

最低跌到2000点？A股尚未进入合理估值区间

理财

浣涓

鎏賤戩浜庸綯2008/06/23 20:16

截至今年6月13日，沪深300指数的平均市盈率近2年来首次低于美股。彭博社的统计数据显示，按照已公布业绩计算，沪深300指数市盈率13日盘中最低达到21.82倍，略低于美国标准普尔500指数的21.84倍。

为此，有分析人士认为当前A股市场的估值已经处于合理甚至低估的水平。然而，仅根据这单薄的数据，就能说明现在的A股已经进入合理估值区间了吗？记者把A股、港股以及海外市场做了一个比较，从中可以看出一些端倪来。

A/H股倒挂之辩

截至6月20日，在现有的55只A+H股中，出现股价“倒挂”的有5只，此外，还有中国人寿(601628,股吧)、鞍钢股份(000898,股吧)、工商银行(601398,股吧)等6只股票A/H溢价率小于10%而濒临倒挂。回顾市场的历史表现，当发生A/H股股价出现大面积倒挂后，随后的A股市场迎来了一轮大牛市。那么在目前的市场情形下，未来是否也有可能出现反转呢？

“倒挂后的大牛市”难以复制

A/H倒挂在2005年的极度熊市中就曾出现过，不过在2006年A/H股倒挂达到了新的高度。2006年同时拥有A/H股的上市公司只有30余家，其中就有10余家出现了持续的A股股价低于H股股价现象（已考虑汇率因素），而招商银行(600036,股吧)的A/H股折价幅度一度达到25%左右，鞍钢股份、皖通高速(600012,股吧)等折价幅度也都超过10%。

有趣的是，当发生A/H股股价出现大面积倒挂后，随后的A股市场迎来了一轮大牛市。那么在目前的市场情形下，未来是否也有可能出现反转呢？

一位不愿意透露姓名的港股研究员表示，从目前A/H股比价变动及结构情况来看，差价的收窄是全面性的，而股价接轨则体现出结构性特征。长期来看，随着A股市场国际化程度的增强以及内地与香港两地市场的不断融合，A/H股价从结构性接轨转为全面性接轨将是大势所趋。

首先，对于目前已经或即将接轨的一些大盘蓝筹股来说，两地股价无论在走势方向上还是变动幅度上，都将更为同步。

其次，对于目前两地差价较大的小盘绩差股来说，在今后很长一段时期内，A股走势将跑输H股走势，从而令A/H股价格趋于接轨。

另外，海外市场为应对通胀而进行升息的压力或将由H股市场传递至A股，从而影响A股走势。他认为，目前的宏观经济以及市场环境等都已今非昔比，未来出现大幅反转的可能性很小，历史难以复制。

倒挂不能说明价值显现

目前香港国企指数、中资指数、恒生指数08年动态市盈率分别为13.6、14.81、14.82，市净率分别为2.65、3.21、2.16。而目前作为沪深两市代表的沪深300的08年动态市盈率还高达22，市净率高达3.5，因此无论是从市盈率还是市净率来看，A股和H股之间还有较大溢价。

业内人士分析，目前有5家A/H公司出现了股价倒挂，这和以前的极度熊市相比较似乎是小巫见大巫，未来A/H股倒挂现象还会大面积铺开。因为香港市场作为成熟市场，无论是估值还是监管等都比较成熟，而目前A股对H股溢价明显，同股不同价问题将来肯定要得到解决。另外，因为目前港股都是全流通的，而A股的部分大小非还没有解禁，未来对市场冲击仍然很大，股价继续下行的压力也较大。

著名独立经济学家谢国忠(博客谢国忠吧)表示，从估值上看，目前A股对H股的溢价仍然达25%~30%；从价格上看，A股的市盈率、市净率也都高于港股和其他海外成熟市场；从宏观面上看，考虑到中国经济的增长、公司盈利增长等综合因素，沪综指的理论价值中枢在2500点。

国际估值之辩

尽管A股整体估值水平目前继续走低，但和全球市场相比，仍然显得较高。2005年上半年，市场进入熊市尾部，A股估值水平也降到了最低点。如果以当时的市场估值为市场见底的标准，那么现在A股市场的估值仍与此有一定距离。有业内人士认为，未来A股很有可能还会延续弱势。“如果估值水平回落到2005年时的标准，A股最低可能要到2000点！”

随着沪深两市股指的大幅回落，A股整体估值水平继续走低。

Wind资讯统计显示，以今年6月13日市场收盘价为基准，全部A股2007年整体静态市盈率为23.41倍。

相比之下，沪指冲顶当日，沪市的平均市盈率高达69.58倍，而深市股票平均市盈率更高达73.51倍。

虽然A股估值水平已明显下降，但和全球市场相比，仍然显得较高。

首先，世界成熟市场的主要指数目前的估值水平都在20倍以下。

其中，道琼斯工业平均指数目前的平均市盈率为15.21倍，日经225指数的平均市盈率为16.89倍，道琼斯欧元50指数目前的股指水平更是低至10.44倍。

再次，作为“金砖四国”之一，我国证券市场当前的估值水平也高于其他3个国家。以6月11日收盘价为基准，巴西圣保罗证交所指数目前的平均市盈率为15.62倍；印度孟买SENSEX30指数目前的平均市盈率为17.14倍；俄罗斯RTS指数目前的平均市盈率则仅为12.27倍。

“最低可能要到2000点！”

2005年上半年，市场进入熊市尾部，A股估值水平也降到了最低点。如果以当时的市场估值为市场见底的标准，那么，现在A股市场的估值仍与此有一定距离。

资料显示，在2005年6月1日时，沪深300指数的市盈率接近14倍，若考虑试点公司平均对价率30%的“改革对价”因素，沪深300指数市盈率仅为10.9倍，而当时的标普500指数、恒指、道指所对应市盈率19.2倍、15.3倍和17.8倍。

沪深300指数的市盈率仅相当与标准普尔500指数的一半多一点，而现在却只是刚刚持平。

同样是在2005年，参照1月29日的股价，纳斯达克 综合指数、道琼斯工业平均指数和标普500指数的市净率分别为4.41倍、3.14倍和2.86倍，而当日的上证指数和 深证综指的市净率分别只有2.13倍和2.09倍，与当时日经225指数和香港恒生指数1.95倍左右的市净率水平也只是一步之遥。

而截至今年6月18日，A股市场的算术平均市净率仍有3.8倍，比美国股市2倍的平均市净率仍高出不少。

“现在的市场弱势特征明显，和前几年的市场有许多相似之处，而且现在的宏观经济和当时有较大出入，增速减缓已成定局，这反映在股市上便是对未来预期得降低。”深圳一位私募人士对记者表示。他认为，未来A股很有可能还会延续弱势。“如果估值水平回落到2005年时的标准，A股最低可能要到2000点！”

记者手记：估值体系重构路漫漫且艰险

通过和香港特区以及国际市场估值的对比，甚至和过去的熊市估值相比，我们不难发现，当前A股市场的估值并未达到一个完全低估的水平。目前来看，两市个股的跌幅惊人，未来受政策等因素影响，出现反弹的可能性是存在的，但市场想出现反转的可能性不大。

雪崩般的下跌不仅使得股价出现了巨大跌幅，更打乱了A股市场原有的估值体系和中枢。如果说从6124点跌到2800点，是对A股市场过去高估值进行的修正；那么现在投资者所面临的，将是对A股估值中枢的重新构建。

中投证券首席分析师丁俭认为，短周期的市场中轴更多地受到市场情绪、政策面因素、基本面的短期异常表现以及大小非减持等因素影响，这些因素有可能使得短期市场对长期估值产生偏离。而对于估值体系的重构以及估值中枢的确立，将是一个长期、反复甚至剧烈的过程。