

中投证券研究所估值小组

丁 俭

0755-82026718

dingjian@cjis.cn

黄君杰

010-66276932

huangjunjie@cjis.cn

朱 晔

0755-82026746

zhumi@cjis.cn

徐 鹏

010-66276907

xupeng@cjis.cn

相关报告

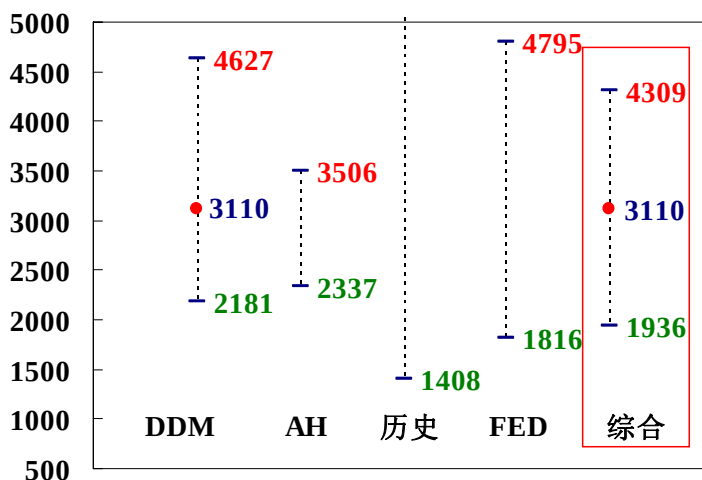
1. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: 盈利水平转好, 估值中枢上调——2009年年中估值报告
2. 丁俭, 朱晔, 黄君杰, 徐鹏: 风险溢价水平降低致市场估值中枢上调——2009年5月估值报告
3. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: 预计二季度估值仍以震荡为主——2009年2季度估值报告
4. 丁俭, 朱晔, 黄君杰, 徐鹏: 估值中枢持平于2月——2009年3月估值报告
5. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: 风险溢价下降, 估值中枢略有上调——2009年2月估值报告
6. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: 等待与希望——2009年估值年度报告
7. 丁俭, 朱晔, 黄君杰, 徐鹏: 低估值下仍需谨慎——2008年10月估值报告
8. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: A股估值还能更低么——2008年9月估值报告
9. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: 寻找合理中枢——后股改时代的估值体系重构

2009年8月估值报告

盈利预期进一步上升, 估值中枢上调

内容要点:

- 综合4种估值方法, 我们得出A股市场合理估值水平的价值中枢为上证指数 **3110** 点, 上限为 **4309** 点, 波动区间下限为 **1936** 点。
- 从资金面看, 中短期A股估值依然存在向上的弹性; AH溢价为1.46, 正在逐步靠近经验性的合理区间上限。若8月A股继续相对外围市场出现超额收益, A股震荡或将加剧。
- 依据自上而下与自下而上相结合的盈利增长测度方法, 2009年的全市场盈利增速为 **-0.4%**, 比上次预测值 **-5.13%** 上调 4.7 个百分点; 2010年的盈利增速为 **40%**, 比上次预测上调 12 个百分点。2009年全市场盈利增速出现比较明显的上调主要原因是今明年的宏观经济增速大幅上调、通胀水平上调。
- 平衡无风险利率与国债利率上升与新兴市场溢价下降, 我们根据构成法可以测得 2009 年 A 股市场的长期的资金成本为 **9.6%**, 与上期报告持平。
- 行业估值比较方面, 综合 GARP、REP, 目前行业具有相对估值优势的有银行、制药生物科技、耐用消费品与服装。其中银行、耐用消费品与服装是价值型特征较明显的行业; 制药生物科技是成长型特征较明显的行业。



目 录

一、复苏预期强化，盈利预期进一步上升	5
1. 估值回顾	5
2. 伴随经济增速预期上调，盈利预期进一步上调	5
3. 平衡无风险利率与国债利率上升与新兴市场溢价下降，资金成本依然处于底部区域	7
二、国际估值格局	8
三、合理的估值水平是多少	10
1. 基于 DDM 模型的绝对估值	10
2. A 股与 H 股比较估值	10
3. 基于 FED 模型的估值	11
4. 修正的历史比较估值	12
5. 综合估值结论	13
6. 对 8 月估值的看法	14
四、行业估值水平	15
1. 行业估值现状	15
2. 行业估值对比	18
3. 行业分析结论	20
附录	21
附录 1 A 股对 H 股溢价表	21
附录 2 全球 ERP	22
附录 3 关于全球经济增速与通胀水平历史时序的比较	22
附录 4 关于 DDM 的假设	24
附录 5 全市场盈利增速与 GDP 增速之间的敏感性	25
附录 6 关于 DDM 估值的敏感性分析	26

图目录

图 1 全球主要指数的涨跌幅	5
图 2 M1 增速、M2 增速，十年期国债到期收益率与一年期定期存款人民币基准利率的走势	7
图 3 沪深两市各主要指数与全球各主要指数市盈率现状对比	8
图 4 A 股与成熟市场的历史估值比较	9
图 5 DDM 模型估值的主要参数的选取	10
图 6 A 股对 H 股溢价指数	11
图 7 PE 的倒数围绕国债收益率波动	11
图 8 美国市场贷款利率的倒数成为估值水平的底部	12
图 9 基于 FED 模型的 PE 估值区间	12
图 10 修正的上证指数历史市盈率走势（蓝色）	13
图 11 以 PE 计的估值中枢及合理波动区间	图 12 以上证指数计的估值中枢及合理波动区间 ..
图 13 全部 A 股行业 PE	15
图 14 全部 A 股行业 PB	16
图 15 中美相对行业 PE	16
图 16 中美相对行业 PB	17
图 17 行业静态 PE 的历史比较	17
图 18 行业静态 PB 的历史比较	18
图 19 零增长和有增长条件下 REP 分布区间对比	19
图 20 沪深 300GICS 二级分类 REP	19
图 21 GARP 行业策略	20
图 22 全球成熟市场的 ERP 分布	22
图 23 主要成熟市场国家实际 GDP 增长率	图 24 主要新兴市场国家实际 GDP 增长率 23
图 25 主要成熟市场国家 CPI 增长率	图 26 主要新兴市场国家 CPI 增长率
	23

表目录

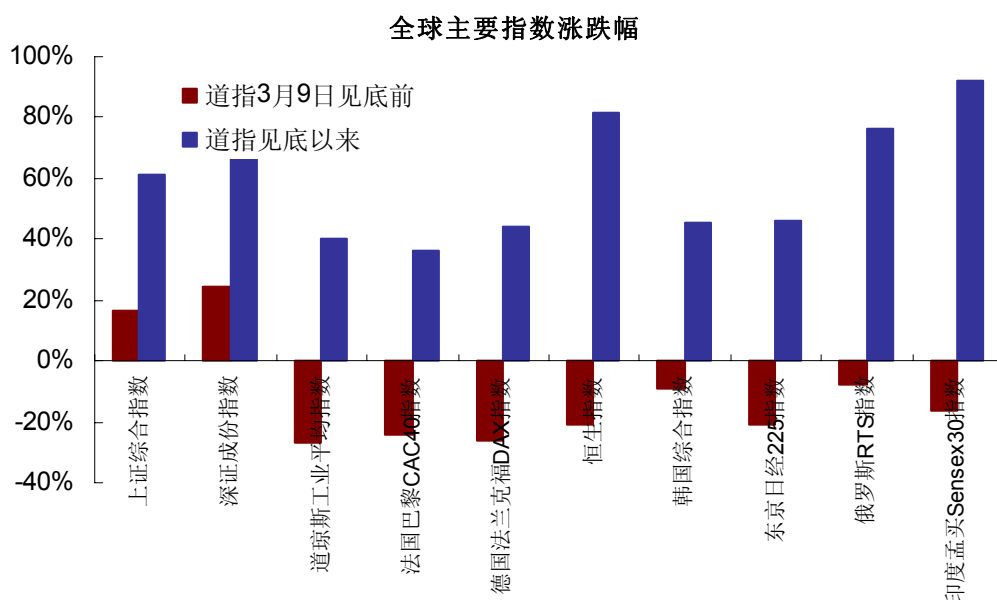
表 1 非金融业上市公司 ROE 测算	6
表 2 上市公司的盈利预测	6
表 3 按构成法确定 k_e	8
表 4 全球主要市场 ROE 及市盈率和市净率(本报告市盈率的计算一律采用总体法。)	9
表 5 2010 年全市场增速与 2009 年 GDP 增速的敏感性分析	25
表 6 2010 年全市场盈利增速与 2009 年、2010 年 GDP 增速的敏感性分析	25
表 7 敏感性分析- k_e & 第 1 阶段增长与市场中性预期的偏差	26
表 8 敏感性分析-第 4 阶段持续时间 & 第 1 阶段增长与市场中性预期的偏差	26
表 9 敏感性分析-第 4 阶段长度 & k_e	27
表 10 敏感性分析-第 2 阶段增长率 & k_e	27
表 11 敏感性分析-第 2 阶段增长率 & 第 4 阶段持续长度	27
表 12 敏感性分析-第 2 阶段增速 & 第 1 阶段增长与市场中性预期的偏差	28

一、复苏预期强化，盈利预期进一步上升

1. 估值回顾

近期，国内二季度 GDP 增速 7.9% 的超预期、发电量回升持续回升，再次确认了国内经济复苏。同时，国外美国住宅市场见底回暖、中国 PMI 持续 5 个月超 50% 等，带动中国出口复苏预期深化。在国内外复苏预期强化的背景下，A 股整体市场结构性的热点不断，6、7 月估值再次单边上扬，期间上证指数相对于恒生指数、道琼斯工业平均指数又现超额收益，分别为 20.2%、16.5%。截至 7 月 31 日，上证指数 TTM 估值为 37 倍，深圳成指 TTM 估值为 43.9 倍（数据来源：Bloomberg）。

图 1 全球主要指数的涨跌幅



数据来源：wind 资讯，中投证券研究所

2. 伴随经济增速预期上调，盈利预期进一步上调

根据我们宏观研究对宏观数据预测调整，依据此前的自上而下与自下而上相结合的盈利增长测度方法，我们对今年全市场的盈利预期做了进一步的修正。

对于非金融行业，通过如下随机系数模型测度 ROE 的预期水平：

$$ROE = \alpha_t + \beta_t * \text{GDP平减指数} * \text{真实GDP增速}^2 + \varepsilon_t$$

其中 α_t , β_t 均为随机系数

进一步的, 我们利用企业盈利增速与企业 ROE 之间的关系测度盈利预期:

$$g_{t+1} = \frac{ROE_{t+1}(B_{t+1} + B_t) * 0.5}{Earning_t} - 1$$

其中

g_{t+1} 为 t+1 年的企业盈利增速

ROE_t 为 t 年的资产回报率

B_t 为第 t 年底的净资产

$Earning_t$ 第 t 年的净利润总额

表 1 非金融业上市公司 ROE 测算

	2007 年 A	2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E
GDP 增速 /% (上次预测)	11.9	9	8.1↑ (7.7)	9.0↑ (8.65)
GDP 平减指数/% (上次预测)	105.22	106.49	100.80↑ (100.52)	104.84↑ (103.69)
ROE /% (上次预测)	16.3	8.6	6.6↑ (6.0)	10.2↑ (8.3)

资料来源: 中投证券研究所

根据表 1 的宏观经济数据假定, 我们可以测得今年明年的非金融企业 ROE 为 6.6%¹, 8.3%; 今明年全市场的 ROE 分别为 10%、12.4%。2009 年、2010 年 ROE 相比于上期均有上调, 主要原因是未来两年 GDP 增速预测值上调及 2010 年的通胀水平 CPI、PPI 上调所致。

进一步的, 根据我们金融行业研究员的盈利预期, 可以测得 2009 年的全市场盈利增速为-0.4%, 比上次预测值-5.13%上调 4.7 个百分点; 2010 年的盈利增速为 40%, 比上次预测上调 12 个百分点。2009 年全市场盈利增速出现比较明显的上调主要原因是今明年宏观经济增速大幅上调、通胀水平上调。

表 2 上市公司的盈利预测

	2008 年盈利增速 A	2009 年盈利增速 E	2010 年的盈利增速 E
银行	32.9%	10.0%	15%
保险	-75.9%	98.0%	10%
券商	-51.6%	11.7%	9%
非金融企业	-30.0%	-12.9%	71.6%
整体市场 (上次预测)	-14.52%	-0.4%↑(-5.13%)	40%↑(28%)
全市场 ROE	11.2%	10.0%	12.4%

资料来源: 中投证券研究所

¹全市场盈利增速与 GDP 增速之间的敏感性分析详细见附录 5。该 ROE 预测未包含 2008 年资产减值损失的部分冲回。

3. 平衡无风险利率与国债利率上升与新兴市场溢价下降，资金成本依然处于底部区域

我们采用构成法确定 ke ，我们把 ke 分解为长期无风险利率 (rf)、长期通货膨胀率 (π)、全球长期的股权回报溢价 ($gerp$)、本国市场的相对溢价率 (rp)，由下式确定长期资金成本 ke 。

$$ke = rf + \pi + gerp + rp$$

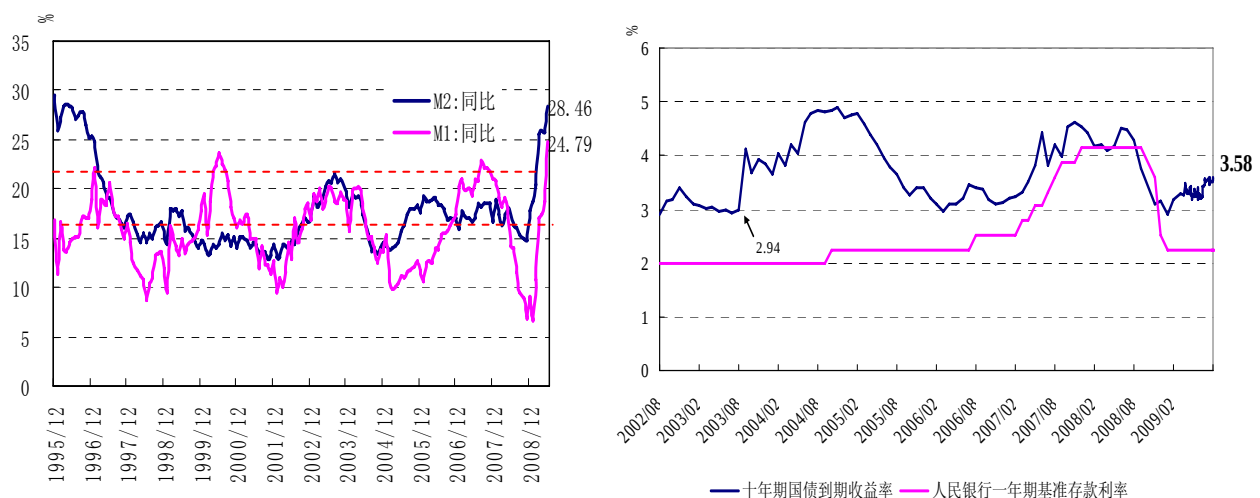
相关构成的按如下方法取定：

- 我们用国内 10 年期的国债收益率确定 $rf + \pi$
- 我们用全球平均的股权回报溢价 (erp) 确定 $gerp$ 。（见附录 2）
- 我们用欧洲美元市场中国主权债券与美国国债 10 年的利差的 1.5 倍²作为本国市场的相对溢价。

1) 国债利率低位有所反弹

伴随着适度宽松的货币政策进一步深化，中短期宏观经济流动性依然较为宽松。各项流动性指标都处在高位，其中 6 月 M1 同比增速处于历史高点，为 24.79%；M2 同比增速也历史高点附近，为 28.46%。

图 2 M1 增速、M2 增速，十年期国债到期收益率与一年期定期存款人民币基准利率的走势



资料来源：中投证券研究所整理

由于股市债市资金的“跷跷板”效应及明年的通胀预期的上升，10 年期国债利率触底反弹。考虑到明年通胀预期的上升、四季度国内外加息预期正在逐步形成，我们上调对无风险利率与国债利率预期，至 3.5%。

2) 新兴市场溢价下降

近期欧洲美元市场中国主权债券与美国国债 10 年的利差出现明显回落，截至 7 月 31 日 10 日平均利差为 0.915%。我们将本国市场相对于成熟市场的溢价下调 40BP，至 1.4%。

² 全球股票市场波动率与债券波动率之比为 1.5 倍。

3) A 股全市场资金成本为 9.6%

平衡无风险利率与国债利率上升与新兴市场溢价下降，我们根据构成法可以测得 2009 年 A 股市场的长期的资金成本为 9.6%，与上期报告持平。

表 3 按构成法确定 k_e

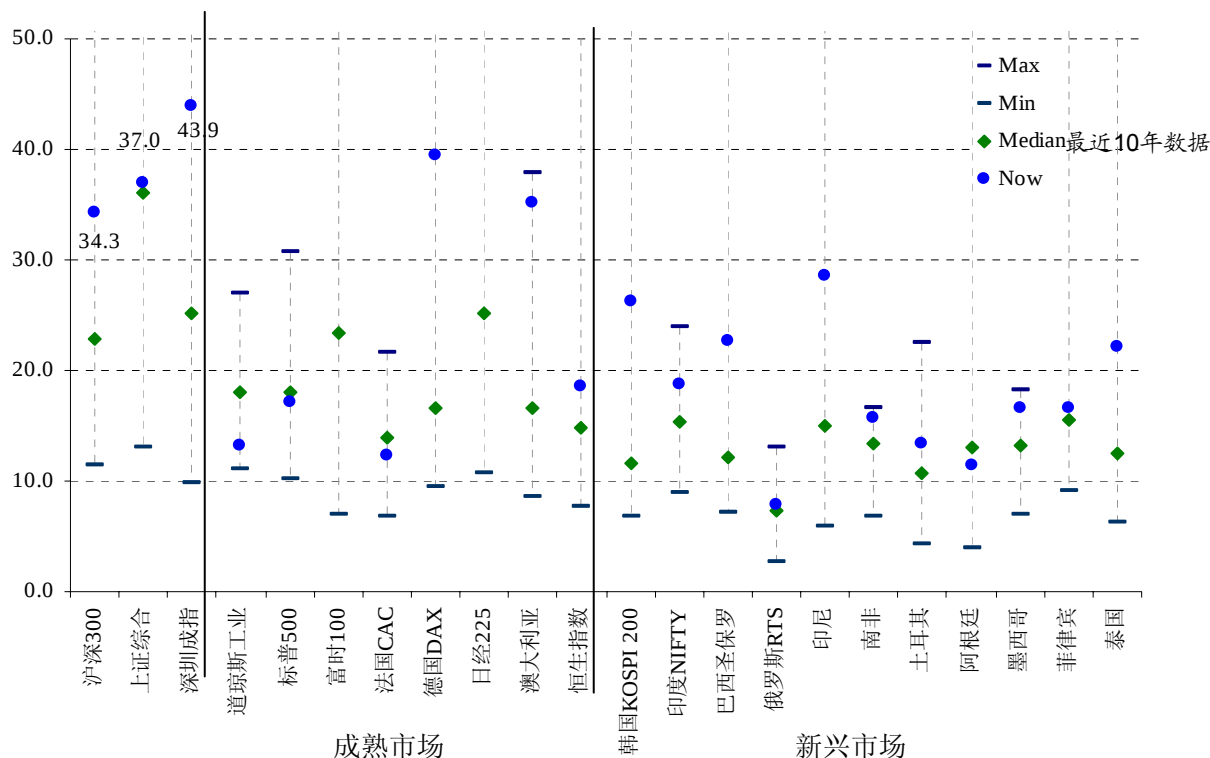
$r_f + \pi$	G_{erp}	R_p	k_e
3.5%	4.7%	1.4%	9.6%

资料来源：Aswath Damodaran 《Equity Risk Premium: Looking backwards and forwards...》、Bloomberg

二、国际估值格局

在复苏预期强化及在外围市场持续反弹的背景下，A 股在 7 月延续了二季度单边的走势。截至 7 月 31 日，上证综指 PE 为 37.0X、沪深 300 指数 PE 为 34.3X。从横向静态估值的国际比较来看，与 A 股估值接近的成熟市场指数有德国 DAX、澳大利亚，但 A 股依然高于新兴市场估值。

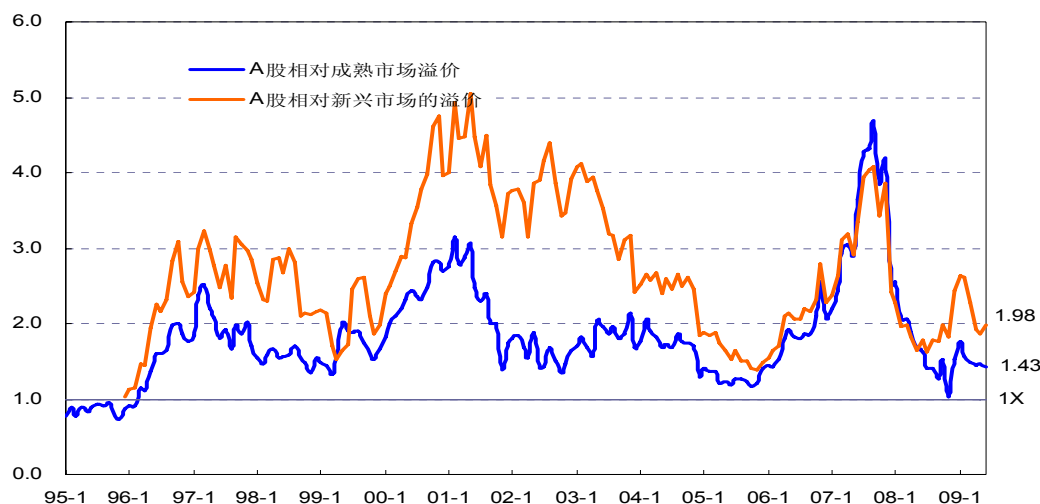
图 3 沪深两市各主要指数与全球各主要指数市盈率现状对比



数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

从溢价波动趋势看，A 股相对成熟市场的溢价与 A 股相对新兴市场的溢价存在趋势同向波动的特征。目前两者溢价比率分别为 1.43X、1.98X，而历史的高位区域分别在 2X-3X 和 3X-5X。所以，从历史比较的角度看，目前 A 股相对成熟市场的溢价、A 股相对于新兴市场溢价仍处于历史的相对底部区域。

图 4 A 股与成熟市场的历史估值比较



数据来源: Bloomberg, 中投证券研究所

表 4 全球主要市场 ROE 及市盈率和市净率(本报告市盈率的计算一律采用总体法。)

	静态 PE (TTM)	09 动态 PE	PB	上周涨跌幅 (%)	一月涨跌幅 (%)	一季涨跌幅 (%)	半年涨跌幅 (%)	今年以来涨 跌幅(%)
标普 500	17.18	16.45	2.11	0.84	10.16	12.53	17.77	9.33
道琼斯工业	13.17	14.47	2.56	0.86	10.76	11.68	13.53	4.50
NASDAQ	33.13	24.51	2.50	0.64	10.13	15.08	30.48	25.46
英国富时 100	52.75	13.45	1.68	0.69	8.78	8.61	10.66	3.93
法国 CAC40	12.30	12.23	1.25	1.78	9.83	8.43	14.88	6.47
德国 DAX30	39.44	15.65	1.41	1.97	13.25	11.80	21.88	10.85
日经 225	N/A	46.94	1.40	4.15	5.43	15.27	32.24	16.81
韩国 KOSPI50	33.00	14.01	1.25	3.64	9.75	13.81	33.98	38.59
台湾加权	92.27	25.21	1.70	1.50	5.26	17.07	60.44	52.81
印度 NIFTY	18.74	18.34	3.34	1.49	4.80	33.46	66.55	56.68
巴西圣保罗	22.73	14.20	1.80	0.57	7.52	15.81	37.79	45.85
香港国企指数	19.13	16.78	2.42	1.16	10.38	33.45	74.19	53.62
香港中资指数	16.11	15.15	2.39	4.28	9.77	27.16	42.24	26.05
香港恒生指数	18.55	18.09	2.01	2.96	13.02	32.55	61.02	43.00
菲律宾综合	16.65	13.71	2.01	4.55	15.09	33.03	53.24	49.42
泰国 SET	22.12	11.75	1.36	1.59	6.95	26.91	44.88	38.68
澳大利亚 AS30	35.26	15.62	1.73	3.71	11.10	13.73	23.26	16.18
印尼综合	28.56	14.72	2.57	6.29	11.95	34.32	78.12	71.41
墨西哥综合	16.60	15.67	2.42	1.49	12.47	23.49	37.76	20.84
上证综合指数	36.98	25.74	3.75	1.17	10.48	37.72	65.57	87.39
深圳成份指数	43.94	32.13	5.18	1.03	11.52	43.86	88.14	110.79
沪深 300 指数	34.31	26.31	3.85	1.83	12.25	42.38	77.09	105.46

数据来源: Bloomberg

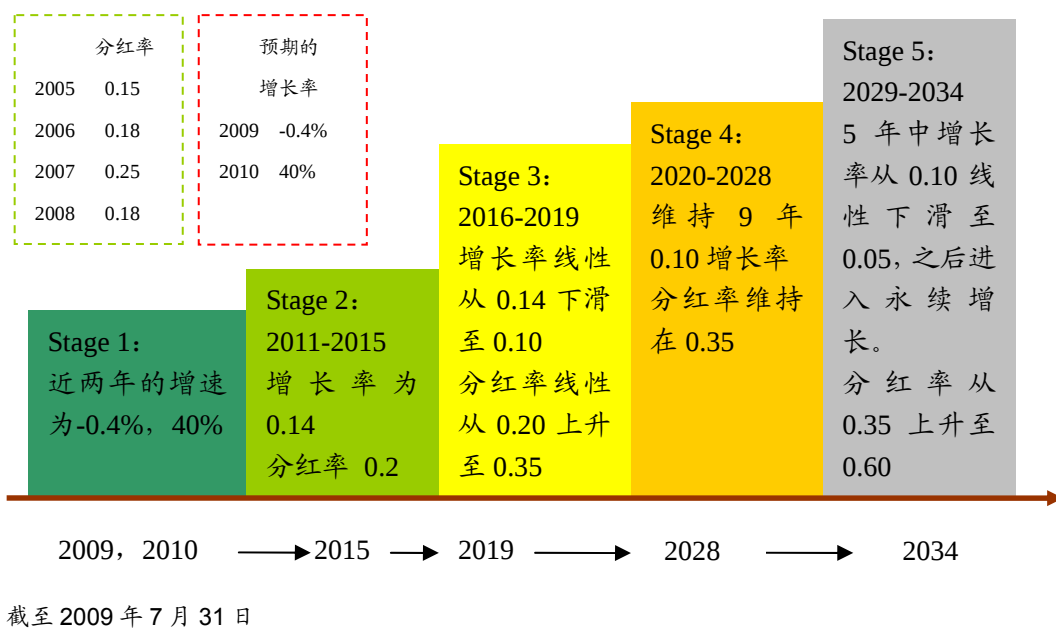
三、合理的估值水平是多少

1. 基于 DDM 模型的绝对估值

1. 估值水平

我们根据 2009 年盈利增速-0.4%，2010 年盈利增速 40%，及 k_e 9.6%，通过如下 DDM 模型³可以测得全部 A 股静态 PE 中枢为 31.5X，上证指数的静态 PE 中枢为 28.7X，中枢点位 **3110** 点。

图 5 DDM 模型估值的主要参数的选取



资料来源：中投证券研究所

2. 敏感性分析

对于 DDM 模型的 4 个变量（长期股权回报、第一阶段增速与一致预期的偏离程度、第二阶段增速、第四阶段持续时间）两两做敏感性分析得到的 PE 估值合理区间的并集，我们得到 DDM 模型预测的当前时点的全部 A 股 2008 年静态 PE 合理区间为[18.9, 40.2]。

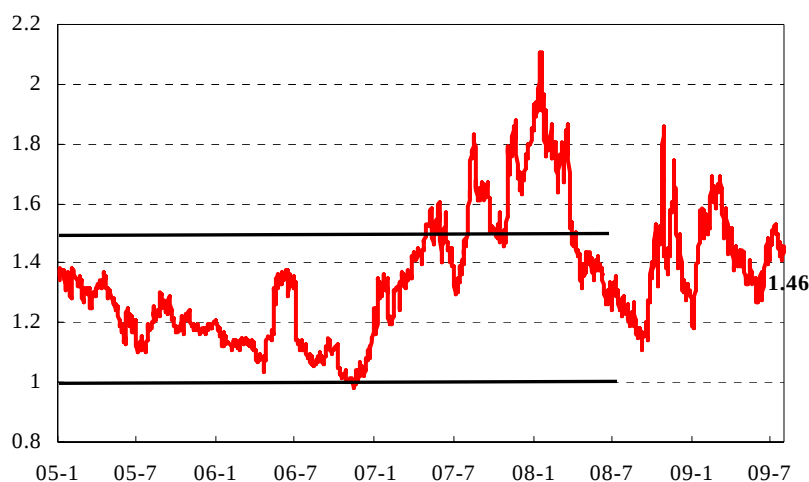
2. A 股与 H 股比较估值

截至 7 月 31 日，AH 溢价指数上升至 1.46。如果按照我们此前的框架，以 1-1.5 作为 AH 股溢价的合理波动区间，由此计算得到上证指数的合理区间为 2337⁴ 点至 3506⁵ 点。

³ DDM 模型更为详细的说明见附件 4

⁴ 合理区间下限 = 最新指数 / 1.28

图 6 A 股对 H 股溢价指数

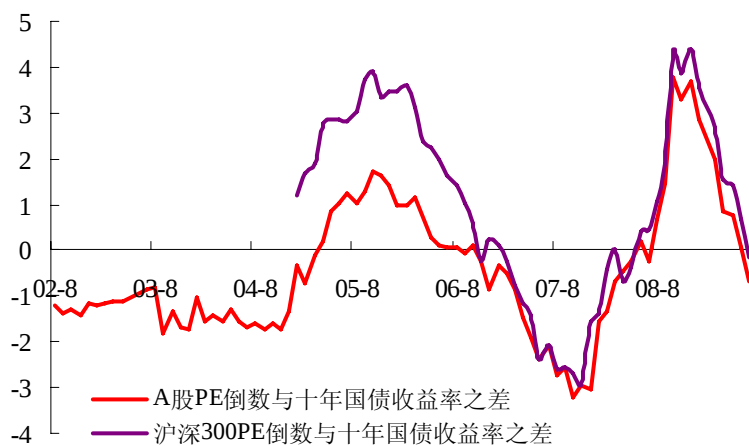


数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

3. 基于 FED 模型的估值

目前的利率水平对应的 Fed 下限动态 PE 水平为 16.8X，根据 2009 年的盈利增长情况，可以反推得到当前 FED 模型下限基于上证综指的静态 PE 水平 16.8X，Fed 模型的下限对应上证综指 **1816** 点；FED 模型所得的上限基于上证综指的静态 PE 水平为 44.3X，对应上证综指 **4795** 点。

图 7 PE 的倒数围绕国债收益率波动



数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

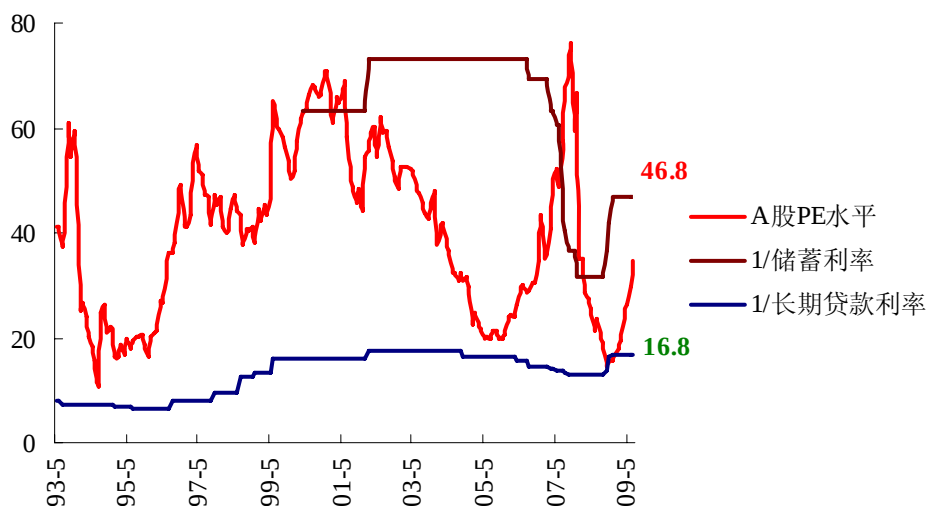
⁵ 合理区间上限 = 最新指数*1.5 / 1.28

图 8 美国市场贷款利率的倒数成为估值水平的底部



数据来源: Bloomberg, 中投证券研究所

图 9 基于 FED 模型的 PE 估值区间



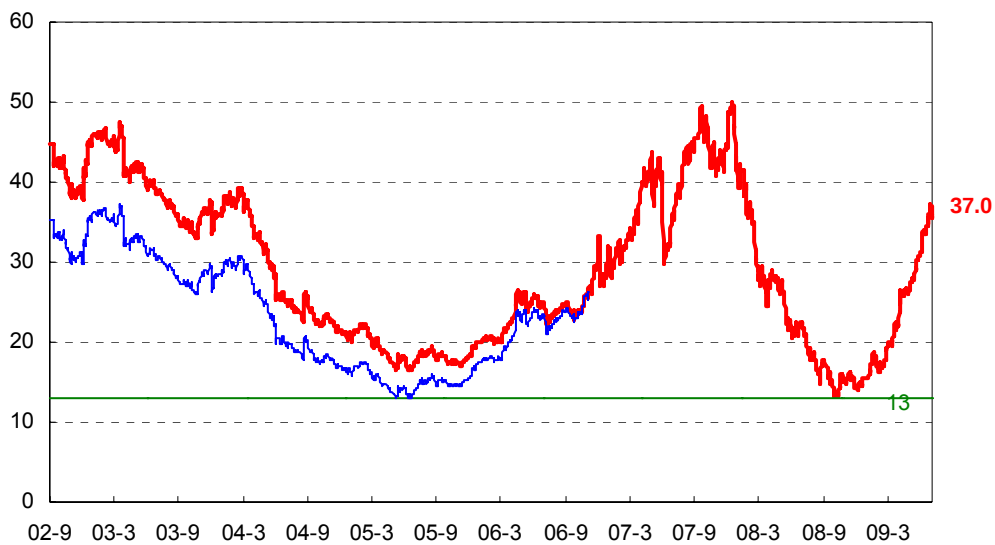
数据来源: Bloomberg, 中投证券研究所

4. 修正的历史比较估值

上证综指的历史底部出现在 05 年 6 月份, 为 16.5 倍, 我们按照上述的调整方法调整, 与现在实际可比的 PE 为 13 倍。如果按照 13 倍作为估值水平的下限, 据此我们给出上证指数的估值下限是 1408⁶点。

⁶ 估值下限 = 现在指数 * 16.5/ 估值补偿系数/ 目前 PE 估值

图 10 修正的上证指数历史市盈率走势（蓝色）



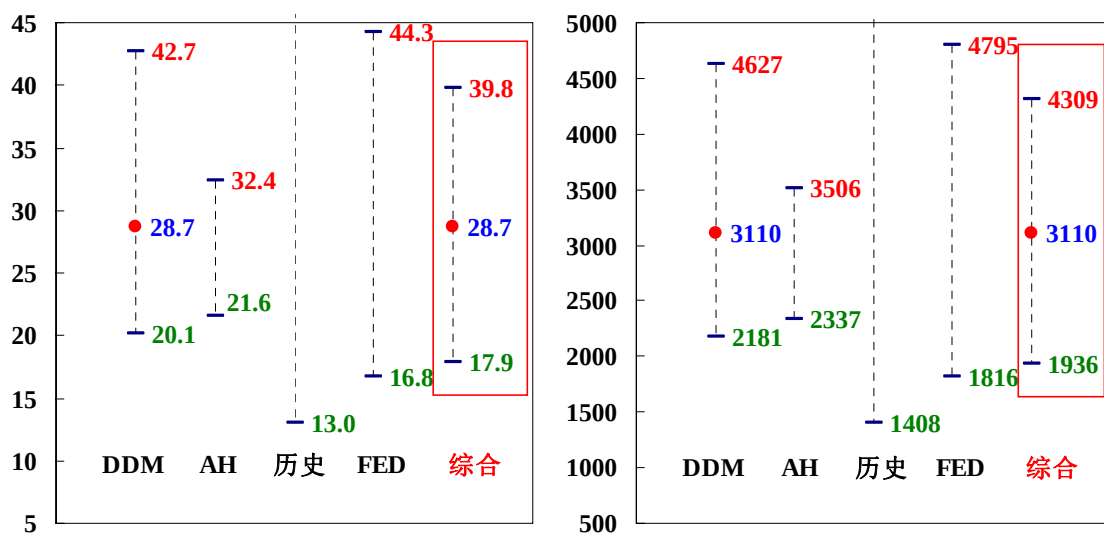
数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

5. 综合估值结论

综合上述 4 种估值方法，将各种方法的估值结果采用适当的简单平均方法计算，我们得出 A 股市场合理估值水平的价值中枢为上证指数 **3110** 点，上限为 **4309** 点，波动区间下限为 **1936** 点。

如上确定的合理估值水平仍然受到以下三个方面因素的影响：一是上市公司业绩及其成长性的变化，二是无风险收益水平及风险溢价水平的变化，三是比较基准的估值水平。

图 11 以 PE 计的估值中枢及合理波动区间 图 12 以上证指数计的估值中枢及合理波动区间



资料来源：中投证券研究所

6. 对 8 月估值的看法

1、综合 4 种估值方法,我们得出 A 股市场合理估值水平的价值中枢为上证指数 3110 点,上限为 4309 点,波动区间下限为 1936 点。从资金面看,A 股估值依然存在向上的弹性;AH 溢价为 1.46,逐步靠近经验性的合理区间上限。若 8 月 A 股继续相对外围市场存在超额收益,A 股估值将进入国际估值的压力区间(AH 溢价大于 1.5 倍),A 股估值震荡加剧的可能性将上升。

2、我们宏观研究再次调高了国内今明两年的经济增长预期,我们由此测度的企业预期的企业盈利增速上升明显。在复苏预期强化、经济增长超预期的背景下,7 月市场估值延续了单边上扬的行情。在市场在超预期的环境下,促使投资者容易接受较为乐观的估值现状,中枢与市场估值同步快速向上。但市场持续的盈利预期正反馈仍需要逐期的盈利检验来强化、夯实。

3、从中短期看,国内经济处于低通胀,且逐步进入高增长的环境中;低利率环境的持久性预期依然存在,宏观经济复苏预期强化产生的盈利预期上升将继续在行业中深化、扩散。在中短期,仍将对市场估值起到资金面和基本面的双重支撑。

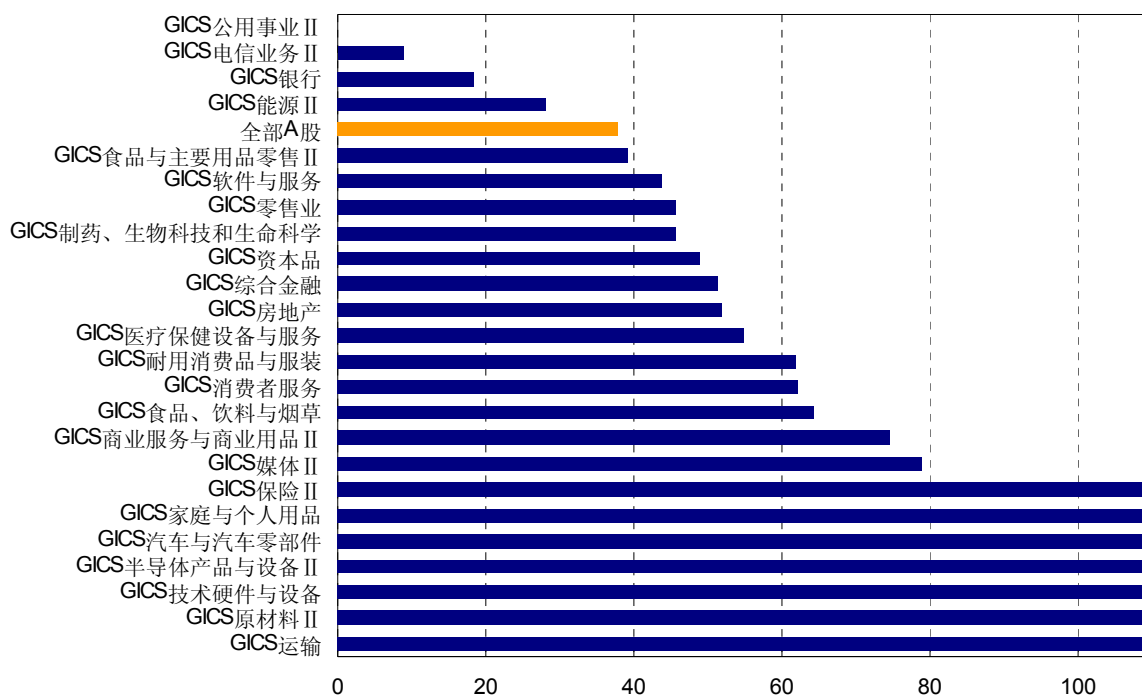
4、我们宏观研究调高了今明年的 CPI、PPI 水平,预计从今年四季度开始通胀预期将逐步从预期走向现实。同时,宽松的全球货币环境可能发生变化,欧美回收流动性的预期将加强,国内超预期的复苏进程将引发年末加息预期强化。所以,货币政策可能从目前的微调逐步过渡到转向,低利率环境持久性预期破坏的时间窗口正在临近。若稍看长一些,市场估值将从资金面和基本面的双重支撑状态,可能转向经济基本面单支撑的状态。同时,在很乐观的宏观经济预期环境下,进一步乐观预期的兑现也将变得困难,估值风险或将上升。

四、行业估值水平

1. 行业估值现状

1) 行业之间估值水平的相对比较

图 13 全部 A 股行业 PE



数据来源：Bloomberg，wind 资讯，中投证券研究所

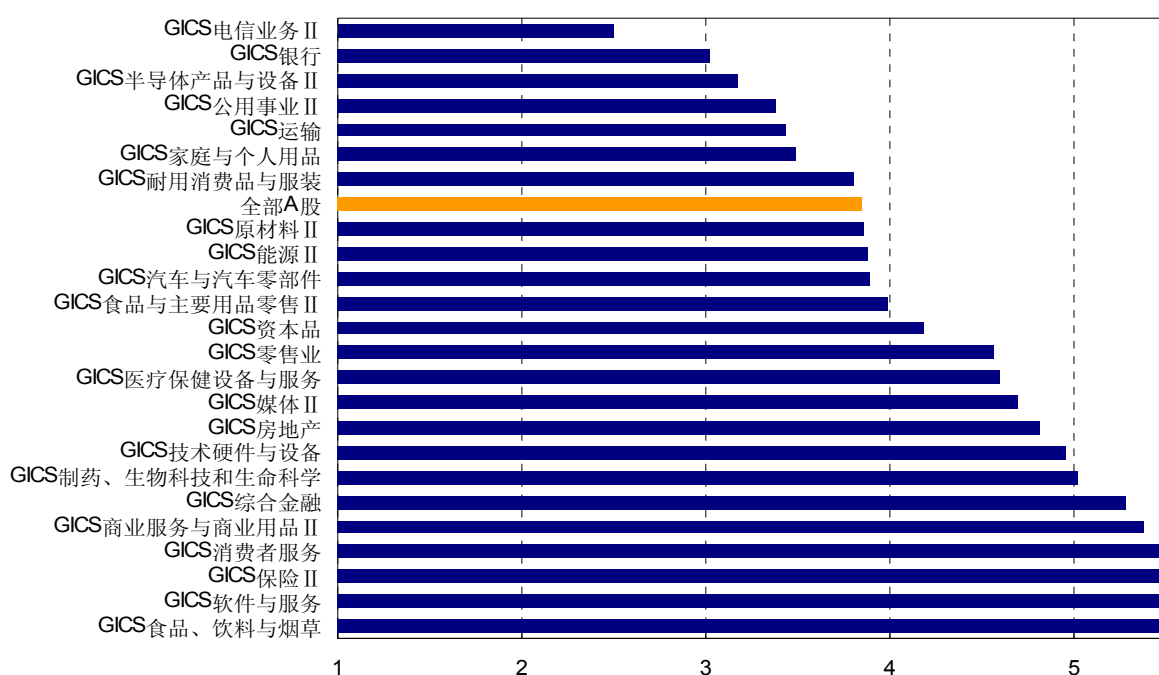
国内行业最新 PE 最低前十名的行业分别是：电信业务、银行、能源、食品与主要用品零售、软件与服务、零售、医药、资本品、综合金融、房地产（图 13）。

以此相对应的是，我们上一期的估值报告所列示的 PE 最低前十名的行业是：电信业务、银行、能源、食品与主要用品零售、综合金融、房地产、资本品、软件与服务、零售业、医药。

从市净率的角度看，国内行业最新 PB 最低前十名的行业分别是：电信业务、银行、半导体设备、公用事业、运输、家庭与个人用品、耐用品消费与服装、原材料、能源、汽车及零部件。（图 14）。

上一期所列示的 PB 前十名分别为：电信业务、银行、公用事业、半导体及设备、原材料、运输、家庭及个人用品、汽车及零部件、能源、耐用消费品与服装。

图 14 全部 A 股行业 PB

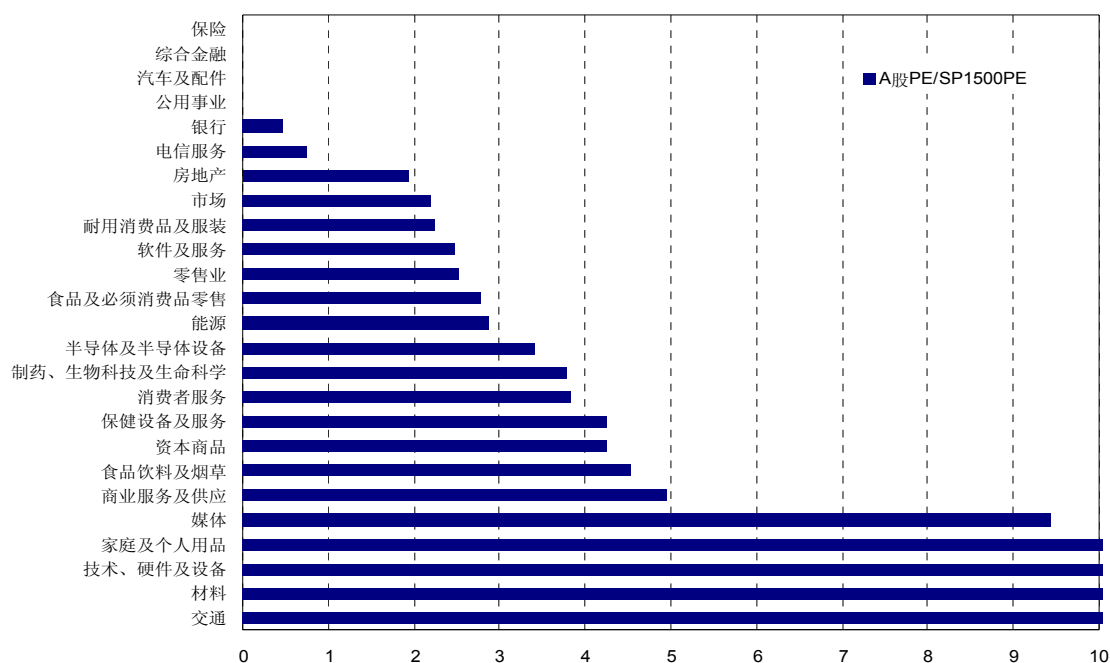


资料来源：中投证券研究所

2) 行业 PE 估值水平国际比较

尽管中国的经济发展水平和产业结构与西方成熟市场之间存在一定的差异，将我国的行业估值水平与以美国为代表的成熟市场进行比较，仍然是我们进行行业估值的一个基本方法。图 15 显示，A 股行业 PE 相对标普 1500 行业 PE 较低的行业有电信服务、银行、房地产等。

图 15 中美相对行业 PE

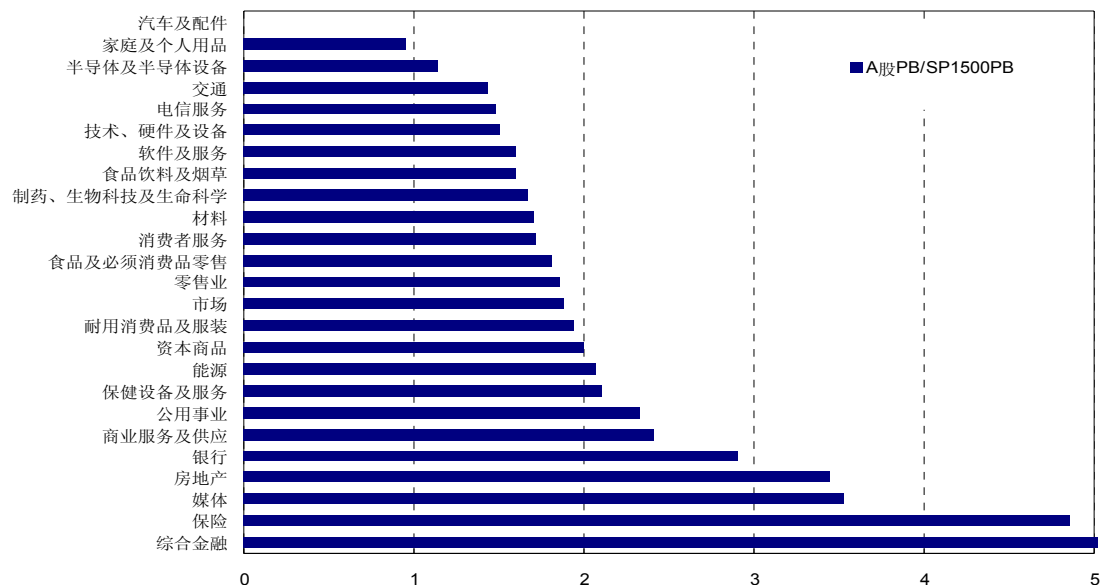


数据来源：Bloomberg, wind 资讯，中投证券研究所

3) 行业 PB 估值的国际比较

从目前 A 股和美国标普 1500 指数的 GICS 二级行业指数的当前 PB 相比, A 股估值相对较低的有家庭及个人用品、半导体及设备、交通、电信服务等。

图 16 中美相对行业 PB

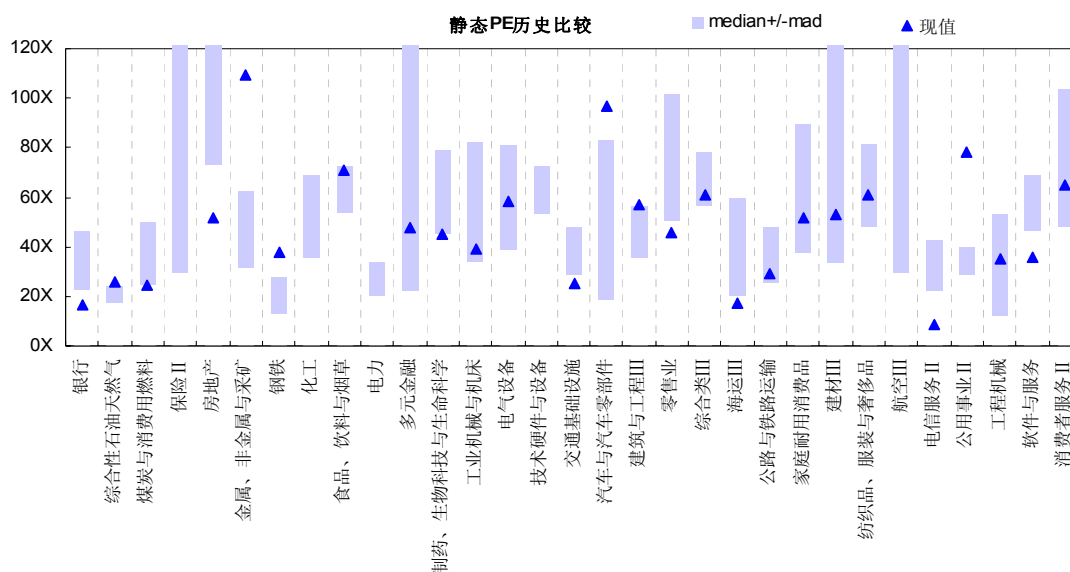


资料来源: 中投证券研究所

4) 行业 PE, PB 的历史比较

如果将行业历史估值倍数的中位数加减一倍绝对离差作为行业估值的合理区间, 我们可以观察最新的行业估值处于合理区间的什么位置。

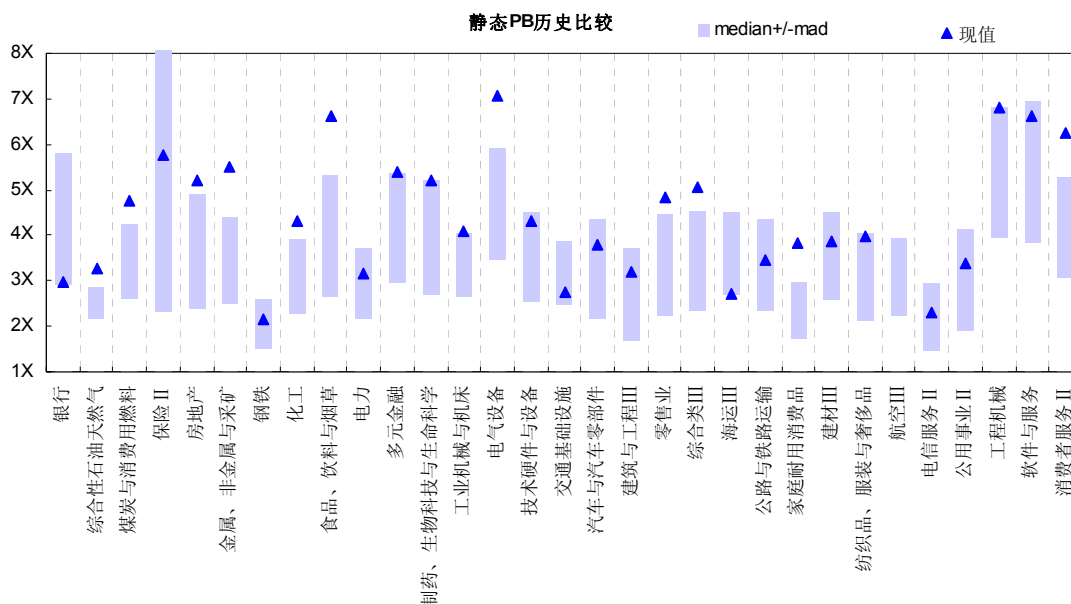
图 17 行业静态 PE 的历史比较



资料来源: 中投证券研究所

静态 PE 来看，处于区间下方的行业有银行、房地产、交通基础设施、零售、海运、电信服务。从静态 PB 来看，银行、海运、交通基础设施三个板块处于底部。此前处于底部区域的钢铁已经处于合理区间的中间位置。

图 18 行业静态 PB 的历史比较



资料来源：中投证券研究所

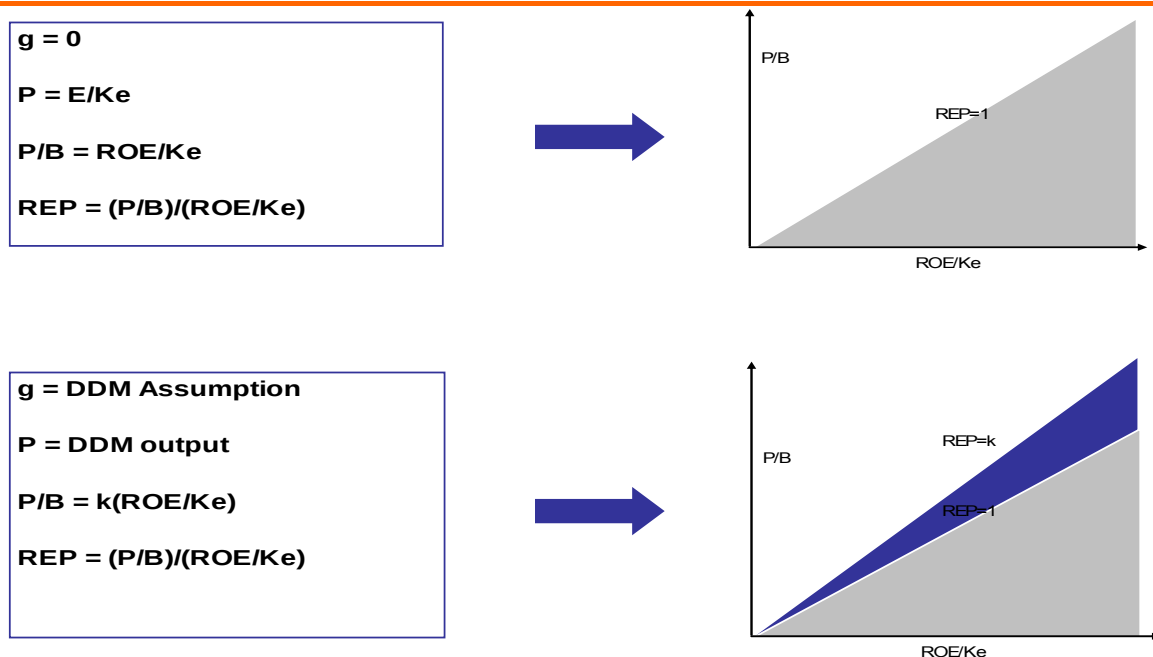
2. 行业估值对比

在行业估值对比部分我们运用了 REP、GARP 两种方法对行业对角度估值比较。REP 主要衡量目前市场环境下行业的内涵的成长性比较，GARP 则从价值和成长两个维度衡量具有相对优势的公司。

1) 行业 REP 比较

首先，在零增长的假设条件下，合理的 REP 值应当等于 1，如果行业（公司）REP 值处于图 19 右上图中的灰色部分，我们认为其价值被低估。其次，我们将盈利增长纳入分析框架，并且假设盈利增速与我们 DDM 估值模型假设的市场总体增速相同，在这样的假设下，我们可以计算出沪深 300 合理的 REP 值 k，由于考虑了增长，这个 k 将大于 1，由此我们认为处于图 19 右下图蓝色的部分的行业（公司）的估值水平相对较低，或者市场价格隐含了低于市场总体成长性预期。需要注意的是，REP 属于相对估值指标，使用时应当谨慎，特别是对于某些周期性行业，由于其成长性可能与市场总体水平存在差异，所以应当具体行业具体分析，这也意味着，某行业（公司）低的 REP 并不一定代表具有更高的投资价值。

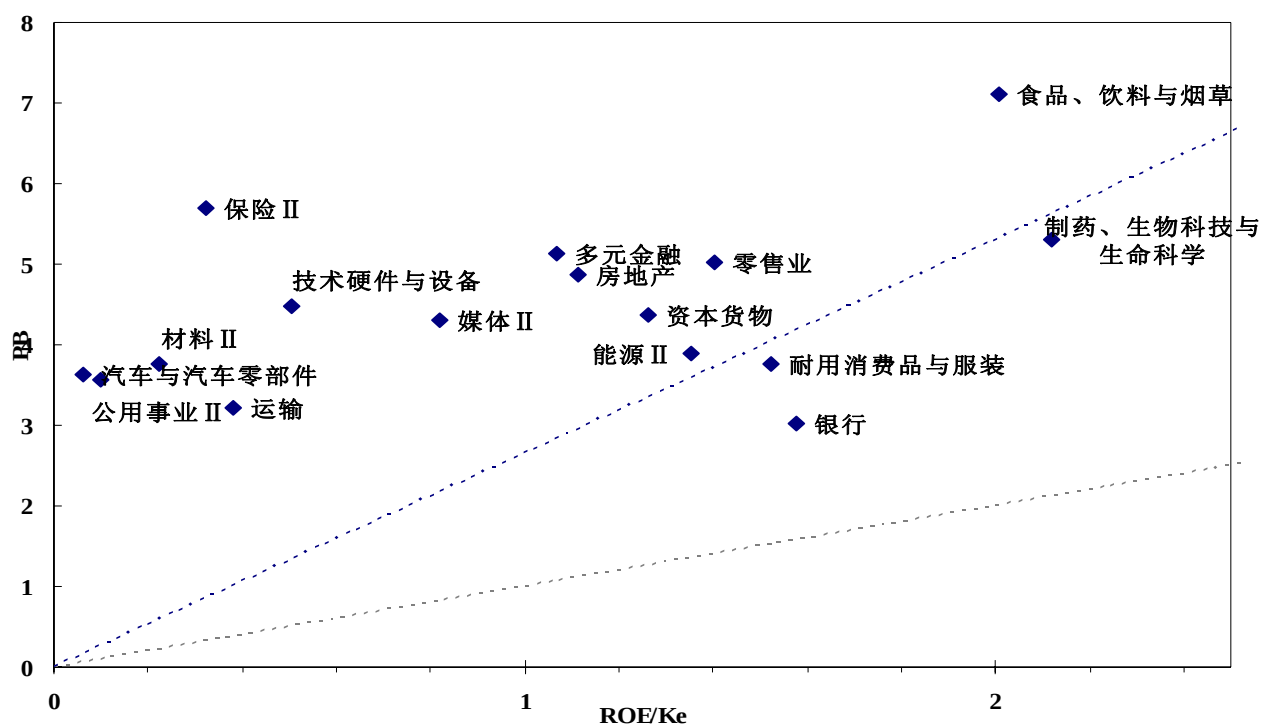
图 19 零增长和有增长条件下 REP 分布区间对比



资料来源：中投证券研究所

我们认为，由于行业特性存在差异，单独考虑 PE 或 PB 来对行业估值水平做出评估是不够全面的，所以我们将 PB 与 ROE 联系起来，考察 REP 指标。目前相比于沪深 300 具有优势的行业有银行、耐用消费品与服装、制药生物科技与生命科学、能源。

图 20 沪深 300GICS 二级分类 REP



资料来源：中投证券研究所

2) 行业 GARP 比较

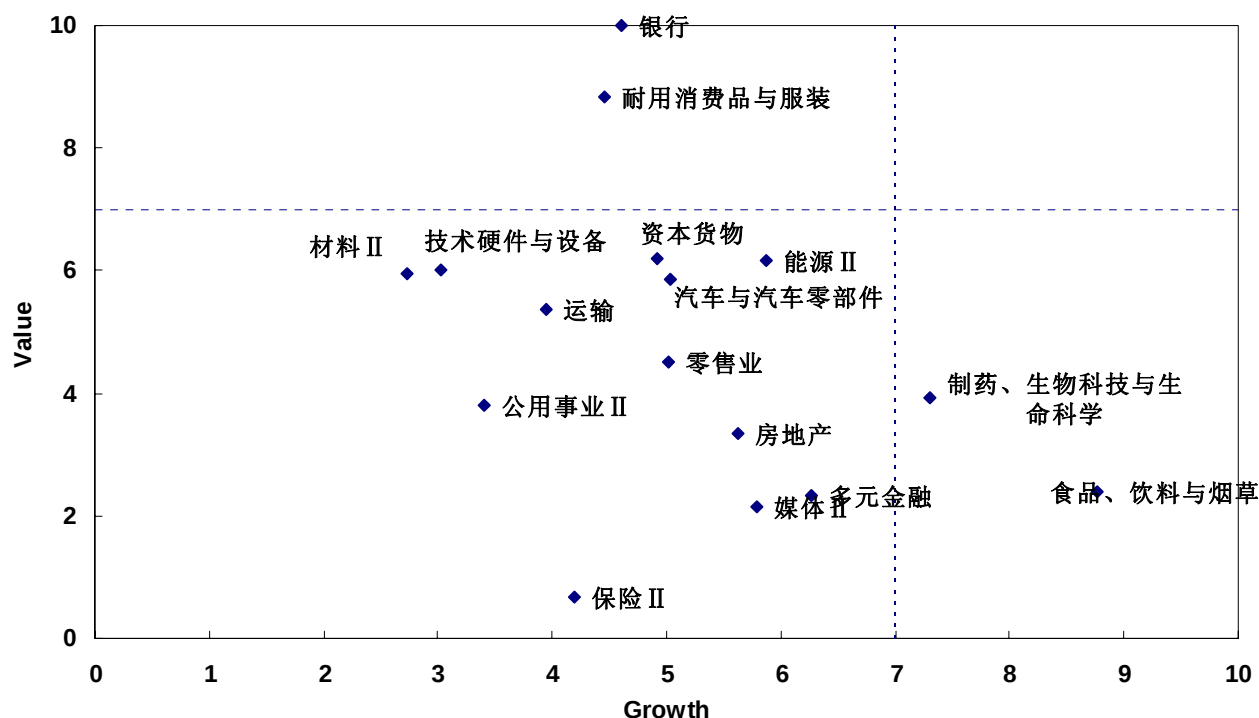
GARP 策略 (Growth At A Reasonable Price) 是一种兼顾考虑股票价值性与成长性的策略。GARP 策略寻找那些持续的成长能力优于大市,但同时估值水平又较低的公司,其目的是将成长性投资风格与价值性投资风格结合起来。我们也可以将这种选股策略应用于行业选择中。

我们的分析框架如下。首先选取不同的指标衡量某个行业的价值性与成长性,然后根据这些指标综合评定某行业的价值得分与成长得分。

衡量价值性的指标包括: EV/EBITDA、EV/sales、09 年动态 PE、PB、经营现金流与利润比、PS; 衡量成长性的指标有 09 年净利润增长率、09 年销售增长率、09 年营业利润率、09 年净利润率、09 年净利润率变动、1 个月以来评级调整情况、ROE 水平⁷。

我们并没有找到成长与价值得分都高于 7 分的行业。银行、耐用消费品与服装价值得分较高,成长性得分较高的板块则是食品饮料与医药。而能源 II 是价值与成长具有较好平衡性的行业。

图 21 GARP 行业策略



资料来源: 中投证券研究所

3. 行业分析结论

综合 GARP、REP, 目前行业具有相对估值优势的有银行、制药生物科技、耐用消费品与服装。其中银行、耐用消费品与服装是价值型特征较明显的行业; 制药生物科技是成长型特征较明显的行业。

⁷ 金融行业不考虑 EV/EBITDA、EV/sales、经营现金流与利润比、PS、09 年销售增长率、09 年营业利润率。

附录

附录1 A股对H股溢价表

数据截至 2009 年 7 月 31 日

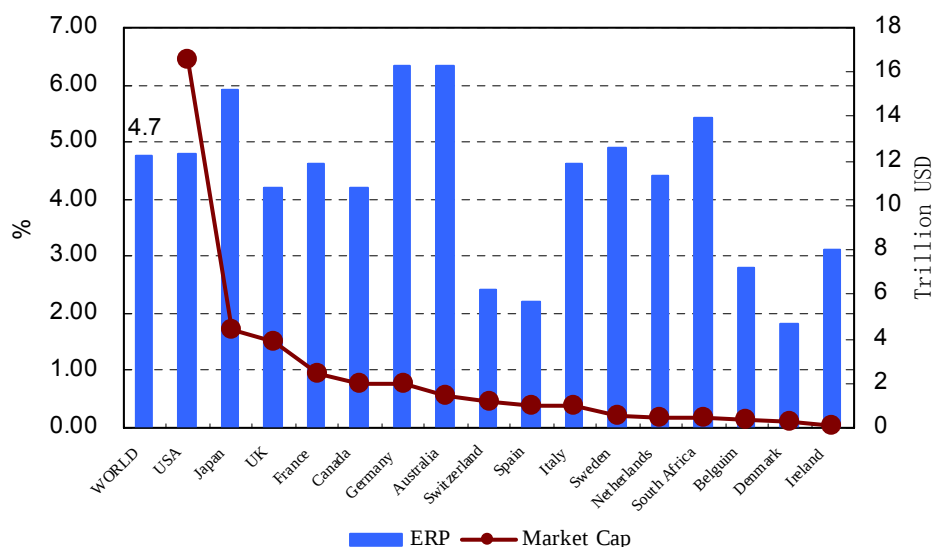
数据来源: WIND

代码	名称	AH价格比	A股溢价率(%)	A股价格	H股价格(HKD)	H股价格(CNY)
601186.SH	中国铁建	0.97	-2.81	10.59	12.36	10.90
600585.SH	海螺水泥	0.98	-2.12	48.41	56.10	49.46
601318.SH	中国平安	1.01	0.64	61.04	68.80	60.65
600377.SH	宁沪高速	1.07	7.08	6.41	6.79	5.99
601628.SH	中国人寿	1.08	8.35	32.81	34.35	30.28
601398.SH	工商银行	1.10	10.38	5.43	5.58	4.92
000898.SZ	鞍钢股份	1.12	11.95	17.35	17.58	15.50
601390.SH	中国中铁	1.12	12.46	6.92	6.98	6.15
000063.SZ	中兴通讯	1.15	14.61	34.15	33.80	29.80
600600.SH	青岛啤酒	1.17	16.72	27.68	26.90	23.71
601939.SH	建设银行	1.20	19.78	6.60	6.25	5.51
600036.SH	招商银行	1.22	22.27	19.64	18.22	16.06
600808.SH	马钢股份	1.22	22.27	6.50	6.03	5.32
600875.SH	东方电气	1.30	29.99	43.49	37.95	33.46
601328.SH	交通银行	1.32	31.98	11.10	9.54	8.41
601766.SH	中国南车	1.32	32.34	5.60	4.80	4.23
000338.SZ	潍柴动力	1.36	36.02	42.45	35.40	31.21
600012.SH	皖通高速	1.37	37.11	5.79	4.79	4.22
601998.SH	中信银行	1.37	37.38	6.54	5.40	4.76
601088.SH	中国神华	1.38	38.23	38.57	31.65	27.90
601988.SH	中国银行	1.38	38.41	4.71	3.86	3.40
601333.SH	广深铁路	1.60	60.32	5.30	3.75	3.31
000488.SZ	晨鸣纸业	1.64	63.93	8.70	6.02	5.31
601898.SH	中煤能源	1.65	65.45	15.84	10.86	9.57
600026.SH	中海发展	1.67	67.35	17.32	11.74	10.35
600011.SH	华能国际	1.69	69.13	9.11	6.11	5.39
601899.SH	紫金矿业	1.74	74.31	11.11	7.23	6.37
600548.SH	深高速	1.77	76.64	6.12	3.93	3.46
601919.SH	中国远洋	1.87	87.37	18.50	11.20	9.87
601857.SH	中国石油	1.94	93.73	15.73	9.21	8.12
600188.SH	兖州煤业	1.99	98.98	21.12	12.04	10.61
601005.SH	重庆钢铁	2.06	106.03	7.12	3.92	3.46
601866.SH	中海集运	2.14	114.14	5.72	3.03	2.67
601111.SH	中国国航	2.16	115.75	9.51	5.00	4.41
600685.SH	广船国际	2.20	119.63	30.67	15.84	13.96
600332.SH	广州药业	2.32	131.70	8.15	3.99	3.52
601991.SH	大唐发电	2.33	133.33	10.47	5.09	4.49
600028.SH	中国石化	2.35	134.53	14.39	6.96	6.14
600027.SH	华电国际	2.38	138.32	6.24	2.97	2.62
000585.SZ	*ST东电	2.39	139.16	4.28	2.03	1.79
601588.SH	北辰实业	2.44	143.95	7.14	3.32	2.93
601808.SH	中海油服	2.47	146.60	18.37	8.45	7.45
601600.SH	中国铝业	2.47	146.99	19.64	9.02	7.95
600806.SH	昆明机床	2.47	147.42	13.00	5.96	5.25
600115.SH	ST东航	2.76	176.13	6.11	2.51	2.21
600029.SH	南方航空	2.84	183.99	7.01	2.80	2.47
000921.SZ	ST科龙	3.03	203.17	5.88	2.20	1.94
600362.SH	江西铜业	3.05	204.77	48.04	17.88	15.76
601107.SH	四川成渝	3.09	208.52	9.03	3.32	2.93
600688.SH	S上石化	3.13	213.21	9.83	3.56	3.14
600876.SH	ST洛玻	3.17	217.49	5.29	1.89	1.67
000666.SZ	经纬纺机	3.20	219.83	5.47	1.94	1.71
000756.SZ	新华制药	3.42	242.23	7.09	2.35	2.07
600874.SH	创业环保	3.53	253.25	6.82	2.19	1.93
601727.SH	上海电气	3.54	253.95	12.70	4.07	3.59
600860.SH	北人股份	4.25	324.99	8.43	2.25	1.98
600871.SH	S仪化	4.33	333.05	7.33	1.92	1.69
600775.SH	南京熊猫	5.10	410.45	8.91	1.98	1.75

附录 2 全球 ERP

全球成熟市场的 ERP 分布如下图所示，我们可以得到全球成熟市场市值加权平均的 ERP（GERP）为 4.7%。

图 22 全球成熟市场的 ERP 分布



资料来源：Aswath Damodaran 《Equity Risk Premium: Looking backwards and forwards...》、中投证券研究所

附录 3 关于全球经济增长与通胀水平历史时序的比较

从历史的估值对比中我们可以发现如下两个结论：

结论 1：基本上，A 股相对于成熟市场、新兴市场均具有长期溢价效应。

结论 2：新兴市场相对于成熟市场具有长期的折价效应。

将中国过去历年的宏观经济增长分别与成熟市场和新兴市场进行比较，我们可以发现，中国的经济增长无论是增长速度还是稳定性都是独领风骚，因此我们可以认为，**经济增长可以对中国溢价在一定程度上做出解释，结论 1 还是比较容易得出的。**

对于结论 2，一方面，对比图 28 和图 29 我们可以发现，新兴市场的经济增长水平总体上明显高于成熟市场，但是这个差异却没有在估值溢价上得到反映。对于这个现象，我们认为：较高的波动率（风险因素）对经济增长水平带来的成长性溢价有一定的抵消作用。

图 23 主要成熟市场国家实际 GDP 增长率

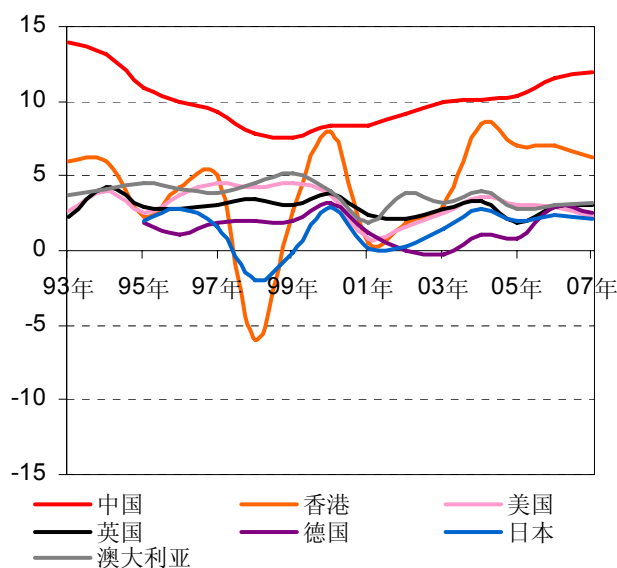
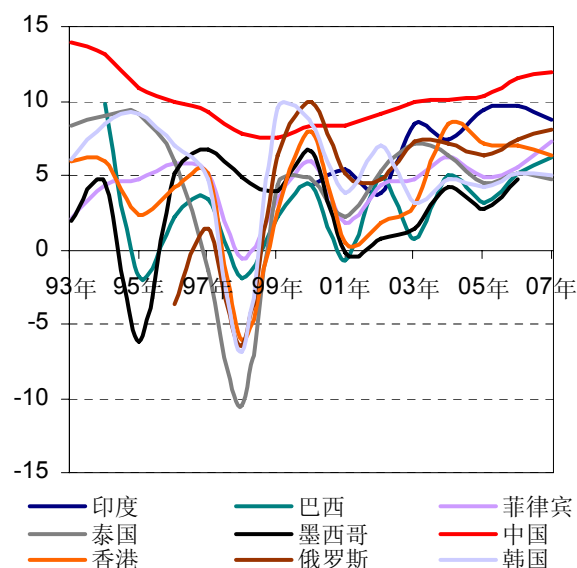


图 24 主要新兴市场国家实际 GDP 增长率



数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

另一方面，将图 25 中成熟市场的通货膨胀水平和图 26 中新兴市场的通货膨胀水平进行对比，我们可以发现新兴市场的通胀水平及其波动率总体偏高且波动剧烈，对新兴市场相对于成熟市场的成长性溢价也具有一定抵消作用。所以，我们认为其他新兴市场经济增长及通胀水平大幅度的波动风险导致其风险溢价高企，使新兴市场相对于成熟市场具有长期的折价效应。

图 25 主要成熟市场国家 CPI 增长率

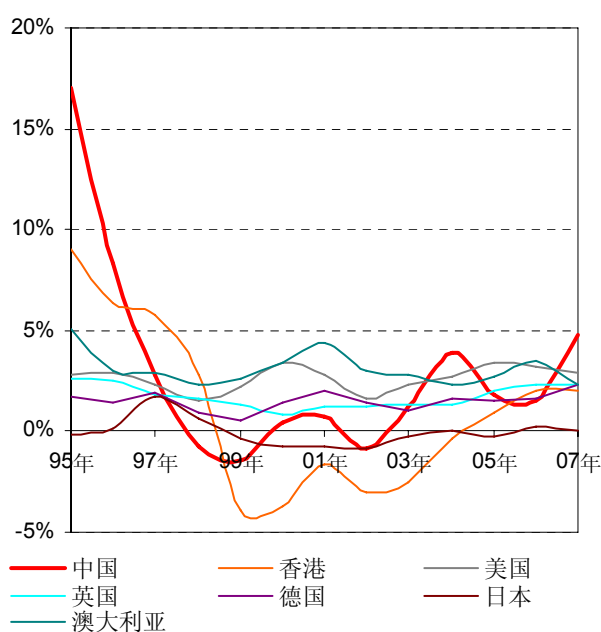
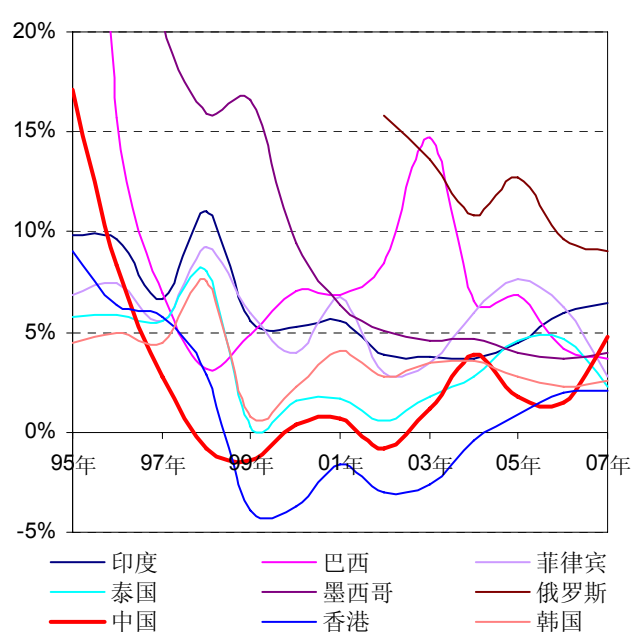


图 26 主要新兴市场国家 CPI 增长率



数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

附录 4 关于 DDM 的假设

我们认为在各种现金流贴现模型中选用 DDM 模型较为合理⁸，模型如下式所示。

$$P_t = (1 + ke_t^{T/365}) \left(\frac{D_1}{(1 + ke_t)} + \frac{D_2}{(1 + ke_t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + ke_t)^n} + \dots \right)$$

P_t 是目前的价格， T 为第一年已逝去的时间长度， n 是时期

D_i 是分红名义金额， $i=1, 2, 3, \dots$ ， ke_t 为预期的名义股权长期要求回报，

我们后续会给出一个模型的期限划分，并在最后一期假设为永续增长，将分红的现金流全部贴现到当期，以测算当期价值，并辅以敏感性分析。由于模型参数选定较为关键，经过反复推敲，我们按如下方式设定参数：

1. ke 的选取

DDM 模型中所使用的 ke 是预期的名义股权长期要求回报。同时需要明确两个方面，其一是“预期的”，其二是长期的。对于前者，一般来说，预期的股权回报波动性要比已实现股权溢价（Realized Equity Risk Premium）小的多。如果我们把已实现股权溢价作一个滚动的平滑（代表了过去一段时间内已实现股权溢价的平均水平），那么这个值确实有可能影响投资者“预期的”股权回报，而平滑之后， ke 波动率将会大大减小。对于后者，如果让众多投资者分别说出未来一段时间（比如 1-2 年内）的股权要求投资回报率，我们会发现 ke 的分布会非常广泛，产生的主观概率分布会让我们迷惑为什么短期内投资者的股权要求投资回报率为什么波动如此之大？事实上，主观的判断或多或少会受到最近的收益回报情况影响，从而直观上让我们以为，长期的 ke 也具有较大的波动率。从 10000 次模拟运算的蒙特卡罗实验中，我们发现，虽然短期 ke 结构上具有较大的波动性，但是长期的 ke 有收敛效应⁹，模拟发现，长期 ke 的波动性远远小于短期 ke 的波动性。这一点反映出客观确定 ke 的重要性，客观的确定 ke 可以帮助我们增强 ke 稳定性的信心。

我们采用构成法确定 ke ，我们把 ke 分解为长期无风险利率（ rf ）、长期通货膨胀率（ π ）、全球长期的股权回报溢价（ $gerp$ ）、本国市场的相对溢价率（ rp ），由下式确定 ke 。

$$ke = rf + \pi + gerp + rp。$$

相关构成的取定：

- 我们用国内 10 年期的国债收益率确定 $rf + \pi$
- 我们用全球平均的股权回报溢价（ erp ）确定 $gerp$ 。（见附录）

⁸ 估值理论中，FCFE 与 FCFF 的优点是可以在某个股权分红很不稳定或没有分红的时候采用。由于自由现金流模型涉及相对繁琐的会计调整，况且如果要给出未来一段时间的自由现金流，需要相对 DDM 更多的假设。所以，在指数分红比率较为稳定时，我们认为 DDM 模型已经足够使用。

⁹ 在给定短期 ke 一定的分布假设下，我们可以阐释出，长期的 ke 波动性十分微小。在前期报告中，我们详细说明了通过蒙特卡罗模拟来给出在不同分布假设下，长期 ke 波动性与短期 ke 波动性之间的关系。这个过程对于理解模型十分重要，其目的有两个方面，一方面可以成为对 ke 敏感性分析区间估计的依据，这样可以避免选取一些明显偏离真实 ke 的值；另一方面，可以通过模拟长期 ke 的分布来确定估值区间的置信水平（假设 DDM 其它的假设不变）。

- 我们用欧洲美元的中国主权债券与美国国债 10 年的利差的 1.5 倍¹⁰作为本国市场的相对溢价。

2. 对期限划分、成长性、分红比率的思考

期限的划分和成长周期（内涵的分红分布）是紧密相联系的。我们认为有效人口周期的峰值、GDP 总量达到发达国家水平将是我们 DDM 模型中期限划分的重要临界点。

一些研究表明¹¹，35-54 岁年龄段处于人生的高点，相应的有效产出达到峰值，获得的收入回报最高，同时储蓄也是人生的最高峰，我国建国至 70 年代末实施计划生育之前，人口空前增长；这段高增长期的人群，对应的将在 1985 年至 2015 年逐步的进入 35-54 的年龄范畴。计划生育之后人口出生率迅速下滑，所以计划生育推出后的 35 年，大致在 2015 年，我国的有效劳动力将达到峰值，后续将逐步下滑，之后经济增长的人口支撑将逐步弱化。

我们做了一个简单的测算，如果中国 GDP 按照年均 8% 的增长率计算，并简单的设定人民币在未来 5-8 年内升值至 6.00 RMB/USD，到 2019 年，我国的 GDP 将达到美国 2007 年 GDP 水平。而自 1998 年至 2007 年的十年中，美国标准普尔 1500 指数成分公司盈利的复合增长水平为 11%；自 2003 年至 2007 年底，美国标准普尔 1500 指数成分公司盈利的复合增长水平为 10%。我们有理由预期，届时中国沪深 300 的盈利增长应不低于美国标准普尔 500 的盈利增速 10%。

附录 5 全市场盈利增速与 GDP 增速之间的敏感性

假定金融企业盈利如表 2，GDP 平减指数如表一，全市场盈利增速与 GDP 增速之间的敏感性如下表所示：

表 5 2010 年全市场增速与 2009 年 GDP 增速的敏感性分析

2009 年 GDP 增速	7.50%	7.70%	7.90%	8.10%	8.30%	8.50%	8.70%
2009 年利润增速	-4.93%	-3.46%	-1.95%	-0.40%	1.18%	2.81%	4.48%

资料来源：中投证券研究所

表 6 2010 年全市场盈利增速与 2009 年、2010 年 GDP 增速的敏感性分析

2010 2009	7.50%	7.70%	7.90%	8.10%	8.30%	8.50%	8.70%
8.20%	36.66%	34.70%	32.74%	30.79%	28.86%	26.94%	25.03%
8.40%	39.00%	37.00%	35.01%	33.03%	31.07%	29.12%	27.18%
8.60%	41.38%	39.35%	37.33%	35.32%	33.32%	31.34%	29.37%
8.80%	43.81%	41.75%	39.70%	37.66%	35.63%	33.61%	31.61%
9.00%	46.30%	44.20%	42.11%	40.04%	37.98%	35.93%	33.89%
9.20%	48.83%	46.70%	44.58%	42.47%	40.37%	38.29%	36.22%

¹⁰ 全球股票市场波动率与债券波动率之比为 1.5 倍。

¹¹ Maiko Koga, 2005 “The decline of Japan’s Saving Rate and Demographic Effects”, Bank of Japan Working Paper Series. MGI 2005, “The Coming Demographic Deficit: How Aging Populations Will Reduce Global Savings”, MGI publication. Harry S. Dent, 2004, “The Next Bubble Boom: How to Profit from the Greatest Boom in History, 2005-2009” Free Press.

9.40%	51.42%	49.25%	47.10%	44.95%	42.82%	40.70%	38.60%
9.60%	54.05%	51.85%	49.66%	47.48%	45.31%	43.16%	41.02%
9.80%	56.74%	54.50%	52.27%	50.06%	47.85%	45.67%	43.50%
10.00%	59.48%	57.20%	54.94%	52.69%	50.45%	48.22%	46.01%
10.20%	62.27%	59.96%	57.65%	55.36%	53.09%	50.83%	48.58%
10.40%	65.11%	62.76%	60.42%	58.09%	55.78%	53.48%	51.20%
10.60%	68.01%	65.62%	63.24%	60.87%	58.52%	56.18%	53.86%

资料来源：中投证券研究所

附录 6 关于 DDM 估值的敏感性分析

对于 DDM 模型的 4 个变量（长期股权回报、第一阶段增速与一致预期的偏离程度、第二阶段增速、第四阶段持续时间）两两做敏感性分析得到的 PE 估值合理区间的并集，我们得到 DDM 模型预测的当前时点的上证指数的 PE 区间为[18.9, 40.2]。

表 7 敏感性分析-Ke & 第 1 阶段增长与市场中性预期的偏差

PE	Ke				
	8.8%	9.2%	9.6%	10.0%	10.4%
-3.0%	39.5	34.2	29.9	26.3	23.4
-2.5%	39.9	34.5	30.1	26.5	23.6
-2.0%	40.2	34.8	30.4	26.8	23.8
-1.5%	40.6	35.1	30.6	27.0	24.0
-1.0%	40.9	35.4	30.9	27.2	24.2
-0.5%	41.3	35.7	31.2	27.5	24.4
0.0%	41.6	36.0	31.5	27.7	24.6
0.5%	42.0	36.3	31.7	28.0	24.8
1.0%	42.4	36.6	32.0	28.2	25.0
1.5%	42.7	36.9	32.3	28.4	25.2
2.0%	43.1	37.2	32.5	28.7	25.5
2.5%	43.4	37.6	32.8	28.9	25.7
3.0%	43.8	37.9	33.1	29.2	25.9

数据来源：中投证券研究所

表 8 敏感性分析-第 4 阶段持续时间 & 第 1 阶段增长与市场中性预期的偏差

PE	第四阶段持续时间										
	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
-3.0%	26.8	27.4	28.0	28.6	29.2	29.9	30.5	31.1	31.7	32.3	32.9
-2.5%	27.1	27.7	28.3	28.9	29.5	30.1	30.7	31.3	32.0	32.6	33.2
-2.0%	27.3	27.9	28.5	29.1	29.8	30.4	31.0	31.6	32.2	32.9	33.5
-1.5%	27.6	28.2	28.8	29.4	30.0	30.6	31.3	31.9	32.5	33.2	33.8
-1.0%	27.8	28.4	29.0	29.7	30.3	30.9	31.5	32.2	32.8	33.4	34.1
-0.5%	28.0	28.7	29.3	29.9	30.5	31.2	31.8	32.5	33.1	33.7	34.4

0.0%	28.3	28.9	29.5	30.2	30.8	31.5	32.1	32.7	33.4	34.0	34.7
0.5%	28.5	29.2	29.8	30.4	31.1	31.7	32.4	33.0	33.7	34.3	35.0
1.0%	28.8	29.4	30.0	30.7	31.3	32.0	32.6	33.3	34.0	34.6	35.3
1.5%	29.0	29.7	30.3	31.0	31.6	32.3	32.9	33.6	34.2	34.9	35.6
2.0%	29.3	29.9	30.6	31.2	31.9	32.5	33.2	33.9	34.5	35.2	35.9
2.5%	29.5	30.2	30.8	31.5	32.1	32.8	33.5	34.2	34.8	35.5	36.2
3.0%	29.8	30.4	31.1	31.7	32.4	33.1	33.8	34.4	35.1	35.8	36.5

数据来源：中投证券研究所

表 9 敏感性分析-第 4 阶段长度 & Ke

PE	第 4 阶段长度										
	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
8.8%	36.8	37.7	38.7	39.7	40.6	41.6	42.6	43.7	44.7	45.7	46.8
9.2%	32.1	32.9	33.6	34.4	35.2	36.0	36.8	37.6	38.4	39.2	40.1
Ke 9.6%	28.3	28.9	29.5	30.2	30.8	31.5	32.1	32.7	33.4	34.0	34.7
10.0%	25.1	25.6	26.2	26.7	27.2	27.7	28.2	28.7	29.3	29.8	30.3
10.4%	22.5	22.9	23.3	23.8	24.2	24.6	25.0	25.4	25.9	26.3	26.7

数据来源：中投证券研究所

表 10 敏感性分析-第 2 阶段增长率 & Ke

第 2 阶段增长率										
PE	12	12.5	13	13.5	14	14.5	15	15.5	16	
	8.8%	37.2	38.3	39.4	40.5	41.6	42.8	44.0	45.2	46.5
	9.2%	32.2	33.1	34.1	35.0	36.0	37.0	38.0	39.1	40.2
Ke	9.6%	28.2	28.9	29.8	30.6	31.5	32.3	33.2	34.1	35.1
	10.0%	24.8	25.5	26.2	27.0	27.7	28.5	29.3	30.1	30.9
	10.4%	22.0	22.7	23.3	23.9	24.6	25.3	26.0	26.7	27.4

数据来源：中投证券研究所

表 11 敏感性分析-第 2 阶段增长率 & 第 4 阶段持续长度

PE		第 2 阶段增长率								
		12	12.5	13	13.5	14	14.5	15	15.5	16
第 4 阶段持续长度	5	25.3	26.0	26.8	27.5	28.3	29.1	29.9	30.7	31.5
	6	25.9	26.6	27.4	28.1	28.9	29.7	30.5	31.4	32.2
	7	26.4	27.2	28.0	28.7	29.5	30.4	31.2	32.1	32.9
	8	27.0	27.8	28.6	29.4	30.2	31.0	31.9	32.8	33.7
	9	27.6	28.4	29.2	30.0	30.8	31.7	32.5	33.5	34.4
	10	28.2	28.9	29.8	30.6	31.5	32.3	33.2	34.1	35.1
	11	28.7	29.5	30.4	31.2	32.1	33.0	33.9	34.8	35.8
	12	29.3	30.1	31.0	31.8	32.7	33.6	34.6	35.5	36.5
	13	29.9	30.7	31.6	32.5	33.4	34.3	35.3	36.2	37.3
	14	30.4	31.3	32.2	33.1	34.0	35.0	36.0	37.0	38.0
	15	31.0	31.9	32.8	33.7	34.7	35.7	36.6	37.7	38.7

数据来源：中投证券研究所

表 12 敏感性分析-第 2 阶段增速 & 第 1 阶段增长与市场中性预期的偏差

PE		第二阶段增速								
		12.0%	12.5%	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%
第一阶段增长与市场中性预期的偏差	-3.0%	26.7	27.5	28.2	29.0	29.9	30.7	31.5	32.4	33.3
	-2.5%	27.0	27.7	28.5	29.3	30.1	31.0	31.8	32.7	33.6
	-2.0%	27.2	28.0	28.7	29.6	30.4	31.2	32.1	33.0	33.9
	-1.5%	27.4	28.2	29.0	29.8	30.6	31.5	32.4	33.3	34.2
	-1.0%	27.7	28.5	29.3	30.1	30.9	31.8	32.7	33.6	34.5
	-0.5%	27.9	28.7	29.5	30.3	31.2	32.1	32.9	33.9	34.8
	0.0%	28.2	28.9	29.8	30.6	31.5	32.3	33.2	34.1	35.1
	0.5%	28.4	29.2	30.0	30.9	31.7	32.6	33.5	34.4	35.4
	1.0%	28.6	29.4	30.3	31.1	32.0	32.9	33.8	34.7	35.7
	1.5%	28.9	29.7	30.5	31.4	32.3	33.2	34.1	35.0	36.0
	2.0%	29.1	29.9	30.8	31.7	32.5	33.4	34.4	35.3	36.3
	2.5%	29.4	30.2	31.0	31.9	32.8	33.7	34.7	35.6	36.6
3.0%	29.6	30.5	31.3	32.2	33.1	34.0	35.0	35.9	36.9	

数据来源：中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推 荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中 性：预期未来 6~12 个月内股价变动 $\pm 10\%$ 以内

回 避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中 性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看 淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

丁俭，博士，中投证券研究所首席分析师，金融工程部负责人。在金融衍生品、封闭式基金、市场估值等领域有深刻的研究。2006 年曾经以领先同行的独到视角前瞻性地揭示了封闭式基金的巨大套利机会，发表多篇极具市场影响力的研究报告。2006-2007 年先后在证券市场周刊、中国证券报等权威证券类媒体发表文章十余篇。参与编写并正式出版《中国金融产品与服务报告 2006》，参与编写并即将出版《中国金融产品与服务报告 2007》，其研究成果《基金与股指期货套利研究》在中国证券业协会 2006 年度科研课题研究成果评选中获奖。荣获世界金融实验室颁发的 2004 年度大奖，被评为“2004 年中国最具声望的 100 位证券分析师”。

黄君杰，经济学硕士，中投证券金融工程研究员。对市场估值、金融衍生产品进行跟踪研究。

朱晔，经济学硕士，中投证券研究所金融工程部研究员。通过 CFA 三级考试。

徐鹏，中投证券金融工程研究员，经济学硕士。负责权证、股指期货等金融衍生品的研究。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434