

A股总体价格水平未见明显泡沫

——近期A股市场估值分析报告

●继市盈率逐月连续上扬走势在2007年3月份发生改变之后,4月份沪深两市各主要指数的平均市盈率重新恢复此前升势,其中沪深300指数的平均市盈率从3月末的36.45倍上升到4月末的40.44倍。

●考虑到中国上市公司的增长水平明显高于其它市场,因此,我们认为我国股市应当具有一定幅度的市盈率溢价。如果对未来业绩增长的预期能够实现,很难得出现在的股票价格存在泡沫的结论。

●截至2007年4月30日,行业市盈率最高的三个行业分别是传播与文化产业、综合类、金融保险业;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。

●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;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。

□中投证券研究所

一、全球股票市场市盈率比较

1. 沪深两市市盈率走势

继市盈率逐月连续上扬走势在2007年3月份发生逆转下降之后,4月份沪深两市各主要指数的平均市盈率重新恢复此前升势,其中沪深300指数的平均市盈率从3月末的36.45倍上升到4月末的40.44倍。市盈率上升的主要原因是市场总体价格水平快速飙升,2007年4月份沪深300指数上涨幅度达27.9%,上证指数涨幅为20.6%。

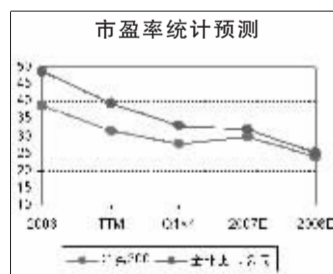
2. 全球市盈率水平比较

目前美国、英国、韩国、我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年内的波动区间在22倍至40倍,远远大于其它市场的波动区间。且短期内迅速上升,大幅度高于全球其他主要市场。

值得注意的是,尽管最新的沪深300指数的市盈率水平达到40倍的高位,但是由于市场普遍对未来上市公司业绩增长抱有良好预期,因此,从上述偏高的静态市盈率并不能得出总体泡沫的结论。笔者分别用统计预测方法和分析师预测法来预测未来的市盈率,并以此来推断目前股票市场总体估值水平的高低。

3. 市盈率统计预测

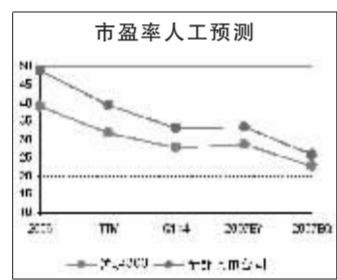
按照2007年一季度的业绩数据,假设2007年未来三个季度上市公司的总体业绩与第一季度持平。也就是说,此后三个季度总体业绩环比增长率均为0,我们计算得到全部A股和沪深300指数2007年的市盈率分别为33.1倍和27.7倍。



如果按照2006年和2005年的年度业绩,假设2007年总体业绩增长率与2006年总体业绩增长率(全部A股增长率为46.4%,沪深300增长率为37.0%)持平,则现行股票总体价格水平为基础的全部A股和沪深300指数的2007年市盈率分别为33.4倍和28.5倍。

如果按照2005年第一季度至2006年第一季度各季度的业绩,假设2007年此后各季度的总体业绩环比增长率与此前的平均季度环比增长率(全部A股季度环比增长率为18.4%,沪深300季度环比增长率为17.2%)持平,则以现行股票总体价格水平为基础的全部A股和沪深300指数的2007年市盈率分别为25.7倍和22.8倍。

按照分析师预测的2007年平均业绩计算,以现行股票总体价格水平为基础的全部A股和沪深300指数的2007年市盈率分别为32.0倍和29.8倍。如果将时间再推迟一年,则全部A股和沪深300指数的2008年市盈率都将下降到25倍左右。



从上述统计方法和人工方法预测的市盈率来看,各种方法预测的沪深300指数2007年市盈率都在30倍以下,全部A股市盈率略高。虽然这些预测市盈率比全球其它市场要高,但是考虑到中国上市公司的增长水平明显高于其它市场,因此,我们认为我国股市应当具有一定幅度的市盈率溢价。如果对未来业绩增长的上述预期能够实现,很难得出现在的股票价格存在泡沫的结论。甚至,鉴于预期在2008年及以后年度里我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,现在的总体股票价格仍然具有一定的上升空间。

二、全球股票市场市净率比较

1. 沪深两市市净率走势

分析发现,继市净率快速增长在2007年3月份有所减缓之后,2007年4月沪深两市各主要指数的市净率也重拾此前升势,并且上升速度有所加快。

2. 全球市净率水平比较

从全球各主要指数的平均市净率变化趋势来看,美国、英国、韩国、日本、我国香港和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。且期内上升迅速,大幅度高于除印度以外的全球其他主要市场。截至4月末,沪深300等重要指数的市净率水平都已经接近代

表全球最高市净率水平的印度市场,为5.2至5.3倍。

与市净率全球对比不同的是,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以后,沪深300指数等我国主要指数的市净率仍然低于孟买SENSEX 30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,但是短期内仍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。

三、A股市场行业市盈率及市净率比较

1. 行业市盈率比较

截至2007年4月30日,行业市盈率最低的5个行业分别为采掘业、金属非金属、造纸印刷、房地产和电力煤气及水的生产和供应业,市盈率最低在20倍左右。市盈率最高的3个行业分别为传播与文化产业、综合类以及批发和零售贸易,其中前两名行业市盈率已经超过100倍。

2. 行业市净率比较

行业市净率最低前5位分别是电子、金属非金属、电力煤气及水的生产和供应业、采掘业以及造纸印刷,行业市净率都在4倍左右。行业市净率最高前5位的分别是木材家具、其它制造业、食品饮料、综合类以及批发和零售贸易,其中最高的木材家具市净率已经超过9倍。

综合上述各行业市盈率和市净率因素考虑,我们按照行业价值成长性进行分类,属于价值类的行业有采掘业、金属非金属、电力煤气及水的生产和供应业、造纸印刷以及房地产业等行业;成长类的行业有传播与文化产业、综合、批发和零售贸易等行业。

(执笔:丁俊博士)

全球股票市场主要指数市盈率变动情况

| date | SHSZ300 | SPX | UKX | NKY | KOSPI2 | SENSEX | HSI | TWSE |
|------------|---------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 2007-4-30 | 20.97 | 17.92 | 17.12 | 25.03 | 11.34 | 21.54 | 12.95 | 19.65 |
| 2006-5-31 | 23.78 | 17.22 | 16.51 | 22.91 | 10.53 | 18.63 | 12.33 | 18.45 |
| 2006-6-30 | 24.72 | 16.97 | 15.3 | 23.08 | 10.22 | 19.67 | 11.71 | 18.15 |
| 2006-7-31 | 22.2 | 16.98 | 15.51 | 22.95 | 10.27 | 19.91 | 12.2 | 17.32 |
| 2006-8-31 | 22.15 | 17.38 | 15.61 | 23.97 | 10.7 | 21.34 | 12.49 | 17.9 |
| 2006-9-29 | 22.12 | 17.59 | 15.65 | 24.76 | 10.83 | 22.72 | 12.74 | 18.66 |
| 2006-10-31 | 21.67 | 17.46 | 16.28 | 23.06 | 10.76 | 23.71 | 13.3 | 18.8 |
| 2006-11-30 | 25.05 | 17.58 | 17.51 | 21.92 | 11.32 | 25.05 | 13.82 | 20.42 |
| 2006-12-29 | 30.9 | 17.76 | 18.02 | 23.23 | 11.27 | 25.23 | 14.6 | 20.85 |
| 2007-1-31 | 35.59 | 18.06 | 17.96 | 23.39 | 10.86 | 25.44 | 14.65 | 24.84 |
| 2007-2-28 | 39.61 | 17.13 | 16.85 | 23.81 | 12.15 | 23.84 | 14.43 | 25.42 |
| 2007-3-30 | 36.45 | 17.06 | 16.79 | 23.46 | 11.8 | 23.07 | 15.63 | 20.09 |
| 2007-4-30 | 40.44 | 17.45 | 17.22 | 23.85 | 12.54 | 24.5 | 15.61 | 16.47 |

全球股票市场主要指数市净率变动情况

| date | SHSZ300 | SPX | UKX | NKY | KOSPI2 | SENSEX | HSI | TWSE |
|------------|---------|------|------|------|--------|--------|------|------|
| 2006-4-30 | 1.83 | 2.82 | 2.56 | 2.19 | 1.51 | 4.49 | 2.03 | 1.86 |
| 2006-5-31 | 2.09 | 2.72 | 2.46 | 2 | 1.4 | 3.89 | 1.94 | 1.78 |
| 2006-6-30 | 2.13 | 2.67 | 2.43 | 2 | 1.41 | 4.14 | 1.88 | 1.76 |
| 2006-7-31 | 2.03 | 2.69 | 2.46 | 1.99 | 1.41 | 4.19 | 1.96 | 1.7 |
| 2006-8-31 | 2.15 | 2.75 | 2.46 | 2.08 | 1.47 | 4.44 | 2.01 | 1.73 |
| 2006-9-29 | 2.24 | 2.8 | 2.46 | 2.09 | 1.49 | 4.72 | 2.05 | 1.81 |
| 2006-10-31 | 2.24 | 2.83 | 2.52 | 2.1 | 1.48 | 4.97 | 2.14 | 1.85 |
| 2006-11-30 | 2.58 | 2.85 | 2.55 | 2.06 | 1.54 | 5.25 | 2.21 | 1.99 |
| 2006-12-29 | 3.19 | 2.88 | 2.66 | 2.18 | 1.55 | 5.28 | 2.33 | 2.06 |
| 2007-1-31 | 3.92 | 2.9 | 2.65 | 2.19 | 1.47 | 5.4 | 2.34 | 2.07 |
| 2007-2-28 | 4.39 | 2.81 | 2.54 | 2.22 | 1.54 | 5.01 | 2.28 | 2.1 |
| 2007-3-30 | 4.41 | 2.84 | 2.49 | 2.18 | 1.57 | 5.01 | 2.31 | 2.08 |
| 2007-4-30 | 5.3 | 2.92 | 2.54 | 2.16 | 1.6 | 5.32 | 2.3 | 2.07 |

券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(5月7日至5月14日)

| 股票代码 | 股票简称 | 机构名称 | 发布时间 | 机构评级 | 报告预期净利(万元) | | 一致预期净利(万元) | | 净利润差异率 | | 报告EPS | | 一致预期EPS | | EPS差异率 | | 目标价 |
|--------|------|------|------|------|------------|-----------|------------|-----------|--------|--------|-------|-------|---------|-------|--------|--------|-------|
| | | | | | 2006E | 2007E | 2006E | 2007E | 2006E | 2007E | 2006E | 2007E | 2006E | 2007E | 2006E | 2007E | |
| 000952 | 广济药业 | 联合证券 | 5-11 | 增持 | 19410 | 19580 | 12110 | 19580 | 60.28 | 0.00 | 0.77 | 0.78 | 0.515 | 0.765 | 49.51 | 1.96 | — |
| 600104 | 上海汽车 | 平安证券 | 5-10 | 推荐 | 520000 | 540000 | 429457.13 | 507675.88 | 21.08 | 6.37 | 0.79 | 0.83 | 0.656 | 0.779 | 20.48 | 6.59 | — |
| 600469 | 风神股份 | 海通证券 | 5-10 | 增持 | 14531 | 18619 | 8375 | 9137.5 | 73.50 | 103.76 | 0.39 | 0.5 | 0.329 | 0.359 | 18.72 | 39.47 | 14.25 |
| 600489 | 中金黄金 | 海通证券 | 5-10 | 增持 | 48192.86 | 81916.7 | 23689.43 | 25196.05 | 103.44 | 225.12 | 1.18 | 2 | 0.877 | 0.981 | 34.58 | 103.89 | 51.20 |
| 600183 | 生益科技 | 招商证券 | 5-10 | 强烈推荐 | 50160 | 70180 | 44383.18 | 54921.33 | 13.02 | 27.78 | 0.52 | 0.73 | 0.469 | 0.636 | 10.86 | 14.69 | 22.00 |
| 600240 | 华业地产 | 中投证券 | 5-9 | 推荐 | 29547 | 37864 | 19752.5 | 36365 | 49.59 | 4.12 | 0.657 | 0.841 | 0.485 | 0.88 | 35.46 | -4.43 | 19.70 |
| 600548 | 深高速 | 中金公司 | 5-8 | 审慎推荐 | 76347.59 | 87986.04 | 65569.35 | 80210.42 | 16.44 | 9.69 | 0.35 | 0.404 | 0.301 | 0.368 | 16.37 | 9.77 | — |
| 000651 | 格力电器 | 申银万国 | 5-8 | 增持 | 84100 | 114800 | 77038.66 | 101197.15 | 9.17 | 13.44 | 1.04 | 1.42 | 0.972 | 1.264 | 7.04 | 12.30 | — |
| 000541 | 佛山照明 | 中金公司 | 5-8 | 审慎推荐 | 33026.62 | 40131.45 | 24773.09 | 27309.79 | 33.32 | 46.95 | 0.921 | 1.12 | 0.691 | 0.762 | 33.35 | 46.96 | — |
| 000800 | 一汽轿车 | 中金公司 | 5-8 | 中性 | 48712.51 | 58385.24 | 39827.81 | 42563.59 | 22.31 | 37.17 | 0.299 | 0.359 | 0.25 | 0.286 | 19.64 | 25.22 | — |
| 000677 | 山东海龙 | 上海证券 | 5-8 | 跑赢大市 | 15901 | 26179 | 11635.71 | 13952.95 | 36.66 | 87.62 | 0.311 | 0.512 | 0.283 | 0.339 | 10.02 | 50.98 | 13.65 |
| 600129 | 太极集团 | 广发证券 | 5-8 | 买入 | 15400 | 20800 | 11387 | 16502 | 35.24 | 26.05 | 0.609 | 0.822 | 0.451 | 0.653 | 35.03 | 25.88 | 30.00 |
| 000533 | 万家乐 | 平安证券 | 5-8 | 推荐 | 18767 | 25768 | 9210.88 | 14392 | 103.75 | 79.04 | 0.33 | 0.45 | 0.16 | 0.25 | 106.25 | 80.00 | — |
| 601666 | 平煤天安 | 中金公司 | 5-8 | 审慎推荐 | 107523.26 | 127809.85 | 99019.98 | 112324.68 | 8.59 | 13.79 | 1.001 | 1.189 | 0.923 | 1.046 | 8.41 | 13.66 | — |
| 600027 | 华电国际 | 中金公司 | 5-8 | 中性 | 139307.86 | 169765.74 | 125380.73 | 161152.99 | 11.11 | 5.34 | 0.231 | 0.282 | 0.214 | 0.265 | 8.24 | 6.28 | — |
| 600104 | 上海汽车 | 中金公司 | 5-8 | 审慎推荐 | 474193.87 | 564299.72 | 428529.62 | 501982.8 | 10.66 | 12.41 | 0.724 | 0.861 | 0.653 | 0.77 | 10.93 | 11.84 | — |

说明: 1)“激进预测”是指卖方机构的预测显著高于或低于市场一致预期水平的预测。由于业内沟通流畅对个股的预测理论上应该比较接近,只有在研究员拥有非对称信息或者对预测值非常自信的时候才会出远超出一致预期水平的预测,因此这种股票值得特别关注。卖方研究显著高于一致预期,有可能提前预示股价波动,创造超额利润。 2)算法:总市值小于20亿,取净利润差异20%以上,且净利润增加1000万以上;总市值大于20亿,小于100亿,取净利润差异10%以上,且净利润增加3000万以上;总市值大于100亿,小于500亿,取净利润差异8%以上,且净利润增加5000万以上;总市值大于500亿,取净利润差异5%以上,且净利润增加1亿以上。(数据来源:上海朝阳永续 一致预期 www.go-goal.com)

■信息评述

加强投资者教育防范市场风险

中国证监会11日发出通知,要求证监会各地方派出机构、交易所、相关协会和公司加强投资者教育,防范市场风险。

海通证券:

巨大的财富效应使得股票成为千万居民的首选投资对象,每天新开设的A股股票账户从去年的几个万猛增到今年的30

多万,针对目前股市过快上涨,管理层首次发出了风险提示信号,要求投资者需要提高风险防范的意识。是否有进一步调控措施还需要继续观察。

中投证券:

随着A股市场的不断上扬,政府部门面临的干预压力越来越大。目前政府部门正处于两难境地,一方面希望投资者能够充分分享宏观经济增长带来的财富,另一方面又担心市场上涨过快带来的风险。在这种情况下,政府部门希望能够通过采取诸如舆论导向、警示风险以及加强监管等措施来给股票市场降温。从目

前已经采取的措施来看,这些措施有利于A股市场的平稳发展,但我们认为单凭这些措施恐怕难以达到预期效果。

随着A股市场不断走强,政府部门的干预措施将成为近期A股市场趋势变化的决定性因素。如果市场不顾政府传递出的信号继续快速上升,则政府部门进一步出台更为严厉的干预措施的可能性也将加大。

中金公司:

与以往历次政府“干预”股市的方式截然不同的,本次通知的核心是“加强投资者教育,强化市场监管”,显示了管理层对股市监管思路的转变,监管手段上正在从积极直接参与(“打压”或者“托市”)转向不直接“干预”。在对股市监管上,管理层从保护“中小投资者利益”目的出发“强化市场监管、防范市场风险”,对股市采取了更为市场化手段。通过完善监管制度方式,让逐渐制度化的市场进行内在的自我调节,而不是直接的

依靠行政手段的力量。

我国股市长期以来被深深地打上了“政策市”烙印,股市一旦大起大落,投资者自然就目光投向政府的政策意图。管理层对于股市涨跌的调控可谓“用心良苦”,换来的却是越背越重的包袱和股市的不满。股权分制改革之后,意味着全流通历史问题的解决,政府很明显不愿意再次背上干预股市的“包袱”。因此,虽然近期股市泡沫迹象相当明显,但与以往政府政策相比,这次通知似乎丝毫没有打压股市的意愿。

允许QDII资金投资境外上市股票

近日证监会出台了《关于调整商业银行代客境外理财业务境外投资范围的通知》,允许QDII资金投资在境外证券交易所上市股票。

中信证券:

因人民币升值抵消了境内外利差收益,使得只能投资于固定收益产品的QDII业务试点不成功是调整投资范围的主要原因,贸易顺差扩大和外债储备持续积累造成的人民币升值压力是根本原因。增加QDII产品的投资范围有利于提高预期收益率和增加资金外流的可能性,从而缓解人

民币升值压力。

放开QDII业务投资境外股票市场是香港市场和内地市场一体化的起点,这将对香港市场的资金供给产生持续利好。而有节奏的控制QDII额度可以避免内地市场出现过度波动,关注人民币汇率浮动区间大小和未来升值幅度仍是未来内地资本市场投资的主线条。

国信证券:

银监会放开银行系QDII等境外委托理财资金投资包括H股在内的海外股票,不仅是为了疏通境内外币资金的投资渠道,更重要的是由于当前A/H价差扩大,A股市场的估值压力会更加突出,从而达到为A股市场降温的目的。虽然短期资金分流的作用很小,但这种压力在心理上至少是存在的。对于B股市场

而言,近期的开户数激增不仅是受到B股市场整体估值水平相对较低并存在一定的政策利好预期的驱动,同时也表明人民币升值趋势下外币持有者投资中国资产以防止资产不断贬值的意识开始觉醒。虽然QDII可一部分投资H股会最直接分流B股市场资金,但从操作层面来看,这种分流作用可能不会太大,B股市场受新增资金推动上涨态势仍将持续。

4月份我国贸易顺差168.8亿美元

海关总署昨天发布今年1-4月我国外贸进出口情况。据海关统计,1-4月我国进出口总值6357.3亿美元,比去年同期增长23.6%,4月份实现贸易顺差168.8亿美元。

国泰君安:

出乎大多数学者意料的是,2005年以来与人民币升值进程相伴而生的是顺差水平的急剧扩张,理论上的贸易顺差水平的减少并未如期而至。这有很多解释,例如人民币有效汇率水平并未明显提高(因美元走弱)、产业升级、以及国内宏观调控导致内需不足等等不一而足。但笔者却以为,更为合理的解释却可能是贸易顺差下混入了外汇热钱:由于资本项目尚未开放,投机人民币升值的外汇热钱在贸易项下在暗渡陈仓。关键的证据是,外资企业的加工贸易的“毛利率”(出口额/进口额-1)的异常变化:1998年-2005年上半年期间,毛利率

几乎一直稳定在45%的水平,2005年下半年启动汇改以来,毛利率就开始明显攀升,到2006年下半年超过了60%,而今年前2个月更是接近70%的水平。考虑到到外资加工贸易出口占到全国全部出口额的45%的份额,而其毛利率水平在2001年-2006年间竟然超过了全国贸易顺差总额,因而关于毛利率水平可以发生如此突变的任何其他解释看起来相当牵强。因此,4月份的顺差只是恢复到了升值这一非常时期下的正常水平。外汇热钱在贸易项下暗渡陈仓的事实,换言之,资本管制效率低下,其实就意味着在升值期间利率政策没有独立空间而言。

4月末居民储蓄余额下降

2007年4月末,当月金融机构人民币贷款增加4220亿元,同比多增1058亿元。人民币各项贷款增长16.5%。居民户人民币存款减少1674亿元,同比多减2280亿元(去年同期增加606亿元)。

天相投顾:

从4月份金融数据看,存款活化导致M1增速加快和M2增速放缓。前4个月新增贷款达到1.8万亿,最引人注目的是居民储蓄余额下降。我们认为主要原因是分流到股票市场。我们估计央

行将交替使用特别国债、特别存款、准备金率上调、央票来收紧流动性。居民的金融资产从储蓄转为基金股票的趋势进一步明显,这将给中小银行的资金来源带来压力。目前资金来源偏紧的有浦发银行、民生银行和兴业银行。