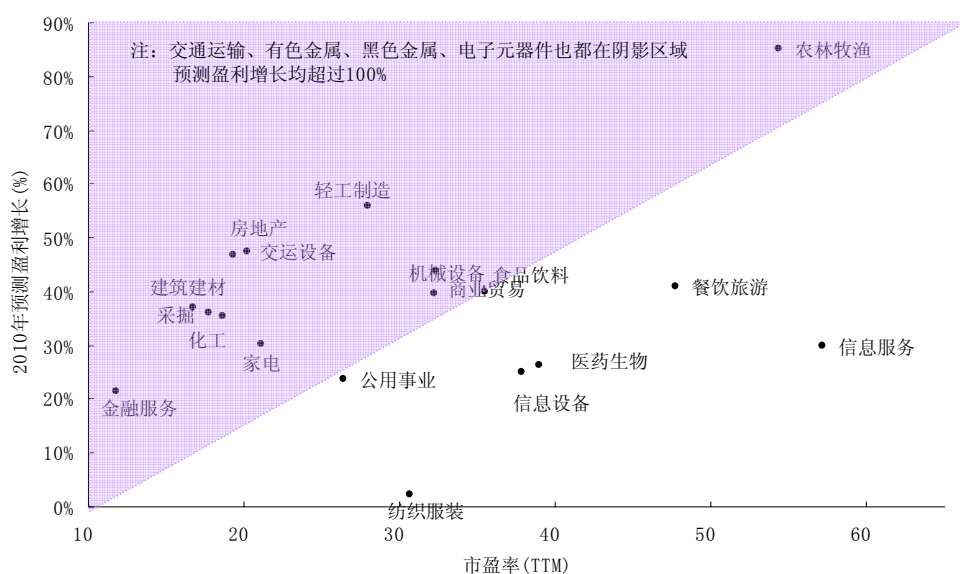


资料来源：Wind，渤海证券研究所

从 PEG 看各行业估值比较优势

考虑各行业 2010 年的盈利增长预期(根据 Wind 统计), 结合市盈率的估值比较, 我们可以构造出行业 PEG 散点分布图, 在行业 PEG 散点分布图中, 靠近左上方的行业是考虑了盈利预期增长后具有相对估值优势的行业(见图中阴影部分), 这些行业主要包括金融服务、采掘、化工、建筑建材、房地产、交通运输、电子元器件、黑色金属、机械设备、农林牧渔、家用电器、食品饮料、有色金属等。

图 14: 各行业市盈率与 2010 盈利增长预期散点分布图



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.A 股估值影响因素分析

2.1 流动性压力依然, 下半年或对估值有阶段性支持

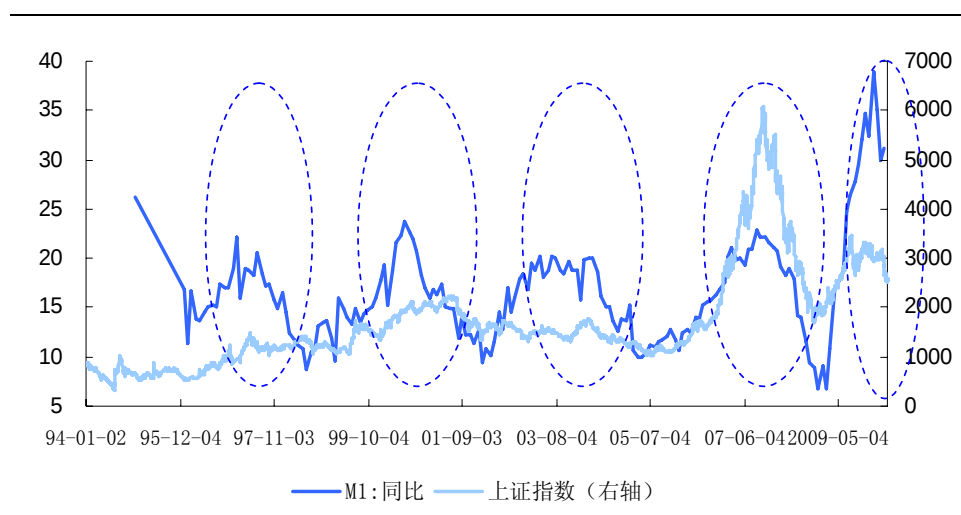
上半年 M1 增速见顶回落减弱估值支撑

2010 年 1 月份 M1 增速创历史新高后开始回落, 伴随着抑制信贷增长及控制通胀预期相关宏观政策的实施, 加上地产新政和欧洲债务危机的影响, 整个市场的增量流动性开始逐渐减弱, 市场在维持了近半年的盘整之后于四、五月份开始了新的调整态势。这个过程使得 A 股的估值风险逐渐释放, 并再次降至接近历史低位的区域。

下半年流动性有望缓和利于估值支撑

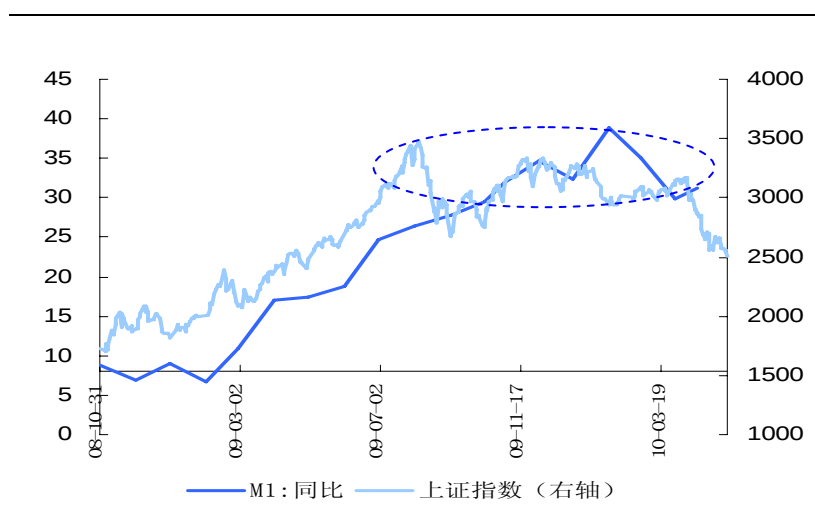
从对较长周期市场估值影响因素来看，流动性的趋势性回落难以支持估值大幅提升，下半年M1增速的回落趋势仍然可能继续对A股估值形成压力。不过考虑未来可能出现宏观经济反复和通胀预期缓和的形势，信贷以及增量流动性在持续了长时间紧张局面后仍有机会在下半年表现出由紧转松的阶段性格局。因此，流动性偏紧对估值压制的现状将有可能在下半年得以缓和，从而在某一时期会对估值形成较为有利支持，并可能使得市场估值在受底部支撑后出现阶段性的震荡反弹。

图 15: M1 同比增速与上证指数走势比较



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 16: 09 年以来 M1 同比增速与上证指数走势比较



资料来源：Wind，渤海证券研究所

M1-M2 增速见历史高点后回落向下

从我们对市场的历史统计来看，M1-M2 剪刀差的波动基本就是估值走势的翻版，并在很多阶段也与市场走势有较强的相关性。目前 M1-M2 已经处于历史高位，并开始表现出向下回落的趋势，这与 M1 增速的情况类似，因此 A 股估值在一段时间内还是会面临流动性趋势回落的压力。

图 17: M1-M2 同比增速与上证指数走势比较



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.2 下半年通胀预期缓和将有利于支持 A 股估值

一般来说，CPI 对市场估值并没有较好的领先意义，反而略有滞后。而在大部分时间段，CPI 与 PPI 剪刀差的走势与市场走势都是正相关。并且在最近几年，CPI-PPI 的趋势也较市场有一定的领先性。事实上从 09 年下半年以来的市场调整一直都伴随着 CPI-PPI 剪刀差的回落，并且 CPI-PPI 差值当前已经接近历史低位，考虑到通胀预期可能在下半年有所缓和，未来 CPI-PPI 将出现底部拐点，拐点的出现以及之后可能伴随的回升趋势都会对股市的走势形成一定支持。

图 18: CPI 与上证指数的波动比较

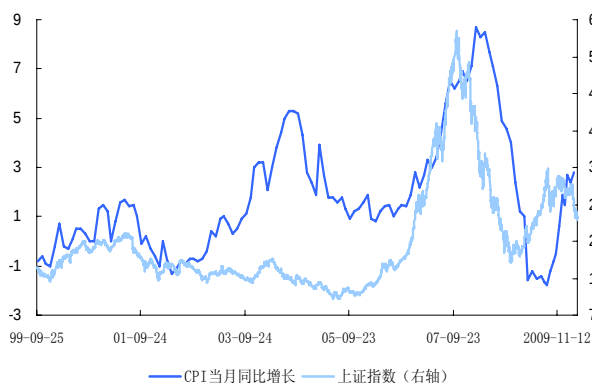


图 19: CPI-PPI 与上证指数的波动比较

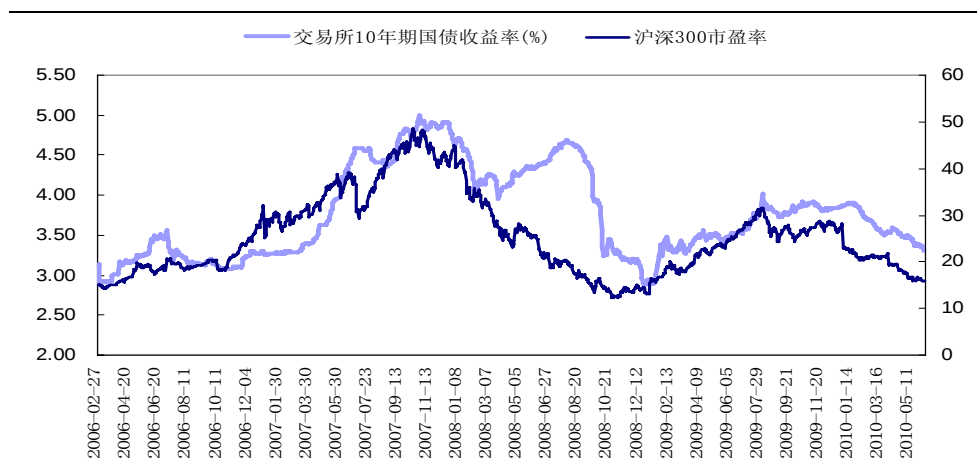


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.3 当前国债收益率与股市估值比较凸现估值吸引力

从历史的走势来看，国债收益率与A股市场波动也有着极强的相关性，我们可以看到交易所10年期国债收益率与沪深300市盈率水平在过去4年的走势拟合较好，并且当10年期国债收益率在3%左右时，沪深300估值水平也基本处于底部区域。目前10年期国债收益率水平再度下降至接近于3%左右的位置，这也预示着A股的估值可能也正进入底部区域。

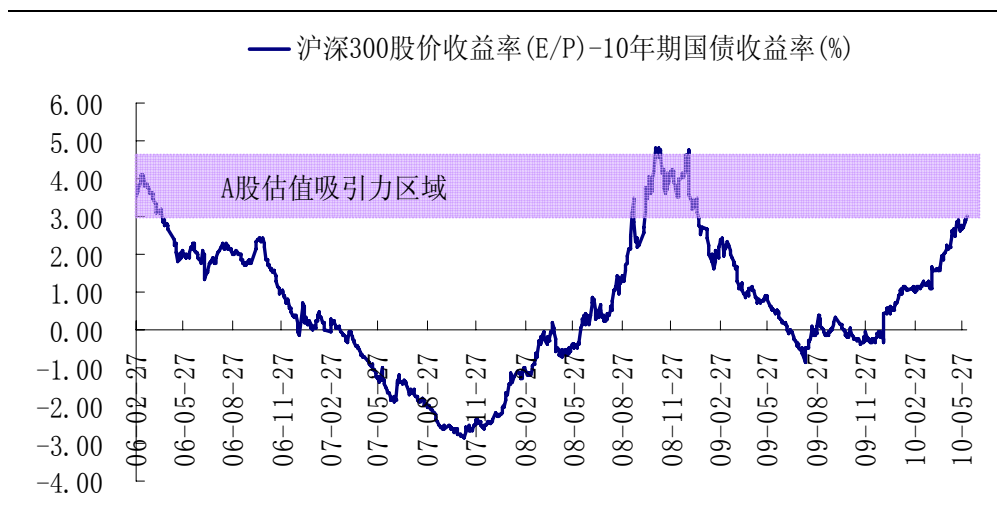
图 20：交易所10年期国债收益率与沪深300市盈率趋势比较



资料来源：Wind，渤海证券研究所

我们也可以用沪深300股价收益率与10年期国债收益率的差值来看A股估值吸引力，基本上当这个差值升至3%以上时，即可表示A股估值进入中长期的吸引力区域。因此从这个角度，也可以判断目前的A股估值正逐渐具有中长期的投资价值。

图 21：沪深300股价收益率与交易所10年期国债收益率差值体现估值吸引力

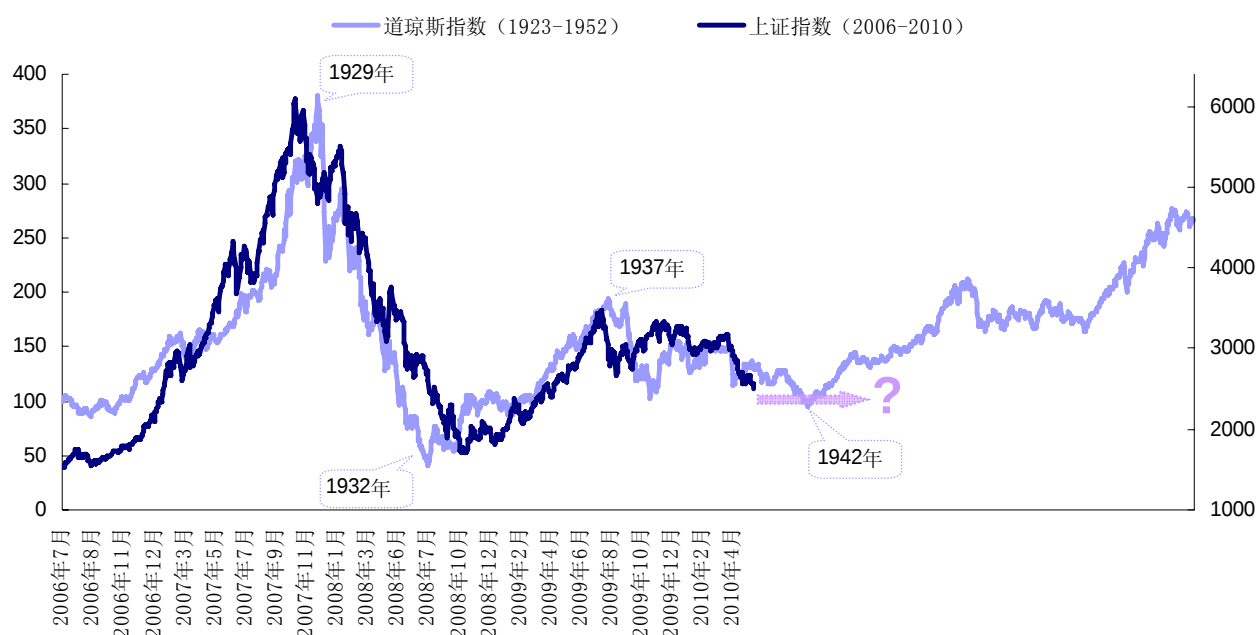


资料来源：Wind，渤海证券研究所

2.4 来自于上个世纪大萧条时期道琼斯指数走势的对比

一个有趣的现象,我们发现上证指数从06年以来的走势与上个世纪20年代美国道琼斯指数在大萧条前后的走势出现惊人的吻合,仅仅是在走势的时间跨度上有所差异,而两者的走势形态都极为接近,并且其相关系数达到0.88。目前的A股位置看起来更像道琼斯指数在1942年左右经历的情况,接近于一个调整趋势的末端,而此后美国股市又开始了新一轮的上涨,也就是后来出现的慢牛行情。我们不能确定A股未来会否走出同样的趋势,不过这样的一个巧合可以给我们分析未来市场的走势提供一个坐标。在判断估值已经基本进入底部区域之后,我们认为下半年A股逐渐完成筑底并出现震荡回升走势的概率正在加大,只是国内经济的结构性内生矛盾和国际经济环境的不确定性会导致股市难以出现历史上单边大幅上涨趋势。而由于国内经济结构的逐步调整和全球经济的缓慢复苏,A股在调整充分并使得估值具备中长期吸引力之后,很可能形成缓慢震荡攀升的新格局。

图 22: 大萧条时期道琼斯指数与近几年上证指数走势对比图



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

3. 下半年 A 股市场估值水平测算

我们认为，2010 年下半年 A 股市场静态市盈率 16-21 倍，上证指数运行核心区间 2300-3000。

3.1 通过盈利增长预期判断估值底

表 2：不同盈利预期下的市场估值底测算

	2009 年业绩基准	2010 年 Wind 一致预期情形	2010 年中性预期情形	2010 年悲观预期情形
预期沪深 300 业绩增长	—	30%	20%	10%
沪深 300 市盈率（PE）估计	17.3	13.3	14.42	15.73
较历史估值低点溢价幅度(%)	31.25%	0.91%	9.4%	19.34%
估值底对应上证指数大致点位	1900	2450	2280	2100

资料来源：Wind，渤海证券研究所

如果以当前 Wind 市场一致预期估计，2010 年沪深 300 的业绩增长预期大约可以实现 30%，按此估计对应历史估值低点的上证指数点位大约在 2450 点左右。不过考虑到当前经济形势的不确定性以及未来一段时间上市公司业绩可能面临的压力，Wind 一致预期的业绩增长可能有所高估。于是我们考虑一个中性预期即 20% 的业绩增长，这个情形下，当前点位(2500 点左右)对应沪深 300 的动态市盈率水平约为 14.42 倍，较历史低点溢价幅度约为 9.4%，以此估计估值底对应上证指数点位大约在 2280 点。此外，再考虑 2010 年沪深 300 业绩仅仅增长 10% 的悲观情况，其估值底对应上证指数点位大约在 2100 点左右。以中性预期来看下半年市场的估值走势，未来市场估值重心的继续下移会使得估值底的支持力度逐渐体现，A 股市场也会逐渐体现出极强的估值吸引力，2280 点左右会对市场具有较强的支撑。

3.2 从估值模型看未来估值以及指数运行核心区间

根据我们的股利贴现模型（DDM），以 2010 年静态市盈率作为模型估计，在未来几年业绩增长 15% 左右的预期下（低于过去 20% 的业绩增长预期），对应核心股权资本成本 10% 左右的市盈率区间应当在 16.5-20.7 倍左右，考虑 2010 年 20% 业绩增长的中性预期，对应的 2010 年动态市盈率大致在 13.75-17.25 倍，所对应上证指数的点位大约在 2380-3000 之间。

表 3: 基于三阶段股利贴现模型的估值（市盈率）情景分析表

估值情景分析		未来五年上市公司利润年均增长率预期的假定					
		18%	17%	16%	15%	14%	13%
股 权 资 本 成 本	7.00%	77.81	67.85	59.64	52.41	46.04	40.45
	7.50%	60.38	52.78	46.52	40.99	36.12	31.84
	8.00%	48.85	42.80	37.82	33.42	29.54	26.12
	8.50%	40.68	35.73	31.65	28.04	24.86	22.05
	9.00%	34.60	30.46	27.05	24.03	21.37	19.01
	9.50%	29.92	26.40	23.51	20.94	18.66	16.65
	10.00%	26.22	23.19	20.69	18.48	16.52	14.78
	10.50%	23.22	20.58	18.41	16.48	14.77	13.25
	11.00%	20.75	18.43	16.53	14.83	13.33	11.99
	11.50%	18.68	16.63	14.95	13.45	12.11	10.92
	12.00%	16.93	15.11	13.61	12.27	11.08	10.01

资料来源：渤海证券研究所

结论:

从股票市场估值自身特点来看，不论从国际市场估值的横向比较，还是A股历史估值的纵向比较，目前A股估值都已经运行至合理偏低的区域。从M1增速、CPI-PPI的差值、国债收益率等影响估值的因素来看，目前A股虽然缺乏流动性的强力支撑，但也已经逐渐进入具有中长期投资价值的底部区域。

在国内外经济环境不确定性以及流动性趋势回落的压力下，市场难于出现较大的单边上升趋势。在上有压力、下有支持的环境下，A股市场下半年仍可能维持大幅震荡的格局。

但是伴随下半年通胀预期逐渐缓和，流动性出现阶段性由紧转松以及目前A股估值在底部区域受到的有力支持，处于震荡格局中的A股市场很大可能在下半年筑底之后出现斜率较缓的震荡攀升走势。再结合目前A股运行趋势与大萧条后期道琼斯指数运行趋势的较高拟合程度来看，这种趋势可以得到印证。

综合上述分析，在2010年盈利增长中性预期的假设基础上，我们判断下半年上证指数对应估值底的点位大约在2300点左右，通过模型进一步测算上证指数下半年运行的核心区间将会在2300-3000点之间。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋 022-28451131
13512060965
loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬 022-28451849
13820872805
actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号
邮政编码: 300381
电话: (022) 28451888
传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107
邮政编码: 100032
电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

重要声明: 1. 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

2. 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。