

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: 3 月稳态估值可期 估值月报
2. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: 形态似弓, 张弛有度——稳态估值可期 2010 年估值年报
3. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: 上调盈利增长预期, 估值中枢上调——2009 年 11 月估值报告
4. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: 维持中枢基本不变, 估值有望稳态震荡——2009 年 10 月估值报告
5. 丁俭, 黄君杰, 朱晔, 徐鹏: 平衡盈利调整及资金成本上升 估值中枢下调——2009 年 9 月估值报告
6. 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
7. 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
8. 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

2010 年二季度估值季报

稳态估值可期, 预计估值向上略有拓展

要点:

- 我们通过 DDM 得出 A 股市场合理估值水平的价值中枢为上证指数 3120 点。基于经济基本面相对平稳及货币政策略有偏紧的判断, 极端的波动上限 4844 点及极端的波动下限为 2148 点均难出现。若经验性的将前期货币政策收紧产生的阶段性底部 2900 点作为下限; 将蓝筹 10% 的小幅上涨作为大盘运行上限, 则运行上限为 3400 点附近。
- 通过自上而下与自下而上相结合的方法, 我们可以得到整体 A 股 2009 年、2010 年的盈利预期分别为 19%、31%。本次盈利预期维持了 3 月份的微调后的判断: 我们宏观研究对宏观经济的判断有所微调, 但基本平稳, 我们通过测算对盈利预期影响甚微。
- 从资金面看, 市场对资金成本提升较长时间消化后, 不会再次因此出现恐慌性的持续抛售; 周小川近期的行长讲话进一步明确了政策退出前提, 我们预计未来一旦加息, 相反将成为中长期利多的信号, 市场或能结束弱势; 相反迟迟不加息会加重市场对经济的忧虑; 国际估值比较看, AH 溢价为 1.22, 处于合理区间的中枢位置, A 股相对成熟市场的溢价为 1.54X, 处于相对偏低的水平, 目前相对估值压力较小。
- 平衡无风险利率与国债利率平稳、新兴市场溢价上调及加息预期有所缓和, 我们根据构成法可以测得 2010 年 A 股市场的中长期的资金成本为 9.9%, 与 3 月月报持平
- 从微观流动性看, 预计中期流动性指标回落终结, 将企稳, 市场处于稳态期。总体上二季度预计仍为多空相对平衡的市场; 4 月 16 日股指期货推出成为重要的市场影响因素, 预计形态上有可能出现前扬后抑的情况, 震荡箱体较前期略有抬高。
- 从重要的持股人行为看, 十大基金管理公司仓位偏谨慎, 大致在 8 成仓位附近, 进可攻退可守。今年一季度大小非减持量仅为 7.8 亿股, 为 2008 年二季度以来的低点; 历史上大小非存在高抛低惜的特性, 从侧面反映出目前估值处于相对底部区域。
- 综合 REP、GARP、PEG、行业 DDM 四种方法来看, 综合衡量价值、成长特性及相对溢价水平, 我们认为从估值的角度值得关注的行业有银行、房地产、煤炭、综合性石油天然气、建筑工程。

目 录

一、盈利预期及资金成本.....	5
1. 估值回顾及展望.....	5
2. 小幅调高 2010 年 A 股市场盈利增速预期.....	6
3. 国债利率平稳、新兴市场溢价调高.....	7
二、国际估值格局及合理 A 股估值.....	9
1. 国际估值格局.....	9
2. 基于 DDM 模型的绝对估值.....	11
3. A 股与 H 股比较估值.....	11
4. 基于 FED 模型的估值.....	12
5. 历史比较估值——从股改补偿导出的市场估值高点.....	13
6. 综合估值结论.....	14
7. 重要股票持有人扰动因素.....	15
8. 对二季度估值的看法.....	19
三、行业估值水平及行业估值比较.....	20
1. 行业估值现状.....	20
2. 行业估值对比.....	22
3. 行业分析结论.....	26
附录.....	28
附录 1 A 股对 H 股溢价表.....	28
附录 2 全球 ERP.....	29
附录 3 关于全球经济增长与通胀水平历史时序的比较.....	29
附录 4 关于 DDM 的假设.....	31

图目录

图 1 全球主要指数的涨跌幅（截至 3 月 25 日）	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	8
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	9
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	11
图 6 A 股对 H 股溢价指数	12
图 7 PE 的倒数围绕国债收益率波动	12
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	13
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	14
图 12 以上证指数计的估值中枢及合理波动区间	14
图 13 开放式偏股型基金整体仓位测算（每日时间序列）	15
图 14 开放式偏股型基金整体仓位测算（月度时间序列）	15
图 15 发布减持公告上市公司的限售股的减持情况(月度时间序列，亿股)	16
图 16 发布减持公告上市公司的限售股的减持情况（季度时间序列，亿股）	17
图 17 2010 年一季度行业减持情况（万股）	17
图 18 月度融资情况（含 IPO、增发和配股）	18
图 19 全部 A 股行业 PE	20
图 20 全部 A 股行业 PB	20
图 21 行业静态 PE 的历史比较	21
图 22 行业静态 PB 的历史比较	22
图 23 零增长和有增长条件下 REP 分布区间对比	23
图 24 全部市场 REP 图	23
图 25 GARP 行业策略	24
图 26 行业 PEG 比较	25
图 27 行业绝对估值比较	25
图 28 全球成熟市场的 ERP 分布	29
图 29 主要成熟市场国家实际 GDP 增长率	30
图 30 主要新兴市场国家实际 GDP 增长率	30
图 31 主要成熟市场国家 CPI 增长率	30
图 32 主要新兴市场国家 CPI 增长率	30

表目录

表 1	扣除金融、石油石化后 A 股的盈利预期如下	7
表 2	盈利增速	7
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。)	10
表 5	前十大基金公司开放式偏股型基金仓位测算(按规模大小降序排列,截至 2010.3.25)	16
表 6	行业综合估值比较	26

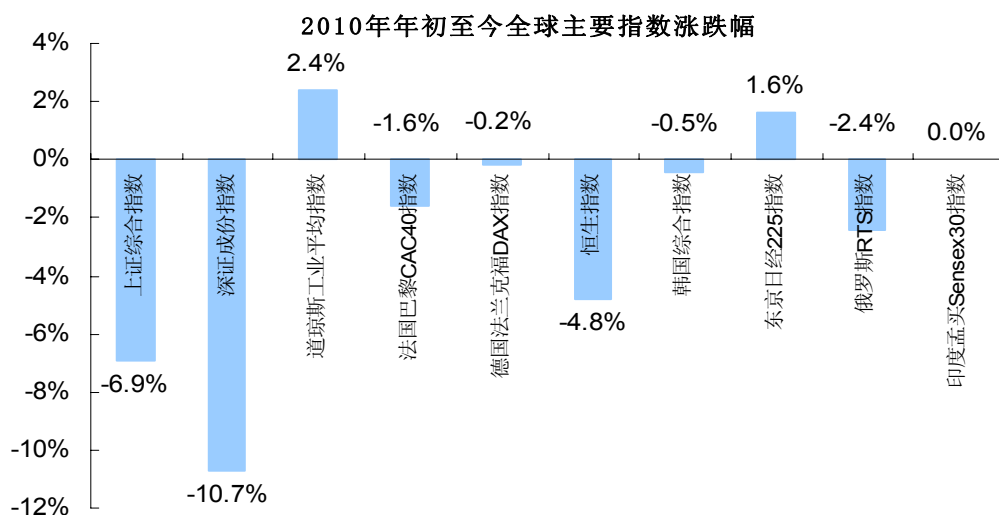
一、盈利预期及资金成本

1. 估值回顾及展望

从全球市场涨跌幅看，今年以来全球市场运行较为平稳，主要各国市场跌幅大致差别不大，收益多为零轴附近，而 A 股深圳成指跌幅位居重要的样本市场的榜首，跌 10.7%。从行情的演绎看，一季度 A 股最主要的关键词之一，就是货币紧缩预期；市场主体受到地产政策收紧及货币政策收紧的影响，出现了一定幅度的调整。2 月公布的 cpi 低于预期使得忧虑情绪有所缓和，而 3 月公布的 CPI 数据高于预期又触动了市场的加息忧虑情绪，市场出现一定幅度的震荡，从连续两个月的市场反应看，逐步验证了我们 2 月 3 日流动性周报中根据资金成本敏感性和微观流动性变化做出的**前瞻性判断：上证指数 2900 点一线对资金成本提升已有较为充分的反映。**

截至 3 月 25 日，上证指数 TTM 估值为 27 倍（若按中值计为 40 倍），深圳成指 TTM 估值为 58 倍（若按中值计 51 倍）（数据来源：wind 资讯）。2010 年年初至今（截至 3 月 25 日）上证指数跑输香港恒生指数 2.1%，跑输美国道琼斯指数 9.3%，全球市场来看 A 股市场谨慎情绪明显。

图 1 全球主要指数的涨跌幅（截至 3 月 25 日）



数据来源：wind 资讯，中投证券研究所

近期周小川行长给出了货币政策退出的前提，如果能确信经济复苏，那么部分特别的刺激措施可以逐步淡出。而退出政策可以实施的必要条件同时还包括“确定经济不会出现 W 形的复苏，即经历当前的反弹后经济增长再度放缓。”这一表述意味着监管层向市场表明了政策信号，经济持续高速运行则货币政策将退

出；经济预期会有反复货币政策不会选择退出。由于资金成本的悲观预期大部分已被市场消化，我们预计未来一旦加息，市场不会出现持续恐慌性的抛售，相反将成为中长期利多的信号，市场或能结束弱势；相反迟迟不加息会加重市场对经济的忧虑。

二季度估值预计结构性的机会与结构性风险并存。1、从自上而下看，影响二季度行情的重要因素有宏观经济基本面情况是否好于预期、上市公司一季报超市场预期程度如何。从目前的基本面情况看，有较大可能出现经济基本面符合预期的情况出现，上市公司一季度报告出现超市场预期情况（同比超过50%增幅），我们预期市场会从酝酿走向反弹。总体的判断是：**稳态估值可期，估值向上或有拓展**。2、主题性投资仍存局部交易机会与高估值系统性风险并存。26日收盘后股指期货、融资融券两创新产品的时点确定的消息也将成为低估值权重走势稳态并有一定幅度上行的催化剂；而中小市值的高估值股票可能会因资金流出出现震荡调整，或存系统性风险。同时，局部具备政策或者消息面刺激的题材，如区域经济、科技、低碳等等题材仍会受到各种不确定的政策刺激，将延续间歇性的炒作。

2. 小幅调高 2010 年 A 股市场盈利增速预期

盈利增速是驱动市场重要因素。自从 2008 年以来我们持续用量化的方式对盈利进行预测，并逐步完善预测方法。考虑到综合性石油天然气受行政垄断影响较大、受经济周期影响较小，我们将非金融企业板块中的综合性石油天然气板块根据行业研究员预期跟踪调整。另外，由于反周期的货币政策实施，使得权益系数与经济周期的相关性弱化，我们将之前的模型按净利率、总资产周转率、权益系数分解预测，以获得更好的预测剔除金融、综合性石油天然气两个板块后剩余上市公司的市场盈利情况。

ROE 分解项（净利率、总资产周转率、权益系数）的预测方式如下：

1) 对于全年净利率的根据参考如下估计模型预测，并根据季节性特征进行分季节预测：

$$\text{净利率} = \alpha + \beta_1 * \text{名义GDP增长率} + \beta_2 * \text{PPI} + \varepsilon$$

2) 对于单季总资产周转率参考如下模型：

$$\text{单季总资产周转率} = \alpha + \beta_1 * \text{当季GDP增长率}(-1) + \varepsilon$$

其中 当期GDP增长率(-1)为滞后一期的当期 GDP 增长率

3) 对于权益系数，我们根据货币政策的方向预判，对近期的权益系数进行经验性的修正。

2010 年，伴随经济由复苏进入平稳增长，总资产周转率会进入一个趋稳的过程。与经济趋势相似，我们依然维持以下两点判断：1、企业总资产上半年走高，下半年略有回落趋稳。2、净利率受到生产价格指数 PPI 的持续走高，2010 年全年依然预计处于上升趋势中，主要受益的上市公司是权重行业中的包括煤炭等资源品。该板块逐季及 2009 年、2010 年的预期 ROE 如表 1。2010 年上市公司盈利增速预期前高后低的特征，一季度季报逐步披露盈利高速增长或引发市场做多热情，业绩浪行情值得期待。

扣除金融、石油石化后的 A 股上市公司盈利预期如下：

表 1 扣除金融、石油石化后 A 股的盈利预期如下

	2009 年	2010 年	2010 年	2010 年	2010 年	2009 年	2010 年
	4q F	1q F	2q F	3q F	4q F	F	F
净利率	2.7%	5.8%	6.0%	6.2%	3.0%	4.2%	5.3%
单季年化总资产周转率	0.80	0.84	0.82	0.75	0.75	0.72	0.79
权益系数	2.46	2.46	2.42	2.38	2.36	2.44	2.40
ROE (单季或年)	1.33%	3.00%	2.97%	2.75%	1.32%	7.48%	10.04%

资料来源：中投证券研究所

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，可以测得扣除金融、综合性石油天然气后剩余上市公司的盈利增速。

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

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 2 盈利增速

盈利增速	2008 年 A	2009 年 F	2010 年 F
银行	33%	15%	25%
保险	-76%	110%	20%
券商	-52%	50%	18%
综合性石油天然气	-24%	33%	18%
其余	-33%	13%	50%
整体	-15%	19%	31%

资料来源：中投证券研究所

再根据我们研究员对银行、保险、多元金融、综合性石油天然的盈利预期，我们可以得到整体 A 股 2009 年、2010 年的盈利预期分别为 19%、31%。本次盈利预期维持了 3 月份的微调后的判断：我们宏观研究对宏观经济的判断有所微调，但基本平稳，我们通过测算对盈利预期影响甚微。

3. 国债利率平稳、新兴市场溢价调高

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 。

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

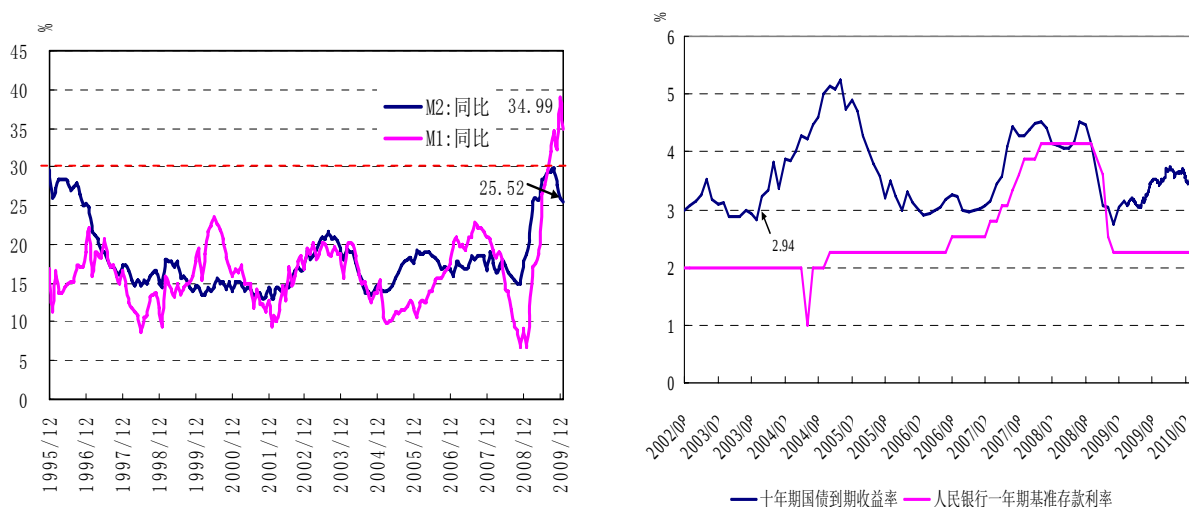
相关构成的按如下方法取定：

- 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¹作为本国市场的相对溢价。

1) 通胀低于预期国债利率有所回落

今年以来，央行已上调存款准备金两次，各为结构性上调存款准备金 0.5%；1 月 CPI 数据低于预期，而 2 月 cpi 略超预期；2 月 M1、M2 同比增速有所回落。同期，10 年期国债利率对通胀及 M1、M2 同比增速变化反映相对平稳。

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

根据近 20 日银行间十年期国债利率平均值，目前无风险利率与通货膨胀率合计约为 3.43%；考虑二季度加息的可能性正在加强，而债券市场并未完全反映该预期，我们认为后续无风险利率存在上升的预期；另外，我们宏观上调了 2010 全年 CPI、PPI 同比预期，我们认为通货膨胀也可能超预期。鉴于以上判断，我们给予无风险利率与通货膨胀率部分资金成本 27BP 升水（二季度约一次加息的幅度）。

2) 新兴市场溢价上升

欧洲希腊债务危机有所缓解，截至 3 月 2 日 10 日平均的长期利差为 0.98%，得到新兴市场风险溢价为 1.5%；我们将本国市场相对于成熟市场的溢价上调 40BP，至 1.5%。

3) A 股全市场资金成本为 9.9%

平衡无风险利率与国债利率平稳、新兴市场溢价上调及加息预期有所缓和，我们根据构成法可以测得 2010 年 A 股市场的中长期的资金成本为 9.9%，与 3 月月报持平。

表 3 按构成法确定 ke

$rf + \pi$	$Gerp$	Rp	ke
3.7	4.7%	1.5%	9.9%

¹ 全球股票市场波动率与债券波动率之比为 1.5 倍。

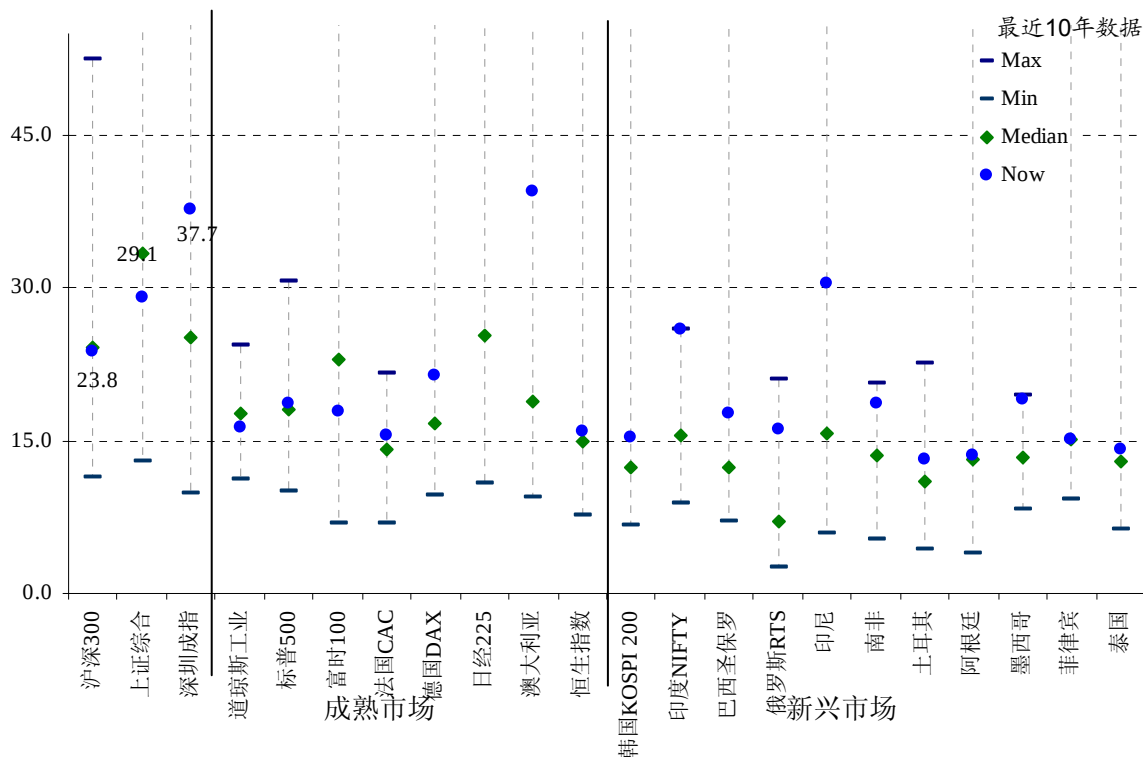
资料来源：Bloomberg、wind 资讯、中投证券研究所

二、国际估值格局及合理 A 股估值

1. 国际估值格局

截至 3 月 25 日，上证综指 TTM 的 PE 为 29.1X、沪深 300 指数 TTM 的 PE 为 23.8X。从横向静态估值的国际比较来看，A 股估值基本高于大部分成熟市场和新兴市场估值。其中成熟市场中英国富时指数与 A 股估值接近，新兴市场中的印度、印尼股市与 A 股估值接近；从上证指数及沪深 300 的动态估值比较看，高于大部分成熟市场、新兴市场的估值，其中与印度、墨西哥、澳大利亚、Nasdaq 估值基本接近。

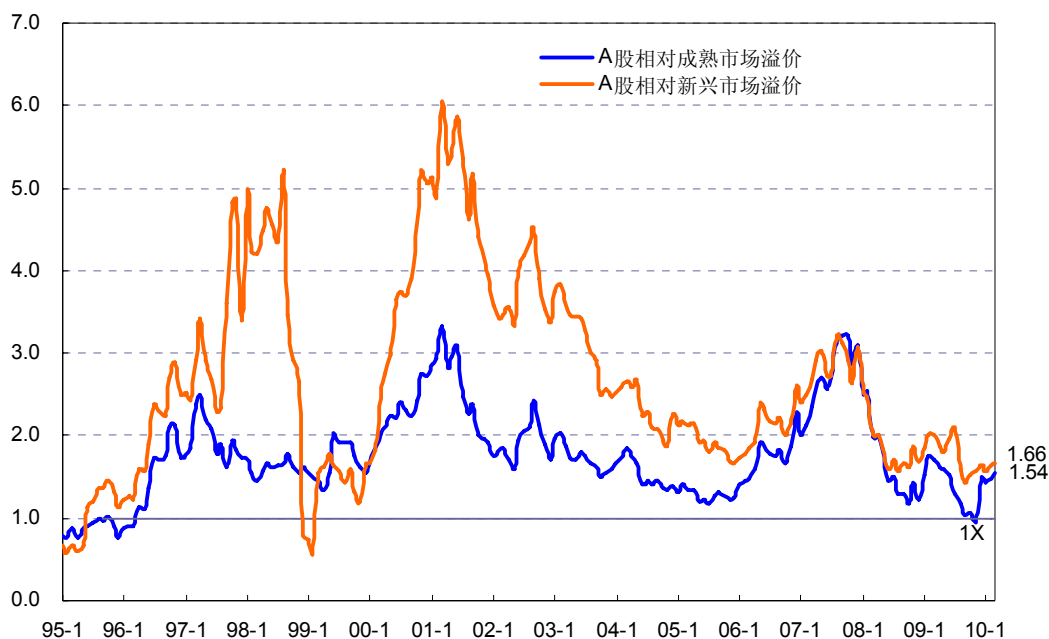
图 3 沪深两市各主要指数与全球各主要指数市盈率现状对比



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 1.54X、1.66X，而历史的底部在分别在 1X 附近。所以，从历史比较的角度看，目前 A 股相对成熟市场的溢价依然处于相对底部区域，具备一定的相对安全边际。

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	18.71	14.95	2.23	-0.01	5.54	3.48	11.62	4.54
道琼斯工业	16.26	13.83	2.65	0.58	5.00	3.05	12.17	3.96
NASDAQ	39.38	20.09	2.62	0.26	7.11	4.89	14.66	5.65
英国富时 100	17.89	12.39	1.89	1.51	6.97	6.02	12.70	5.82
法国 CAC40	15.50	12.67	1.40	1.58	7.86	2.24	6.99	1.63
德国 DAX30	21.51	13.38	1.57	2.01	9.55	2.95	9.88	2.95
日经 225	#N/A N/A	36.63	1.45	1.45	7.65	3.86	6.18	3.36
韩国 KOSPI50	14.97	10.69	0.71	0.00	5.74	0.23	-0.32	0.20
台湾加权	50.98	15.35	2.13	-1.01	5.13	-1.94	6.43	-4.52
印度 NIFTY	25.89	21.41	3.46	0.54	6.87	1.58	6.08	1.14
巴西圣保罗	17.65	13.49	2.14	-1.80	2.91	1.26	13.40	-0.21
香港国企指数	17.52	12.39	2.33	-3.15	2.88	-6.30	-1.50	-7.18
香港中资指数	19.72	15.56	2.06	-2.76	-0.78	2.64	1.21	-0.78
香港恒生指数	15.97	13.76	1.44	-2.82	0.77	-3.48	-1.22	-5.05
菲律宾综合	15.13	13.21	2.20	2.45	4.25	4.92	12.47	3.95
泰国 SET	14.13	11.84	1.65	3.34	8.73	7.39	8.70	6.79
澳大利亚 AS30	#N/A N/A	16.41	2.10	-0.42	4.70	1.38	3.29	-0.26
印尼综合	30.65	14.90	2.92	2.42	10.22	13.52	14.93	10.85
墨西哥综合	19.08	16.29	2.73	0.59	4.84	1.89	15.31	3.25
上证综合指数	29.20	17.54	3.20	-1.28	-0.76	-3.59	6.69	-7.58
深圳成份指数	37.90	20.00	4.04	-1.71	-2.37	-8.64	6.66	-11.37
沪深 300 指数	23.93	16.39	2.98	-1.48	-1.11	-5.24	6.10	-9.24

数据来源: Bloomberg

2. 基于 DDM 模型的绝对估值

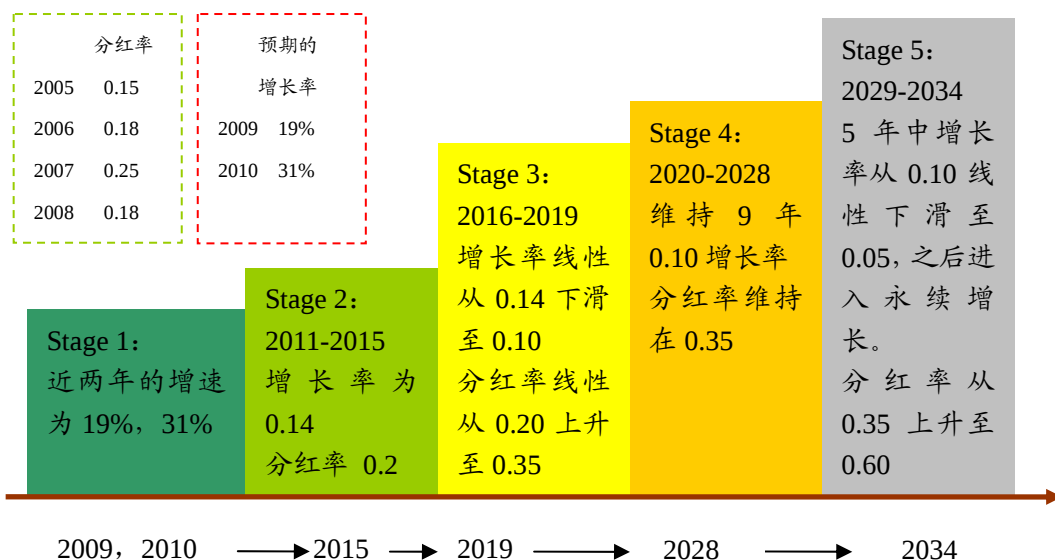
1. 估值水平

我们根据 2009 年盈利增速 19%，2010 年盈利增速 31%，及 k_e 9.9%，通过如下 DDM 模型²可以测得全部 A 股静态 PE 中枢为 34.0X，上证指数的静态 PE 中枢为 29.7X，中枢点位 3120 点。

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上证综指静态 PE 合理区间为[21.1, 43.0]。

图 5 DDM 模型估值的主要参数的选取



目标时点：2010 年 2 月 26 日

资料来源：中投证券研究所

3. A 股与 H 股比较估值

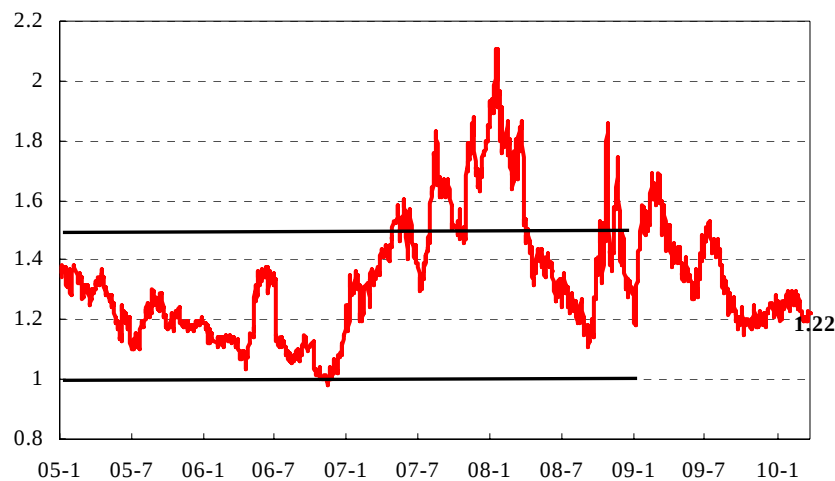
截至 3 月 25 日，AH 溢价指数报 1.22X。如果按照我们此前的框架，以 1-1.5 作为 AH 股溢价的合理波动区间，由此计算得到上证指数的合理区间为 2475³ 点至 3712⁴ 点。

² DDM 模型更为详细的说明见附件 4

³ 合理区间下限 = 最新指数 / 最新 AH 溢价

⁴ 合理区间上限 = 最新指数 * 1.5 / 最新 AH 溢价

图 6 A 股对 H 股溢价指数

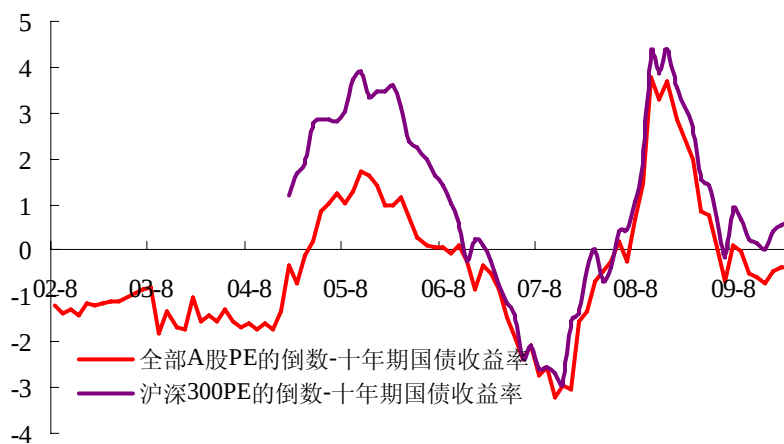


数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

4. 基于 FED 模型的估值

若假设 2010 年有两次存贷款利率对称的加息，幅度均为 27 个基点，则 Fed 模型对应的 2010 年动态 PE 上限与下限分别为 15.4X 与 35.8X，换算为 2008 年静态 PE 分别为 24.1X 与 55.9X，对应的上证综指点位分别为 **2531** 点与 **5878** 点。

图 7 PE 的倒数围绕国债收益率波动



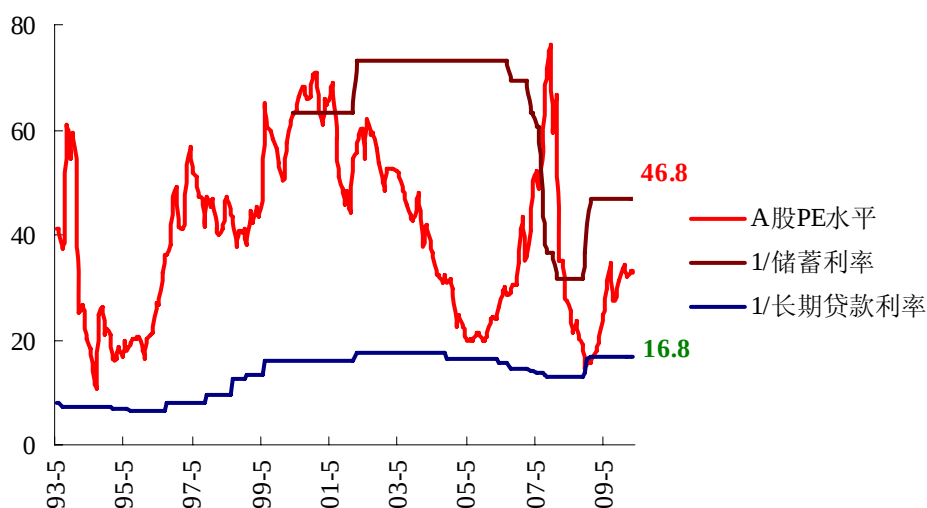
数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

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



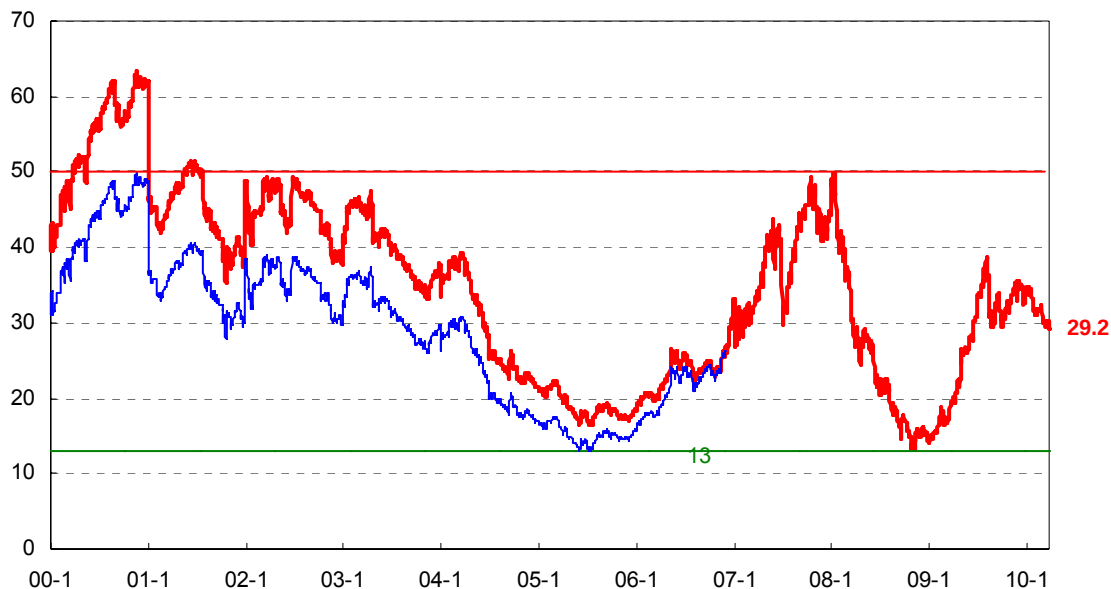
数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

5. 历史比较估值——从股改补偿导出的市场估值高点

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 1368⁵点。我们发现调整后上证综指 PE 高位都在 50X 左右，我们据此给出历史估值上限为 5260 点。

图 10 修正的上证指数历史市盈率走势（蓝色）

⁵ 估值上（下）限 = 现在指数 * 历史最高（低）估值水平 / 估值补偿系数 / 目前 PE 估值



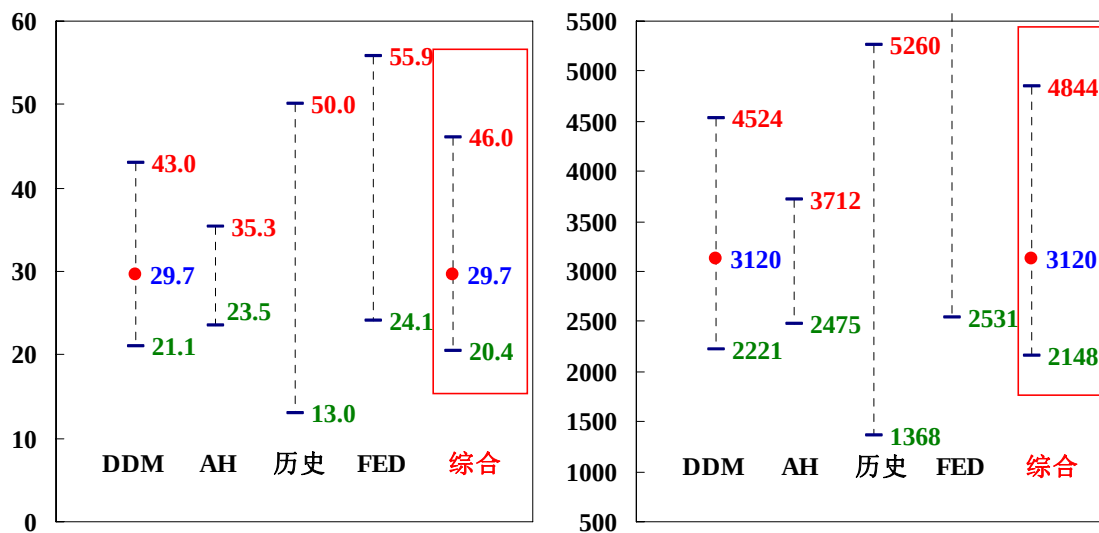
数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

6. 综合估值结论

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

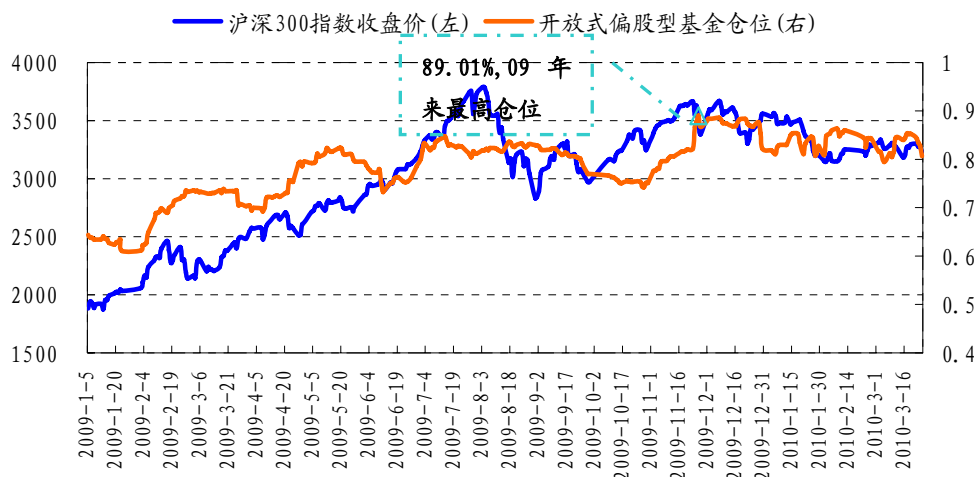
7. 重要股票持有人扰动因素

1) 基金仓位

a. 2010 年一季度偏股型基金仓位测算

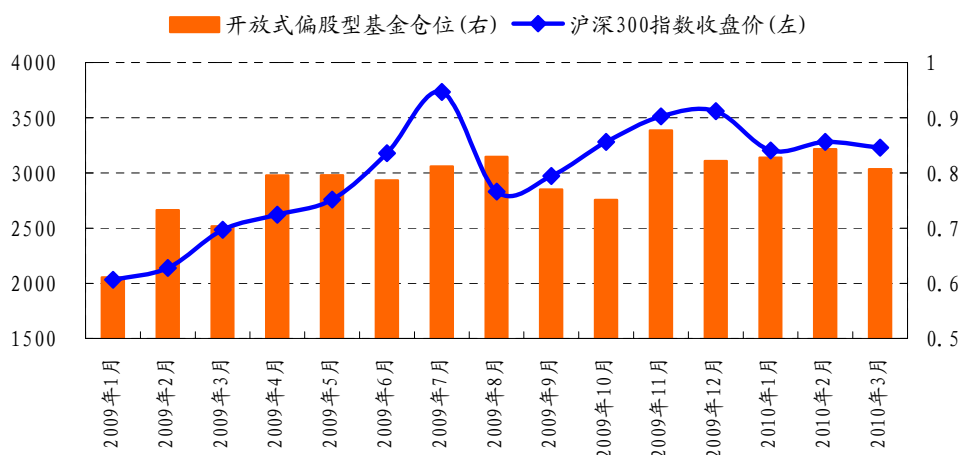
根据测算,截至 2010 年 3 月 25 日,开放式偏股型基金仓位是 80.68%,较 2009 年四季度末的 82.17% 下降 1.49%,主动性减仓 0.02%,同期沪深 300 指数大幅下跌 9.27%。自 2009 年以来,偏股型基金仓位最高出现于 2009 年 11 月底,为 89.01%。目前来看,比最高基金仓位低 8.33%,为未来大盘的上行预留了一定空间(基金仓位保持相对高位时,大盘行情一般也处于相对高点,反之亦然,但基金仓位的变动一般滞后于大盘行情)。

图 13 开放式偏股型基金整体仓位测算(每日时间序列)



资料来源：中投证券研究所

图 14 开放式偏股型基金整体仓位测算(月度时间序列)



资料来源：中投证券研究所

b) 2010 年一季度前十大基金偏股型基金仓位测算

根据测算，截至 2010 年 3 月 25 日，前十大基金公司中主动性减仓的有 6 家，仅有 4 家主动性加仓。其中，主动性减仓幅度超过 5% 的为上投摩根、华夏、广发和易方达，主动性加仓幅度超过 3% 的仅有银华和嘉实。各大基金公司仓位趋同表示基金观点在趋向一致。谨慎防御型的仓位配置，进可攻，退可守；3 月 26 日收盘股指期货推出时间确定，目前仓位或引发基金偏多的操作行为。

表 5 前十大基金公司开放式偏股型基金仓位测算（按规模大小降序排列，截至 2010.3.25）

基金公司	开放式基金数量	开放式基金份额合计(亿份)	开放式基金资产合计(亿元)	2009 年四季度末仓位(%)	2010 年一季度末仓位(%)	较上期变动(%)	本期主动调仓(%)
华夏基金管理有限公司	23	1,877.32	2,564.95	75.24	83.78	(8.54)	(7.18)
易方达基金管理有限公司	19	1,256.14	1,543.31	82.85	89.22	(6.37)	(5.40)
嘉实基金管理有限公司	17	1,519.65	1,506.40	73.38	71.49	1.89	3.92
博时基金管理有限公司	15	1,341.70	1,412.36	74.42	75.88	(1.46)	0.37
南方基金管理有限公司	19	1,070.77	1,147.98	84.89	85.44	(0.55)	0.70
广发基金管理有限公司	12	975.23	1,104.71	80.81	88.55	(7.74)	(6.72)
大成基金管理有限公司	14	1,054.34	952.64	83.18	84.99	(1.81)	(0.53)
华安基金管理有限公司	14	787.27	837.23	82.71	84.45	(1.74)	(0.42)
银华基金管理有限公司	13	597.41	747.10	76.49	74.15	2.34	4.25
上投摩根基金管理有限公司	11	580.33	620.86	59.89	75.72	(15.83)	(14.00)

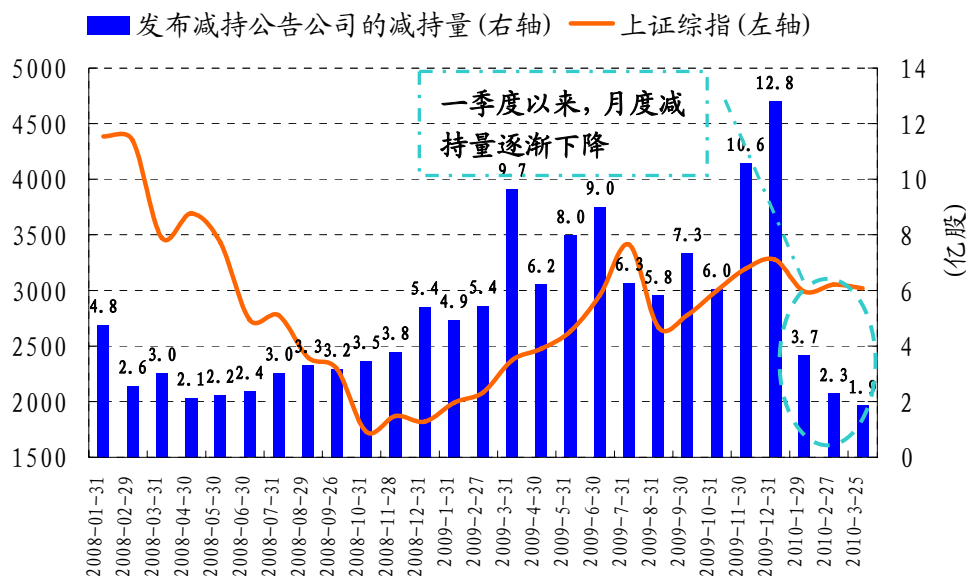
资料来源：中投证券研究所

2) 大小非减持

a) 2010 年一季度整体减持情况

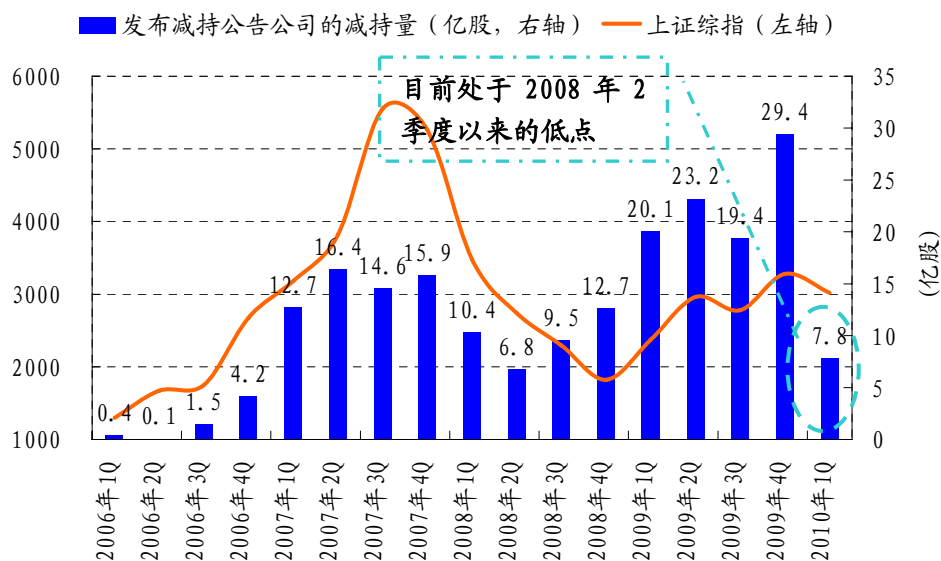
截至 2010 年 3 月 25 日，根据上市公司的减持公告和均匀减持模型，今年一季度大小非减持量仅为 7.8 亿股，为 2008 年二季度以来的低点。根据我们之前的研究，大小非偏好于高点抛售，而低位惜售；反向思考，我们认为目前大盘处于相对低位，未来有一定的上升空间。

图 15 发布减持公告上市公司的限售股的减持情况(月度时间序列，亿股)



资料来源: wind 资讯、中投证券研究所

图 16 发布减持公告上市公司的限售股的减持情况 (季度时间序列, 亿股)

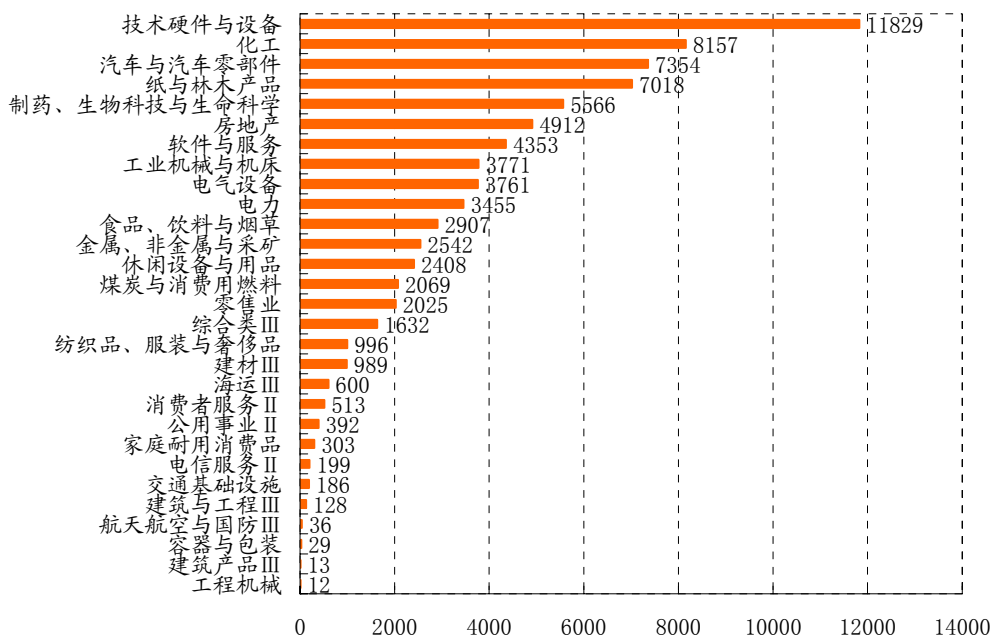


资料来源: wind 资讯、中投证券研究所

b) 2010 年一季度行业减持情况

从今年一季度的减持情况来看, 技术硬件与设备、化工、汽车与汽车零部件减持量列居前三, 季度减持量分别为 11829 万股、8157 万股和 7354 万股。总体上减持集中在中小盘高估值的行业公司中。

图 17 2010 年一季度行业减持情况 (万股)

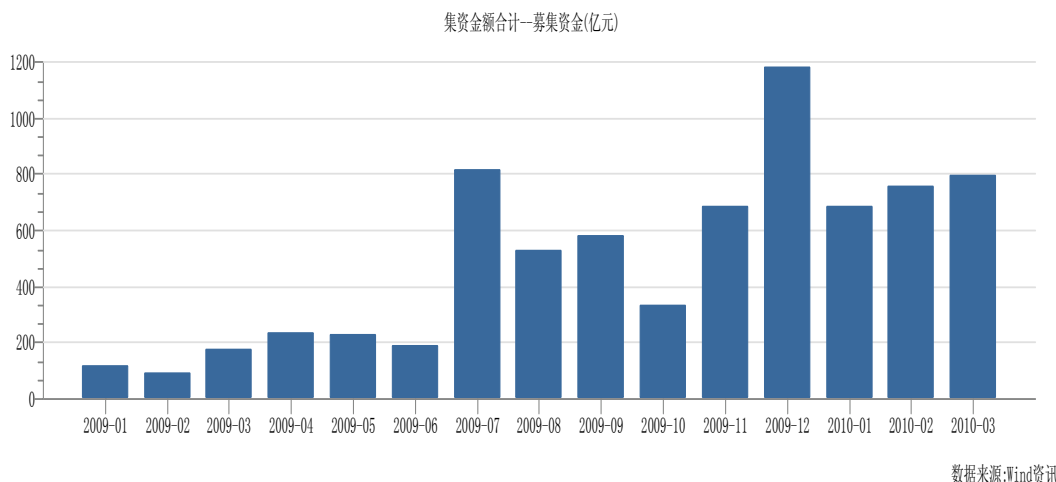


资料来源: wind 资讯、中投证券研究所

3) 新股融资

2010 年一季度, 证券市场总共募集资金 2238 亿元, 从图 18 来看, 处于 2009 年以来的较高位。巨大的融资压力也给市场带来了股票可能供过于求的担忧。但是目前发行的股票中小盘、创业板股票居多, 而居高不下的发行市盈率及上市高溢价与供过于求的担忧形成了鲜明对比。我们认为管理层会根据市场发行反应来调整发行节奏, 而非市场人士的担心; 从较长时期看, 伴随发行数量的增多, 必将总体上逐步降低发行市盈率及二级市场上市溢价, 达到一个相对的均衡。

图 18 月度融资情况 (含 IPO、增发和配股)



数据来源: Wind 资讯

资料来源: wind 资讯、中投证券研究所

8. 对二季度估值的看法

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 **3120** 点。基于经济基本面相对平稳及偏紧的判断，极端的波动上限 **4844** 点及极端的波动下限为 **2148** 点均难出现。若经验性的将前期货币政策收紧产生的阶段性底部 **2900** 点作为下限；将蓝筹 10% 的小幅上涨作为大盘运行上限，则运行上限为 **3400** 点附近。

从资金面看，市场对资金成本提升较长时间消化后，不会再因此出现恐慌性的持续抛售；周小川近期的行长讲话进一步明确了政策退出前提，我们预计未来一旦加息，相反将成为中长期利多的信号，市场或能结束弱势；相反迟迟不加息会加重市场对经济的忧虑；国际估值比较看，AH 溢价为 1.22，处于合理区间的中枢位置，A 股相对成熟市场的溢价为 1.54X，处于相对偏低的水平，目前相对估值压力较小。

从重要的持股人行为看，十大基金管理公司仓位偏谨慎，进可攻退可守；今年一季度大小非减持量仅为 7.8 亿股，为 2008 年二季度以来的低点，根据大小非历史上高抛低惜的习惯，目前处于相对底部区域。

从市场融资看，2010 年一季度，证券市场总共募集资金 2238 亿元，处于 2009 年以来的较高位。巨大的融资压力也给市场带来了股票可能供过于求的担忧。但是目前发行的股票中小盘、创业板股票居多，而居高不下的发行市盈率及上市高溢价与供过于求的担忧形成了鲜明对比。我们认为管理层会根据市场发行反应来调整发行节奏，而非市场人士的担心；从较长时期看，伴随发行数量的增多，必将总体上逐步降低发行市盈率及二级市场上市溢价，达到一个相对的均衡。

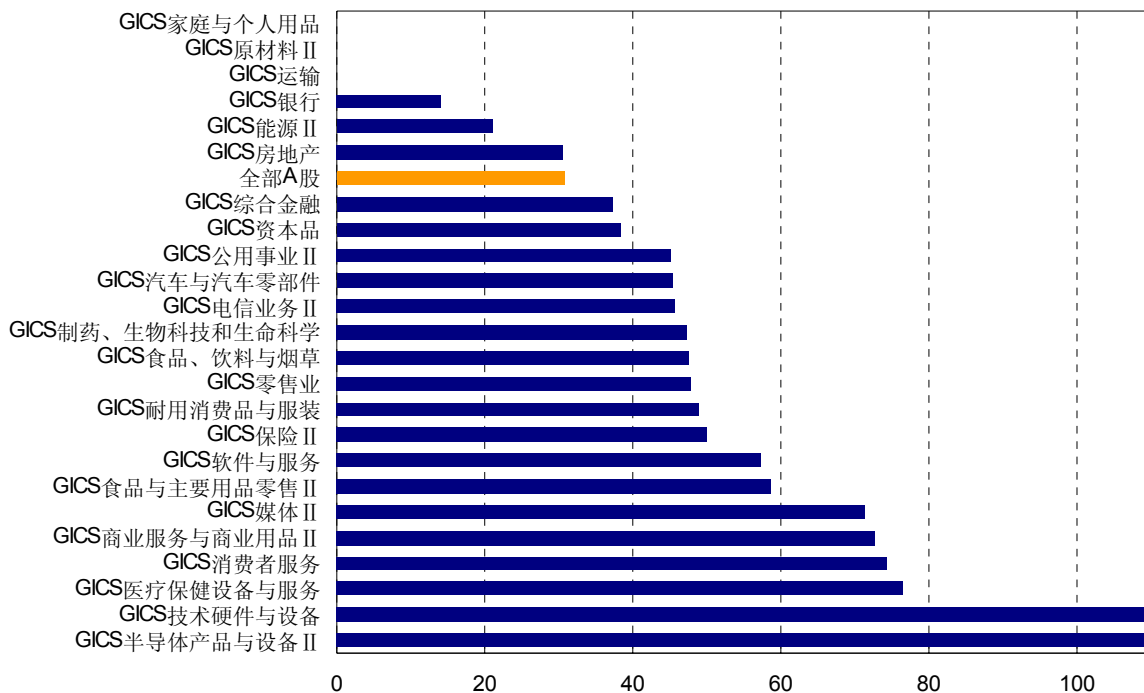
从微观流动性看，预计中期流动性指标回落终结企稳，市场处于稳态期。由于 A 股市场受 4 月 16 日股指期货推出时点确定的利好驱动，我们预计在股指期货推出将逐步的推动大盘股使有一个 10% 左右的上升（从各国推出时点附近看，股指期货推出时点附近大都出现前扬后抑的表现）。但在股指期货推出后市场可能再次进入一个调整时期。总体上二季度预计仍为多空相对平衡的市场，但震荡箱体较前期略有抬高；形态上有可能出现前扬后抑的情况。

三、行业估值水平及行业估值比较

1. 行业估值现状

1) 行业之间估值水平的相对比较

图 19 全部 A 股行业 PE



数据来源：Bloomberg, wind 资讯，中投证券研究所

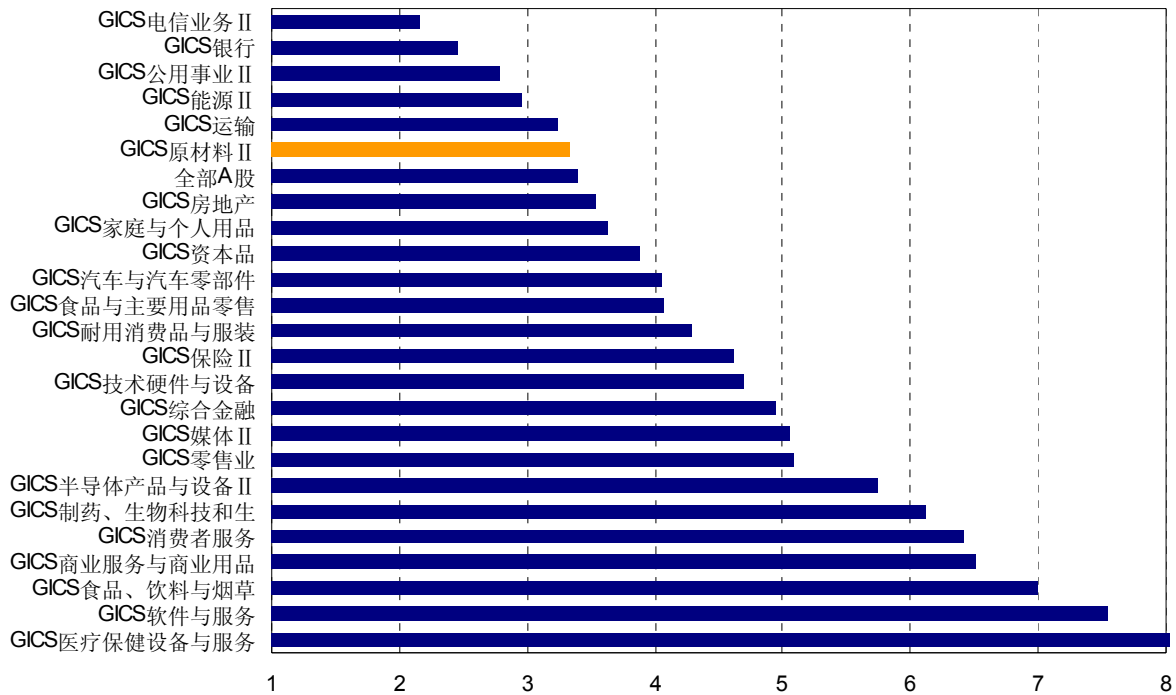
国内行业最新 PE 最低前十名的行业分别是：银行、能源、房地产、综合金融、资本品、公用事业、汽车及零部件、电信业务、医药、食品饮料（图 13）。

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、房地产、综合金融、资本品、保险、公用事业、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、公用事业、能源、运输、原材料、房地产、家庭与个人用品、资本品、汽车及零部件（图 14）。

上一期所列示的 PB 前十名为：电信业务、银行、公用事业、能源、原材料、房地产、运输、家庭与个人用品、资本品、汽车及零部件。

图 20 全部 A 股行业 PB

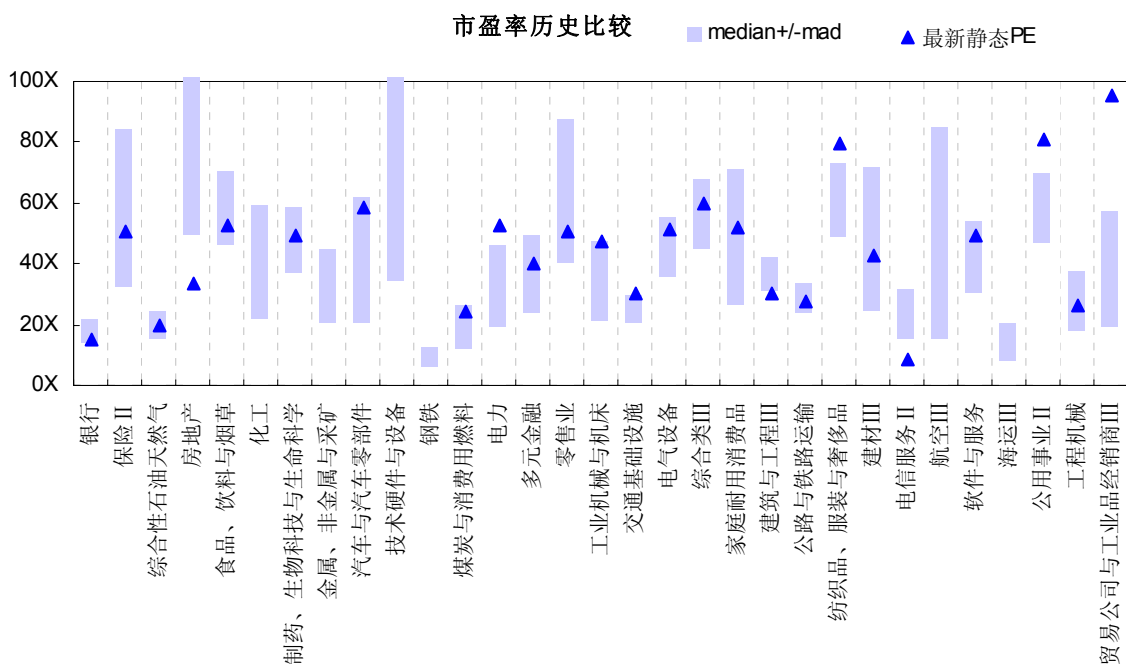


资料来源：中投证券研究所

2) 行业 PE, PB 的历史比较

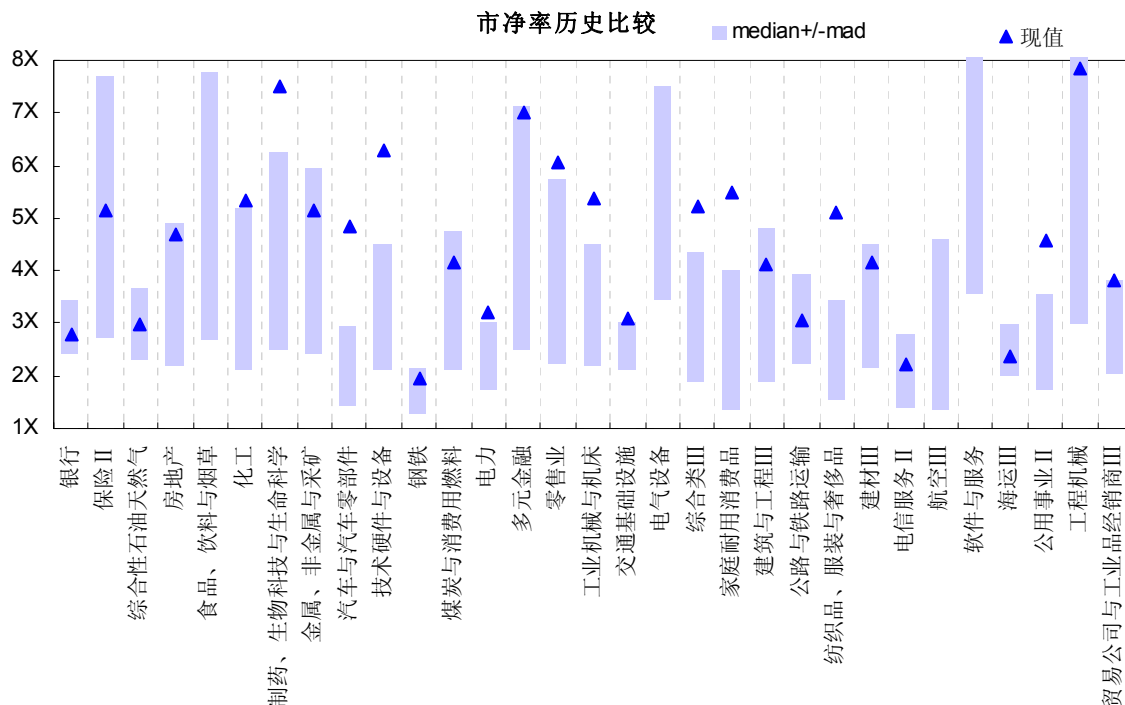
如果用行业估值中枢加减 1 倍绝对离差中位数作为估值合理区间的话，那么，从静态 PE 来看，处于区间下方的行业有银行、房地产、食品饮料、零售业、建筑与工程、公路与铁路运输、电信服务。从静态 PB 来看，仅有银行与海运板块处于区间偏下方位置。

图 21 行业静态 PE 的历史比较



资料来源：中投证券研究所

图 22 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

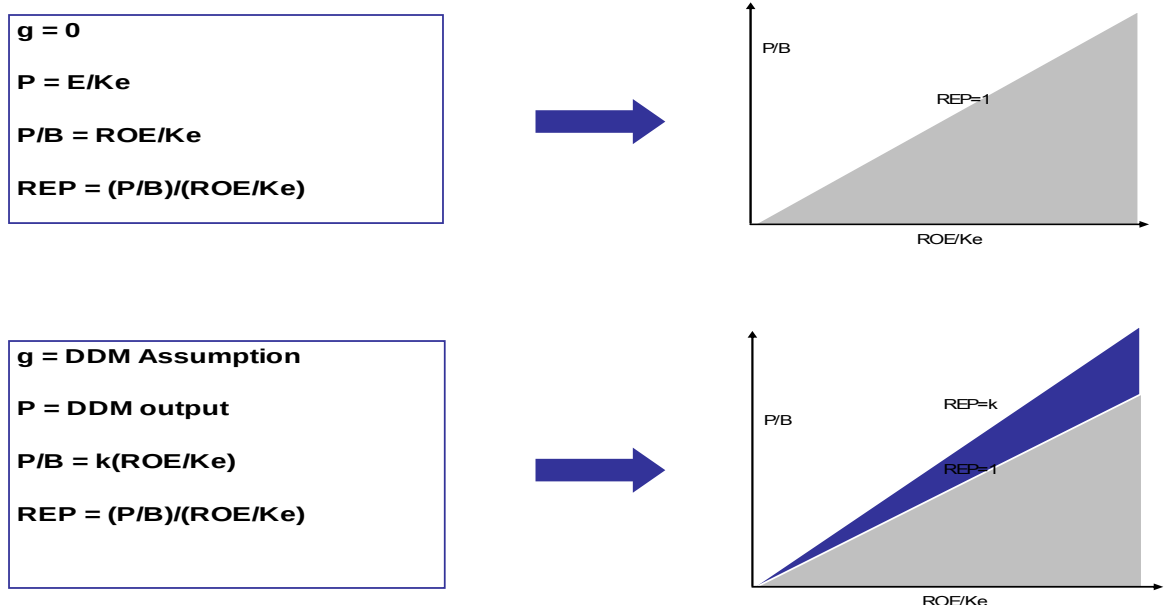
在行业估值对比部分我们运用了 REP、GARP、PEG、行业 DDM 绝对估值四种方法对行业进行估值比较。前三种方法侧重于行业的相对估值比较，REP 主要衡量目前市场环境下行业的内涵的成长性比较，GARP 从价值和成长两个维度衡量具有相对优势的公司，PEG 是扣除最近三年成长性的动态估值比较；而行业 DDM 估值是从分红回报的视角衡量行业的价值。我们综合四种方法，从绝对与相对、价值与成长两个维度对行业估值综合比较，提供投资参考。

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 32 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 23 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。

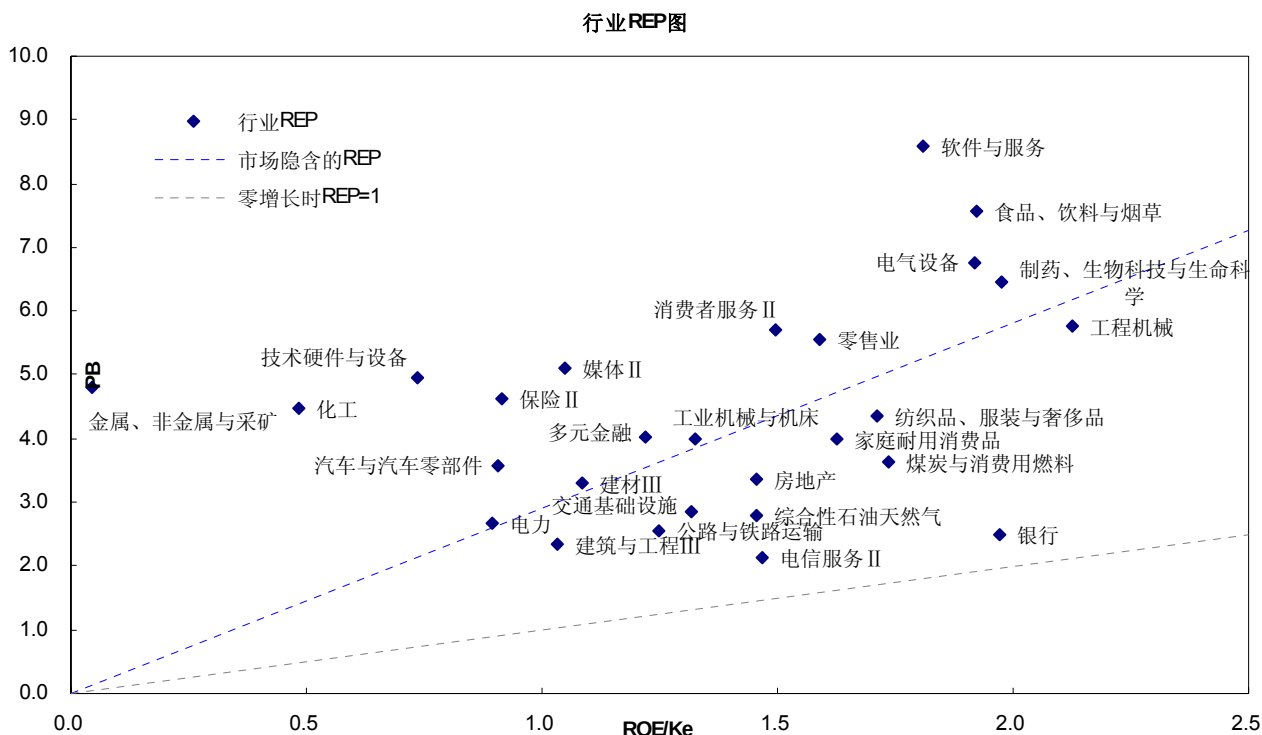
图 23 零增长和有增长条件下 REP 分布区间对比



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。通过结合 2010 年市场一致预期的利润增速来看，目前相比于市场整体具有优势的行业有银行、电信服务、综合性石油天然气、煤炭、交通基础设施、公路铁路运输、建筑与工程、房地产、家庭耐用消费品、纺织服装。

图 24 全部市场 REP 图



资料来源：中投证券研究所

2) 行业 GARP 比较

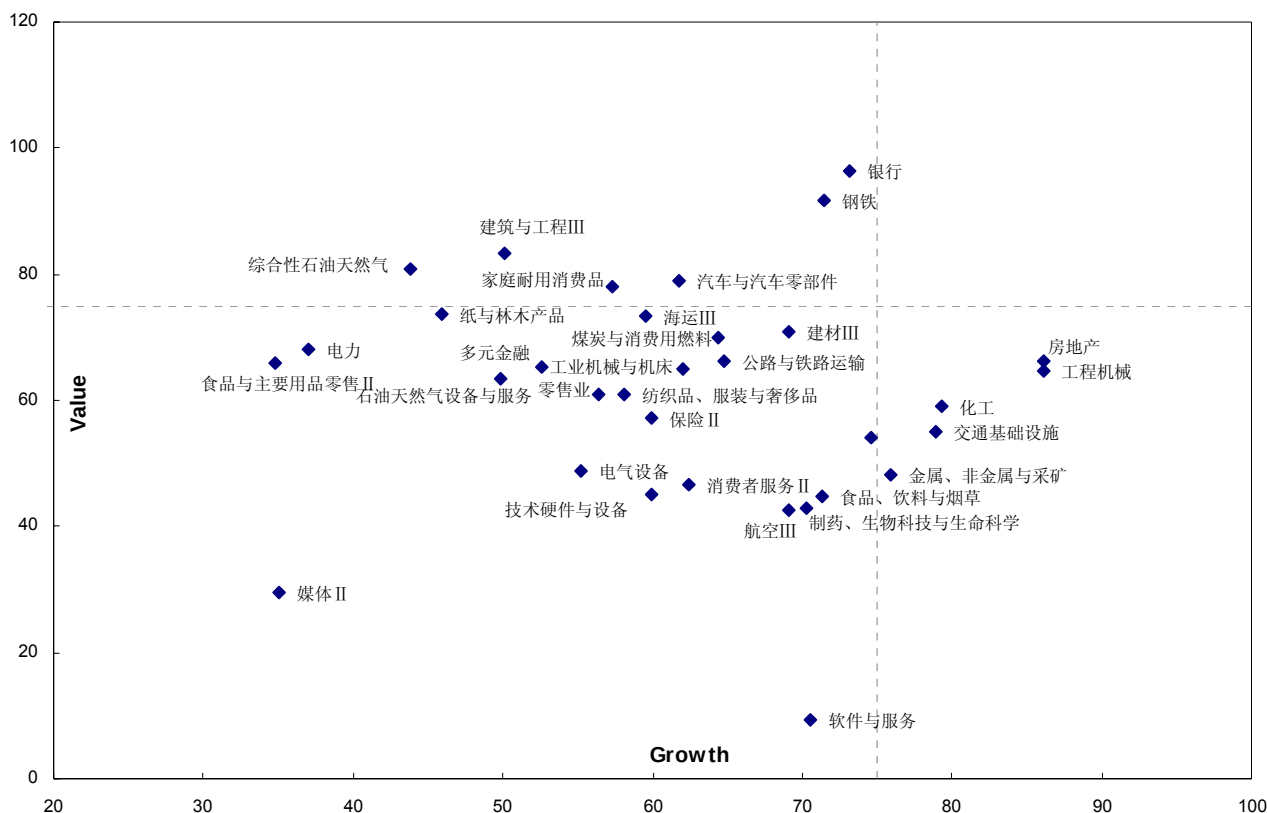
GARP 策略 (Growth At A Reasonable Price) 是一种兼顾考虑股票价值性与成长性的策略。GARP 策略寻找那些持续的成长能力优于大市，但同时估值水平又较低的公司，其目的是将成长性投资风格与价值性投资风格结合起来。我们也可以将这种选股策略应用于行业选择中。

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⁶。

我们发现银行是 GARP 行业，其价值得分与成长得分均较高。价值得分较高的行业是**银行、钢铁、建筑与工程、综合性石油天然气、家庭耐用消费品、汽车与汽车零部件**；成长得分较高的行业是**房地产、工程机械、化工、交通基础设施**；本期并没有成长与价值得分都较高的行业。建材板块最为接近 GARP 板块。

图 25 GARP 行业策略



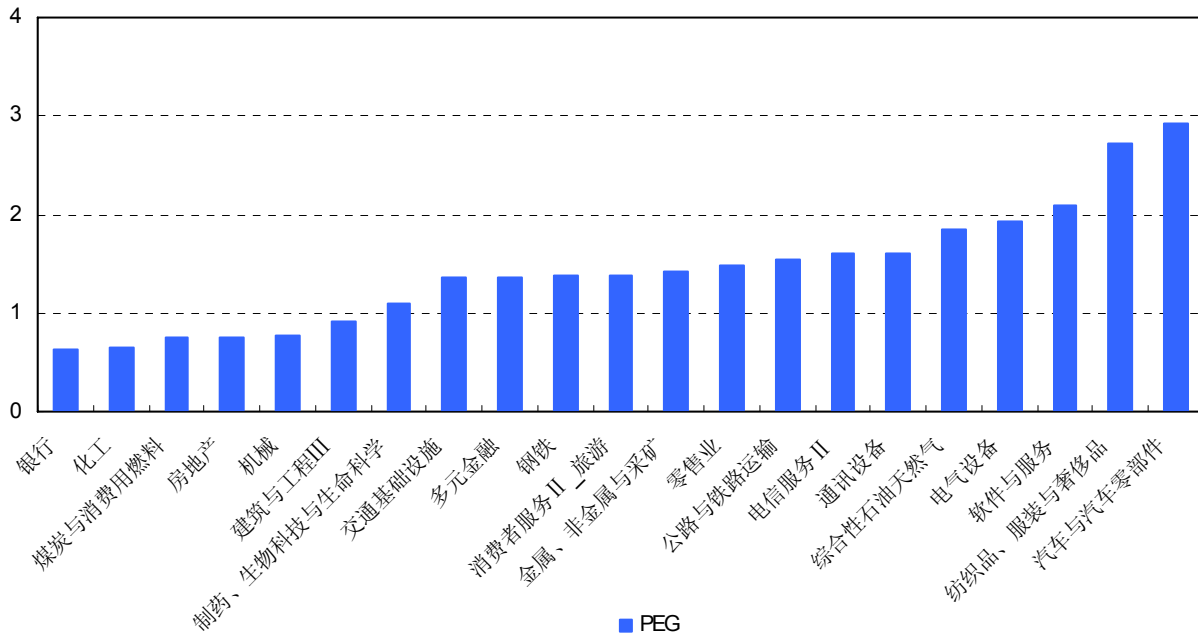
资料来源：中投证券研究所

⁶ 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。

3) 行业 PEG 比较

根据我们行业研究员对于未来 3 年行业的盈利增长预期，并据此计算出行业未来三年的复合增长率。如果用现在行业的静态 PE (TTM) 比上未来 3 年的行业预期复合增长率，我们可以得出行业合理的 PEG 水平。PEG 水平较低的行业是银行、化工、煤炭、房地产、机械、建筑与工程。

图 26 行业 PEG 比较

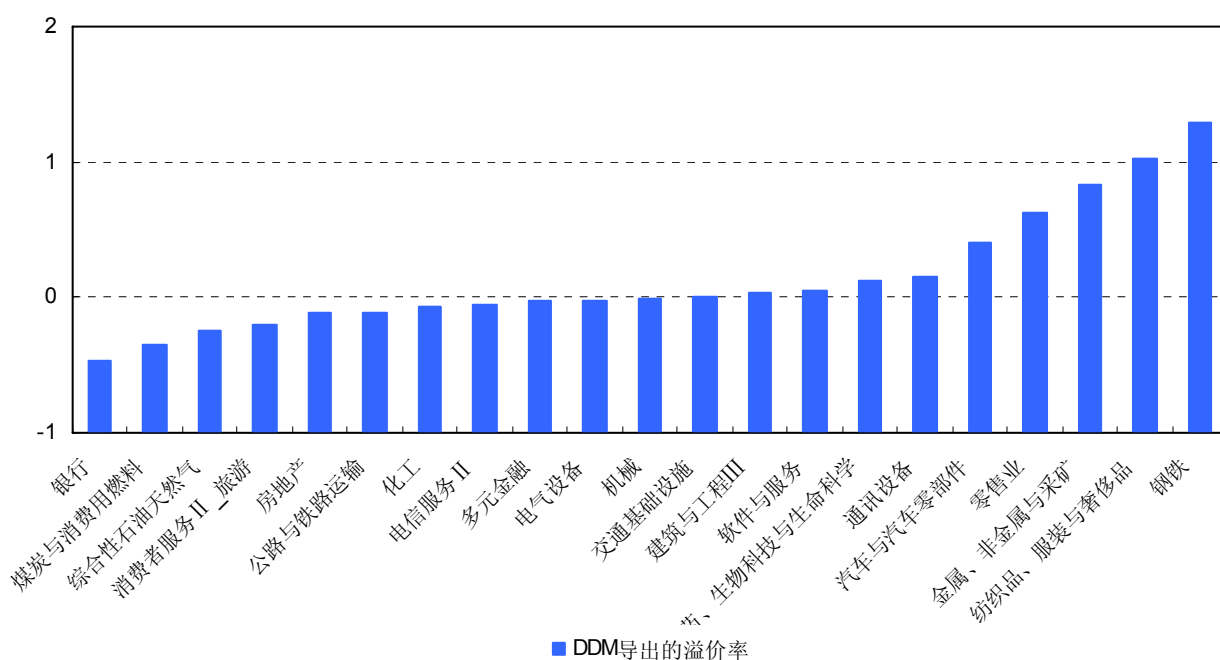


资料来源：中投证券研究所

4) 行业 DDM 估值对比

根据我们行业研究员对行业的盈利增长及分红水平的预期，并据此计算出部分行业合理的静态估值水平。我们根据行业 DDM 模型的适用程度，筛选行业进行估值比较，以观察目前行业层面估值水平是否高估（市场数据为 3 月 25 日数据）。行业绝对估值处于低估（溢价率 $\leq -10\%$ ）的行业有银行、煤炭、综合性石油天然气、旅游、房地产、公路与铁路运输。

图 27 行业绝对估值比较



资料来源：中投证券研究所

3. 行业分析结论

综合 REP、GARP、PEG、行业 DDM 四种方法来看，综合衡量价值、成长特性及相对溢价水平，我们认为从估值的角度值得关注的行业有银行、房地产、煤炭、综合性石油天然气、建筑工程。最后需要说明的是，估值仅是投资决策中重要的一个因素，并非全部，仅供参考。

表 6 行业综合估值比较

	REP	GARP	PEG<1	溢价率<-10%
<u>银行</u>	√	√	√	√
<u>机械</u>		√	√	
<u>房地产</u>	√	√	√	
<u>煤炭与消费用燃料</u>	√		√	√
<u>钢铁</u>		√		
<u>电信服务II</u>	√			
<u>综合性石油天然气</u>	√	√		√
<u>消费者服务II 旅游</u>				√
<u>建筑与工程</u>	√	√	√	
<u>家庭消费用耐用品</u>	√	√		
<u>纺织服装</u>	√			
<u>交通基础设施</u>	√	√		
<u>公路铁路运输</u>	√			√

汽车与汽车零部件

√

化工

√

√

√代表价值性行业 √代表成长型行业

资料来源：中投证券研究所

附录

附录 1 A 股对 H 股溢价表

数据截至 2010 年 3 月 25 日

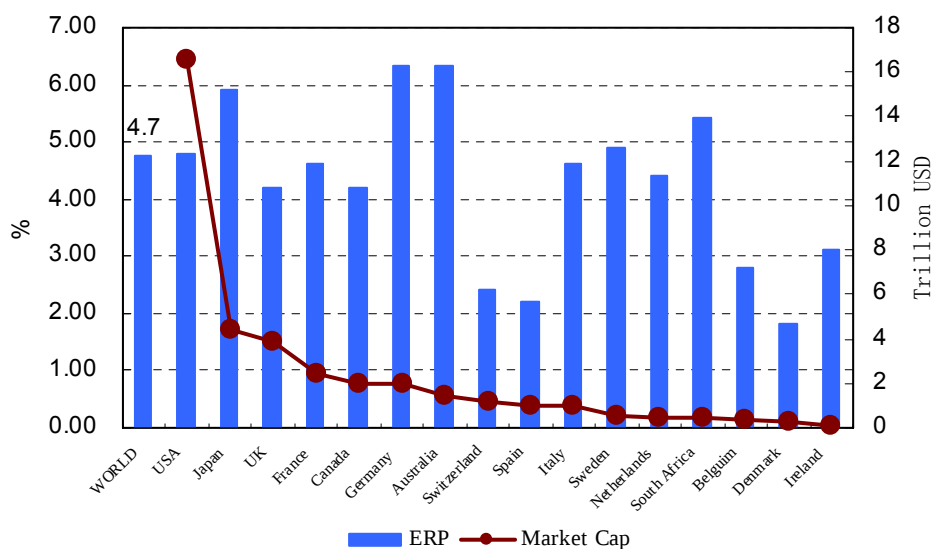
数据来源: WIND

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)
601318.SH	中国平安	0.84	-15.89	47.20	63.80	56.12
601601.SH	中国太保	0.86	-14.14	24.77	32.80	28.85
601628.SH	中国人寿	0.88	-12.37	27.40	35.55	31.27
600036.SH	招商银行	0.90	-10.13	15.43	19.52	17.17
000898.SZ	鞍钢股份	0.96	-3.73	11.60	13.70	12.05
600600.SH	青岛啤酒	0.96	-3.61	32.98	38.90	34.21
601398.SH	工商银行	0.98	-2.18	4.87	5.66	4.98
600585.SH	海螺水泥	1.01	0.53	43.37	49.05	43.14
601088.SH	中国神华	1.01	1.02	27.90	31.40	27.62
601186.SH	中国铁建	1.01	1.48	8.31	9.31	8.19
601939.SH	建设银行	1.03	2.53	5.51	6.11	5.37
601766.SH	中国南车	1.03	2.86	5.41	5.98	5.26
000063.SZ	中兴通讯	1.06	5.96	42.87	46.00	40.46
601328.SH	交通银行	1.07	6.62	7.99	8.52	7.49
600016.SH	民生银行	1.07	6.71	7.33	7.81	6.87
600026.SH	中海发展	1.09	8.53	12.62	13.22	11.63
600808.SH	马钢股份	1.10	10.04	4.22	4.36	3.83
601898.SH	中煤能源	1.13	12.80	11.35	11.44	10.06
600875.SH	东方电气	1.14	14.49	43.30	43.00	37.82
601390.SH	中国中铁	1.17	17.42	5.67	5.49	4.83
601988.SH	中国银行	1.20	19.74	4.16	3.95	3.47
000338.SZ	潍柴动力	1.22	22.29	62.60	58.20	51.19
600377.SH	宁沪高速	1.25	25.46	7.89	7.15	6.29
600188.SH	兖州煤业	1.30	30.15	19.30	16.86	14.83
601618.SH	中国中冶	1.31	31.46	4.81	4.16	3.66
601919.SH	中国远洋	1.39	38.90	12.51	10.24	9.01
601998.SH	中信银行	1.43	42.68	6.94	5.53	4.86
601899.SH	紫金矿业	1.50	50.30	8.13	6.15	5.41
601808.SH	中海油服	1.52	52.14	15.71	11.74	10.33
601333.SH	广深铁路	1.62	62.26	4.41	3.09	2.72
600012.SH	皖通高速	1.62	62.36	7.54	5.28	4.64
601857.SH	中国石油	1.63	63.06	12.65	8.82	7.76
601866.SH	中海集运	1.68	68.19	4.66	3.15	2.77
600548.SH	深高速	1.72	71.61	6.40	4.24	3.73
600332.SH	广州药业	1.77	77.07	11.93	7.66	6.74
000488.SZ	晨鸣纸业	1.78	77.52	8.26	5.29	4.65
600011.SH	华能国际	1.80	80.35	7.17	4.52	3.98
601600.SH	中国铝业	1.83	82.83	12.72	7.91	6.96
601111.SH	中国国航	1.86	85.75	12.09	7.40	6.51
600685.SH	广船国际	1.95	94.90	23.76	13.86	12.19
600028.SH	中国石化	2.10	109.50	11.48	6.23	5.48
600115.SH	ST东航	2.25	124.65	7.39	3.74	3.29
601107.SH	四川成渝	2.26	125.63	9.01	4.54	3.99
600362.SH	江西铜业	2.35	134.85	34.00	16.46	14.48
600806.SH	昆明机床	2.39	138.79	12.98	6.18	5.44
601588.SH	北辰实业	2.48	147.76	5.23	2.40	2.11
600029.SH	南方航空	2.49	149.06	7.01	3.20	2.81
600027.SH	华电国际	2.56	155.94	4.93	2.19	1.93
601005.SH	重庆钢铁	2.58	157.83	5.42	2.39	2.10
601991.SH	大唐发电	2.59	159.41	8.10	3.55	3.12
000921.SZ	ST科龙	2.76	176.21	8.26	3.40	2.99
601727.SH	上海电气	2.96	196.47	9.57	3.67	3.23
000756.SZ	新华制药	2.99	199.34	8.82	3.35	2.95
000585.SZ	*ST东电	3.07	207.04	4.51	1.67	1.47
600874.SH	创业环保	3.09	208.93	7.88	2.90	2.55
600860.SH	*ST北人	3.18	217.97	8.53	3.05	2.68
600688.SH	S上石化	3.67	267.43	9.76	3.02	2.66
000666.SZ	经纬纺机	4.25	324.51	9.82	2.63	2.31
600775.SH	南京熊猫	4.81	381.43	8.85	2.09	1.84
600871.SH	S仪化	5.03	402.52	8.84	2.00	1.76
600876.SH	ST洛玻	5.55	454.70	9.27	1.90	1.67

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 28 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，经济增长可以对我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 21 和图 22 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 29 主要成熟市场国家实际 GDP 增长率

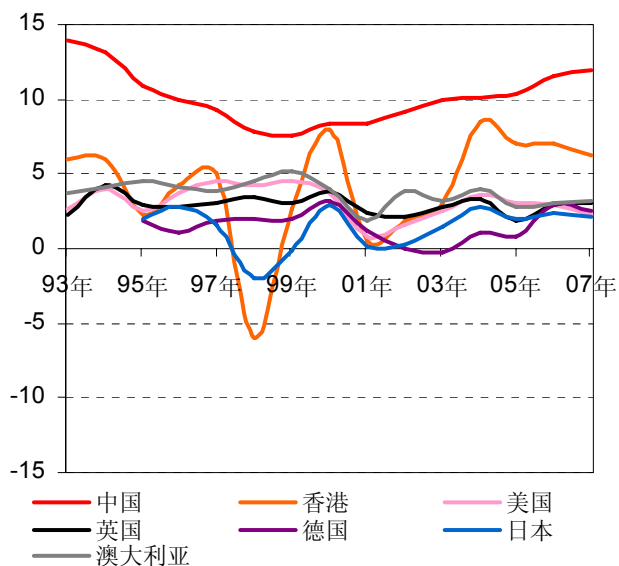
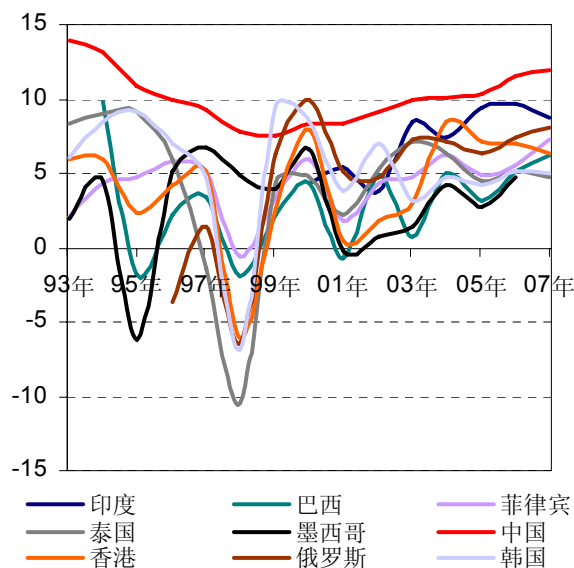


图 30 主要新兴市场国家实际 GDP 增长率



数据来源：Bloomberg，中投证券研究所

另一方面，将图 23 中成熟市场的通货膨胀水平和图 24 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 31 主要成熟市场国家 CPI 增长率

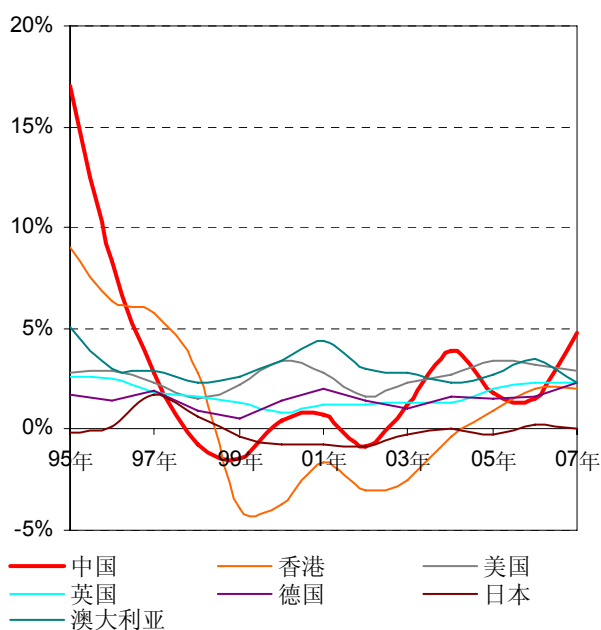
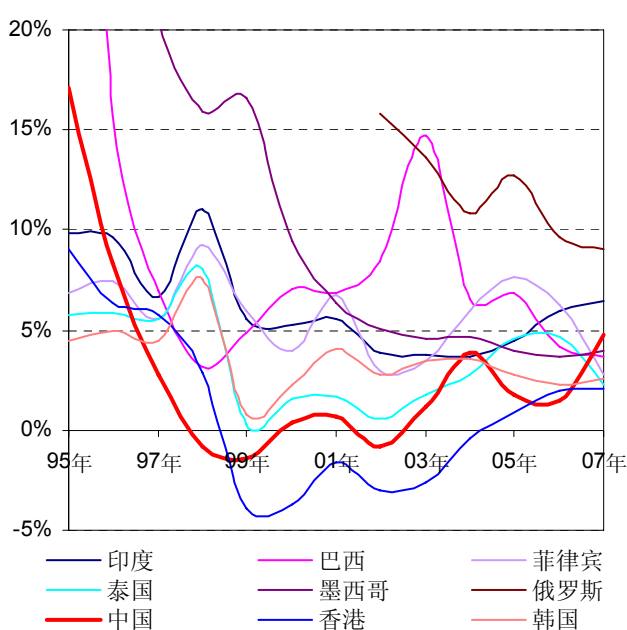


图 32 主要新兴市场国家 CPI 增长率



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⁷，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⁸，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）

⁷ 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。

⁸ 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⁹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¹⁰，35-54 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%。

⁹ 全球股票市场波动率与债券波动率之比为 1.5 倍。

¹⁰ 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.

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。主要负责估值研究、微观流动性研究、创新产品（金融衍生产品）的量化研究。

朱晔，经济学硕士，中投证券研究所金融工程部研究员。对市场估值、衍生产品进行跟踪研究。

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 8 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