A股市场低估迹象明显

⊙东方证券研究所 毛楠 王晓李 张举

●有人认为:虽然目前A股市盈率已经基本与历史最低水平接轨,但是如果按照市净率看,3.04倍的市净率水平较A股历史最低的1.71倍市净率仍有70%以上的差距。A股市场仍有很大的下跌空间。

●我们认为:A股的平均PB与历史最低水平接轨几乎是不可能的,主要有三方面的原因:

第一,轻资产的服务业比重大幅度上升,A股合理市净率理应得到提高。2005年以来,A股的产业结构分布发生了巨大的变化,在以金融为代表的服务业市值占比显著增加的同时,工业企业市值占比大幅减少。A股产业结构分布的巨大变化使得A股的合理市盈率和净资产收益率得到了大幅的提升,从而大大提升了A股的合理PB水平。

第二,资源价格(土地、矿产、能源等)和生产资料价格(对应企业的重置成本)大幅度上升,导致A股账面净资产低估。国际会计准则和中国会计准则最大的差别在于对公允价值的规定:国际会计准则中运用现值和公允价值的比例约占80%,而中国目前的比重仅为不到50%。2000年以来,各类资源价格(土地、矿产、能源等)和生产资料价格(对应企业的重置成本)大幅度上升,但是大部分企业仍将这部分资产当作固定资产成本,采用历史成本计价;如果改按公允价值估值,则重估后价值提升空间巨大。

第三,对于新兴市场而言,不断提高的净资本回报率(ROE)将导致其同等市盈率水平下合理PB估值水平的上升。我们认为:现代公司管理和激励制度逐步确立、产业结构升级进程加快以及企业税负下调的背景下,中国上市公司的资本回报水平无疑具有更大的上升空间;而ROE长期上升的趋势也将意味着合理的PE估值水平下PB水平的稳步提高。

●截至2008年8月12号,A股市场的"成本ROE"(ROE/PB)水平已经达到5.38%,高于目前的一年期定期存款利率达到30%,如果考虑企业会计准则对于账面净资产的低估,目前的"成本ROE"水平将向上修正至6.725%,对于股票市场来说,长期的隐含收益率接近7%是极有吸引力的回报水平,在目前的点位,A股市场低估迹象明显。

1.市净率还有很大下跌空间吗?

图1-1所示,截至2008年8月12日,A股的静态市净率水平已经降低到3.04倍,低于A股市净率近10年来的平均水平3.93倍,但离A股历史最低的1.71倍市净率仍有70%以上的差距。在目前极度悲观的市场氛围中,悲观者认为A股虽然市盈率已经基本与历史最低水平接轨,但是按照市净率看,A股市场仍有极大的下跌空间。

图 1-1 A股市净率历史走势

数据来源:东方证券研究所

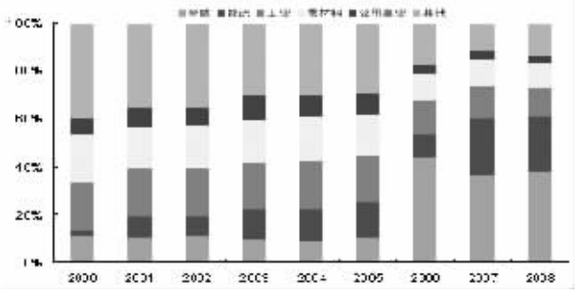
我们认为:A股的平均PB与历史最低水平接轨几乎是不可能的,主要有三方面的原因。首先,2005年以来A股的产业分布发生了巨大的变化,轻资产的服务业所占比重大幅度上升,A股合理市净率理应得到提高。其次,中国目前的会计准则与国际会计准则仍有较大的差别,这直接导致A股账面净资产的低估。最后,通过国际比较,我们发现:各经济体之间的平均PB估值水平存在极大的差异,这其中有会计准则的原因,但更多的是由于各经济体所处的经济发展阶段的不同;新兴经济体所处的高速增长阶段决定了其稳定提高的ROE,从而使得PB的合理水平得到提升。

2.A股产业结构分布发生巨变

2005年以来,A股的产业结构分布发生了巨大变化,在以金融为代表的服务业市值占比显著增加的同时,工业企业市值占比大幅减少。A股产业结构分布的巨大变化使得A股的合理市盈率和净资产收益率得到了大幅的提升,从而大大提升了A股的合理PB水平。

回顾上市公司2000年以来的市值分布,我们发现A股的产业结构分布发生了很大变化,一方面,金融行业和能源行业的市值占比自2006年以来显著增加,其中金融行业的市值占比从2000年的10.6%增加到2008年的37.6%;而能源行业的市值占比也从2000年的2.48%增加到2008年的23.3%。另一方面,工业企业市值占A股的比重逐年减少,市值占比从2000年的20.47%下降到12.06%。我们认为:A股产业结构的巨大变化一定程度上解释了目前A股市盈率与市净率走势的巨大差别。

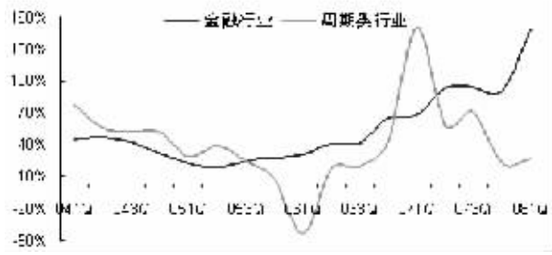
图 2-1 上市公司市值分布变化,单位:%



数据来源:东方证券研究所

一方面,金融行业市值占比的大幅增加使得整个A股市场的周期性行业和非周期行业的比例发生了重大变化,而在中国目前的经济发展阶段,周期性行业和非周期性行业的盈利趋势是存在巨大差异的。从下图中我们可以看到:从2007年一季度起,以钢铁行业为代表的周期性行业的净利润同比增长出现了大幅的下滑,而金融行业为代表的服务业净利润增长依然维持着快速增长的势头,而且从历史走势中也可以看到:金融行业净利润增长的波动性大大小于周期性行业,长期上升趋势非常明显,从理论公式:P/B=ROE*PE可以看到,以金融行业为代表的服务业比重的增加,会提高A股整体的合理市盈率水平,从而间接提高A股整体的PB水平。

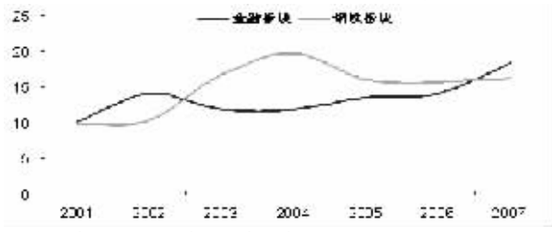
图 2-2 周期性行业与非周期性行业季度净利润同比走势



数据来源:东方证券研究所

另一方面,以金融为代表的服务业的ROE水平呈长期稳定增长的趋势,且波动率较小,这对于提升整个A股的ROE水平起到了很重要的作用。从下图中我们可以看到:2001年,以钢铁行业为代表的周期性行业和以金融行业为代表的服务业ROE均为10%,截至2007年年报,金融行业的ROE水平从2001年的10%提升为18.35%,而钢铁行业的ROE水平仅提升至2007年的16%。从理论公式P/B=ROE*PE中我们进一步得出:以金融为代表的服务业市值占比的提高,使得A股整体ROE水平得到较大的提升,从而一定程度上提高了A股合理的P/B水平。

图 2-3 金融行业和钢铁行业ROE历史走势,单位:%



数据来源:CEIC,东方证券研究所

3. 资源价值和重置成本的上升没有得到充分反映

3.1 中外会计准则存在较大的差异

根据2006年2月15日颁布的新《企业会计准则——基本准则》,随着我国资本市场的发展、股权分置改革的基本完成,越来越多的股票、债券和基金等金融产品在交易所挂牌上市,使得活跃的金融资产交易市场逐步成熟。在此基础上,在我国的企业会计准则体系中适度、谨慎地引入公允价值的计量规则,更能反映企业的现实情况。

但无论是理论上还是实践上,中国会计界引入公允价值计量的理念都远远落后于以美国为代表的发达国家。理论上,以美国财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board, FASB)为代表发布的GAAP体系,最早于上世纪80年代就开始逐步引入公允价值计量。

FASB于2006年9月正式发布了美国财务会计准则第157号(Statement of Financial Accounting Standards, SFAS NO.157)——公允价值计量。迄今为止,美国一般公认会计准则(Generally Accepted Accounting Principles,GAAP)中有超过40个会计准则要求(或允许)报告主体按照公允价值计量资产和负债。

国际会计准则委员会(International Accounting Standards Board ,IASB)制定和颁布的《国际会计准则》(International Accounting Standards, IAS)中运用公允价值的领域也十分广泛,最常用的领域是投资性房地产、资产减值、金融工具、企业合并、物业、厂房、设备和无形资产方面等。据统计,截至2002年国际会计准则中运用现值和公允价值的比例约占73%。其他许多国家和地区制定的会计准则中也不同程度地运用了公允价值。

我国会计界引入公允价值这一概念较晚。我国于1998年发布的《企业会计准则——债务重组》中,首次采用公允价值计量。在2001年1月修订的债务重组、非货币性交易等准则中有公允价值的运用,但同年财政部又取消了公允价值在上述准则中的应用。直到2006年2月15日我国新颁布的企业会计准则,公允价值开始体现在资产减值、企业合并、生物资产、石油天然气开采、投资性房地产、企业年金等具体准则中。

2006年新颁布的《企业会计准则——基本准则》又明确地将公允价值作为一种会计计量属性,并在17项具体会计准则中运用了公允价值,占比44.74%,仍远低于其他国家对公允价值的应用水平。

3.2 资产价格的大幅上涨并没有完全反映在企业净资产中

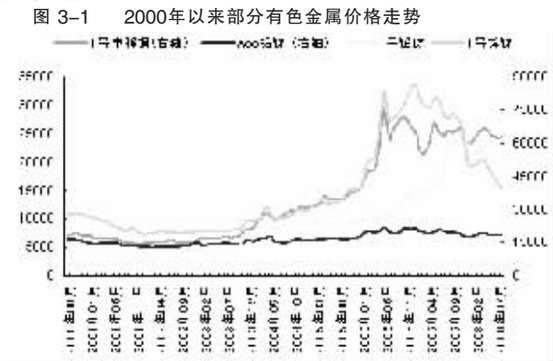
据2006年2月15日颁布的新《企业会计准则》,能对上市公司净资产产生重要影响并且存在价格重估可能的资产项目主要包括土地使用权中的投资性房地产和各种资源类矿山等,涉及的行业主要包括房地产、有色金属、煤炭、石油。

投资性房地产不等于用于出售的房地产。用于出售的房地产被房地产开发企业当作存货处理,其价值以市场价格计量。除非投资性房地产的公允价值能够持续可靠的取得,否则应该以成本进行计量。这就给投资性房地产的价值重估提供了可能。投资性房地产包括:已出租的土地使用权、持有并准备于增值后转让的土地使用权以及已出租的建筑物。

因此,根据新《企业会计准则》的规定,我们对目前资产价格已经发生变化且有可能按照公允价值重新计量的会计科目及相关资产进行了统计分析,我们发现:

第一,近年来以有色金属和煤炭等为代表的矿产资源价格涨幅巨大,这些资产的涨幅并未及时体现在相关企业的净资产中。

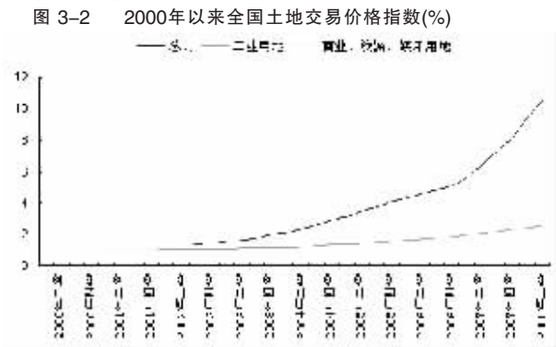
图 3-1 2000年以来部分有色金属价格走势



数据来源:东方证券研究所等

第二,除去房地产开发用地之外,2000年以来工业用地和商业、旅游、娱乐用地交易价格出现较大涨幅,尤其是位于市区的商业、旅游和娱乐用地涨幅巨大。但大部分企业仍将这部分资产当作固定资产成本并采用历史成本计价;如果改作投资性房地产科目,则重估后价格涨幅巨大。

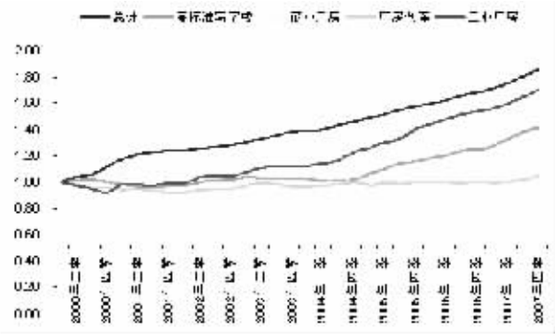
图 3-2 2000年以来全国土地交易价格指数(%)



数据来源:东方证券研究所等

第三,上市公司现有的写字楼、商业用房、厂房仓库和工业厂房等价值也存在低估。这部分资产和上市公司的土地使用权一样被主要当作固定资产成本,以历史成本计价;如果按照公允价值计价,我们估计这两部分用地价格被低估了50%以上。

图 3-3 2000年以来写字楼、商业用房、仓库和工业厂房等租金变化



数据来源:东方证券研究所等

第四,虽然新会计准则已经允许上市公司将以前只能计入费用科目的支出予以资本化,但是目前许多上市公司仍然将这些可以资本化的费用计入当期损益,从而低估了上市公司净资产规模。

例如,按照新《企业会计准则——无形资产》准则,将企业的研究与开发支出区别对待,允许将开发支出予以资本化。准则将无形资产的开发划分为两个阶段:研究阶段和开发阶段。研究阶段的支出应当计入当期损益,即费用化;而开发阶段的支出,如果能够满足相关条款的规定,则进行资本化处理,计入无形资产。再如,按照新《企业会计准则——借款费用》准则,借款费用如果可直接归属于符合资本化条件的资产的购建或者生产的,应当予以资本化。这些资本化条件包括:第一,需要经过相当长时间购建或者生产活动才能达到可使用或者可销售状态的资产可以作为符合资本化条件的资产,这包括固定资产和需要经过相当长时间的购建或者生产活动才能达到可使用或可销售状态的存货、投资性房地产等。第二,如果相关资产的购建或生产占用了专项借款之外的一般借款的,被占用的一般借款的利息费用也允许资本化。

4.PB国际比较

4.1 估值并非"放之四海而皆准"的"统一标准"

我们此前曾多次在报告中指出,忽视经济和资本市场的发展阶段而单纯比较不同国家的估值水平无异于刻舟求剑;用"与国际接轨"来解释股市的走势也难脱"形而上"之嫌——不同的市场拥有迥异的经济发展水平、企业制度和管理水平、投资结构、投资者心理以及政策法规和投资习惯,因而并无"放之四海而皆准"的预测市场涨跌的"统一标准"。

我们统计了主要证券市场截至8月12日的估值指标,并依据PB大小对其进行了排序。通过比较发现:

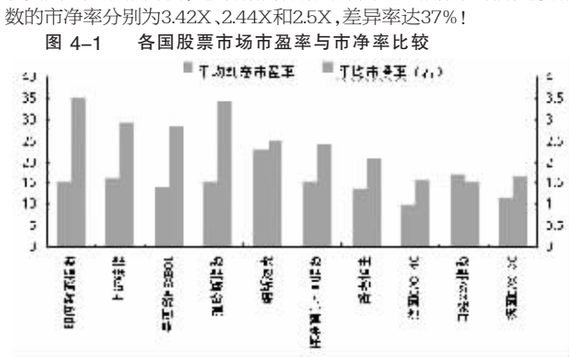
一方面,各市场的市盈率和市净率的绝对值差异明显。就市净率而言:

首先,新兴市场大都具有较高的市净率,而发达经济体市场的市净率则较低。印度敏感指数、上证综指和墨西哥MEXBOL指数的市净率均超过2.5X,其中SENSEX Index甚至达到了3.5X;而欧洲主要发达国家股票市场的市净率则大多小于2X,其中标普米兰证交指数、法国CAC 40、日经225指数分别为1.28X、1.56X和1.52X;

其次,发达经济体股票市场的市净率也并非均居于同一水平。美国三大股指和瑞士市场指数的平均市净率远高于其他成熟市场的市净率,其中道琼斯INDU指数的市净率高达3.42X,是德国DAX 30和法国CAC 40指数市净率的两倍以上!

最后,即使同一经济体的不同股票市场,市净率也有相当差距。以美国三大股指为例,道琼斯指数、标准普尔500指数和纳斯达克指数的市净率分别为3.42X、2.44X和2.5X,差异率达37%!

图 4-1 各国股票市场市盈率与市净率比较



数据来源:彭博,东方证券研究所

我们认为:产生这种差异的原因可能是多方面的。第一,对于新兴市场而言,其资本稀缺程度和较高的成长性决定了其高于成熟市场的资本价格或资本回报率,因而估值水平也往往高于后者;第二,对于不同的成熟市场而言,其利率水平、风险定价、证券资产流动性以及监管方面的差别也会带来估值水平的差异;第三,而对于同一经济体资产在不同交易所的定价则由于其指数成分中企业所属行业特征和成长性的不同而具有差异。

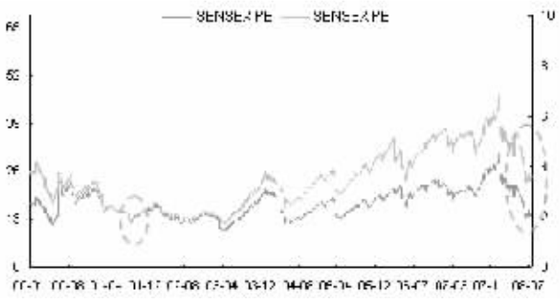
另一方面,市盈率相对于市净率的倍数关系也存在明显差异。发达国家的动态PE相对其PB的倍数一般较大,其中日经225指数最高,达11.09X;而"金砖四国"的中国上证指数、印度敏感指数、巴西圣保罗指数、俄罗斯蓝筹指数以及同属新兴市场的墨西哥MEXBOL指数的动态PE/PB则均不足6X。我们推测,这种差异可能源于发达国家具有较丰裕的资本以及与之对应的较低的ROE;由于ROE=PB/PE,因而PE和PB间的相对倍数就会较小(当然,对于美国这样拥有世界上最优秀的管理水平和企业竞争优势的国家而言,其仍然能获得较高的ROE,因而也具有相对较小的PE/PB水平)。

由于以上两方面的差异,我们认为,仅通过比较不同市场的PE和PB以及它们的相对比例关系来说明A股市场估值偏高是缺乏坚实基础的。上证综指的动态PE/PB甚至已经大于INDU Index,如果不考虑ROE的原因,仅从数据比较上断言A股的PB相对PE仍然偏高,那么道指是否也应继续向下调整呢?

4.2 ROE的不断提升是新兴市场PB相对于PE上扬的主要原因

对于A股市场市盈率与市净率走势的背离,我们也可以从国外市场中找到类似案例。事实上,由于指数成分的变动、不同行业权重的频繁调整,各大指数PB与PE的相对关系从来都是上下波动的,并且在不同历史时期体现出不同的规律。考虑到市场之间的类似程度,我们以印度敏感指数为例同A股的相关指标作了比较。

图 4-2 印度敏感指数 PB 和 PE 走势



数据来源:彭博,东方证券研究所

作为新兴市场的典型代表,印度敏感指数在2001年9月见底之后持续攀升,至2008年1月创历史高点20873.33点,涨幅高达552%;在这一过程中,SENSEX指数的PB和PE也不断提高:PE从低点的11.79X升至31.06X,PB则从1.73X升至6.85X。值得注意的是,PE与PB的上升并非同步:PE上升了163%,而PB则高达296%!即使在今年1月以来SENSEX指数出现了大幅调整、PE水平已接近历史低点,其PB/PE的相对倍数也仍远高于前期底部。

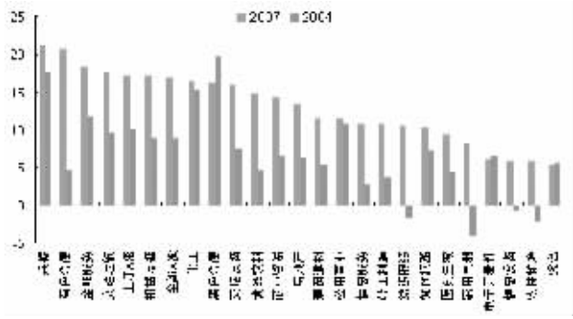
造成这种变化的主要原因在于印度上市公司ROE水平的大幅提高。2006年印度上市公司的ROE高达24%,2007年接近30%。不断提升的ROE直接导致相同PE水平下PB的大幅提高。而中国2005年以来的情形与印度的情况何其相似!在2005年之前,中国上市公司的平均ROE一直在10%以下徘徊,而在2005年之后,企业盈利能力大幅提高,至2007年ROE已上升至17%。该过程直接导致A股市场牛市的启动和不断冲高,同时也改变了市场的PB、PE及二者的相对水平——这才有今天我们所观察到的二者相对水平与历史低点时的背离。

4.3 A股上市公司的ROE水平具有持续上升的空间和趋势

前面已经解释过造成ROE提高的两大因素:即指数中不同ROE水平的行业权重的改变(如加入了大量高于ROE平均水平的银行股)和资产重估滞后导致的某些行业ROE水平的高估(如采掘和有色金属等拥有采矿权的公司)。这两大因素对ROE的改善可能并非常态,因而更值得关注的是企业经营管理能力的提高所导致的盈利水平的上升。

从下图中可以看到,绝大多数行业的ROE与2004年相比都出现了较大程度的提高,这意味着PB相对于PE的大幅提升是有坚实的基本面作为支撑的。在目前A股的市盈率基本与2005年6月接轨的情形下,考虑到当时的ROE仅为8.07%,不足2007年16.92%的一半,因而A股市场目前的PB为3X,比3年前提高了近100%的事实也就不难理解了。

图 4-3 A股市场各行业ROE变化趋势

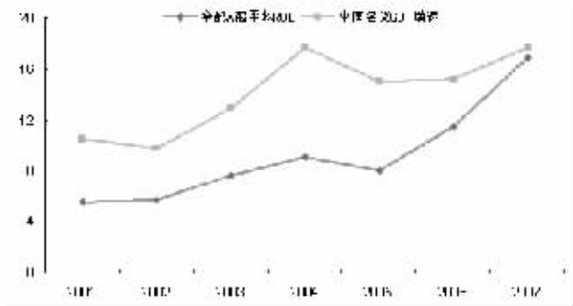


数据来源:东方证券研究所等

当市场的PE已经达到历史低值时改用PB衡量市场进一步走势的做法无疑忽视了上述ROE的变化;而在目前的情形下能否改以PB估值也取决于对ROE未来走势的判断:如果ROE将长期维持目前的水平,那么以2005年的估值水平为参照,目前的PB和PE水平无疑都已经达到了历史低点;而如果认为现今较高的ROE只是昙花一现,那么随着ROE的回归,PB估值仍有调整地必要,直至PB、PE与ROE的关系重新回到历史低点的情形。

我们认为,中国上市公司的ROE水平不仅不是处于高位,而是尚有很大的提高空间。中国连续几年一直是全球经济增长最快的国家之一,但中国的上市公司业绩并没有与经济增长相匹配。在金砖四国中,印度、巴西、俄罗斯三国上市公司的平均净资产收益率(ROE)都在20%以上;虽然其经济增长率普遍低于中国,但其ROE却高达24%。作为经济增长速度最快的国家的优秀公司的代表,上市公司理应获得超过名义GDP增长速度的回报率,而事实上A股的ROE水平却一直大幅低于名义GDP的增长率;即使近两年股改导致上市公司释放业绩而使ROE呈现大幅度的提高,也才刚刚接近17%的水平。

图 4-4 上市企业平均ROE水平与名义GDP增速比较



数据来源:东方证券研究所等

导致国内上市公司资本运营效率低下的主要原因可能在于:1、尚未确立完善的现代公司治理制度,存在股权关系不明晰、股权激励不到位等,影响上市公司提高资本运用效率的积极性;2、经济增长方式尚未转变,大部分企业的产品附加值较低、科技含量不高、品牌价值不大,只能获得较低的毛利率;3、中国企业总体的税负水平与其他国家相比较高,尤其是在中国股市占主导的大型国企。

但上述负面因素有望在未来明显削弱或消除。比如,随着股权分置改革的完成,大股东和小股东之间的利益获得了基本一致,国有资产管理部门会进一步完善对经营者的考核制度,市值管理、股权激励等有助于提高公司业绩的制度将在近年内加速推广,这将使中国上市企业的公司治理水平与国际的差距缩小;随着国家创新战略的实施和产业升级进程的加快,行业内购并重组、资产注入的深入,上市公司将有可能转变其资产的利用效率和提高国际竞争力,这就为盈利能力的提高创造了条件;而所得税税率已于去年统一调到20%,将会减轻企业的总体税负水平,这对于上市公司的平均ROE水平的提高也是非常明显的。

在这一背景下,A股市场的ROE水平很可能呈现长期上升的趋势,中长期目标应该达到20%以上。如果这一假设成为现实,那么"PB尚未调整至历史低点"的看法就毫无意义。

5.目前的PB意味着什么?

本报告采用"成本ROE"作为评估A股市场PB底线的方法。成本ROE=ROE/PB,反映了投资者以当时的市场价格投资股票市场时,单位PB对应的ROE水平,成本ROE水平越高,隐含的长期投资回报率就越高。从下图可以看出:截至2008年8月12号,A股市场的成本ROE水平已达5.38%,高出一年期定期存款利率30%;即使考虑A股风险溢价,目前的A股市场对应的PB水平依旧有足够的安全边际。

图 5-1 2002年以来成本ROE与一年期定期存款利率的历史走势,单位:%

数据来源:东方证券研究所等

根据第二部分对于企业会计准则的研究,如果假设企业所持有的工业用地和商业、旅游、娱乐用地占上市公司目前账面净资产比重的10%,且保守估计这些资产的公允价值较历史成本有200%的溢价,那么目前的实际净资产水平就需要向上修正20%,即实际PB向下修正20%。也就是说目前的成本ROE水平将向上修正至6.725%。对于股票市场来说,接近7%的长期隐含收益率是极有吸引力的回报水平,因而在目前的点位,A股市场具有明显的低估迹象。