

# 市场总体价格水平并未高估

## ——2007年一季度A股市场估值分析

□中投证券研究所

### 全球市场估值水平比较

1、沪深两市市盈率走势

2006年10月份以前,沪深两市各主要指数的平均市盈率集中在20倍左右,处于全球市场各主要指数的市盈率区间的较高水平,两者之间并没有出现大幅偏离,但这一状况在2006年11月及此后的月份中发生了明显的改变(见表1)。从2006年11月以来,随着股价指数的迅速攀升,沪深两市各重要指数的市盈率指标都快速上扬。至2007年2月,沪深300指数的平均市盈率已经上涨到接近40倍。但是市盈率逐月连续上扬走势在2007年3月份发生逆转,3月份沪深两市各主要指数的平均市盈率均出现明显下降,其中沪深300指数的平均市盈率为2月末的39.61倍下降到3月末的36.45倍,下降幅度为7.98%,且这样的市盈率下降是在同期沪深300指数上涨9.32%的情况下取得的。这一逆转发生的主要原因在于,3月份大量上市公司公布新的年度报告,许多上市公司的业绩取得了明显增长。这就说明,市场前期的上涨是由于对上市公司业绩增长有着较好的预期。

### 2、市盈率全球比较

目前美国、英国、韩国、中国香港等成熟市场的市盈率大约在10-20倍的区间内波动,日本和印度市场的平均市盈率在23-25倍的区间内,除了我国台湾地区的市盈率波动幅度较大以外,每一个指数的市盈率均维持在一个相对稳定的区间内。相对而言,我国沪深两市市盈率半内年的波动区间在22倍至40倍,远远大于其它市场的波动区间,短期内上升迅速,大幅度高于全球其它主要市场。

值得注意的是,由于4月份是上市公司公布新的年度报告的密集期,可以预期,今后一个月内上市公司的平均业绩仍将取得较快增长。据笔者测算,如果4月份公布的年报业绩平均增长幅度与3月份持平,在现有股市价格水平下,沪深300指数的平均市盈率有望下降到30倍左右,其他各主要指数的市盈率也将相应地降低,现有的估值压力将得到大幅度的缓解。

更进一步,如果2007年的总体业绩增长能够保持与2006年的增长速度持平,则以现行价格为基础的沪深300指数的市盈率有望降低至22倍左右,与日本、印度、中国台湾等地的市盈率处于同一水平。因此,从

2007年的视角来看,如果对2007年业绩增长的上述预期能够实现,现在的股票价格并没有泡沫成份。甚至鉴于预期在2008年及以后年度里中国经济增长速度仍将高于上述国家和地区的经济增长速度,那么可以认为现在的总体股票价格在一定程度上仍是低估的。

国家统计局日前发布的报告显示,今年前两月全国规模以上工业企业实现利润同比增长43.8%。一季度全国企业景气指数为139.7,与上季度持平,高于上年同期8.2点,与去年同期比较涨幅明显,企业景气总体上保持2003年下半年以来持续高位运行态势。一季度,全国企业家信心指数为142.0,创下近年最好水平,并首次攀至140.0以上的景气高位,表明企业家对经济发展前景有着良好且稳定的信心。其余各项统计指标也表明,宏观经济正在沿着又好又快的方向前进。

笔者认为,参照上述数据,再考虑到上市公司外延式增长有可能给上市公司带来的爆发式盈利增厚,2007年上市公司总体业绩增长有可能达到30%以上。此外,2008年新的企业所得税法的实施、户籍制度改革带来的农村剩余劳动力的进一步解放、人民币持续性升值和流动性过剩,以及未来的股指期货等新出现的金融工具都将给证券市场带来利好,未来的沪深市场仍将保持较高的合理的市盈率水平。

### 3、沪深两市市盈率走势

通过比较沪深两市市盈率与全球主要市场净率的走势可以发现,2006年10月份以前,沪深两市各主要指数的平均市盈率集中在2-2.5倍之间,处于全球市场各主要指数的平均市盈率区间的较高水平,两者之间并没有出现大幅偏离。与市盈率的表现相似,这一市盈率基本持平的略有偏高的状况在2006年11月及此后的月份中发生了明显的改变。从2006年11月份以来,随着股价指数的迅速攀升,沪深两市各重要指数的市盈率指标都快速上升,至2007年2月,沪深300指数的平均市盈率已经上涨到4倍以上。但是增长速度在2007年3月份有所减缓,其中沪深300指数、深证100指数、深证成指的市场净率增长出现停滞。出现上述现象的主要原因也是因为大量的上市公司公布新的年度报告,许多上市公司的业绩取得了明显增长。

### 4、市盈率全球比较

从全球各主要指数的平均市盈率的变化趋势来看,美国、英国、日本、韩国、我国香港、我

国台湾等成熟市场的市净率大约在1.5-3倍的区间内波动,每一个指数的市净率均维持在一个相对稳定的区间内。相对而言,我国沪深两市市净率半年内的波动区间在2.2倍至4.4倍,波动幅度明显大于全球其它市场,短期内上升迅速,大幅度高于除印度以外的全球其它主要市场。

与市盈率的全球对比不同的是,印度市场的市净率遥遥领先于全球各主要市场,即使在沪深两市经过大幅度上涨之后,沪深300指数等我国主要指数的市净率仍然低于孟买SENSEX30指数,当然两者之间的差距已经明显缩小。数据表明,我国的净资产收益率平均为12.1%,而印度的净资产收益率平均达到21.7%,显示我国上市公司的资产收益能力明显低于印度。尽管我国上市公司4月份的盈利数据有可能明显提高,但是可以预期的,最新的2006年年报数据将无法消除我国上市公司资产收益能力明显低于印度市场的状况。从另一个角度来看,我国上市公司未来的资产收益能力还有很大的上升空间。

### 行业估值水平比较

1、行业市盈率比较

在行业市盈率方面,沪深两市各行业市盈率随着市场的总体上扬而不断升高,但是各行业市盈率上升速度有所不同(见表2)。统计发现,从2006年9月29日至2007年3月30日,金融保险业的市盈率上升幅度最大,综合类行业市盈率上升幅度次之。主要原因在于行业内股票价格上涨较快,而公司业绩增长相对较慢和部分公司年报尚未公布。

截至2007年3月30日,行业市盈率最高的三个行业分别是传播与文化类、综合类、金融保险业,其中前两名的行业市盈率已经超过100倍;行业市盈率最低的行业分别是采掘业、金属非金属、电力煤气及水的生产和供应业,其中最低的前两名行业市盈率在20倍左右。

2、行业市净率比较

在行业市净率方面,沪深两市各行业市净率随着市场的总体上扬也在不断升高,但是各行业市净率的上升速度也有所区别。自2006年9月29日至2007年3月30日,金融保险业的市

净率上升幅度最大。截至2007年3月30日,行业市净率最高的三个行业分别是:金融保险业、食品饮料、制造业,其中最高的金融保险业市净率已经超过9倍;行业市净率最低的行业分别是电子、金属非金属、电力煤气及水的生产和供应业,行业市净率都在3-3.5倍之间。

从2006年9月至2007年3月,各行业平均月度涨幅排名前三位的行业及涨幅分别是:金融14.7%、纺织服装皮毛13.4%、制造业12.9%,其市盈率均高于市场平均水平;涨幅排名第四位和第五位的行业是金属非金属、电力煤气及水的生产和供应业,其市盈率和市净率均低于市场平均水平;涨幅最小的为电子行业,其行业呈现总体净亏损;涨幅倒数第三位的采掘业市盈率和市净率均处于较低水平。

综合上述各行业的市盈率、市净率、涨幅等方面因素考虑,属于价值类的行业为金属非金属、电力煤气及水的生产和供应业,成长类的行业为金融保险业、传播与文化类、食品饮料、综合、制造业等。

(执笔:丁俊博士)

| DATE    | 06-9-29 | 06-10-31 | 06-11-30 | 06-12-29 | 07-1-31 | 07-2-28 | 07-3-30 |
|---------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| SHS2300 | 22.12   | 21.67    | 25.05    | 30.9     | 35.59   | 39.61   | 36.45   |
| SSE180  | 20.62   | 20.11    | 23.26    | 29.37    | 34.56   | 36.31   | 35.45   |
| SSE50   | 17.99   | 18.18    | 22.16    | 29.07    | 34.46   | 35.24   | 34.08   |
| SH100   | 24.55   | 23.93    | 23.24    | 26.65    | 30.99   | 32.85   | 32.36   |
| SICOM   | 18.16   | 18.42    | 21.1     | 24.74    | 28.63   | 29.6    | 28.36   |
| NKY     | 24.76   | 23.06    | 21.92    | 23.23    | 23.39   | 23.81   | 23.46   |
| SENSEX  | 22.72   | 23.71    | 25.05    | 25.23    | 25.44   | 23.84   | 23.07   |
| TWSE    | 18.66   | 18.8     | 20.42    | 20.85    | 24.84   | 25.42   | 20.09   |
| SPX     | 17.59   | 17.46    | 17.58    | 17.76    | 18.06   | 17.13   | 17.06   |
| UKX     | 15.65   | 16.28    | 17.51    | 18.02    | 17.96   | 16.85   | 16.79   |
| HSI     | 12.74   | 13.3     | 13.82    | 14.6     | 14.65   | 14.43   | 15.63   |
| KOSPI2  | 10.83   | 10.76    | 11.32    | 11.27    | 10.86   | 12.15   | 11.8    |

| 行业名称        | 06-9-29 | 06-10-31 | 06-11-30 | 06-12-29 | 07-1-31 | 07-2-28 | 07-3-30 |
|-------------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 农林、牧、渔、业    | 38      | 38       | 41       | 42.7     | 52.6    | 61.2    | 68.3    |
| 采掘业         | 12.9    | 12.4     | 15.4     | 17.4     | 18.7    | 18.3    | 19.7    |
| 食品、饮料       | 38.1    | 38.6     | 44.1     | 51.9     | 60.7    | 60.3    | 64.1    |
| 纺织、服装、皮毛    | 34.2    | 34.9     | 37.2     | 39.2     | 49.3    | 58.8    | 71.7    |
| 木材、家具       | 36.4    | 41       | 42.4     | 39.8     | 47      | 47.4    | 55.5    |
| 造纸、印刷       | 20.4    | 20.4     | 25.3     | 27.2     | 37.2    | 42.7    | 51      |
| 石油、化学、塑胶、塑料 | 49.4    | 47.8     | 50.7     | 41.7     | 52.5    | 59.7    | 70.3    |
| 电子          | -93.9   | -95.1    | -98.4    | -108     | -139.9  | -164.4  | -189    |
| 金属、非金属      | 9.3     | 10.5     | 12.6     | 14.4     | 17.7    | 20      | 21.8    |
| 机械、设备、仪表    | 27.1    | 27.3     | 29.5     | 31.8     | 39.3    | 46.2    | 50.9    |
| 医药、生物制品     | 34.7    | 34.8     | 35.3     | 40.8     | 51.7    | 58      | 65.2    |
| 制造业         | 32.6    | 33.6     | 45.4     | 38.6     | 47      | 55.2    | 66.1    |
| 电力、煤气及水     | 15.7    | 16.5     | 17.9     | 22.5     | 26.7    | 30.9    | 34.4    |
| 建筑业         | 28.3    | 27.8     | 31.3     | 33.2     | 40.7    | 49.3    | 58.1    |
| 交通运输、仓储业    | 16.1    | 20.1     | 22.5     | 28.4     | 34.3    | 36.6    | 42.1    |
| 信息技术业       | 37.2    | 37.8     | 40.6     | 45.4     | 52.1    | 58.6    | 63.6    |
| 批发和零售贸易     | 33.9    | 33.2     | 36.4     | 36.9     | 47.9    | 51.8    | 58.5    |
| 金融、保险业      | 18.5    | 35.7     | 41.6     | 58.7     | 68.2    | 67.6    | 79.3    |
| 房地产业        | 28.5    | 30.1     | 40.3     | 38.1     | 40.1    | 43.8    | 51.6    |
| 社会服务业       | 30.1    | 30.7     | 34       | 36.2     | 41.1    | 47.3    | 54.9    |
| 传播与文化产业     | 97.6    | 100.7    | 110.6    | 82.3     | 116.2   | 111.5   | 120.5   |
| 综合类         | 63.9    | 61.9     | 68.2     | 70.8     | 84.6    | 98.9    | 115.5   |

# 券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(截止日:2007年4月16日)

| 股票代码   | 股票简称 | 近3月预测数量 | 最新预测时间 | 2007年一致预期 |            |       |        | 股票代码  | 股票简称   | 近3月预测数量 | 最新预测时间 | 2007年一致预期 |          |            |       |        |       |
|--------|------|---------|--------|-----------|------------|-------|--------|-------|--------|---------|--------|-----------|----------|------------|-------|--------|-------|
|        |      |         |        | 2007E净利润  | 2年复合增长率(%) | EPS   | P/E    |       |        |         |        | P/B       | 2007E净利润 | 2年复合增长率(%) | EPS   | P/E    | P/B   |
| 000831 | 关铝股份 | 8       | 3-28   | 658.10    | 380.82     | 1.141 | 10.362 | 4.04  | 000612 | 焦作万方    | 14     | 3-29      | 128.98   | 61.20      | 1.285 | 13.771 | 5.39  |
| 600219 | 南山铝业 | 10      | 3-28   | 576.85    | 197.04     | 0.919 | 18.176 | 3.73  | 600636 | 三爱富     | 8      | 3-1       | 126.48   | 61.17      | 0.77  | 16.667 | 5.53  |
| 600150 | 沪东重机 | 16      | 4-12   | 221.26    | 181.73     | 1.809 | 54.938 | 20.87 | 600470 | 六国化工    | 12     | 3-28      | 87.14    | 60.88      | 0.488 | 27.166 | 4.5   |
| 600740 | 山西焦化 | 6       | 2-16   | 374.61    | 172.95     | 0.638 | 22.445 | 2.84  | 600240 | 华业地产    | 3      | 3-13      | 54.20    | 60.56      | 0.467 | 27.257 | 6.22  |
| 600459 | 贵研铂业 | 7       | 3-16   | 383.07    | 169.50     | 1.89  | 21.233 | 6.94  | 600010 | 包钢股份    | 6      | 3-8       | 94.95    | 60.40      | 0.315 | 20.042 | 2.77  |
| 000815 | 美利纸业 | 8       | 4-10   | 307.41    | 163.62     | 0.592 | 26.999 | 3.15  | 000608 | 阳光股份    | 13     | 2-13      | 75.42    | 59.66      | 0.524 | 23.903 | 4.33  |
| 600371 | 华冠科技 | 5       | 2-13   | 410.10    | 147.79     | 0.598 | 23.665 | 7.54  | 600801 | 华新水泥    | 15     | 3-21      | 69.49    | 58.77      | 0.541 | 28.388 | 3.81  |
| 000549 | S湘火炬 | 5       | 4-9    | 390.97    | 127.35     | 2.092 | 4.255  | 4.46  | 000401 | 冀东水泥    | 13     | 4-10      | 72.02    | 56.15      | 0.35  | 27.953 | 4.17  |
| 000572 | 海马股份 | 6       | 4-11   | 284.73    | 117.46     | 0.757 | 25.307 | 5.47  | 600855 | 海螺水泥    | 19     | 4-13      | 73.53    | 53.89      | 1.655 | 24.184 | 7.39  |
| 600888 | 新疆众和 | 12      | 4-10   | 167.88    | 105.33     | 1.098 | 27.191 | 7.44  | 600432 | 吉恩镍业    | 8      | 3-26      | 89.78    | 53.72      | 2.21  | 19.364 | 10.26 |
| 000960 | 锡业股份 | 15      | 3-14   | 199.64    | 103.02     | 1.136 | 22.625 | 7.95  | 600296 | S兰铝     | 5      | 2-27      | 110.61   | 53.28      | 1.081 | 13.52  | 2.5   |
| 600586 | 金富纸业 | 8       | 4-4    | 98.60     | 92.62      | 0.394 | 32.538 | 4.35  | 000616 | 亿城股份    | 9      | 3-13      | 84.69    | 51.87      | 0.848 | 14.992 | 4.86  |
| 600299 | 星新材料 | 16      | 4-2    | 140.29    | 82.87      | 1.147 | 28.96  | 10.02 | 600282 | 南钢股份    | 3      | 4-10      | 70.12    | 51.08      | 0.708 | 15.051 | 2.89  |
| 600141 | 兴发集团 | 8       | 3-27   | 106.51    | 80.53      | 0.413 | 26.944 | 4.31  | 002031 | 巨轮股份    | 5      | 3-28      | 55.55    | 49.67      | 0.56  | 26.339 | 5.13  |
| 600325 | 华发股份 | 8       | 3-9    | 132.18    | 77.70      | 1.037 | 23.047 | 6.21  | 000608 | 万科A     | 28     | 4-13      | 52.41    | 48.78      | 0.72  | 25.884 | 5.54  |
| 600104 | 上海汽车 | 25      | 4-5    | 173.52    | 75.35      | 0.608 | 23.219 | 2.95  | 000933 | 神火股份    | 15     | 4-2       | 59.14    | 47.70      | 1.232 | 15.147 | 5.17  |
| 600481 | 双良股份 | 7       | 4-9    | 86.80     | 69.59      | 0.574 | 24.219 | 4.61  | 002003 | 伟星股份    | 6      | 3-14      | 25.32    | 47.29      | 0.858 | 33.823 | 5.84  |
| 600584 | 长电科技 | 11      | 3-29   | 46.86     | 66.66      | 0.415 | 33.702 | 6.5   | 000825 | 太钢不锈    | 19     | 4-3       | 82.20    | 46.39      | 1.659 | 12.491 | 4.51  |
| 000807 | 云铝股份 | 12      | 3-9    | 165.86    | 65.23      | 1.522 | 14.122 | 6.47  | 000625 | 长安汽车    | 19     | 4-13      | 58.77    | 45.58      | 0.629 | 25.307 | 3.57  |
| 600087 | 南京水运 | 22      | 3-26   | 104.57    | 63.49      | 0.483 | 25.547 | 4.45  | 600000 | 浦发银行    | 31     | 3-30      | 38.68    | 45.10      | 1.059 | 28.168 | 5.41  |

说明: 1) "最具成长性"是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种。我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及

PE/G进行筛选。同时我们已排除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题,我们只提示近3个月有三篇以上报告的股票进行比较并予以提示。

2) 成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模板2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。

3) 在利用该模板进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞,各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上表并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致

预期数据查询系统(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。(数据来源:上海朝阳永续一致预期www.go-goal.com)

### 信息评述

#### 恒生中国H股金融行业期指推出

香港交易所4月16日正式推出恒生中国H股金融行业指数期货,该期货的相关指数涵盖了已经在香港上市的中国人寿、平安保险、中国财险、中国工商银行、中国建设银行、中国银行、交通银行、招商银行等8只内地金融股,期货推出首日,共成交合约183张,其中4月份合约成交181张,5月份合约成交2张。

### 海通证券:

市场的定价权之争将更趋激烈;(1)在金融板块占内地A股市场总市值半壁江山的情况下,香港H股金融行业期指的推出,也将倒逼境内股指期货加速推出。

#### 加强对上市公司的监管是纲

上市公司的种种违规行为引起监管部门高度关注,如上市公司种种违规行为较多的重组领域。中国证监会有关部门和沪深交易所已经联合起草上市公司重组监管体系规划(指引),强化对上市公司重组的监管力度。

### 国泰君安:

目前监管部门已经对上市公司重组从四方面进行规范,1.上市公司要设立实质性资产重组指标体系,注入的资产必须是优良的;2.继续推行和完善定向增发、换股合并等多样化的创新模式,研究出台有关上市公司吸收合并、分拆上市的规范办法;3.规范外资并购上市公司的行为,完善外资并购的法律法规,健全产业安全和反垄断预警机制;4.逐步提升交易所对上市公司重组中的二级市场监控功能,及时发现和处理异常交易行为,并配合证监会重组委和稽查部门调查和处罚证券违法违规行为。对上市公司违规行为加强监管是纲,如果在上述四个方面能够得到真正的规范,将在很大程度上抑制目前股市的群体性疯狂。检验证监会决心的是对此次上市公司种种违规行为为加强监管是顺理成章的。

#### 未来公开增发可能成为主流

监管部门将为上市公司公开增发另开审核通道,未来公开增发可能成为主流

### 平安证券:

每一次制度变革,其背后牵动的都是利益格局的变化。不可否认,目前实行的定向增发虽然符合国际惯例,且满足了在股权分置改革之际因担心市场承受力而不增加即期扩容的问题,但在实际的操作过程中产生了一些弊端,如发行与定价不透明,发行折价过高,可能产生利益输送等问题,实质上是对公众股东合法权益的危害,在一定程度上损害了证券市场"公平、公正、公开"的原则。因此,提高非公开发行门槛,鼓励公开增发是对公众股东合法权益的保护,将成为未来的政策取向。

未来上市公司再融资公开发行业后,将使得通过定向增发"寻租"行为得到一定程度的抑制,导致其背后的利益格局发生巨大变化。针对定向增发的投机行为将得到一定程度的抑制,使上市公司股价走势平稳健康发展。这既对上市公司有利,也对长期投资者有利。

### 行业评析

#### 发改委叫停自行出台高耗能企业优惠电价

国家发改委16日对外宣布,限期落实差别电价政策,立即停止执行各地自行出台的对高耗能企业的优惠电价措施。

### 海通证券:

去年9月国家对高耗能行业实行差别电价政策,明确了淘汰类和限制类企业用电实行加价的时间和标准,禁止各地自行对高耗能企业实行优惠电价。但是受地方保护主义和利益驱动,一些地方高耗能行业产量出现了反弹苗头。未来国家还将加大调控监管力度,这有利于行业节能降耗,提高生产效率,淘汰一批落后产能,优化市场结构。电石、烧碱和黄磷等高耗能行业的优胜劣汰机制将逐步发挥作用。根据相关政策,高耗能行业中规模较小、技术装备相对落后的企业的电价将逐步上调,从而推动行业向提高生产规模、提高技术含量方向的健康发展。一方面有利于节约能源,另一方面也有助于这些行业的稳步健康发展。

氯碱、黄磷行业上市公司在向规模化、一体化方向发展。新疆天业、中泰化学利用其自身资源优势,在不断扩大氯碱规模的同时,也在向上游拓展,控制电石、煤炭资源,完善产业链。而作为黄磷生产企业,澄星股份投资建设的宣威磷电项目目前基本完工,公司已形成磷电一体化的生产格局,为公司长远发展奠定了坚实基础。

#### 3月份城镇固定资产投资增速继续回升

周一,国家发改委公布了房地产市场一季度的运行情况。数据显示,一季度房地产开发完成投资3543.78亿元,同比增长26.9%,比去年同期加快6.7个百分点,与去年全年相比则加快了5.1个百分点。

### 东方证券:

数据和投资数据的正式发布不可避免又要引发市场对政策紧缩的担忧。对于房地产投资的快速增长,我们也一直认为,政府调控的应该是价格和结构,而不是投资规模。如果能像一些分析人士希望的那样,在压缩投资规模的同时又把价格打下来,那就是奇迹了。