

程定华

(8621)-50818887-210

chengdh@ebscn.com

张治

(8621)-50818887-266

zhangzhi@ebscn.com

相关研究

《不尽长江滚滚来》
2006/11/30

《更上层楼》2006/11/2

《布局——2006 年四季
度投资策略》2006/10/12

《走进新时代——2006
中期投资策略》
2006/6/5

直上重霄九

——2007 年年度投资策略

主要观点

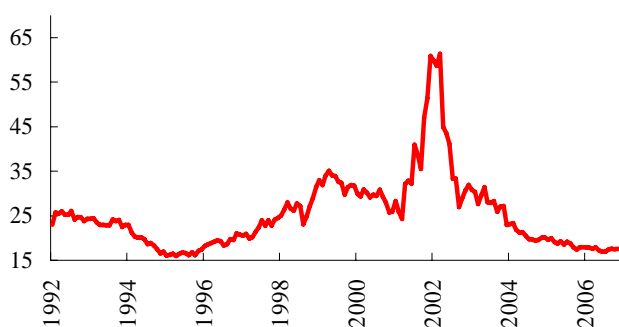
- 在一个短期或中期的时间段内，估值水平的变化对股票市场的运行方向起着决定性的作用。爆发性牛市就是一个估值水平从低位向高位摆动的过程（熊市正好相反），期间企业盈利水平的变化只会影响市场运行的幅度，但不会影响市场运行的方向。
- 推动股票市场估值水平上升的路径主要有两条：一是金融体系的过剩流动性，二是实体经济的剩余储蓄。前者主要表现为收益率曲线短端的下移，后者主要表现为收益率曲线长端的下移。当前 A 股市场估值水平上升的动力主要来源于实体经济的剩余储蓄。
- 贸易顺差和债券市场收益率曲线的变化是我们观察国内资产重估过程的主要指标。假定 2007 年贸易顺差占 GDP 比重与 2006 年持平，债券收益率曲线长端不出现趋势性上移，上市公司 2007 年盈利水平增长 25%，我们预期上证综指 2007 年目标位置 3500 点，对应 PE 水平 30 倍左右。
- 人民币升值并不是国内资产重估的主要推动力量，但由于顺差的作用，重估往往伴随本币的升值。根据利率平价理论，升值预期将进一步压低国内利率水平，加速推进重估。因此国内资产在定价时会加上本币升值预期所带来的溢价
- 在资产配置方向上，我们认为，一条长期主线是消费品，两条中期主线是金融和地产，三个短期主题是有色金属、能源和装备。

股市重估的实质

■ 估值水平剧烈上升

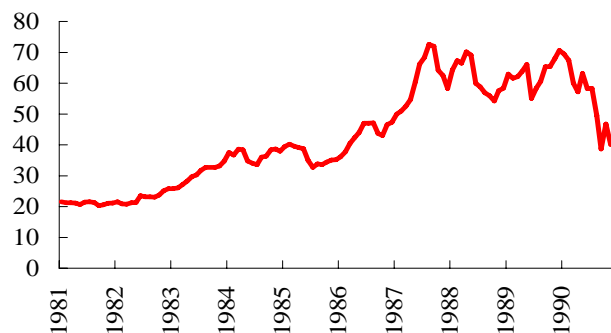
估值与盈利是影响股票市场两个最重要的因素，两者相对变化的共同作用决定了股票市场的最终走势。所谓资产重估，对应到股票市场而言就是估值水平的剧烈上升，在这一进程中，估值中枢的变化已经超越盈利，成为市场走势的主导性决定因素。考察国际经验(图 1-4)，无论美国、日本、巴西、印度，或是其他经济体，在历次股票市场重估的过程中，估值水平均出现了剧烈的上升。

图 1、美国 S&P500 PE 变化



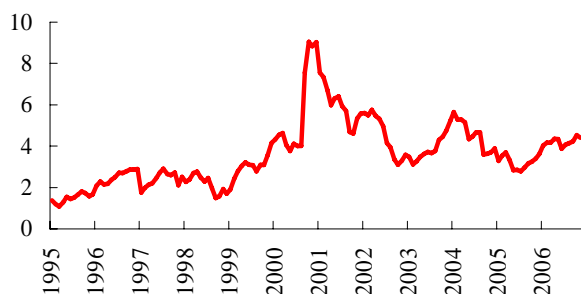
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 2、东京证交所指数 PE



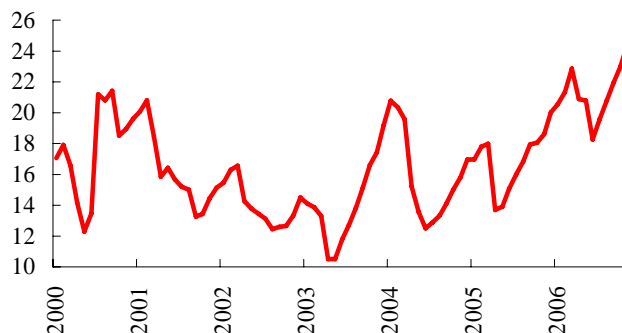
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 3、巴西股市 P/EBITDA



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

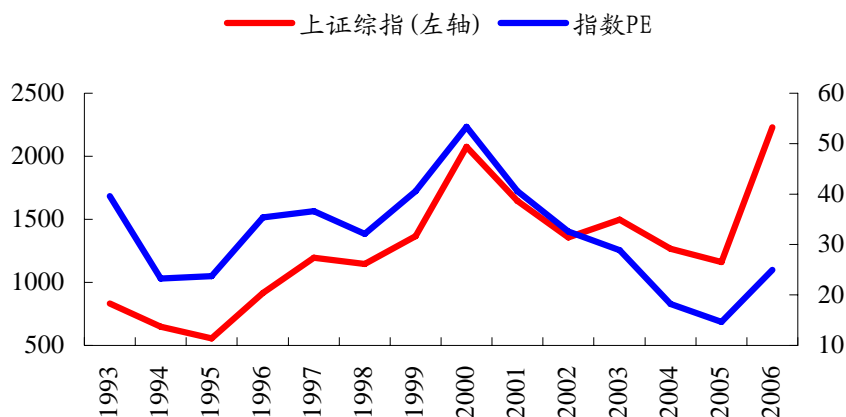
图 4、印度股市 PE



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

类似的情况同样发生在我国 A 股市场，图 5 显示，A 股市场历史上每一次大幅度的上升或下降均来自估值的推动，相比较而言，盈利处于次要地位。

图 5、上证综指与 PE



资料来源：Wind，光大证券研究所

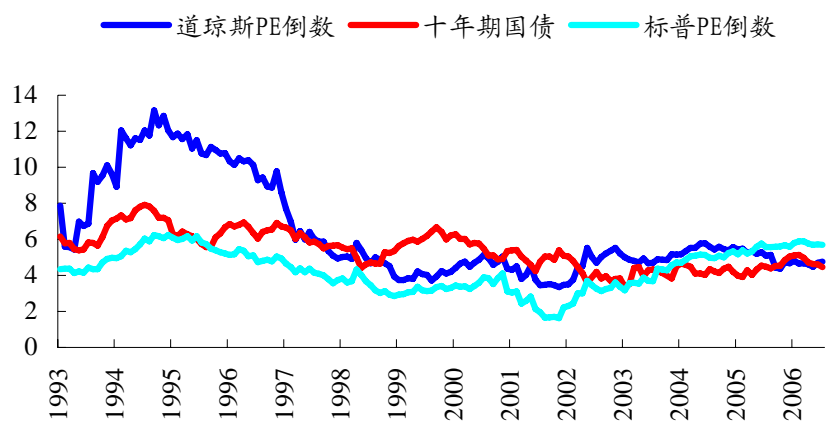
■ 市场必要回报率引领估值中枢的波动

进一步分析我们在 2006 年中期策略中提出的股市估值模型(公式一)，在三大影响因素中，RR 和 G 取决于股利分配政策和企业的长期盈利能力，通常上市公司的股利分配政策会保持不变以维持政策的连贯性和一致性，而从长期看，除非由于技术进步等较大的变革出现，一国的总产出与企业利润的长期增长率也应该保持在一个相对均衡的水平。相比较而言，市场必要回报率 R 更多地是一个外生性因素，受到国内外政治、经济等因素的共同影响，短期变化的概率更大，因此在大多数情况下，股市估值中枢的波动主要来自市场必要回报率的变化，而当无风险利率和风险溢价出现比较大的波动时，就会引发股市估值中枢的剧烈变化，即股票市场的重估。

$$PE \uparrow = (1-RR) / (R \downarrow - G) \dots\dots\dots \text{公式一}$$

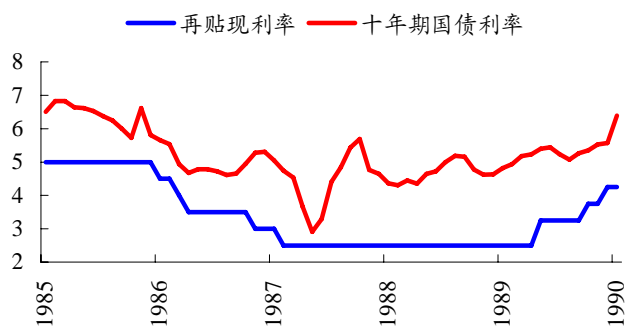
考察美国的历史经验，我们可以找到上述结论的有力证据：图 6 显示，美国道琼斯和标准普尔指数的 PE 倒数与十年期国债的走势是一致的。1995-2001 年间长期国债收益率的持续下降，引发了股市估值中枢的迅速抬升。同样，尽管日本和巴西重估的初始原因不尽相同，但都转化为市场利率水平的快速下移(图 7、图 8)，降低股票市场必要回报率，从而促发了估值水平的大幅提升。

图 6、美国十年期国债与股市 PE 倒数(%)



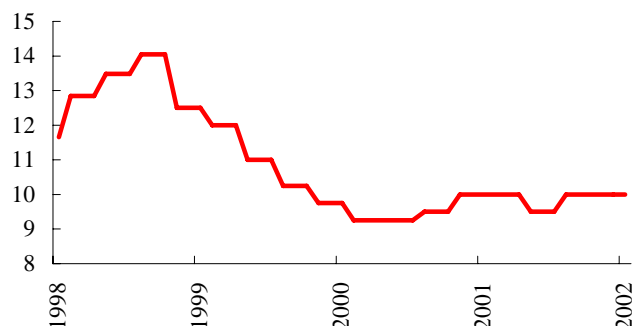
资料来源：CEIC，Bloomberg，光大证券研究所

图 7、日本长短期利率走势(%)



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 8、巴西长期利率走势(%)



资料来源：巴西央行，光大证券研究所

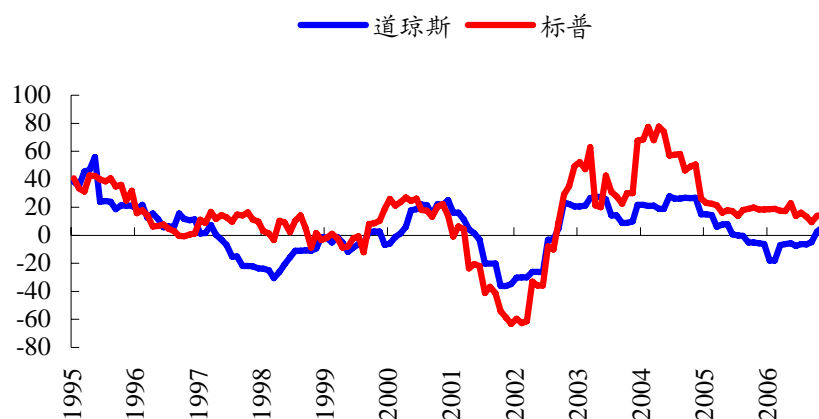
■ 盈利水平决定估值水平的相对变化

将公式一做简单推导得到公式二，显示长期利润增长率 G 与 PE 倒数负相关，并且决定了 PE 倒数与市场必要回报率的相对偏离程度。

$$1/PE = (E/D) * (R-G) \quad \dots\dots\dots \text{公式二}$$

图 6 显示，标准普尔的 PE 倒数长期低于道琼斯 PE 倒数，并处于长期国债收益率水平以下，我们认为一个很重要的原因来自两个指数成分公司的长期业绩增长率不同，如图 9 所示，在过去十年的大部分时间里，标普指数的利润增长情况明显好于道琼斯指数。

图 9、道琼斯与标普指数净利润同比增速(%)



资料来源: CEIC, 光大证券研究所

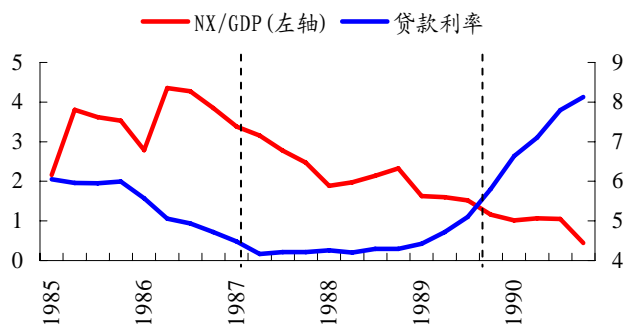
重估路径的经验考察

回顾国际经验, 资产重估的原因并不完全一致, 比如顺差的迅速扩大(日本、台湾), 比如资本的迅速流入(巴西、墨西哥), 鉴于中国资产重估的根源来自顺差, 我们以日本、台外为例, 对重估路径进行考察:

■ 储蓄过剩与货币创造是资产重估的两大基本力量

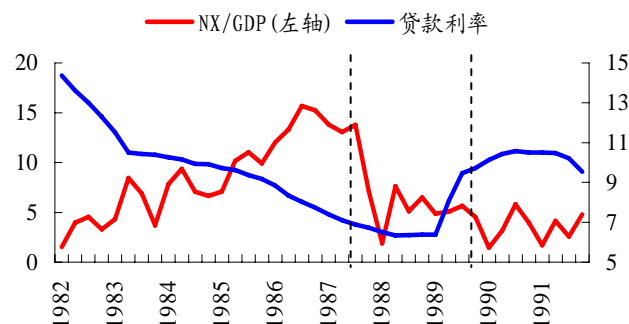
如图 10、11 所示, 基于贸易顺差(或资本流入)的储蓄过剩是资产重估的初始力量, 并将压低市场利率水平, 在利率水平下降、储蓄过剩的情况下, 金融体系面临较大的资产运用压力, 除了通过资产配置继续压低利率外, 主动性的货币投放很可能是一个必然的选择, 一方面进一步压低利率水平, 推动重估纵深发展, 另一方面对实体经济的刺激可能改变重估的主线。

图 10、日本贸易顺差与利率水平(%)



资料来源: CEIC, 光大证券研究所

图 11、台湾贸易顺差与利率水平(%)

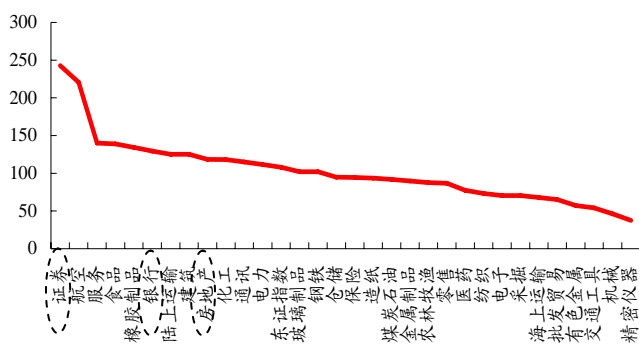


资料来源: CEIC, 光大证券研究所

■ 金融、地产是重估的主线，但可能随实体经济变化转移

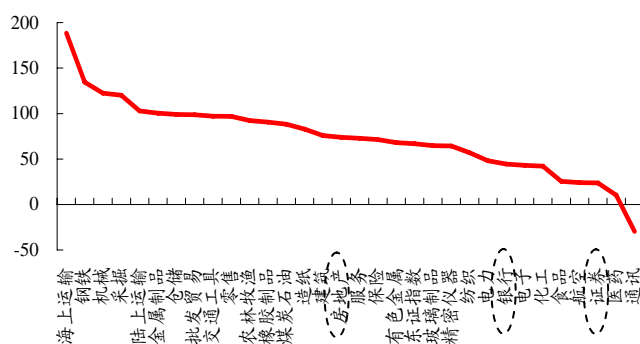
日本、台湾经验显示，金融、地产是股市重估初期当然的主线，分析主要原因是：金融、地产的经营业绩与土地、房产、股市等资产密切相关，资产价格的上涨将提高金融、地产公司资产质量以及盈利能力，此类公司本身就是一种准资产。但是，当重估进入中后期，金融体系的货币创造取代顺差成为重估的主要推动力量时，其对实体经济的刺激可能使重估的主线发生转移。对比图 12、图 13，金融、地产行业指数的表现有天壤之别，1987 年后，交通运输、钢铁、机械等与实体经济周期密切相关行业取代金融、地产成为重估的主线，一个很重要的原因是当时日本实体经济的好转，成为吸收过剩储蓄的主要渠道(同期土地市场的重估也吸纳了大量的过剩储蓄)。一个相反的例子是台湾，同样在 1987 年以后顺差下降，货币创造增加，但由于实体经济表现欠佳，金融业仍然是重估的主线(图 14、图 15)。

图 12、1985/9-1987/9 日本行业指数表现(%)



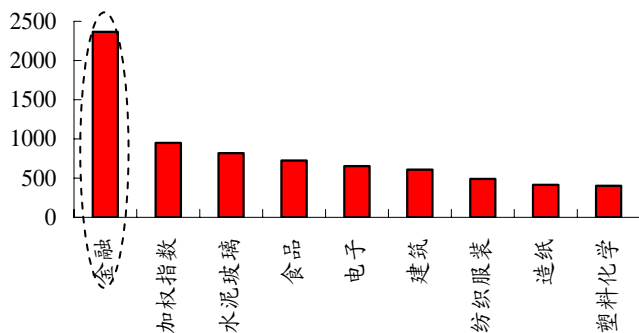
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 13、1987/12-1989/12 日本行业指数表现(%)



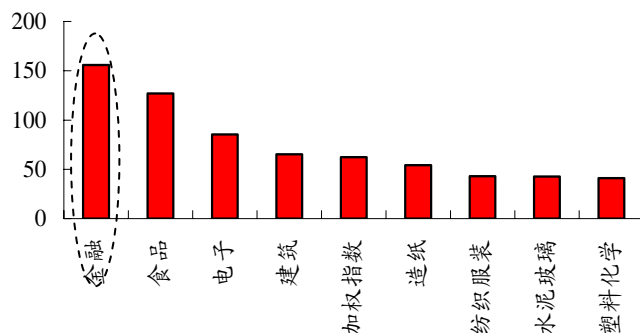
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 14、1987-1989 台湾主要指数涨幅(%)



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 15、1989/12 台湾主要指数 PE



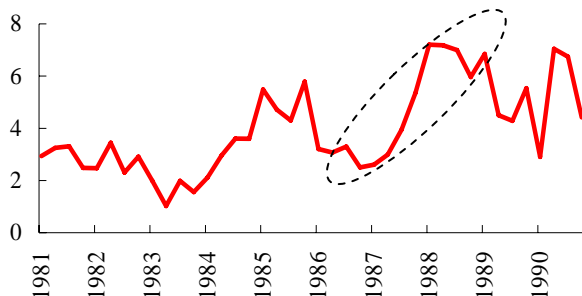
资料来源：CEIC，光大证券研究所

■ 实体经济的表现与重估深度密切相关

接上述，实体经济的变化不仅改变了重估的主线，也影响了重估的深度。由于实体经济表现相反(图 16、图 17)，1987-1989 年日本与台湾股市的重估深度

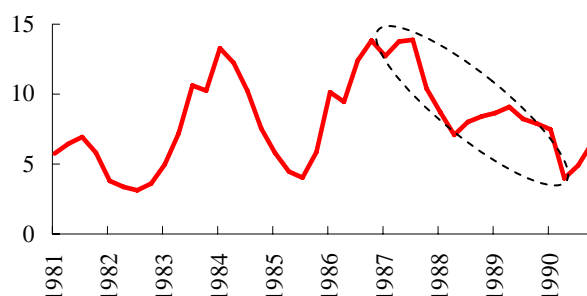
存在巨大的反差(图 18、图 19)。

图 16、日本 GDP 增速(%)



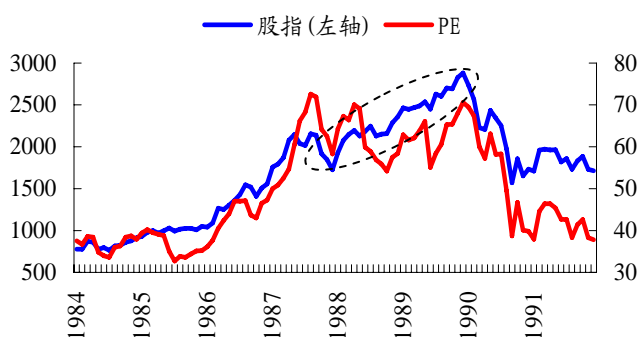
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 17、台湾 GDP 增速(%)



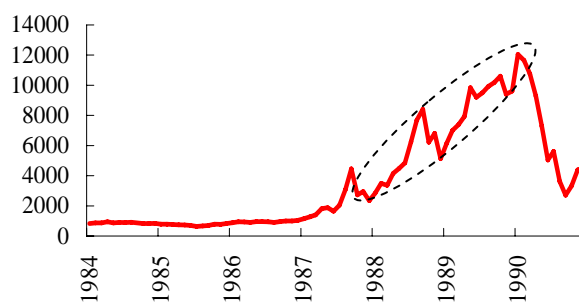
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 18、东京证交所股指走势



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 19、台湾加权指数走势



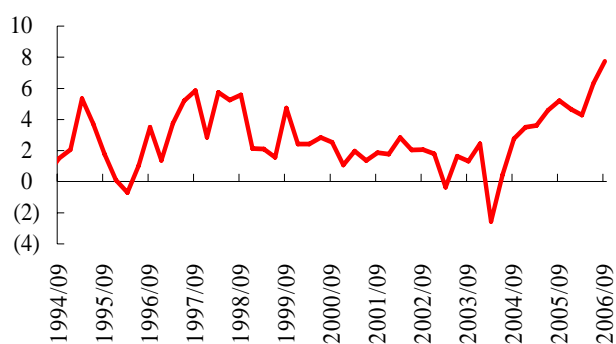
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

A股重估的进程

由于顺差导致储蓄过剩(图 20), 以及实体经济信贷的控制(图 21), 中国长期国债收益率自 4Q2004 逐步走低, 并引领 A 股估值水平的上升(图 22)。尽管已经历的重估使 PE 倒数与必要回报率的差大幅缩小, 但我们仍然预期重估远没有结束: 一方面贸易顺差与货币信贷增速的差仍将继续使市场收益率曲线平坦化和下移, 尽管幅度有所减弱(我们宏观部门认为 2007 年债市将是「小牛」), 但并不影响资产重估的方向; 另一方面我们认为企业盈利的上升、税制改革以及上市公司构成结构的改变, 将提高 A 股市场长期利润增长率, 系统性地缩小 A 股 PE 倒数与市场必要回报率的相对偏离程度。

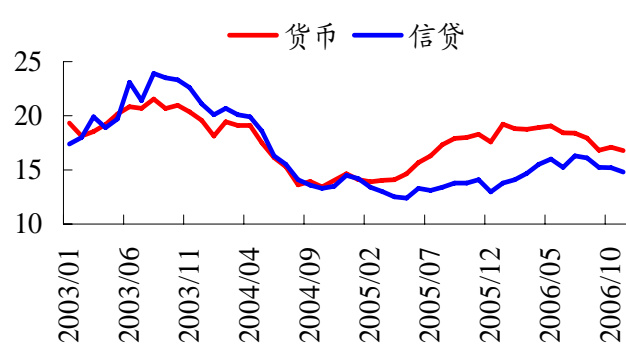
追踪 A 股重估的进程, 我们可以用贸易顺差、收益率曲线、长短期利差等多种指标进行综合判断和验证, 各种迹象表明, A 股的重估仍处于初期, 判断其何时结束仍为时尚早。

图 20、中国贸易顺差占 GDP 比重(%)



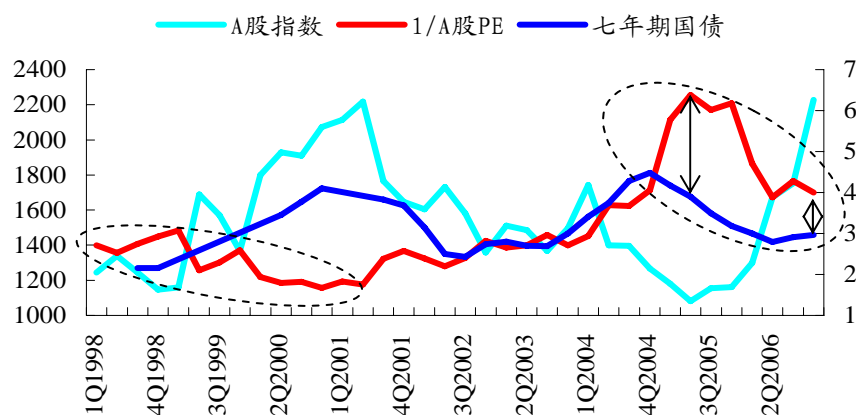
资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 21、货币与信贷增速(%)



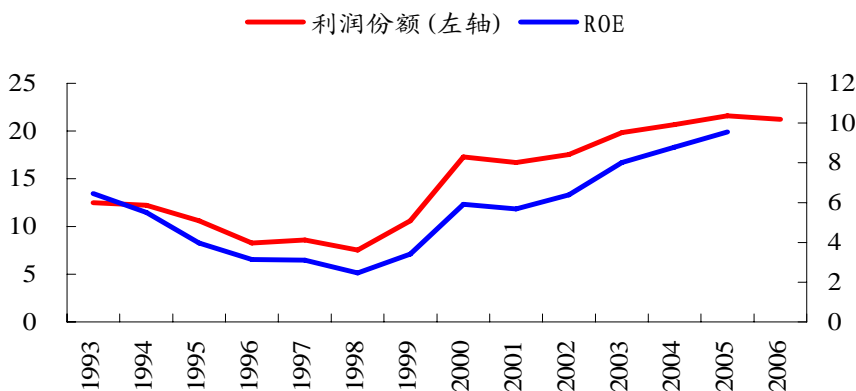
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22、上证综指与中国国债收益率(%)



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 23、中国工业企业利润份额与 ROE(%)



资料来源：CEIC，光大证券研究所

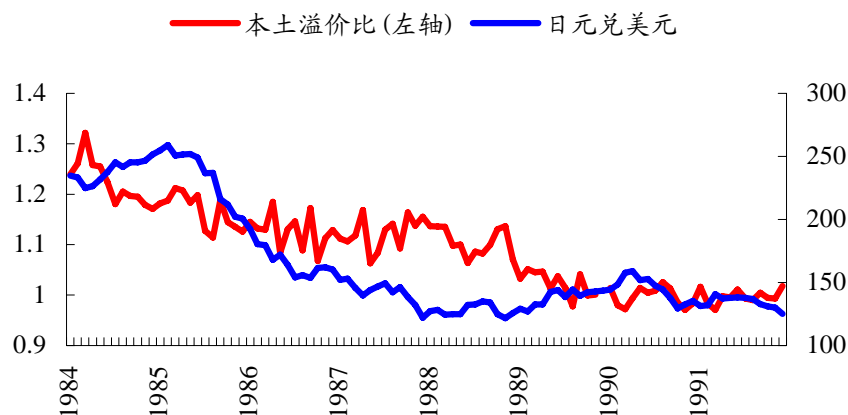
A股本土溢价

我们认为，在重估的进程中，A股上市公司将享受「本土溢价」，并主要体现在以下两方面：

- 由于重估的动力来自国内储蓄过剩背景利率水平的下移，是中国经济内生性因素，国内外资本的流动也是内部压力的体现，因此具有独立性和领先性，周边市场的波动并不会影响市场重估的方向，更多地是，A股的重估还会反过来对周边市场(比如H股)造成深远的影响。
- 由于顺差的作用，重估往往伴随本币的升值，根据利率平价理论，升值预期将进一步压低国内利率水平，加速推进重估。因此国内资产在定价时会加上本币升值预期所带来的溢价。

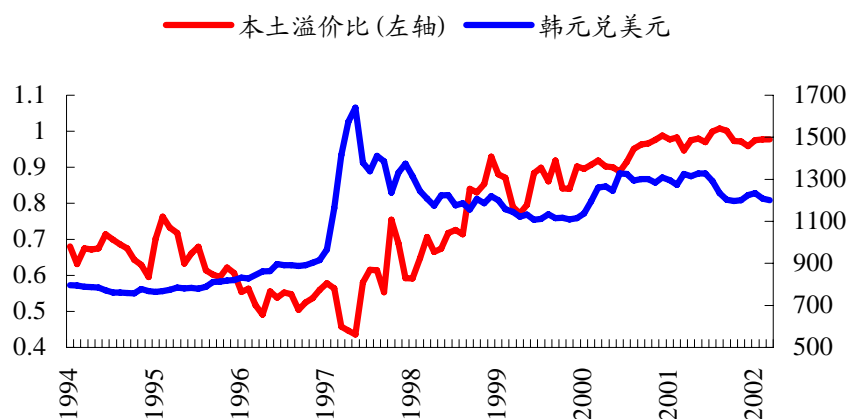
除理论解释外，上述观点我们仍然可以从国际经验中找到印证。图 24 显示，1985-1989 年间，丰田汽车本土溢价比(本国市场股价/同一上市公司外国市场股价)一直保持在 1.2 左右，即使 1988 年本币升值基本完成后，这种溢价依然存在，直至 1989 年资产重估的结束，显示重估和升值对溢价的共同支撑作用；图 25 是韩国的例子，由于本币的贬值，1997 年浦项制铁相对其 ADR 出现了超过 50% 的折价，直至 2000 年本币汇率逐步稳定后，本土溢价比才相应恢复至 1 左右的水平，这个例子说明，单纯的币值的变化也会引起本土溢价/折价。

图 24、丰田汽车本土溢价与日元升值



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 25、浦项制铁本土折价与韩元贬值



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

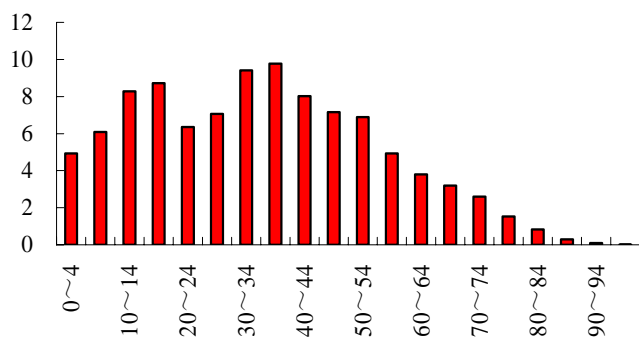
投资思路与行业配置策略

鉴于 A 股市场正在进行的重估, 我们认为 2007 年的投资思路应立足于此, 我们认为可以从财富与消费、市场定价选择、资产与业绩挂钩和周期类公司估值变化四个角度分析重估的后果与影响, 在市场整体估值水平激烈上涨的同时, 把握市场主线, 并以此为基础进行资产配置。

■ 财富与消费

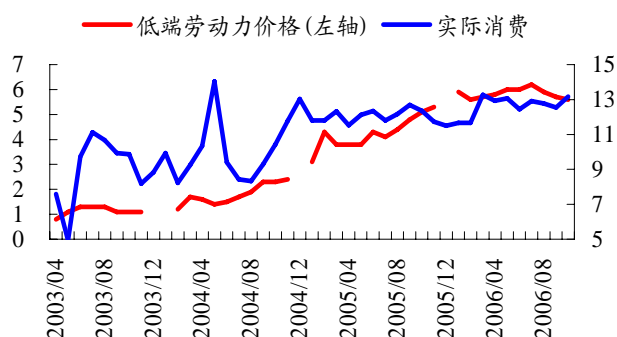
2006 年以来我们始终认为中国消费的持续增长将是长期主题, 并主要取决于两大内生性因素: 一是人口结构决定了至少未来十年中国抚养率将处于历史低端, 而主要消费人群(35-45)的占比最高(图 26); 二是地端劳动力价格持续上涨有力地支持了边际消费趋向最高人群的消费能力(图 27)。

图 26、中国人口年龄结构(2004)



资料来源: 统计局, 光大证券研究所

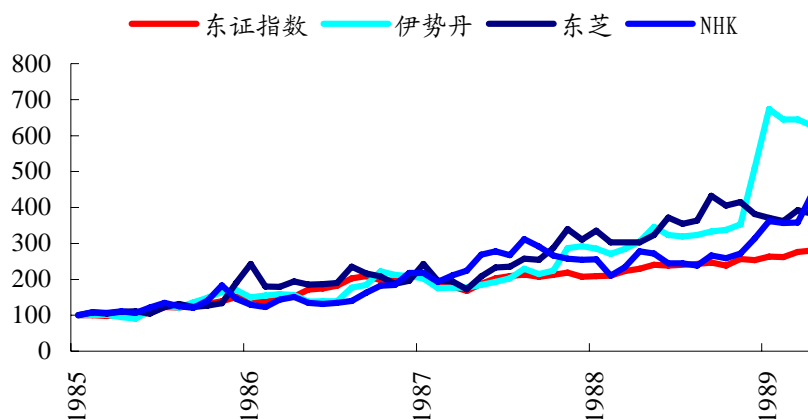
图 27、中国低端劳动力价格与实际消费增速(%)



资料来源: CEIC, 光大证券研究所

不仅如此，由于资产重估带来资产价格的剧烈上涨，中国居民的财富将成倍增长。考虑收入、财富拥有量与年龄结构的匹配，再叠加城市化等因素，我们坚信中国的消费正面临爆发式增长的前夕。考察日本的重估史，消费类企业无疑称得上是「长跑健将」(图 28)。

图 28、日本消费类公司股价与指数涨幅比较(1985=100)



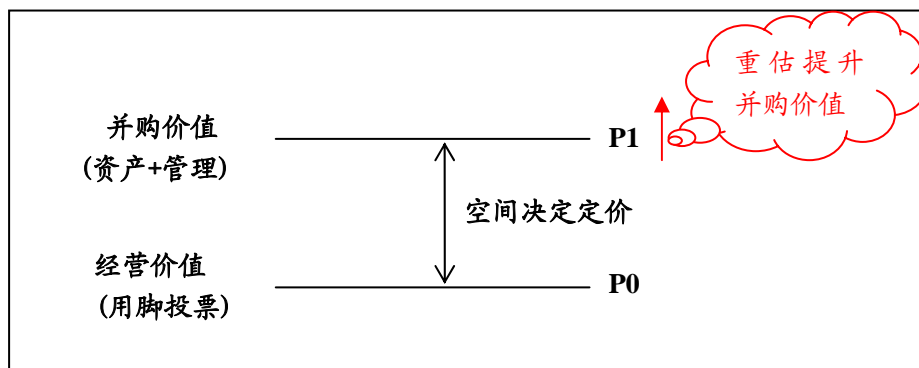
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

■ 市场定价选择

依据托宾 Q 理论，我们认为企业经营价值与并购价值的差异空间决定了市场对其定价的选择(图 29)。由于企业重置和并购费用的存在，只有当企业并购价值高于经营价值的空间足够大时(至少能够覆盖相关的费用)，市场才会按并购价值对其定价，否则就会采取用脚投票的方式，只承认其经营价值(即传统的证券估值)。

在资产重估的背景下，由于资产价格的上涨，无疑会提升企业的资产价值，加大并购的吸引力。同时，由于国内市场的对外开放，资本通过并购进入市场的动力也更加强烈，考虑到成熟管理体系对企业并购价值的提升，我们认为 A 股上市价值正在被市场重新认识。目前部分市场观点认为，经营性资产与经营不可分，不可以单独用资产价值定价，但随着并购价值的提升，随着更多成熟的管理得以允许进入市场，这种观点正在遭受极大的挑战，并将引发 A 股上市公司市场价值质的飞跃。

图 29、重估改变市场定价



资料来源：光大证券研究所

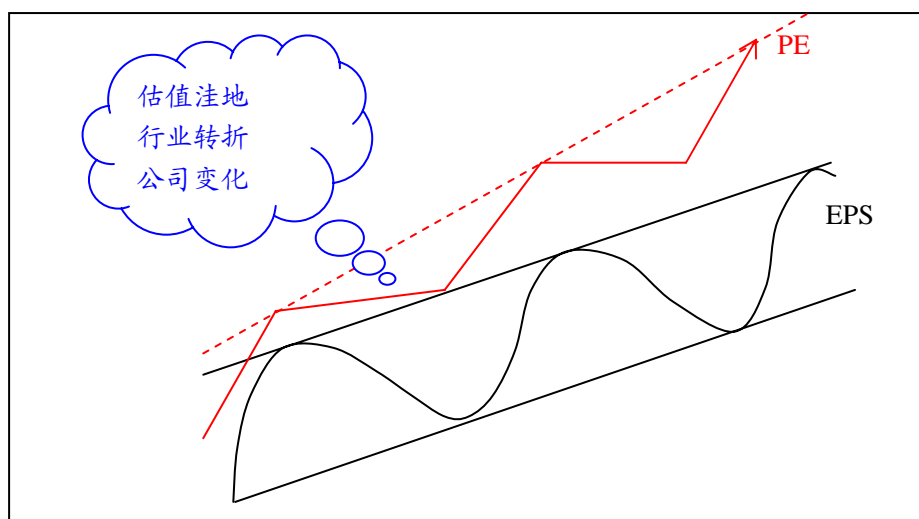
■ 资产与业绩挂钩

如果企业经营与资产价值密切相连，资产价格的上涨必然带来业绩本质的改善，我们认为金融企业、拥有物业的百货、收租类地产公司属于明显受益的行业。

■ 周期行业的估值

在资产重估的过程中，周期性行业估值的提升将是非连续性的，并且滞后于市场整体水平的变化，除了重估的大背景外，影响其估值激烈变化的因素将主要来自：①估值洼地；②行业景气变化；③公司经营变化。(图 30)

图 30、周期行业估值的提升路径



资料来源：光大证券研究所

■ 投资主线

一条长期主线——消费

相比较单纯的消费而言，我们更看好消费、服务、资产的结合体，百货、旅游、传媒以及交通运输是典型代表，我们认为该类行业进可攻、退可守，长期胜算较大。

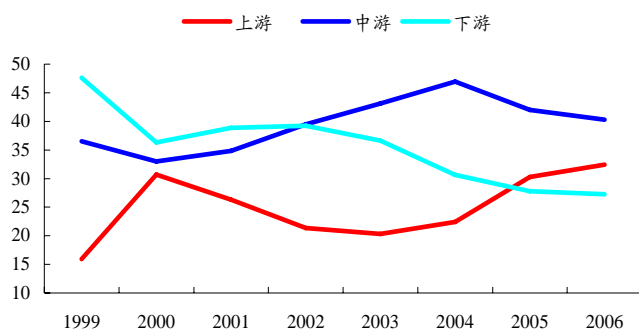
两条中期主线——金融、地产

前面分析指出，金融、地产是重估的当然主线，尤其在重估初期，该类资产表现将远胜于市场，但中期较为不确定的因素是货币创造过程对实体经济的刺激程度。由于我们宏观对 2007 年银行主动性货币创造持有信心，并认为 2007 年一季度后宏观经济可能受到阶段性的负面冲击，我们认为这将加深金融、地产行业的重估程度(具体原因前面已经分析过)，但如果 2007 年下半年全球经济结束调整，国内投资反弹，上述资产的重估存在终结的风险，至少是大幅度削弱。

三个短期主题——有色金属、能源、装备

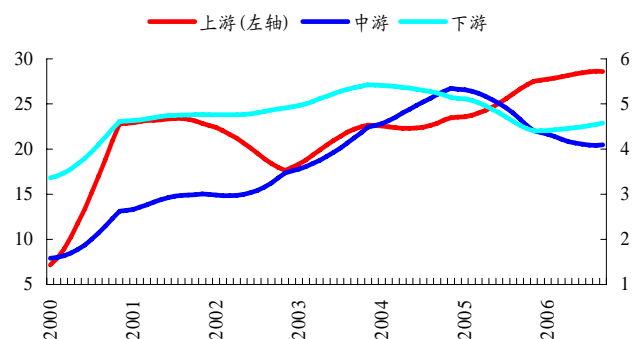
短期内，考虑板块轮动、估值洼地、行业基本面等因素，我们认为有色金属、石油、电力、装备仍然存在较大的重估空间。如果从更长期的角度考虑，随着工业化的进程，中国工业企业利润正在向上中游行业集中(图 31、32)，如果 2007 年下半年经济如期重新进入上升轨道，上述行业配置将变为中期、甚至长期的策略，并可能扩散到机械、钢铁等行业。

图 31、中国工业企业税前利润占比分布(%)



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图 32、中国工业企业税前利润率分布(%)



资料来源：CEIC，光大证券研究所

■ 行业配置建议

综上，我们给出行业配置建议如表 1 所示。

表 1、行业配置建议

MSCI 指数基准比例		高配	标准配置	低配
采掘	2.16%		2.16%	
餐饮旅游	0.14%	0.28%		
电力	5.21%		5.21%	
电气设备	1.45%			0.79%
电子元器件	2.39%			0.48%
房地产	7.17%	10.75%		
纺织服装	1.22%			0.61%
公用事业	1.52%	2.28%		
黑色金属	8.73%			4%
化工	6.60%			5.28%
机械设备	4.24%		4.24%	
家用电器	2.15%		2.15%	
建筑建材	3.01%		3.01%	
交通运输	6.92%	9%		
交运设备	3.45%		3.45%	
金融服务	14.38%	16%		
农林牧渔	1.12%		1.12%	
轻工制造	0.93%			0.47%
商业贸易	3.59%	5.38%		
食品饮料	6.80%	8%		
信息服务	5.96%		5.96%	
信息设备	2.76%			1.76%
医药生物	2.91%			2.62%
有色金属	4.46%	5%		
综合	0.80%			0%

资料来源：光大证券研究所

光大证券股份有限公司免责声明

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，其版权由光大证券股份有限公司及其研究所所有。未经光大证券股份有限公司及其研究所书面同意，任何机构、个人不得更改、复制或传送本报告的全部或任何部分。

本报告以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

光大金融研究有限责任公司

地址：上海市浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座

邮编：200120

电话：021-50818887

传真：021-50816915

光大金融研究有限责任公司**2006** 年版权所有