

中港股市估值与展望（2012 年 5 月）

2012 年 5 月 2 日

要点：

4 月，沪深两市基本收复上月失地，中小板与大盘股之间差距继续缩小。上交所上市公司的历史市盈率微升至 14.7 倍，上证 180 指数则升至 12.8 倍，深交所整体历史市盈率则升至 22.8 倍，中小板与创业板的市盈率分为 26.7 倍及 31.3 倍；相信沪深两市仍有较好的投资机会。港股则呈现 V 型反弹，市盈率为 10.0 倍，未来仍具备良好投资价值。

1. 沪深两市收复上月失地，股市估值整体回归趋势不变
2. 港股 V 型反弹，整体估值仍较 A 股更具吸引力
3. 债市继续回稳，可转债随股市小幅上涨
4. 展望

分析师

孙振宁

电话：0755 3311-0957

电邮：frank.sun@morningstar.com

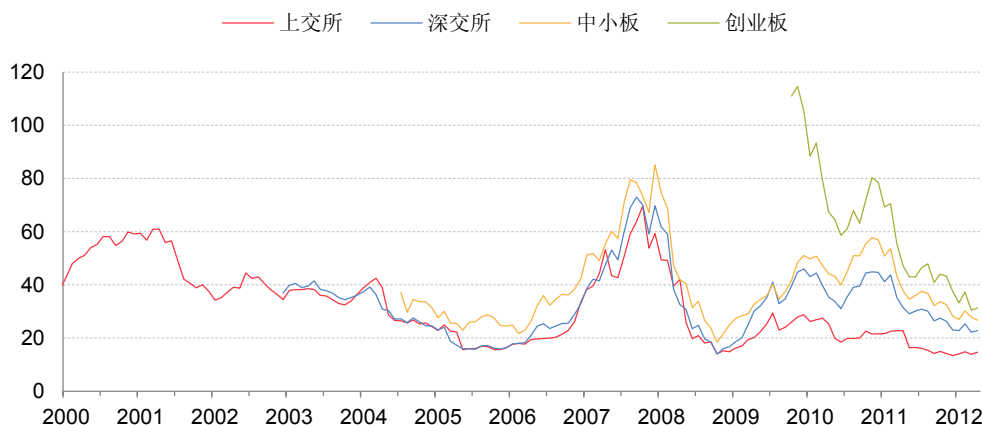
晨星（中国）研究中心

1. 沪深两市收复上月失地，股市估值整体回归趋势不变

随着一季度经济数据的公布，投资人对今年一季度经济下滑的预判也得到了确认；但与此同时，而信贷以及货币增速为之后为实体经济的回暖提供了流动性的支持，更多的投资者开始憧憬二季度经济触底之后的反弹。政策面上，证监会郭树清主席的多项改革仍在全力推进中，这也开始逐步重构投资人的信心。作为先行指标的股市在二季度首月正是反映了投资人的良好预期。截止到4月末，上证指数与深圳成指均大幅上涨，基本回收了3月份的失地；其中上证指数收报2396.3点，上涨5.9%，深证成指收报于10180.4点，涨幅更大，达8.2%，中小板和创业板则由于整体年报数据并不理想，升幅有限，仅分别上升了4.2%与1.6%。

目前，上交所上市公司的历史市盈率为14.7（上月为13.9），上证180指数历史市盈率为12.8倍，深交整体市盈率则为22.8倍（上月为22.2），其中中小板的整体市盈率略降26.7倍，创业板历史市盈率则微升至31.3倍。从下图中，我们不难看出中国股市市盈率整体回归的趋势仍持续，中小板和创业板等成长型股票的估值正在向理性区间回归。

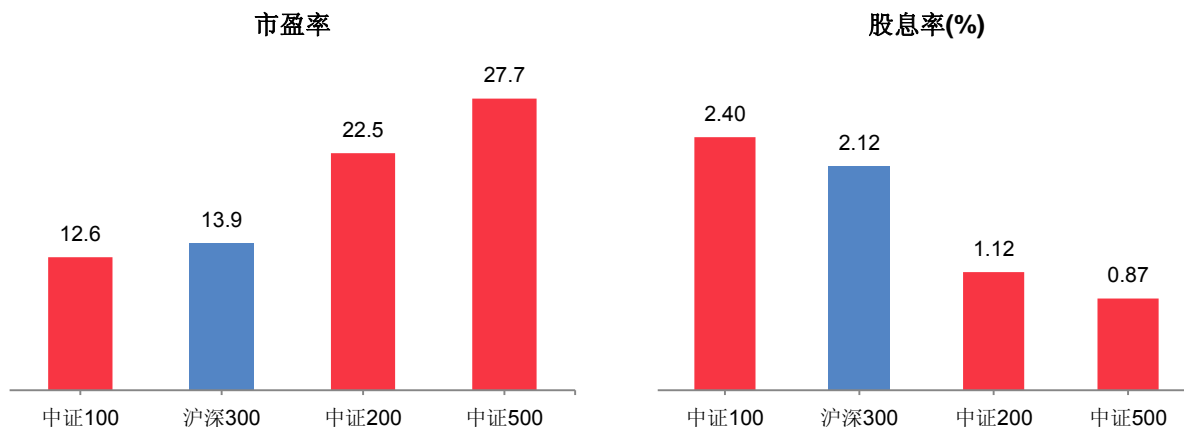
图1： 中国股市历史市盈率



数据来源：上交所、深交所、Morningstar 晨星（中国）

而从中证相关指数来看，中证100、中证200、和中证500指数的市盈率分别为12.6倍、22.5倍、和27.7倍，沪深300指数的市盈率则为13.9倍（图2），相对上月均稍有提高。但四者的股息率继续维持偏低水平，分别为2.40%、1.12%以及0.87%，以及2.12%。

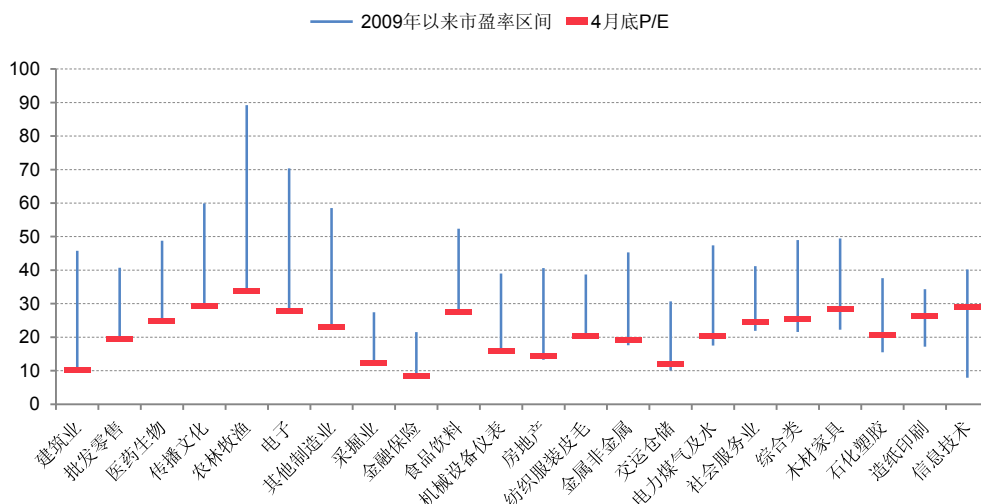
图2： 中证系列指数及沪深300 估值情况



数据来源：中证指数有限公司, Morningstar 晨星（中国）

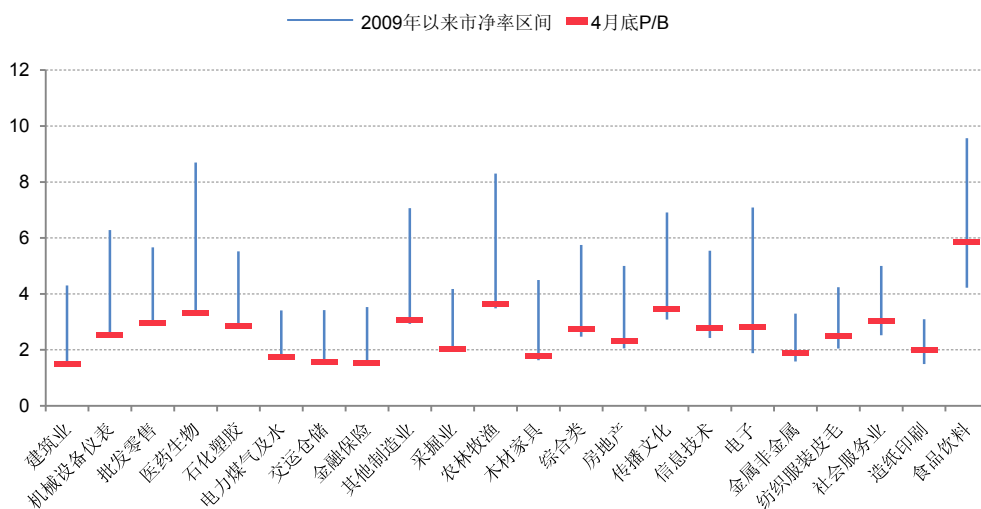
4 月间，地产、综企、食品、建筑以及批发零售等行业领涨，涨幅均超过了 8%，其中房地产和建筑板块由于受到政策的刺激涨幅最大，事实上年初至今，地产板块的涨幅已经超过了 25%；而食品批发零售等大消费行业也同样在小长假前受到资金追捧，涨幅最小的信息行业也上涨了 3.8%。随着 11 年报公布完成，各行业历史市盈率¹继续有所下降，目前仅农林牧渔业的市盈率超过了 30 倍，而金融保险、建筑业、交运仓储、采掘业以及房地产行业的历史市盈率则均在 15 倍以下，金融保险业维持 8.4 倍的极低市盈率。其中建筑业、批发零售、医药生物、农林牧渔、传播文化均处于各自行业市盈率的 09 年以来的最低水平。

图3： 证监会行业市盈率



数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国）

图4： 证监会行业市净率



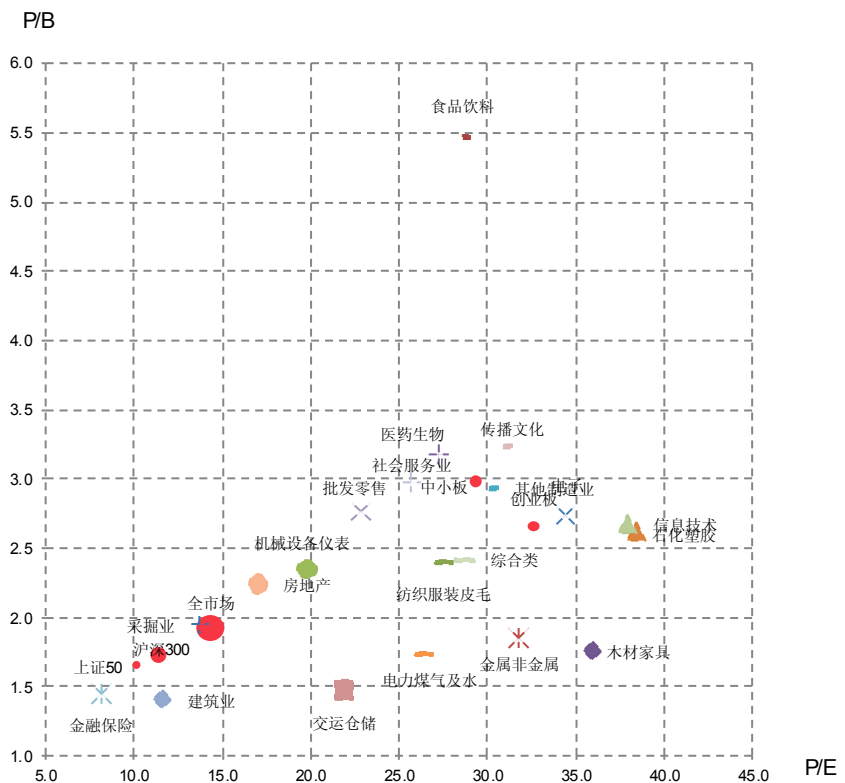
数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国）

市净率方面，建筑业、金融保险、交运仓储、电力煤气及水、木材家具以及金属非金属等行业的市净率不足 2 倍，诸多行业中，仅食品行业的 P/B 较高，达到了 5.9 倍。建筑业、机械设备仪表、批发零售以及医药生物的市净率均处于各自行业 09 年以来的最低值。

¹ 除市盈率（TTM）外，其他市盈率的计算中盈利为上一年年报数据，同时剔除亏损企业。

市盈率（TTM）及市净率的散点图中我们发现各行业估值依旧维持进一步回归趋势，整体估值较去年同期明显较低。

图5： 证监会行业市盈率（TTM）和市净率散点图

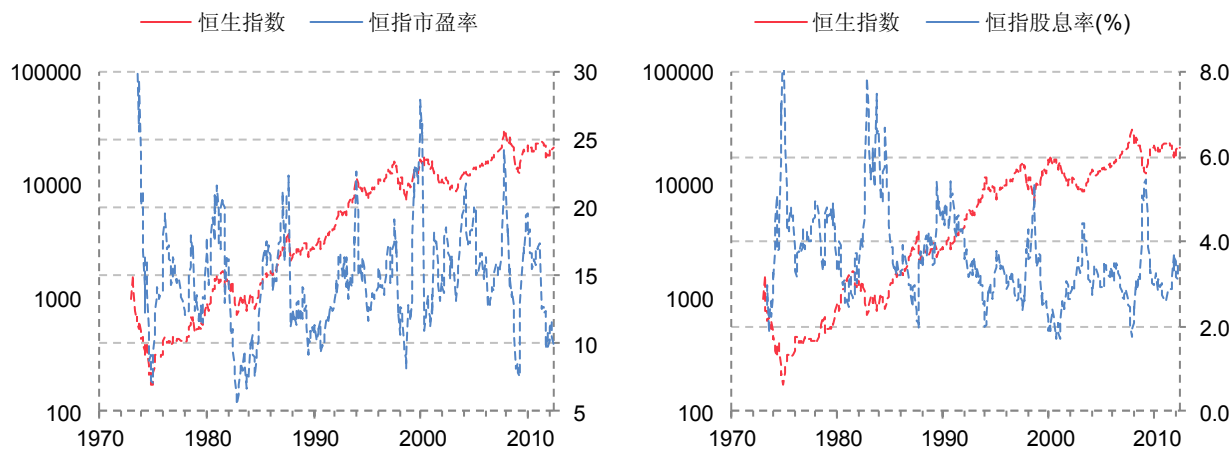


数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国）

2. 港股 V 型反弹，整体估值仍较 A 股更具吸引力

4 月间，环球股市表现并不理想，受到欧债危机持续影响，欧洲伦敦金融时报 100、德国法兰克福 DAX 以及巴黎 CAC40 三大指数在 4 月上中旬均大幅下跌；而美股则由于就业改善情况低于预期等因素也在 4 月上中旬出现较大幅度的回调。

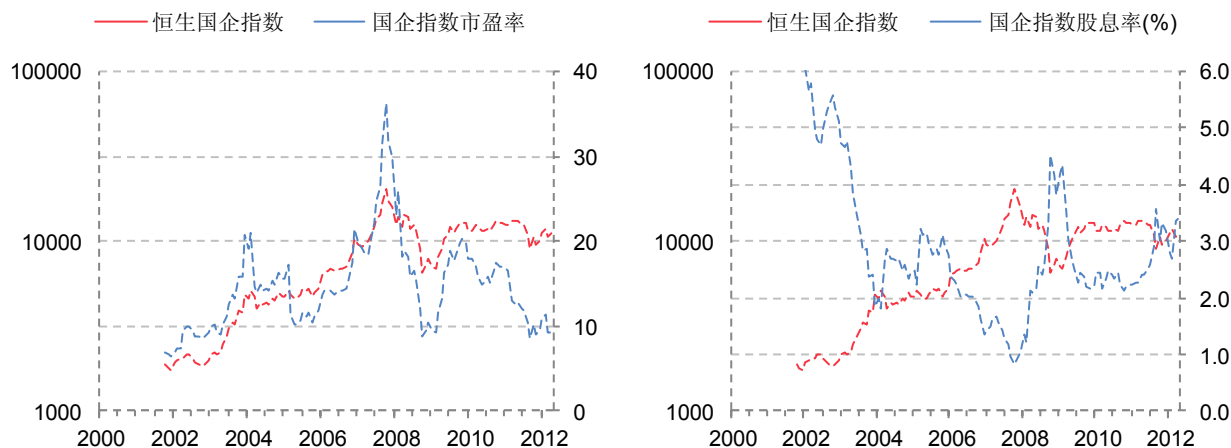
图6： 恒生指数历史市盈率与股息率



数据来源：恒生指数有限公司、Morningstar 晨星（中国）

港股在期间跟随外围市场持续调整，但之后受国内三月信贷以及货币增速数据良好的影响，开始逐步反弹。而月末最后一个交易日，国内期货交易费用降低以及沪深证券交易所和中国证券登记结算公司突然宣布降低国内股票交易的费用使得港股以接近全月高点收官。恒生指数全月上涨 2.6%，收报 21094 点，市盈率为 10.0 倍，股息率与上月相若，为 3.45%，目前港股对投资人仍具备相当吸引力。

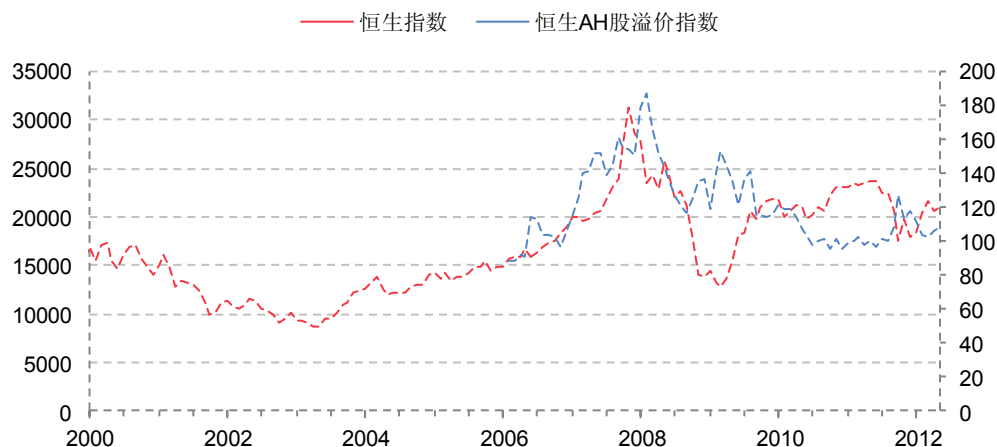
图7： 恒生指数历史市盈率与股息率



数据来源：恒生指数有限公司、Morningstar 晨星（中国）

另一方面，4 月的恒生国企指数收于 11081 点，全月上涨 4.1%，其对应的市盈率为 9.4 倍，股息率为 3.41%。当月的恒生 AH 股溢价指数为 108.0，表明 A 股相对港股的溢价加大。目前恒生国企市盈率继续维持极低区间，具备良好投资价值。

图8： 恒生指数及 AH 股溢价指数



数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国）

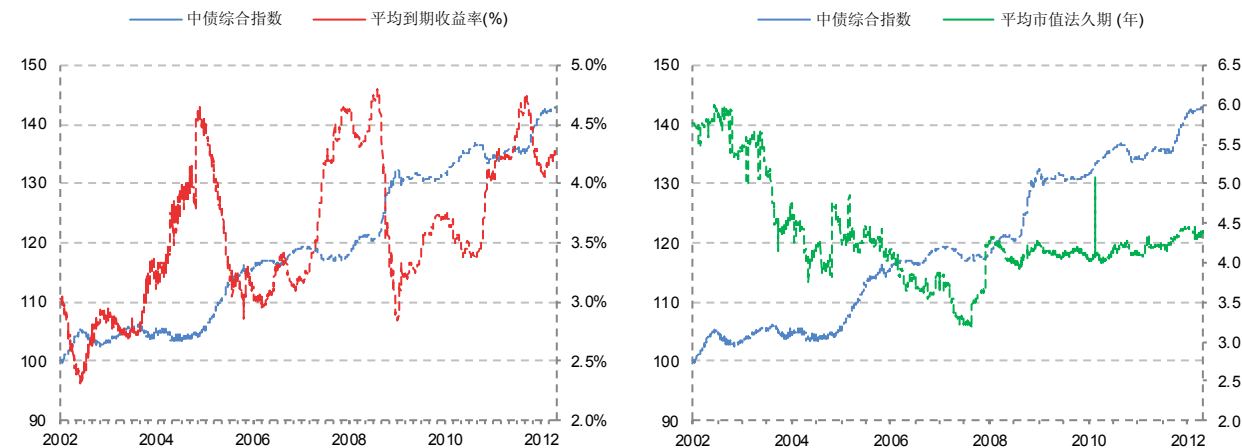
3. 债市继续回稳，可转债随股市小幅上涨

4 月间债市相对靠稳，只是在临近五一小长假前短期利率有小幅上扬，但在节后也已经迅速回落。四月间，由于央票仍未重启发行，再加上资金的连续投放使得债市整体表现依旧稳健。银行间中债综合指数当月上涨 0.2%，平均到期收益率为 4.23%，而平均市值法久期仍为 4.4 年。分类别看，包含银行间国债和金融债的中国债券总指数和企业债总指数分别小幅上涨 0.4% 与 0.3%。目前，中国债券总指数的平均到期收益率为 3.87%，而银行间企业债总指数的平均到期收益率为 5.57%。当

月由于股市上扬，可转债的表现呈现出极大的关联度，中信标普可转债指数上涨了 2.4%。

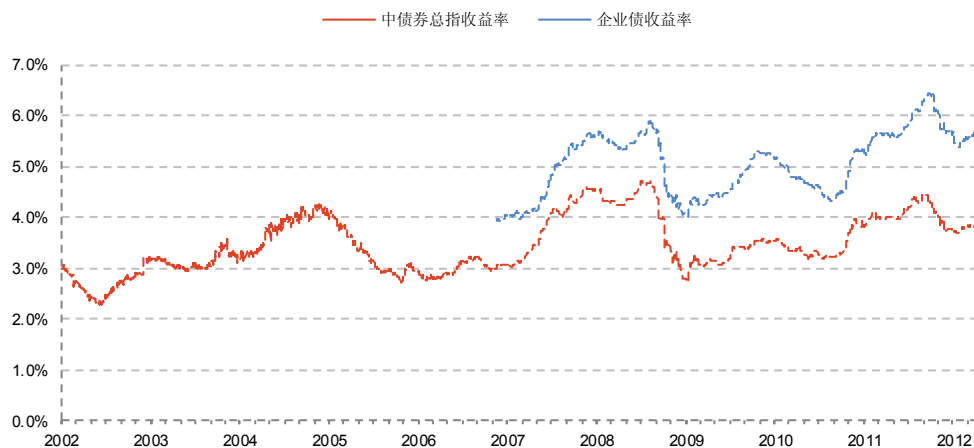
不过 5 月份间，由于正回购到期资金有所减少，市场可能面临短期资金面偏紧的局面。但长远看，央行在 4 月已经明确表明会用各种工具为市场提供足够的流动性支持，晨星认为这将继续对债市有良好的支撑。

图9：中债综合指数的平均到期收益率及平均市值法久期



数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国）

图10：中国债券总指数与企业债指数的平均到期收益率



数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国）

4. 展望

回顾上月观点，我们认为短期内作为领先指标的股市会有一定的受惠，事实上 4 月份股市的上涨已经一定程度上反映了市场的预期。而 4 月 30 日，沪深证券交易所和中国证券登记结算公司宣布，从 6 月 1 日起降低 A 股交易的相关收费标准，总体降幅为 25%。这是监管层在改革过程中释放的明显政策信号，相信有助于继续重构投资人对国内股市的信心，在实体经济基本面无大变化的情况下将对股市继续形成支撑。

而债市方面，5 月份资金面的短期吃紧将成为降准的一个窗口期，我们维持对债市慢牛格局的看法，建议低风险投资人持续关注。

图11: 4 月底中港主要指数市盈率

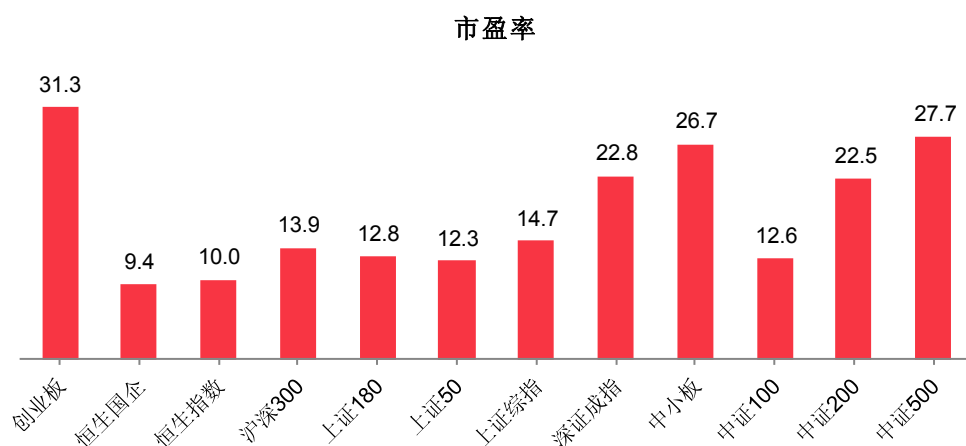


表1: 4 月底中港股市估值水平比较

	指数	市盈率	股息率(%)
恒生指数	21094	10.0	3.45
恒生国企	11081	9.4	3.41
中证 100	2524	12.6	2.40
中证 200	3124	22.5	1.12
中证 500	3665	27.7	0.87
沪深 300	2626	13.9	2.12
上证 50	1823	12.3	-
上证 180	5631	12.8	-
上证综指	2396.3	14.7	-
深证成指	10180.4	22.8	-
中小板综指	5236	26.7	-
创业板综指	685	31.3	-