

## 相关研究

《房子会没人买么?》2020.07.13

《货币超发与资产泡沫》2020.07.12

《风水轮流转——理解资产价格轮动》  
2020.07.05

# 牛市结束了吗——为何经济复苏而股市下跌?

## 投资要点:

- **美国股市长牛：靠盈利和增长。**从理论上说，股价由两大因素决定，一是企业盈利，二是估值水平。美股自从诞生之后，就呈现长期牛市的格局。我们统计 1960 年以来美国标普 500 指数的年化回报率为 10%，其中包括 6.9% 的盈利增速，以及 3% 的股息率，而来自估值提升的部分基本可以忽略，证明美股长期走牛主要靠的是企业盈利增长和股息分红。而企业盈利增速和同期的 GDP 名义增速大致相当，说明美国的股市长牛反映的是长期持续增长的经济总量。
- **A 股表现不佳：消化估值泡沫。**与美股的区别在于，中国股市过去未能成为经济增长的风向标，经济持续增长而股市却长期低迷。从 08 年到 19 年，发生次贷危机的美股持续创新高，标普 500 指数年均上涨 6.8%，而中国的上证指数年均下跌 4.4%。我们发现，并不是因为中国的经济和企业利润不佳，同期中国年均 GDP 名义增速高达 11.4%，上证指数的年均利润增速也高达 12.2%，但为了消化存量估值泡沫每年要下跌 9.4%，而为了消化不断上市的新股高估值泡沫每年又要下跌 6.3%，两者扣除之后就变成了每年负回报。
- **本轮股票牛市：低利率提估值。**当前的全球股市又和过去有所不同。在美国，疫情数字还在创新高，2 季度经济环比或大幅下滑，但其纳斯达克指数创新高，意味着本轮美股牛市主要靠的是估值提升。中国的情况也与美国类似，19 年的沪深 300 指数估值提升幅度高于利润增速，今年的股市上涨则完全依靠估值提升。尤其是在信息技术、医疗保健等行业，自 19 年到 20 年 1 季度的累计利润是负增长，但股价上涨接近甚至超过一倍，靠的是大幅翻倍的估值水平。
- **利率趋于回升，挤压估值泡沫。**理解了本轮股票牛市的主线，其实就能明白为何经济复苏了，股市反而出现下跌。2 季度 GDP 增速由负转正至 3.2%，印证当前中国经济的复苏是确定无疑。随着社融增速从 3 月份开始回升，预计未来 1 年经济和通胀将步入复苏周期，这意味着全社会回报率的重新上升，也预示着利率将重新步入上行周期。但如果中国的利率并非像欧美一样归零，其实就很难解释 100 倍以上市盈率的合理性。因此，市场利率的回升对于高估值的行业并非好消息，这也是 7 月 16 日以来受伤最严重的行业。
- **复苏改善盈利，支撑蓝筹走牛。**美国股市长牛靠的是经济增长和盈利改善，从这一点来看未来中国的股市又充满希望，但我们认为希望在于不起眼的金融地产等蓝筹价值行业。只要中国经济未来确定复苏，同时货币和融资保持两位数增长，其实地产和金融等行业的优质企业也有望实现类似幅度的利润增长，而且其低估值的下跌空间有限，加上还有 3% 左右的平均股息率，其实大概率会跑赢 1.5% 的银行存款利率和 3-4% 的银行理财收益率。所以，经济复苏了，需要担心的是那些存在估值泡沫的水牛行业，而不用担心股票牛市的终结。

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

## 目 录

---

1. 美国股市长牛：靠盈利和增长 .....	5
2. A 股表现不佳：消化估值泡沫 .....	8
3. 本轮股票牛市：低利率提估值 .....	13
4. 利率趋于回升，挤压估值泡沫 .....	16
5. 复苏改善盈利，支撑蓝筹走牛 .....	19

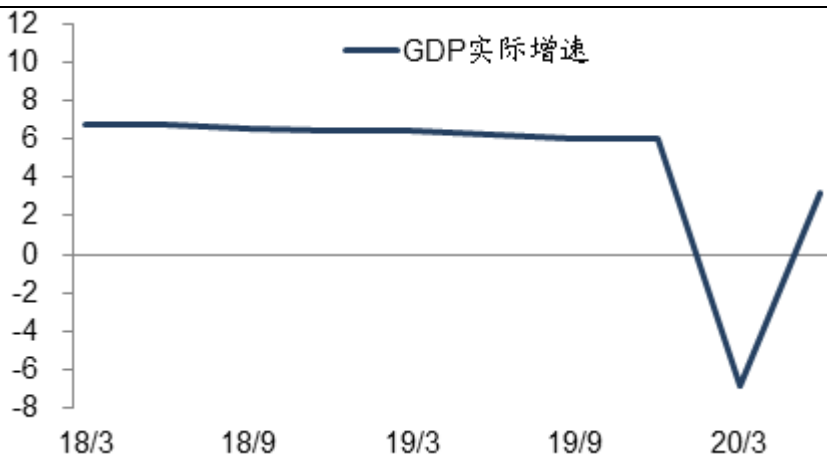
## 图目录

图 1	中国 GDP 季度增速 (%)	5
图 2	7 月 16、17 日股市、债市涨跌幅	5
图 3	股价决定因素	6
图 4	标普 500 指数	6
图 5	标普 500 市盈率 (倍)	6
图 6	1960-2019 年标普 500 指数年均回报率与分解	7
图 7	1960-2019 年标普 500 盈利, 名义 GDP 年均增速与分解	7
图 8	美国名义 GDP、标普 500 指数	8
图 9	中国名义 GDP、上证指数 (万亿人民币)	8
图 10	08-19 年中美股市年均涨幅	9
图 11	08-19 年中美年均 GDP 增速	9
图 12	08-19 年中美主要股指年均利润增速	10
图 13	上证指数、标普 500 TTM 市盈率 (倍)	10
图 14	美国、中国上市公司数 (家)	11
图 15	2018 年以来上证及新股计入指数时平均 TTM 市盈率 (倍)	11
图 16	初始 15 倍, 持续 45 倍市盈率供应新股带来市场估值变化 (倍)	12
图 17	假设市场估值保持 15 倍, 持续以 45 倍或 30 倍市盈率供应 10 年新股的年均估值损失	12
图 18	08-19 年上证指数年均涨幅与贡献分解	13
图 19	美国道指、标普 500、纳斯达克指数年内涨幅	13
图 20	美国 GDP 环比增速、非农就业人数季均增加 (%、千人)	14
图 21	美国标普 500 市盈率 (倍)、10 年期国债利率 (%)	14
图 22	18 年以来沪深 300 指数涨幅分解 (%)	15
图 23	19 年以来 Wind 分行业涨幅 (%)	15
图 24	19 年以来 Wind 分行业利润增速 (%)	16
图 25	19 年以来 Wind 分行业估值变化	16
图 26	社融余额增速、发电量增速 (%)	17
图 27	社融余额增速、PPI (%)	17
图 28	中国 10 年期国债利率、社融余额增速 (%)	18
图 29	中美 10 年期国债利率 (%)	18

图 30	Wind 科技行业 TTM 市盈率（倍）、10 年期国债利率（%）	19
图 31	20 年 7 月 16/17 日 Wind 分行业累计跌幅（%）	19
图 32	社融增速、上市公司利润增速（%）	20
图 33	上市公司利润增速、沪深 300 指数（%）	20
图 34	最新 Wind 分行业 TTM 市盈率（倍）	20
图 35	广义货币 M2 总量（万亿人民币）、中原一线城市房价指数	21
图 36	最新 Wind 金融、地产行业 TTM 市盈率（倍）	21
图 37	Wind 金融相对科技行业估值、10 年期国债利率（%）	22
图 38	最近 1 年新股市值占比	22
图 39	最新 Wind 分行业股息率（%）	23

上周四公布了最新经济数据，中国在全球率先复苏，2 季度 GDP 增速由负转正至 3.2%，其中内外需均在好转。

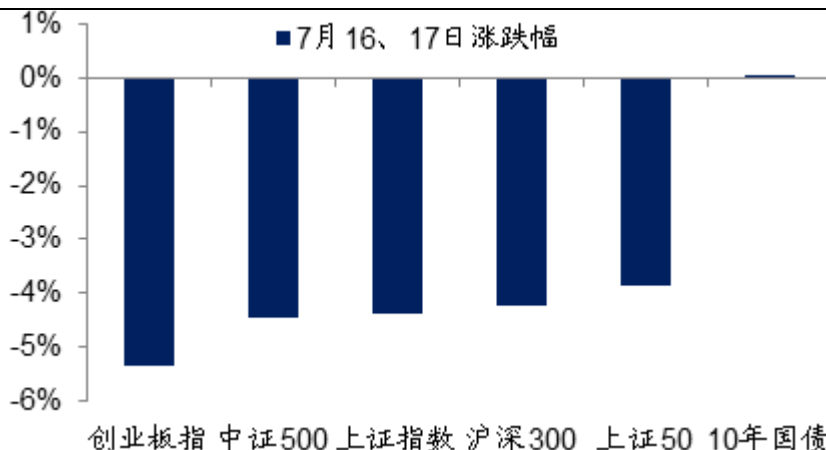
图1 中国 GDP 季度增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

然而就在上周四，中国股市发生大幅调整，截止上周五，代表性的沪深 300 指数两天累计跌幅为 4.2%。与此同时，中国债市保持稳定，10 年期国债利率基本未变，说明并不是经济低预期导致的股市下跌，否则债市理应大幅上涨。那么为何经济复苏了，股市反而下跌了呢？

图2 7月16、17日股市、债市涨跌幅



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 1. 美国股市长牛：靠盈利和增长

要理解股市运行的规律，我们首先来看历史悠久的美国股市。

**股市靠啥上涨，盈利与估值。**

从理论上说，股价由两大因素决定，一是企业盈利，二是市场给予企业的估值、也就是市盈率，因而股市的表现由企业盈利和估值变化两者共同决定。

**图3 股价决定因素**

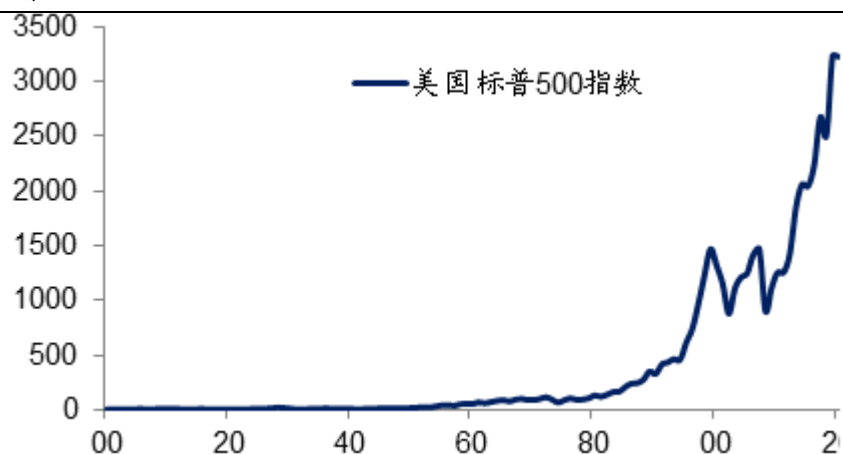
$$\text{股价} = \text{盈利} \times \text{市盈率}$$

$$\text{Price} = \text{Earning} \times \text{PE Ratio}$$

资料来源：海通证券研究所

**美国股市长牛。**

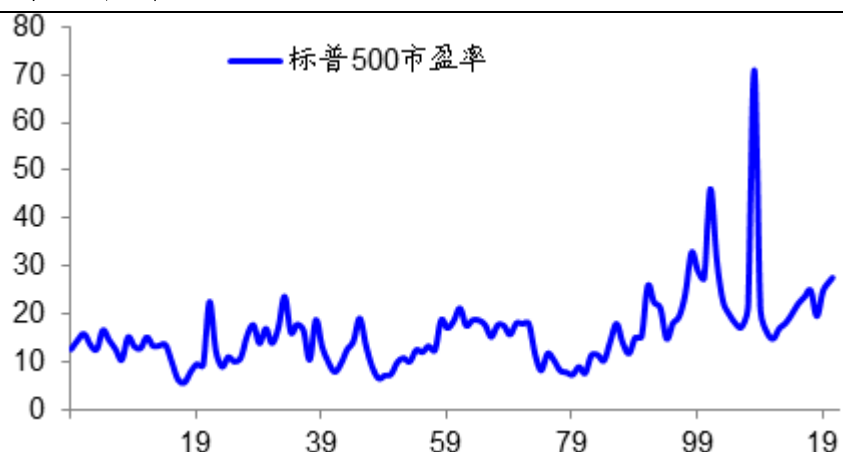
美股自从诞生之后，就呈现长期牛市的格局，其代表性的标普 500 指数在 1900 年只有 7 点，而最新的指数为 3225 点，在过去的 120 年内上涨超过 400 倍。

**图4 标普 500 指数**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**估值周期波动。**

从 1900 年至今，美国标普 500 指数市盈率从 15 倍升至 27.6 倍，贡献了不到一倍的股市涨幅，这也意味着估值变化并非美国股市长期走牛的原因。其股市估值呈现周期波动的状态，过去 120 年中标普 500 指数的平均市盈率为 16 倍，其中绝大部分时间都在 8 倍至 24 倍的一倍标准差区间内运行。

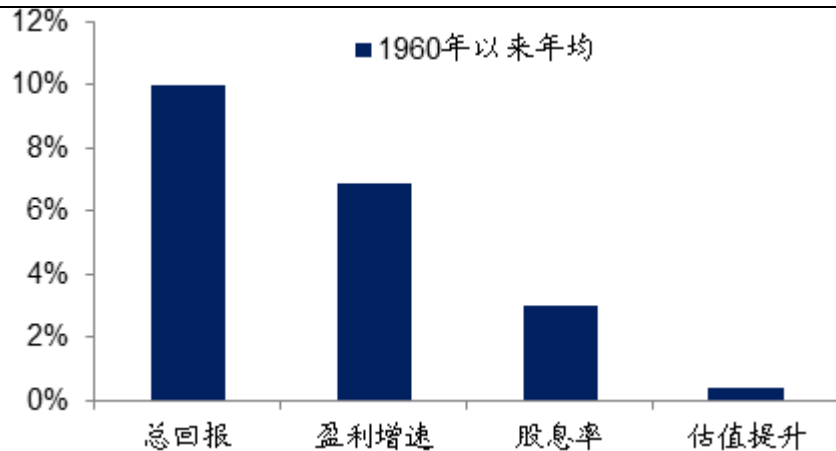
**图5 标普 500 市盈率（倍）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**主要盈利支撑。**

我们利用纽约大学 Damodaran 教授的数据，测算出 1960 年以来美国标普 500 指数的年化回报率为 10%，其中包括 6.9% 的盈利增速，以及 3% 的股息率，而来自估值提升的部分基本可以忽略，再次证明美股长期走牛主要靠的是企业盈利增长和股息分红。

图6 1960-2019 年标普 500 指数年均回报率与分解

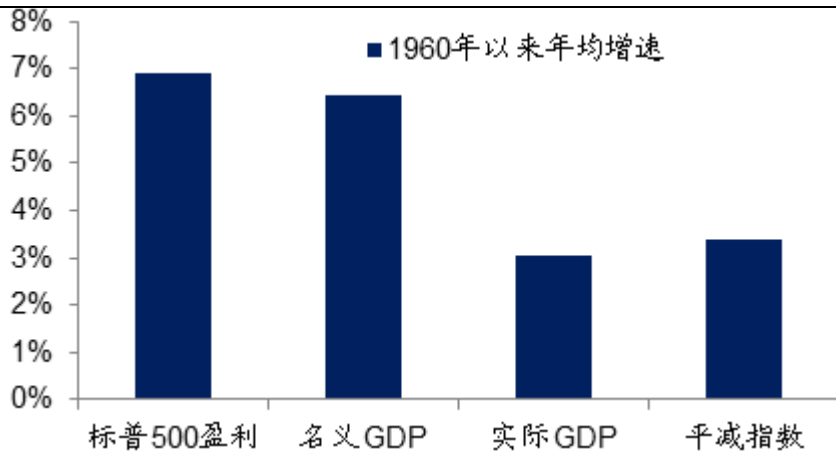


资料来源：Wind, Damodaran Online, 海通证券研究所

### 增长带来盈利。

而企业盈利持续增长的背后，依托的是美国持续增长的经济。从 1960 年至今，美国标普 500 指数的年均利润增速为 6.9%，与同期 6.4% 的 GDP 名义增速大致相当，其中包括 3% 的 GDP 实际增速与 3.4% 的通胀率，也就是说经济增长和物价上涨共同推动了美国经济的名义总量不断上升，以及企业盈利持续增长。

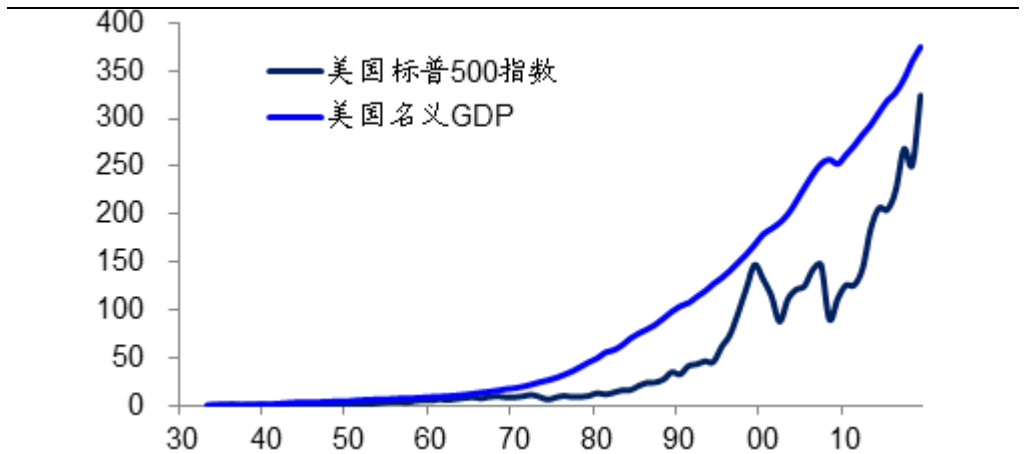
图7 1960-2019 年标普 500 盈利，名义 GDP 年均增速与分解



资料来源：Wind, Damodaran Online, 海通证券研究所

因此，美国的股市长牛，其实反映的是长期持续增长的经济总量。自从 1933 年美国脱离金本位之后，其名义经济总量增长了 370 倍，而同期的标普 500 指数上涨了 340 倍，这证明其股市是经济增长的风向标，居民长期投资美国股市可以分享经济持续增长的红利。

图8 美国名义 GDP、标普 500 指数



资料来源：Wind，海通证券研究所，均以 1933 年为 1。

## 2. A 股表现不佳：消化估值泡沫

看完美股之后，我们再来看一下中国股市。

### A 股表现不佳。

与美股的区别在于，中国股市过去未能成为经济增长的风向标。从 2000 年到 2019 年，中国的名义经济总量从 10 万亿升至 99 万亿，但同期的上证指数仅从 2073 点升至 3050 点，股市涨幅远低于经济增幅。

图9 中国名义 GDP、上证指数 (万亿人民币)

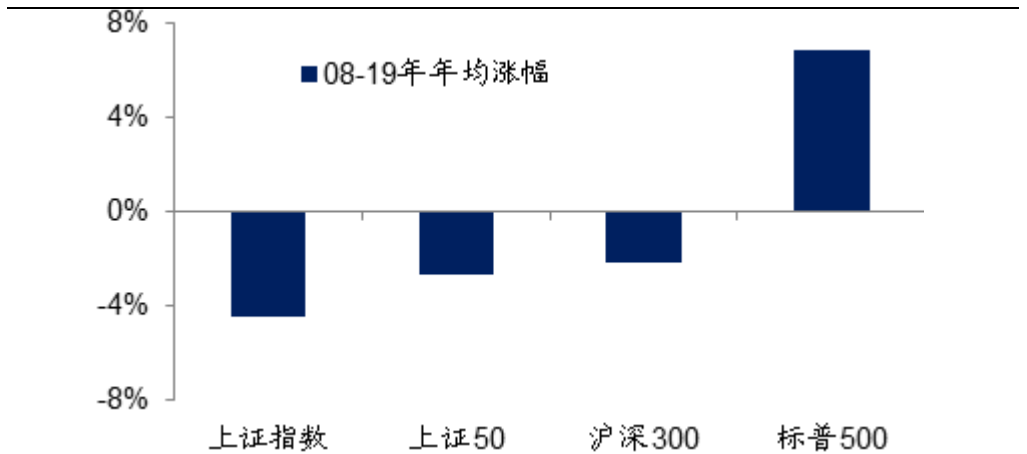


资料来源：Wind，海通证券研究所

另一个比较是中国和美国的股市回报。次贷危机是在美国爆发的，但在次贷危机之后，从 08 年到 19 年，美国股市屡创新高，其标普 500 指数的年化涨幅达到 6.8% (不包含股息率)，而同期中国的主要股指悉数下跌，其中代表性的上证指数年均跌幅达到 4.4%。



图10 08-19年中美股市年均涨幅

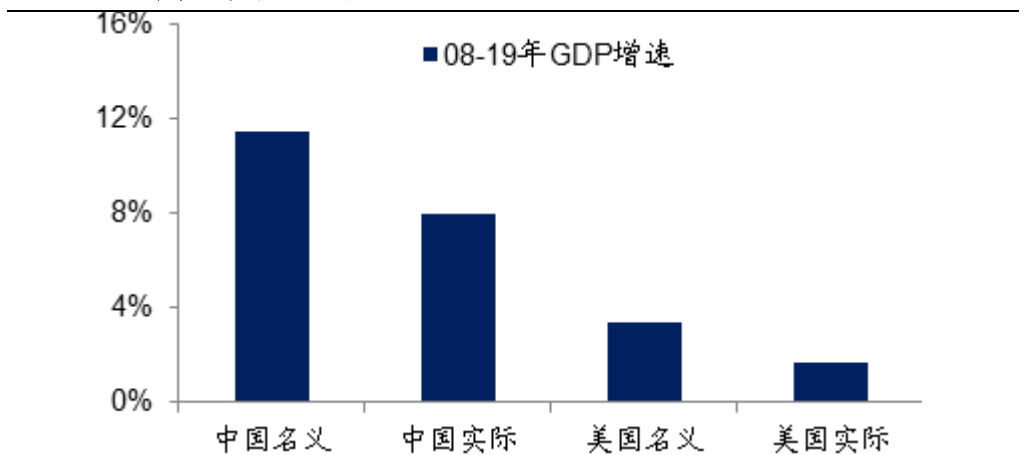


资料来源：Wind，海通证券研究所，不含股息率

### 经济盈利不差。

我们发现，导致中国股市表现不佳的原因并不在于中国经济。从08年到2019年，中国经济年均实际增速为8%，远高于同期美国1.7%的年均实际增长。在考虑的物价上涨之后，中国经济的年均名义增速为11.4%，更是远高于同期美国的3.3%。

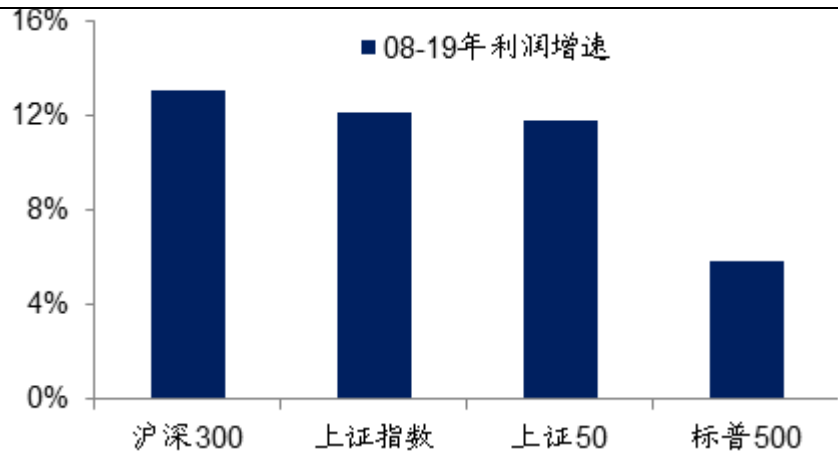
图11 08-19年中美年均GDP增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

从上市公司的利润增速来看，其实A股的表现也并不差。从08年到19年，中国上证指数、沪深300指数的年均利润增速都超过12%，与同期11.4%的GDP名义增速大致相当，远高于同期美国标普500指数5.8%的年均利润增速。

图12 08-19 年中美主要股指年均利润增速



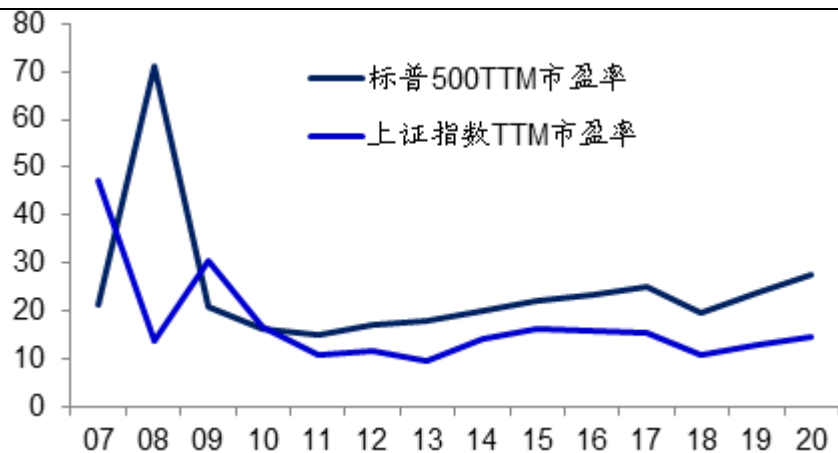
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 存量估值泡沫。

为何在过去的 12 年中，中国股市的盈利表现远好于美股，股市反而下跌了呢？我们发现，关键的原因是在于高估值的拖累。过高的估值把盈利的优势消耗殆尽，使得股市不涨反跌。

首先，过去 A 股存在巨大的存量估值泡沫。在 2007 年时，中国上证指数的 TTM 市盈率高达 47 倍，而最新的估值为 15 倍，仅估值下降就贡献了约 70% 的股市跌幅。反观美国标普 500 指数在 07 年的 TTM 市盈率是 21.5 倍，最新已经升至 27.6 倍，贡献了约 30% 的股市涨幅。

图13 上证指数、标普 500 TTM 市盈率（倍）



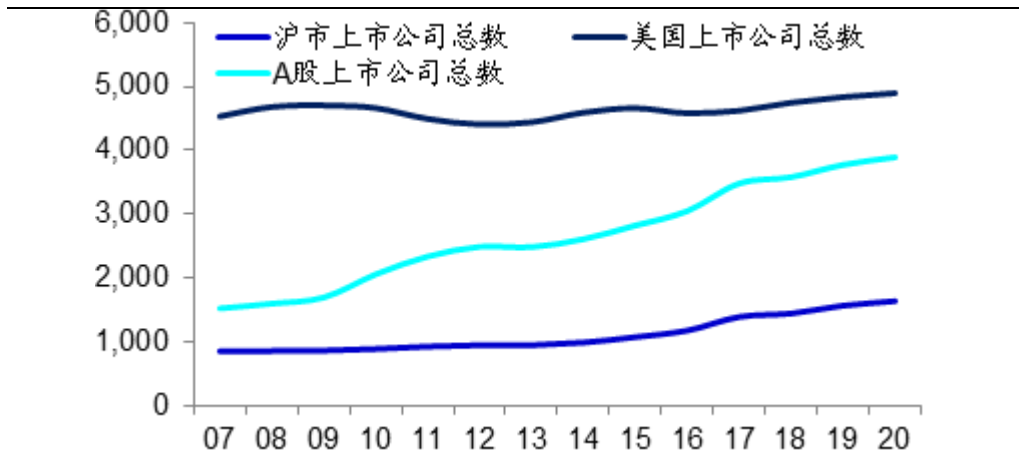
资料来源：Wind，海通证券研究所

### 增量估值泡沫。

但是在 2010 年以后，其实上证指数的 TTM 市盈率就降至了 20 倍以下，存量估值的泡沫得到了显著的消化，为何之后的 A 股表现也并不算出色？我们发现，这与不断产生的增量估值泡沫有关，新股上市交易之后的估值远高于市场平均水平，因而大量发行的新股意味着市场的估值在不断上升，并没有表面上那么便宜。

从 07 年至今，美国的上市公司总数从 4535 家升至 4897 家，仅上升了 8%，年均增长不到 1%。而同期中国 A 股的上市公司总数从 1530 家升至 3893 家，增长了 1.5 倍，年均增长 8%。其中沪市上市公司总数从 860 家升至 1644 家，也上升了近一倍，年均增长 5.5%。

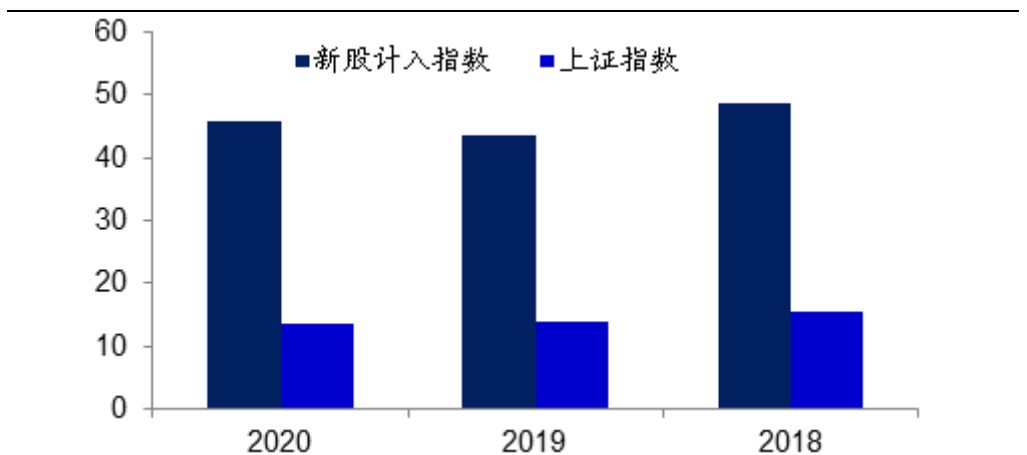
图14 美国、中国上市公司数(家)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

从07年1月到20年7月22日,上交所新股都是在上市第11个交易日计入所有指数。我们统计了过去3年上证所有新股,发现其在计入指数当天的TTM市盈率平均高达46倍,而同期的上证指数平均TTM市盈率不到15倍,这意味着新股的估值是市场平均水平的3倍以上。

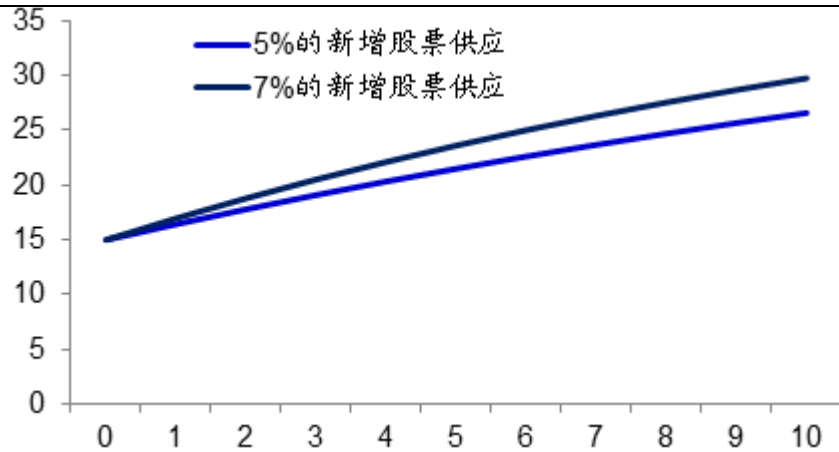
图15 2018年以来上证及新股计入指数时平均TTM市盈率(倍)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 20年数据截至7月19日

我们假设市场的初始市盈率为15倍,再假设新股的估值保持在45倍,并分别以5%和7%的速度逐年增加新股的供应。由于新股的估值太高,即便没有任何其他因素的发生,市场整体估值在10年后将分别升至26.6倍和29.7倍。这意味着在一个大量供应高估值新股的市场,其实际长期估值并没有表面上那么便宜。

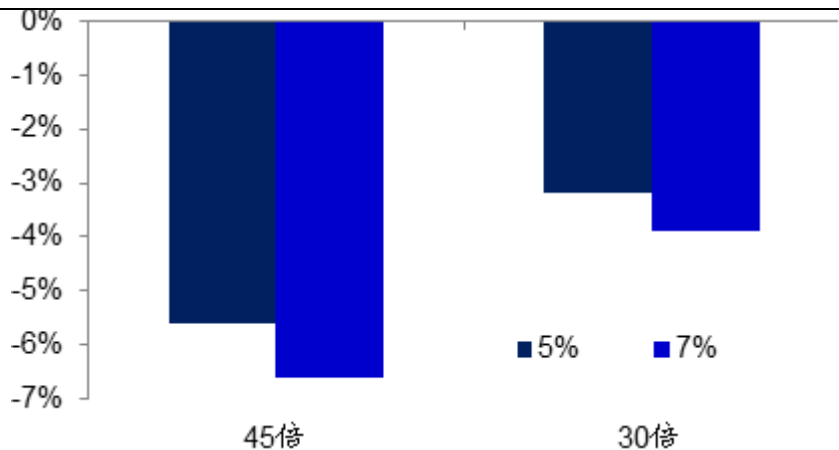
图16 初始 15 倍，持续 45 倍市盈率供应新股带来市场估值变化（倍）



资料来源：海通证券研究所测算，假设新股供应每年增长 5% 或 7%

如果我们假设市场的估值始终保持在 15 倍，但同时以年均 5% 的速度发行 45 倍估值的新股，那么为了消化大量新股带来的高估值，在 10 年内每年市场的估值水平都要下跌 6%。即便把新股上市交易的估值水平降低到 30 倍，为了消化新股的高估值，在 10 年内每年市场的估值水平也要下跌 3%。

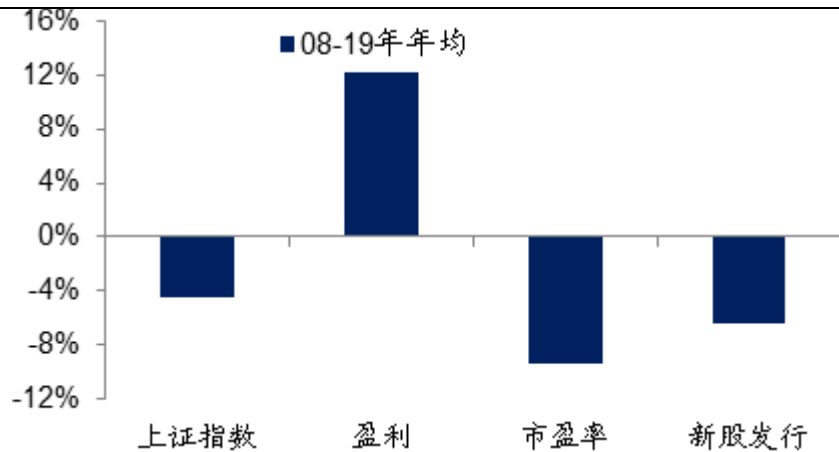
图17 假设市场估值保持 15 倍，持续以 45 倍或 30 倍市盈率供应 10 年新股的年均估值损失



资料来源：海通证券研究所测算，假设新股供应每年增长 5% 或 7%

### 消化估值泡沫。

因此，我们发现虽然从 08 到 19 年的中国年均 GDP 名义增速高达 11.4%，同期上证指数的年均利润增速也高达 12.2%，但为了消化存量估值泡沫每年要下跌 9.4%，而为了消化不断上市的新股高估值泡沫又要下跌 6.3%，两者消化之后就是大约年均 4.4% 的负回报。

**图18 08-19年上证指数年均涨幅与贡献分解**


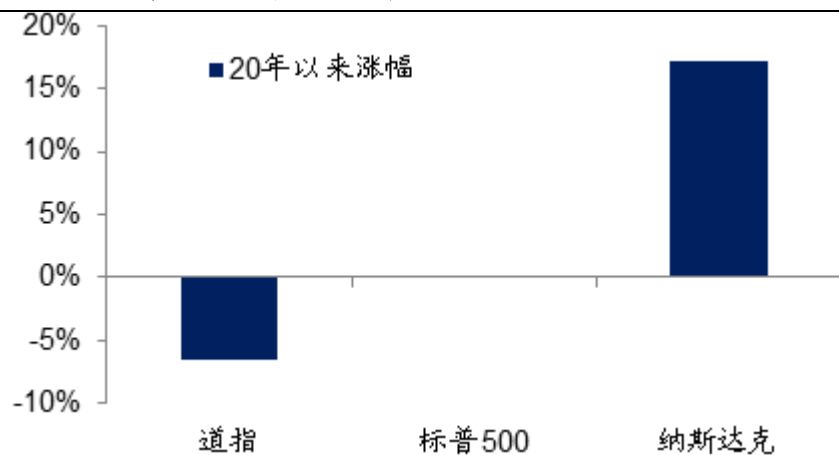
资料来源：Wind，海通证券研究所，新股上市带来了新的高估值

### 3. 本轮股票牛市：低利率提估值

看懂了美股和A股的运行机制之后，我们再来看一下当前的全球股市，其实又和过去有所不同。

**当前美股反弹，主要靠估值。**

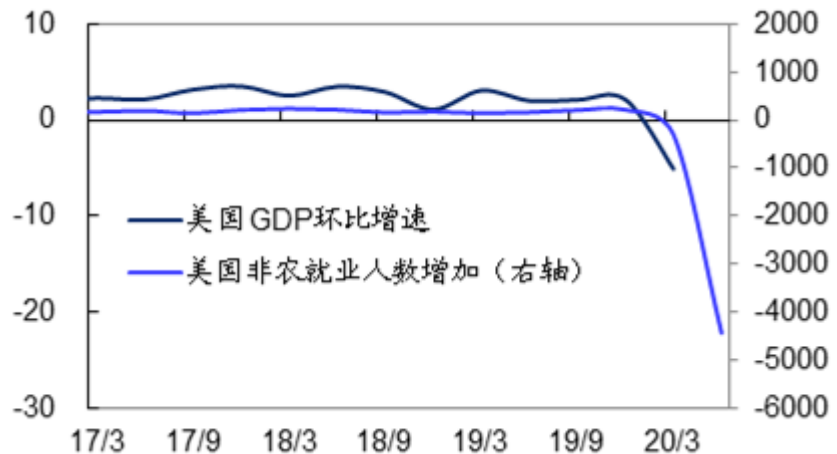
今年以来美股表现突出，其纳斯达克指数年内涨幅超过17%，再度创出历史新高。而代表性最广的标普500指数年内不涨不跌，已经全部收复疫情导致的失地，仅道琼斯指数出现6.5%的小幅下跌。

**图19 美国道指、标普500、纳斯达克指数年内涨幅**


资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至7月17日

但在股市表现惊艳的背后，则是乏善可陈的经济。目前美国的疫情数字还在创新高，其2季度的失业人数超过1300万，预示着2季度美国经济环比将出现大幅下降。

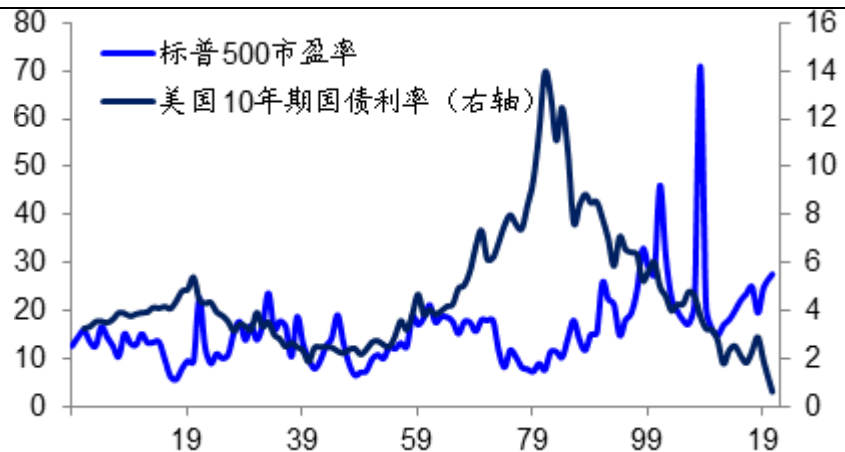
图20 美国 GDP 环比增速、非农就业人数季均增加（%、千人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

因此，本轮美股的上涨其实和过去不太一样，主要不是靠经济回升和企业盈利改善，而是靠估值的提升，这背后离不开超级宽松的货币政策。目前美国的 10 年期国债利率降至 0.62% 的历史最低位附近，从而支撑其标普 500 市盈率创下 27.6 倍的新高，脱离了历史上 8 倍-24 倍的一倍标准差区间。

图21 美国标普 500 市盈率（倍）、10 年期国债利率（%）

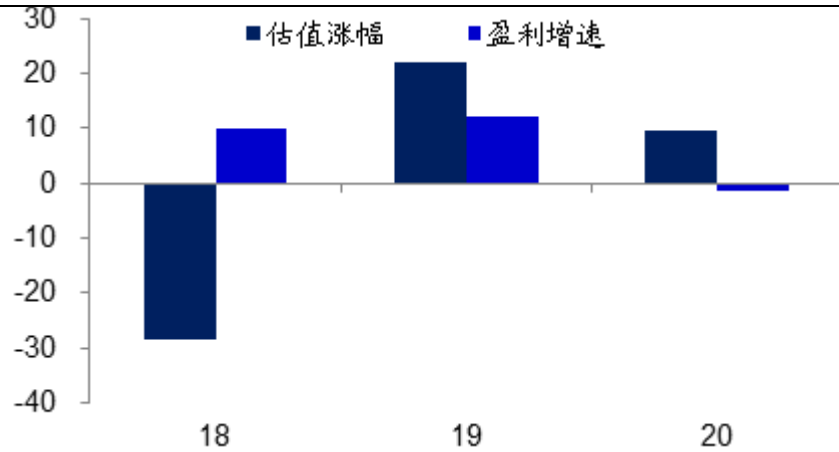


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 中国成长领涨，估值遥遥领先。

在中国，本轮股票牛市始于 2019 年，本轮 A 股牛市也和美股类似，主要靠估值提升来拉动。以沪深 300 指数为例，2019 年沪深 300 指数的 TTM 市盈率提升了 22%，超过当年 12% 的盈利增速，但 2019 年毕竟还是有盈利增长的。而在 2020 年以来，沪深 300 指数的 TTM 市盈率再度提升了约 10%，但同期的盈利是下滑的。

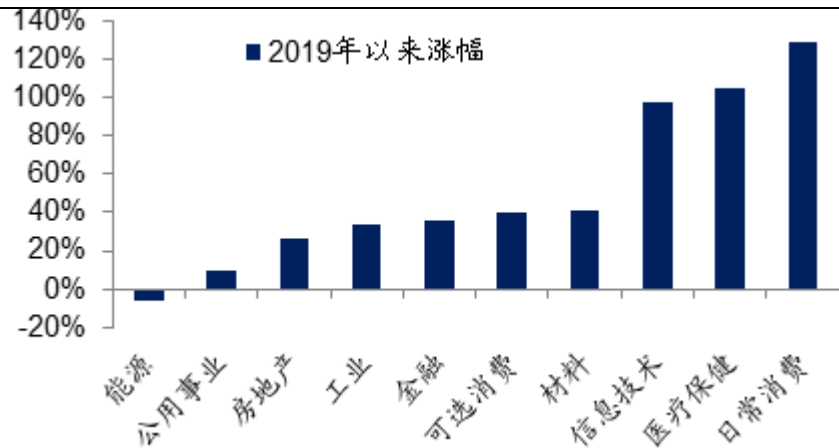
图22 18年以来沪深300指数涨幅分解(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，20年数据截至7月17日

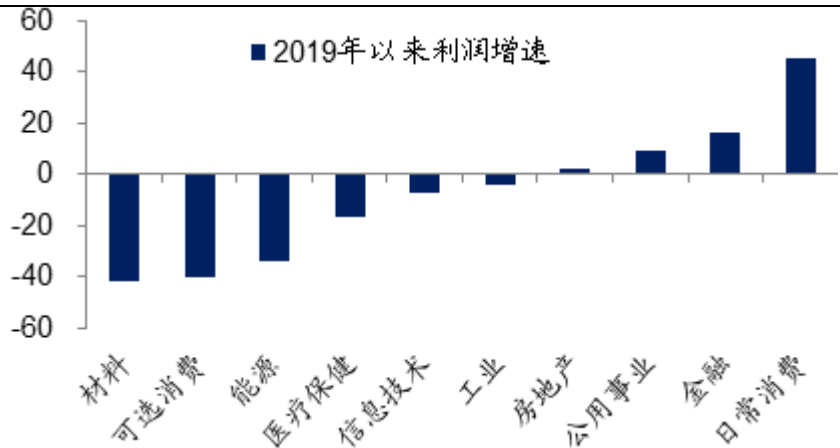
如果观察上证指数，其超过3000点是在今年7月初，给大家的印象好像A股的牛市刚刚开始。其实从2019年初开始，中国股市的结构性牛市已经出现了一年半了，表现最好的三个行业日常消费、医疗保健和信息技术的累计涨幅已经接近甚至超过1倍。

图23 19年以来Wind分行业涨幅(%)



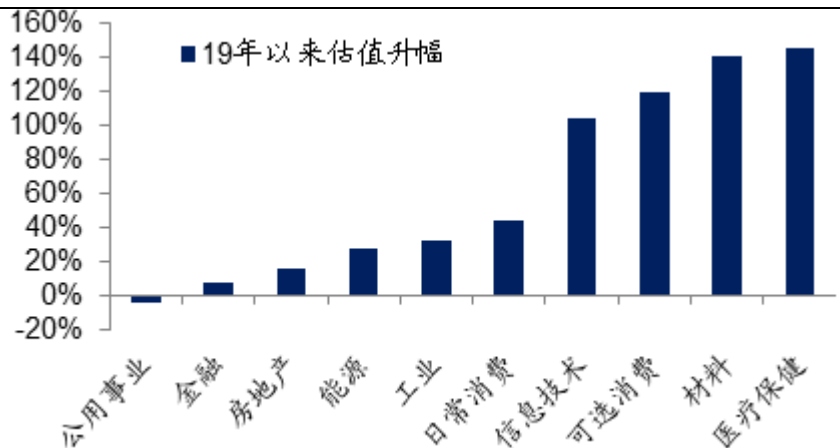
资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至7月17日

但是同样的问题在于，即便表现最好的日常消费行业，其19年以来的利润增速仅为45%，远不及同期129%的股价涨幅。而另外两大领涨行业医疗保健和信息技术行业，其19年至20年1季度的利润甚至是负增长，利润表现同样无法解释股价的大幅上涨。

**图24 19年以来 Wind 分行业利润增速 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所，统计从19年到20年1季度

因此，在过去1年多推动中国股票结构性牛市的最大动力，其实就是估值的大幅提升。在信息技术、材料、可选消费、医疗保健等行业，其自19年初以来的TTM市盈率均已翻倍。

**图25 19年以来 Wind 分行业估值变化**


资料来源：Wind，海通证券研究所，估值为TTM市盈率，数据截至7月17日

## 4. 利率趋于回升，挤压估值泡沫

理解了本轮股票牛市的主线，其实就能明白为何经济复苏了，股市反而出现下跌。

### 经济通胀改善。

2季度GDP增速由负转正至3.2%，再度印证当前中国经济的复苏是确定无疑。目前中国的工业经济已经完全恢复正常，服务业也在迅速改善，甚至连跨省旅游、影院等高接触行业的限制性措施也在逐渐解除。从今年3月份开始，最为领先的社融增速开始大幅回升，后续随着经济自主性需求的恢复，预计社融增速有望继续回升到今年年底。历史经验显示，社融增速领先于中国经济1个季度左右，这意味着今年下半年经济有望明显复苏，而且这一轮经济复苏有望延续到2020年上半年。



**图26 社融余额增速、发电量增速 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

随着社融和货币增速的回升,代表物价走势的PPI和核心CPI也将在今年下半年见底回升,这预示着新一轮通胀上行周期也将出现。

**图27 社融余额增速、PPI (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 利率趋于回升。

而经济和通胀的回升,意味着全社会回报率的重新上升,这也预示着中国利率将重新步入上行周期。事实上,在08年之后中国经济曾经经历过3轮加杠杆周期,每一次都伴随着利率的重新上行。

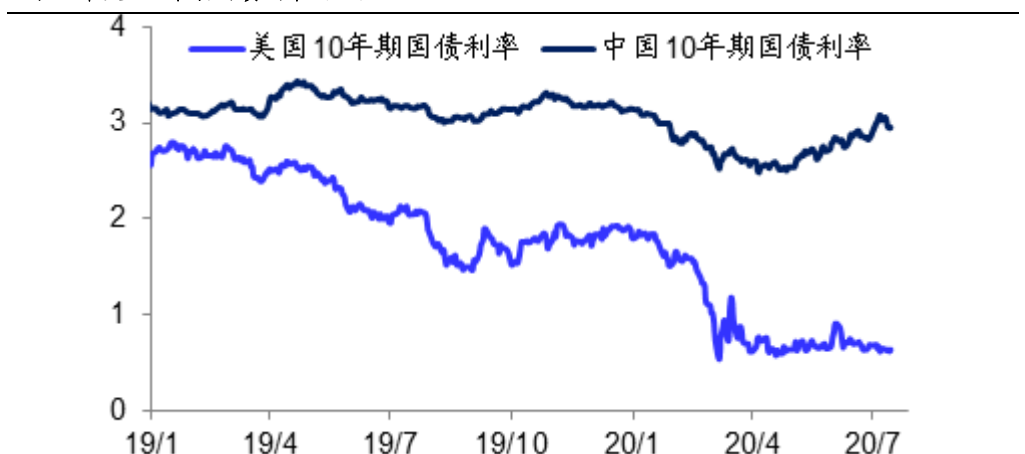
图28 中国 10 年期国债利率、社融余额增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

而经济复苏的差异也体现在中美的债券市场上，美国的 10 年期国债利率依然维持在 0.62% 的历史最低位，意味着市场预期其经济复苏乏力。而中国的 10 年期国债利率已经从 4 月最低的 2.5% 升至当前的 3% 左右，意味着市场预期中国经济出现了显著改善。

图29 中美 10 年期国债利率 (%)

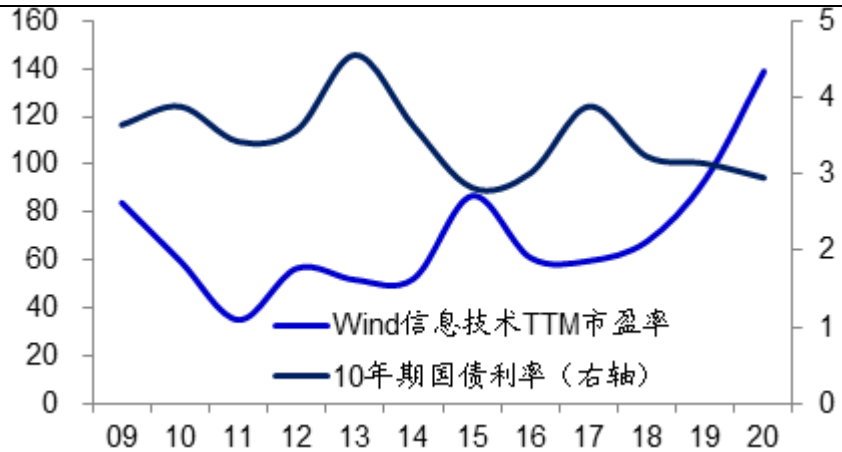


资料来源：Wind，海通证券研究所

### 高估难以持续。

但是市场利率的回升，对于中国股市当中的部分行业并不是好消息。为何部分成长股行业出现了超过 100 倍的 TTM 市盈率？一个重要原因在于市场利率下降，在 4 月份中国 10 年期国债利率创下 2.5% 的历史新低之后，部分人士甚至预期中国也和欧美发达国家一样走向零利率，也只有零利率的预期，才能解释 100 倍 TTM 市盈率的合理性。但是事后来看，这个预期至少在现在被证明是完全错误的，中国的 10 年期国债利率非但没有继续下降，反而回升到了 3% 左右。

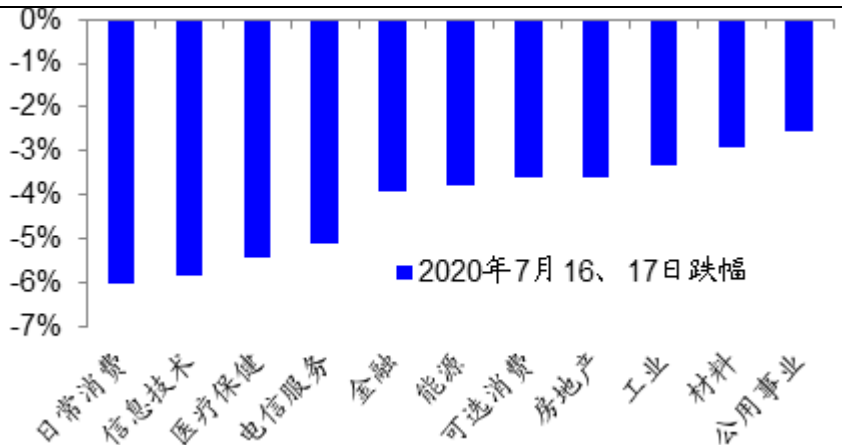
图30 Wind 科技行业 TTM 市盈率（倍）、10 年期国债利率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

因此，在 7 月 16 日以来受伤最严重的，其实都是高估值的行业。这其实也是中国 A 股在过去长期表现不佳的原因，虽然 A 股的盈利表现并不差，但是过高的存量和增量估值把盈利消耗殆尽，因而在利率的上行期，我们对高估值的行业要留一份谨慎。

图31 20 年 7 月 16/17 日 Wind 分行业累计跌幅（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 5. 复苏改善盈利，支撑蓝筹走牛

美国股市的长牛告诉我们，经济增长和企业盈利改善才是股市长牛的根本，从这一点来说，未来的中国股市又是充满希望的。

### 盈利趋于改善。

首先，伴随着社融增速的回升，经济和通胀将重新上行，这代表着企业产品的数量和价格也将重新回升，企业盈利将趋于改善。历史数据显示，过去每一轮的社融增速回升都伴随着上市公司利润增速的回升。

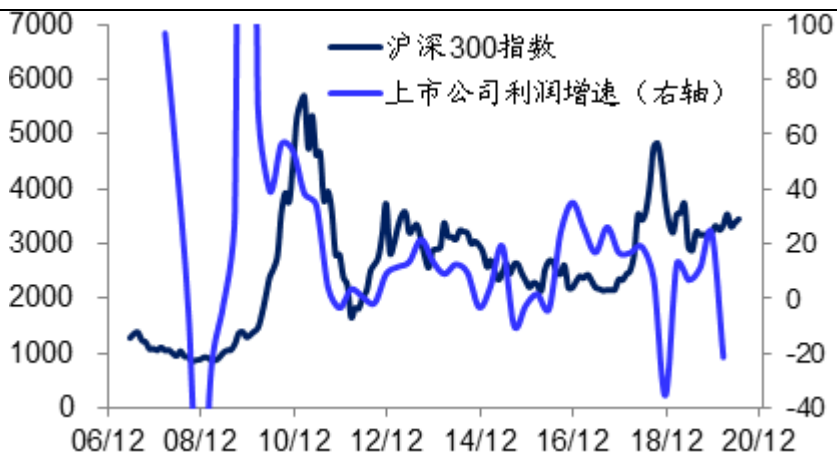
图32 社融增速、上市公司利润增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

而企业盈利的改善, 将成为 A 股整体走牛的重要支撑。

图33 上市公司利润增速、沪深 300 指数 (%)

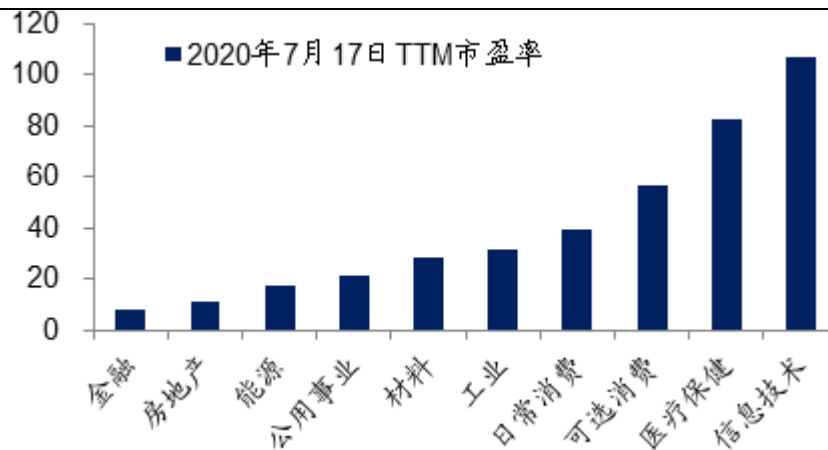


资料来源: Wind, 海通证券研究所

支撑蓝筹走牛。

相比于科技、医药等高估值的成长股行业, 我们在未来更加看好的是金融、地产等传统的价值蓝筹行业。

图34 最新 Wind 分行业 TTM 市盈率 (倍)

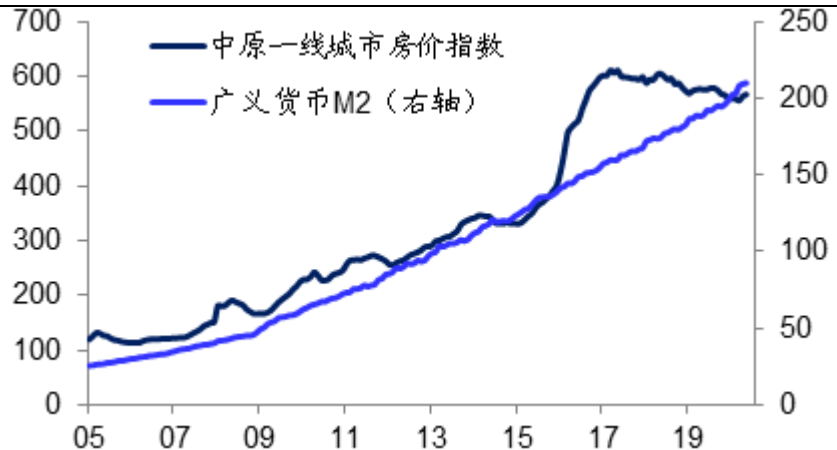


资料来源: Wind, 海通证券研究所

首先的原因在于金融和地产是直接受益于货币超发的行业, 房地产是货币的蓄水

池，而金融则负责货币的发行，在货币增速回升的背景下，这两个行业的盈利表现不可能太差。

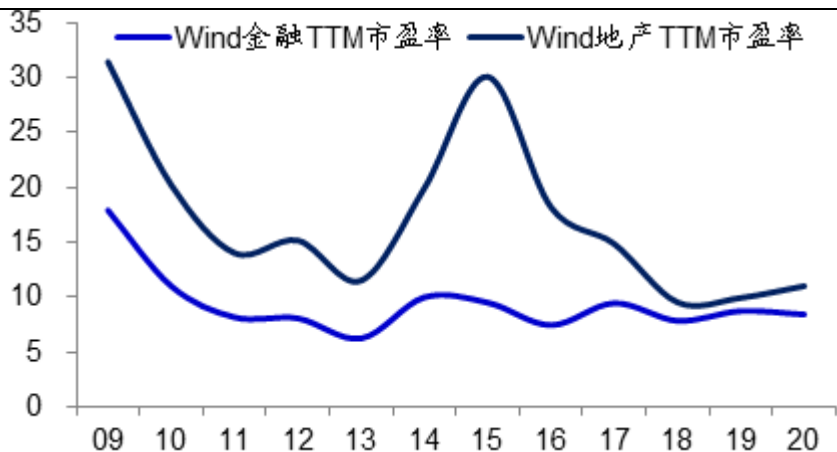
图35 广义货币 M2 总量（万亿人民币）、中原一线城市房价指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

而且无论是地产还是金融，当前的 TTM 市盈率都处于历史最低位附近，估值已经跌无可跌，这意味着哪怕利率大幅上行，对其估值的影响也是非常有限的。

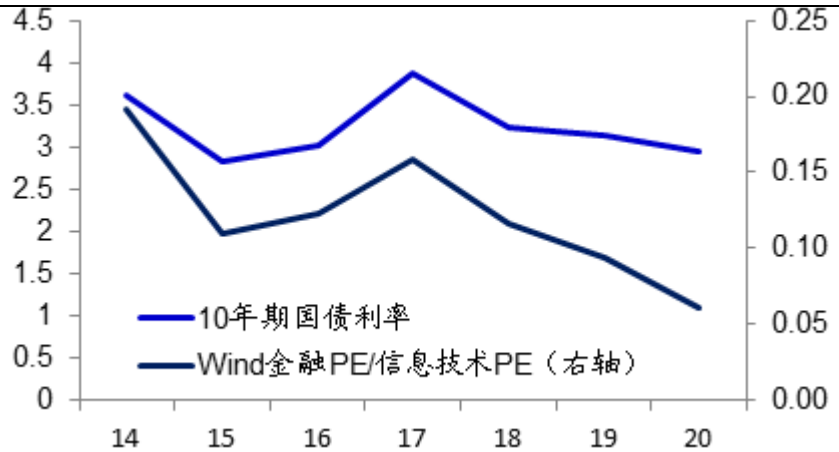
图36 最新 Wind 金融、地产行业 TTM 市盈率（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所，20 年数据截至 7 月 17 日

而历史数据显示，在利率的上行期，金融等传统行业相对于科技等成长性行业的估值往往是提升的，原因在于中国科技股的行情主要靠估值提升，这需要利率下降的支持，因而利率上行期反而是金融等行业的表现会相对占优。

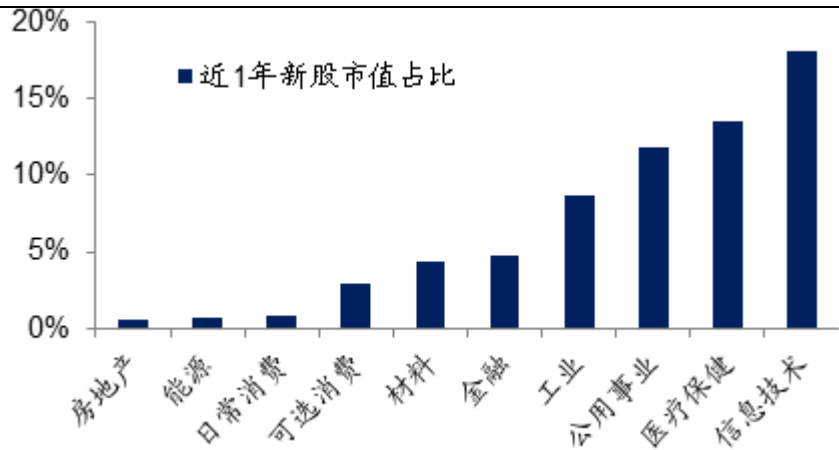
图37 Wind金融相对科技行业估值、10年期国债利率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

另外, 中国股市过去表现不佳的一个重要原因是大量高估值的新股供应, 长期降低了市场的投资价值。但是我们可以发现, 目前的新股供应集中在科技、医疗等行业, 而金融地产等传统行业的新股供应占比极低, 这意味着其不存在新增的估值泡沫问题。

图38 最近1年新股市值占比

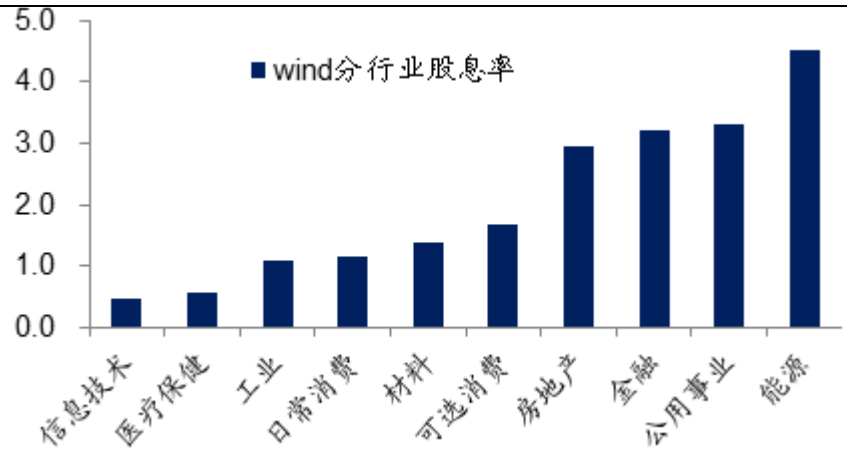


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至7月17日

因此, 虽然大家看不上地产和金融等传统行业, 但只要中国经济未来确定复苏, 同时货币和融资保持两位数增长, 其实地产和金融等行业的优质企业也有望实现类似幅度的利润增长, 而且其低估值的下跌空间有限, 加上还有3%左右的平均股息率, 其实大概率会跑赢1.5%的银行存款利率和3-4%的银行理财收益率。

所以, 经济复苏了, 大家不用担心股票牛市的终结, 需要担心的是那些存在估值泡沫的水牛行业, 而低估值又有盈利增长的蓝筹价值行业其实反而迎来了投资机会。

图39 最新 Wind 分行业股息率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至7月17日

## 信息披露

### 分析师声明

姜超 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。



## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com  
联系人  
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
联系人  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com  
房乔华 0755-82900477 fqh12888@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuy11758@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
联系人  
马浩然(021)23154138 mhr13160@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com 张弋(010)58067852 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 陈宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辛丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com  
 滕雪竹 txz13189@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com  
 郭金鑫(010)58067851 gjx12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com