

期待估值的拐点

——2012 年 A 股估值策略

分析师：何翔

SAC NO: S1150511010014

2011 年 11 月 21 日

联系人

何翔

022-28451808

hexiang@bhzq.com

投资要点：

- A 股与美股的估值溢价从历史来看处于底部位置，其溢价波动特征有别于 2008 年的底部，而与 2005 年的特征相对接近。从这个角度，我们认为目前 A 股市场已经进入绝对的中长期投资价值区域。
- 我们用以观察 A 股估值吸引力的指标（沪深 300 股价收益率-10 年期国债收益率）上升至 5% 左右的位置，一度已经超过历史最高位。也就是说，A 股中蓝筹股目前的估值吸引力甚至要高于 2008 年最坏的时候。因此，我们可以判断目前 A 股处在底部区域。
- 估值的拐点、市场的拐点、流动性的拐点、通胀的拐点，这些效应都会在 2012 逐渐汇聚显现，不是爆发的，而是渐进的。由于流动性周期拐点与通胀周期拐点的出现，我们认为其对 A 股市场的积极影响也会在今年年末到 2012 年开始逐渐显现。
- 展望 2012，A 股市场很难期待有较大行情的出现。不过既然已经处在较坏的阶段，估值也基本处于底部区域，可以预期的是，市场向下调整的空间应该有限。2012 可能更像是一个大转折中的过渡年，“低不成，高不就”，但大震荡中有小趋势，小趋势中也会有相对好的机会，结构性的机会应会不断涌现，在风险释放之后市场总体情况应会比 2011 相对乐观。
- 在目前的市场环境下，难有较大的经济形势转变之前，A 股指数的波动基本由公司业绩支持和市场估值底来维持。因此，我们对 2012 指数波动的估计也主要从这些因素来考量。对于 2012 年，根据我们的 DDM 模型测算，上证指数的波动点位大约在 2100-3200 点之间。

相关研究报告

《在低估值中延续弱势》——
2011 年四季度 A 股估值策略
(11.9.30)

《底虽近，势犹远》——2011
年下半年 A 股估值策略
(11.6.29)

《延续震荡，静待转机》——
2011 年二季度 A 股估值策略
报告 (11.3.31)

目 录

1	A 股仍在估值底部	4
1.1	全球估值比较中 A 股仍有优势	4
1.2	A 股与美股估值溢价仍在历史底部	5
1.3	AH 溢价仍在历史均值以下	7
2	2012——等待估值的拐点	7
2.1	从货币周期看流动性拐点在 2012 会逐渐显现	7
2.2	从通胀周期看 2012 将会是新起点	9
2.3	国债收益率波动预示 A 股估值吸引力高于 2008 年	10
3	A 股内在估值结构的比较	11
3.1	大小盘风格估值比较	11
3.2	行业估值比较分析	12
4	2012 年 A 股波动区间估计	14

图目录

图 1: 国际市场市盈率比较	4
图 2: 国际市场市净率比较	4
图 3: 国际市场 PEG 比较	5
图 4: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较 (截止 2011.11.1)	6
图 5: A 股相对美股估值溢价历史趋势比较 (截止 2011.11.1)	6
图 6: AH 溢价历史走势图 (截止 2011.11.1)	7
图 7: M1 同比增速与上证指数走势比较	8
图 8: M1-M2 同比增速与上证指数走势比较	8
图 9: CPI-PPI 差值与上证指数走势比较	9
图 10: 交易所 10 年期国债收益率与沪深 300 市盈率趋势比较	10
图 11: 沪深 300 股价收益率与交易所 10 年期国债收益率差值表明估值底已现	11
图 13: A 股不同板块市盈率比较	11
图 14: A 股不同板块市净率	11
图 12: 沪深 300 与中小板市盈率比较	12
图 14: 分行业当前市盈率与历史比较 (96 年以来)	12
图 15: 分行业当前市净率与历史比较 (96 年以来)	13
图 17: 各行业市盈率与 2011 年预期盈利增长散点分布图	13

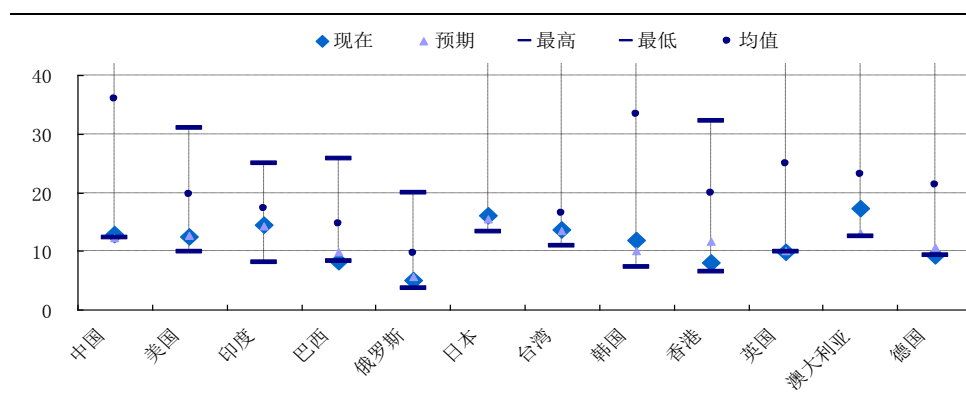
2011 年的 A 股市场始终处在内外交困的环境之中，上证指数也仅仅维持了头一个季度相对较好的走势，在余下的两个季度里持续弱势下跌，全年指数波动区间基本在 2300-3000 点之间。如果从 2009 年以来近两年多的时间周期去看，这两年的 A 股市场始终在这样一个区间上波动，具备着典型的震荡市特征，并且重心渐进下移，弱势特征明显。国内外的宏观环境依然存在较多的不确定性，经济根本性的转变似乎很难在短期出现，而流动性由紧转松的过程也将是渐进而缓慢的，这与 2008 年年底时的情况有显著不同。那么由此，展望 2012，A 股市场也很难期待有较大行情的出现。不过既然我们已经处在较坏的阶段，估值也基本处于底部区域，可以预期的是，市场向下调整的空间应该有限。2012 可能更像是一个大转折中的过渡年，“低不成，高不就”，但大震荡中有小趋势，小趋势中也会有相对好的机会，结构性的机会应会不断涌现，在风险释放之后市场总体情况会比 2011 乐观。估值的拐点、市场的拐点、流动性的拐点、通胀的拐点，这些效应都会在 2012 逐渐汇聚显现，不是爆发的，而是渐进的，类似历史上 2005-2006 年的 A 股市场，也会有些像美国上世纪滞胀后期的股指走势，政策面向基本面以及市场的传导也都需要经量变到质变的时间积累。

1 A 股仍在估值底部

1.1 全球估值比较中 A 股仍有优势

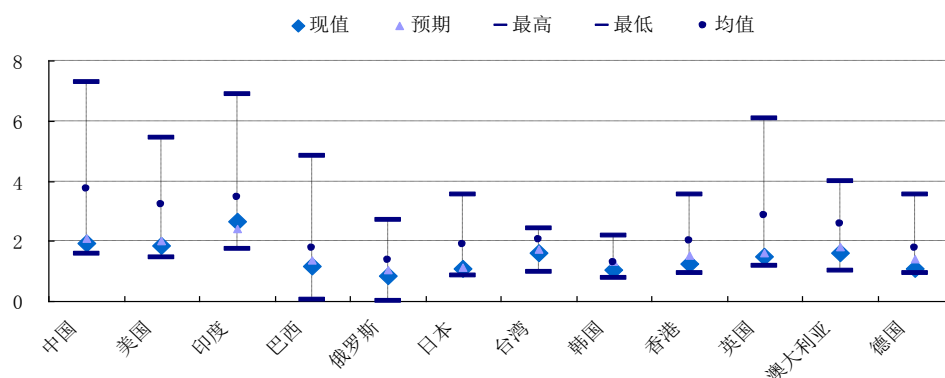
目前的 A 股估值与其他市场的比较，仍在一个相对适中的位置上。以各市场的 GDP 值作为估值中成长性的考量，A 股 PEG 是全球最低。

图 1：国际市场市盈率比较



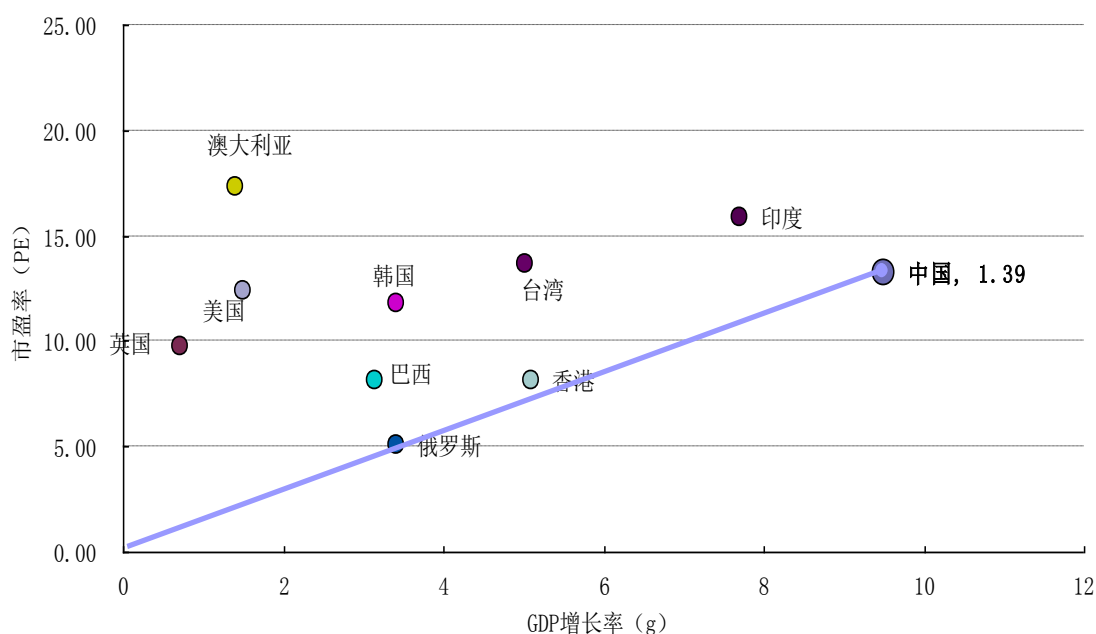
资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

图 2：国际市场市净率比较



资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

图 3：国际市场 PEG 比较

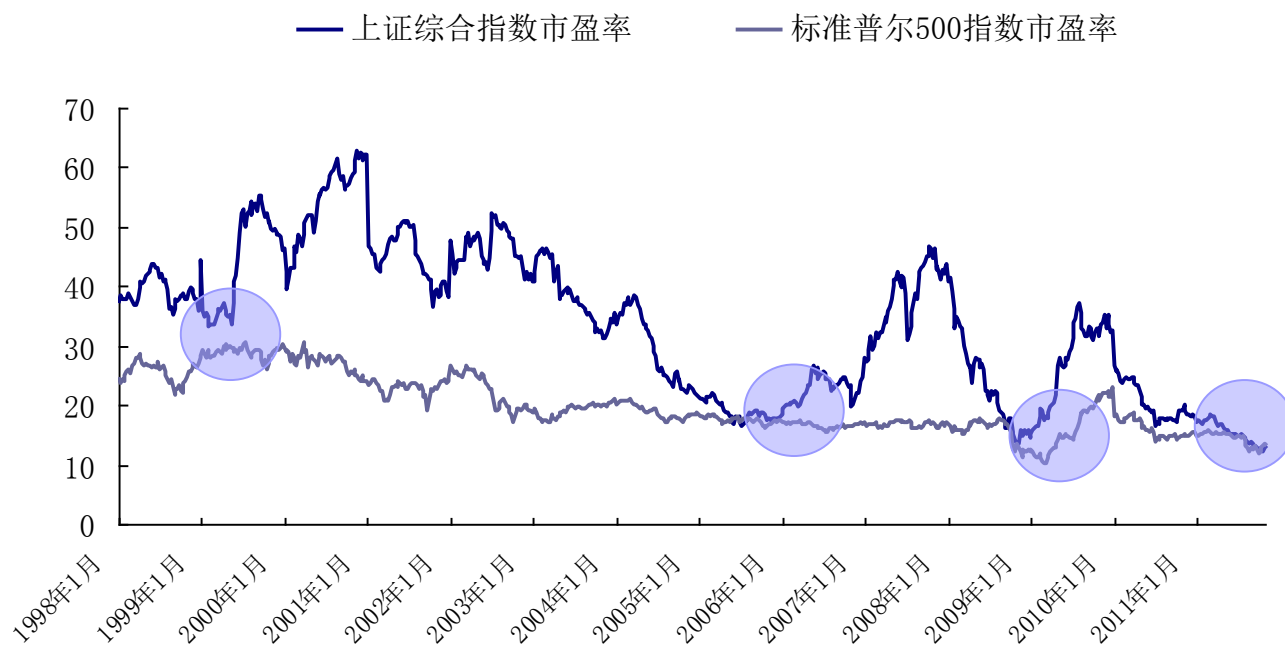


资料来源：Bloomberg，渤海证券研究所

1.2 A 股与美股估值溢价仍在历史底部

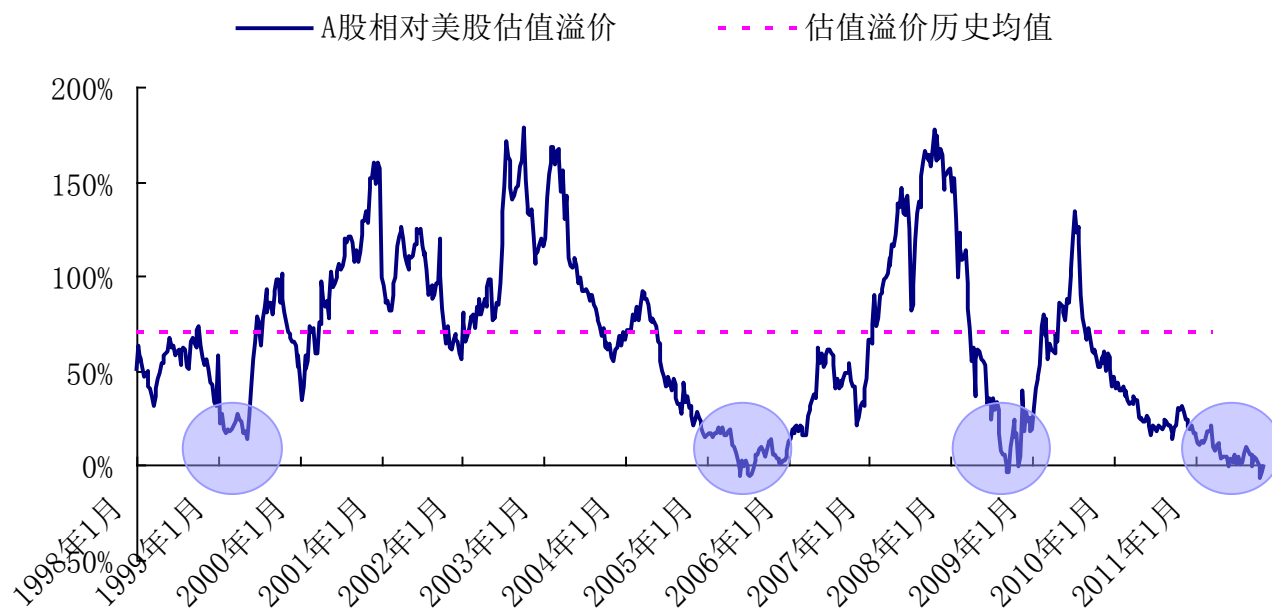
A 股与美股的估值溢价从历史来看处于底部位置，其溢价波动特征有别于 2008 年的底部，而与 2005 年的特征相对接近。从这个角度，我们认为目前 A 股市场已经进入绝对的中长期投资价值区域。

图 4: 上证指数与标普 500 指数市盈率历史趋势比较 (截止 2011.11.1)



资料来源: 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 2011.11.1)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

1.3 AH 溢价仍在历史均值以下

从 AH 股溢价来看，2011 年大部分时间 AH 溢价都持续处于历史低位，并在零值附近徘徊。只是进入到八九月份，由于受欧债危机的冲击，港股大幅下跌，导致 AH 溢价出现回升，上升至 20% 以上。目前的 AH 溢价基本还在历史均值以下，而近期的向上波动更多体现了近期港股市场的特殊性。从长周期来看，AH 溢价表明 A 股市场还处历史低位，而短期来看 A 股目前的估值安全性有可能再受考验。

图 6: AH 溢价历史走势图（截止 2011.11.1）



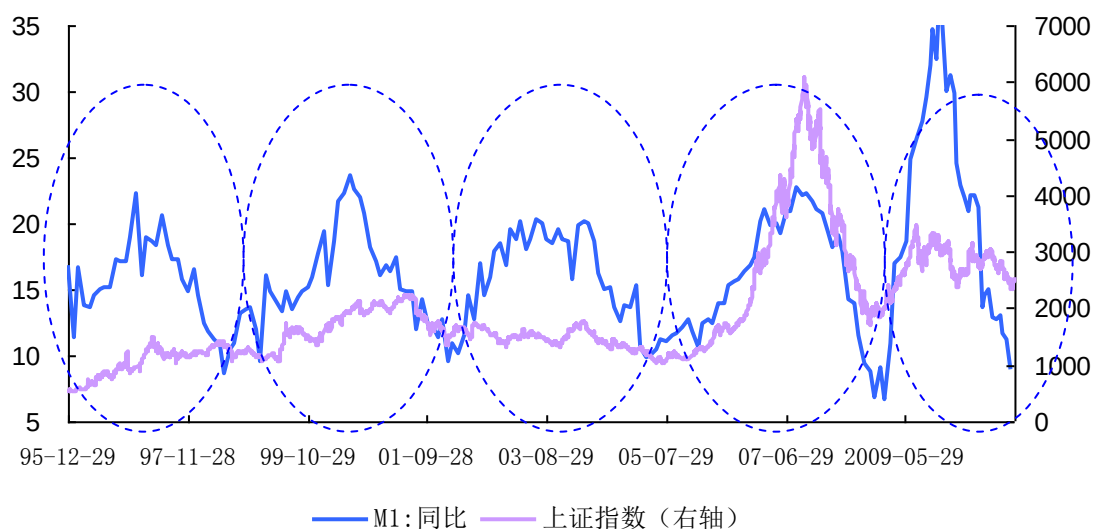
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2 2012——等待估值的拐点

2.1 从货币周期看流动性拐点在 2012 会逐渐显现

从货币历史周期波动来看，其基本保持三年左右的周期性波动，每一个周期性波动中均能与 A 股的中期波动趋势相吻合，这也体现出了股票市场本身受流动性影响的显著特征。如果按 M1 的波动周期来看，本轮周期应当从 08 年开始至 2011 年年底或 2012 年年初时结束，那么流动性拐点对 A 股市场的积极影响也会在今年年末到 2012 年开始逐渐显现出来。

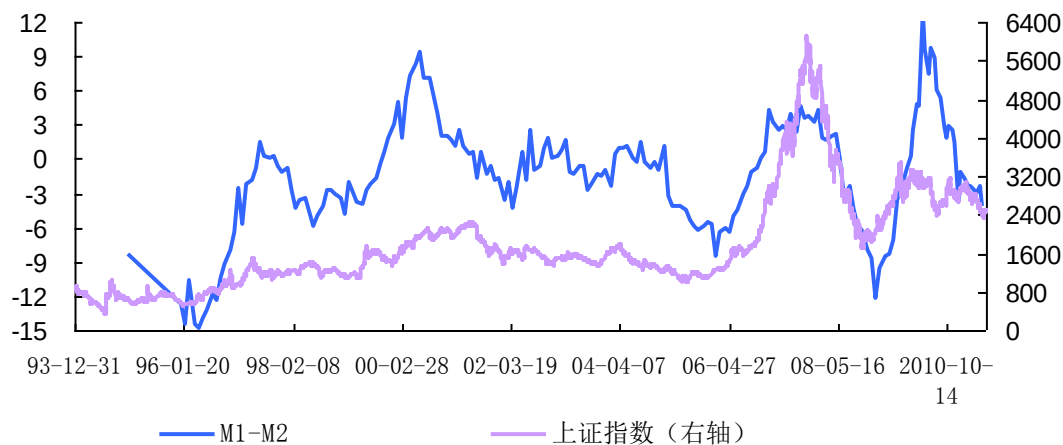
图 7: M1 同比增速与上证指数走势比较



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

此外, 目前 M1-M2 仍处于下行趋势之中, 表明股市的流动性支持依然是偏弱。由于通胀形势不确定性的存在, 未来一段时间应该难以很快见到这个流动性趋势的转向, 而 A 股也就很难出现趋势向上行情。

图 8: M1-M2 同比增速与上证指数走势比较

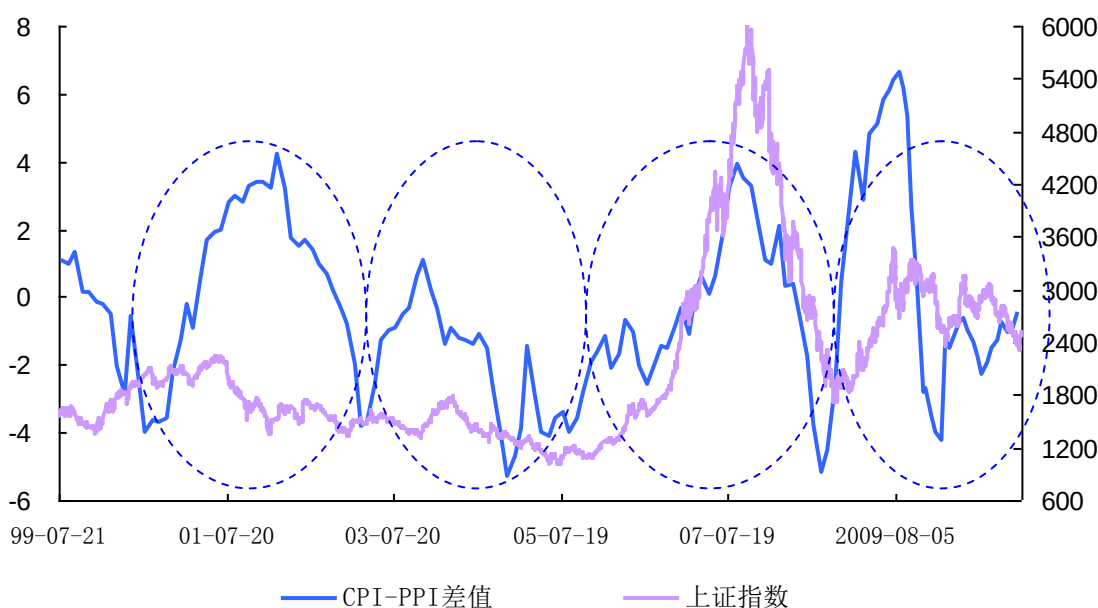


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.2 从通胀周期看 2012 将会是新起点

通胀与股市有较强的相关性,我们描述 CPI-PPI 通胀周期基本可以和股市的大周期波动相吻合。每一轮 CPI-PPI 波动周期大约在 3 年左右,上一轮波动周期的结束和本轮周期的起点是在 2008 年的下半年,以此推断,本轮周期的终点时间大约也会在 2011 年年底至 2012 年年初。我们同时可以注意到本轮 CPI-PPI 差值的波动与 2003-2005 年波动周期的尾声有近似之处, CPI-PPI 差值虽触底回升,但并未很快进入上升趋势,而同样都是在 0 值以下震荡,与此同时,股市大多数时间都是处于震荡格局。尤其进入到 2011 年,通胀形势的复杂性使得货币政策在抑制通胀的有效性方面有所折扣,这样一来受制于宏观变化与政策调控的 A 股市场也因此面临更为艰难的震荡走势。即便考虑到本轮 CPI-PPI 通胀周期可能在 2011 年年底或是 2012 年年初结束而开始新的周期,其周期拐点特征也将明显被弱化。我们认为股市从弱势震荡中走出趋势行情的时间也会因国内经济增速放缓和国际经济环境的牵制有所拉长。

图 9: CPI-PPI 差值与上证指数走势比较



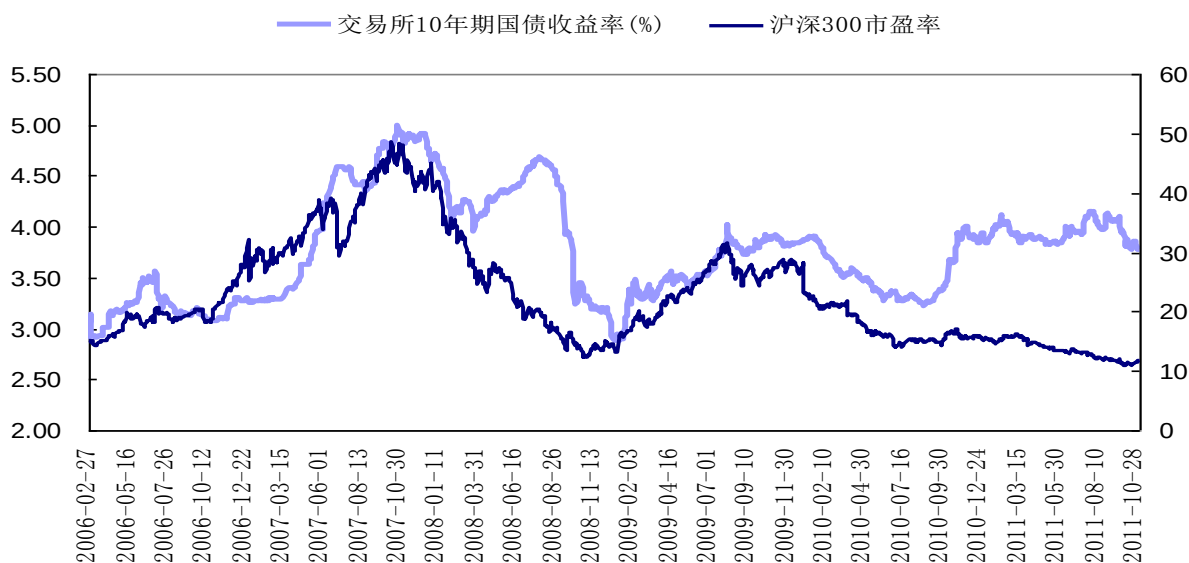
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

同时考虑货币周期和通胀周期的时间拐点大致都落在 2011 年年底至 2012 年,我们认为这个时间将是 大周期范围内 A 股市场重要的时间转折。

2.3 国债收益率波动预示 A 股估值吸引力高于 2008 年

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 4% 左右时，沪深 300 估值水平也基本处于底部区域。

图 10: 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 4% 以上时，即可表示 A 股估值进入中长期的吸引力区域。而当前，我们用以观察 A 股估值吸引力的指标（沪深 300 股价收益率-10 年期国债收益率）上升至 5% 左右的位置，一度已经超过历史最高位。也就是说，A 股中蓝筹股目前的估值吸引力甚至要高于 2008 年最坏的时候。因此，我们可以判断目前 A 股处在绝对的底部区域。

图 11: 沪深 300 股价收益率与交易所 10 年期国债收益率差值表明估值底已现



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

3 A 股内在估值结构的比较

3.1 大小盘风格估值比较

当前上证指数在 2500 点左右, 中小板估值仍然相对较高, 目前中小板对沪深 300 的市盈率比值 2.8 倍左右, 仍是历史高位区域。创业板相对沪深 300 的市盈率比值 3.7 倍左右, 处于创业板成立以来的适中位置。可以看到在市场估值重心整体下移的过程中, 中小盘股的高估值风险已经有所释放, 但目前的中小板估值溢价依然相对较高。

图 12: A 股不同板块市盈率比较

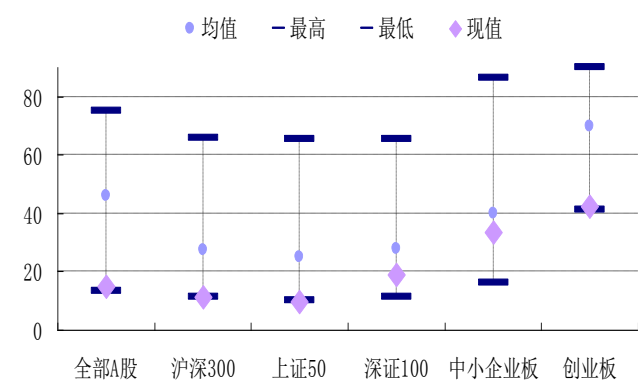
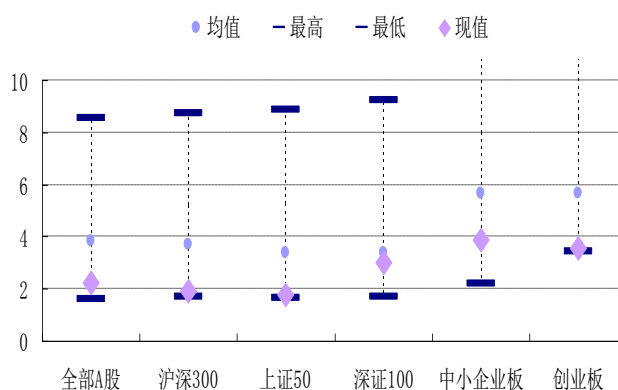
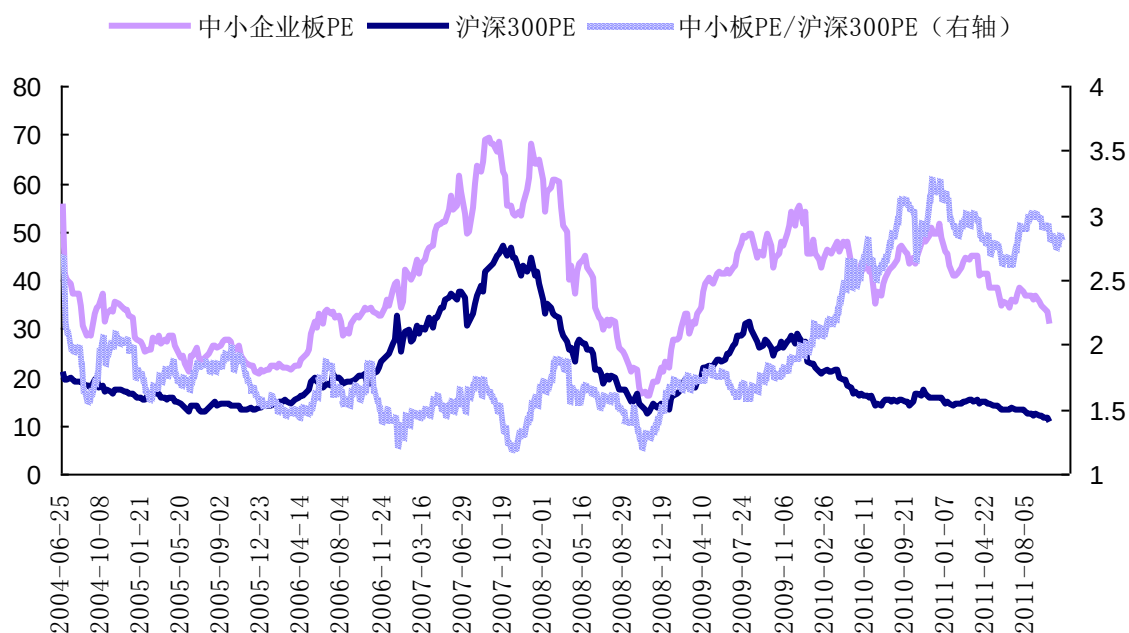


图 13: A 股不同板块市净率比较



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 14: 沪深 300 与中小板市盈率比较

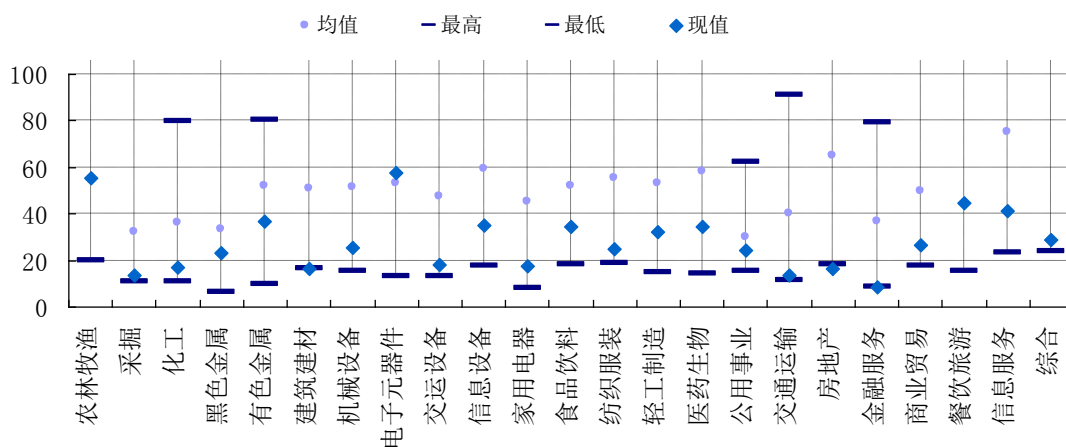


资料来源: Wind, 渤海证券研究所

3.2 行业估值比较分析

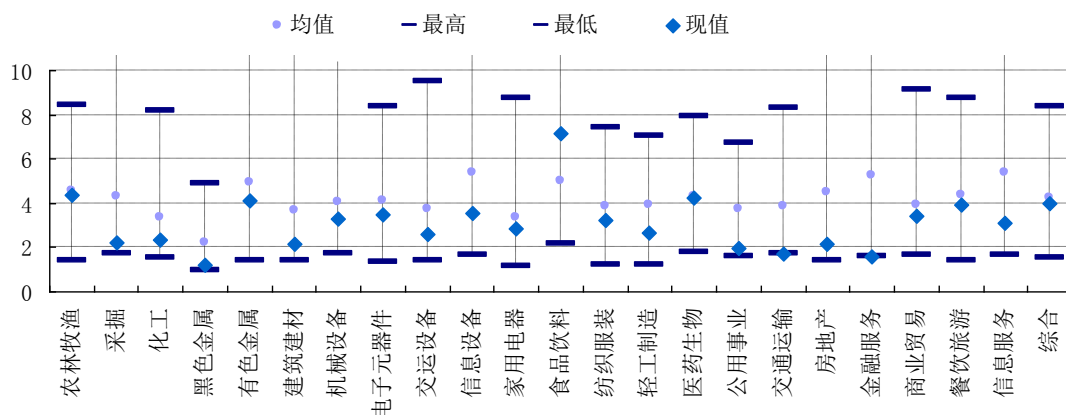
目前各行业市盈率和市净率估值来看, 金融、采掘、交通运输、房地产、建筑建材、化工、家用电器、交运设备、黑色金属这些行业都是具有相对较低的估值水平, 尤其金融服务的估值已创下了历史新低。

图 15: 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

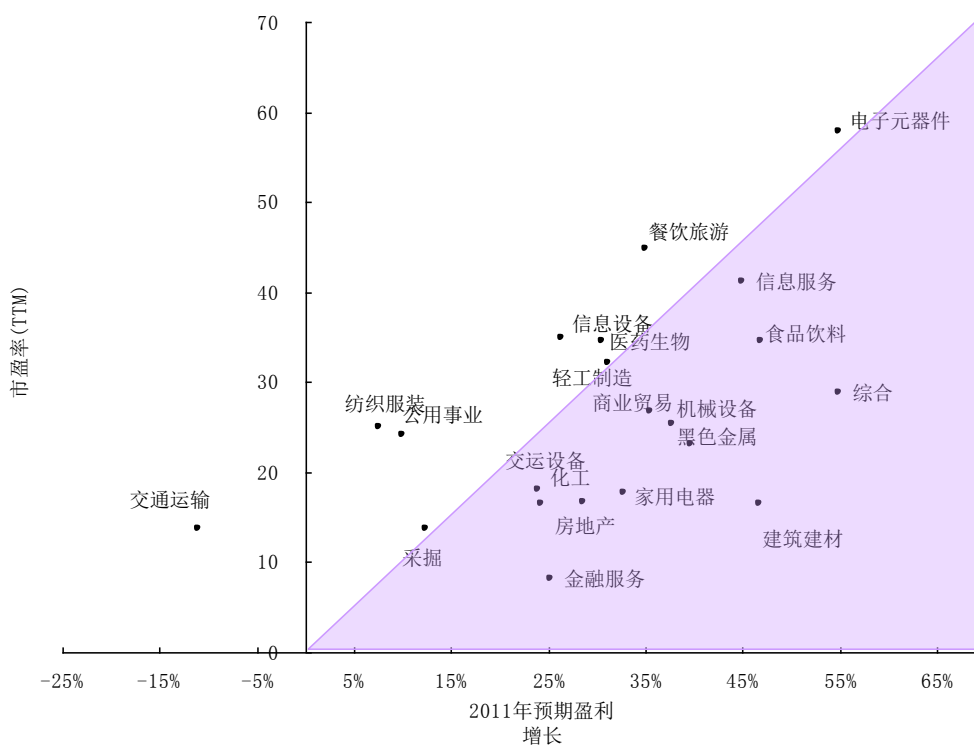
图 16: 分行业当前市净率与历史比较 (96 年以来)



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

考虑 2011 年各行业预测盈利增长下的 PEG 估值比较, 金融、建筑建材、黑色金属、房地产、化工、机械设备、商业贸易、食品饮料、有色金属、农林牧渔、轻工制造、医药生物和家用电器是具有相对比较优势的行业。

图 17: 各行业市盈率与 2011 年预期盈利增长散点分布图



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

4 2012 年 A 股波动区间估计

在目前的市场环境下，难有较大的经济形势转变之前，A 股指数的波动基本由公司业绩支持和市场估值底来维持。因此，我们对 2012 指数波动的估计也主要从这些个因素来考量。

我们看近 10 年 A 股历史上的估值低点。上证 50 在 2005 年市盈率最低时 10.7 倍，2008 年市盈率最低 12.58 倍；沪深 300 在 2005 年市盈率最低时 13.06 倍，2008 年市盈率最低 12.31 倍；全部 A 股在 2005 年市盈率最低时 18.68 倍，2008 年市盈率最低 13.36 倍。而目前的上证 50 与沪深 300 市盈率均低于历史上这几个低点，仅全部 A 股估值还高于 2008 年的低点，并且距当时低点有 10%左右的溢价。因此 A 股继续向下的空间应当在 10%-15%左右，市场的底部点位在 2100-2200 点左右。

我们在四季度策略报告中曾预计 2011 年四季度上证指数波动空间在 2200-2600 点之间，考虑 2012 年上市公司整体业绩可能会提升 15%左右，上证指数的波动高点在 2012 年将上移至 3000-3200 点左右。而 2012 年上半年，尤其在 2011 年年报未出之时，市场仍有可能继续考验当前的估值底部。而在明年下半年随着国内外经济环境的逐渐稳定，A 股市场的走势则可能慢慢转好。

对于 2012 年，根据我们的股利贴现模型（DDM），在沪深 300 未来五年业绩平均增长 13-16%的预期下（考虑未来几年经济增速逐步放缓，对应 GDP 增长 7.5%-9%之间），对应核心股权资本成本 11%左右的沪深 300 市盈率区间应当在 11-16.5 倍左右，那么所对应上证指数的波动点位大约在 2100-3200 点之间。

表 1：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	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

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

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。

重要声明2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

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

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn