

A股估值报告（20100809）

蔡大贵

S1060208120118
0755-22625695
caidagui001@pingan.com.cn

- 上周市场震荡调整，我们认为短期内市场仍维持延续调整走势的可能性较大，从空间看市场仍可能存在一定幅度的上行空间。

1、上周外围市场延续震荡调整的走势。上周公布的欧洲 PMI 和消费数，以及美国就业市场数据都不及市场此前的预期，不佳的经济数据直接影响了投资者对经济复苏前景的信心，但是上周四欧洲央行宣布继续维持目前的低利率政策，市场信心与宽松政策相互对冲，上周欧美市场维持震荡走势。

2、货币政策将继续保持适度宽松。上周四公布的 2 季度央行货币政策执行书重申未来央行将继续保持适度宽松的货币政策。尽管“适度宽松的货币政策”是近期央行的一贯表述，但我们认为未来货币政策将会贯彻“稳”的基调，这基本符合当前的市场预期，对于稳定市场信心具有正面作用。

3、险资投资上限提高，流动性预期有望改善。上周四保监会公布的《保险资金运用管理暂行办法》调整保险资金投资股票上限为 20%，并首次明确保险资金在新领域的投资比例上限，但保险资金不得直接从事房地产开发建设。我们认为取消险资投资股票和基金的单独限制比例对市场流动性是潜在利好因素，按 6 月保险公司总资本来估算，由于单独限制比例的取消就有可能给市场带来超过 4000 亿的资金，市场对未来流动性的预期有望得到改善。

4、房地产行业调控趋松预期恐将落空。上周银行协会表示要求北京、上海、深圳和杭州四地商业银行暂停第三套房贷款，而未叫停地区业将提高三套房贷的首付比例和贷款利率。尽管这种表述的信号作用更强，但也显示管理层对打击投资或投机性购房的决心。我们认为这个表述明确显示管理层对于房地产行业的调控不会轻易放松，近期由于房价涨幅回落而给市场带来的房地产行业调控政策趋松的预期恐将落空。

5、经济继续回落，通胀预期升高，市场仍承压。本周国家统计局将公布 7 月宏观经济数据，对市场而言这将是一个敏感的时间窗口。根据我们此前的测算和上周公布的 PMI 数据，GDP 回落和通胀上升都是大概率事件，我们认为一旦出现超预期的数据，市场预期将会发生变化，一方面经济回落超预期会增加投资者对未来经济增长的忧虑，而如果通胀数据超预期则会引起市场对政策收紧的担心，短期可能会引发市场资金对抗通胀品种和涉农板块的关注。

6、后市研判：短线市场震荡调整的可能性依然较大。市场历经 4 周的反弹，前期超跌板块估值修复已基本完成，尽管目前我们仍认为市场仍有继续向上的惯性，但从上周表现来看，市场向上的动力已有所减弱。经济基本面仍存在不确定因素，对通胀升高和经济继续回落的预期将是下周影响市场表现的关键因素，综合判断，短线市场延续调整的可能性较大，应多注意局部结构性机会。

7、配置建议：由于目前市场继续处在上下两难的调整局面的可能性依然较大，因此控制仓位多看少动是策略首选。配置思路：第一，继续关注大消费概念，如商贸、酒店旅游等板块，第二，抗通胀板块，如食品饮料、农业和资源投资品板块，第三，收益于险资投资上限限制放松的保险板块。

一、全球证券市场表现与估值概览

1.1 市场概览：调整是主旋律

上周欧美股市延续调整走势。上周公布的欧洲的 PMI 和消费数据低于市场预期，显示目前欧洲生产和消费复苏乏力。而在上周五公布的美国就业数据也低于市场预估值，显示美国经济复苏进程趋弱。欧美不佳的经济数据直接影响了市场表现，欧美各主要股指延续震荡调整的走势。

货币政策将继续保持适度宽松。上周四公布的 2 季度央行货币政策执行书重申未来央行将继续保持适度宽松的货币政策。尽管“适度宽松的货币政策”是近期央行的一贯表述，并无新意，但我们认为未来管理层进行货币调控将会持续贯彻“稳”的基调，符合当前的市场预期的，对于稳定市场信心具有正面作用。

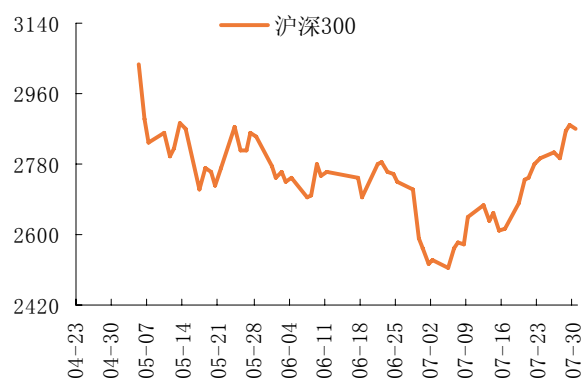
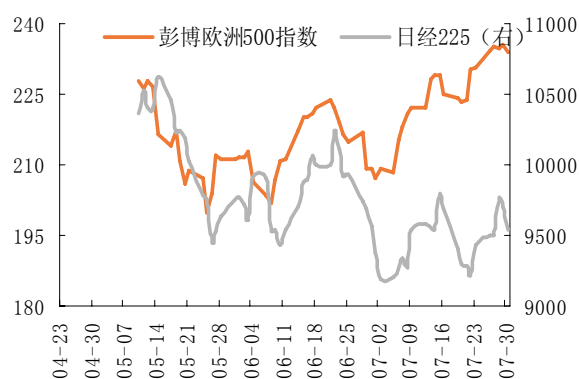
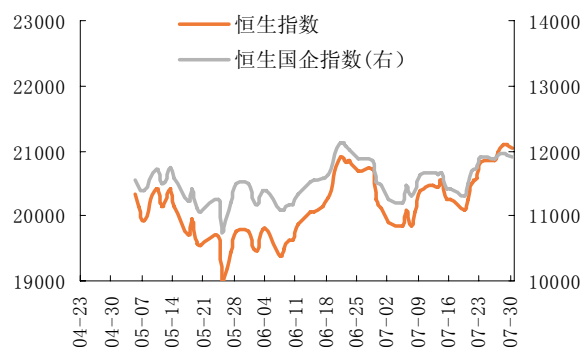
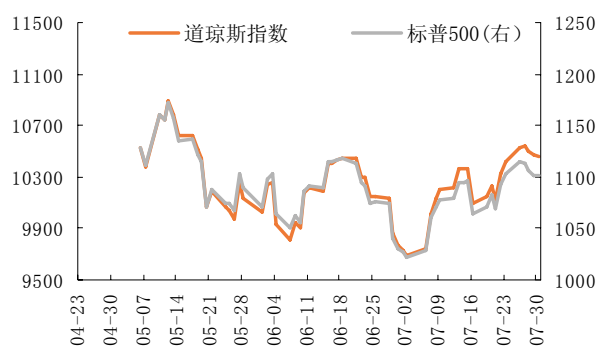
房地产行业调控趋松预期恐将落空。上周银行协会表示要求北京、上海、深圳和杭州四地商业银行暂停第三套房贷款，而未叫停地区也将提高第三套房贷的首付比例和贷款利率。尽管这种指导性意见的信号作用更强，但也显示出管理层对打击投资或投机性购房的决心。我们认为这个表述明确显示管理层对于房地产行业的调控政策不会轻易放松，在此之前的一段政策空窗期只是前期执行政策后的观察期，并不意味着“政策面底部”的出现，由于上述表态近期由于房价涨幅回落而给市场带来的房地产行业调控政策趋松的预期恐将落空。

短期市场维持调整的可能性较大。上周市场表现震荡走势。市场历经 4 周的反弹后，前期超跌板块估值修复也已基本完成。从本周表现来看，市场继续向上的动力已不如前期，但市场也存在较强的支撑。而经济基本面仍存在不确定，通胀和对经济回落的预期将是下周影响市场的关键因素，因此市场继续调整的可能性较大，在这样的背景下即使出现反弹也将是局部结构性的机会的可能性较大。

未来关注的热点：通胀和潜在的流动性利好。在近几期周报中我们都提到了需要关注通胀因为由于粮食减产和自然灾害的原因，我国 CPI 会在 7 月或者 8 月到达全年的峰值，过高的通胀预期会引发市场对管理层改变目前货币政策基调的担忧，从而影响市场表现。而对于流动性的关注是因为：第一，央行大力推进汇改，汇改不但可以加快人民币国际化的进程，在人民币升值的预期下有吸引国外游资的可能，第二，调整保险资金投资股票和基金的比例也是潜在的增加市场流动性的因素。

综合判断，短期市场延续调整走势的可能性较大，存在局部结构性机会。

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

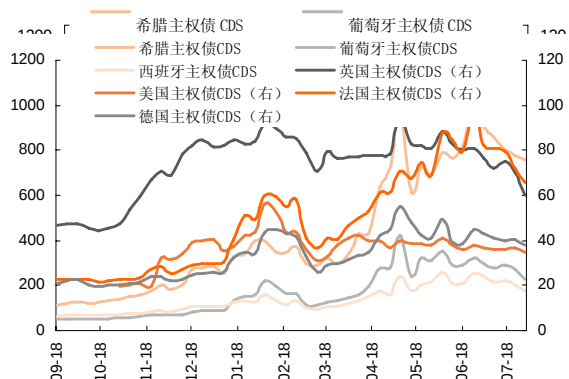
指数	昨收盘	PE	剔除亏损 PE	剔除亏损 PE E	PB	过去 5 个交易日 涨跌%	本月以来涨跌 %	本季以来涨跌 %	今年以来涨跌 %
恒指	21678.80	14.74	14.61	14.14	1.89	3.09	3.09	7.70	-0.89
菲律宾综合	3516.28	11.78	11.66	13.12	2.21	2.61	2.61	4.26	15.19
泰国 SET	875.07	13.44	12.30	12.43	1.75	2.25	2.25	9.75	19.13
香港国企股	12161.75	15.17	14.47	12.86	2.24	2.16	2.16	6.07	-4.94
中国海外	63.93	16.40	15.52	13.81	2.43	2.09	2.09	6.23	-1.51
香港中资股	4103.12	19.28	18.76	16.15	2.01	2.07	2.07	7.45	1.06
法国 CAC 40	3716.05	13.05	13.05	11.09	1.22	2.00	2.00	7.93	-5.60
S&P500	1121.64	14.98	14.22	13.26	2.07	1.82	1.82	8.82	0.59
德国 DAX 30	6259.63	13.95	12.20	11.37	1.42	1.82	1.82	4.93	5.07
道琼斯	10653.56	13.91	13.91	12.84	2.57	1.79	1.79	9.00	2.16
澳大利亚 AS30	4586.30	35.47	16.82	12.63	1.97	1.75	1.75	6.05	-6.07
NASDAQ	2288.47	24.90	17.32	14.97	2.58	1.50	1.50	8.50	0.85
英国富时 100	5332.39	18.39	13.41	10.99	1.80	1.41	1.41	8.45	-1.49
印度 NIFTY	5439.25	19.02	18.03	17.06	3.17	1.33	1.33	2.39	4.58
韩国 KOSPI50	1516.09	14.29	12.80	9.09	1.40	1.17	1.17	5.11	3.13
日经 225	9642.12	24.55	18.54	17.44	1.28	1.10	1.10	2.77	-8.57
沪深 300	2897.66	19.05	18.35	16.29	2.72	1.00	1.00	13.05	-18.96
巴西圣保罗	68094.76	14.79	13.85	12.94	1.99	0.86	0.86	11.75	-0.72
台湾加权	7963.30	16.56	14.24	13.36	1.76	0.65	2.61	8.65	-2.75

数据来源：Bloomberg 系统；业绩计算基准：最近4个季度；

1.2 市场信心：国内外市场信心趋稳

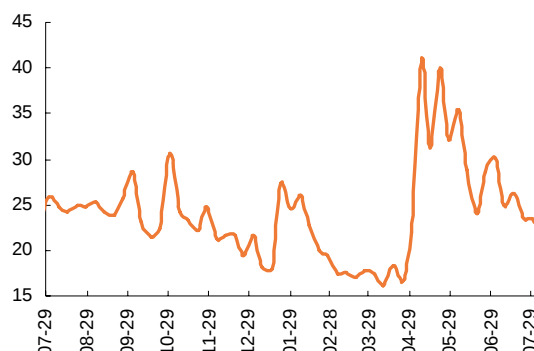
VIX 指数、欧美国家 CDS 显示外围市场信心趋稳。上周欧洲主要国家主权债 CDS 继续回落，显示投资者情绪开始逐渐趋稳。

图表3 欧美主要国家主权债CDS



资料来源: Bloomberg

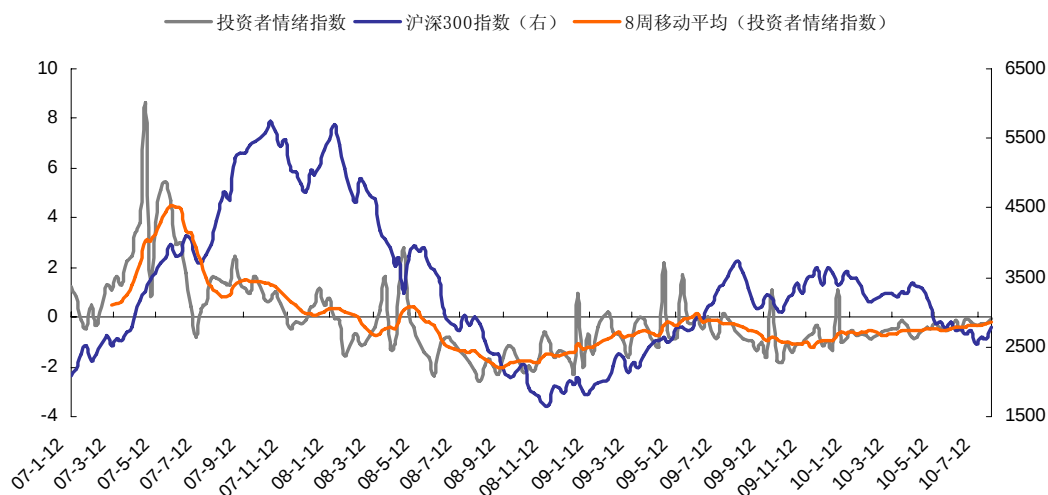
图表4 VIX指数



资料来源: Wind

国内投资者情绪指数继续上升，投资者情绪保持乐观。本周投资者情绪指数继续小幅上升，显示目前投资者情绪依旧乐观。

图表5 A股市场投资者情绪指数

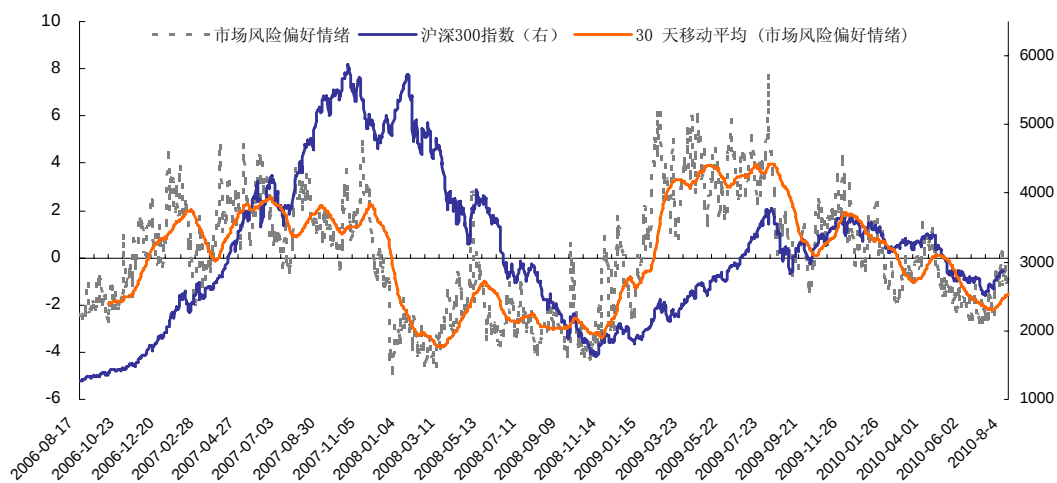


资料来源: WIND & Bloomberg

1.3 市场风险偏好上升

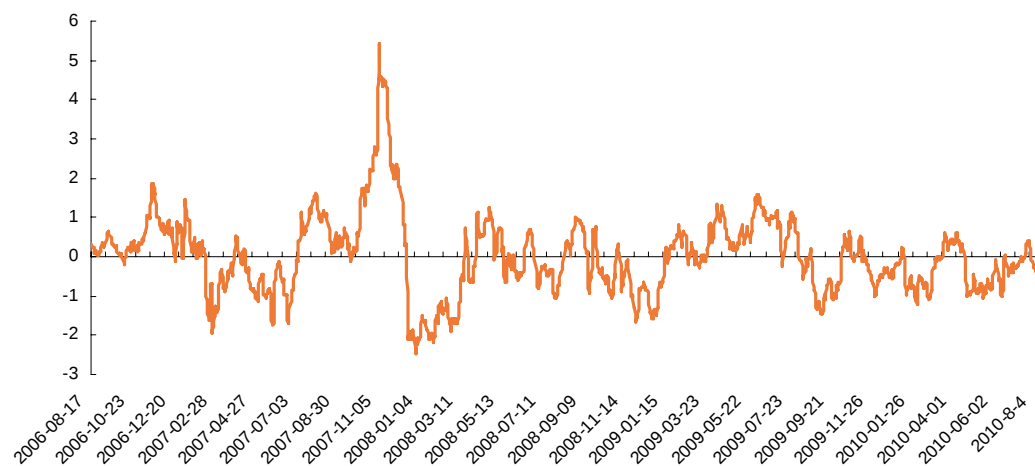
风险偏好指数小幅回升，调整或可延续。上周市场风险偏好指数（MRPI）有小幅回升，显示投资者对风险的偏好有所增强，就市场信心而言，目前的状态肯定比2319时要强，但是从该指数近2周的波动情况来看，投资者的心理预期已出现分歧，同时考虑过去两周防御性板块指数收益持续超过周期性板块指数的收益，都显示市场存在调整的需要。

图表6 市场风险偏好指数



资料来源: WIND & Bloomberg

图表7 周期性行业指数相对于防御性行业的超额收益



资料来源: WIND & Bloomberg

二、A 股市场估值分析

2.1 A 股的相对吸引力指数继续回落

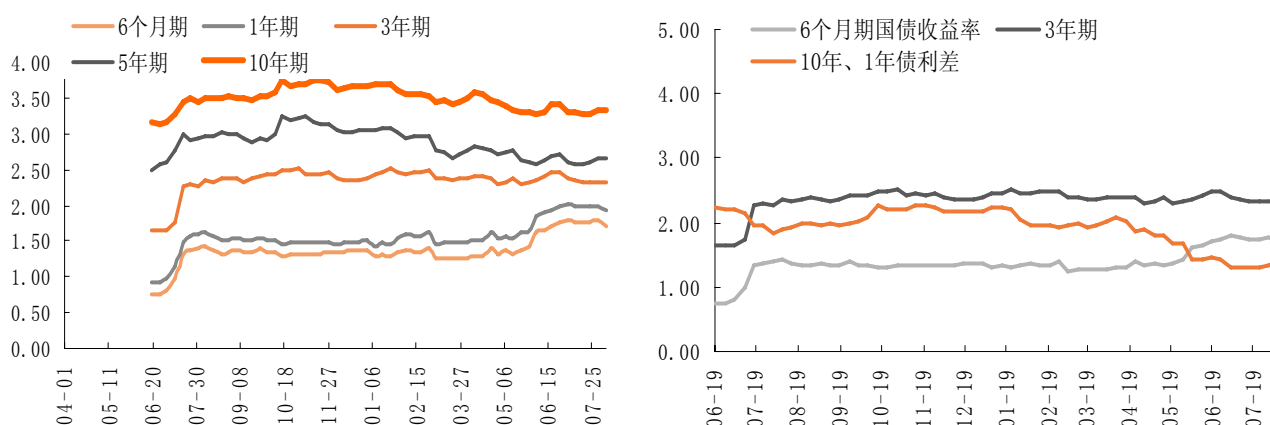
A 股相对吸引力指数继续回落。上周 A 股的相对吸引力指数继续回落至 2.96%，我们认为经过过去 4 周连续反弹，A 股的整体性的估值修复已基本完成，短线看市场出现局部结构性机会的可能性较大。

图表8 A股相对吸引力指数



资料来源: WIND & Bloomberg

图表9 国债债券收益率



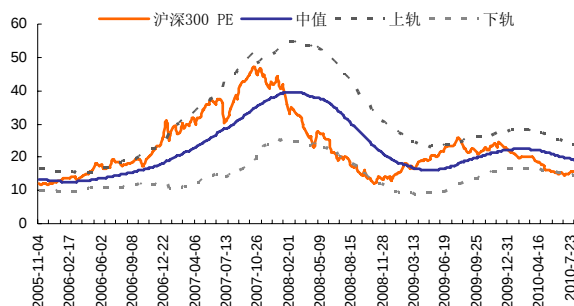
资料来源: Bloomberg

近期 1 年期国债的收益率显示升高的趋势，表明投资者对通胀仍存在忧虑。

2.2 A 股估值变动趋势

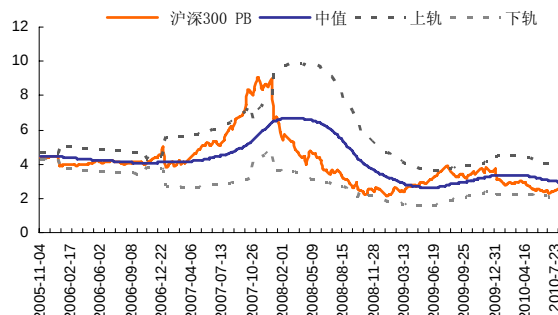
持续反弹后 A 股估值得到修复。经过近 4 周的反弹，市场估值得到进一步修复，沪深 300 指数的 PE 和 PB 已维持在其趋势区间内，其趋势线下轨已成为短线的支撑位置。近期我们提示谨慎看待后期反弹的空间，因为我们认为由于前期超跌后的估值修复已完成短线市场出现整体持续的反弹的可能性降低，但仍有可能出现局部结构性机会。

图表10 沪深300市盈率及变动趋势率



资料来源: WIND

图表11 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 AH 股溢价指数回落

上周 AH 股溢价指数回落。上周 AH 股溢价指数继续回落至 98.7, A+H 股的 A 股相对 H 股股价整体再次出现比价优势, 但是我们更加关注个股的折价情况, 由图表 13 可以看出金融类个股的折价率依然较大, 同时金融板块在前期反弹时表现较弱, 基于估值基本面和补涨需求的考虑, 我们依然建议可以关注保险和向服务转型较快的商业银行个股。

图表12 恒生AH溢价指数



资料来源: WIND、平安证券研究所

图表13 AH股溢价率后五位

证券简称	A 股股价	H 股股价	A 股相对 H 股溢价幅度
招商银行	14.18	21	-22.60%
中国人寿	24.01	34.7	-20.69%
工商银行	4.26	5.98	-18.35%
中国铁建	7.66	10.72	-18.10%
海螺水泥	19.75	27.55	-17.83%

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

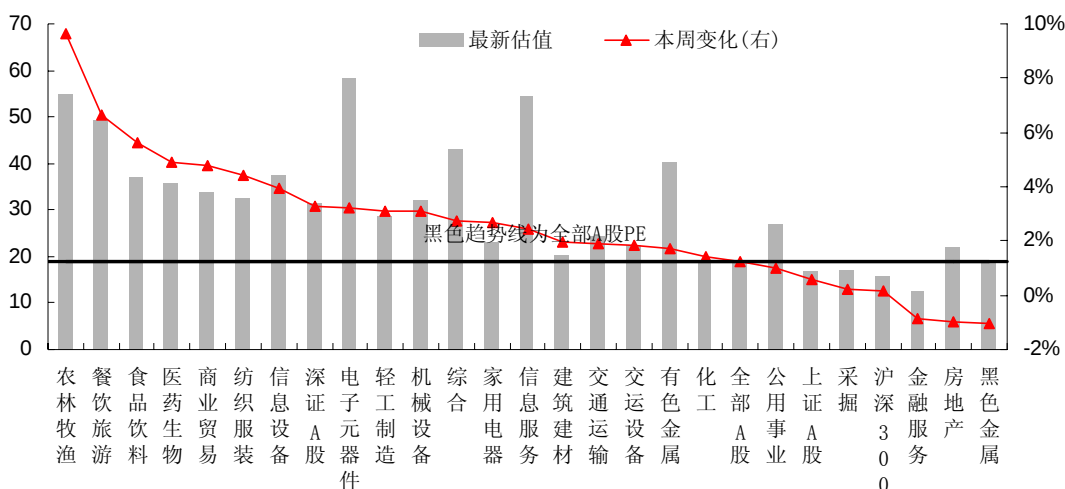
A 股市场表现调整走势。上周，A 股市场震荡调整，A 股的平均市盈率（TTM，剔除负值）较前一周上升了约 1.27%，增幅连续两周缩小，市场向上的动力略显不足。

防御性板块表现强劲。板块方面，上周 A 股大部分板块都上涨，其中以抗通胀和消费板块为代表的防御性板块的估值水平涨幅最大，农林牧渔、餐饮旅游和食品饮料板块涨幅居前。而金融服务、房地产和黑色金属板块的则是跌幅靠前。

后市研判：短线市场震荡调整的可能性依然较大。上周市场表现震荡走势。市场历经 4 周的反弹，前期超跌板块估值修复也已基本完成，从本周表现来看，市场继续向上的动力已不如前期，但市场也存在较强的支撑。而经济基本面并没有发生改变，改变的是市场对政策面的预期，基于这样的基本面情况，我们认为通胀和对经济回落的预期将是下周影响市场的关键因素，市场继续调整的可能性较大，在这样的背景下即使出现反弹也将是出现局部结构性的机会的可能性较大。

配置建议：由于目前市场继续处在上下两难的调整局面的可能性依然较大，因此控制仓位多看少动是策略首选。配置思路：第一，继续关注前期反弹涨幅并不大的保险、银行板块，第二，继续关注大消费概念，如商贸、酒店旅游、食品饮料等板块，第三，抗通胀板块，如农业和资源投资品板块。

图表14 行业估值一周变化



资料来源：Wind 剔除亏损、业绩基准：TTM

图表15 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-NOW	比值优势
保险 II	86.30	18.09	46.11	19.19	80.70%	44.14%	76.85%	0.10%	76.74%
园区开发	100.80	19.52	48.52	23.55	111.06%	55.54%	86.09%	22.85%	63.24%
橡胶	89.72	9.33	43.93	23.94	87.86%	-25.66%	68.49%	24.88%	43.61%
建筑装饰	90.67	17.22	37.73	19.59	89.85%	37.21%	44.69%	2.19%	42.50%
汽车整车	76.41	10.21	33.30	16.42	59.99%	-18.65%	27.71%	-14.35%	42.05%
玻璃制造	89.02	14.72	49.94	30.15	86.39%	17.29%	91.51%	57.28%	34.23%
房地产开	88.30	12.84	37.42	21.48	84.88%	2.31%	43.50%	12.05%	31.45%
水泥制造	75.48	12.07	32.60	19.19	58.04%	-3.82%	25.03%	0.10%	24.93%
石油化工	38.96	11.76	23.54	13.17	-18.43%	-6.29%	-9.72%	-31.30%	21.58%
生物制品	96.07	19.13	44.87	29.15	101.15%	52.43%	72.08%	52.06%	20.02%
煤炭开采	84.40	9.93	29.62	17.99	76.72%	-20.88%	13.61%	-6.16%	19.76%
铁路运输	67.65	15.24	28.76	18.13	41.65%	21.43%	10.30%	-5.43%	15.72%
银行 II	42.44	9.51	19.15	11.19	-11.14%	-24.22%	-26.57%	-41.63%	15.06%
汽车零部	55.07	8.82	28.37	19.09	15.31%	-29.72%	8.82%	-0.42%	9.24%
机场 II	49.79	19.69	31.92	22.39	4.25%	56.89%	22.44%	16.80%	5.64%
石油开采	52.15	16.01	23.64	16.73	9.19%	27.57%	-9.35%	-12.73%	3.37%
电力	48.43	23.99	35.19	25.46	1.40%	91.16%	34.97%	32.81%	2.16%
港口 II	58.37	14.23	32.51	23.53	22.22%	13.39%	24.68%	22.74%	1.94%
普钢	52.49	5.73	24.37	18.42	9.90%	-54.34%	-6.53%	-3.91%	-2.62%
证券 II	53.73	11.75	27.51	21.32	12.50%	-6.37%	5.50%	11.22%	-5.72%
白色家电	52.17	11.70	26.73	21.63	9.23%	-6.77%	2.53%	12.83%	-10.30%
特钢	77.50	7.20	35.83	28.41	62.27%	-42.63%	37.41%	48.20%	-10.79%
白酒	106.13	19.81	46.25	36.18	122.22%	57.85%	77.37%	88.73%	-11.37%
专用设备	55.31	11.62	29.77	24.36	15.81%	-7.41%	14.18%	27.07%	-12.89%
高速公路	32.63	12.96	20.66	18.11	-31.68%	3.27%	-20.77%	-5.53%	-15.24%
水务 II	93.36	22.99	46.84	37.67	95.48%	83.19%	79.64%	96.50%	-16.87%
贸易 II	58.67	8.58	31.68	27.48	22.84%	-31.63%	21.49%	43.35%	-21.86%
综合	97.60	21.33	53.92	44.09	104.36%	69.96%	106.78%	129.99%	-23.21%
专业连锁	85.23	17.78	40.48	34.24	78.45%	41.67%	55.26%	78.61%	-23.35%
通信设备	69.78	16.89	39.20	33.36	46.11%	34.58%	50.35%	74.02%	-23.68%
轻工制造	51.81	11.07	33.19	29.68	8.48%	-11.79%	27.28%	54.83%	-27.55%
食品加工	80.21	23.65	42.74	37.06	67.94%	88.45%	63.90%	93.32%	-29.42%
食品制造	97.36	30.96	62.81	52.87	103.85%	146.69%	140.87%	175.80%	-34.93%
有色金属	95.16	10.99	45.17	39.93	99.25%	-12.43%	73.23%	108.29%	-35.06%
燃气 II	72.29	14.30	40.21	36.54	51.36%	13.94%	54.22%	90.61%	-36.39%
葡萄酒	92.82	24.63	48.61	42.97	94.35%	96.25%	86.41%	124.15%	-37.74%
医药商业	69.17	24.19	46.55	41.57	44.83%	92.75%	78.54%	116.85%	-38.31%
塑料 II	81.66	5.41	41.74	38.35	70.98%	-56.89%	60.07%	100.05%	-39.98%
化学原料	59.61	8.75	37.78	35.45	24.81%	-30.28%	44.89%	84.92%	-40.03%
普通机械	68.12	17.07	40.87	37.81	42.63%	36.02%	56.76%	97.24%	-40.47%
电气设备	65.79	15.62	41.38	38.41	37.75%	24.46%	58.70%	100.37%	-41.66%
啤酒	86.07	30.03	48.32	43.74	80.21%	139.28%	85.32%	128.17%	-42.85%
服装 II	46.29	10.85	27.57	28.53	-3.08%	-13.55%	5.75%	48.83%	-43.07%
化学制药	71.18	14.98	35.37	34.29	49.04%	19.36%	35.65%	78.87%	-43.22%

非汽车交	112.99	15.52	38.76	37.12	136.58%	23.67%	48.63%	93.64%	-45.00%
传媒	124.04	30.84	61.18	54.83	159.72%	145.74%	134.64%	186.02%	-51.38%
航空运输	84.36	9.79	33.97	34.89	76.63%	-21.99%	30.30%	82.00%	-51.71%
物流 II	78.47	17.61	46.99	44.59	64.30%	40.32%	80.23%	132.60%	-52.37%
视听器材	65.13	13.36	37.27	37.75	36.37%	6.45%	42.93%	96.92%	-53.99%
百货零售	77.03	16.49	41.97	42.50	61.29%	31.39%	60.95%	121.70%	-60.76%
信托 II	238.95	46.37	105.89	89.50	400.31%	269.48%	306.09%	366.88%	-60.78%
化学制品	56.23	21.68	38.34	40.88	17.73%	72.75%	47.05%	113.25%	-66.20%
环保 II	42.20	14.87	28.84	35.04	-11.64%	18.49%	10.60%	82.79%	-72.19%
软饮料	92.80	22.90	54.45	53.90	94.30%	82.47%	108.83%	181.17%	-72.34%
化工新材	63.71	12.23	36.76	41.01	33.40%	-2.55%	40.98%	113.93%	-72.95%
中药 II	66.73	24.06	41.06	44.38	39.72%	91.71%	57.49%	131.51%	-74.02%
化学纤维	107.09	10.81	37.94	42.92	124.23%	-13.86%	45.50%	123.89%	-78.39%
餐饮旅游	82.47	22.95	50.55	52.74	72.68%	82.87%	93.85%	175.12%	-81.26%
纺织	70.69	14.99	38.16	44.06	48.01%	19.44%	46.34%	129.84%	-83.50%
计算机设	72.71	12.25	42.61	47.83	52.24%	-2.39%	63.41%	149.50%	-86.09%
航运 II	100.53	3.28	34.20	44.08	110.49%	-73.86%	31.15%	129.94%	-98.79%
金属新材	84.35	19.95	54.25	59.47	76.61%	58.96%	108.04%	210.22%	-102.18%
农林牧渔	82.40	21.95	51.48	60.17	72.53%	74.90%	97.42%	213.88%	-116.46%
计算机应	68.42	20.89	44.38	55.67	43.26%	66.45%	70.20%	190.40%	-120.20%
医疗器械	69.59	21.25	44.66	56.53	45.71%	69.32%	71.29%	194.89%	-123.60%
通信运营	112.54	5.25	34.05	49.59	135.64%	-58.17%	30.60%	158.69%	-128.09%
电子元器	83.43	14.61	46.88	60.29	74.69%	16.41%	79.81%	214.50%	-134.69%
网络服务	127.75	17.46	59.21	77.86	167.48%	39.12%	127.09%	306.16%	-179.07%

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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：

此报告旨在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