

理性看待今非昔比的中国股市

——投资策略周刊

武幼辉 宏观经济与策略 研究员； 张万成 宏观经济与策略 研究员
电话：020-87555888-393 020-87555888-339
eMail: wyh6@gf.com.cn ; zwc2@gf.com.cn

上周市场评述与本周展望

◆ 上周市场继续稳步上行。在外围股市止跌企稳的情况下，A股市场情绪有所回升。虽然周二休市后央行出人意料的小幅上调了基准利率，但投资者并未受到太大的影响，股指依旧低开高走。我们认为大盘持续上行的空间有限。一方面股指上涨过快，已有强烈的技术调整要求。另一方面5000点作为一个心理关口，仍然需要反复振荡几次才能站稳。后市指数在资金的推动下，可能会出现冲高后高位振荡的情形。

投资主题：理性看待今非昔比的中国股市

◆ 随着上证指数在上周四轻松跃过5000点，一系列指标凸现出了中国股市今非昔比。一是中国股票市场全球排名大幅提高，目前位居全球第四；二是中国的证券化率目前提高到了117.88%，开始达到成熟市场的水平；三是今年以来中国股市成交额占全球比重达到6.38%，上海和深圳证券交易所股票成交金额均排名全球交易所前10；四是今年以来中国股市的回报率位居全球股市之首。

◆ 在保持乐观的同时，我们认为A股的上涨也存在非理性的因素。首先是高速增长的宏观经济、较快的本币升值和低利率环境等均会大幅度促进国内资产价格的上涨，但也往往容易催生市场泡沫。其次是市盈率的过快上涨以及企业盈利增速的可能放缓，将会加大市场调整的压力。未来A-H股溢价水平也会逐渐降低，通过风险溢价的持续下降来提升估值水平，将是不可持续的。最后是近一段时间以来，蓝筹股特别是大盘蓝筹股得到了过分的追捧。从估值和成长性的角度来看，我们再次提醒投资者理性的对待目前的蓝筹股特别是大盘蓝筹股的行情。

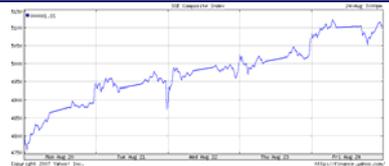
◆ 强劲的经济增长、较快的本币升值与企业景气持续高位是我们继续看好A股的主要原因。从目前中国股市的实际情况来看，虽然资产重估的过程还未结束，5000点或许只是中途的一处驿站。但在资金推动型特征明显而漠视估值快速上涨的现实的时候，我们提醒投资者注意市场蕴涵的风险在逐渐加大。

◆ 投资策略上，我们建议投资者防御为主，分散化投资于估值水平合理、成长性良好的二、三线股票，以及具备明确资产注入预期的个股，回避涨幅过快的大盘蓝筹股。虽然大盘蓝筹股可能在资金的推动下继续上涨，但风险也是正在累积。此外，在市场过快的上涨过程中，投资者可以逐步减持持有的股票。

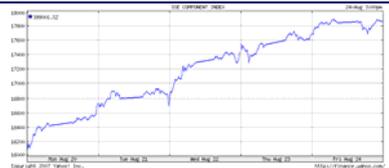
市场基本数据

指数名称	周末收盘	指数涨幅
上证指数	5107.67	9.69%
深证成指	17864.68	13.87%
沪深300	5217.58	12.77%
恒生指数	22921.89	12.43%

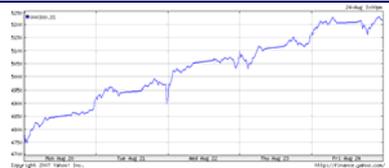
上周上证指数走势



上周深证成指走势



上周沪深300走势



上周恒生指数走势



上周沪深两市成交额(亿)

全部A股	12065.8	19.06%
全部B股	90.72	-21.53%

投资主题：理性看待今非昔比的中国股市

今非昔比的中国股市

随着上证指数在上周四轻松跃过5000点，中国股市正在宣告一个新的时代已经来临。在两年之前，中国股市在国际资本市场上的地位不值一提。两年后的今天，一系列指标凸现出了中国股市的重要性在日益增强，正成为全球股市重要的组成部分。

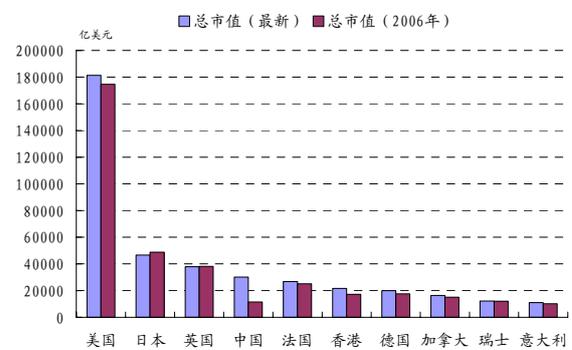
一、股市规模。在06年之前，相对于快速增长的实体经济，中国狭小的股票市场规模显得很不对称。06年以来，中国的股票市值全球占比稳步提高，从05年底的0.97%增加到上周末的5.21%。与此同时，中国股票市场规模全球排名也大幅提高，目前位居全球第四。

图 1：中国大陆股票市值全球占比稳步提高



数据来源：Bloomberg, WFE, 广发证券发展研究中心

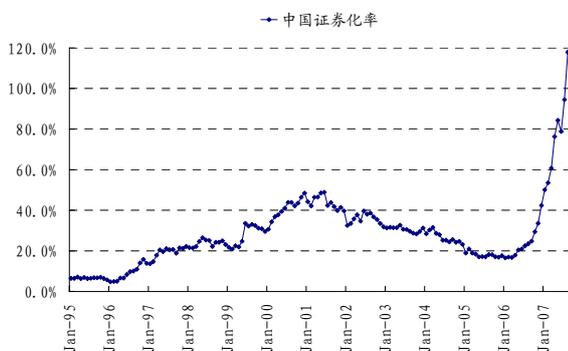
图 2：中国大陆股票市场规模排名全球第四



数据来源：Bloomberg, WFE, 广发证券发展研究中心

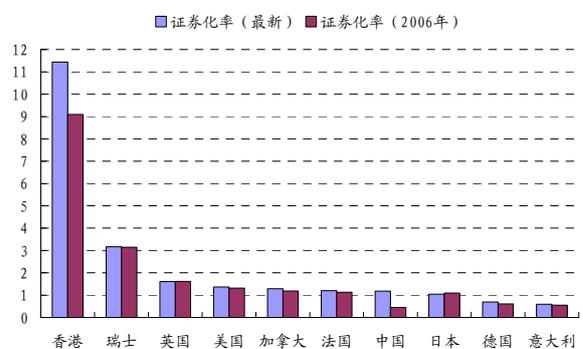
二、证券化率。中国的证券化率在06年之前徘徊在30%左右，之后开始大幅增加。今年8月9日，沪深股市总市值首次超过了去年国内生产总值。最新的数据显示，中国的证券化率目前提高到了117.88%，开始达到成熟市场的水平。

图 3：06 年以来，中国的证券化率大幅提高



数据来源：Bloomberg, WFE, 广发证券发展研究中心

图 4：中国的证券化率开始达到成熟市场的水平

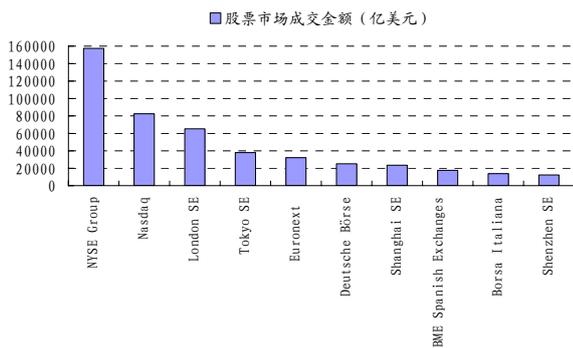


数据来源：Bloomberg, WFE, 广发证券发展研究中心

三、成交金额。今年1月至7月份，沪深股市总成交金额为35829.87万亿美元，占全球比重达到6.38%。上海和深圳证券交易所股票成交金额均排名全球交易所前10，中国股市成为全球最活跃的资本市场之一。

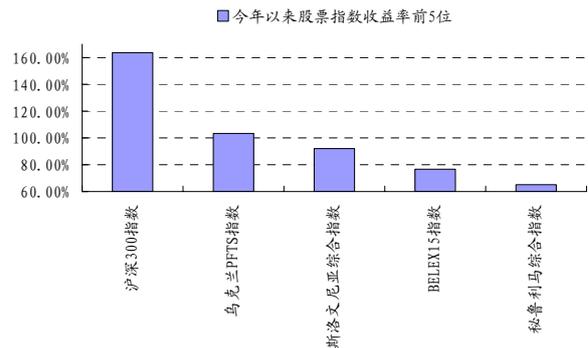
四、投资回报率。今年以来，沪深300指数投资回报率达到了163.69%，中国股市的投资回报率位居全球股市之首。从指数涨幅排行上来看，居前的基本都是新兴市场。

图 5: 今年 1-7 月份, 上海和深圳证券交易所股票成交金额均排名全球交易所前 10



数据来源: Bloomberg, WFE, 广发证券发展研究中心

图 6: 今年以来, 中国股市投资回报率位居全球股市之首



数据来源: Bloomberg, WFE, 广发证券发展研究中心

辉煌背后的非理性因素

在年初的机构策略报告之中，即使是最乐观的预测，恐怕也难以想象到在不到3个季度的时间里，A股能够达到今日之辉煌。虽然我们认为中国股市的发展很大程度上是受益于强劲的实体经济增长，但同时，我们也在不停的反思当今A股大幅上涨背后存在的非理性成分。在市场乐观预期之时，我们再次重申对一些基本问题的看法。

其一：实体经济增长强劲会保证股市健康发展？

国际经验表明，高速增长的宏观经济、较快的本币升值和低利率环境等均会大幅度促进国内资产价格的上涨，但也往往容易催生市场泡沫。这其中最主要的原因在于，此类经济体往往会带来过剩的资金（居民储蓄、“热钱”等）流入资产市场。有关这一点，台湾股市的泡沫之路给我们提供了一个很好的前车之鉴（见表1）。居民储蓄的大规模分流股市（直接投资于二级市场或者购买基金）以及“热钱”的不断流入，导致国内股市资金推动特征明显，应该引起国内投资者更多的重视。

表1: 80年代台湾与当今大陆相关经济指标的比较

	台湾	大陆
发展战略	出口导向型	出口导向型
宏观经济状况	从上世纪50年代到90年代中期，经济飞速发展，GDP年均增长10%以上。	快速增长，改革开放以来，GDP年均增长9.5%左右。
外汇储备	急剧上升，1983年到1987年增长了5.5倍。	急剧上升，2002年到2006年增长了近4倍

汇率	较快升值,1986年至1988年新台币累计升值近50%。	缓慢升值,2005年7月至今人民币累计升值近8.8%。
经济特征	外贸顺差与热钱流入产生了巨大的流动性,资产价格全面上涨。	外贸顺差与热钱流入产生了巨大的流动性,资产价格全面上涨。
股市表现	台湾股票指数在1986年初才835点,到1990年2月,已经达到了12682点。台湾股市交易额在国际股市中排名从1987年的第7位一跃为1989年的第3位,仅次于纽约和东京。	上证指数从05年6月的998点开始启动,到现在已超过了5000点。中国股票市场规模位居全球第四,上海和深圳证券交易所股票成交金额均排名全球交易所前10。

数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

其二、中国股市应该有自己的定价权?

由于实体经济特征和资本市场情况不尽相同,很难有统一而合理的市场估值水平可以参考。作为一个基本的原则,高估值需要有高成长性来支撑,市盈率的过快上涨以及企业盈利增速的可能放缓,将会加大市场调整的压力。

截至到上周末,以最近12个月盈利数据计算的上证A股市盈率达到58倍,正在接近历史最高水平。同期,全球主要股票市场的估值水平大多在20倍以下,A股在全球是最贵的。此外,A-H加权溢价水平总体上也保持上行态势。毫无疑问,估值压力仍然是目前市场分歧最大的地方。

另一方面,未来企业盈利增速可能小幅放缓。首先,下半年基数效应将会减弱。其次,我们预期未来国家将加大宏观调控力度,企业的资源成本、人力成本和资金成本等将会上升,导致企业三项费用增加。最后,根据已公布的上市公司半年报显示,投资收益贡献了近两成的净利润,而这部分在未来显然具备很强的不确定性。

此外,在QDII及国内居民直接对外证券投资逐渐启动之后,虽然A-H溢价不会完全消除,但股价水平收窄是可以预期到的。在这些情况下,通过风险溢价的持续下降来提升估值水平,在未来将是不可持续的。

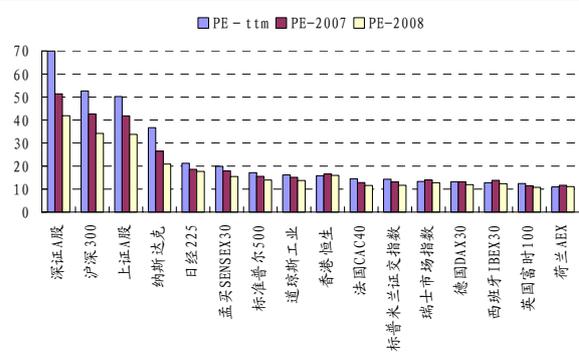
图 7: 上证 A 股估值正接近历史最高水平



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

注: 静态市盈率计算规则: 以最近12个月盈利数据作为基础

图 8: 中国股票估值水平全球最高



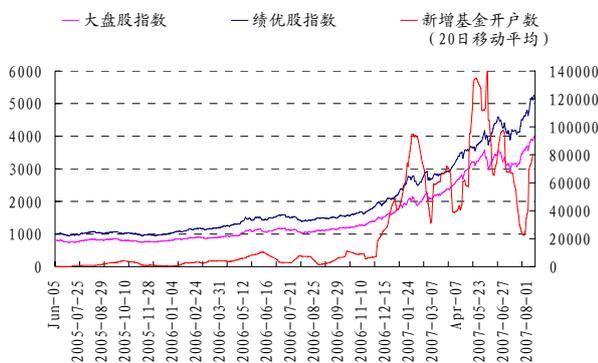
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

其三：蓝筹股可以获得更高的溢价？

“5.30”以来，市场风格指数表现发生转换，在基金的大规模建仓下，蓝筹股表现强劲。截止到上周末，绩优股、高价股和低PE股自“5.30”以来分别上涨了41.28%、33.12%和27.83%，而微利股、亏损股和低价股则分别下挫了18.23%、11.31%和10.91%，大幅度落后于大盘，这其中不乏成长性良好的超跌股。

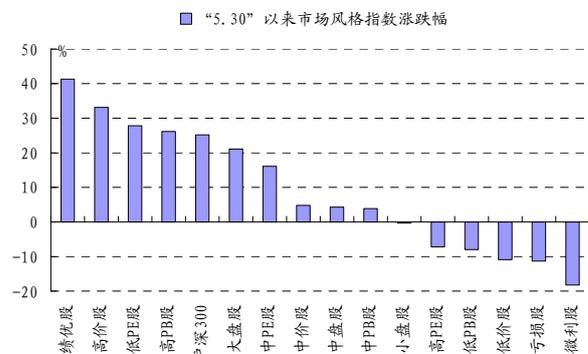
我们不否认蓝筹股可以获得适度的溢价，但近一段时间以来，蓝筹股特别是大盘蓝筹股得到了过分的追捧，资金推动型特征明显。从估值和成长性的角度，我们再次提醒投资者理性的对待目前的蓝筹股特别是大盘蓝筹股的行情（见8月13日《对大盘蓝筹股乐观预期背后的现实》）。

图 9：蓝筹股的行情显现资金推动型特征



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

图 10：“5.30”以来蓝筹股得到了过多的追捧



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

谨慎乐观的看待当前的市场

强劲的经济增长、较快的本币升值与企业景气持续高位是我们继续看好A股的主要原因。从目前中国股市的实际情况来看，虽然资产重组的过程还未结束，5000点或许只是中途的一处驿站。但在资金推动型特征明显而漠视估值快速上涨的现实的时候，我们提醒投资者注意市场蕴涵的风险在逐渐加大。

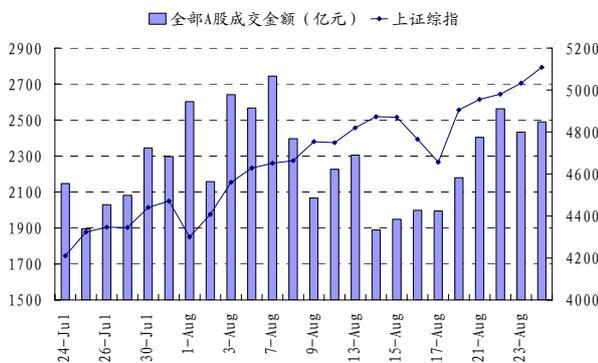
投资策略上，我们建议投资者防御为主，分散化投资于估值水平合理、成长性良好的二、三线股票，以及具备明确资产注入预期的个股，回避涨幅过快的大盘蓝筹股。虽然大盘蓝筹股可能在资金的推动下继续上涨，但风险也是正在累积。此外，在市场过快的上涨过程中，投资者可以逐步减持持有的股票。

上周市场评述

上周市场回顾

上周市场继续稳步上行。在外围股市止跌企稳的情况下，A股市场情绪有所回升。虽然周二休市后央行出人意料的小幅上调了基准利率，但投资者并未受到太大的影响，股指依旧低开高走，盘中热点也从金融、地产等大盘蓝筹向钢铁、有色等二线蓝筹扩散。截至到上周末，上证指数连收5阳，收盘于5106.67点，一周上涨9.69%。伴随着股指的上涨，市场成交量有所放大。

图 11: 上周大盘稳步上行，成交量有所放大



数据来源: wind资讯

图 12: 上周大市值股票继续表现出色



数据来源: wind资讯

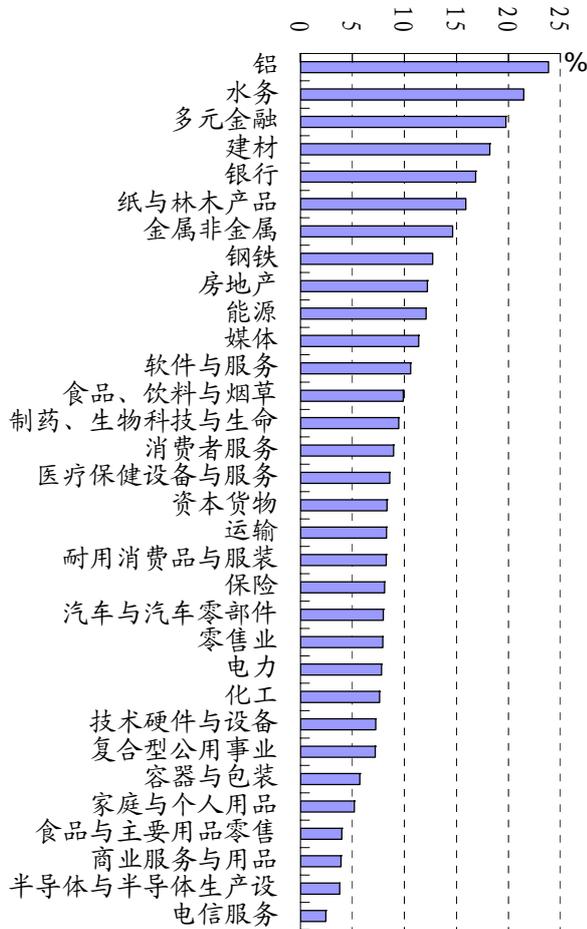
本周市场展望

我们认为大盘持续上涨的空间有限。一方面指上涨过快，已有强烈的技术调整要求。另一方面5000点作为一个心理关口，可能仍然需要反复振荡几次才能站稳。后市指数在资金的推动下，可能会出现冲高后高位振荡的情形。

行业表现与估值

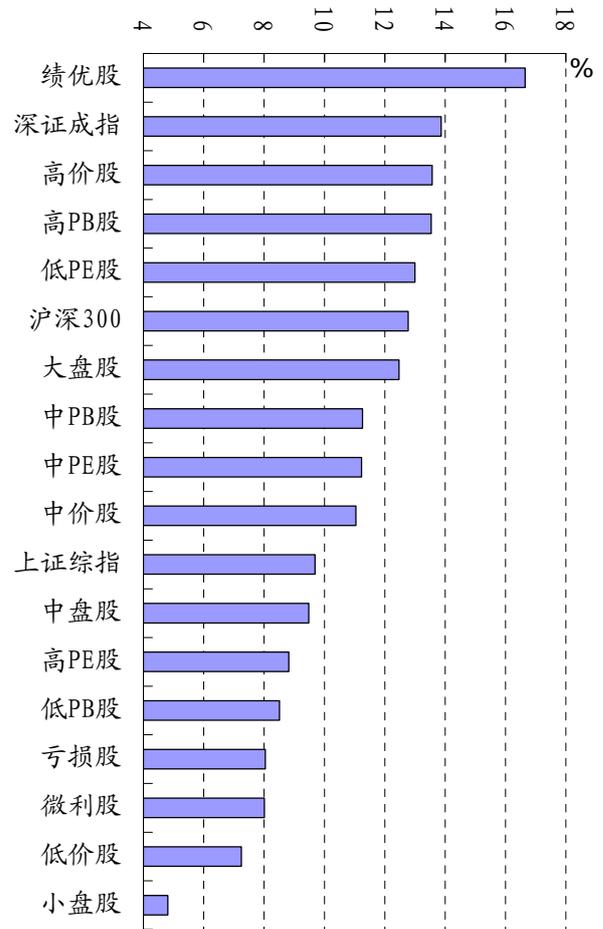
上周各行业出现普涨。其中，基金重仓的有色、金融、钢铁和房地产等继续领涨。特征指数上，绩优股、高价股和高PB股表现出色，小盘股、低价股和微利股跌幅居首，个股分化仍在延续。截至到上周末，全部A股和沪深300以今年预测业绩计算的动态市盈率分别为39.37和37.69，以PEG指标来看，市场估值压力有所加深。

图 13: 上周不同行业涨跌幅



数据来源: wind资讯

图 14: 上周不同市场特征指数涨跌幅



数据来源: wind资讯

表2: 各行业盈利增长预测及估值水平

行业	总市值 占比	净利润增长率			动态市盈率		PEG 07-08cagr
		06e	07e	08e	06e	07e	
能源	7.29	0.23	0.35	0.20	31.98	23.29	1.18
材料	15.82	0.42	0.53	0.24	52.84	31.99	1.40
化工	3.21	-0.09	2.13	0.29	178.77	43.59	1.77
建材	1.07	4.70	1.96	0.38	154.18	48.28	1.51
容器与包装	0.12	-0.06	0.60	0.41	80.82	43.80	1.62
铝	2.87	0.77	0.29	0.17	58.55	45.00	2.55
金属非金属	2.80	1.62	0.40	0.17	55.73	38.75	1.96
钢铁	4.97	0.24	0.39	0.24	30.11	21.35	0.96
纸与林木产品	0.48	0.09	1.24	0.32	68.96	29.00	0.96
工业	14.90	0.22	0.57	0.28	78.73	42.79	1.88
资本货物	7.63	0.57	0.71	0.31	94.09	42.70	1.90
商业服务与用品	0.04	-1.14	n. a.	0.14	1045.79	33.78	n. a.
运输	7.22	0.06	0.48	0.26	66.51	42.89	1.82

可选消费	7.70	2.15	1.21	0.28	124.22	47.83	1.83
汽车与汽车零部件	2.20	0.90	1.05	0.28	80.51	35.62	1.30
耐用消费品与服装	2.57	n. a.	3.52	0.20	216.33	43.37	1.63
消费者服务	0.63	0.08	0.91	0.38	128.85	66.26	2.05
媒体	0.41	0.81	0.36	0.43	103.16	75.82	2.60
零售业	1.89	2.44	0.31	0.34	135.05	77.15	4.12
日常消费	3.81	2.03	0.75	0.34	116.60	60.75	2.20
食品与主要用品零售	0.46	4.62	0.65	0.36	83.23	48.52	1.68
食品、饮料与烟草	3.19	1.82	0.80	0.34	123.90	63.47	2.25
家庭与个人用品	0.15	1.19	0.17	0.34	119.31	54.78	4.73
医疗保健	2.05	0.08	0.92	0.27	128.40	57.09	2.29
医疗保健设备与服务	0.08	0.18	-0.52	0.48	99.76	65.94	n. a.
制药、生物科技与生命科学	1.97	0.07	0.99	0.27	129.85	56.99	2.21
金融	40.57	0.49	0.60	0.34	67.81	41.71	1.47
银行	25.16	0.41	0.41	0.35	51.24	36.35	1.35
多元金融	2.20	3.86	4.11	0.22	214.19	40.32	1.43
保险	8.10	0.77	1.41	0.26	136.69	56.77	1.84
房地产	5.11	1.11	0.79	0.49	117.91	60.59	1.87
信息技术	2.55	n. a.	14.28	0.38	-729.72	58.76	n. a.
软件与服务	0.49	n. a.	5.97	0.29	382.57	59.89	1.92
技术硬件与设备	1.89	n. a.	-31.47	0.41	-277.30	59.61	n. a.
半导体与半导体生产设备	0.17	n. a.	0.50	0.34	76.99	49.58	1.84
电信服务	0.57	0.28	0.16	0.19	41.05	35.47	2.37
公用事业	5.13	0.19	0.25	0.16	57.06	41.59	2.85
电力	4.22	0.18	0.29	0.16	55.88	40.26	2.51
复合型公用事业	0.24	0.14	0.28	0.34	167.62	54.40	5.45
水务	0.39	0.13	0.09	0.10	72.86	62.99	7.92
全部 A 股	100.00	0.44	0.57	0.28	66.61	39.37	1.59
沪深 300	77.82	0.36	0.45	0.27	55.05	37.69	1.53

数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

注: 其中n. a. 表示计算过程中分母为负值, 导致结果无意义。PEG指标为当前静态市盈率与07、08年复合增长率之比。

表3: 上周广发证券研究员重点关注公司投资评级与盈利预测调整

公司 名称	所属 行业	研究员	调整前 评级	投资 评级	上周末 收盘价	目标 价格	07eps	08eps	09eps
长电科技	电子元器件	关敏	买入	持有	15.04	14.00	0.351	0.551	0.463
实益达	电子元器件	关敏	无评级	持有	42.58	43.00	0.45	0.75	1.16
保利地产	房地产	花长劲	买入	买入	84.34	90.10	1.07	2.12	3.76
青岛海尔	家电	周瑾	持有	持有	22.80	10.00	0.49	0.56	0.65
航天信息	计算机	惠毓伦	买入	买入	47.77	50.00	1.475	1.605	1.929
宏盛科技	计算机	惠毓伦	持有	持有	13.81	15.00	0.546	0.629	0.744

鞍钢股份	钢铁	刘保瑶	买入	买入	32.65	34.00	1.638	2.270	2.895
西宁特钢	钢铁	刘保瑶	无评级	买入	10.43	20.00	0.470	0.700	1.125
贵州茅台	食品饮料	袁航	买入	买入	157.15	162.00	2.230	3.070	3.770
张裕 A	食品饮料	袁航	无评级	买入	68	80.00	1.143	1.540	2.022
烽火通讯	电信	李太勇	持有	持有	14.01	14.00	0.213	0.240	0.314
中兴通讯	电信	李太勇	买入	买入	60.40	70.00	1.330	2.080	2.510
华东医药	医药	葛峥	买入	买入	16.28	20.00	0.343	0.446	0.580
北大荒	农业	熊峰	无评级	持有	11.45	12.60	0.38	0.42	0.48
兴发集团	化工	郑屹	买入	买入	16.97	20.00	0.35	0.63	0.87
渝三峡 A	化工	郑屹	无评级	持有	17.70	18.00	0.13	0.53	0.87

相关信息

客服人员：张玲玲

研究中心客服电话：020-87555888-390

研究中心地址：广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼

邮政编码：510075

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。

广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其他专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。