

[2011.11.23]

虽有近忧，但无远虑

——2011 年 A 股估值策略报告



何翔

SAC 执业证书编号 S1150208030106



hexiang@bhq.com

核心观点:

2011 年 A 股市场静态 PE14-20 倍

上证指数核心区间为 2600-3800 点

- A 股目前估值水平相对全球其他市场来说还是较为合理的。目前的 A 股相对美股估值溢价为 27.47%，仍然低于历史平均溢价的水平。从中长期的角度来看，受中国经济筑底回升的趋势推动，目前 A 股相对美股的低估值溢价也很可能会呈现逐渐上升的趋势。
- 当前的 AH 溢价仍在 0 值左右徘徊，依然处于近三年来的最低水平，A 股的估值还是处在历史相对低位。
- 中小板估值虽仍然高企，但考察美国市场过去的表现以及目前 A 股所面临的特殊环境，其估值溢价应属合理范畴。内在成长性将成为继续支持中小板估值高位运行的动力。
- 虽然短期有趋势压力，但从 M1 增速 3-4 年的波动周期来看，2011 年下半年到 2012 年上半年 M1 增速出现底部拐点的概率较大，并可能由此推动一轮新的市场行情。而考虑 M1 增速逐渐由领先市场变成同步市场的现象，市场出现新机会的时间窗口也可能会随之提前。
- 目前 CPI-PPI 差值仍处于上升趋势之中，考虑未来一段时间 PPI 可能会加速回升的压力，CPI-PPI 差值的上升动力也会减弱，A 股短期继续维持上行的动力也将随之减弱，不过 CPI 与 PPI 剪刀差中期向上的趋势仍会有利于 A 股的中长期走势。
- 由于经济筑底回升，根据债券市场与股票市场估值变化的关系，债市仍将中长期走弱，股市则将中长期走强，这也是支持我们看好未来 A 股市场估值维持中长期震荡上行趋势的主要原因。
- 根据对 2011 年估值模型的情景分析，我们认为，2011 年 A 股市场静态市盈率 14-20 倍，上证指数运行核心区间将在 2600-3800 点。
- 从估值的各方面影响因素来看，目前的 A 股市场是上有压力，下有支持；由于短期不确定性因素影响，震荡仍是主基调；随着政策预期逐渐稳定与经济趋势逐渐明朗化，市场将维持震荡上行格局。2011 年上半年震荡幅度可能较大，而市场高点将有望在明年下半年体现，上证指数全年波动区间预计 2600-3800 点。

相关报告

《震荡格局不改，重心缓慢上移》——2010 年四季度 A 股估值策略报告 (10.9.30)

《又见估值涅槃时》——2010 年下半年 A 股估值策略报告 (10.6.11)

《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	9
1.3 行业估值比较分析	14
2. A股估值影响因素分析	16
2.1 2011 年M1 增速或将出现阶段性拐点从而支持市场估值	16
2.2 CPI与PPI剪刀差升势趋缓减弱A股上升动力	19
2.3 国债收益率与股市估值比较仍然凸现A股估值长期吸引力	20
3 下半年A股市场估值水平测算	22
3.1 通过盈利增长预期判断估值底	22
3.2 从估值模型看未来估值以及指数运行核心区间	22

图 目 录

图 1: 全球主要股指 2010 年收益比较 (截止 2010.11.15)	5
图 2: 国际市场市盈率比较	6
图 3: 国际市场市净率比较	6
图 4: 国际市场 PEG 比较	7
图 5: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较 (截止 2010.11.15)	8
图 6: A 股相对美股估值溢价历史趋势比较 (截止 2010.11.15)	8
图 7: AH 溢价历史走势图 (截止 2010.11.15)	9
图 8: 主要 A 股指数当前市盈率与历史比较	10
图 9: 主要 A 股指数当前市净率与历史比较	10
图 10: 主要中证指数市盈率历史走势比较	10
图 11: 主要中证指数估值溢价走势比较	10
图 12: 美国纳斯达克综合指数与标准普尔 500 指数市盈率历史比较	11
图 13: 美国纳斯达克综合指数与标准普尔 500 指数市净率历史比较	11
图 14: 沪深 300 与中小企业板市盈率比较	12
图 15: 主要 A 股板块当前市盈率与 2011 盈利增长预期散点分布图	13
图 16: 主要 A 股板块 2011 年 PEG 比较	13
图 17: 分行业当前市盈率与历史比较 (96 年以来)	14
图 18: 分行业当前市净率与历史比较 (96 年以来)	14
图 19: 各行业市盈率与 2011 年盈利增长预期散点分布图	15
图 20: 各行业 2011 年 PEG 比较	16
图 21: M1 同比增速与上证指数走势比较	17
图 22: M1 同比增长与上证指数走势 (96.01-97.12)	17
图 23: M1 同比增长与上证指数走势 (98.01-01.12)	17
图 24: M1 同比增长与上证指数走势 (02.01-04.12)	18
图 25: M1 同比增长与上证指数走势 (05.01-07.12)	18
图 26: M1 同比增速与上证指数走势 (2009.10-2010.04)	18
图 27: M1-M2 同比增速与上证指数走势比较	19
图 28: CPI-PPI 与上证指数的波动比较	20
图 29: 交易所 10 年期国债收益率与沪深 300 市盈率趋势比较	20
图 30: 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	21

表 目 录

表 1: 不同盈利预期下的市场估值底测算	22
表 2: 基于三阶段股利贴现模型的估值 (市盈率) 情景分析表	23

2010 年，在复杂的国内外经济环境及政策环境影响下，A 股市场经历了上半年的调整阶段和下半年的回升阶段，全年走出类似大“U”形的走势。回顾我们一年以来的分析判断：2010 年 6 月份当上证综指仍处于下跌趋势时，我们指出因估值位于历史低位，2300 点左右将是底部区域，A 股市场面临涅槃的关键时刻，而下半年随着股指的震荡回升，9 月份我们再次判断蓝筹股的低估值效应已经具备全球资产配置价值，市场仍将震荡向上，并看高上证指数至 3100 点左右，随后因流动性促发的四季度行情主要就是低估值的蓝筹股以及资源股所推动，上证指数也在升至 3100 点上方后遇压力回落。总的来看，2010 年结合估值影响的分析，对市场全年波动的判断，我们基本上提供了一个相对有效的参考建议。虽然过去这一年还算靠谱的分析判断让我们稍感欣慰，不过站在现在的时点，对于未来一年的市场走向，我们也心存困惑。在进入 2010 年四季度之后，A 股市场受通胀预期以及全球流动性泛滥的影响，波动明显加大，因流动性导致的市场大起大落使得股市的估值比价效应正在逐渐弱化，影响市场波动的国内外因素更为复杂，并充满着变数，可以说市场仍处于混沌之中，这也使得对于未来一年市场波动的把握变的愈发困难。

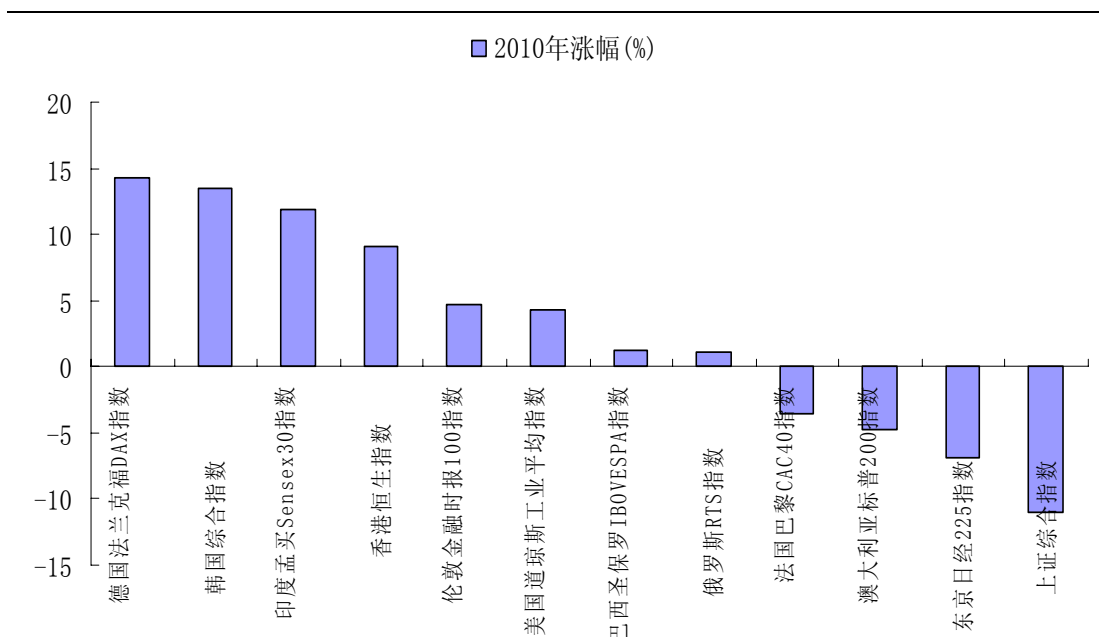
在不确定因素众多的情况下，未来 A 股估值又将如何波动？这是我们必然要面对和考虑的问题。本报告将深入剖析目前 A 股市场所面临的估值环境，并对 2011 年 A 股运行的估值波动范围做大致的预期。

1、A 股估值吸引力的比较分析

1.1 估值国际比较

2010 年是全球经济复苏的关键一年，虽然金融危机之后的全球经济恢复形势依然艰难，但仍然可以从各方面观察到一些经济体已经处于缓慢回升的趋势之中。而经济向好的信息在这些经济体的股市中也得以体现。从一些主要市场的 2010 年股指表现来看，德国股市表现最为强劲，其股指在不久前创下了金融危机后的新高，此外，亚太区的韩国、印度、香港市场也都表现较好，而英国、美国这样的股市也都是处于向上的趋势之中，金砖四国中巴西、俄罗斯的股指也都有正的收益。唯独中国股市表现最糟，股指表现不仅是负收益，而且也几乎是全球主要市场中的最差表现，这与中国经济逐渐回暖的趋势相比似乎并不那么协调。

图 1: 全球主要股指 2010 年收益比较 (截止 2010.11.15)



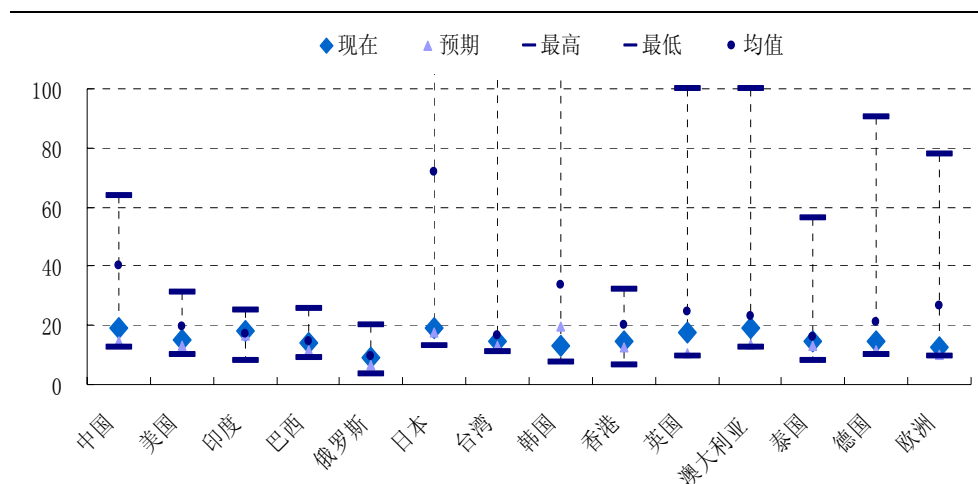
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

(1) PE 的比较

全球股市在 2010 年基本处于缓慢震荡攀升的趋势之中, 大部分股市的估值都有所回升。当前主要市场中, 俄罗斯市场的市盈率估值最低, 仅为 8.81 倍, 日本与澳大利亚市场的市盈率估值相对较高, 均为 19 倍左右, 美国标普 500 市盈率为 15.04 倍。

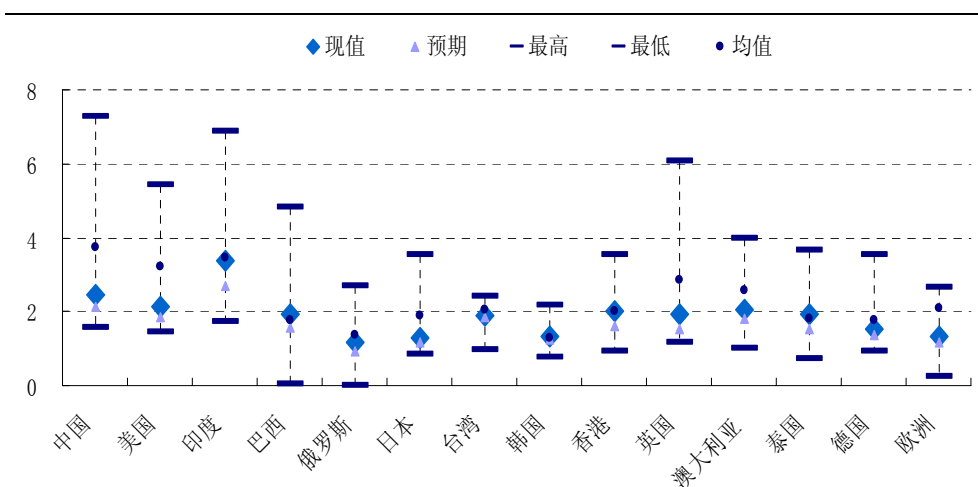
由于 2010 年 A 股市场的较差表现, A 股落后于全球股市, 这也使得 A 股估值相对全球其他主要市场溢价在这一期间大幅收窄。通过对当前 A 股估值与国际市场比较, 我们可以看到 A 股市盈率位于相对适中的位置。A 股市场的整体市盈率水平是 20 倍左右, 沪深 300 的市盈率水平则只有 15.5 倍。但从市净率估值来看, A 股的市净率只是低于印度, 仍要高于其余市场的市净率水平。整体来看, A 股目前估值水平相对全球其他市场来说还是较为合理的。

图 2：国际市场市盈率比较



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

图 3：国际市场市净率比较

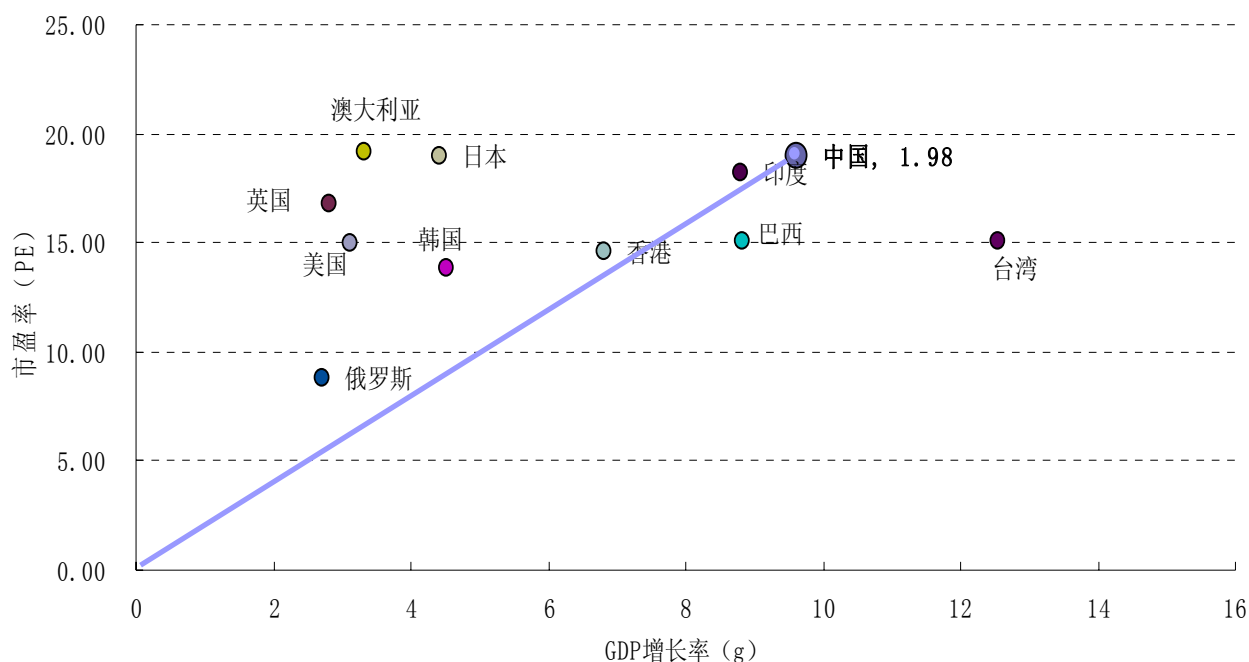


资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

（2）PEG 的比较：A 股具相对优势

我们以三季度各市场的 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。因此考虑经济成长因素，当前 A 股市场的估值仍然具有很强的比较优势。此外，我们也注意到金砖四国的 PEG 在全球主要市场中都是相对较低的，这也体现出了这些经济体内在成长性的比较优势。

图 4: 国际市场 PEG 比较



资料来源: Bloomberg, 渤海证券研究所

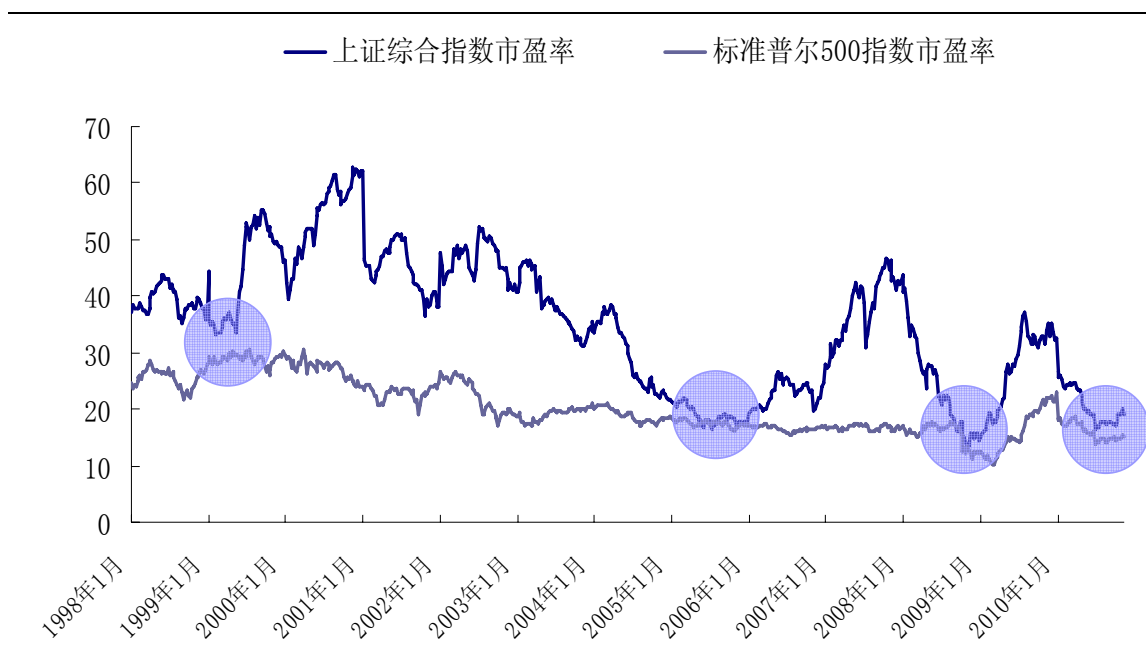
(3) A 股对美股估值溢价仍处于低位

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 股的估值水平在 2010 年再次接近美股估值。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。

2010 年 A 股相对美股估值溢价最低值分别出现在 6 月中旬 (15%左右) 和 9 月下旬 (13%左右), 而 2010 年的市场上涨行情就出现在 7-8 月份以及 10 月份。可见, 一旦 A 股估值接近于美股估值, A 股所具备的全球资产配置价值将凸现出来, 加之一些外在因素的触发 (譬如 10 月份受全球流动性泛滥推动), 就很可能在 A 股估值较低时推动 A 股估值回升。

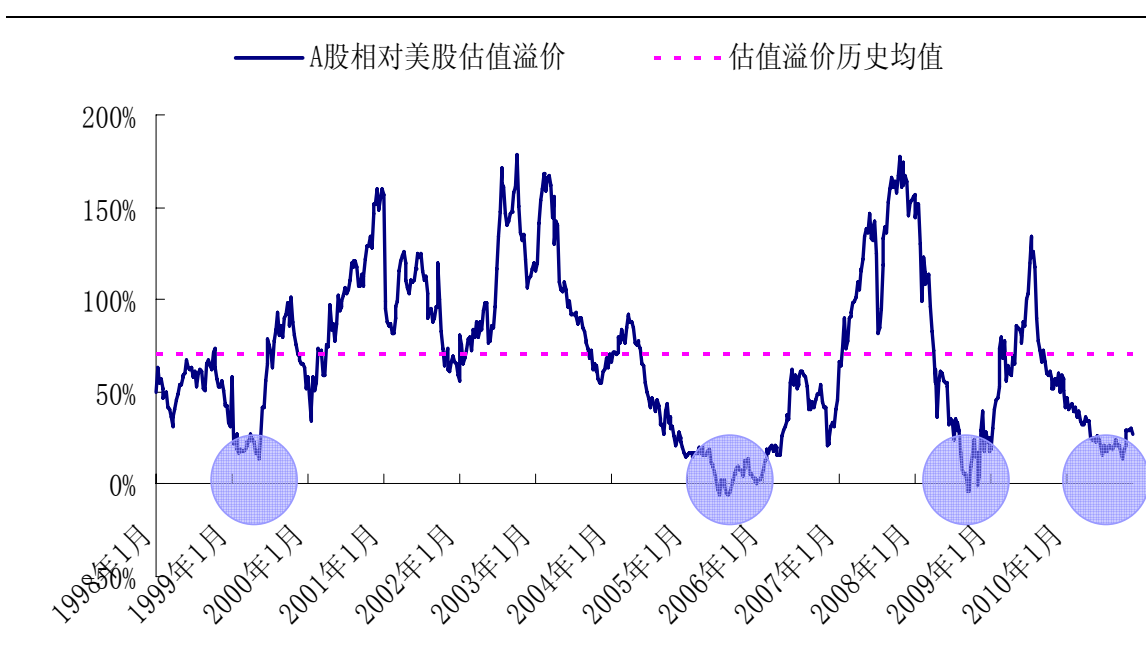
目前的 A 股相对美股估值溢价为 27.47%, 仍然低于历史平均溢价的水平。从中长期的角度来看, 受中国经济筑底回升的趋势推动, 目前 A 股相对美股的低估值溢价也很可能会呈现逐渐上升的趋势。

图 5: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较 (截止 2010.11.15)



资料来源: Wind, Bloomberg, 渤海证券研究所

图 6: A 股相对美股估值溢价历史趋势比较 (截止 2010.11.15)



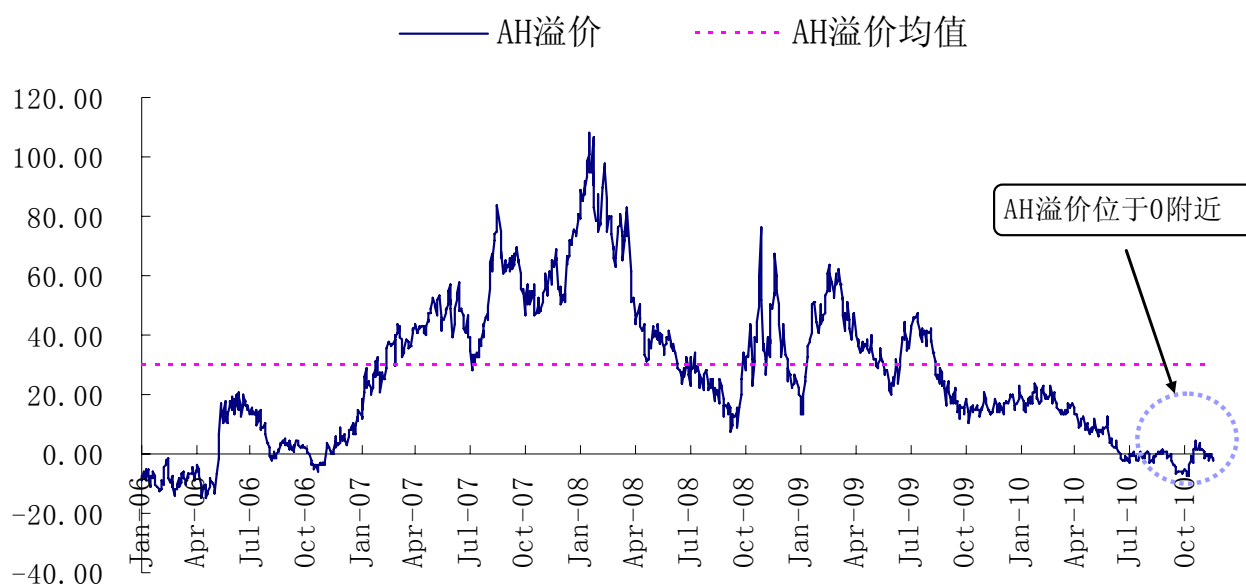
资料来源: Wind, Bloomberg, 渤海证券研究所

(4) 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,从历史来看,AH 溢价在 2006 年年初时曾低于 0,2008 年初最高到达 100%左右的水平,金融危机之后 2008 年年底时又跌至 10%左右的水平。进入 2010 年 6 月份以后,AH 溢价再度降至 0 值之下,

已经低于金融危机时的水平，与 2006 年年初的水平相当。当前的 AH 溢价仍在 0 值左右徘徊，依然处于近三年来的最低水平，A 股的估值还是处在历史相对低位。尤其大部分金融股 A 股相对于其 H 股的折价幅度高达 20% 以上，而且 A 股的金融股估值水平也低于美国金融股的估值水平。

图 7：AH 溢价历史走势图（截止 2010.11.15）



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 26 倍左右，TTM 市盈率为 20.24 倍；沪深 300 静态市盈率 19.7 倍左右，TTM 市盈率为 15.58 倍。A 股估值大都处于历史估值底部区域。全部 A 股市净率 2.9 倍，也远低于历史均值水平。

图 8: 主要 A 股指数当前市盈率与历史比较

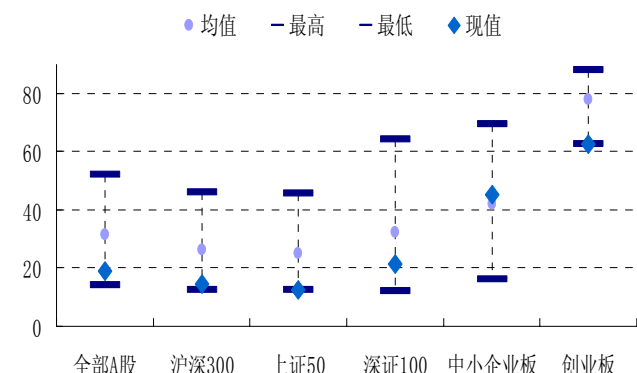
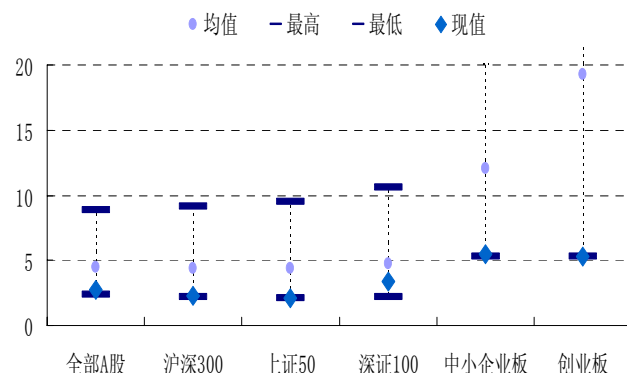


图 9: 主要 A 股指数当前市净率与历史比较



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

估值分化愈发显著

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, 而且分化愈发明显, 当前中证 200 与中证 500 分别较中证 100 溢价 97.33% 和 212.73%。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。此外, 由于蓝筹股成长性较差, 在 A 股市场现阶段, 成长性溢价总会被定价更高, 而另一方面, 不具成长性的品种则会出现相对低估的情况。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 10: 主要中证指数市盈率历史走势比较

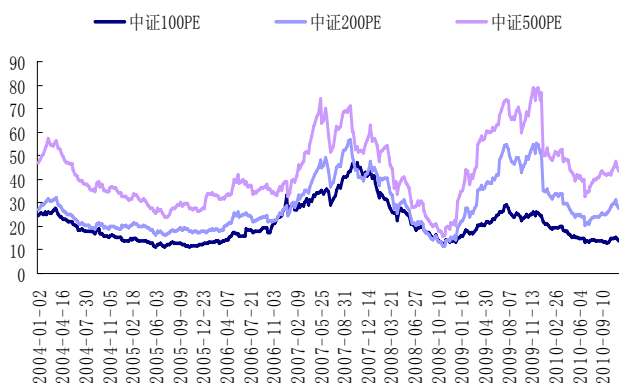
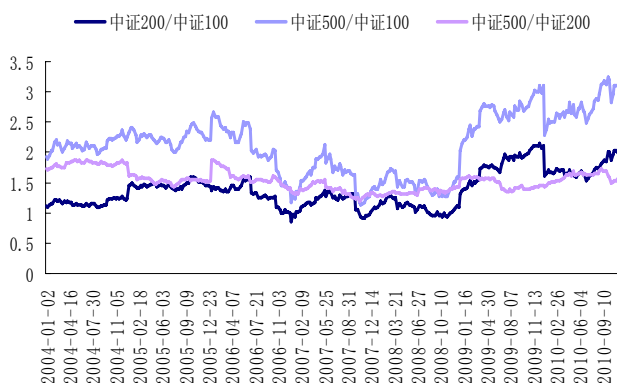


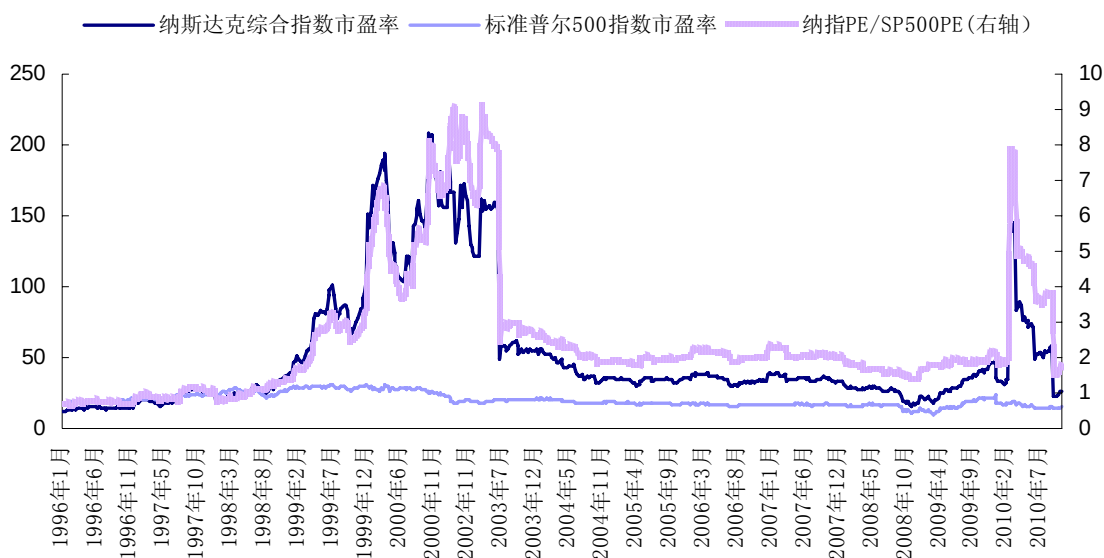
图 11: 主要中证指数估值溢价走势比较



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

我们考察一下美国市场的情况，代表高科技中小企业的纳斯达克指数与代表主板市场的标普 500 指数市盈率比值长期稳定在 2-3 之间，而在 20 世纪末的网络泡沫时期，这个比值曾一度升至 8 倍以上。

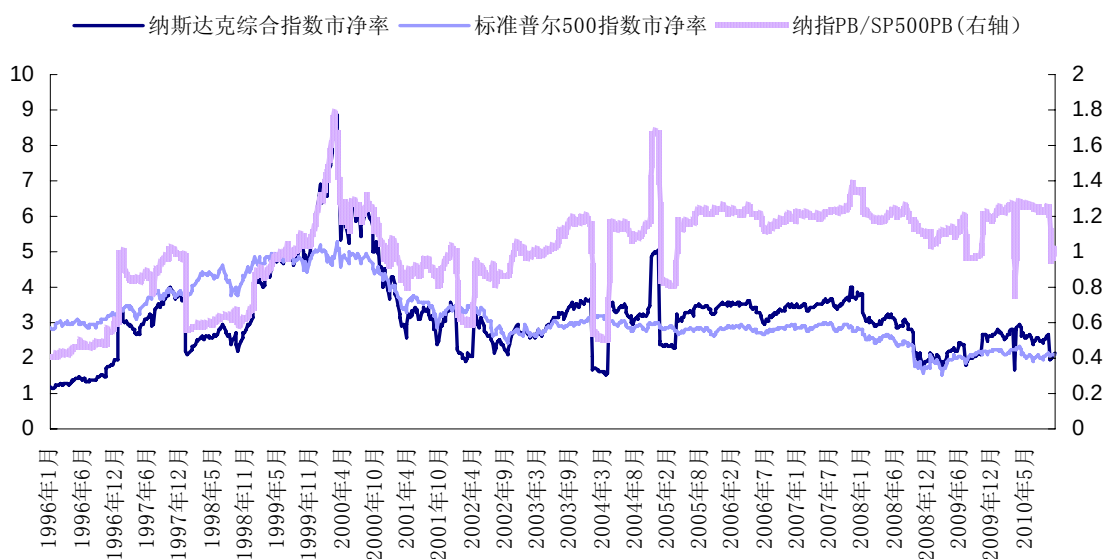
图 12: 美国纳斯达克综合指数与标准普尔 500 指数市盈率历史比较



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

纳斯达克综合指数的市净率相对标准普尔 500 市净率的比值则基本在 1-1.5 倍之间，单纯从市净率的比较来看，纳斯达克综合指数的估值并不高。

图 13: 美国纳斯达克综合指数与标准普尔 500 指数市净率历史比较

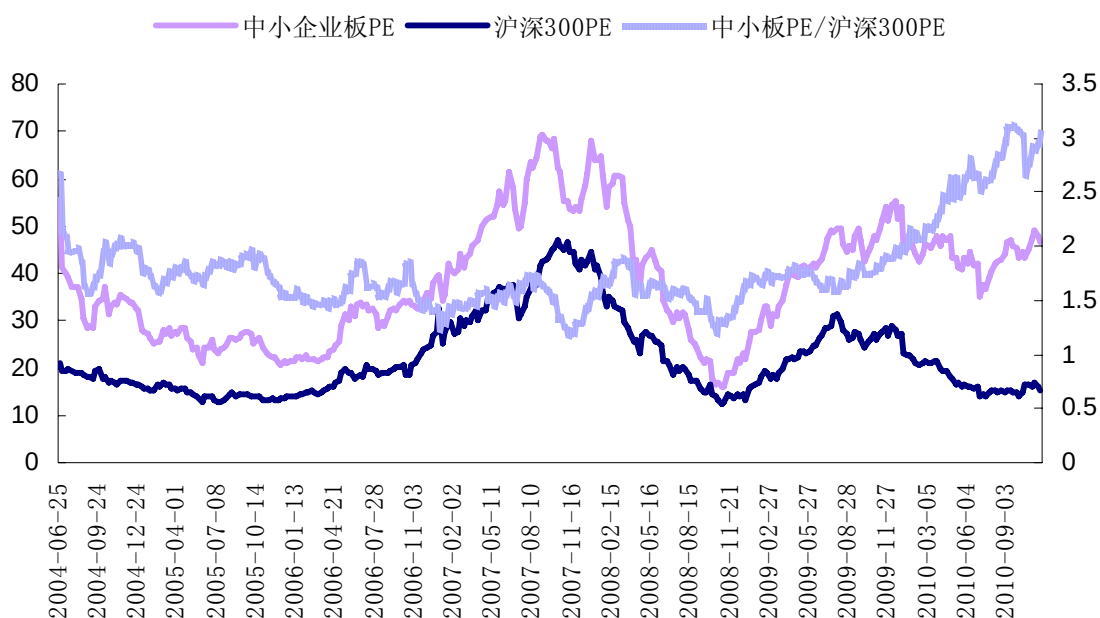


资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

当前中小板市盈率与沪深 300 市盈率的比值继续攀升，至 3 倍左右新高，隐含风险似乎较大。但一方面我们的金融股估值目前低于海外市场，另一方面经济内生成长性与结构调整趋势支持中小企业未来较好的成长性。结合美国市场的经验，如果 2-3 倍的估值比值属于成熟市场的合理范畴，那么在 A 股市场就算升到 3-4 倍的估值比值或许也符合 A 股市场本身特性。

因此，当前中小板估值虽仍然高企，但考察美国市场过去的表现以及目前 A 股所面临的特殊环境，其估值溢价应属合理范畴。内在成长性将成为继续支持中小板估值高位运行的动力。

图 14：沪深 300 与中小企业板市盈率比较

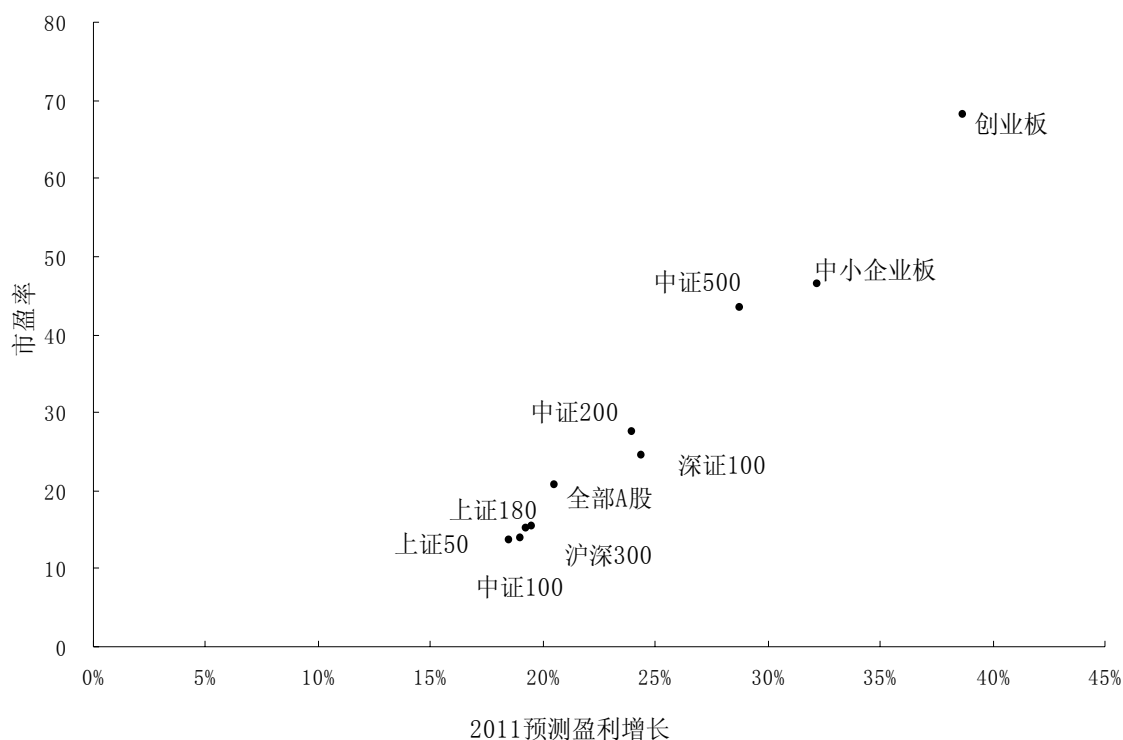


资料来源：Wind，渤海证券研究所

从 PEG 看蓝筹股仍具有估值比较优势

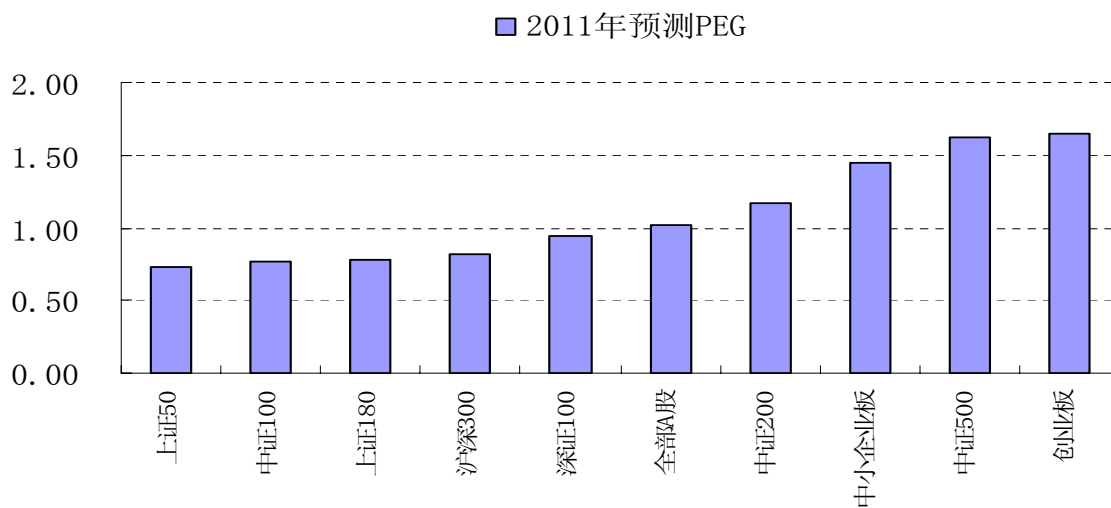
考虑全部 A 股以及各主要板块的 2011 年盈利增长预期，再结合各板块的市盈率，我们可以从其 PE/G 散点分布图发现，创业板、中小板以及中证 500 的估值比较优势虽然较低，但与其它板块的差异并非特别显著。我们看到中小板 1.4 倍左右的 PEG 相对沪深 300 指数 0.8 倍的 PEG 值溢价在 75% 左右，这相对于单纯的市盈率溢价 200% 左右的幅度已经大大降低。因此在考虑了成长性之后，中小盘股的估值水平也同样体现出一定的吸引力。此外，我们可以看到，上证 50、中证 100 这样的板块还是具有绝对低估值的优势，这些蓝筹股的低估值也将使得未来市场出现调整的空间大大缩窄。

图 15: 主要 A 股板块当前市盈率与 2011 盈利增长预期散点分布图



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 16: 主要 A 股板块 2011 年 PEG 比较



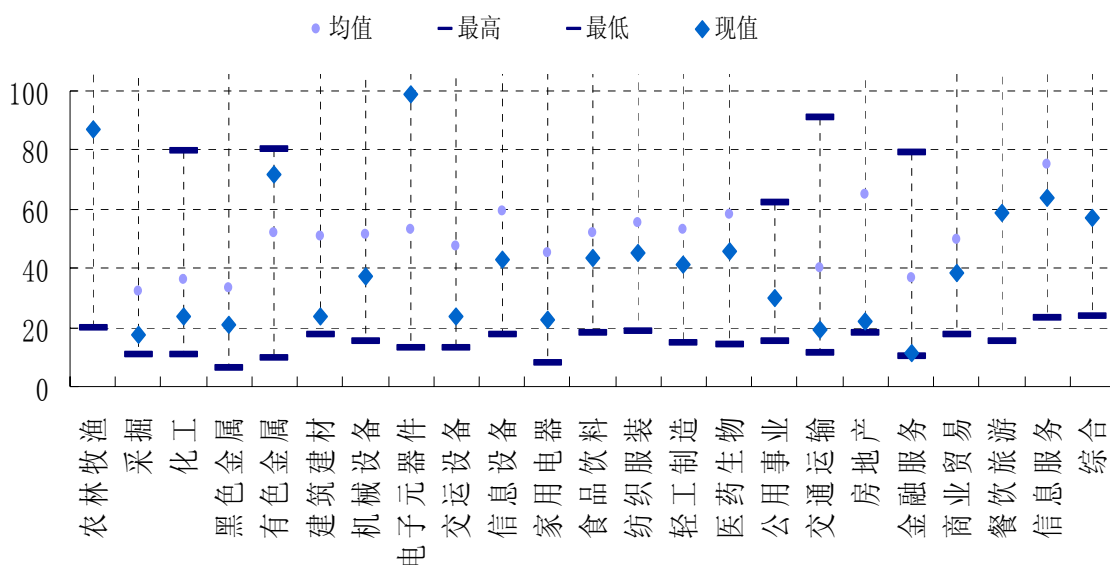
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

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

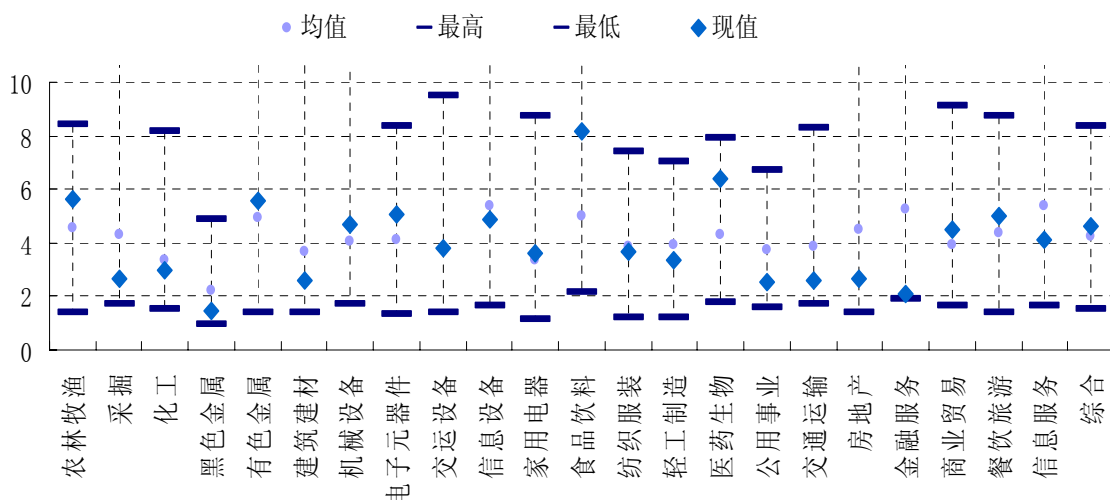
根据各行业估值比较，当前市盈率估值处于相对较低的有金融服务、房地产、采掘、化工、建筑建材、家电、交通运输等行业；市净率估值处于相对低位的有金融服务、房地产、黑色金属、采掘、化工、建筑建材、交通运输、公用事业等行业。

图 17：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 18：分行业当前市净率与历史比较（96 年以来）

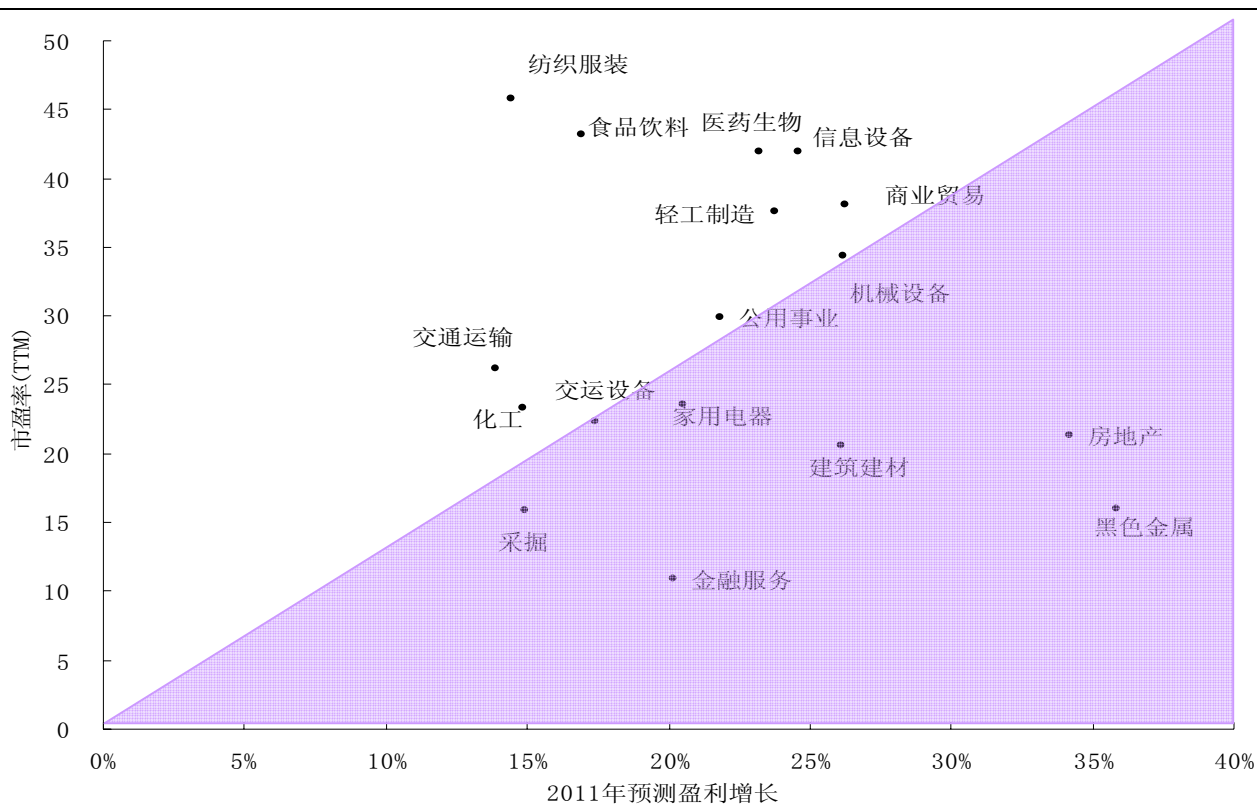


资料来源：Wind，渤海证券研究所

从 PEG 看各行业估值比较优势

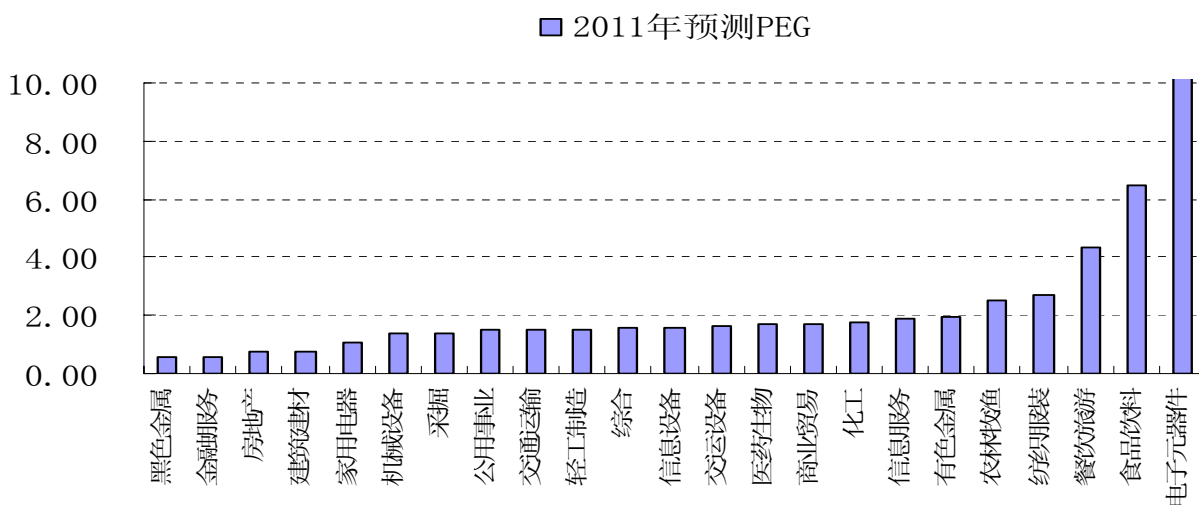
考虑各行业 2011 年的盈利增长预期(根据 Wind 统计), 结合市盈率的估值比较, 我们可以构造出行业 PEG 散点分布图, 在行业 PEG 散点分布图中, 靠近右下方的行业是考虑了盈利预期增长后具有相对估值优势的行业(见图中阴影部分), 这些行业主要包括金融服务、采掘、建筑建材、房地产、家用电器、黑色金属、机械设备、交运设备等等。而电子元器件、食品饮料、餐饮旅游、纺织服装、农林牧渔等行业的 PEG 估值相对较高。

图 19: 各行业市盈率与 2011 年盈利增长预期散点分布图



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 20: 各行业 2011 年 PEG 比较



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 2011 年 M1 增速或将出现阶段性拐点从而支持市场估值

M1 表示的是狭义货币供应量, 主要是基础货币和企业的活期存款, 从 M1 增速与股市的关系可以看出资金面对股市走势的影响还是较为明显的。M1 增速的加快意味着企业资金的活跃, 从长期来看, 其与实体经济波动比较相关, 但 M1 增速的周期波动又体现出其自身的特殊性。我们看 M1 增速具有较为明显的周期性波动特征, 大约 3-4 年的周期, 并且周期的波峰与波谷都较为稳定。

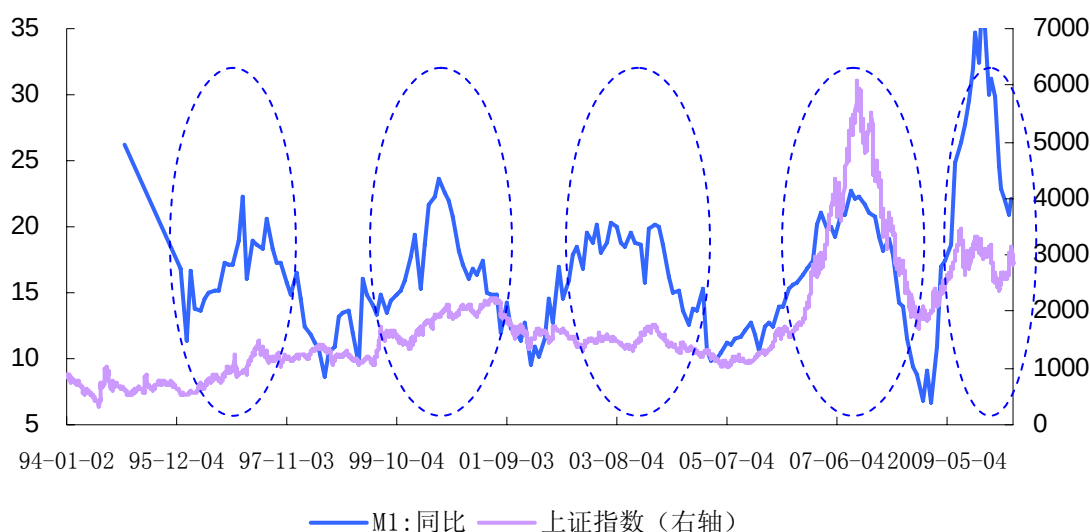
我们将 M1 增速的周期分解开来研究其与上证综指波动的关联性, 可以发现在 1992-1995 年, 1996-1997 年, 1998-2001 年, 2005-2008 年都有极为明显的相关性, 并且 M1 较股市可能提前几个月进入拐点。仅仅 2002-2004 年这一段时间 M1 增速与股市之间波动相关性相对较弱, 不过趋势特征仍旧明显。

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。这之后 A 股经历了上半年风险释放和下半年估值修复过程。

从对较长周期市场估值影响因素来看，M1 增速的趋势性回落难以支持估值大幅提升以及股市的单边趋势市，因此目前 M1 增速的回落趋势仍然可能继续对 A 股估值形成一定压力，A 股短期还会维持剧烈震荡格局。

虽然短期有趋势压力，但从 M1 增速 3-4 年的波动周期来看，2011 年下半年到 2012 年上半年 M1 增速出现底部拐点的概率较大，并可能由此推动一轮新的市场行情。而考虑 M1 增速逐渐由领先市场变成同步市场的现象，市场出现新机会的时间窗口也可能随之提前。

图 21: 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 22: M1 同比增长与上证指数走势（96.01-97.12）

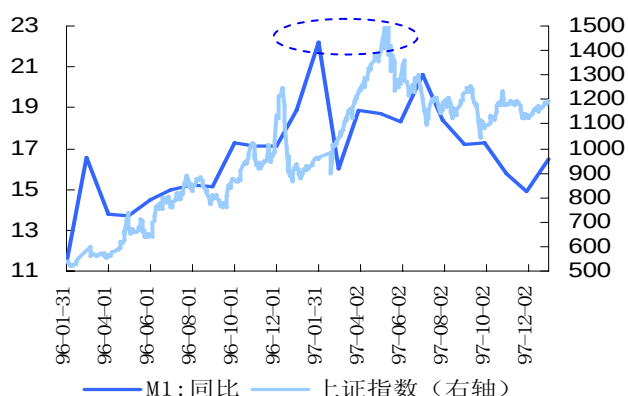


图 23: M1 同比增长与上证指数走势（98.01-01.12）

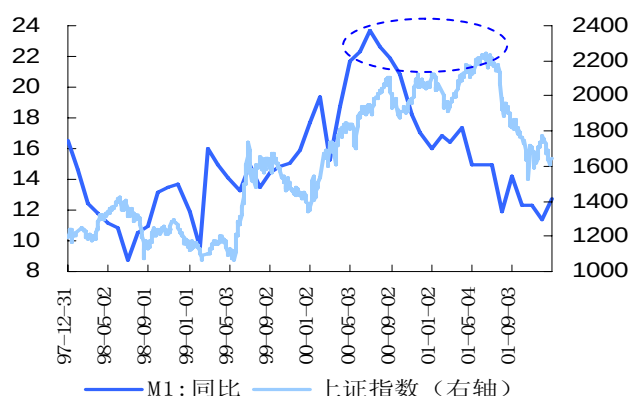
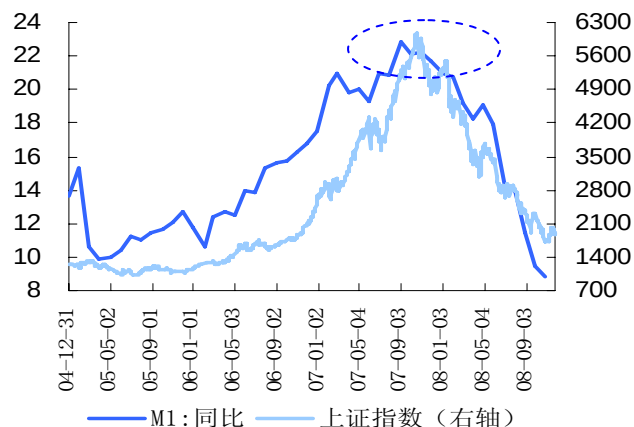
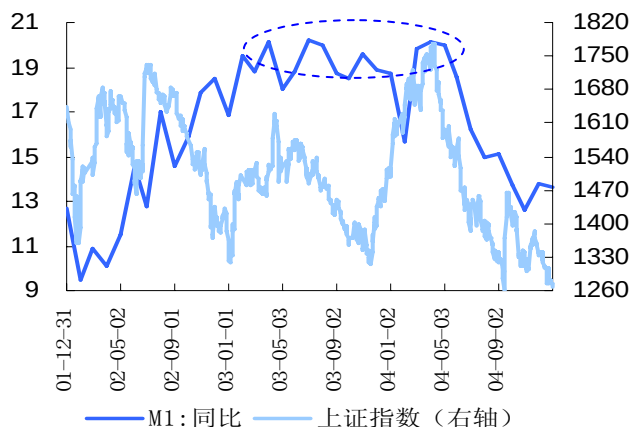


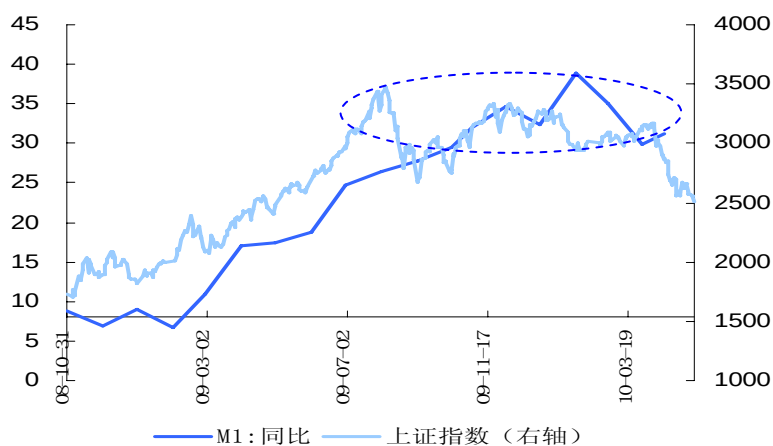
图 24: M1 同比增长与上证指数走势 (02.01-04.12)

图 25: M1 同比增长与上证指数走势 (05.01-07.12)



资料来源：渤海证券研究所，Wind

图 26: M1 同比增速与上证指数走势 (2009.10-2010.04)

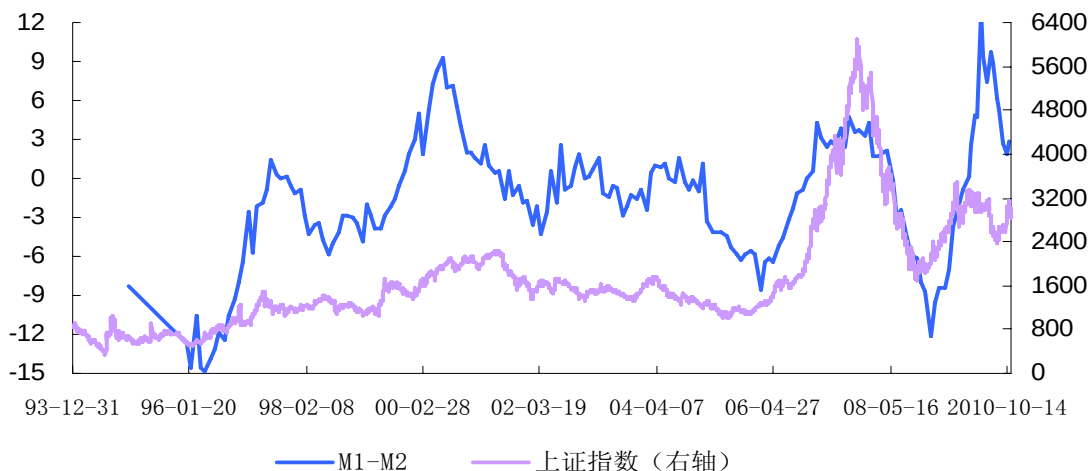


资料来源：Wind，渤海证券研究所

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 也处于向下回落的趋势，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 27: M1-M2 同比增速与上证指数走势比较

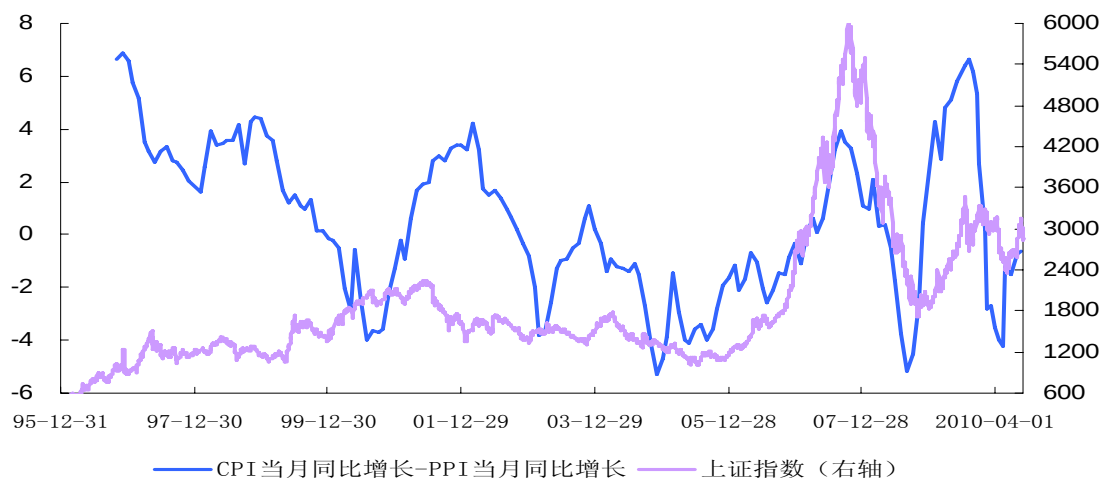


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.2 CPI 与 PPI 剪刀差升势趋缓减弱 A 股上升动力

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 年下半年开始的市场调整一直都伴随着 CPI-PPI 剪刀差的回落, 并且在 2010 年 6 月 CPI-PPI 差值出现底部拐点后开始回升, 随后的 A 股市场则是出现了一轮因流动性推动导致的上涨以及估值修复行情。目前 CPI-PPI 差值仍处于上升趋势之中, 考虑未来一段时间 PPI 可能会加速回升的压力, CPI-PPI 差值的上升动力短期也会减弱, 因此这个角度来看, A 股短期继续维持上行的动力也将随之减弱, 不过 CPI 与 PPI 剪刀差中期向上的趋势仍会有利于 A 股的中长期走势。

图 28: CPI-PPI 与上证指数的波动比较

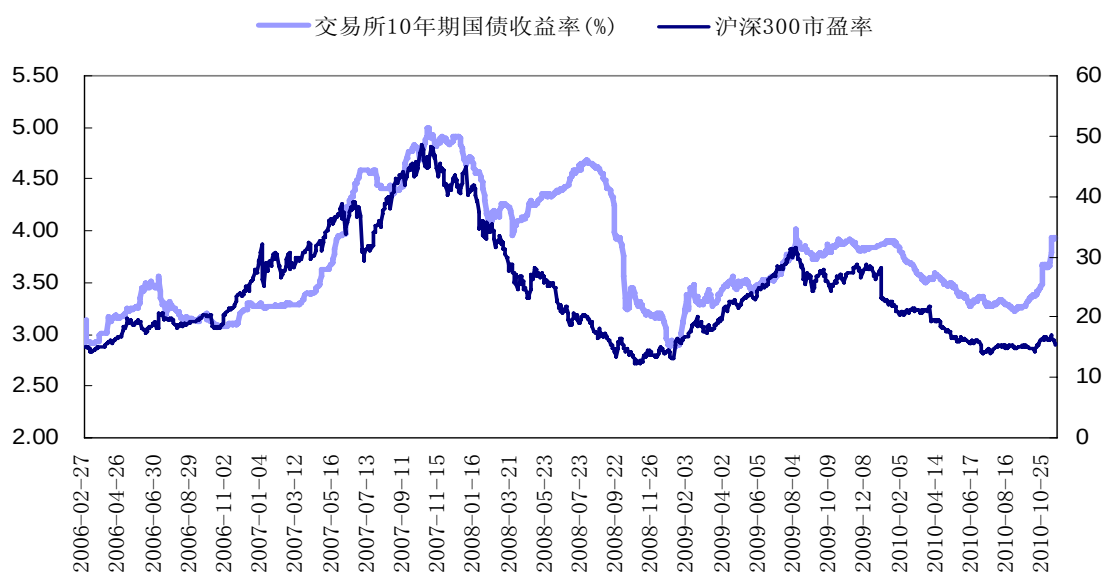


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.3 国债收益率与股市估值比较仍然凸现 A 股估值长期吸引力

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 市盈率走势在过去 4 年的拟合较好, 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。前期 10 年期国债收益率水平一度降至 3% 左右的水平, 这也预示着 A 股的估值进入底部区域, 而 10 月以来随着债市快速下跌, 国债收益率也快速回升, 而 A 股估值回升的速度在这一期间却明显弱于债券市场。

图 29: 交易所 10 年期国债收益率与沪深 300 市盈率趋势比较

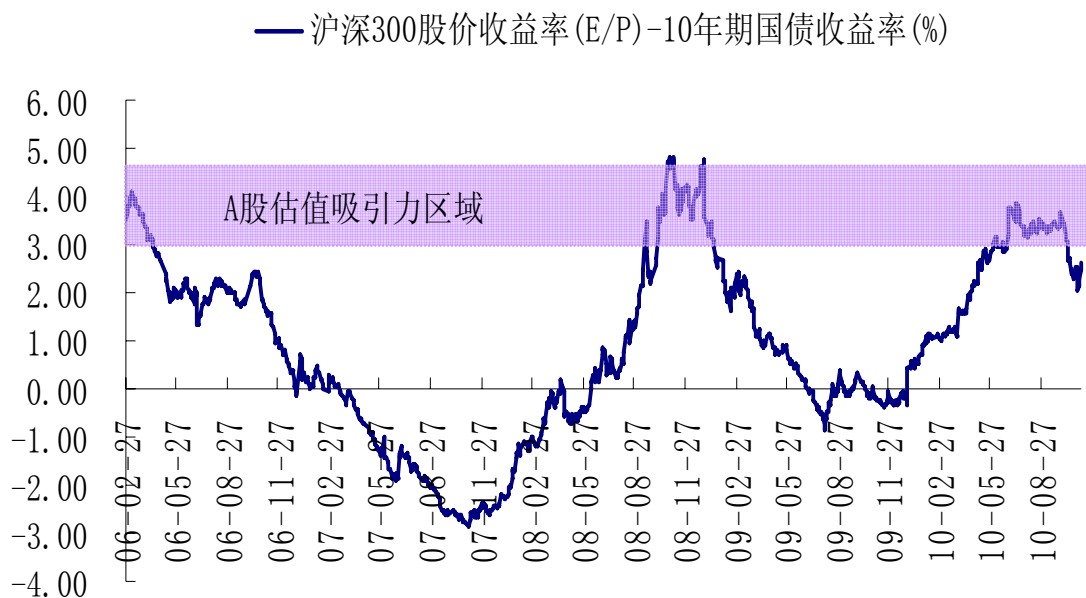


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

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。可以看到短期由于债券收益率回升速度快于 A 股估值水平，使得这个差值也快速下跌，并远离 A 股估值吸引力区域，这也使得短期 A 股估值优势有所弱化。

但从长期来看，由于经济筑底回升，根据债券市场与股票市场估值变化的关系，债市仍将中长期走弱，股市则将中长期走强，这也是支持我们看好未来 A 股市场估值维持中长期震荡上行趋势的主要原因。

图 30： 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

3 下半年 A 股市场估值水平测算

我们认为，2011 年 A 股市场静态市盈率 14-20 倍，上证指数运行核心区间 2600-3800。

3.1 通过盈利增长预期判断估值底

表 1：不同盈利预期下的市场估值底测算

	2010 年三 季度业绩基 准	2011 年乐观预期 情形	2011 年中性 预期情形	2011 年悲观 预期情形
预期沪深 300 业绩增长	—	30%	20%	10%
沪深 300 (PE) 估计	15.6	12	13	14.18
较历史估值低点溢价幅度(%)	21.88%	-6.26%	2%	10.8%
估值底对应上证指数大致点位	2400	3100	2800	2600

资料来源：Wind，渤海证券研究所

如果以 2010 年前三季度业绩基准作为参考，那么按当前市场估值水平较历史估值低点溢价幅度折算后对应的上证指数底部点位在 2400 点左右。根据 Wind 一致预期，2011 年的沪深 300 上市公司业绩增长将在 20%左右。考虑 2011 年业绩增长的情况，以 20%的业绩增长作为中性预期，未来上证指数的估值底点位将随之提升至 2800 点左右。但若未来因政策面紧缩使得对 2011 年的业绩增长预期降低至 10%的悲观情形，对应估值底的上证指数点位会在大约 2600 点左右。

以 2010 年前三季度业绩为参考标准，当前点位(2900 点左右)对应沪深 300 的动态市盈率水平约为 15.6 倍，如果考虑 2011 年 20%左右的业绩增长，这个市盈率水平将会降至 13 倍。较历史低点溢价幅度约为 2%左右，以此估计估值底对应上证指数点位就在 2800 点左右。

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 15-16%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 10.5%左右(未来加息预期提升股权资本成本)的市盈率区间应当在 14.77-20.58 倍左右，考虑 2011 年 20%业绩增长的中性预期，对应的 2011 年动态市盈率大致在 12.3-17.15 倍，所对应上证指数的点位大约在 2740-3800 之间。

表 2：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 5 年 GDP 增长对应上市公司利润年均增长率预期的假定					
GDP 增长		10%	9.5%	9%	8.5%	8%	7.5%
业绩增长		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：

从估值的各方面影响因素来看，目前的 A 股市场是上有压力，下有支持；由于短期不确定性因素影响，震荡仍是主基调；随着政策预期逐渐稳定与经济趋势逐渐明朗化，市场将维持震荡上行格局。2011 年上半年震荡幅度可能较大，而市场高点将有望在明年下半年体现，上证指数全年波动区间预计 2600-3800 点。

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。