



估值的结构性重估

——寻找中国 A 股估值中枢

结构性牛市中的估值差异

中小板指不断创出新高,而沪深 300 指数全年低迷;从估值来看,两个指数市盈率比已经达到 2.4,同样是历史最高,这在其他市场上也是难以找到的。是特定时期特定经济环境产生的偶然情况,还是未来市场演绎的常态?本文将为您一一揭示。

中国 A 股估值中枢短期将维系

从影响中国估值中枢的三大因素(市场结构、宏观指标、流动性)来看,首先,市场结构出现变化的可能性并不大,这主要源于 A 股市值对于经济的代表性。从宏观指标来看,中周期繁荣的起点在 2011 年的下半年,在经济起步之初,将是逐步增长的态势,这也难以在短期内对 A 股估值中枢产生很大的促进作用。而流动性收紧却实实在在的影响到估值水平的上移。因此,我们判断,短期内中国 A 股的估值中枢将继续维持在目前水平,出现大幅上移的概率极小

中国 A 股估值中枢长期仍将上移

长期来看,估值中枢将由经济增长和流动性收紧双方的力量决定。中周期经济繁荣将逐步推高估值中枢,而流动性收紧将起抑制作用。二者之间的博弈,孰强孰弱,还难以下一定论。但我们更倾向于前者,主要依据为经济周期是长期过程,而流动性周期相对较短,其影响更多的是短期行为,而中长期有再次放松的可能,因此估值中枢从长期来看,上移的概率较大。

小盘股的估值中枢将维持在 40 倍上下

在对比了 20 世纪 60-70 年代美国股市的“漂亮 50”和 20 世纪 90 年代末的“网络股泡沫”,我们认为 40 倍动态市盈率将会成为中小盘个股未来波动的核心水平。

2011 年投资风格的选择

对于大小盘股的估值分歧,市场表现在 2010 年已给出明确结论。而根据我们对市场整体和结构的研究来看,2011 年市场整体估值中枢将继续稳定在当前水平。分结构来看,大盘股受制于自身原因或外部约束而保持在低估值水平,而小盘股的估值空间依然存在,其核心动态市盈率将维持在 40 倍上下,依然是市场投资风格的首选。大盘股低估与中小盘股高估并存的局面将持续存在,直到中国经济转型能够顺利完成

投资策略

陈祥生

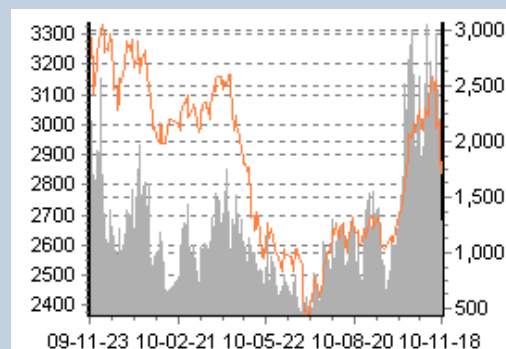
chenxiangsheng@csc.com.cn

010-85130953

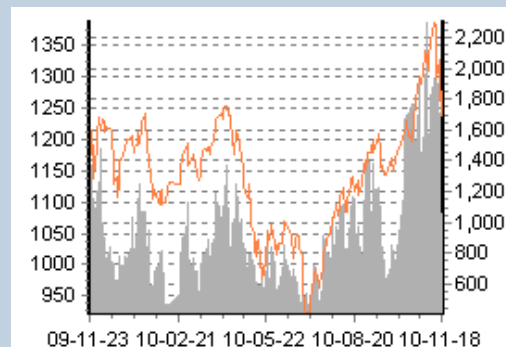
执业证书编号: S1440206070029

发布日期: 2010 年 12 月 10 日

上证指数走势图



深证指数走势图





目录

前言	1
一、结构性牛市中的估值差异	1
二、市盈率估值再分析	2
2.1 对于市盈率指标的理论分析	2
2.2 市盈率指标运行趋势分析	3
2.2.1 影响估值中枢因素之一：市场结构变化	4
2.2.2 影响估值中枢因素之二：宏观经济因素	6
2.2.3 影响估值中枢因素之三：流动性因素	8
2.3 结论：估值中枢将维持目前水平	9
三、周期转换过程中的投资风格选择	10
3.1 小盘股的估值空间还有多大	10
3.1.1 漂亮 50 与高估值	10
3.1.2 网络泡沫与高估值	12
3.2 大盘股的低估值是否常态	15
3.3 结论：投资风格仍将偏向于小盘股	16

图表目录

图 1：主要市场指数走势图	1
图 2：中小板指与沪深 300 指数 PE 估值图	2
图 3：沪指市盈率	4
图 4：沪指市盈率与利率	6
图 5：沪指市盈率与 GDP 增速	6
图 6：标普 500 指数市盈率与利率	7
图 7：标普 500 指数与 GDP 增速	7
图 8：市盈率与货币供应量	8
图 9：2010 与 2011 年 CPI 走势	8
图 10：2011 年贷款的季度增长率估测（%）	9
图 11：网络泡沫时代的道琼斯指数与纳斯达克指数	13
图 12：网络泡沫时代的道琼斯指数与纳斯达克指数的市盈率	13
图 13：近期道琼斯指数与纳斯达克指数	14
图 14：近期道琼斯指数与纳斯达克指数市盈率	14
表 1：估值高点时行业市值占比与市盈率	4
表 2：估值低点时行业市值占比与市盈率	5
表 3：Morgan Guaranty Trust 漂亮 50 最高峰时市盈率	11
表 4：Kidder Peabody 漂亮 50 最高峰时市盈率（Terrific 24 除外）	11



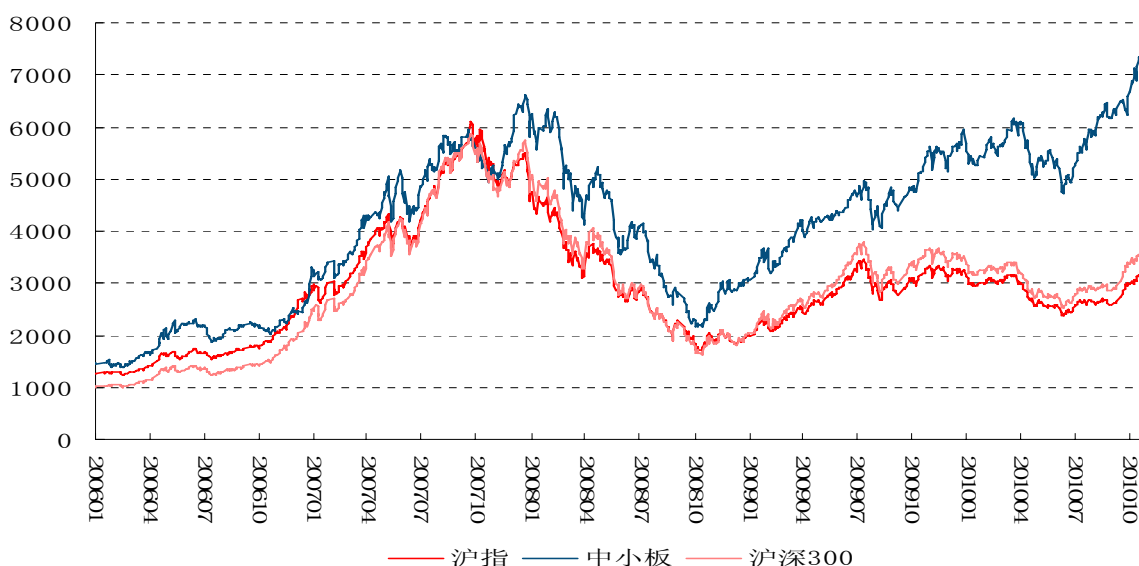
前言

2010 年中国 A 股市场演绎格局发生重大变化：一直以来难以成为市场主导力量的中小盘个股异军突起，其行情贯穿全年，这在过去是从来不曾出现过的；而银行地产等权重板块估值却长期徘徊在较低区域，亮点乏善可陈，这同样是 2010 年市场出现的一道独特风景。回首这一年来市场的分歧走势，原因是多方面的，很多学者将其归因于 2010 年宏观经济结构的调整，我们也基本认可这一观点。但往者犹可谏，来者亦要追，展望未来，市场走势又将如何？2011 年，就市场投资风格而言，将会延续这种大弱小强的格局还是会出现市场期待的二八转换，我们更为关注。本文将着重探讨决定中国 A 股估值中枢的主要因素，对大小盘股估值进行深入探讨，为 2011 年的投资风格给出答案。

一、结构性牛市中的估值差异

回顾自 2006 年以来的市场走势，在 2006-2008 年的股市周期内，沪深 300 与中小板指，作为大小盘个股的代表指数，走势基本相同。进入到 2009 年，市场开始重新起步，小盘股表现开始强于大盘股，特别是进入到 10 月以后，两指数表现开始分化，中小板指数一路上涨，而同期沪深 300 基本处于横盘整理，还略有下跌。而在 2010 年 7 月开始的这一轮行情中，沪深 300 依然不见起色，但中小板指却悄然发生着巨变，不但股票开始进一步疯涨，而且指数已经超越了 08 年牛市的最高点，创出了历史新高。而且就目前来看，这一趋势仍无逆转的迹象。

图 1：主要市场指数走势图

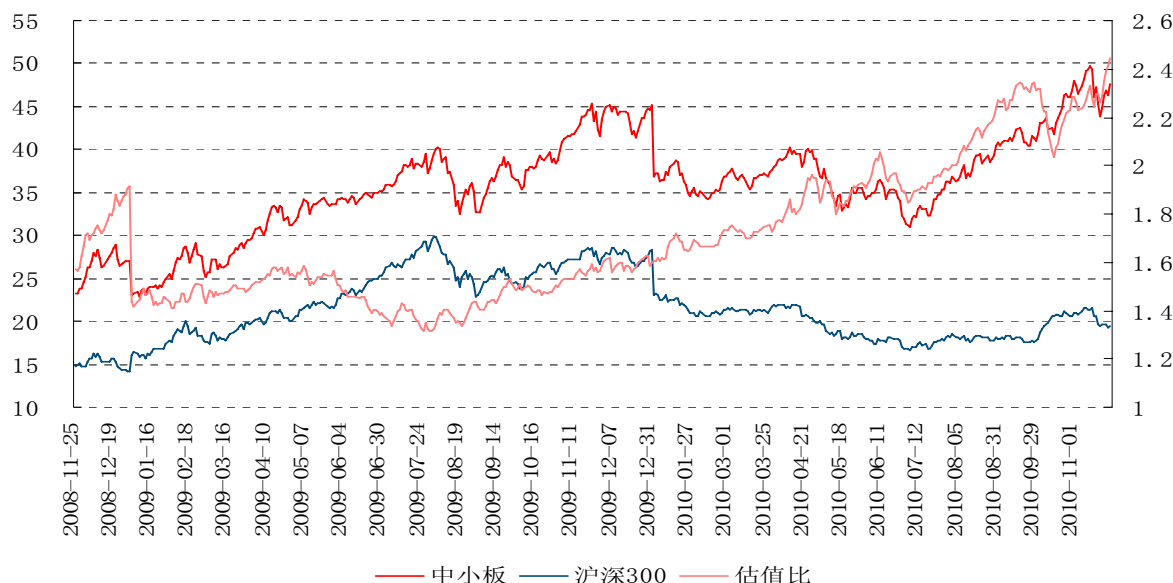


资料来源：Wind 资讯，中信建投研发部

就两个指数的估值来看，则体现的更为明显。沪深 300 指数 PE 自 2009 年中创出高点后就不断下跌，而 2010 年则长期徘徊在 17 倍左右。反观中小板指，估值水平在 2009 年一直保持在相对高位，进入 2010 年更是不断抬高。就两个指数的估值比来看，其上升拐点自 2009 年中就已出现，在此后的一年半左右的时间里，该比率一直在不断扩大，目前已达到 2.4 水平。



图 2：中小板指与沪深 300 指数 PE 估值图



资料来源：Wind 资讯，中信建投研发部

就两个指数的估值来看，则体现的更为明显。沪深 300 指数 PE 自 2009 年中创出高点后就不断下跌，而 2010 年则长期徘徊在 17 倍左右。反观中小板指，估值水平在 2009 年一直保持在相对高位，进入 2010 年更是不断抬高。就两个指数的估值比来看，其上升拐点自 2009 年中就已出现，在此后的一年半左右的时间里，该比率一直在不断扩大，目前已达到 2.4 水平。

对于这种估值差异，是特定时期特定经济环境产生的偶然情况，还是未来市场演绎的常态，下文我们将从理论分析着手，对当前中国 A 股市盈率作进一步分析，希望可以得到答案。

二、市盈率估值再分析

2.1 对于市盈率指标的理论分析

对于市盈率，其基本公式为股票市值与每股收益之比。由于对不同行业与公司基本面和未来发展预期有所不同，其衍生的计算公式也是多种多样。

在 2008 年市场指数见底之时，市场普遍以长期利率的倒数作为估值的底线。其所依赖的基本理论即为 $P/E = 1/R$ 。但使用该公式有着以下几个限制条件，即一是企业持续经营；二为企业所得全部分红；三为企业没有成长；四为企业经营没有风险；五为折现率为固定的利率。就以上几个条件来看，由于以市场整体为考虑对象，加之当时的经济运行情况，条件一、五似乎可以成立。企业分红由于在中国市场一直以来都不是投资所考虑的重要因素，因此也可忽略。而条件三、四则完全没有任何依据了，对于中国这样高成长的发展中国家，成长与风险是同时存在的。因此，对于该指标的使用，在特定的历史时期，对于心理承受底线有着一定的支撑，而长期来看，其正确性可忽略不计。

如果将成长性考虑到计算公式中，我们可以得到 $P/E = (1-b) / (r-g)$ ，其中，分子代表股利支付率， r 和 g



分别代表折现率与每股收益增长率。但该指标同样存在瑕疵，即以稳定的增长率 g 无限期的延续下去，这对于一个市场同样也是无法实现的。

如果将成长因素再进行分解，对于稳定成长的公司而言， $PE = \text{支付比率} / (r - g)$ ，而高速成长的公司则可根据成长阶段将公式重新总结为 $PE = \text{支付比率} * (1 + G) * (1 - (1 + G)^n \text{次方} / (1 + R)^n \text{次方}) / (R - G) + \text{支付比率} * (1 + G)^n * (1 + G_n) / (R - G_n) (1 + r)^n \text{次方}$ 。这里 G 和 G_n 分别代表高速增长阶段和预期增长阶段的预期盈利增长率。

就理论公式而言，应该说只是理论的计算方法，并没有完全的正确，但其所揭示出的，更多的是决定市场市盈率估值水平的主要决定因素。就国内外目前的理论研究来看，主要包括三个方面：宏观经济指标，市场指标、基本面指标。

从宏观经济因素来看，最重要的参考指标为利率。一般而言，利率越低，股价越高，其主要依据为利率决定资本成本，而资本成本决定了公司的成长性。此外宏观经济增长率同样与估值密切相关。根据达莫兰（Damodaran）的实证分析，他以 11 个发达国家市场的数据作为基础，将市场利率与预期 GDP 增长作为解释变量对市盈率作横截面的回归，得到回归方程：市盈率 = $41.85 - 0.20 * \text{短期利率} - 3.44 * \text{长期利率} + 3.21 * \text{GDP 增长率}$ ，该回归方程解释了这些国家市盈率的 85%，充分说明市盈率确实与利率和 GDP 增长率这样的宏观指标密切相关。

从市场指标来看，主要为资金流动性和投资者信心。资金流动性反映的是市场供求情况，其对市场指数与估值将产生重要影响。对于 2006-2007 年和 2009 年中国股市而言，流动性作为主要的推动力量之一，其对股市影响不言而喻，而这期间估值同样也发生了较大的变化。就投资者信心而言，则是更多的是从行为经济学中推演出的影响因素，虽然我们目前还无法用确定的指标来描述其对市场的实际影响，但从过去经验来看，股市开户数、消费者与投资者信心指数等无疑在股市行进过程中扮演了辅证的角色。

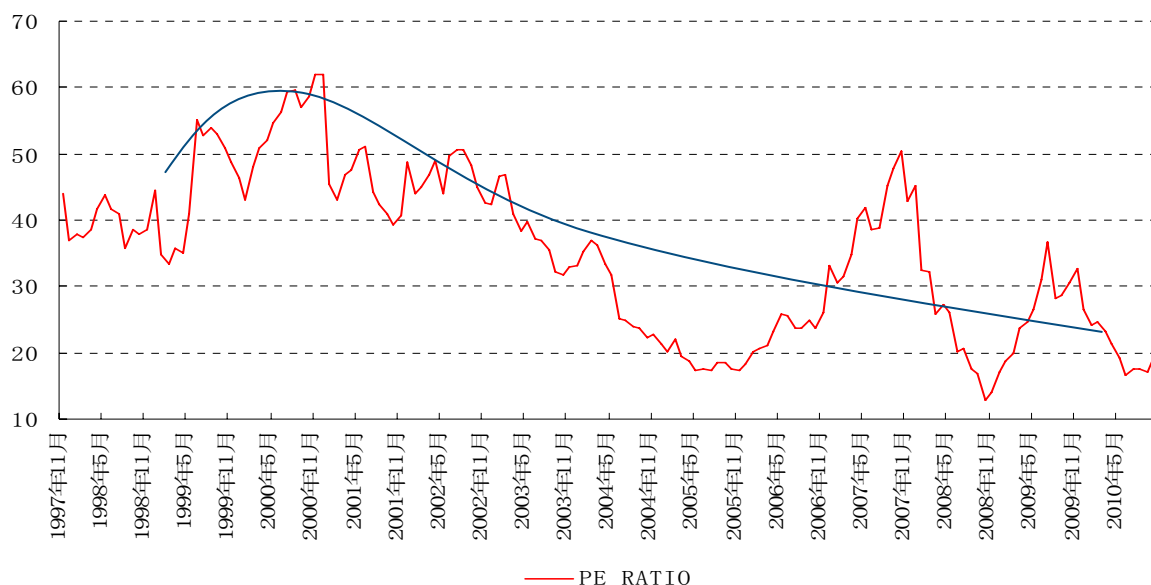
从基本面因素来看，其最重要的就是利润成长性。在市盈率计算公式中我们可以看到，增长率是很重要的因变量。而决定其发展前景的主要为领先性和资源。就行业和个股而言，行业领先往往意味着发展机遇，其市场拓展和所带来的回报都是巨大的；而资源主要为实物资源和人力资源，其对估值的实际影响也可以从股市中找到实证。

2.2 市盈率指标运行趋势分析

从中国资本市场运行来看，市盈率运行的核心区间是在下降的。在 2003 年之前，指数的市盈率长期保持在 40 倍上下，2000 年最高的时候一度达到 60 倍之多。但 2003 年中期以后，市盈率出现明显的回落，到熊市结束的时候，历史估值最低为 17.38 倍。自 2005 年开始的这轮股市周期中，短短三年的时间就完成了了一个周期的运行，市盈率也从 17.38 到 50.44 再到 12.81 完成了一个过山车的过程，从本轮周期来看，市盈率的上限和下限都出现了回落。而再往后看 2009 年到现在的市场运行，市盈率振荡区间再次收窄，最高的时候为 2009 年 11 月的 32 倍，而最低的时候仅为 17 倍。



图 3：沪指市盈率



资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

估值中枢下移的原因是多方面的。中国资本市场从 1990 年建立，到如今不过 20 年的发展时间，特别是建立之初在制度设计上就存在很多硬伤，如发行制度、股权分置、投资者结构、上市公司质量控制等。随着市场制度的不断完善，当前市场与建立之初已经不可同日而语。而在这个过程中，导致估值中枢下移的原因分析如下：

2.2.1 影响估值中枢因素之一：市场结构变化

我们对比了自 1997 年以来，市场出现估值高点与低点时刻的行业构成，通过这些行业当时估值情况的对比可以发现，市场结构的演变是导致估值中枢下移的重要原因之一。从下表中的对比我们可以看到，目前权重最大的银行和能源，其市值占比不断增加，但同期市盈率却是不断回落。银行在 2007 年达到顶峰，市值占比接近 30%，市盈率也接近 30 倍，而到了 2009 年的高点，其市值占比为 21%，估值却下降到 16 倍，其影响可见一般。能源行业同样如此，市值占比从 2000 年年末的 2.87%，到 2009 年 11 月已经达到了 19%，而市盈率水平却从 65.75 倍下降到 24.89 倍。权重板块的更迭与这些板块估值水平的回落，是造成估值中枢不断趋降的主要原因。

表 1：估值高点时行业市值占比与市盈率

板块名称	市值占比 (20001231)	市值占比 (20071031)	市值占比 (20091130)	市盈率 (20001231)	市盈率 (20071031)	市盈率 (20091130)
GICS 家庭与个人用品	0.32	0.12	0.11	96.18	111.99	72.84
GICS 食品与主要用品零售 II	0.31	0.14	0.18	74.93	77.69	51.84
GICS 半导体产品与设备 II	0.44	0.12	0.21	88.52	67.28	88.41
GICS 商业服务与商业用品 II	0.67	0.14	0.24	60.14	105.8	68.22
GICS 医疗保健设备与服务	0.83	0.14	0.36	91.62	90.99	81.42



GICS 媒体 II	1.05	0.32	0.40	92.68	99.12	64.62
GICS 电信业务 II	0.03	0.70	0.57	1802.02	66.59	7.94
GICS 消费者服务	1.72	0.52	0.72	91.62	90.77	67.89
GICS 软件与服务	1.27	0.36	0.74	106.42	78.07	54.75
GICS 零售业	3.55	1.26	1.53	64.23	101.61	49.87
GICS 技术硬件与设备	7.89	1.25	1.93	82.22	73.43	51.67
GICS 汽车与汽车零部件	3.91	1.52	2.01	46.21	78.2	82.93
GICS 耐用消费品与服装	6.20	1.55	2.27	48.06	78.1	43.32
GICS 制药、生物科技和生命科学	5.15	1.49	2.61	86.26	83.77	47.84
GICS 综合金融	0.62	2.27	2.69	83.36	244.45	42.76
GICS 公用事业 II	7.34	3.68	3.15	48.23	53.82	54.02
GICS 食品、饮料与烟草	5.91	2.59	3.65	57.35	98.89	55.79
GICS 房地产	9.16	4.12	4.60	81.06	121.88	45.83
GICS 运输	5.48	6.77	4.67	52.52	73.97	21.79
GICS 保险 II	0.00	8.91	5.26		201.16	121.87
GICS 资本品	13.75	5.53	9.49	69.75	82.05	44.5
GICS 原材料 II	19.25	13.06	11.97	48.9	52.32	42.84
GICS 能源 II	2.87	13.59	19.00	65.75	60.32	24.89
GICS 银行	2.28	29.84	21.63	62.95	59.12	16.18

资料来源: Wind 资讯, 中信建投研发部

表 2: 估值低点时行业市值占比与市盈率

板块名称	市值占比 (19990228)	市值占比 (20051130)	市值占比 (20081031)	市盈率 (1990228)	市盈率 (20051130)	市盈率 (20081031)
GICS 家庭与个人用品	0.36	0.31	0.10	42.86	36.07	12.47
GICS 食品与主要用品零售 II	0.47	0.35	0.19	38.78	27.09	21.86
GICS 半导体产品与设备 II	0.34	0.34	0.14	34.46	49.07	11.89
GICS 商业服务与商业用品 II	0.62	0.32	0.17	28.25	20.15	22.29
GICS 医疗保健设备与服务	0.56	0.55	0.19	39.6	24.81	32.04
GICS 媒体 II	0.94	0.89	0.33	49.54	40.34	30.67
GICS 电信业务 II	0.04	1.75	0.78	27.68	22.67	18.21
GICS 消费者服务	2.02	1.42	0.51	42.37	36.34	24.72
GICS 软件与服务	0.77	0.98	0.52	36.61	26.17	25.76
GICS 零售业	4.42	2.42	1.16	32.01	31.85	17.21
GICS 技术硬件与设备	7.94	4.22	1.21	36.65	24.85	17.37
GICS 汽车与汽车零部件	4.86	3.04	1.02	25.46	12.25	10.68
GICS 耐用消费品与服装	7.45	3.75	1.67	23.54	20.37	14.74
GICS 制药、生物科技和生命科学	4.43	4.09	1.92	39.53	26.52	20.94
GICS 综合金融	0.89	0.72	2.73	28.75	38.24	14.06
GICS 公用事业 II	7.74	9.56	3.83	21.61	15.79	16.83



GICS 食品、饮料与烟草	6.54	5.16	2.93	31.21	25.93	30.06
GICS 房地产	9.86	5.00	3.09	36.71	22.96	17.21
GICS 运输	5.54	9.05	5.21	31.97	20.37	10.99
GICS 保险 II	0.00	0.00	5.64			15.49
GICS 资本品	13.33	9.75	6.42	35.9	20.63	16.91
GICS 原材料 II	17.68	17.47	9.67	29.33	10.25	10.12
GICS 能源 II	2.03	13.90	23.31	22.89	11.25	13.84
GICS 银行	1.15	4.96	27.27	27.59	18.81	13.37

资料来源: Wind 资讯, 中信建投研发部

2.2.2 影响估值中枢因素之二: 宏观经济因素

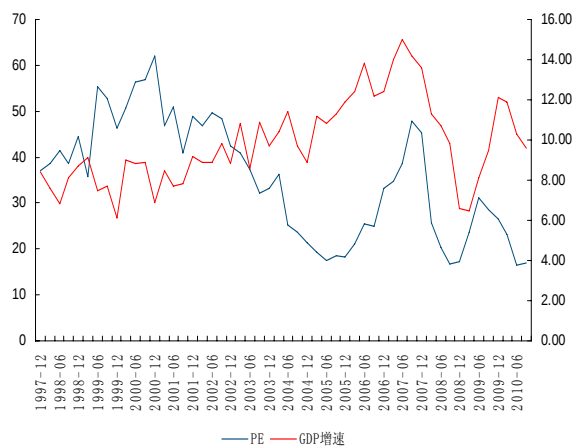
在前文我们对市盈率指标影响因素分析中提到, 宏观经济因素对于市盈率的影响甚大。那么, 我国市盈率与利率、GDP 增长的关系如何呢? 从下图可以看到, 在 1997-2000 年期间, 利率与市盈率之间的反比关系体现的最为明显, 而此后我国一直维持低利率水平, 加之这段时间股权分置等原因的存在, 二者无关联性。2007 年以后, 2007 年的升息周期和 2008 年的降息周期虽然对即期股市估值影响不大, 但其滞后的反向关系仍然较为明显。GDP 与市盈率的关系, 从下表中我们可以看到, 2005 年之前二者之间完全背离, 这也是市场质疑“股市是经济的晴雨表”这种说法的根源。但在 2006 年以后, 二者同方向变化的趋势逐步形成, 显示出目前市场对于经济运行状况反馈的及时性和有效性。

图 4: 沪指市盈率与利率



资料来源: Wind 资讯, 中信建投研发部

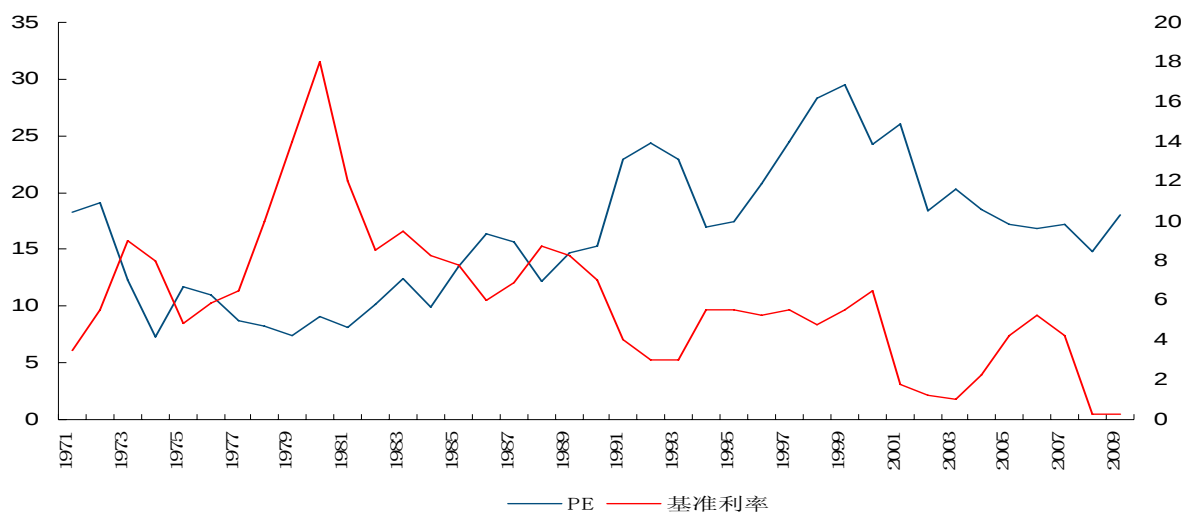
图 5: 沪指市盈率与 GDP 增速



对于宏观经济指标对市盈率的影响, 我们更希望从长期的角度来进行论证。我们以美国标普 500 为例, 考察周期为上个世纪 60 年代到现在。首先, 从利率与估值之间的关系图来看, 就美国成熟市场而言, 市场化的基础利率之于股市估值, 其反向关系更为明显, 凸显出美国市场的有效性。从长周期来看, 自上个世纪 80 年代到 2000 年这一降息周期, 市场估值是逐步抬升的。而进入到 21 世纪, 网络股泡沫破裂和次贷危机使得美国市场的整体估值不断回落, 而同期利率的两次波动之于估值的实际影响则并不明显。因此, 我们认为, 就利率与估值而言, 在经济环境相对平稳, 市场化的利率对于估值的影响更为直接, 其反向关系也依然成立。



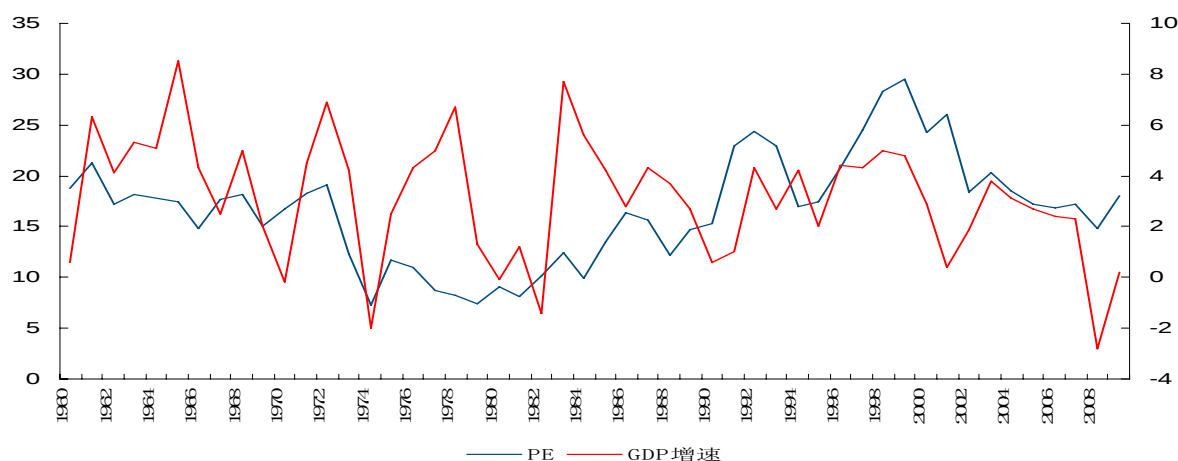
图 6：标普 500 指数市盈率与利率



资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

就 GDP 增速与估值之间的关系，在美国市场，正向变化的趋势依然明显。在 1960-1972 年期间，美国经济相对保持平稳，市场估值水平也维持在 16-20 倍之间；但 1973 年随着布雷顿森林体系的瓦解，美国经济波动幅度明显增加，市场估值也从此进入下降通道，最终维持在 7-13 倍之间。此后，在 1985-2000 年期间，经济的稳定增长使得市场的估值重新进入到上升轨道，波动区间为 13-30 倍。此后美国经济增速回落至 2-3% 的水平，而市盈率也同期下降到 15-25 倍区间。总的来看，经济增长与市场估值之间的同向变化依然成立，而增长核心区间往往决定了市场估值的区间变化。

图 7：标普 500 指数与 GDP 增速



资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

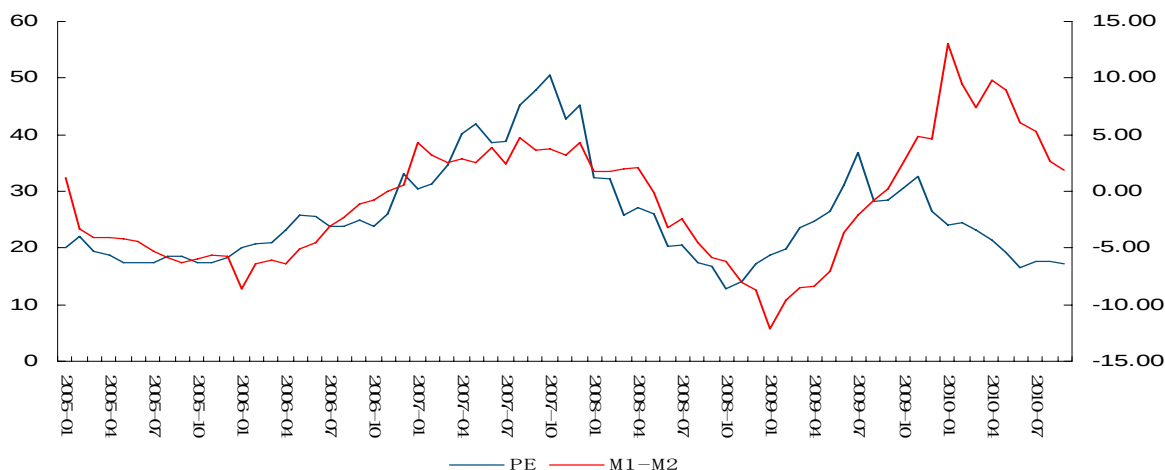
虽然我国在宏观数据回归方面并不能给沪指估值变化以强有力支撑，但根据对美国市场的实际观察来看，在成熟市场上，经济增长往往会对估值变化的趋势起决定性作用。而根据我们对于经济周期的把握，虽然经济增长在 2011 年一季度才可能见底，但随着经济结构的逐步调整，我们迎来中周期繁荣的时间也不会太远。因此，估值中枢下降的空间已经不大。而随着中周期经济繁荣的到来，未来估值中枢上行也是一种必然。而对于利率而言，由于我国利率市场化程度不高，则导致中间环节传导不畅，其对市场估值的影响有限。



2.2.3 影响估值中枢因素之三：流动性因素

流动性因素从供求角度来影响市场表现和估值，其理论推导是成立的。从实证角度来看，我们早在 2009 年之初就提出了流动性周期和股市周期的关系，充分证明了二者之间的相关性。根据我们对于货币供应量与股市之间的相关性研究结论来看，M1 与 M2 增速差和股市周期存在明显的正相关关系。反映在估值方面，同样如此。因此，在考察估值中枢变化趋势时，流动性分析同样是重要内容之一。

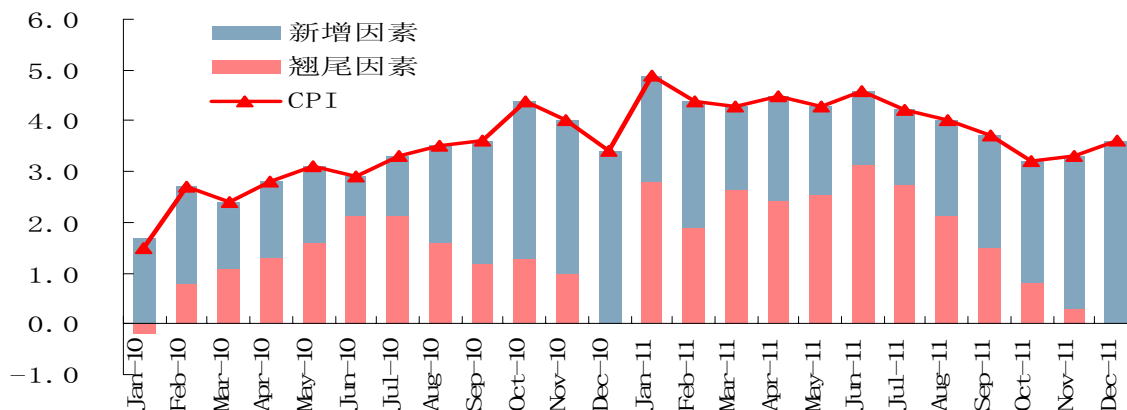
图 8：市盈率与货币供应量



资料来源：Bloomberg，中信建投研发部

从目前市场流动性变化趋势来看，流动性高点已经过去，特别是近期通胀的高企，更是进一步强化了流动性收紧的预期。根据我们宏观组对于 2011 年流动性运行状况的分析，其结论为紧缩已是大势所趋。这一方面来源于经济本身存在流动性自发收紧的机制，即在 2009 年的信贷高潮后，伴随经济增长模式的转型，必然是一个贷款余额、外汇占款和 M2 增速递减的过程。另一方面，通胀短期来势凶猛，中长期来看其中枢也将上移，这就给货币政策操作带来了压力。此外，从信贷投放来看，目前国家对 2011 年的银行贷款投放规模也较为谨慎。如果按照 2011 年投放规模在 6-8 万亿，2011 年贷款增速乐观估计 16.9%（8 万亿），悲观估计 12.6%（6 万亿），中性估计 14.7%（7 万亿），较之 2010 年预计贷款增速 18.8%，都在下降。信贷紧缩也是确定无疑的。

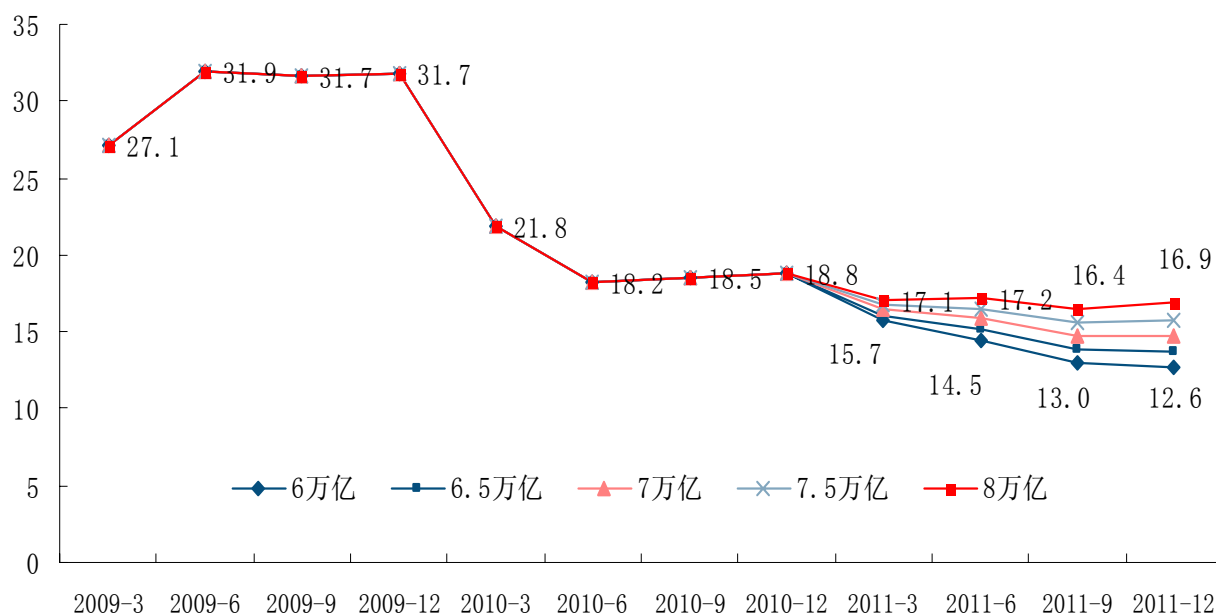
图 9：2010 与 2011 年 CPI 走势



资料来源：Wind，中信建投研发部



图 10：2011 年贷款的季度增长率估测（%）



资料来源：wind，中信建投研发部

因此，就流动性而言，并不支持估值中枢上移。而且就中长期来看，由于 2009 年大量信贷的投放，经济周期本身运行就必然会出现流动性自发的收紧。特别是在中国经济发展转型、经济结构调整的时点，预期政府能够在流动性方面保持宽裕将很难出现。这就决定了估值中枢上行趋势难以在可预见期间出现。

2.3 结论：估值中枢将维持目前水平

根据以上内容的分析，影响中国估值中枢的三大因素（市场结构、宏观指标、流动性），在未来将决定市场走势。

短期来看，市场结构出现变化的可能性并不大，这主要是源于目前中国支柱型产业已经在 A 股上市，虽然从发行节奏来看，仍然很快，但以中小市值的股票为主，并不足以对市场结构产生决定性影响。从宏观指标来看，中周期繁荣的起点在 2011 年的下半年，在经济起步之初，将是逐步增长的态势，这也难以在短期内对 A 股估值中枢产生很大的促进作用。而流动性收紧却实实在在的影响到估值水平的上移。因此，我们判断，短期内中国 A 股的估值中枢将继续维持在目前水平，出现大幅上移的概率极小。

长期来看，估值中枢将由经济增长和流动性收紧双方的力量决定。中周期经济繁荣将逐步推高估值中枢，而流动性收紧将起抑制作用。二者之间的博弈，孰强孰弱，还难以下一定论。但我们更倾向于前者，主要依据为经济周期是长期过程，而流动性周期相对较短，其影响更多的是短期行为，而中长期有再次放松的可能，因此估值中枢从长期来看，上移的概率较大。



三、周期转换过程中的投资风格选择

根据前文分析，就 2011 年而言，估值中枢将继续维持在目前的状况，按此判断，市场上涨的动力将主要来自于净利润的增长，这是对市场整体的判断。但如果结合 2010 年的市场表现，我们不仅要问，虽然从指数来看，系统性的趋势投资机会并不会出现，但结构性方面，会否如 2010 年一样，出现结构性牛市呢？在周期转换这一时点，投资风格的选择又将是如何的呢？这将是下文着重探讨的内容。

3.1 小盘股的估值空间还有多大

对于中小盘个股的估值，到底多少倍的估值是合理的，市场并没有定论。为了寻找合适的比较对象，我们将中国这一小盘股牛市与历史各个时期进行了对比，其中 20 世纪 60-70 年代美国股市的“漂亮 50”表现时期和 20 世纪 90 年代末“网络股泡沫”时期最具有可比性。

3.1.1 漂亮 50 与高估值

20 世纪 60-70 年代，美国纽约证券交易所交易的、被公认为应该坚定地购买并持有的 50 只最流行的成长型股票，被称为漂亮 50 (Nifty Fifty)。这 50 只股票在美国 70 年代的大牛市中扮演了重要的角色。

实际上，漂亮 50 的确切定义和名单并不确定。根据现有的文献，可以有两个名单：一是摩根信用信托公司 (Morgan Guaranty Trust) 的名单，发表于 1977 年福布斯杂志。二是学者 Kidder Peabody 定义的每月市盈率最高 50 家公司名单。两个名单重合的公司为 24 家，即恐怖 24。

从两份不同名单看，漂亮 50 主要有三个共性。一是被认为具有较高的成长性，业绩兑现能力将长期持续；二是被赋予很高的市盈率，市场对成长的认同度较高；三是基本是中坚企业，部分已经是中大型公司，还有部分仍是中小公司，不过在各个领域都是重要的“龙头”企业。

漂亮 50 都拥有强劲的基本面，堪称各个行业的中坚企业，其稳健的资产负债关系的资产负债表、强大的品牌和不容挑战的竞争地位，这样的股票很快引起了机构投资者的注意，多年以来一直把债券作为首要投资选择的机构投资者开始大量购入漂亮 50 股票。从此，漂亮 50 不仅是“必须拥有”(must have) 的，而且是“一旦拥有，别无所求”(one-decision) 的，可以说是值得长期乃至永远拥有的。

正是在以机构投资者为主导的市场狂热追捧下，漂亮 50 的股价很快就得到了飙升，不仅达到了前所未有的高度，而且还屡创新高，在 1972 年时达到了顶峰。如下表所示，在 Morgan Guaranty Trust 漂亮 50 中，市盈率最高的公司是 Polaroid，达到了 90.7 倍，最低的为 ITT 的 16.3，50 家公司的平均市盈率高达 41.9，是同期标准普尔 500 (19.2) 的两倍多。



表 3: Morgan Guaranty Trust 漂亮 50 最高峰时市盈率

公司名称	1972 年 P/E	公司名称	1972 年 P/E
Polaroid	90.7	Chesebrough Ponds	41
McDonald's	85.7	Minnesota Mining (3M)	40.8
MGIC Investment	83.3	American Express	39
Walt Disney	81.6	American Home Products	38.9
Baxter Travenol	78.5	Schlitz Brewing	38.7
Intl Flavors & Fragrances	75.8	Halliburton	38.3
Avon Products	65.4	IBM	37.4
Emery Air Freight	62.1	Lubrizol	36.9
Johnson & Johnson	61.9	J.C. Penny	34.1
Digital Equipment	60	Squibb	33.9
Kresge (now Kmart)	54.3	Procter & Gamble	32
Simplicity Pattern	53.1	Anheuser-Busch	31.9
AMP	51.8	Sears Roebuck	30.8
Black & Decker	50.5	Heublein	30.1
Schering	50.4	PepsiCo	29.3
American Hospital Supply	50	Pfizer	29
Schlumberger	49.5	Bristol-Myers	27.6
Burroughs	48.8	General Electric	26.1
Xerox	48.8	Revlon	26.1
Eastman Kodak	48.2	Phillip Morris	25.9
Coca-Cola	47.6	Gillette	25.9
Texas Instruments	46.3	Louisiana Land & Exploration	25.6
Eli Lilly	46	Dow Chemical	25.5
Merck	45.9	First National City	22.4
Upjohn	41.1	ITT	16.3
S&P 500	19.2		

资料来源: Jeff Fesenmaier and Gary Smith, *The Nifty-Fifty Re-Revisited*, 中信建投证券研究部

与此同时, 在 Kidder Peabody 漂亮 50 中, 如下表所示, 即使是市盈率最低的公司也在 40 倍以上, 而平均市盈率更是高达 60 多倍。而所谓恐怖 24 (Terrific 24) 的 24 只股票中, 市盈率最低的也达到了 45.9 倍。

表 4: Kidder Peabody 漂亮 50 最高峰时市盈率 (Terrific 24 除外)

公司名称	1972 年 P/E	公司名称	1972 年 P/E
Automatic Data Processing	76.2	Longs Drugs	49.7
Avery International	64.2	Marion Labs	46.1
Bandag	59.8	Marriott	56.2
C R Bard	52.1	Masco	47.2
Clorox	41.4	National Chemsearch	55.8
CMI Investment	56.4	Natomas	61.3



Colonial Penn	65.1	Perkin-Elmer	47.2
Corning Glass	42.9	Ponderosa System	69.9
Damon	54	Rite Aid	64.7
Dr. Pepper	62.8	Sony	55
Electronic Data Systems	49.5	Standard Brands Paint	52.9
Hewlett-Packard	63.1	Tropicana Products	61
Jack Eckerd	52.7	Wal-Mart Stores	52.3

资料来源: Jeff Fesenmaier and Gary Smith, *The Nifty-Fifty Re-Revisited*, 中信建投证券研究部

在当时美国股市最疯狂的时候,甚至出现了一种说法,那就是所谓的漂亮 50 根本就不是指 50 家公司的股票,而应该是市盈率达 50 倍以上的股票,只有这样的股票才能称得上漂亮 50,似乎市盈率越高的股票投资价值越高,可见当时市场对这些高市盈率股票追捧的热烈程度。

然而,其盛也速,其衰也疾。就在漂亮 50 甚嚣尘上、成长投资大行其道的时候,1973 的世界石油危机不期而至,美国经济迅速陷入了衰退,并出现了经济政策失灵、宏观理论失效的情况,诞生了所谓的“滞胀”现象。美国股市也随之迅速由牛转熊,出现了暴跌。

在全面下跌过程中,涨得最凶、最高的漂亮 50 首当其冲,跌得是最惨的。其中 Xerox 下跌 71%, Avon 下跌 86%, 而 Polaroid 则下跌 91%。在 70 年代的股市最低点,漂亮 50 中市盈率最高的仅为 13 倍,最低的只有 6 倍,平均市盈率为 9 倍,仅为最高点时的近五分之一。漂亮 50 终于从捧到天上,到最后重重地摔在了地上。从此漂亮 50 几乎成为了过分投机、股市泡沫的代名词。

3.1.2 网络泡沫与高估值

上世纪 90 年代之后,随着互联网技术的蓬勃发展,互联网泡沫开始涌动。1995 年网景(Nascape)公开上市发行,当日股价上涨 108%, 互联网投资高潮掀起第一朵浪花,网络泡沫创造了数不胜数的奇迹。

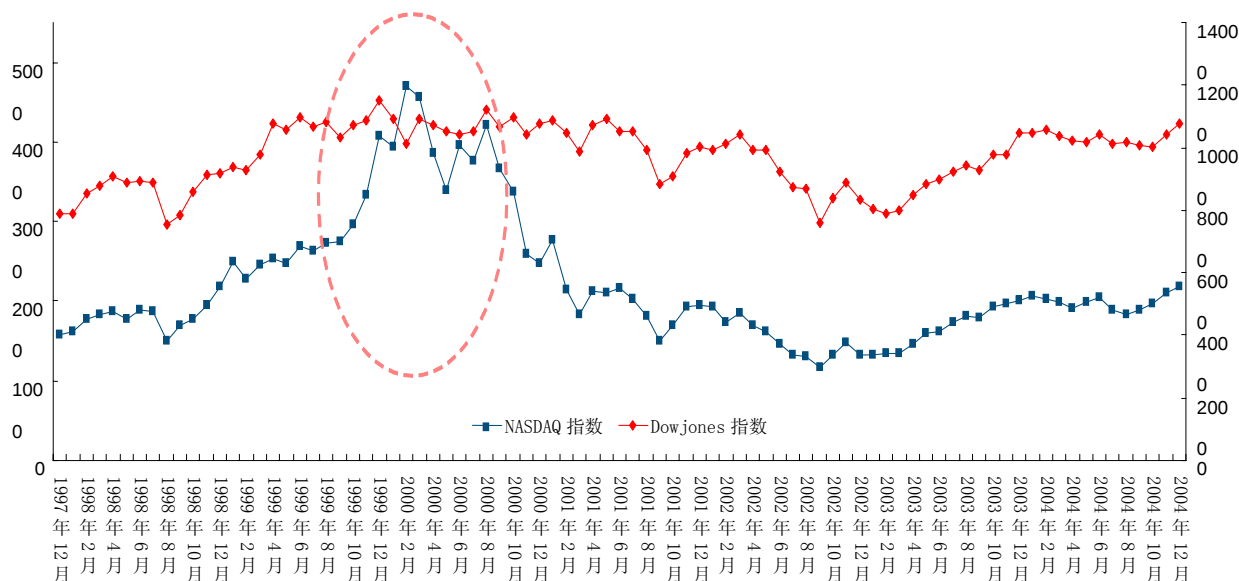
1999 年 3 月,网景被美国在线(AOL)收购的时候,网络泡沫实际上进入一个疯狂阶段。1999 年 3 月,一家经营妇女与家庭生活服务的公司 Ivillage 上市当日上涨 233%,至 1999 年 6 月,市值超过 16 亿美元,但公司当季收入为 600 万美元,亏损 1800 万美元。相应的,Amazon 市值 230 亿美元, Yahoo 市值 380 亿美元,而营收分别为 3.56 亿美元和 2.03 亿美元,利润仅仅是 2000-3000 万美元。1999 年,可以说是泡沫之年。

但是,网景被收购也是网络泡沫破灭的第一个浪头。2000 年 3 月, Nasdaq 指数盘升至 5048 点,当时的市盈率超过 200 倍,网络泡沫达到疯狂之巅。3 月 13 日, Nasdaq 指数从 5038 暴跌至 4879 点,下挫 4%, 15 日进一步跌至 4580 点,网络泡沫破灭。

在网络泡沫生成的过程中, Nasdaq 指数一路高歌,市盈率激情澎湃,从之前大致 20-30 倍的市盈率飙升至整体超过 200 倍,部分公司是千倍市盈率,更有部分公司是亏损的,但仍然不妨碍股票价格的高歌猛进。网络泡沫之后,科技股陷入了相对中期的亏损(2000-2003 年),直至 2004 年,回归到整体 30-40 倍左右。

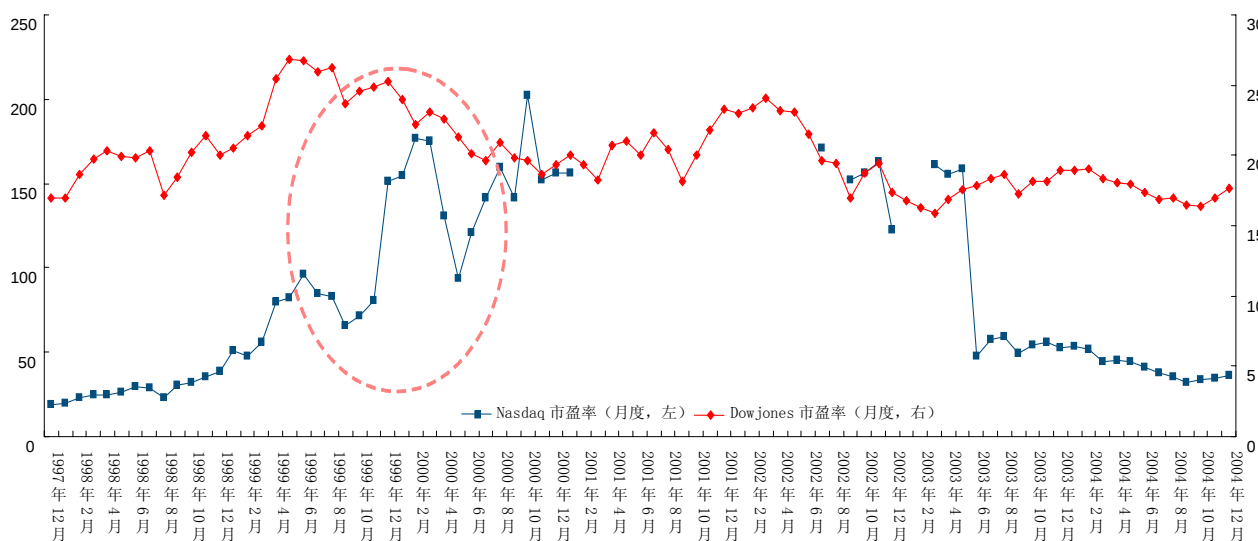


图 11：网络泡沫时代的道琼斯指数与纳斯达克指数



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究部

图 12：网络泡沫时代的道琼斯指数与纳斯达克指数的市盈率



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究部

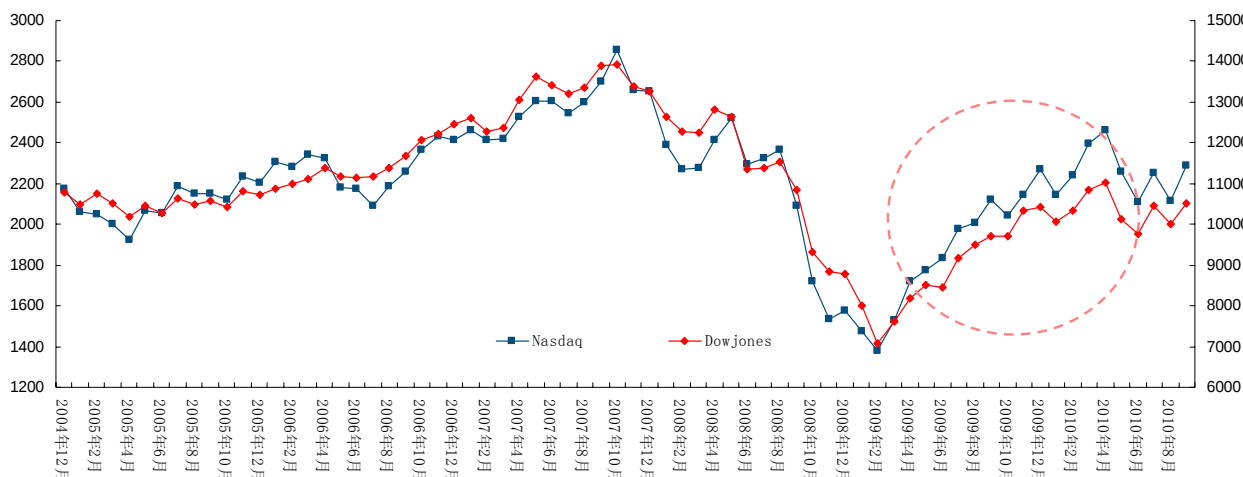
网络泡沫之后，科技股回归平静，对于美国经济结构而言，相当于以信息产业为支撑的实体经济得到更好的发展，原来以网络泡沫制成的虚拟经济不断向实体经济回归，实际上是一个信息技术广泛应用于工业生产和居民消费的过程。这个阶段，经过泡沫的洗礼，信息产业与金融行业、房地产行业成为美国经济的三大支柱。

在 2004—2008 年，美国房地产泡沫的发展过程中，以科技股、中小盘股票为主的 Nasdaq 与 Dowjones 指数的走势相吻合，没有呈现更多的泡沫特征，而且市盈率水平一直保持相对稳定，即使在美国股市最高位的时期，Nasdaq 的市盈率水平为 38 倍，远远低于网络泡沫时代高达 200 倍的市盈率。



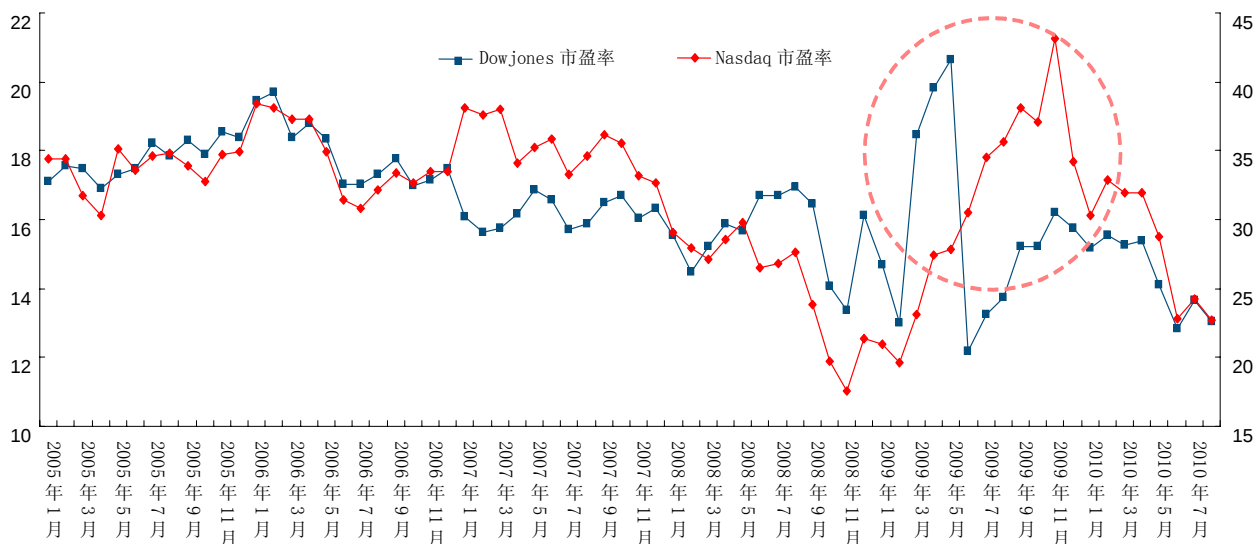
在金融危机之后，Nasdaq 市场表现要强于 Dowjones 指数，这可能体现了房地产市场泡沫的泡沫及其虚拟成分的回归，美国经济更多地将经济增长的动力回归到以科技、设备、网络信息产业为主导的过程，其实也是一个投资重点转移的过程。为此，Nasdaq 的市盈率水平开始上移至 40 倍以上。但是，随着美国经济复苏步伐放缓，以科技主导的增长模式仍然是一个待确认的过程，Nasdaq 市场的市盈率进而下跌 30 倍以上，2010 年 8 月为 23 倍。

图 13：近期道琼斯指数与纳斯达克指数



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究部

图 14：近期道琼斯指数与纳斯达克指数市盈率



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究部

综合以上比较分析，我们知道“漂亮 50”鼎盛时期平均市盈率高达 41.9 倍，是同期标准普尔 500（19.2 倍）的两倍多。而之后由于 1973 年的世界石油危机不期而至，美国经济迅速陷入了衰退，并出现了经济政策失灵、宏观理论失效的情况，诞生了所谓的“滞胀”现象，“漂亮 50”就此破灭，下跌之后的 50 家公司在股市最低点时，其市盈率仅为 9 倍。而对于我国而言，虽然就目前经济发展形势来看，还不会出现如美国的“滞胀”情形，



但这也为我国中小盘个股行情的演绎敲响了警钟。如果在未来一段时间中小盘个股的高成长预期能够得到部分兑现，即引发其暴跌的情形没有出现，那么这种高估值情形将得到延续，但就空间而言，似乎 40 倍将成为重要的心理平衡线。

此外，美国 20 世纪 90 年代的网络股泡沫似乎也可以为 40 倍市盈率提供一个佐证。对于网络股泡沫而言，虽然在其鼎盛时期，其市盈率高达 200 倍之多，但此一市盈率为静态市盈率，即以公司实际盈利为计算依据，而市场预期的未来动态市盈率已不得而知。如果以 2004 年以后市场给予的公允市盈率为其合理水平，那么 30-40 倍似乎是一个合理的动态区间。

综上所述，就 A 股而言，在未来中国经济未出现大幅波动的情况下，我们认为 40 倍市盈率将会成为中小盘个股未来波动的核心水平。即其高估值状况会持续下去，直到下一个股市下跌周期的到来。

3.2 大盘股的低估值是否常态

对于大盘股的估值，一直是今年市场关注并疑惑的问题。在我们结构主义分析框架下，我们陆续写了多篇文章对这一问题进行了深入的分析。其结论为：在库存周期和向中周期繁荣过渡的时间内，由于行业自身原因或外部约束，导致估值水平大幅下降。未来估值的回归将是漫长的。以下我们摘取部分内容列示如下，详细分析请参见研究报告《结构主义的薪火——周期波动、结构演进与制度变革》（周金涛、郑联盛）。

银行：不良贷款率风险下的低估值

中国经济刺激政策是对金融危机的一种过度反应，特别是货币政策及信贷放松是一个史无前例的过度刺激。银行作为过度信贷的始作俑者，在风险发生后也将首当其冲。信贷风险和政府的泡沫处置策略将形成相互影响和制约。信贷风险的形成本地地方的借贷冲动和银行的放贷冲动，爆发取决于地方-银行-中央之间，以及宏观调控在房地产等具体行业内的博弈。我们的确无法从历史中寻找与这次天量货币释放所类似的景象，这是我们无法把握的不确定性所在。

中长期，不良贷款集中爆发存在较大可能，中国已经初步展示出泡沫经济的特征，而加息面临两难困境：如果很快进入加息通道，则风险将提前和较大规模暴露；如果不加息，则泡沫可能继续扩大，廉价信贷劣化配置，廉价货币无序流动；即使尽量拖延加息步伐，并采取多种措施遏制和弱化泡沫，也无法避免泡沫经济的必然成本。结构调整和体制改革的压力和紧迫性，都增大了泡沫经济处置的难度、复杂性和不确定性。

我们判断，不良贷款率回升的最大压力时刻当在 2011 年 1 季度，在 2012 年可能集中爆发。不良贷款率可能逐步回升 4-6 个百分点；2009 年 1 季度贷款余额近 35 万亿元，对应的 2012 年后不良贷款规模就是 1.5-2 万亿，新增数量在 1 万亿以上。更重要的是，理智的中央政府不会给商业银行和市场预留二次剥离的想象空间。可以明确，政策剥离、外汇注资、损失挂账的方式不再适用于商业银行未来的坏账处置。不存在二次政策性剥离，意味着不存在对于银行体系的二次红利。

周期性制造业：外部约束下的周期性波动

一者，全球经济周期处在长波衰退阶段，中游本来就是一个强周期行业，尤其是中游偏上端的行业周期性更强。随着经济周期往长波衰退阶段演进，强周期行业的投资和产出将是一个随调下行的总体趋势。同时，从熊彼特创新周期看，目前全球都处在一个创新周期的低谷，具有支撑性的技术创新短期内难以出现，无法支持



重化工业取得重大的技术升级和设备升级，而且重化工业基本是成熟的产业，其技术设备升级的难度更大。

二者，从经济结构调整的现实出发，中国目前面临着与日本 60 年代中后期相似的资源能源瓶颈，尤其是钢铁、石化等行业，如果继续大肆加大这类行业的投资，未来对资源能源的需求将进一步提升，重化工业面临的外部约束将更加严重。而且，从产出效率来看，重化工业的整体投资效率是在下降的。为了规避资源能源约束，提高固定投资的总体效率，政府政策可能会向下端倾斜。比如，汽车行业其产业链比钢铁等更长，投资的整体效益可能更好。

3.3 结论：投资风格仍将偏向于小盘股

对于大小盘股的估值分歧，市场表现在 2010 年已给出明确回答。而根据我们对市场整体和结构的研究来看，其结论也是相吻合的，即 2011 年市场整体估值中枢将继续稳定在当前水平；分结构来看，大盘股受制于自身原因或外部约束而保持在低估值水平，而小盘股的估值空间依然存在，其核心动态市盈率将维持在 40 倍上下，依然是市场投资风格的首选。大盘股低估与中小盘股高估并存的局面将持续存在，直到中国经济转型能够顺利完成。



分析师介绍

陈祥生：中央财经大学金融学硕士，策略组组长。长期从事策略研究，把握市场运行趋势，在股市周期、流动性分析等方面形成独特研究视角。2006 年入围《新财富》最佳投资分析师。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8610) 8513-0588

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8610) 6518-0322

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。