

中港股市估值与展望（2012 年 1 月）

2012 年 1 月 5 日

要点：

2011 年 12 月，沪深两市再度回落，上交所上市公司的历史市盈率为 13.5 倍，上证 180 指数为 11.5 倍。深交所的整体历史市盈率为 23.1 倍，中小板为 28.3 倍，创业板目前为 37.6 倍。而港股仍维持振荡格局，市盈率为 10.2 倍，股息率有所上升，达 3.53%，具备合理投资价值。国内债市收益率进一步下降，目前仍维持上升通道。

1. 沪深两市估值再度回落，市场投资风险已经偏低
2. 港股交易较为清淡，估值依旧偏低，具良好投资价值
3. 债市持续上扬
4. 展望

分析师

孙振宁

电话：0755 3311-0957

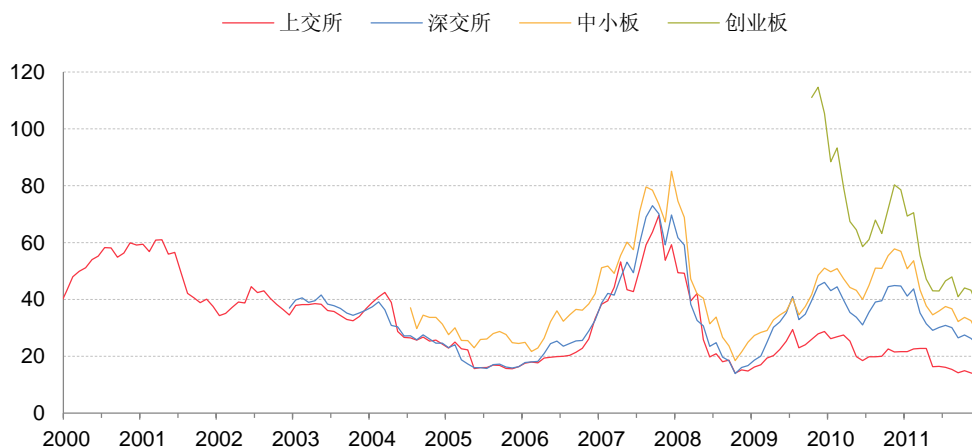
电邮：frank.sun@morningstar.com

晨星（中国）研究中心

1. 沪深两市估值再度回落，市场投资风险已经偏低

整个 12 月，市场并没有带来太多振奋人心的消息。欧美状况持续，短期依然难有起色，而国内市场上，市场调控的延续、对经济下滑的担忧以及创业板退市机制的完善是市场下跌的主要原因。到 12 月末，上证指数收于 2199.4 点，下跌 5.7%；深证成指则收于 8918.8 点，跌幅达 8.0%。而中小板及创业板的跌幅则受到政策影响极大，分别下跌 13.1%与 13.0%。到年末，上交所上市公司的历史市盈率为 13.5 倍，上证 180 指数市盈率为 11.5 倍，均再创历史新低。另一方面，深交所的整体历史市盈率则为 23.1 倍，中小板为 28.3 倍，创业板目前为 37.6 倍，估值均随大市继续回落。

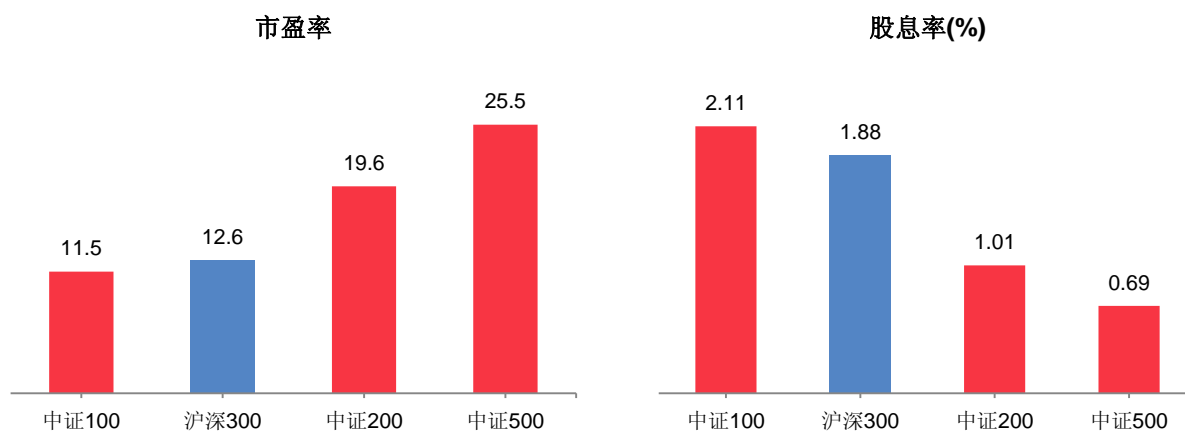
图1： 中国股市历史市盈率



数据来源：上交所、深交所、Morningstar 晨星（中国）

对应于大、中、小盘股票的中证 100、中证 200、和中证 500 指数的市盈率分别为 11.5 倍、19.6 倍、和 25.5 倍，沪深 300 指数的市盈率则为 12.6 倍（图 2），与上月相比，估值均有所回调。而中证三个指数对应的股息率则略有回升，分别为 2.11%、1.01%、和 0.69%，沪深 300 指数的股息率则为 1.88%。目前，大盘股形势依旧，维持在估值偏低的水平，在熊市格局没有明显改观的情况下，大盘股暂不会有起色。而中小盘以及创业板的估值则随着则继续维持相对合理水平，具备一定投资价值。

图2： 中证系列指数及沪深 300 估值情况

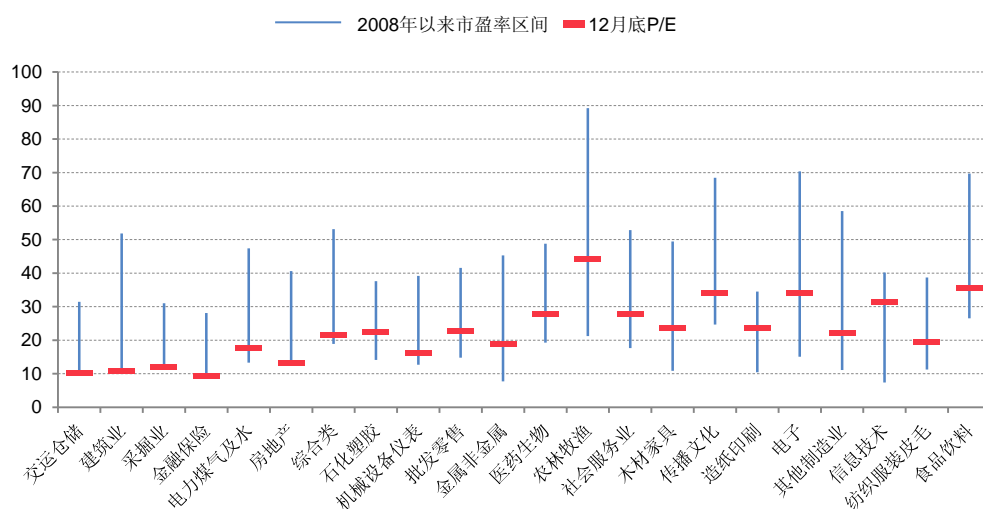


数据来源：中证指数有限公司，Morningstar 晨星（中国）

从行业市盈率¹来看，除金融保险外，其它所有行业市盈率均随大市回落。目前市盈率低于 20 倍的行业也增加到 9 个，包括金融保险、交运仓储、建筑业、采掘业、房地产、机械设备仪表、电力煤气及水、金属非金属以及纺织服装皮毛行业。而市盈率高于 30 倍的行业则锐减至 5 个，仅剩下信息技术、传播文化、电子、食品饮料以及农林牧渔业，而社会服务业以及医药行业的市盈率均已经降至 28 倍左右。

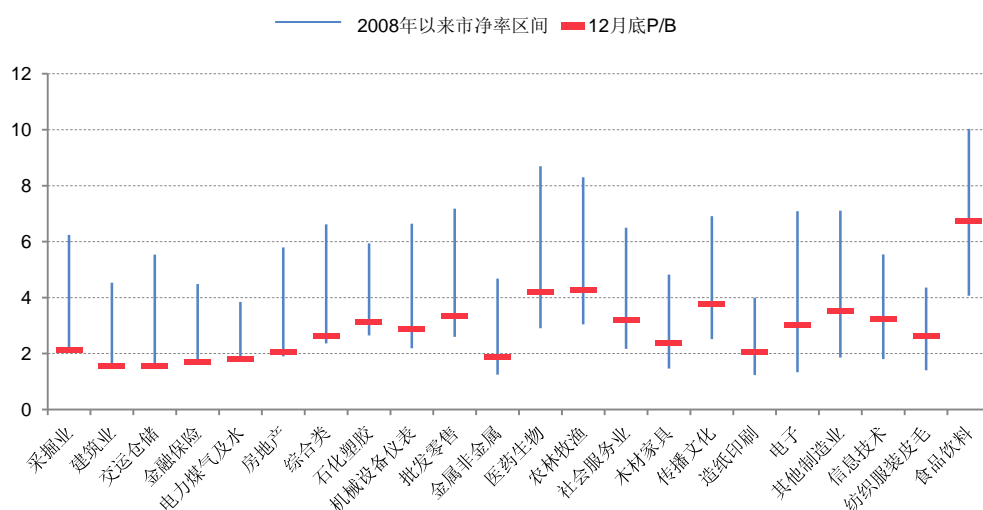
目前房地产、建筑业、交运仓储行业的市盈率均为 08 年以来各自行业的最低水平，而造纸印刷和信息技术的市盈率相对较高。不过从下图，我们不难看出多数行业目前的估值水平都是在历史相对低位。

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



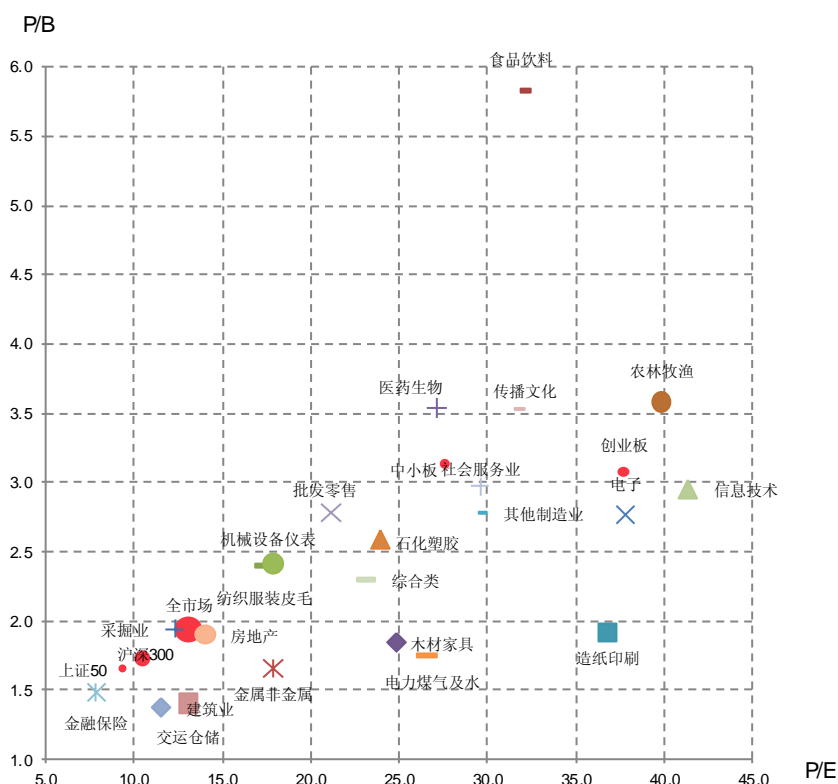
数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国）

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。

市净率方面，建筑业、交运仓储、金融保险、电力煤气及水和金属非金属几个行业的市净率依旧偏低，而传播文化、医药生物、农林牧渔和食品饮料等市净率相对较高的行业也出现了较大幅度的回调。图 4 中对所有行业市净率做了排序，可以看到目前交运仓储、采掘业、建筑业的市净率继续下降，再创 08 年以来的新低。而信息技术、纺织服装皮毛、食品饮料则处于各自市净率相对较高的水平。

此外，我们绘制了市盈率（TTM）及市净率的散点图，与 11 月相比，年末的数据更加向左下方集中。金融保险、建筑业、采掘业、交运仓储以及房地产行业的 TTM 市盈率在 7.8-15 倍不等，处于历史低位，中长期投资价值明显。目前，仅食品饮料行业维持较高的市净率。目前，沪深 300 的 TTM 市盈率仅为 10.5 倍，与港股相当，上证 50 指数的市盈率更是仅有 9.3 倍，已经和港股接近，A 股的投资风险已经进一步得到了释放。

图5： 证监会行业市盈率（TTM）和市净率散点图



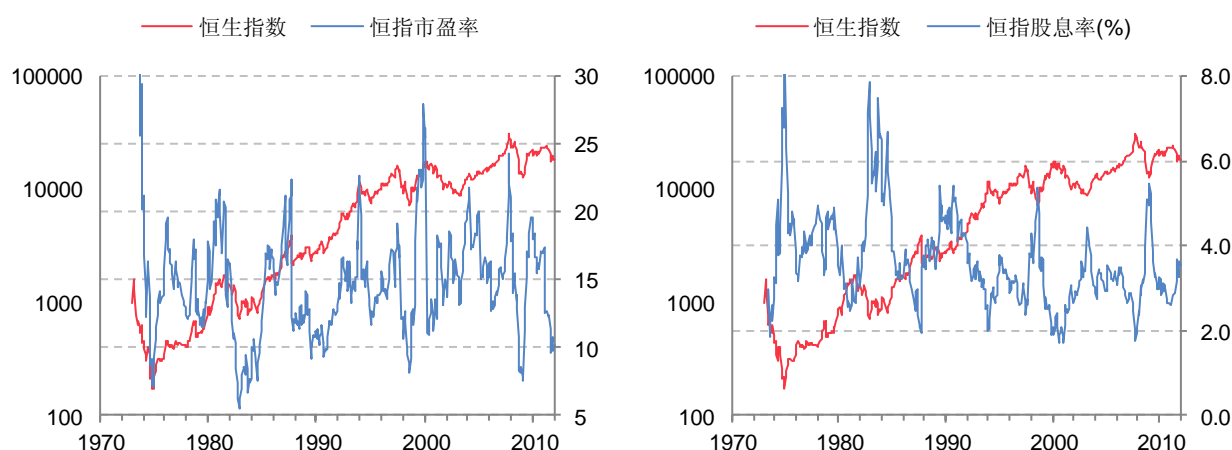
数据来源：聚源、Morningstar 晨星（中国）

2. 港股交易较为清淡，估值依旧偏低，具良好投资价值

12 月是港股的传统淡季，港股维持小幅振荡，交易较为清淡。截止到月底，恒生指数收报 18434 点，全月微升 2.5%，市盈率则升至 10.2 倍，股息率则略降至 3.53%。目前港股的市盈率依旧维持在历史较低水平，具备良好的投资价值。

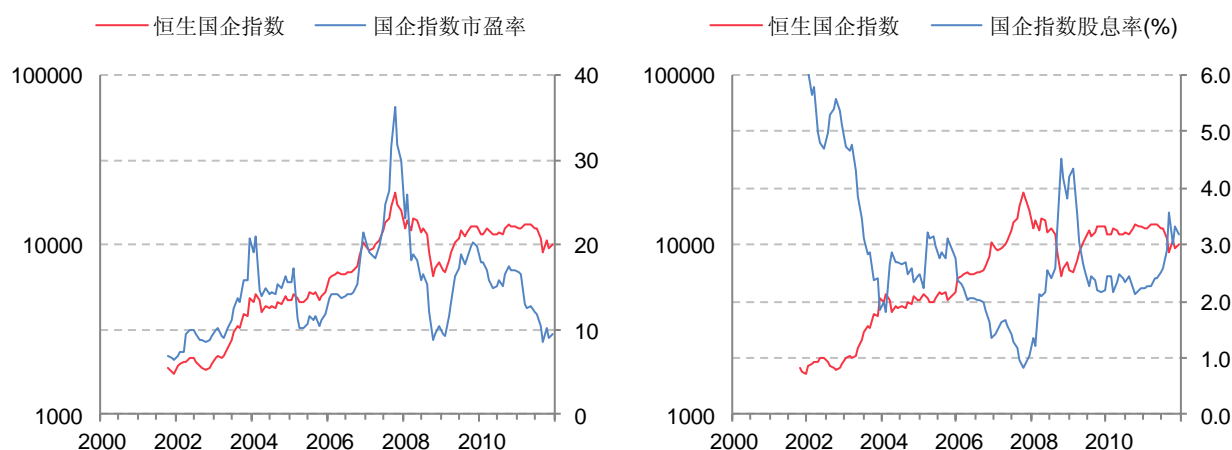
同时，12 月的恒生国企指数收于 9936 点，全月上涨 4.5%，其对应的市盈率为 9.6 倍，股息率为 3.20%。目前，恒生国企指数的市盈率依然处在阶段性低位地区，具良好的中长期投资价值。

图6：恒生指数历史市盈率与股息率



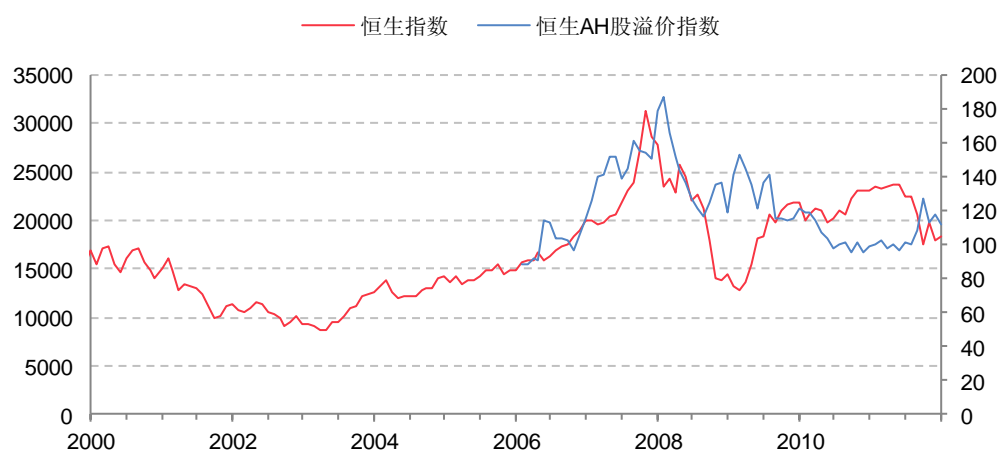
数据来源：恒生指数有限公司、Morningstar 晨星（中国）

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）

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. 债市持续上扬

12 月，银行间中债综合指数继续上涨 1.1%，平均到期收益率降至 4.14%，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的平均到期收益率为 3.74%，而银行间企业债总指数的平均到期收益率为 5.69%。两个指数的到期收益率均持续回落，值得投资者跟进。

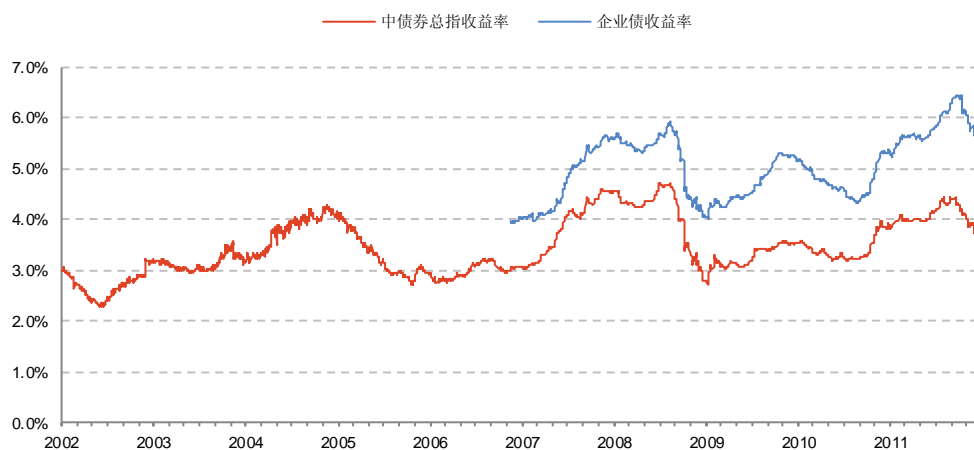
如我们在上月估值展望中所述，目前货币政策的基调已经发生变化，通胀压力减弱且资金面有持续改善的空间，因此债券仍处于良好的上升通道中，具备良好的投资价值。在股市持续疲软且无明显上升诱因的情况下，投资者可以选择债基进行投资。不过，投资者也需注意可转债品种由于受到股市影响极为明显，波动仍会较大，如债基中持有较多的可转债或是偏股型资产，则需审慎对待。

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

从单纯的估值来看，A股市场目前已经颇具吸引。沪市再创历史新低，而以中小企业为主的深市估值也持续回调。不过市场对股市疲软的看法并未改变，目前选择股票型资产仍需要面对 3-6 个月的蛰伏期。但从另一方面来看，目前的估值具备良好的投资价值，下行空间已经被显著压缩，释放了投资的风险，建议中长期投资者跟进。

而港股市场目前的估值也具备较好投资价值。不过具体市况上，由于港股现时受到外围市场以及 A

股弱市环境影响仍会较为明显，短期内我们认为振荡格局不会改变。

此外，债市方面我们依旧维持我们在 10 月初对债市的看法。目前市场的格局下，债券处在明显的上升通道中，估计在 12 年一季度仍具备持续投资价值。

图11: 12 月底中港主要指数市盈率

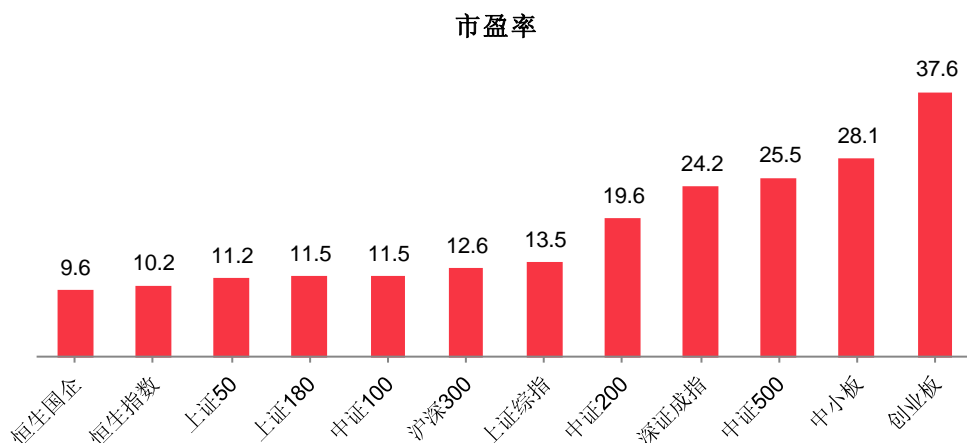


表1: 12 月底中港股市估值水平比较

	指数	市盈率	股息率(%)
恒生指数	18434	10.2	3.53
恒生国企	9936	9.6	3.20
中证 100	0.0	11.5	2.11
中证 200	2827	19.6	1.01
中证 500	3267	25.5	0.69
沪深 300	2346	12.6	1.88
上证 50	1618	11.2	-
上证 180	5009	11.5	-
上证综指	2199.4	13.5	-
深证成指	8918.8	23.1	-
中小板综指	4921	28.3	-
创业板综指	730	37.6	-