

估值中枢的修正

——2008 年二季度投资策略

报告日期 2008-04-03

指数表现(%)

指数	30 天涨幅	90 天涨幅
沪深 300	-25.21	-33.47
上证综指	-24.99	-36.86
上证 50	-23.34	-35.69
上证 180	-24.77	-34.44
深成指	-23.02	-30.22
深综指	-27.83	-30.86

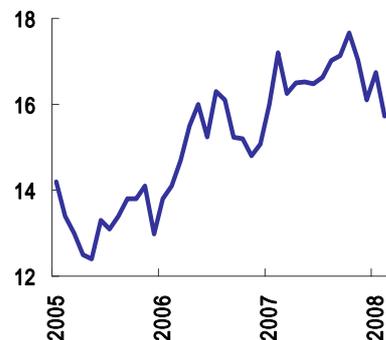
报告关键点：

- 信贷严格数量化控制是A股估值崩溃的主因
- 探底反弹是短暂修复估值中枢的主要方式
- 市场长期估值中枢仍然受制于货币政策的变化

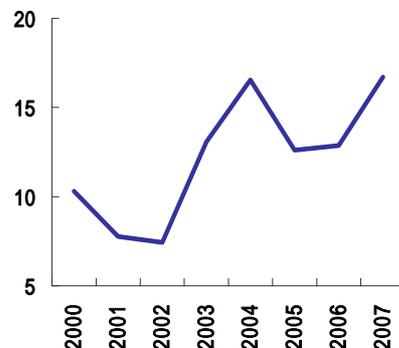
报告摘要：

- 信贷严格数量化控制是A股估值崩溃的主因，基于我们的估值波动模型，我们认为A股估值向下摆动的极限目标是15倍PE，但一次到位的可能性极小。
- 我们预期二季度A股将出现一次中级规模反弹。动力有三：外围市场估值见底；银行、保险A/H溢价重新回到熊市水平；上市公司一季度盈利将超出悲观者预期。建议积极参与。
- 反弹结束后若信贷仍然紧张并带来融资成本的持续上升压力，估值中枢将重新向下摆动。
- 另一条估值中枢变化的路径是：如果二季度信贷开始放松，或者由于实体经济快速放缓，低ROE企业的退出降低实体经济对资金的需求，并带来全社会资金层面的缓解。在此背景下，我们预期市场估值水平将迅速回升。
- 二季度我们首选配置低估值、业绩稳定增长行业，如保险、银行；其次是业绩可能超预期的周期性行业，如钢铁、建材；主题投资方面，我们继续看好资源及其替代品，如煤炭、化工。需要说明的是，如果数量化信贷控制贯穿全年的话，投资品在今年三季度后可能出现重大的价格拐点，我们将密切关注PPI的变化。

信贷余额同比增速(%)



A 股上市公司 ROE(%)



研究员

程定华	首席策略分析师
021-68801175	chengdh@essences.com.cn
张治	策略分析师
021-68801126	zhangzhi@essences.com.cn
诸海滨	策略分析师
021-68801205	zhuhb@essences.com.cn

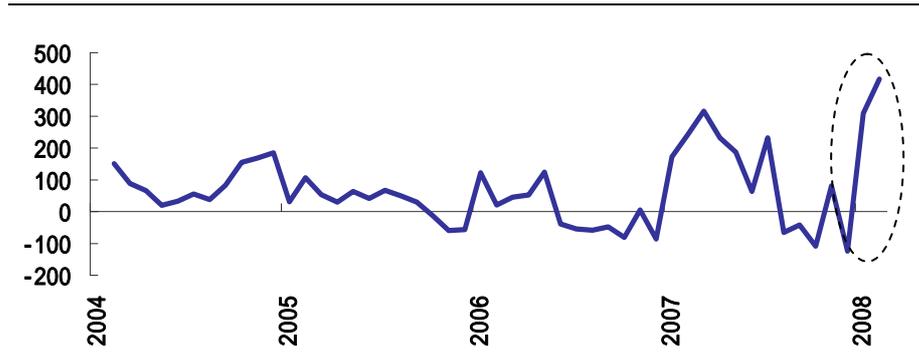
前期研究成果

- 《路在何方？》2008 年 3 月 3 日
- 《谨慎乐观下的隐忧》2008 年 1 月 28 日
- 《踏遍青山牛未老——2008 年度投资策略》2007 年 12 月 7 日
- 《风格第一》2007 年 11 月 2 日
- 《迎风飞扬——2007 年中期投资策略》2007 年 6 月 20 日

1. 估值崩溃

一季度对 A 股市场而言，无疑是一次估值的崩溃，市场 PE 由去年底 40 倍的水平迅速下跌至 25 倍(沪深 300 约 20 倍)，击穿了我们年度策略 30-40 倍的预测区间。回顾年度策略的分析(参见《踏遍青山牛未老》，2007 年 12 月 7 日)，在影响估值的三因素中，我们看到了顺差的回落、信贷的收缩，预期到了资本流入的加速(图 1)，并正确推导出无风险收益率的下降与风险溢价的上升，却由此得出对估值的错误预测，无疑是令人沮丧的。

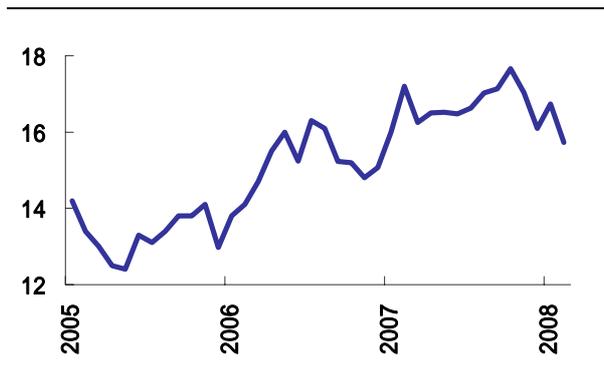
图 1 资本流入情况(亿美元)



数据来源：人民银行，商务部，安信证券研究中心
注：资本流入=外汇储备增长-贸易顺差-FDI

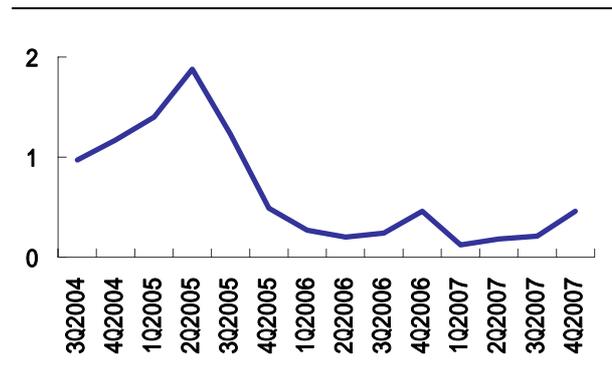
为什么资本的加速流入没有能够有效阻止估值的崩溃？反思原因在于低估了信贷数量化管制的负面冲击。基于 2006-2007 年利率市场化调控的经验，我们忽视了严格数量控制的灾难性后果：不仅使资本流入的增量资金没有办法有效运转，更为严重的是使资本供给在边际上风险溢价趋于无限大。尽管我们看到贷款加权利率的上升程度与 2006 年底基本相当(图 3)，但实际风险溢价的上升程度远高于市场利率所反映的情况，因为大量无法获得所需资金的机构将不得不选择民间拆借其它渠道，融资成本成倍增加。

图 2 人民币信贷增速(%)



数据来源：人民银行，安信证券研究中心

图 3 加权贷款利率与法定利率之差(%)



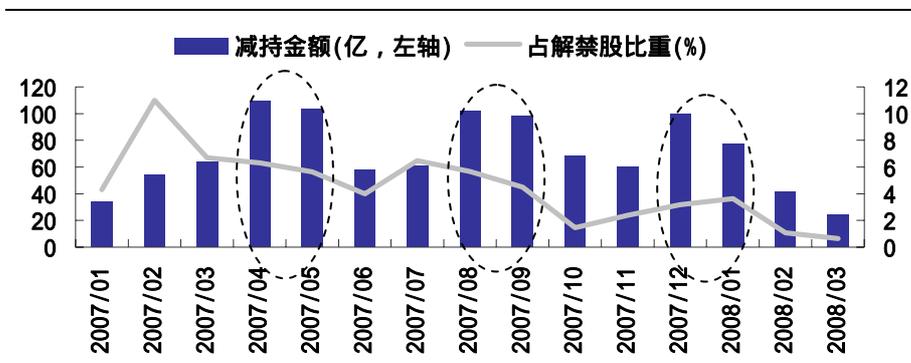
数据来源：人民银行，安信证券研究中心

近期部分市场人士将估值的剧烈下降归因于再融资和大小非减持，但我们认为悖论有二：一是数据显示，从年初到现在，大小非减持股份约为 13 亿股，市值约 200 亿元人民币，仅相当于一家中型企业 IPO 融资额。一家中型企业的融资额可以导致整个市场出现崩溃？其二，根据公开的资料，大小非减持主要集中在业绩较差的中小市值板块。因此，如果是大小非减持导致市场崩溃，那么崩溃应该首先始于中小市值板块。而我们清楚的事实是，在本轮暴跌过程中，大小非抛售数量最少的蓝筹股是最先出现崩溃的。大量中小市值股票一直坚持到三月份才开始出现下跌。在三月份之前，中小

市值风格指数表现远远超过大市值风格指数，如何解释？

显然,大小非减持的数量与时机并不是导致市场下跌的主要因素。我们认为,杀跌的主要动力在于投资者在社会资金抽紧的背景下风险偏好下降,并对市场产生了悲观的预期。

图 4 非流通股解禁减持情况



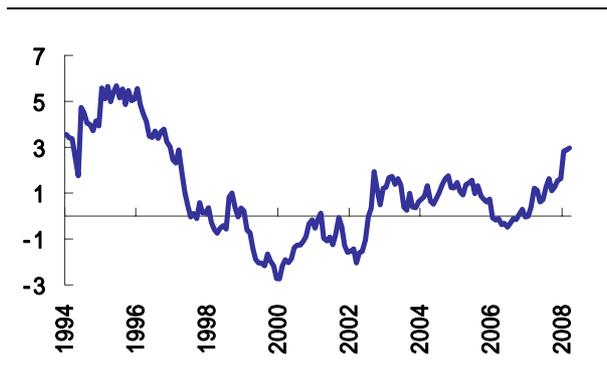
数据来源：Wind，安信证券研究中心

2. 底在哪里？

毫无疑问,始于 2005 年三季度,由估值向上剧烈摆动(由 13 倍上升至 50 倍)带来的牛市已经结束,并通过崩溃的方式快速向下摆动。摆在我们面前最为紧迫的问题是:估值向下摆动将在何时结束?结束时的估值水平是多少?

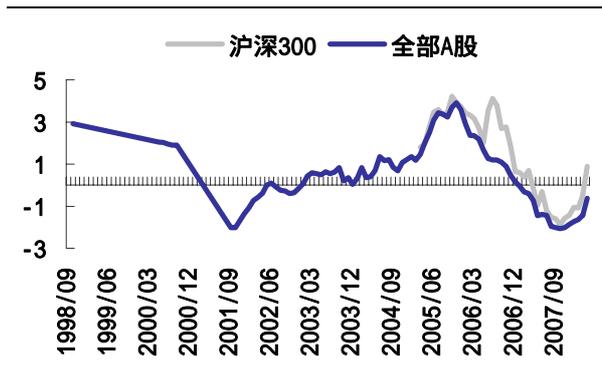
我们曾经指出:市场必要回报率引领股市估值中枢的波动(参见《直上重霄九》,2006 年 12 月 28 日),主要表现为估值水平围绕长期国债收益率波动,短期的波动方向和力度取决于风险溢价的变化。数据显示,无论是美国的成熟市场还是中国这一新兴市场,该论断都是成立的(图 5、图 6)。

图 5 标普 500PE 倒数-十年期国债收益率(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 6 A 股 PE 倒数-十年期国债收益率(%)



数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：1998-2001 年间的的部分数据并不完整，我们对散点数据做了移动平均处理

在此基础上,我们需要进一步讨论的问题是:估值水平的上下波动是否存在一个极限水平?如果存在,对于我们提前把握市场的拐点无疑是大有裨益的,而且相对于单纯资金层面的分析(这也是我们过去一直采用的方法,现在看来并不足够)会更加具体。

换个角度思考,由于无风险收益率是可以具体观察到的,所以估值波动的极限位置由风险溢价的波动区间决定。对此,我们的推导过程如下:

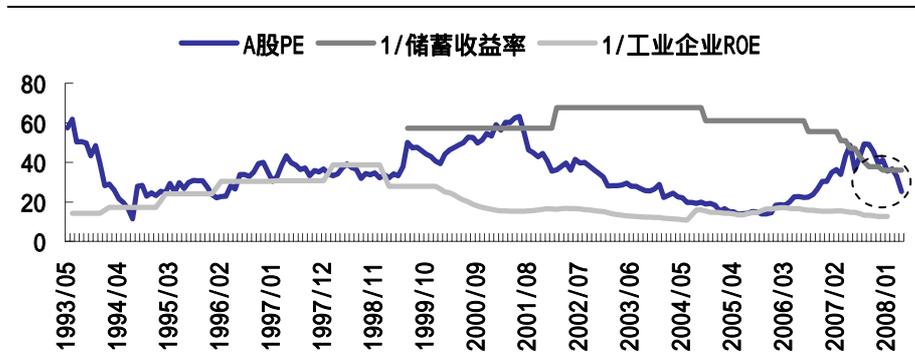
- 先考虑估值的上限,这个相对简单些。无可争议,风险溢价的最低水平是 0,但其对估值的实际影响并不止于此,当风险溢价极低时(接近于 0),投资者的投资

视野会变短，具体将表现为无风险收益率比较基准将由长期国债收益率转向短期负债成本，比如短期存款利率；

- 至于估值的下限，取决于风险溢价可能上升的高度——直觉的答案是无穷大，但在实际经济生活中，无穷大只有在边际上才可以达到，并没有太多的投资指导意义。我们认为，既然风险溢价的波动是由社会资金供求状况决定的，实体经济对高昂融资成本的忍耐力将成为风险溢价上升的一个重要约束条件，一个可以具体衡量的指标是企业的 ROE，融资成本低于 ROE，企业还可以继续创造价值，而当融资成本高于 ROE 时，企业价值将受到毁损，这将意味低 ROE 的企业会退出融资。即使资金供给不发生变化，由于实体经济队资金需求量下降，将会使资金从实体经济转回金融市场，从而结束风险溢价的上升过程。

根据以上分析，我们考察了 1994 年至今 A 股市场 PE 的波动情况，发现实际数据支持我们上述的理论分析(图 7)。图中，我们用储蓄收益率(根据居民定活存款结构进行了加权处理)的倒数来推算估值的上限；下限方面，1994-2004 年我们用规模以上工业企业的 ROE 的倒数，2005 年以后我们使用商业银行贷款加权利率代替，我们认为这一数据更能体现实际融资成本的变化。

图 7 A 股估值波动区间



数据来源：Wind，CEIC，安信证券研究中心

如果我们的上述结论正确，A 股估值向下摆动将在 PE 与加权贷款利率的倒数达到一致时结束，对应数值即为市场底部的估值水平，目前这一估值水平大约在 15 倍左右。

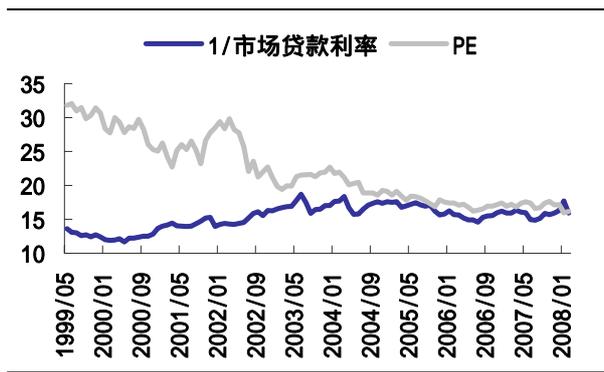
3. 估值水平的修复与重建

如图 7 所示，A 股现有的整体估值水平离极限目标(约 15 倍 PE)还有一段距离，最为悲观的假设是估值水平调整一步到位，在 15 倍 PE 的水平建立新的估值中枢，对应目标位置大约在 2200 点。这一情形在 A 股历史上出现过两次：1993-1994 年和 2004-2005 年，且这两次的背景与现在存在极大相似之处：核心问题均是信贷紧缩。1994 年的宏观调控同样采取了按季监控、逐月考核的方式，2004 年则一度只收不放，并在 2005 年遭遇商业银行资本充足率的约束。

我们的判断是，如果信贷持续收紧贯穿二季度乃至全年，不排除估值中枢降至 15 倍的可能，但在二季度一步到位的可能性极小，我们趋向于认为在经历了连续剧烈的下跌后，市场正在酝酿一次中规模的反弹，幅度约为 20-30%，原因有三：

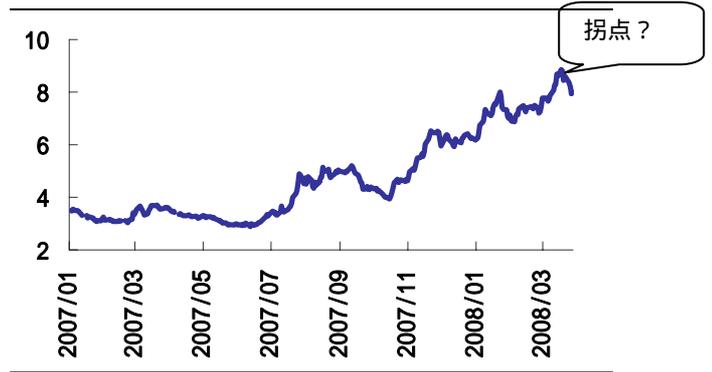
第一，基于我们建立的估值波动模型，我们判断美国市场的估值水平已降至底部，如图 8 所示，标普 500 的 PE 与市场贷款利率的倒数基本一致，而从美国金融机构近期披露的经营数据看，在美联储的连续干预下，美国金融市场的风险正在得到化解(参见《战术性机会显现》2008 年 3 月 24 日)具体表现为垃圾债券的风险溢价开始下降(图 9)，随着美国实体经济数据的进一步披露，我们认为美国金融市场在二季度领先实体经济见底的可能性极大。

图 8 标普 500PE 与市场贷款利率(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 9 美国垃圾债券风险溢价(%)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

如果美国市场处于估值底部，那么欧洲、日本、香港等地区股市将具有同样的特征，因为这些经济体在资本自由流动的背景下，资金成本并没有太大的差异，而相关股市的估值水平都出奇地低(表 1)。

表 1 资本市场估值

市场	07PE	08 PE(e)	07PB	08PB(e)
美国标准普尔指数	16.23	13.82	2.51	2.34
日本 NKY 指数	13.96	14.61	1.44	-
法国 CAC 指数	10.99	10.03	1.66	1.51
德国 DAX 指数	10.57	10.22	1.56	1.47
英国富时 100 指数	10.80	10.49	1.98	1.89
恒生指数	12.67	13.58	2.16	1.94

数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心，
注：截至 2008 年 3 月 31 日

第二，在经历了连续调整后，A/H 股价差重新收窄，其中大市值、高权重的股票相对 H 股的溢价率重新回到了 20%(表 2)，与 2005 年熊市底部的水平相当。

表 2 A/H 上市公司比较

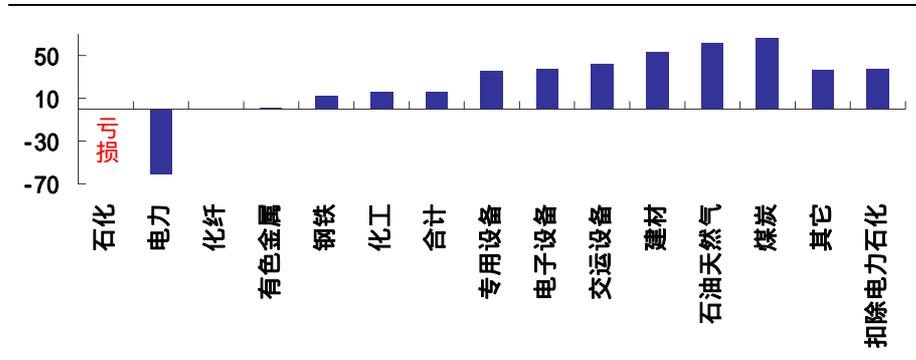
上市公司	港股收盘价 (港元)	A 股收盘价 (元)	A 股溢价比(%) (经过汇率换算)
中国平安	55.15	52.91	6.37
海螺水泥	53.45	53.50	10.98
中国人寿	26.75	28.27	17.17
宁沪高速	7.00	7.59	20.22
鞍钢股份	17.76	19.40	21.11
交通银行	9.09	9.99	21.85
青岛啤酒	23.00	25.60	23.41
工商银行	5.42	6.13	25.40
中海发展	24.45	27.89	26.47
建设银行	5.81	6.81	29.96
招商银行	26.95	32.17	32.35

数据来源：Wind，安信证券研究中心
注：截至 2008 年 3 月 31 日

第三，本轮股市调整与 1993-1994 年、2004-2005 年最大的不同在于企业盈利的变化方向，前两次调整都是在实体经济产能开始释放，供需由供不应求向供求平衡转换的拐点上，这样紧缩政策导致企业盈利的下降将是立竿见影的；而当前国内宏观经济的

主要特征是供不应求和 PPI 不断攀升，企业盈利能力仍能保持较高的增长。从最新公布的工业企业盈利数据来看，扣除价格管制行业，工业企业盈利增速达到 37%(图 10)，在考虑税收调整的影响，以及钢铁行业数据受到不断退出小企业的拖累，我们认为上市公司一季度的业绩增长将好于市场预期。

图 10 2008/1-2 工业企业利润总额增速(%)



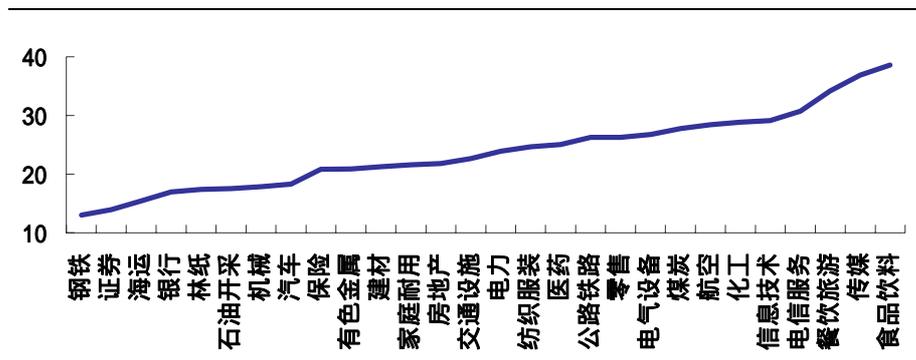
数据来源：统计局，安信证券研究中心

因此，二季度我们对市场的预期并不悲观，并强烈建议投资者积极把握反弹带来的投资机遇。当然，反弹结束后市场仍然需要对新的估值中枢进行确认，如果届时信贷放松，或者由于低 ROE 企业的退出降低实体经济对资金的需求，并带来全社会资金层面的缓解，我们预期市场将在 25 倍左右的估值水平达致新的均衡(类似的情形发生在 1997-1998 年)，但如果信贷仍然紧张并带来融资成本的持续上升压力，毫无疑问估值中枢将重新向下摆动。

4. 投资策略与行业配置

我们建议二季度投资策略立足于市场反弹，选择低估值(图 11)、业绩增长有保障的行业。我们首选的配置行业是保险、银行(表 3、表 4)；其次是业绩可能超预期的周期性行业，如钢铁、建材；主题投资方面，我们继续看好资源及其替代品，如煤炭、化工。需要特别说明的是，如果数量化信贷控制贯穿全年，投资品价格可能将在三季度后出现重大拐点，我们将密切关注 PPI 的变化。

图 11 A 股行业 2008 年 PE 比较



数据来源：Wind，安信证券研究中心

表 3 保险公司内涵价值

公司	每股内含价值	每股新业务价值	隐含新业务价值倍数	估值	4/1 收盘价	溢价率
中国人寿	10.89	0.58	48.76	22.39	27.98	24.97
中国太保	11.53	0.49	36.65	28.34	25.27	-10.83
中国平安	28.20	1.01	25.95	63.38	53.35	-15.83

数据来源：安信证券研究中心，投资收益率与贴现率采用公司原始假设，新业务价值为 20 倍
参见保险行业分析师相关报告《强市更强，弱市不弱》2008 年 3 月 7 日

表 4 银行股估值

	4/1 收盘价	PE		PB	
		2007 年	2008 年	2007 年	2008 年
招商银行	31.69	33.01	21.41	6.95	5.54
浦发银行	35.35	28.28	15.57	5.23	3.65
民生银行	10.65	24.77	15.43	3.28	2.73
华夏银行	13.61	26.69	17.01	4.29	3.62
深发展	27.91	25.84	17.02	5.11	3.52
中信银行	6.89	36.26	24.61	3.61	3.20
工商银行	6.00	25.00	17.14	3.75	3.26
中国银行	4.89	22.23	15.77	2.91	2.59
建设银行	6.88	22.19	15.64	3.87	3.28
交通银行	9.99	24.37	16.93	3.48	3.10
南京银行	14.11	30.67	22.40	2.66	2.45
宁波银行	13.95	38.75	27.35	4.36	3.90
北京银行	13.86	28.88	20.09	3.31	2.94
兴业银行	35.93	22.74	15.49	4.93	4.01
平均		27.83	18.70	4.12	3.41

数据来源：Wind，安信证券研究中心
注：盈利数据采用 wind 一致预期

行业配置与组合参见表 5。

表 5 行业配置与投资组合

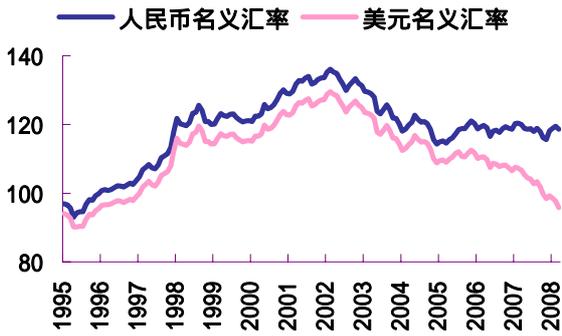
行业	基准	超配	标配	低配	重点公司
银行	14.19	15.70			招商银行、北京银行、宁波银行、南京银行、兴业银行
运输	8.82	10.07			中远航运、中海发展、南方航空、中国国航、上海机场、大秦铁路
石油与天然气	3.22			1.69	中国石油
房地产	7.24		7.24		金融街、万科、保利地产
钢铁	8.27	8.95			武钢股份、宝钢股份、新兴铸管、三钢闽光
公用事业	5.97		5.97		金山股份、国电电力、长江电力
有色金属	6.27		6.27		宝钛股份、神火股份
证券	3.65			3.10	中信证券、吉林敖东
煤炭	6.11	6.51			开滦股份、平煤天安、兖州煤业、潞安环能
装备制造	4.56		4.56		山推股份、中联重科
食品饮料	4.64			2.42	贵州茅台
零售业	3.84	5.63			苏宁电器、东百集团、银座股份
保险	2.36	2.59			中国太保、中国人寿、中国平安
化工	3.28	3.69			烟台万华、华鲁恒升、柳化股份
汽车与零部件	2.26		2.26		一汽轿车、一汽夏利
电信服务	1.69	2.30			中国联通
家庭耐用消费品	1.94			1.62	格力电器、青岛海尔、美的电器
医疗保健	1.38	1.90			白云山、健康元
综合类	1.75			0.00	
建材	0.97	1.56			海螺水泥、冀东水泥、福耀玻璃、四川双马
信息技术	1.06		1.06		亿阳信通、华胜天成
电子元器件	0.69			0.47	浙江阳光
纺织服装	0.99			0.00	
电气设备	1.40			1.02	思源电器
传媒	0.86		0.86		新华传媒、博瑞传播

通信设备	0.78		0.78	中兴通讯、亨通光电
旅游	0.58	1.09		中青旅、桂林旅游
建筑工程	0.56	0.58		中国玻纤
纸与林木产品	0.46		0.11	大亚科技、吉林森工
商业服务与用品	0.18		0.00	

资料来源：安信证券研究中心

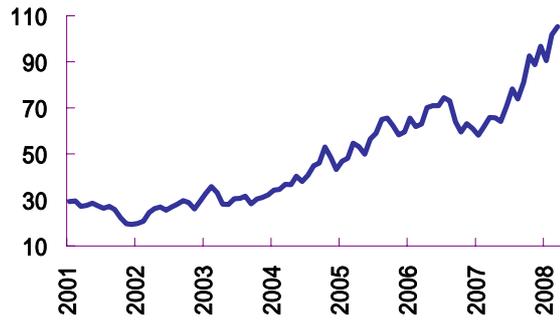
注：行业权重基准时间为 2008 年 3 月 31 日

附图 1 人民币与美元名义汇率



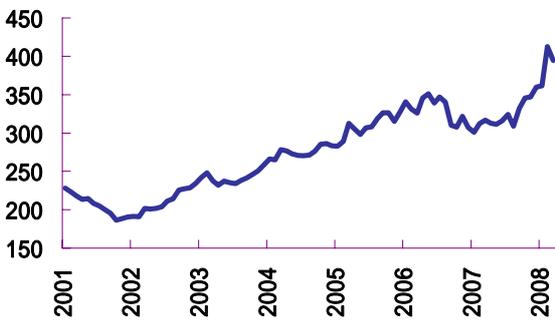
数据来源：CEIC，安信证券研究所

附图 2 原油期货价格(美元/桶)



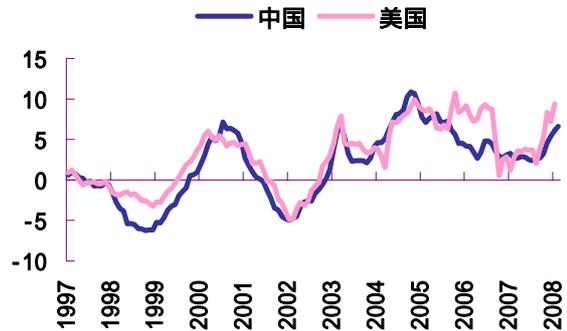
数据来源：Bloomberg，安信证券研究所

附图 3 CRB 商品价格指数



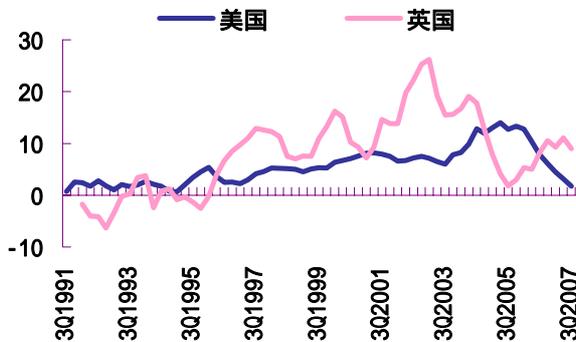
数据来源：Bloomberg，安信证券研究所

附图 4 中美 PPI(%)



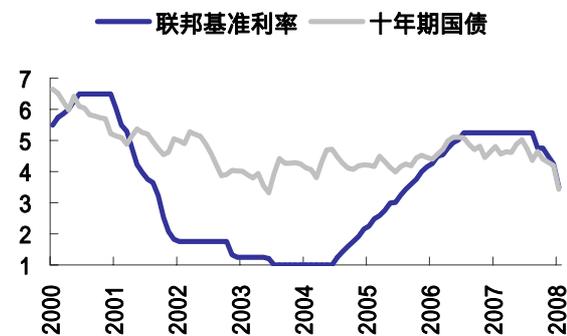
数据来源：Bloomberg，安信证券研究所

附图 5 英美房价同比涨幅(%)



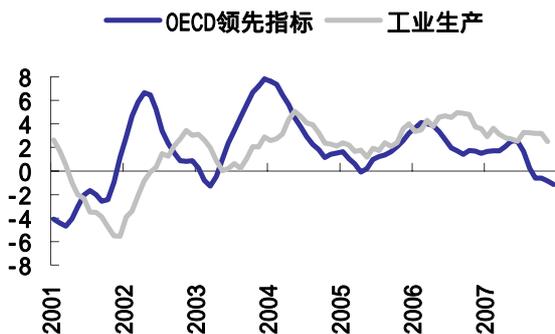
数据来源：Bloomberg，安信证券研究所

附图 6 美国利率水平(%)



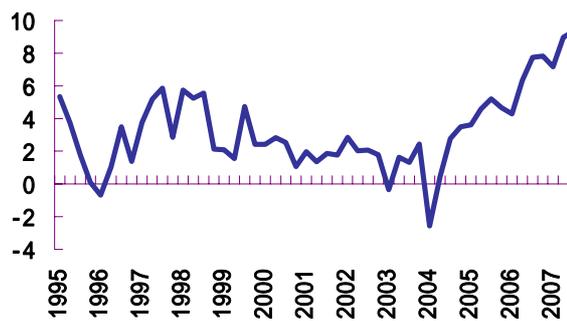
数据来源：Bloomberg，安信证券研究所

附图 7 OECD 领先指标与工业生产(%)



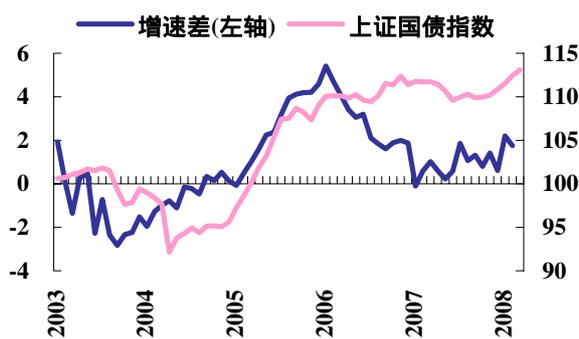
数据来源：OECD，安信证券研究所

附图 8 中国贸易顺差占 GDP 比重(%)



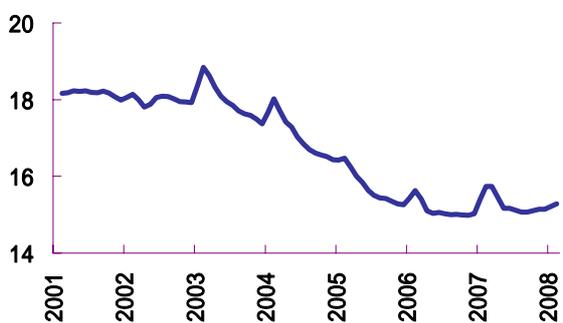
数据来源：CEIC，安信证券研究所

附图 9 货币信贷增速差(%)与国债指数



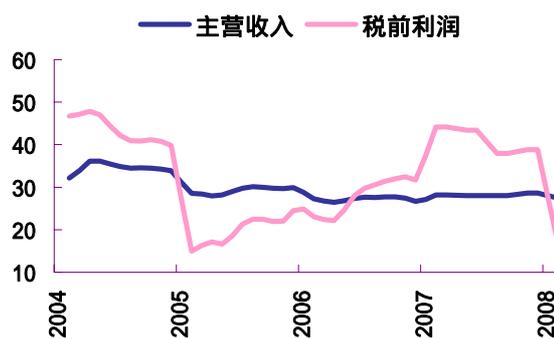
数据来源：人民银行，上交所，安信证券研究所

附图 11 工业企业毛利率(%)



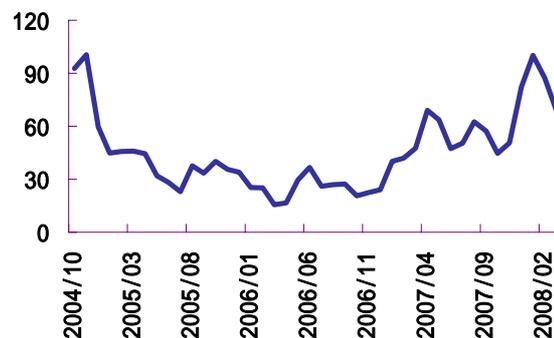
数据来源：CEIC，安信证券研究所

附图 10 工业企业营收与税前利润(%)



数据来源：CEIC，安信证券研究所

附图 12 A/H 溢价比(%)



数据来源：Wind，安信证券研究所

作者简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。
张治，策略分析师，南京大学理学学士、金融学硕士。5年证券、期货投资与研究经验，2007年4月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

评级体系

公司收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

行业收益评级：

- 优于大势 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；
- 同步大势 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；
- 落后大势 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68801216	liangtao@essences.com.cn	021-68801217	zhangqin@essences.com.cn
李国瑞	上海联系人	李昕	北京联系人
021-68801229	ligr@essences.com.cn	010-66581689	lixin@essences.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581668	mazn@essences.com.cn	0755-82558268	panlin@essences.com.cn
何诗钊	深圳联系人	张茜萍	深圳联系人
0755-82558082	hesz2@essences.com.cn	0755-82558089	zhangqp@essences.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essences.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道2028号中国凤凰大厦1栋7层
邮编：518026

上海
上海市浦东南路528号上海证券大厦北塔2008室
邮编：200120

北京
北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编：100034