

## 中港股市估值与展望(2013 年 2 月)

### 要点:

1 月间国内股市继续震荡前行, 上交所上市公司的静态市盈率回升至 12.97 倍, 深交所整体静态市盈率也回升至 23.47 倍, 中小板与创业板的市盈率分为 26.76 倍及 39.75 倍。港股也跟随国内股市继续回升, 市盈率回升至 11.4 倍, 但仍处于历史底部区域。国内债券指数在流动性充沛的环境中也获得上涨, 且到期收益率略有回落, 其中短期债券受资金追捧, 从收益率角度, 目前个主要债券指数到期收益率仍处于历史以来中等或偏高水平, 仍值得投资者关注。

1. A 股整体市场: 开年首月 A 股估值水平持续回升
2. 行业板块: 强周期及部分消费板块估值水平依然处历史偏低水平
3. 港股市场: 股指持续攀升, 市盈率仍接近较低区间
4. 债券市场: 各类债券到期收益率仍维持历史中等偏上水平
5. 展望: 股票具中长期配置价值, 债市仍值得关注

### 分析师

钟恒

电话: 0755-33110979

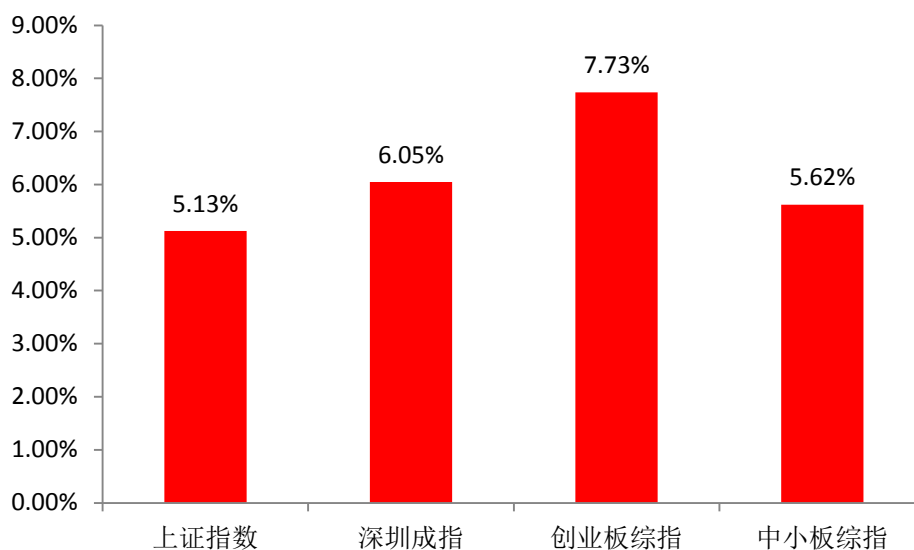
电邮: gavin.zhong@morningstar.com

晨星(中国)研究中心

## 1. A 股整体市场：开年首月 A 股估值水平持续回升

经过上年 12 月的绝地快速反弹后，在开年首月国内股市在经济数据面多空交集，政策面迎来利好，国际经济环境也整体偏暖的背景下继续上扬，但涨幅有所收窄，且不同风格的股票轮动开始加快，其中创业板涨幅较大，1 月指数上涨 7.73%，而上证指数、深圳成指、中小板指数涨幅分别为 5.13%、6.05%和 5.62%。（如图 1 所示）

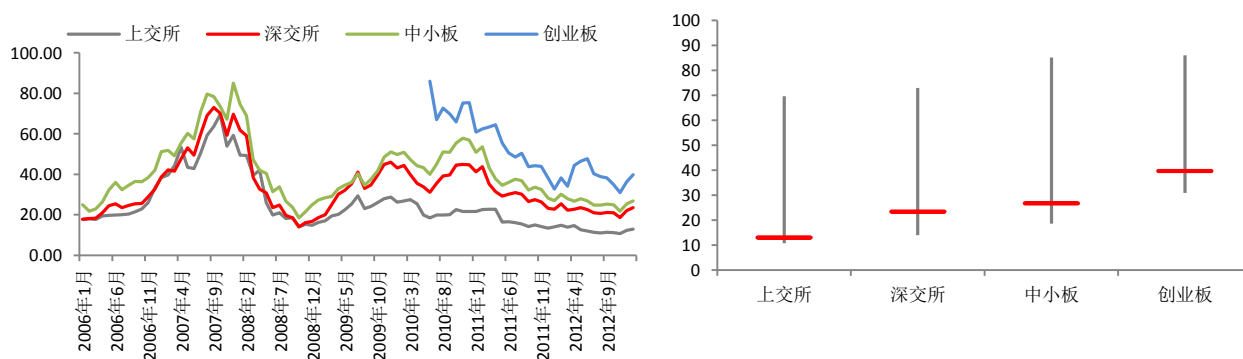
图 1：当月 A 股各市场收益率



数据来源：Morningstar 晨星，数据截止 2013 年 1 月 31 日

从市盈率估值角度看，各大指数均有上浮。1 月末上交所上市公司的静态市盈率为 12.97 倍，比上年 12 月略有提高，但仍处于上交所历史以来的底部区域；而深交所的市盈率也同样回升至 23.47 倍（上月为 22.02 倍），中小板和创业板的市盈率水平分别为 26.76 倍和 39.75 倍，均处于历史以来偏低水平（如图 2 所示）。但横向比较，聚集大量大盘股的上交所市盈率最低。随着经济的企稳、企业盈利水平的改善、政策对传统行业整合的支持、监管层吸引长期资本的政策、更多对冲手段的出现、资本账户的逐步打开均有利于大盘蓝筹股未来估值的改善。

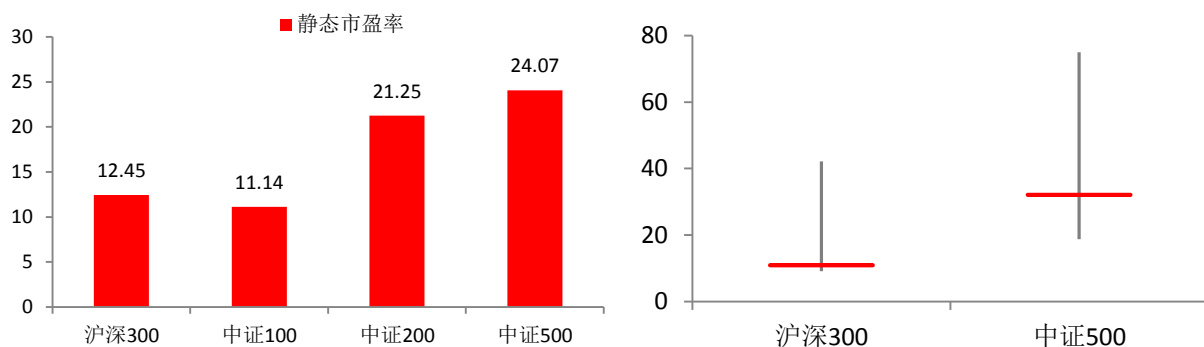
图 2：沪、深、中小板、创业板历史静态市盈率



数据来源：Morningstar 晨星（中国），数据截止 2013 年 1 月 31 日

从中证相关指数来看，沪深 300 指数静态市盈率为 12.45 倍，中证 100、200、500 指数中，成分股以大盘股居多的中证 100 指数估值水平最低，为 11.14 倍，其次为中盘和小盘股偏多的中证 200 和中证 500 指数，静态市盈率分别为 21.25 倍和 24.07 倍。从历史来看，沪深 300 指数当期静态市盈率处于 2005 年指数发布以来的偏低位置，而中证 500 指数则处于 2007 年指数发布以来的相对较低位置。（如图 3 所示）

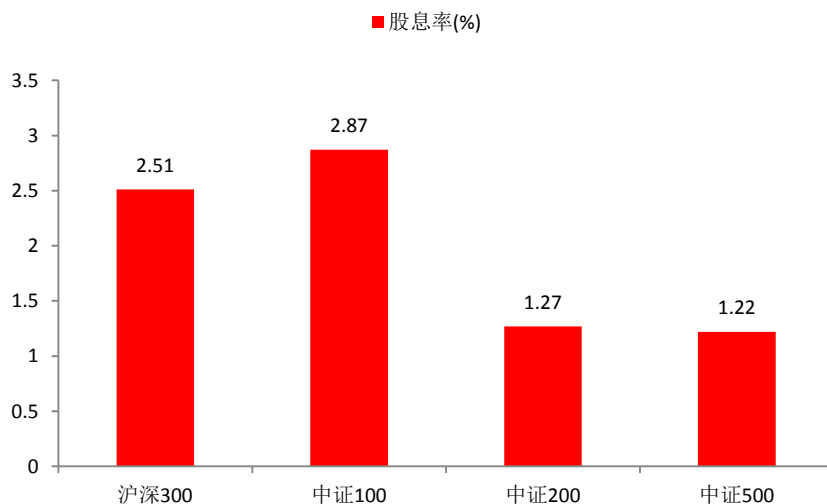
图 3：中证各主要指数当期静态市盈率及历史以来所处位置



数据来源：Morningstar 晨星（中国），数据截止 2013 年 1 月 31 日

在股息率方面，中证 100 指数的股息率 2.87%，接近于一年期定期存款，但较上年 12 月末的 3.03% 有所降低，而中证 200、300 指数的股息率分别为 1.27% 和 1.22%，处于 2011 年 8 月以来的较高水平，两个指数中小盘股票中以成长型股票较多，股息率低于一年定期存款、中证 100 和沪深 300 股息率。（如图 4 所示）

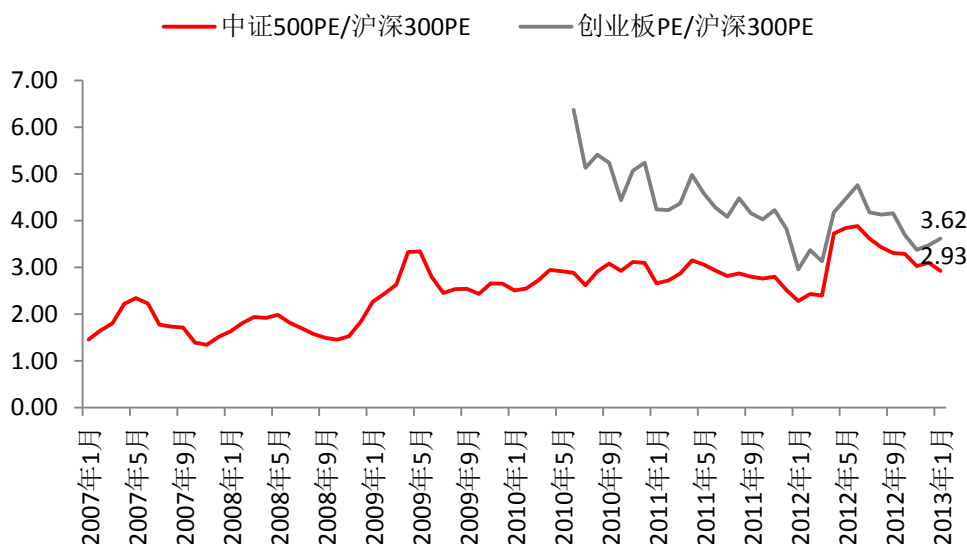
图 4：中证各主要指数当期股息率



数据来源：Morningstar 晨星（中国），数据截止 2013 年 1 月 31 日

从小市值股票与大市值股票的估值的溢价角度来看，创业板与沪深 300 的溢价率为 3.62 倍，处于 2010 年来的相对偏低水平，中证 500 与沪深 300 的溢价率为 2.93 倍，处于 2007 年来的中等偏上水平，简单地比较香港的创业板指数与恒生指数的 1.98 倍市盈率溢价率，国内 A 股中小盘估值水平偏高。（如图 5 所示）

图 5：中小盘、创业板指数与大盘指数 PE 溢价率

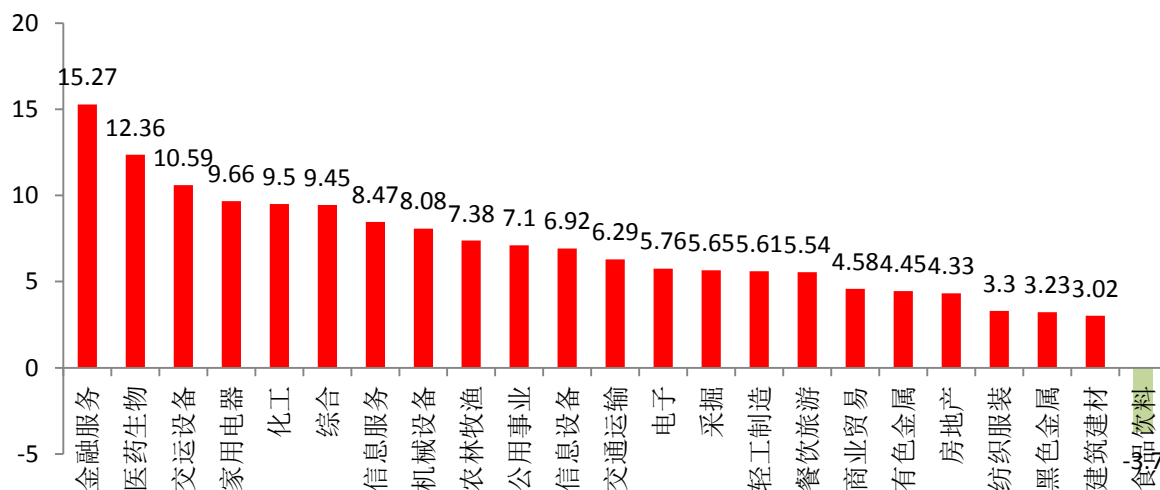


数据来源：Morningstar 晨星（中国），数据截止 2013 年 1 月 31 日

## 2. 行业板块：强周期及部分消费板块估值水平依然处历史偏低水平

1 月份，绝大部分板块均获得不同程度的涨幅，其中，低估值和稳定增长刺激银行股走强，政策利好推动券商股表现突出，使金融服务板块整体涨幅领先。受益生物产业发展规划的落地，医药板块 1 月同样表现不俗。受旺季不旺的销售影响，白酒行业表现不佳拖累食品行业板块表现，成为唯一下跌的板块。（如图 6 所示）

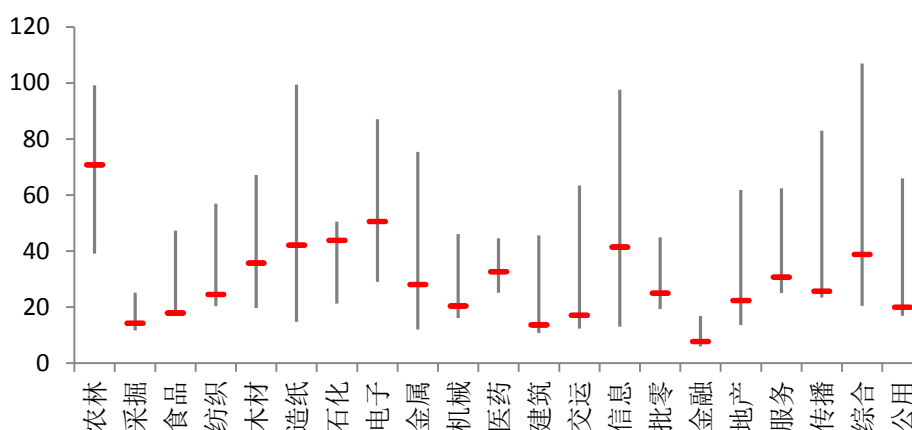
图 6：各行业板块月度涨跌幅



数据来源：聚源、Morningstar，数据截止 2013 年 1 月 31 日

经过这轮的上涨，部分行业市盈率（PE）水平已有提高，与去年年中时绝大部分板块的市盈率处于历史底部不同的是，目前板块在历史估值水平所处位置已出现一定的分化，具体来看周期板块和部分消费类板块估值仍处于历史偏低水平。目前包括采掘、食品、机械、建筑、金融、传播、公用等市盈率仍处于 2009 年以来的较低水平，而医药、电子、信息等板块的估值水平已较去年年中有明显提高。（如图 7 所示）

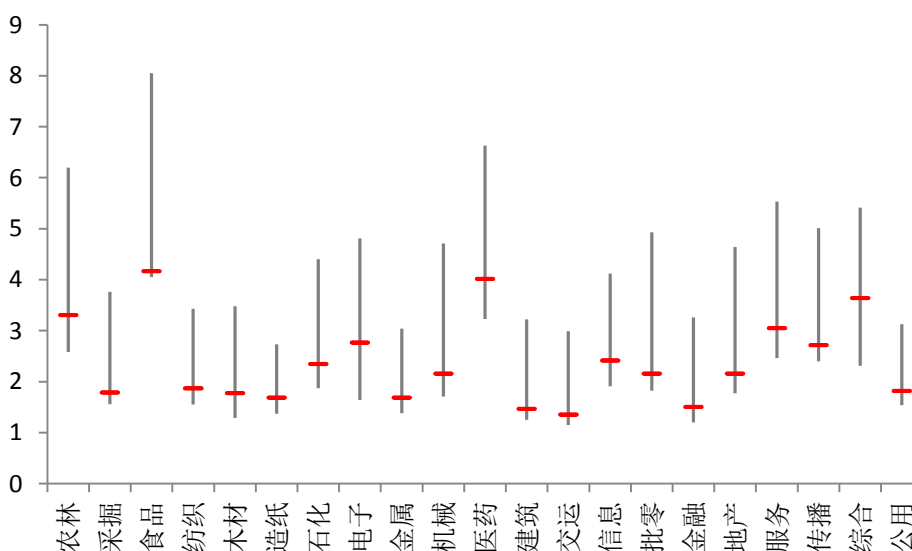
图 7：各行业当期市盈率所处历史水平



数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国），统计区间为 2009 年至今

市净率（PB）同样在本轮上涨中也有一定的提升，但金融、建筑、交运、金属、采掘、公用等主要板块处于 2 倍以下，且处于历史以来比较低的水平。（如图 8 所示）

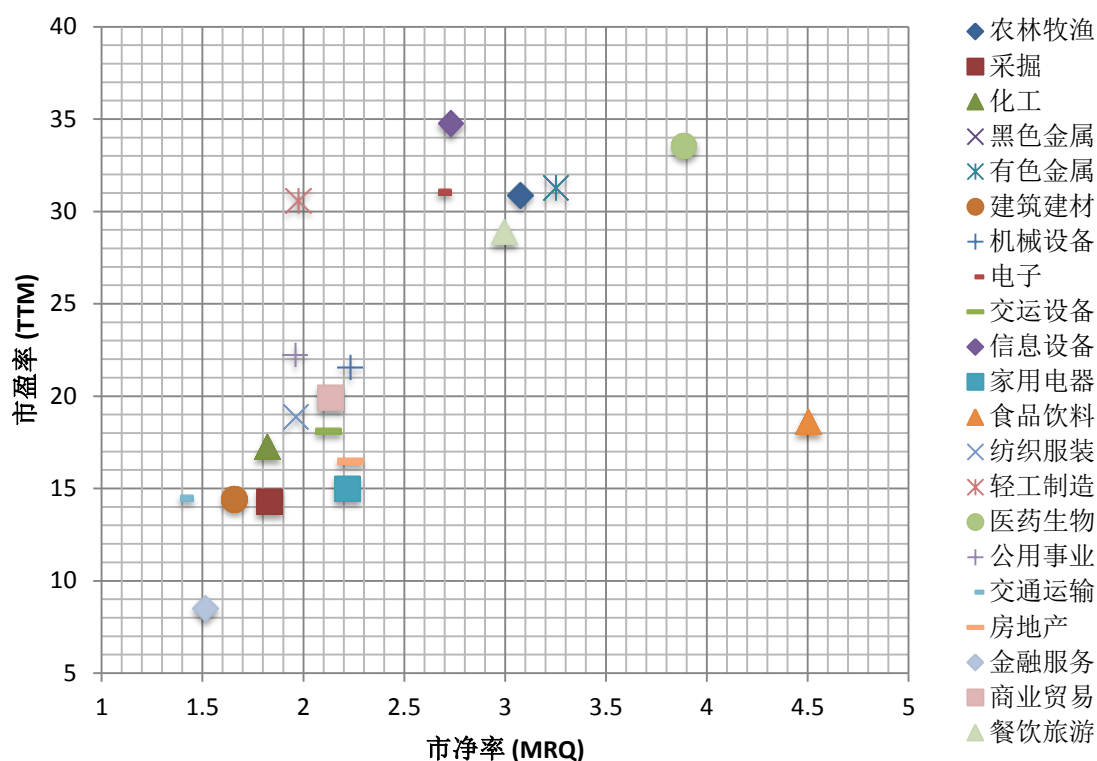
图 8：各行业当期市净率所处历史水平



数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国），统计区间为 2009 年至今

同时从市净率和市盈率两个维度比较,整体上看,传统性行业估值水平相对偏低,尽管金融、地产、建材等强周期板块在过去两个月内涨幅较大,其市净率和市盈率仍处于 23 个行业中的偏低水平;相反一些新兴板块、高成长性行业如电子、信息技术、旅游、农林等板块的估值水平较高(如图 9 所示)。此外,在图最右上角的是医药生物板块,反映市场预期医药板块未来带来更高的收益。

图 9: 证监会行业估值分布图

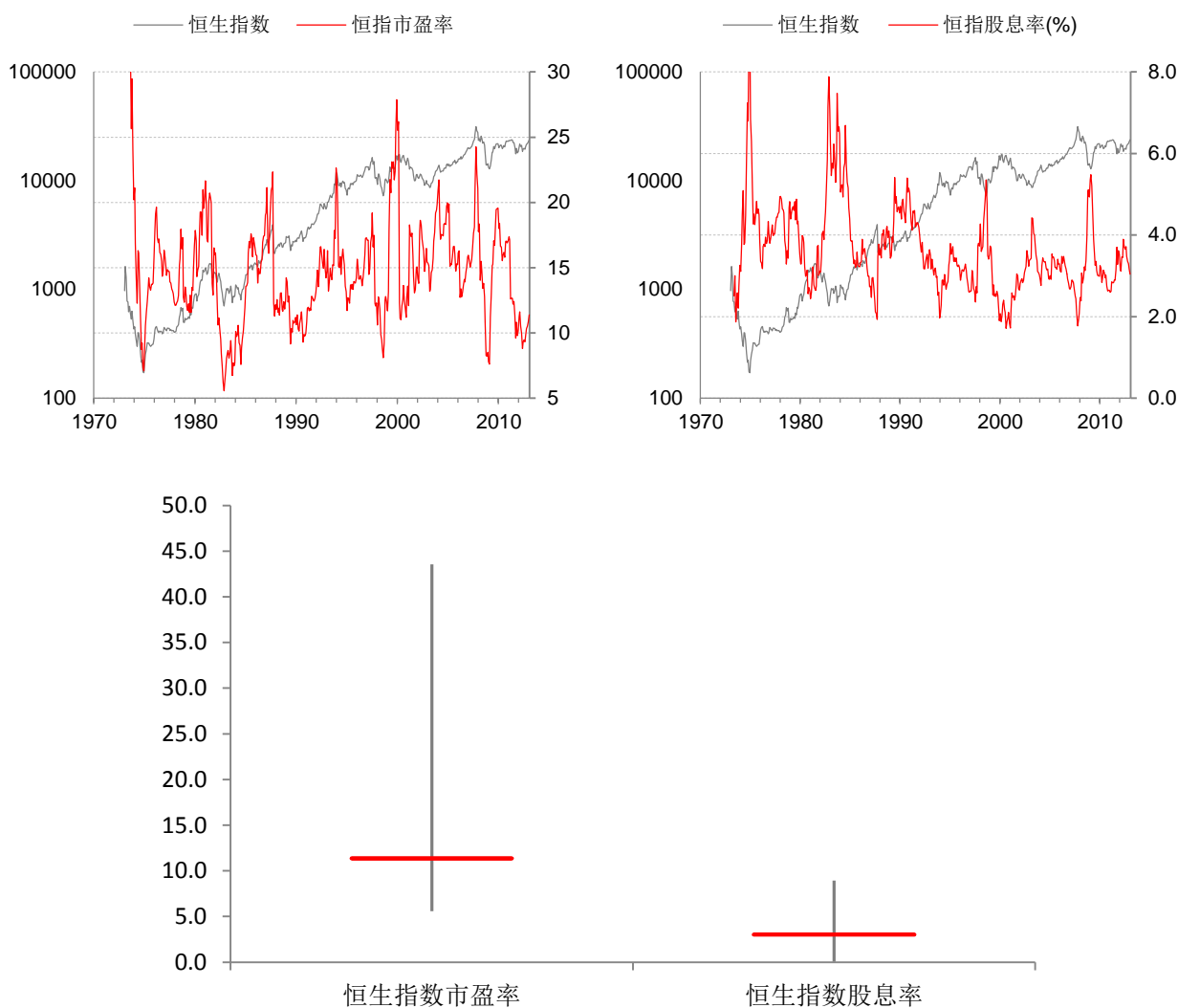


数据来源: 聚源、Morningstar 晨星 (中国)

### 3. 港股市场: 股指持续攀升, 市盈率仍接近较低区间

1 月份, 在外围经济环境略有改善、国内股市绝地反弹、流动性充沛的环境下, 港股承接 12 月升势继续攀升, 恒生指数报收 23729.5 点, 累计上涨 4.73%。估值水平也有所回升, 恒生指数 1 月末市盈率为 11.9 倍 (上期为 10.9 倍), 股息率为 3.04%, 较上期下跌 0.14 个百分点。从历史来看, 目前恒生指数市盈率仍处于较低水平, 而股息率则处于历史中轴。(如图 10 所示)

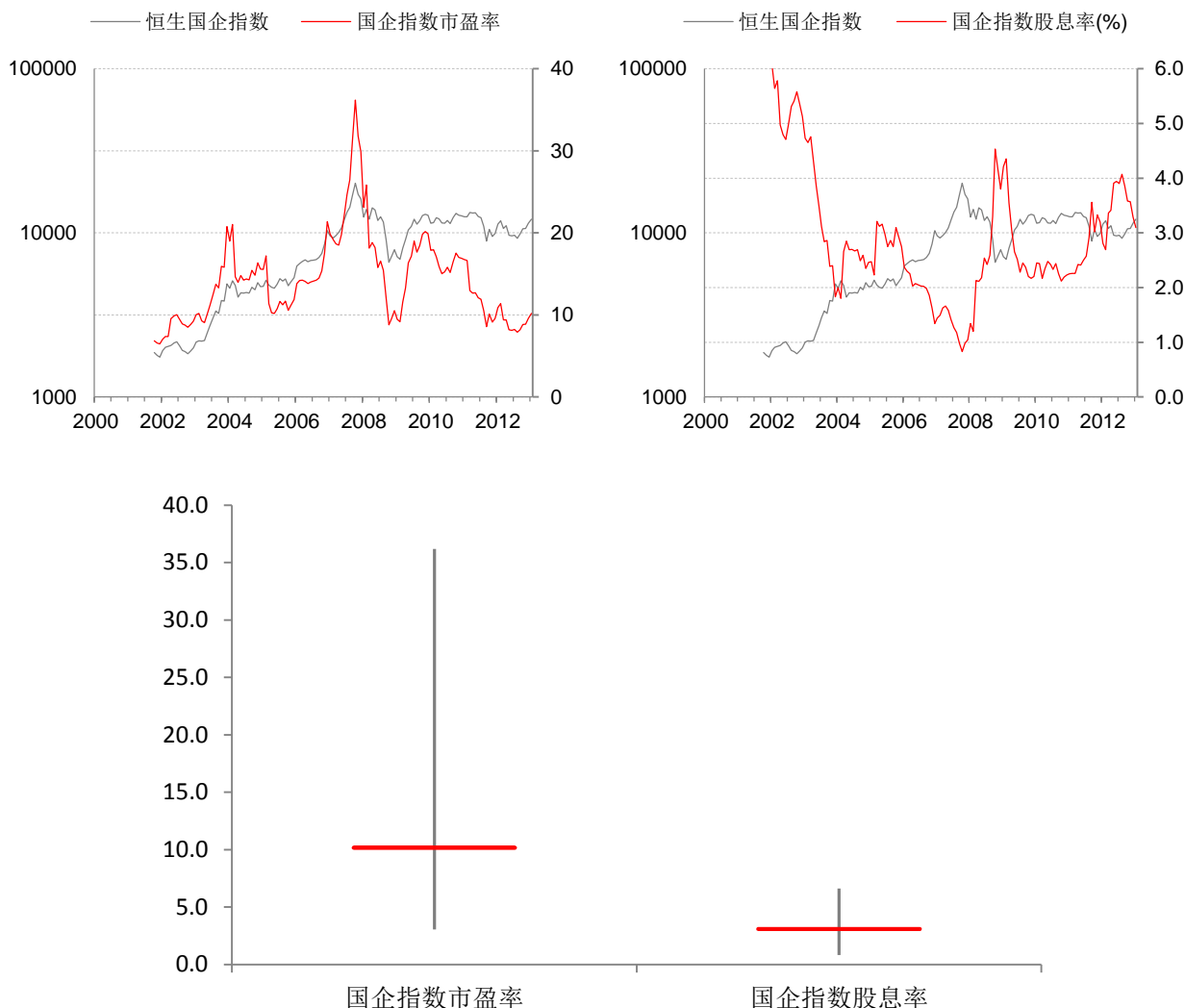
图 10：恒生指数历史市盈率与股息率



数据来源：恒生指数、Morningstar 晨星（中国），数据截止 2013 年 1 月 31 日

在国企股方面，在 1 月 A 股持续攀升的带动下，恒生国企指数报收 12130.6 点，上涨 6.1%，涨幅好于恒指。1 月末，其对应市盈率为 10.2 倍（上期为 9.6 倍）；股息率为 3.1%，较上期回落 0.19 个百分点。从历史来看，虽然恒生国企指数经过最近两个月的上涨，1 月末估值水平有所回升，但恒生国企指数市盈率仍在历史偏低水平，股息率处于历史中等水平。（如图 11 所示）

图 11：恒生国企指数历史市盈率及股息率



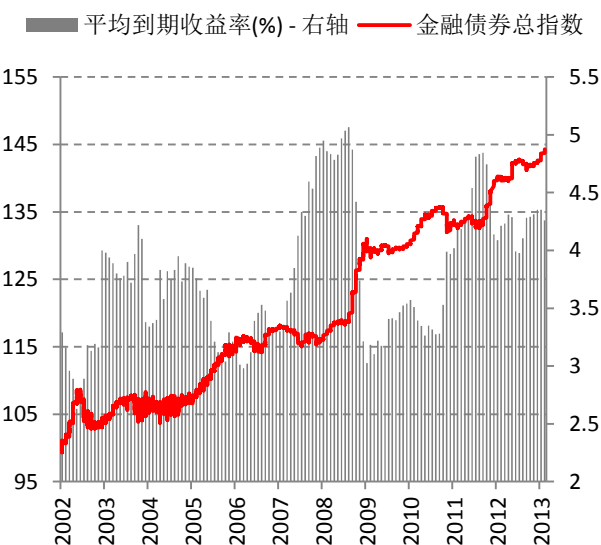
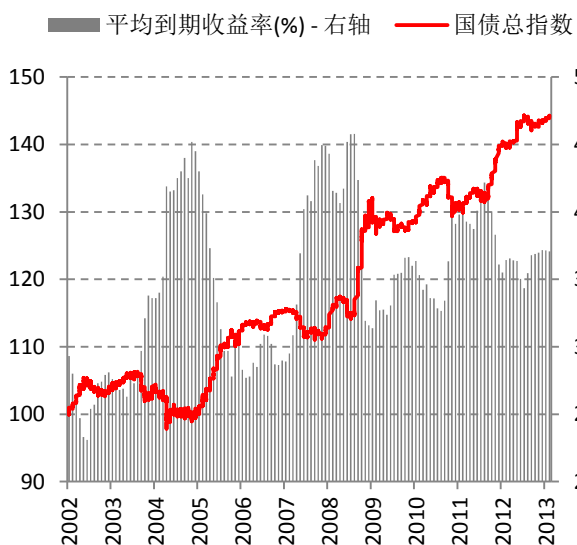
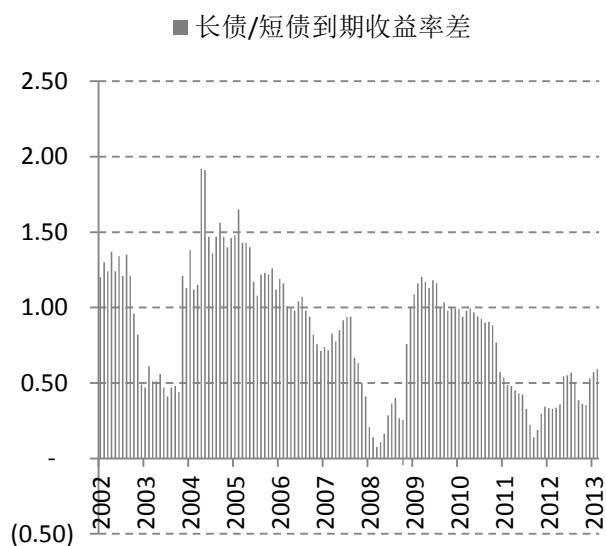
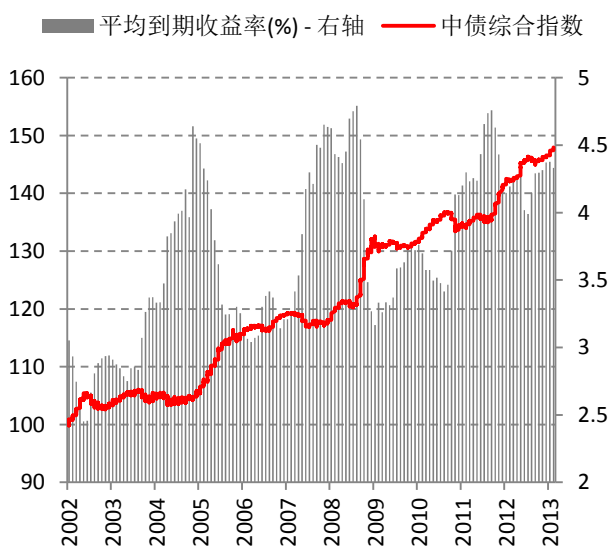
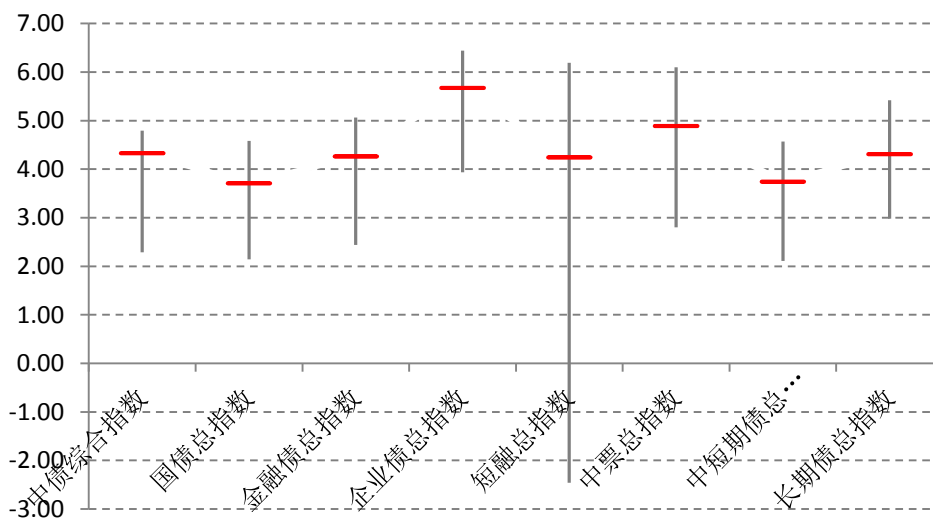
数据来源：恒生指数、Morningstar 晨星（中国），数据截止 2013 年 1 月 31 日

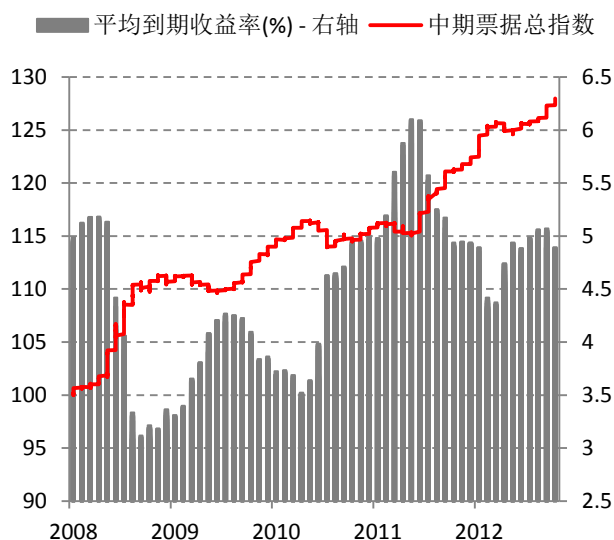
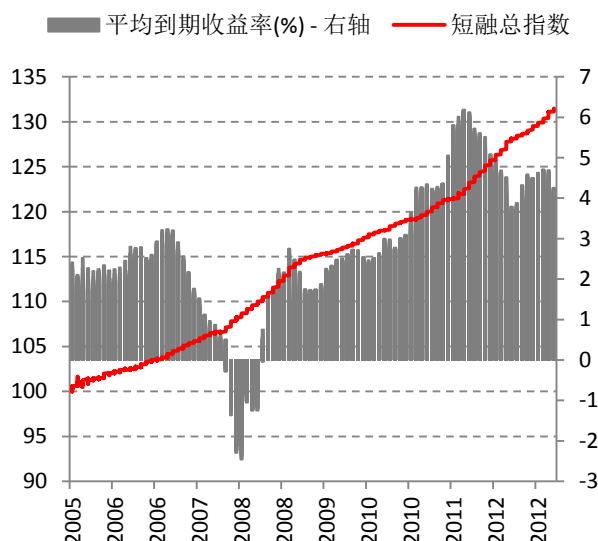
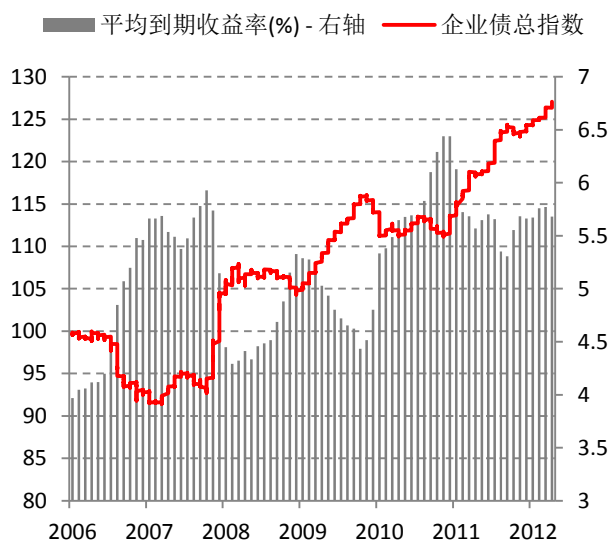
#### 4. 债券市场：各类债券到期收益率仍维持历史中等偏上水平

1 月份，市场资金充裕，各类债券指数获得不同程度的上涨。中债综合指数上涨 0.48%，其中，中短债指数涨幅好于长期债券，中国中短债指数上涨 0.45%，长期债券指数上涨 0.23%，由此长期和中短期债券利差有所拉大，但仍处于历史偏下水平。在券种方面，企业债指数涨幅较大，其次是金融债和国债。在指数带动下，各债券指数收益率也随之下降，1 月末中债综合指数到期收益率为 4.33%，其中信用债方面，企业债指数、中期票据到期收益为 5.68% 和 4.89%，在利率产品中，金融债和国债指数到期收益率为 4.26% 和 3.71%。从历史角度来看，当期各大债券指数到期收益率基本处于历史以来中等或偏高水平，仍值得投资者关注。（如图 12 所示）



图 12：当期各大债券指数到期收益率所处历史水平





数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国），数据截止 2013 年 1 月 31 日

## 5. 展望：股票具中长期配置价值，债市仍值得关注

经济见底回暖迹象明显，企业盈利水平有望回升，但在经济结构调整，传统行业和新兴行业交替影响 GDP、企业盈利回升速度，以及新政明朗化和新股的供给增大等因素的作用下，未来股市更多的是震荡格局，结构性行情，但具体从估值角度来看，A 股依然具有较好的中长期配置价值，值得投资者长期关注。在债券市场方面，目前大多数券种的到期收益率处于历史中等偏上水平，依然有吸引力，但由于市场对经济触底未来通胀将温和上涨已基本形成一致预期，央行对利率下调空间减少，对利率产品会产生一定的影响，而信用债则需要关注信用风险的突发事件带来的波动。

## 图表索引

图 1: 当月 A 股各市场收益率 .....	2
图 2: 沪、深、中小板、创业板历史静态市盈率 .....	2
图 3: 中证各主要指数当期静态市盈率及历史以来所处位置 .....	3
图 4: 中证各主要指数当期股息率 .....	3
图 5: 中小盘、创业板指数与大盘指数 PE 溢价率 .....	4
图 6: 各行业板块月度涨跌幅 .....	4
图 7: 各行业当期市盈率所处历史水平 .....	5
图 8: 各行业当期市净率所处历史水平 .....	5
图 9: 证监会行业估值分布图 .....	6
图 10: 恒生指数历史市盈率与股息率 .....	7
图 11: 恒生国企指数历史市盈率及股息率 .....	8
图 12: 当期各大债券指数到期收益率所处历史水平 .....	9