

A股价值水平局部高估整体安全

长期以来,对于A股市场估值水平如何测度以及股市估值是否处于合理范围存在较大争议,前期关于泡沫的争论即是最好例证。因此,研究A股市场的估值水平测度及其合理性具有重要的现实意义。

研究表明,目前我国股市只有局部的价值高估现象,整体估值状况良好,市盈率相对并不高。目前股市市盈率仍处于货币升值期间股市走牛中的爬升阶段,还处于安全区域,静态市盈率短期还会上涨。国际经验表明,股市泡沫的破灭在于本币升值过快及产业空心化,使市盈率过高。因此,控制本币升值的幅度以及利用资本市场大力发展实体经济是防范股市泡沫的根本手段,这实际上是从市盈率指标的分子和分母入手,降低分子值,提高分母值。

□国信证券总裁助理
何诚颖 博士

A股市场市盈率 还处于安全区域

一、现阶段A股市场总体估值水平分析

关于股票的估值有两种不同的方法,一是现金流贴现法,二是相对比较估值法。由于现金流贴现法在运用条件上的局限性,人们大多采用相对比较估值法,即市盈率、市净率等方法。尤其在对股市进行估值时,人们常用市盈率方法,特别是眼下关于股市泡沫的讨论,市盈率是正反方都采用的依据。有鉴于此,本文以市盈率作为我国股市的估值指标。

根据WIND资讯系统的统计,去年底境外股市市盈率很少有超过20倍的,而A股市场的市盈率达37倍多,预测市盈率也在30多倍,各成份股指数也在20倍以上,确实有高估之嫌。但问题就在于这种比较只是简单的机械对比,并没有考虑这种比较的真正可比性有多少,指标的对比如不开指标产生的经济背景的不同。

1、尽管A股市场在加入WTO后正逐渐走向市场化,但离成熟市场还有一定的距离,拿成熟市场的尺子来度量当前的A股市场,本身就是错误的。更何况A股市场市盈率的提高是与上市公司盈利能力的提高相伴的。

2、我国当前所处阶段是出口导向型发展战略导致的货币升值阶段,与日本、我国台湾当年货币升值时所处的经济环境相似,而与欧美经济环境则完全不同。因此,与当前我国市盈率可比的是日本、我国台湾货币升值时的市盈率而不是欧美等成熟市场的过去或现在的市盈率。

3、在日本货币升值期间,股市市盈率经历了一个先上升后下降的过程,直到1990年股市泡沫破灭,破灭前市盈率在36-50倍左右。目前A股市场静态市盈率是37.76倍,扣除亏损

后市盈率还要低,只是临近日本股市市盈率上冲后阶段的下限,离其市盈率极限50倍还远。加上考虑股改等创新政策,以及中国宏观经济向好的发展前景等对上市公司业绩的提升等因素,我们认为,目前A股市场市盈率仍处于货币升值期间股市的爬升阶段,还处于安全区域。

4、从市盈率指标来分析 (1)目前仍然有大量的非流通股没有解禁,试想,如果这些非流通股变为流通股,自然就会增加股市供给,对股价上升构成抑制,从而对市盈率形成下压力量。因此,当前的市盈率是A股市场特有的股权结构造成的。

(2)从影响股票需求的因素分析。首先,我国出口导向型的发展战略导致的本币升值仍将延续,由此产生的流动性充裕仍将存在,人民币资产价格将继续上升,股价一样有上升动力。其次,在我国居民可投资渠道狭窄的现实下,对股票投资的需求自然是增加的。最后,从投资收益的角度看,市盈率是投资收益率的倒数,我们现行定期1年期存款利率为2.79%,相应市盈率应是36倍,因此,当前30多倍的市盈率不能说有多大的泡沫。

(3)从每股收益来分析。宏观经济持续增长、股改及股权激励与市值考核、新会计政策、所得税改革等将使上市公司利润大幅增长。据估算,新会计准则的实施预计带动上市公司业绩提升5%左右,所得税改革预计带动上市公司业绩提升9%左右。据预测,2007年、2008年上市公司整体盈利增速可望高达25%。所以从动态来看,当前的市盈率并没有高估。

综上所述,我们认为,目前A股市场市盈率还处于安全区域,静态市盈率短期还会上涨。

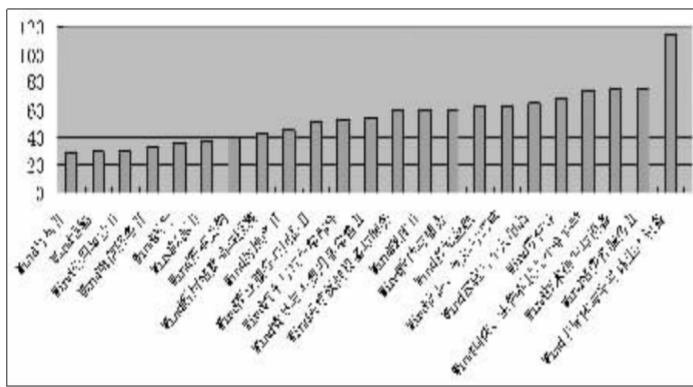
二、现阶段A股市场估值水平的结构分析

众所周知,总量分析不能替代结构分析,目前股市市盈率虽然还处于安全区域,但并不意味着个股和行业市盈率也都处于安全区域。

我们首先从个股考察,以

2007年4月6日的统计数据为例,1440只个股中公布2006年年报从而拥有有效数据的个股有754只。从频数分布中可以看出,有80%的个股市盈率在121倍以下,绝大多数个股的市盈率低于总体平均水平,这是目前A股市场总体市盈率仍处于安全区域的关键原因。但不容否定的是,仍有10%的个股市盈率高于214.5倍,这些股票的投资回收期或者说市盈率就未免太高了点。所以,从市盈率的个股结构来看,部分股票的市盈率的确定存在高估现象。

从行业市盈率分布来看(见下图),Wind23个行业(Wind保险Ⅱ因没公布年报未列入统计)的平均市盈率约为55倍,但Wind半导体与半导体生产设备的市盈率高达113.97倍,是行业平均市盈率的一倍以上。尽管不同行业的成长性存在差异,市盈率水平有高低,但如此高于市场行业平均水平很难全部用成长性来作合理解释。所以,从市盈率指标的行业分布来看,也不容否定存在行业高估问题。



所以,尽管目前A股市场整体估值状况良好,市盈率相对并不高,但也存在局部的价值高估现象。而正是这种高估现象的存在,使得A股市场的进一步发展将注是在市盈率的结构性调整中震荡前行。

股市泡沫 已回到正常区间

Campbell&Shiller (2001)以

10年平均每股收益取代1年每股收益,计算了1872-2000年间S&P500指数股票年初市盈率后得出:绝大部分年份的市盈率在10-25倍之间,均值为16倍,最大值为45倍(2000年),最小值为5倍(1918年)。根据Campbell&Shiller的研究结果,市盈率超过25倍往往会发生股市危机。

根据10倍、16倍、25倍市盈率所对应的股市泡沫,将股市泡沫划分为三个区间:正常区间、可容忍区间、超常区间。正常区间的市场泡沫为6.54%-41.59%,在此区间,股市泡沫适度,适度的泡沫有利于活跃市场,增强股票市场流动性,提高社会公众参与股市的积极性,对股市发展具有积极意义;可容忍区间的市场泡沫为41.59%-62.62%,在此区间,股市泡沫的负面影响逐步显现出来,但股市泡沫尚处于市场和社会承受力所容许的范围内;超常区间的股市泡沫大于62.62%,在此区间,股票价格严重偏离内在价值,市场风险高度积聚,股市危机随时可能爆发。

日本和我国台湾的经验表明,货币升值期间,股市上涨乃至产生泡沫到最后泡沫破裂,对国民经济发展所产生的影响是不容忽视的。日本“失去了十年”,我国台湾经济所受影响相对较轻。我国正处于它们那时所经历的阶段,应该吸取教训,防范股市泡沫膨胀。

日本股市泡沫的破灭在于本币升值过快及产业空心化,使市盈率过高。因此,控制本币升值幅度以及利用资本市场大力发展实体经济是防范股市泡沫的根本手段。这实际上是从市盈率指标的分子和分母入手,降低分子值,提高分母值。具体措施可以有:1、扩容,让更多优质企业上市,尤其是在海外上市的优质企业回归A股。2、建立股市的优胜劣汰机制,大力提高上市公司质量。3、拓宽国民投资渠道,增加投资品种,改变股市的单一市特征。4、改善机构投资者结构,加强对机构投资者的监管。

指数的大幅上涨不断膨胀,市场泡沫从接近正常水平的45.11%(1996年初)扩大到超常水平的78.12%(2001年初),此后市场泡沫随股票价格向内在价值回归而不断缩小,市场泡沫逐渐回落至可容忍区间,到2006年初则进一步回到正常区间,市场投资价值不断显现。也正因为如此,A股市场在股改预期配合下于2006年启动的是一波幅度大、时间长的大牛市行情。

防范股市泡沫 膨胀乃至破裂

通过近期疯狂的购买基金和每月数百万的证券开户数来看,很多新入门的投资者往往忽视了风险,甚至误认为基金成了收益率较高的储蓄产品、股票成了发财致富的投资理财产品。所以,在资金推动型牛市中,很多人是偏乐观的,想立刻以“泡沫论”来打压显然是不妥的。此时管理层应该进行适当的风险提示和风险教育,采取适当的风险监管,约束机制来防范系统性风险。

日本和我国台湾的经验表明,货币升值期间,股市上涨乃至产生泡沫到最后泡沫破裂,对国民经济发展所产生的影响是不容忽视的。日本“失去了十年”,我国台湾经济所受影响相对较轻。我国正处于它们那时所经历的阶段,应该吸取教训,防范股市泡沫膨胀。

日本股市泡沫的破灭在于本币升值过快及产业空心化,使市盈率过高。因此,控制本币升值幅度以及利用资本市场大力发展实体经济是防范股市泡沫的根本手段。这实际上是从市盈率指标的分子和分母入手,降低分子值,提高分母值。具体措施可以有:1、扩容,让更多优质企业上市,尤其是在海外上市的优质企业回归A股。2、建立股市的优胜劣汰机制,大力提高上市公司质量。3、拓宽国民投资渠道,增加投资品种,改变股市的单一市特征。4、改善机构投资者结构,加强对机构投资者的监管。

信息评述

稳定宏观经济需要扩大进口

商务部副部长高虎城说,自第101届起,广交会增加了进口功能,这是迄今为止广交会发展历史上最重要的一次改革。本届广交会将中国出口商品交易会改名为中国进出口商品交易会,并首设进口商品展区。

海通证券:

2004年中国的贸易顺差仅为420亿美元,近两年来我国贸易顺差率创历史新高,2005年我国外贸出口7620亿美元,进口6601亿美元,顺差1000多亿美元,比上年增长三倍多;2006年,外贸顺差达到1774.7亿美元,再创新高;而今年一季度,中国进出口总值4577.4亿美元,贸易顺差接近500亿美元。要改善贸易的平衡,最好的办法就是扩大进口。正是在这样的背景下,本届广交会进口商品展区的设立引起了海内外的广泛关注。

部分城市商业银行年内将登陆A股

“部分城市商业银行上市工作稳步推进。”这是银监会副主席唐双宁日前透露的消息。据知情人士介绍,今年将会有城商行出现在A股市场上,重点目标就是资产质量好且已成功引入战略投资者的银行。

方正证券:

银监会公布的数据显示,截至2006年,114家城商行总资产、贷款、利润继续快速增长,总资产达到26000亿人民币,贷款余额14000亿元人民币,利润136亿元人民币,分别比上年增长24%、23%和47%;不良贷款率降至5%以下,资本充足率达到8%以上。

据知情人士介绍,目前有9家城商行明确表示了上市意向。这9家城商行中大多数是已经完成引入战略投资者的银行,比如上海银行、北京银行、宁波市商业银行、重庆市商业银行、南京市商业银行、杭州市商业银行、天津市商业银行等。从各方面看,上述有明确上市意向的城商行在114家

96只基金一季报亮相

南方、华夏、嘉实等16家基金公司周三披露旗下96只基金2007年一季度季报。天相统计数据显示,一季度这些基金股票仓位有所降低,地产金融板块成为基金重点减持对象。数据显示,已披露一季报股票方向开放式基金平均股票仓位为80.2%,较去年四季度降低3.16%。

海通证券:

今年一季度市场呈现蓝筹股疲软、题材股飙升的特点,这与一季度基金减持蓝筹股有关。基金减持蓝筹股主要是由于前期蓝筹股大幅上涨,估值过高,获利回吐。展望后市,基金经理普遍认为二季度市场震荡幅度将加大,具有长期持续高成长性的行业龙头、有基本面支撑并具有资产注入或整体上市预期的个股,及具有长期升值性的中国资产被基金看好。我们认为2007年基金仍有获得超额收益的可能,但是由于估值相对较高,资产注入成为重要的成长动力,在这种情况下,基金获得超额收益的优势在减弱。基金在寻找内涵式增长的公司方面具有较强的能力,这是因为寻找这类公司通常需要宏观背景、行业前景和公司竞争力进行把握,这是基金的专业能力所在。而对外延式增长公司则不具有明显优势,因为寻找这类公司往往需要内部信息,而且这类公司的重组与否具有较大的不确定性。

行业评析

全国铁路开始第六次大面积提速

4月18日,全国铁路开始第六次大面积提速,提速在京哈、京沪、京广、陇海、浙赣、兰新、广深、济青等线展开。这次提速将使我国时速120公里以上铁路线路里程从1.6万公里增加到2.2万公里。

天相投顾:

目前我国铁路整体而言存在着较大的运力瓶颈,第六次提速将带来整个行业运力的大幅扩张,使客运能力增18%,货运能力增12%,有利于缓解目前运力紧张的局面。同时,第六次提速有利于提高整个铁路行业的运营效率和竞争能力,将吸引更多的客流、货流从水路、空路进入铁路。提速后,随着铁路服务质量的提高,客货运输价格也将有较大的上浮空间。

14家电力行业上市公司预期整体上市

日前,在国电电力投资方案的落实及电力体制改革实施意见的刺激下,电力板块持续涨势。业内人士认为,目前有整体上市预期的电力类上市公司近14家,在政策及市场的推动下,电力企业的整体上市大戏将陆续上演。

国金证券:

在日前转发的《关于“十一五”深化电力体制改革的实施意见》中明确指出,将进一步推进国有发电企业整体或主营业务上市,从而为近几年上市公司中电力央企的大规模资产注入及整体上市定下了基调。据统计,目前有整体上市预期的电力类上市公司已有近14家,分别是通宝能源、长江电力、桂冠电力、京能热电、吉电股份、华电国际、乐山电力、文山电力等;而已经实施整体上市以及资产注入的有7家,分别是深能源、建投能源、东方电

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:4月10日-4月17日)

| 股票代码 | 股票名称 | 机构名称 | 机构评级 | 报告类型 | 发布时间 | 2007报告预期 | | 2008报告预期 | | 2007一致预期 | | 2008一致预期 | | 4.17收盘价 | 目标价 |
|--------|------|------|------|------|------|----------|---------|----------|--------|----------|--------|----------|-------|---------|-------|
| | | | | | | EPS | PE | EPS | PE | EPS | PE | EPS | PE | | |
| 002112 | 三变科技 | 天相投顾 | 中性 | 一般报告 | 4-17 | 0.510 | 38.745 | 0.610 | 32.393 | 0.459 | 43.56 | 0.588 | 33.97 | 19.76 | -- |
| 600665 | 天地源 | 银河证券 | 推荐 | 一般报告 | 4-17 | 0.270 | 29.630 | -- | -- | 0.284 | 27.22 | 0.284 | 27.22 | 8.00 | -- |
| 000951 | 中国重汽 | 中银国际 | 优于大市 | 一般报告 | 4-16 | 1.620 | 21.975 | 2.230 | 15.964 | 1.432 | 25.06 | 1.880 | 19.09 | 35.60 | 44.65 |
| 000963 | 华东医药 | 广发证券 | 买入 | 调研报告 | 4-16 | 0.271 | 42.214 | 0.321 | 35.639 | 0.255 | 41.80 | 0.313 | 34.12 | 11.44 | 13.00 |
| 002067 | 鼎泰新材 | 银河证券 | 谨慎推荐 | 一般报告 | 4-16 | 0.403 | 32.680 | 0.697 | 18.895 | 0.389 | 32.93 | 0.661 | 19.35 | 13.17 | -- |
| 002086 | 东方海洋 | KGI | 增持 | 一般报告 | 4-16 | 0.480 | 33.771 | 0.660 | 24.561 | 0.456 | 35.49 | 0.628 | 25.80 | 16.21 | 18.50 |
| 600258 | 首旅股份 | 海通证券 | 买入 | 调研报告 | 4-16 | 0.500 | 55.180 | 0.750 | 36.787 | 0.433 | 62.24 | 0.605 | 44.50 | 27.59 | -- |
| 600487 | 亨通光电 | 广发证券 | 持有 | 一般报告 | 4-16 | 0.420 | 38.071 | 0.480 | 33.313 | 0.476 | 32.69 | 0.607 | 25.63 | 15.99 | 15.00 |
| 600725 | 云维股份 | 联合证券 | 增持 | 深度报告 | 4-16 | 0.500 | 31.900 | 1.220 | 13.074 | 0.583 | 26.84 | 1.054 | 14.85 | 15.95 | -- |
| 000919 | 金陵药业 | 平安证券 | 强烈推荐 | 调研报告 | 4-13 | 0.515 | 20.019 | 0.473 | 21.797 | 0.455 | 22.46 | 0.459 | 22.27 | 10.31 | -- |
| 600037 | 歌华有线 | 中信建投 | 买入 | 调研报告 | 4-13 | 0.714 | 50.406 | 0.866 | 41.559 | 0.674 | 53.36 | 0.804 | 44.75 | 35.99 | 40.00 |
| 601318 | 中国平安 | 中金公司 | 审慎推荐 | 一般报告 | 4-13 | 1.810 | 30.470 | 2.490 | 22.149 | 1.424 | 39.62 | 1.817 | 31.05 | 55.15 | -- |
| 002120 | 新海股份 | 申银万国 | 增持 | 调研报告 | 4-12 | 0.790 | 44.924 | 1.260 | 28.167 | 0.682 | 53.35 | 1.006 | 36.18 | 35.49 | -- |
| 600280 | 南京中商 | 西南证券 | 持有 | 一般报告 | 4-12 | 0.450 | 37.711 | 0.530 | 32.019 | 0.455 | 37.85 | 0.564 | 30.53 | 16.97 | -- |
| 600331 | 宏达股份 | 联合证券 | 增持 | 深度报告 | 4-12 | 2.550 | 15.792 | 3.340 | 12.057 | 2.309 | 16.03 | 2.421 | 15.29 | 40.27 | -- |
| 600612 | 第一铅笔 | 国泰君安 | 增持 | 调研报告 | 4-12 | 0.380 | 42.289 | -- | -- | 0.372 | 40.62 | 0.492 | 30.68 | 16.07 | 18.50 |
| 002074 | 东源电器 | 天相投顾 | 中性 | 一般报告 | 4-11 | 0.460 | 43.370 | 0.660 | 30.227 | 0.474 | 41.27 | 0.678 | 28.85 | 19.95 | -- |
| 600011 | 华能国际 | 东北证券 | 谨慎推荐 | 一般报告 | 4-11 | 0.530 | 20.755 | 0.610 | 18.033 | 0.526 | 20.99 | 0.594 | 18.60 | 11.00 | 13-15 |
| 600320 | 振华港机 | 东方证券 | 增持 | 一般报告 | 4-11 | 0.590 | 29.441 | 0.710 | 24.465 | 0.650 | 26.15 | 0.793 | 21.44 | 17.37 | -- |
| 600410 | 华胜天成 | 联合证券 | 增持 | 一般报告 | 4-11 | 0.873 | 51.386 | 1.401 | 32.020 | 0.886 | 52.00 | 1.228 | 37.51 | 44.86 | -- |
| 600779 | 水井坊 | 国泰君安 | 谨慎增持 | 调研报告 | 4-11 | -- | -- | -- | -- | 0.270 | 63.63 | 0.349 | 49.27 | 16.91 | 18.00 |
| 600867 | 通化东宝 | 招商证券 | 强烈推荐 | 调研报告 | 4-11 | 0.088 | 179.432 | 0.163 | 96.871 | 0.155 | 99.87 | 0.291 | 53.18 | 15.79 | 20.00 |
| 000650 | ST仁和 | 兴业证券 | 无 | 一般报告 | 4-10 | 0.140 | 91.714 | -- | -- | 0.140 | 91.43 | 0.140 | 91.43 | 12.84 | -- |
| 000786 | 北新建材 | 天相投顾 | 增持 | 一般报告 | 4-10 | 0.320 | 36.500 | 0.480 | 24.333 | 0.320 | 35.56 | 0.480 | 23.71 | 11.68 | -- |
| 600175 | 美都控股 | 联合证券 | 增持 | 调研报告 | 4-10 | 0.500 | 29.740 | 0.800 | 18.588 | 0.500 | 29.74 | 0.800 | 18.59 | 14.87 | -- |
| 600523 | 贵航股份 | 东方证券 | 增持 | 调研报告 | 4-10 | 0.140 | 118.357 | 0.290 | 57.138 | 0.136 | 123.43 | 0.273 | 61.59 | 16.57 | 18.00 |
| 600531 | 豫光金铅 | 上海证券 | 跑赢大市 | 深度报告 | 4-10 | 0.800 | 20.575 | 1.190 | 13.832 | 0.757 | 20.46 | 1.037 | 14.93 | 16.46 | 23.80 |
| 600736 | 苏州高新 | 银河证券 | 推荐 | 深度报告 | 4-10 | 0.380 | 27.921 | 0.740 | 14.338 | 0.480 | 22.29 | 0.780 | 13.72 | 10.61 | -- |
| 600765 | 力源液压 | 东方证券 | 增持 | 调研报告 | 4-10 | 0.160 | 163.813 | 0.420 | 62.405 | 0.176 | 154.89 | 0.415 | 65.69 | 26.21 | 32.30 |
| 600820 | 隧道股份 | 中信证券 | 买入 | 调研报告 | 4-10 | 0.370 | 31.324 | 0.520 | 22.288 | 0.370 | 31.40 | 0.524 | 22.17 | 11.59 | -- |
| 600832 | 东方明珠 | 长江证券 | 谨慎推荐 | 深度报告 | 4-10 | 0.344 | 56.076 | 0.398 | 48.467 | 0.382 | 50.44 | 0.369 | 52.23 | 19.29 | -- |

说明: “首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为明显,在知情者交易

向公众化交易过渡过程中黑马频出。我们从两个角度追踪它们的动向:

一是利用机构研究报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑,但应注意到的是某机构出具的首次关注品种可能已是

其他机构早已纳入关注范畴的品种;二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第

一次被机构纳入研究关注范畴的品种(即首篇报告)。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)