

资本稀缺与繁荣深化

A股市场2008年投资策略报告

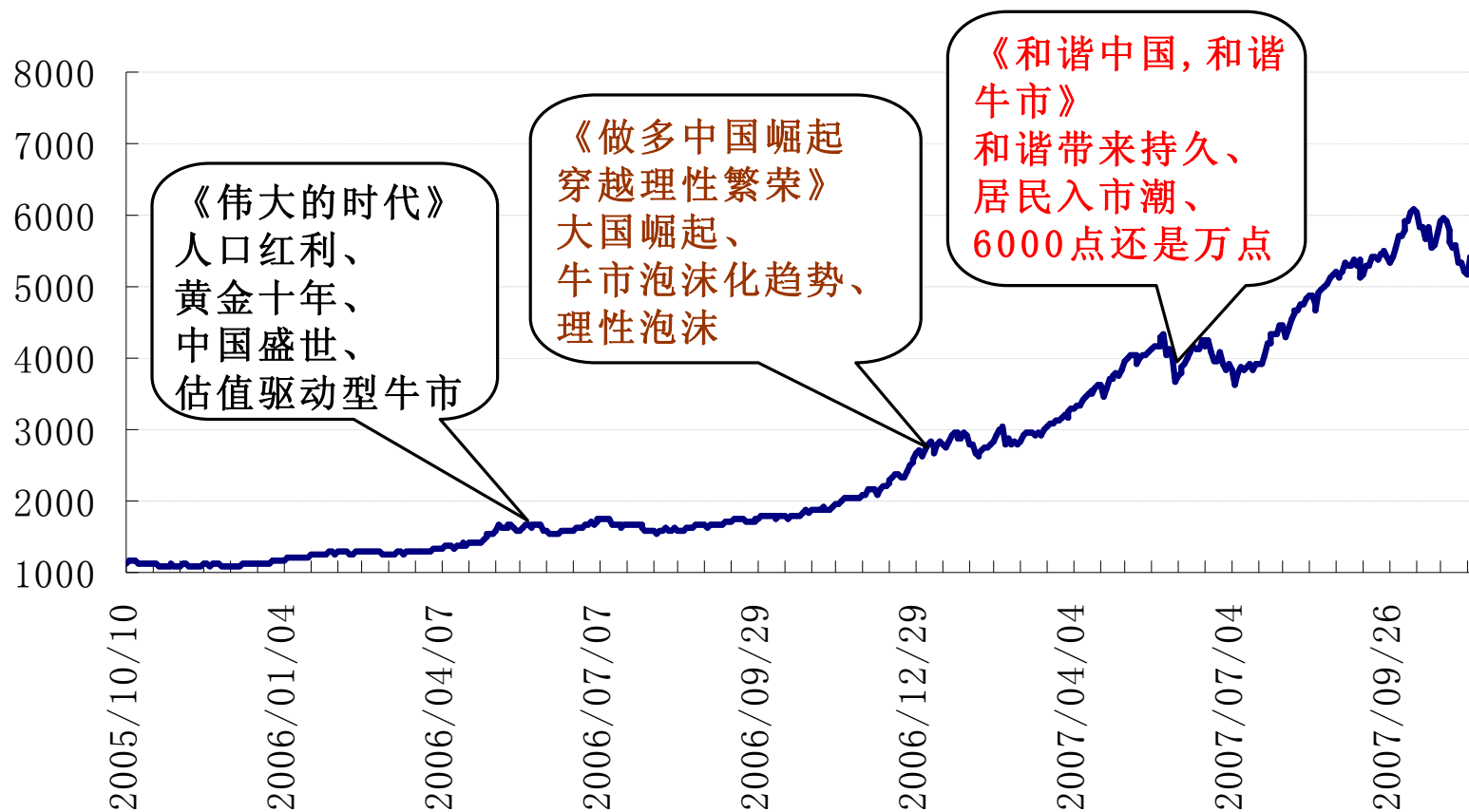
招商证券研究发展中心

赵建兴 鲁信文 陈文招 周勇 景志钟 王晶晶

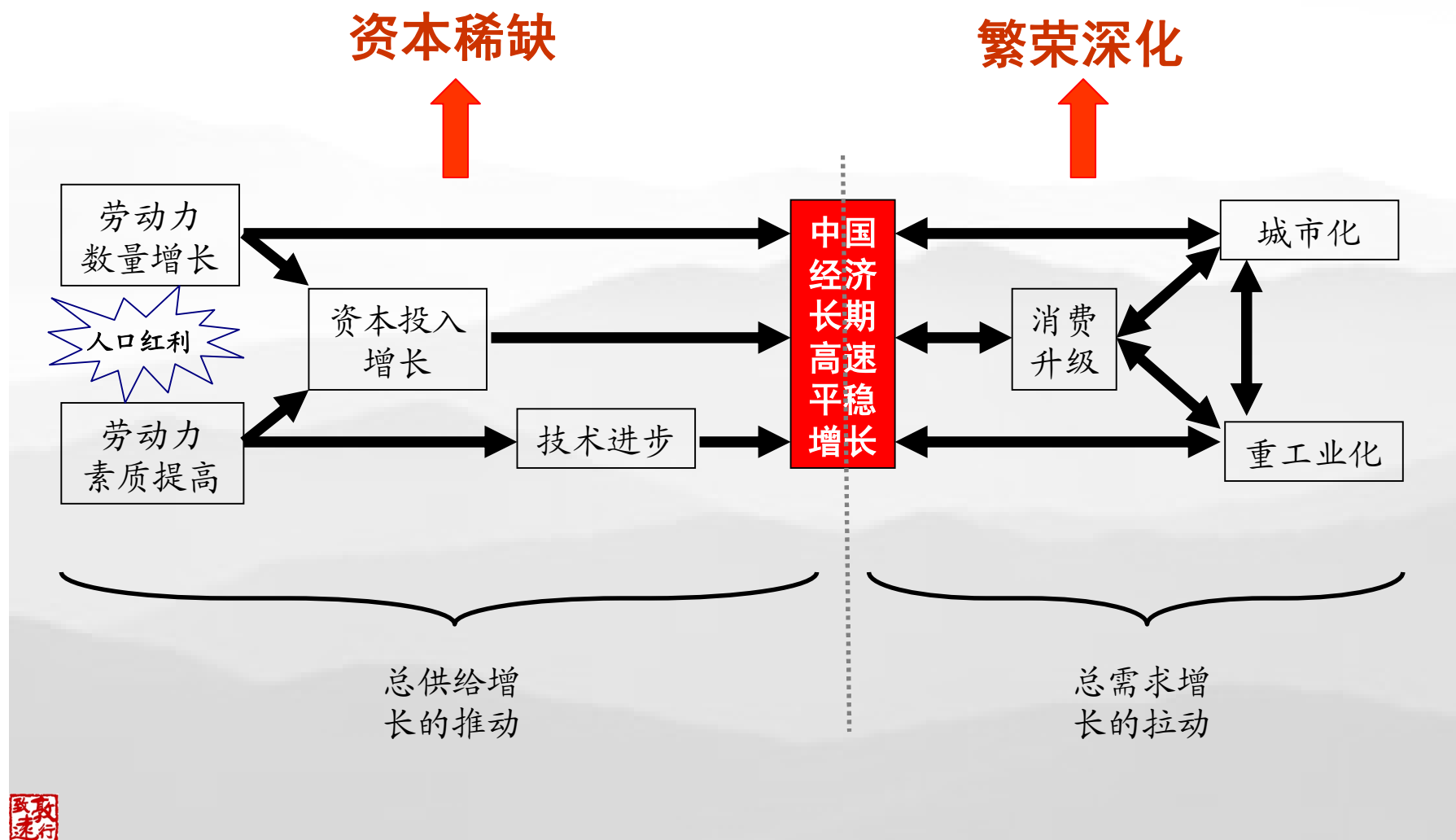
二零零七年十二月



历史观点回顾



中国经济长期繁荣的动力-老框架，新视角



本报告核心观点

👉 劳动生产率加速提升-资本稀缺-企业盈利持续提升

👉 劳动力价格重估-消费结构调整-产业结构调整-繁荣深化

👉 通货膨胀-毛利复苏

👉 2008: 世界的中国, 中国的世界

👉 理性繁荣-居民入市潮-扩容缓解-升值导火索-非理性繁荣

👉 2008年市场运行趋势

👉 理性繁荣: 4500-7500点

👉 非理性繁荣: 4500-10000点

👉 大型化时代-以大为纲、以增为目; 虚为实先、虚实结合

👉 指数化投资



主要内容

(一) 劳动生产率加速提升下的“资本稀缺”

(二) 劳动力价格加速重估下的“繁荣深化”

(三) A股市场：从理性繁荣走向全面沸腾

(四) 大型化时代的行业配置

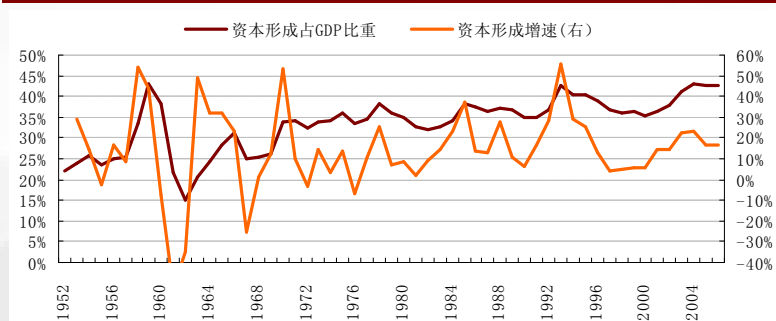


高投资率、高投资增长率与高投资回报率如何并存？

- 在人均资本存量大幅上升、而劳动力增长较慢的背景下，企业利润持续高增长，投资回报率持续上升

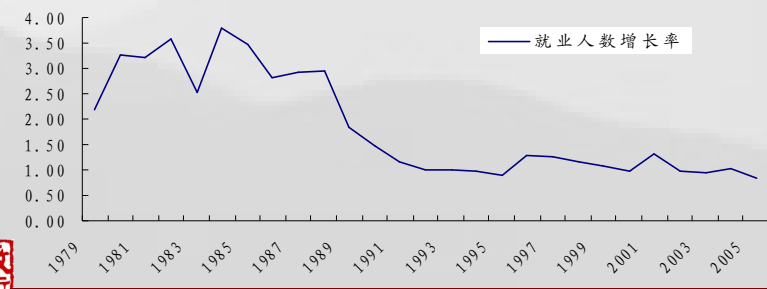
——关键在于劳动生产率！

中国的资本形成占 GDP 比例及其增速



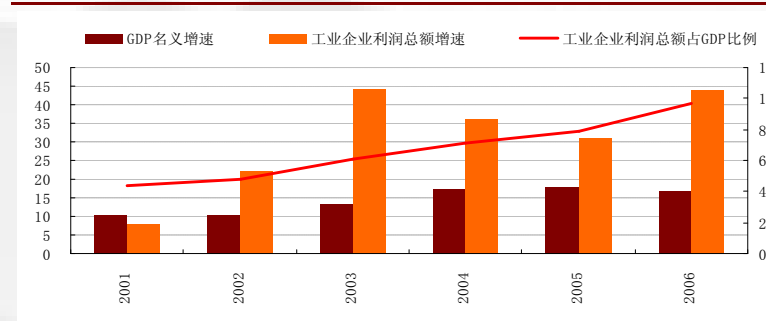
资料来源：CEIC；招商证券研发中心。

中国就业人数的年增长率 (%)



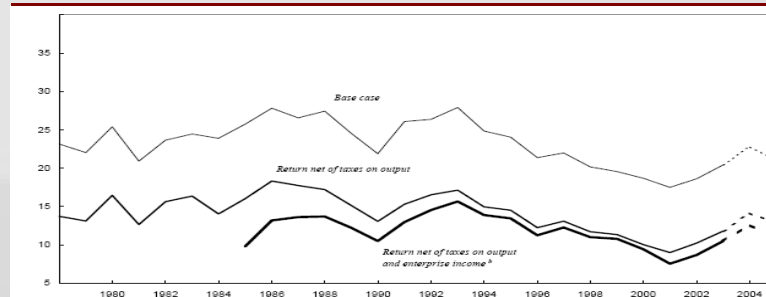
数据来源：国家统计局网站，招商证券研发中心。

中国的工业企业利润总额增速及占 GDP 比例



资料来源：CEIC；招商证券研发中心。

中国的投资回报率 (%)



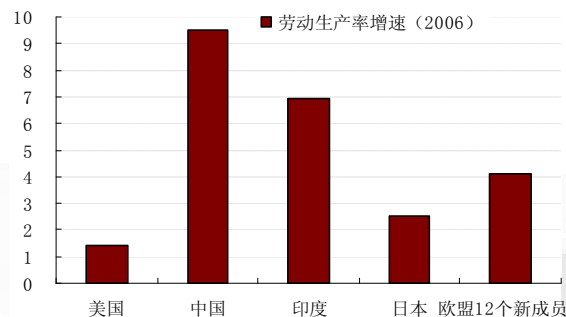
注：本图摘自白重恩、谢长泰和钱颖一发表在 NBER 上发表的论文《The return to Capital in China》。其中，最粗的一条线近似于 ROE 的概念。

资料来源：招商证券研发中心。DPIaaojie 接近于日本的快速成长时期以及美国的长期水平。

快速提升的中国劳动生产率

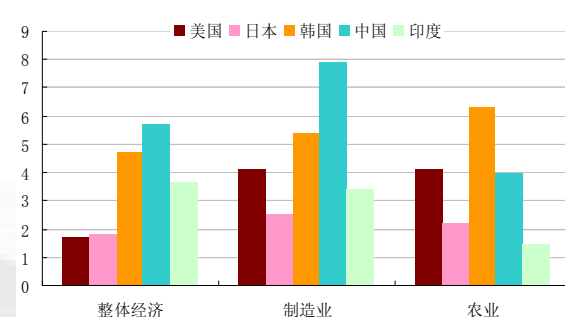
- 劳动生产率：劳动力素质提升与技术进步带来的单位劳动力产出增长
- 过去数十年间中国的劳动生产率增速全球第一，年提升幅度接近10%
 - 制造业年增长率（实际值）约15%，服务业年增长率约6%

中国劳动生产率增速排名全球第一（2006）



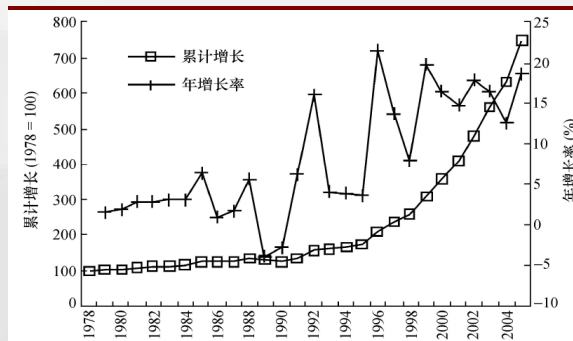
资料来源：大企业联合会 ConferenceBoard，招商证券研发中心。

各国历史劳动生产率增速（1980-2005）

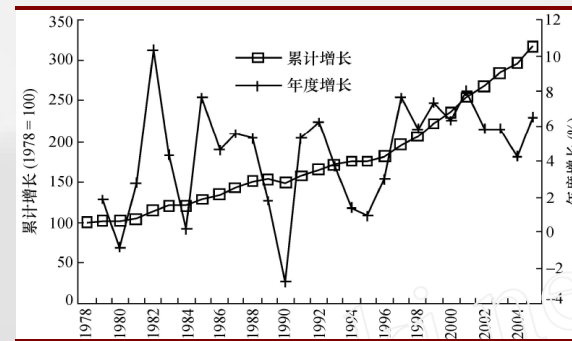


资料来源：国际劳工组织 KILM，招商证券研发中心。

中国制造业劳动生产率（1978-2005）



中国服务业劳动生产率（1978-2005）



资料来源：卢锋《我国两部门劳动生产率增长及国际比较》，经济学，2007.1，招商证券研发中心。



“资本”是劳动生产率快速提升最大的受益者

劳动生产率增速快于劳动者报酬增速

- 企业从中受益，并得以消化原材料成本上涨压力

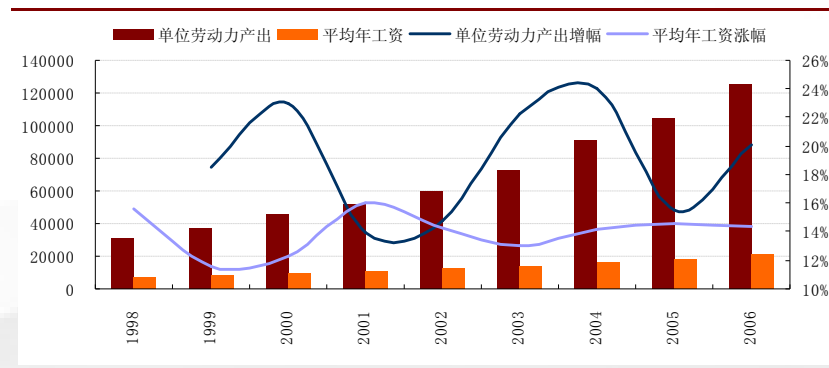
劳动生产率增速快于资本存量增速

- 企业投资回报率将持续上升

劳动生产率增速快于经济增速

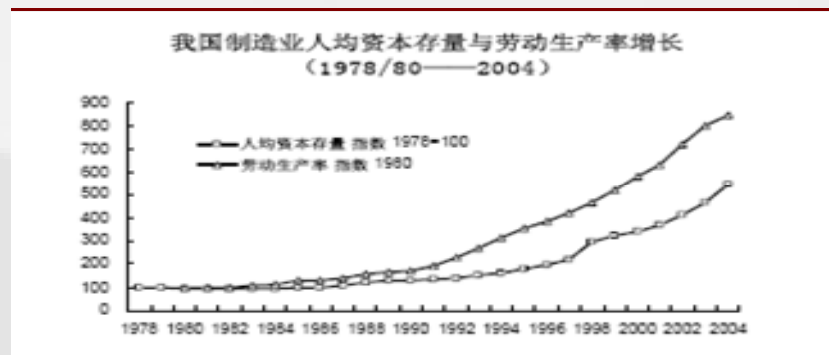
- 企业利润增速快于收入增速，占经济比重不断上升

中国的劳动生产率增速（名义值）快于劳动者报酬增速



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

中国制造业的劳动生产率提升速度高于人均资本存量增速

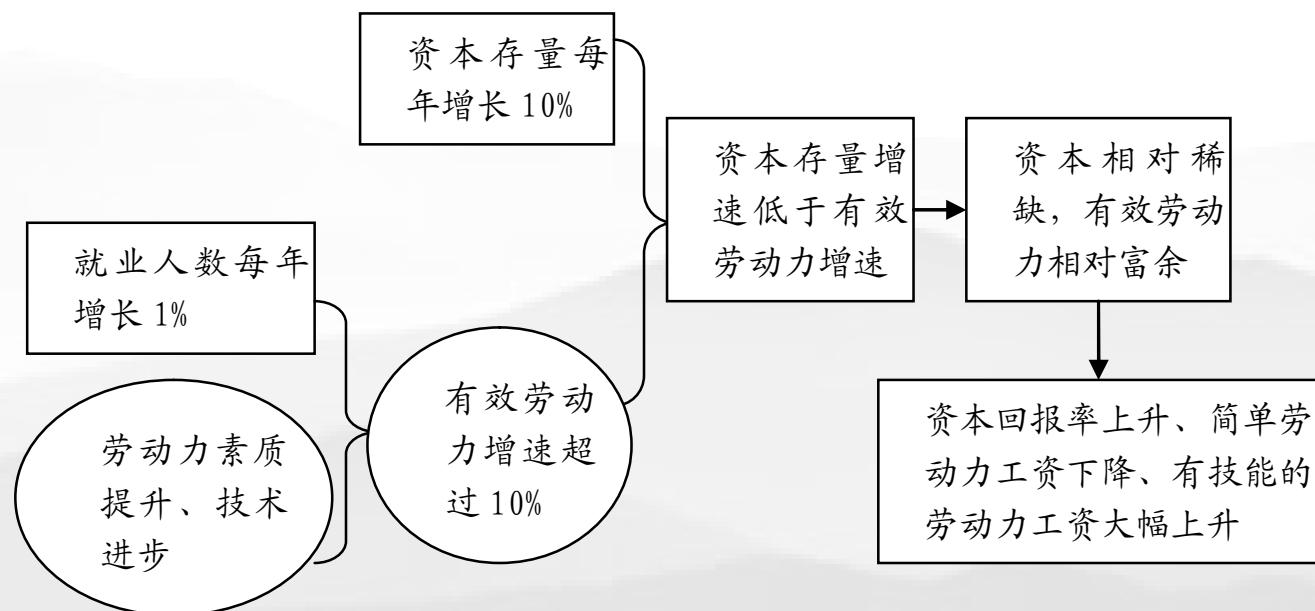


资料来源：卢锋《中国劳动率追赶论》，招商证券研发中心。



“资本稀缺”！

劳动力素质提升与技术进步使资本成为稀缺性要素



资料来源：招商证券研发中心。

劳动生产率快速提升使资本相对成为稀缺性生产要素

资本稀缺与流动性过剩并不矛盾

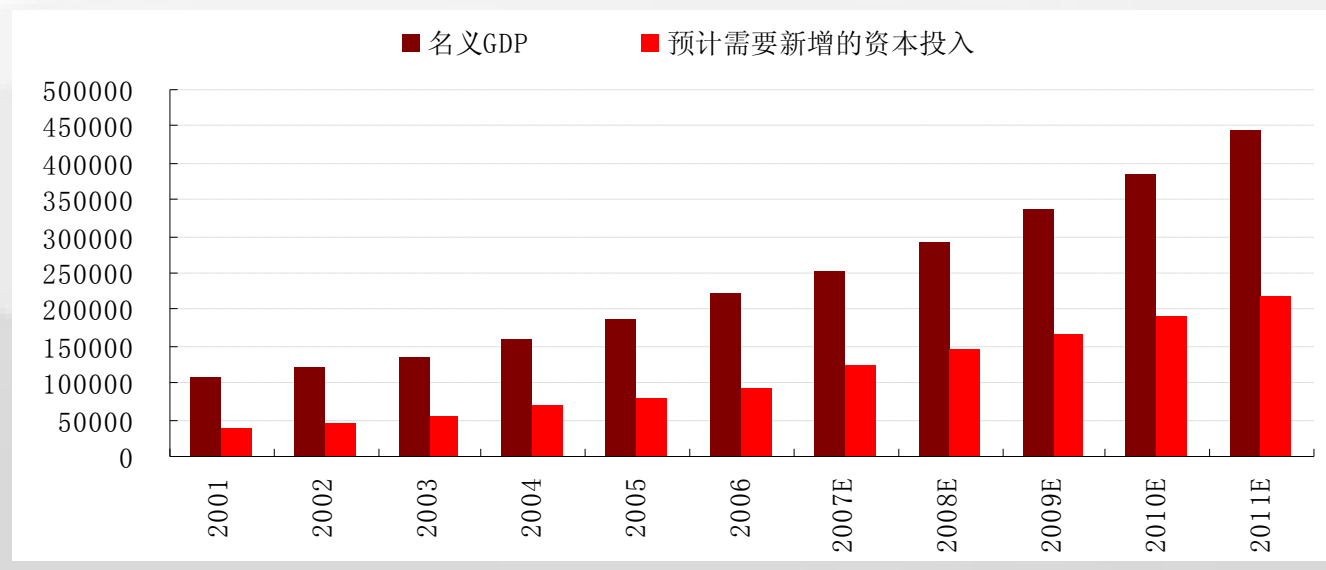
钱 ≠ 资本：中国需要投资，然而目前的问题正在于，对于投资与信贷的控制，使得无收益率的流动性无法顺利转变为有收益率的资本

从长期和全局的角度看资本稀缺的持续

□ 中国崛起需要巨额的资本投入

- 40%以上的资本形成比率才能支持10%的GDP增速（资本产出比3: 1）
- 2011年名义GDP40万亿，资本存量120万亿，未来5年需新增80万亿资本投入
- 对“中国制造”的巨大需求带来巨额出口，同时意味着额外的资本投入需求
——中国资本存量严重不足！物以稀为贵！

未来几年中国名义 GDP 及资本形成（或投资）总量预计



资料来源：CEIC；招商证券研发中心。

从短期和结构的角度看资本稀缺的加剧

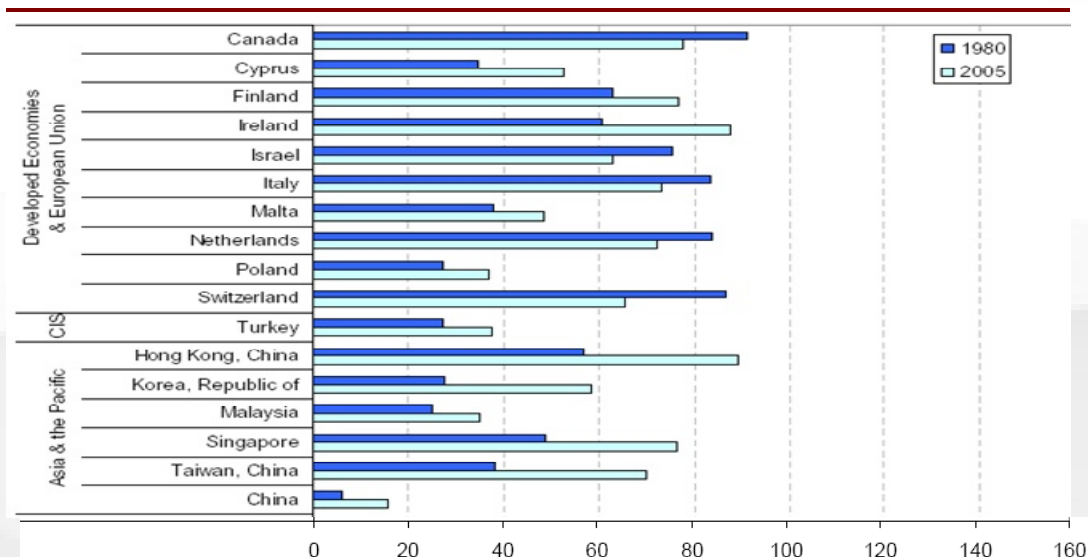
□ 中国的劳动生产率仍具备极大的提升空间

□ 2005年中国劳动生产率不到美国的20%

□ 众多因素支持中国的劳动生产率加速提升

- 人均资本存量的增长
- 劳动者素质的提高
- 技术进步的贡献
- 基础设施的完善
- 体制效率的提高

各国劳动生产率（按 PPP 计算）占美国劳动生产率的比例（美国=100）



资料来源：国际劳工组织 KILM，招商证券研发中心。

□ 劳动生产率的加速提升将加大其与资本投入增速之间的差距，资本稀缺将日益严重！



劳动者素质的提高

大学生就业潮

- 99年加速扩招，06年高校招生与毕业人数550万和377万，是98年5倍和3倍多
- 在校生源极其充足，未来几年毕业生数仍将加速增长

城市化加速

- 从第一产业释放大量劳动力

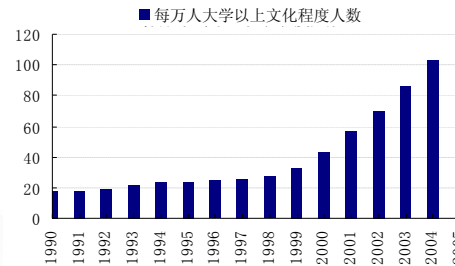
培训和提升

- 就业后三年将是劳动技能提升最迅速的阶段，而中国的培训市场正在高速增长

——未来五年，中国还将处于劳动力素质快速、甚至加速提升的黄金时期！

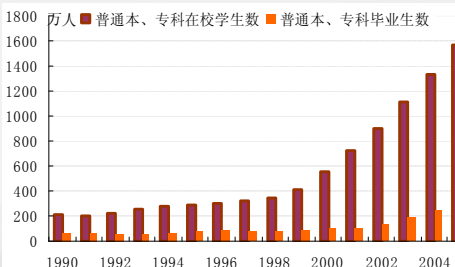


每万人大学以上文化程度人数快速上升



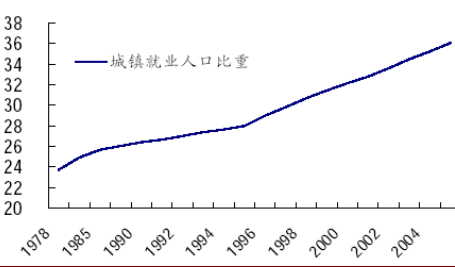
资料来源：中经网，招商证券研发中心。

普通本专科生在校大学生数远远大于毕业生数



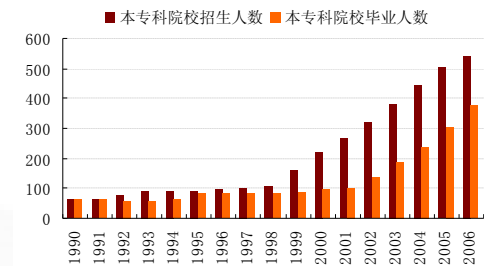
资料来源：中经网，招商证券研发中心。

中国城镇就业人口占总就业人口比重 (%)



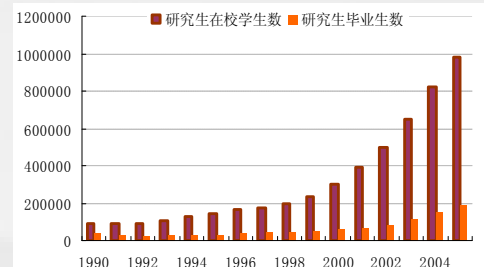
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心。

普通本专科院校招生人数远远大于毕业人数



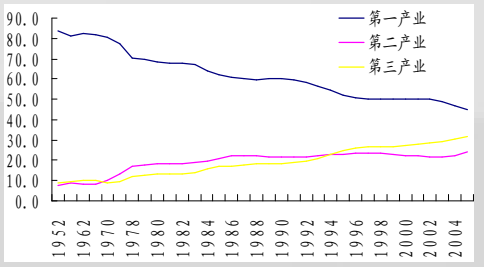
资料来源：中经网，招商证券研发中心。

研究生在校大学生数远远大于毕业生数



资料来源：中经网，招商证券研发中心。

中国不同产业就业人口占总就业人口的比例 (%)



资料来源：国家统计局，招商证券研发中心。

技术进步的贡献

□ 互联网加速普及

□ 06年底中国互联网普及率超过10%，遵循“S”形扩散规律，未来数年将加速普及

□ 互联网被广泛应用于沟通交流（电子邮件、MSN、QQ...）和寻求信息（百度、谷歌、新浪...），新的热点是网上银行和网上炒股

□ 笔记本电脑销量2006年激增

□ 电信业高速发展

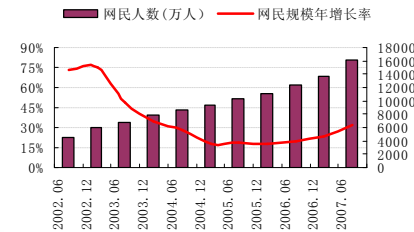
□ 手机普及率40部/百人，加速增长期仍将维持

□ 邮电业务，特别是特快专递业务高速增长

缩短沟通距离，节省沟通时间！

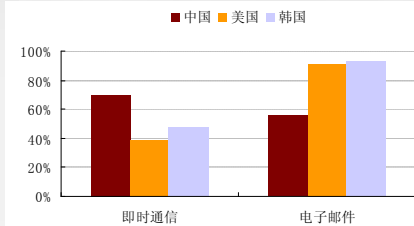


网民人数大规模上升



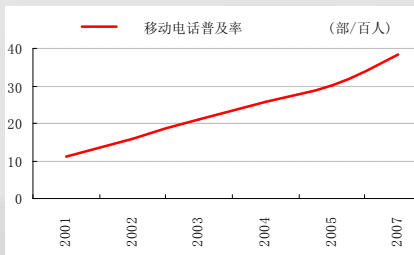
资料来源：中国互联网络信息中心，招商证券研发中心。

中国互联网沟通应用类工具使用率的对比



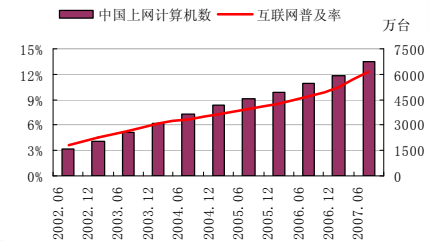
资料来源：中国互联网络信息中心，招商证券研发中心。

移动电话普及率持续上升



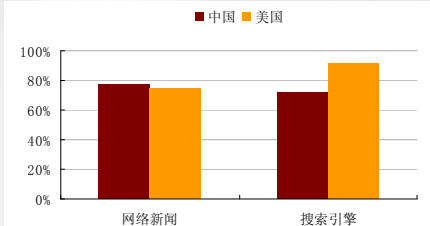
资料来源：国家统计局，招商证券研发中心。

互联网普及率超过10%临界点



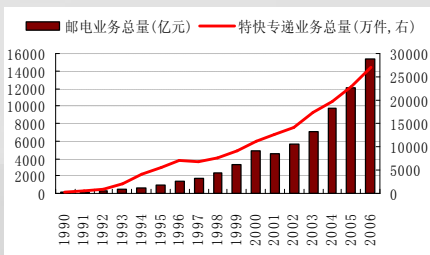
资料来源：中国互联网络信息中心，招商证券研发中心。

中国互联网寻求信息类工具使用率的对比



资料来源：中国互联网络信息中心，招商证券研发中心。

中国邮电业务特别是特快专递业务正在迅猛增长

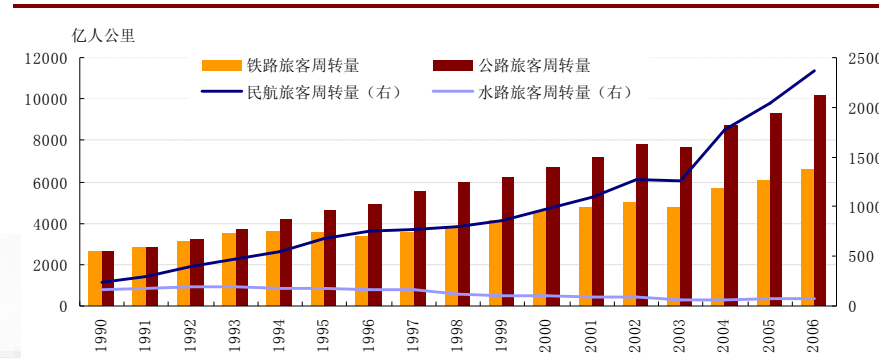


资料来源：中经网，招商证券研发中心。

基础设施的完善

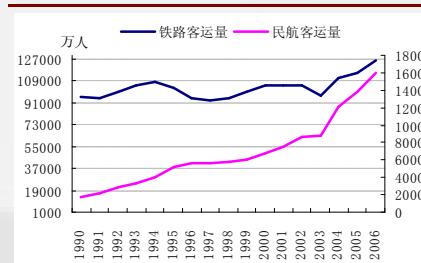
- ❑ 2003年之后铁路、公路、水路的旅客周转量、营业里程均呈较快增长趋势。
- ❑ 飞机代替汽车和火车
- ❑ 高速公路的路网效应日益增强
- ❑ 汽车销量2006年再度加速增长
- ❑ 中国各大城市纷纷开始建设公交系统、城市地铁、城际高铁
 - ❑ 预计到2010年左右，全国将有15个城市规划建设城市轨道交通1500多公里

航空铁路公路的旅客周转量



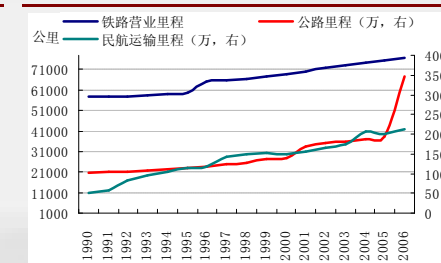
资料来源：中经网，招商证券研发中心。

铁路民航客运量



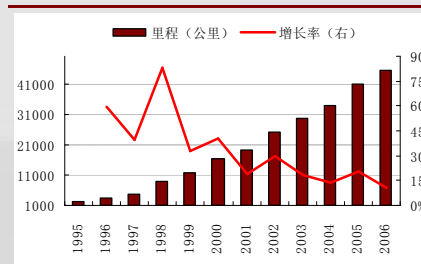
资料来源：中经网，招商证券研发中心。

公路铁路民航营运里程



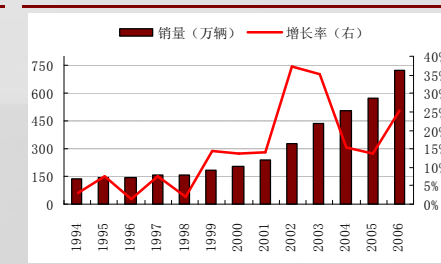
资料来源：中经网，招商证券研发中心。

高速公路里程



资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，招商证券研发中心。

中国汽车销量



资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，招商证券研发中心。



体制改革的成效

经济体制改革

- 市场化：国有经济占比下降，竞争力提高
- 国际化：外贸依存度提升，中国加速融入国际分工；通过奥运走向世界

金融体制改革

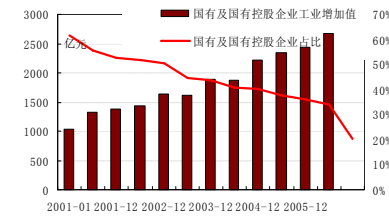
- 国有银行改制上市：不良贷款率下降，金融体系风险显著下降，效率显著提高
- 资本市场迅猛发展：资本化率一举超过100%，融资功能快速恢复，央企加速整合和整体上市，企业债市场起步，多层次资本市场形成。资本意识苏醒和股权文化形成促进公司治理改善和经营效率提升

政治体制改革

- “在科学发展观指导下构建和谐和谐社会”
- 十七大：“深化政治体制改革”，“坚定不移发展社会主义民主政治”
- 提高政府运行效率从而资源配置效率

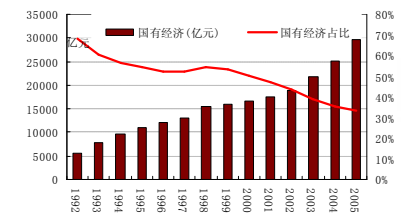


国有企业工业增加值占比持续下降



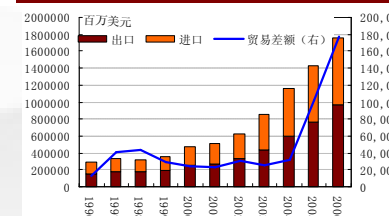
资料来源：wind，招商证券研发中心。

国有经济固定资产投资占比下滑



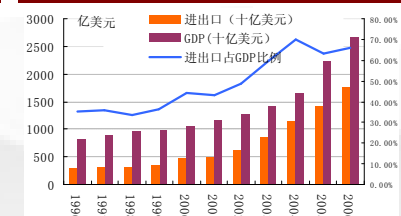
资料来源：天相，招商证券研发中心。

中国的进出口及贸易顺差急剧攀升



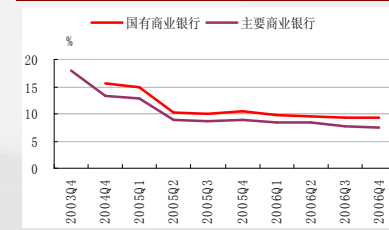
资料来源：wind，招商证券研发中心。

中国的外贸依存度持续上升



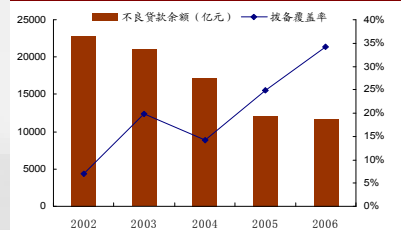
资料来源：bloomberg，wind，招商证券研发中心。

中国商业银行的不良贷款率



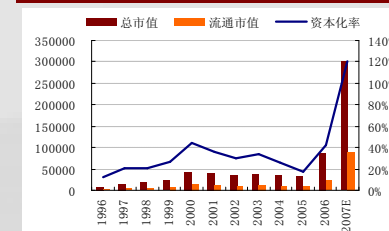
资料来源：银监局，招商证券研发中心。

中国主要商业银行的不良贷款余额和拨备覆盖率



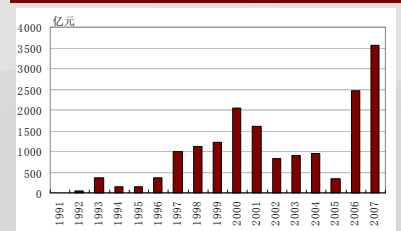
资料来源：银监局，招商证券研发中心。

A股市场总市值、流通市值及资本化率



资料来源：天相，招商证券研发中心。

A股市场融资额



资料来源：中经网，天相，招商证券研发中心。



——招商局 袁庚 1982

资本稀缺加剧将继续提升资本回报率

产业资本回报率将持续上升

- 劳动生产率加速提升使之与资本投入增速差距继续加大，资本稀缺加剧使中国企业盈利水平甚至增速都有望继续提升！

中国银行业景气指数



资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心。

中国贷款需求景气指数



资料来源：Wind 资讯，招商证券研发中心。

金融资本回报率也将持续上升

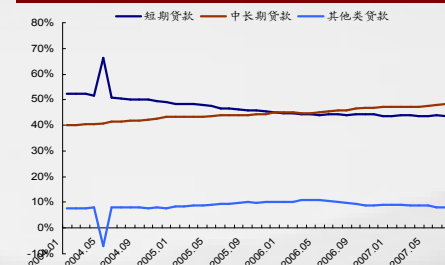
- 以银行为例，对资本的巨大需求将引发银行业资产负债表结构的持续调整，存款短期化趋势和贷款长期化趋势使加息背景下银行存贷款利差仍将扩大。
- 再考虑金融创新使得资金流转速度加快、中间业务加速发展等因素，预计未来三年之内银行业的利润规模和净资产收益率仍有望处于持续甚至是加速提升趋势之中。

中国银行业活期储蓄存款占比持续提高



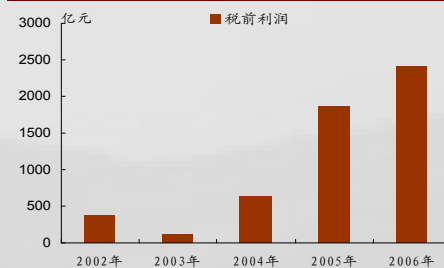
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心。

中国银行业中长期贷款占比持续提高



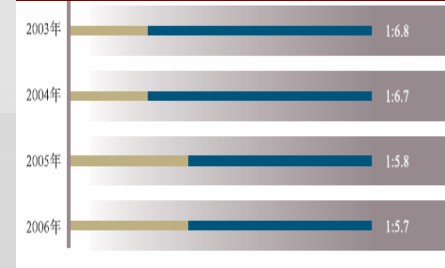
资料来源：中国人民银行，招商证券研发中心。

主要商业银行税前利润



资料来源：银监会 2006 年报，招商证券研发中心。

主要商业银行中间业务收入和利息收入比率



资料来源：银监会 2006 年报，招商证券研发中心。



资本回报率的上升空间及企业盈利的长期增速

国际比较表明资本回报率长期稳定

- 日本：1955-1990企业利润率平均12.4%
- 美国：1965-2005企业净利润平均12.3%
- 高峰期平均ROE在15-16%

中国企业利润率并不缺乏上升空间

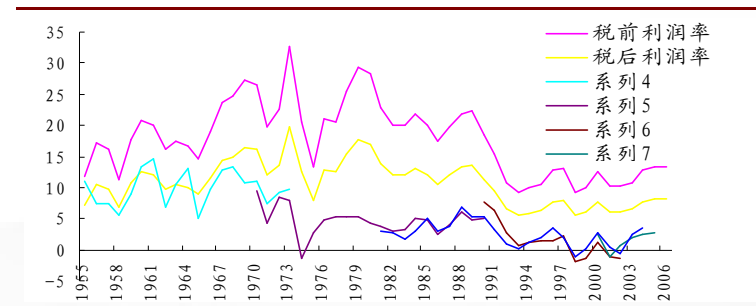
- 07年ROE12.7%，距高点仍有相当距离
- 考虑资产重估，净资产上升而实际收益下降，实际投资回报率仍较低
- 股权融资的摊薄将弱化上限约束

企业盈利增速继续维持25%以上的复合增长并非奇迹

- 通胀背景下经济名义增速可达15%
- 产业结构调整与升级、劳动生产率提升将贡献毛利率提升5-10%
- 税改、管理改善贡献费用率下降5%

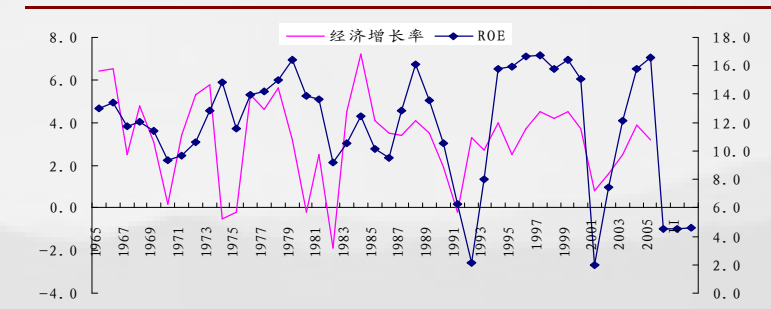


日本的投资回报率和经济增长率 (%)



数据来源：CEIC，招商证券研发中心。上图时间序列4-7为日本按不同标准计算的经济增长率。

美国的投资回报率和经济增长率的关系



数据来源：中国经济统计数据库，招商证券研发中心

不同国家工业企业净利润率的水平 (%)

国家	平均水平	高点	目前
中国		11.7 (2006)	12.7 (2007E)
美国	12.3	16.2 (新经济时代)	16.6 (2005)
日本	12.4	15.5 以上(6个年份)	8.07 (2006)

数据来源：CEIC，招商证券研发中心

主要内容

(一) 劳动生产率加速提升下的“资本稀缺”

(二) 劳动力价格加速重估下的“繁荣深化”

(三) A股市场：从理性繁荣走向全面沸腾

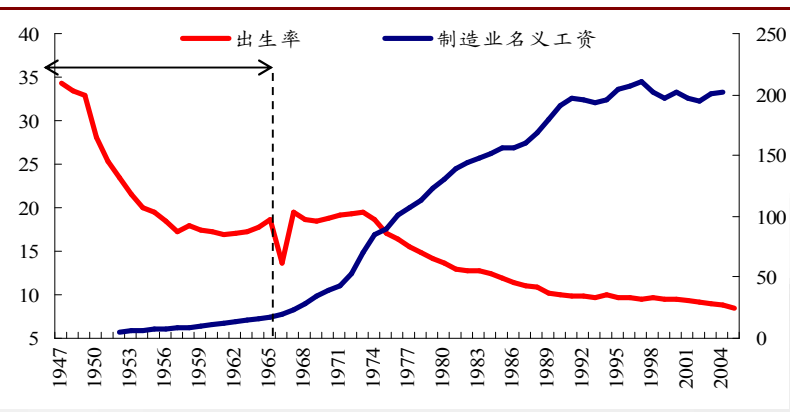
(四) 大型化时代的资产配置



中国正处于劳动力价格重估的拐点上

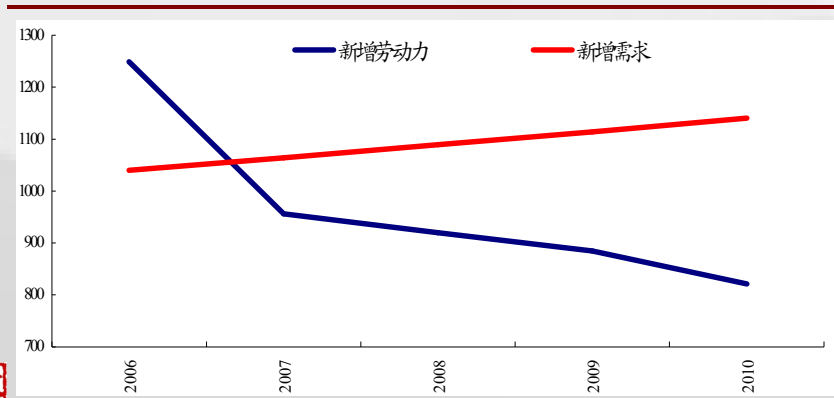
- 在劳动生产率加速提升同时，劳动力价格也正面临长期、加速的重估趋势
 - 2007年后新增劳动力需求将大于供给
 - 从国际经验看，出生率放缓18-20年后劳动力价格将持续大幅上升
 - 经济繁荣、汇率升值、产业转移...
 - 只要劳动生产率提升速度快于劳动力价格重估，前述关于企业盈利增速的判断就不会改变；而劳动力价格重估仍受到重重制约，特别是高端部分

日本在人口出生率（1/1000）下降18-20年后制造业工资指数开始大幅上升



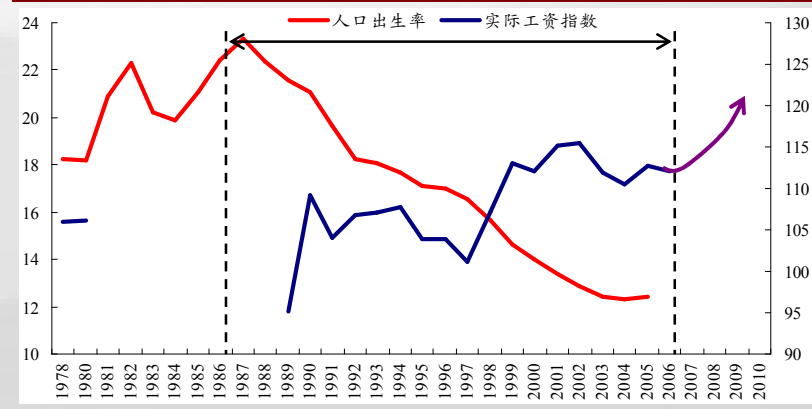
数据来源：CEIC，招商证券研发中心。

中国新增劳动力（万人）供需格局正面临转变



数据来源：蔡日方、都阳，《“十一五”期间劳动力供求关系及相关政策》，宏观经济研究，2005.6。

中国的人口出生率（1/1000）下降已近20年，工资指数即将进入上升趋势

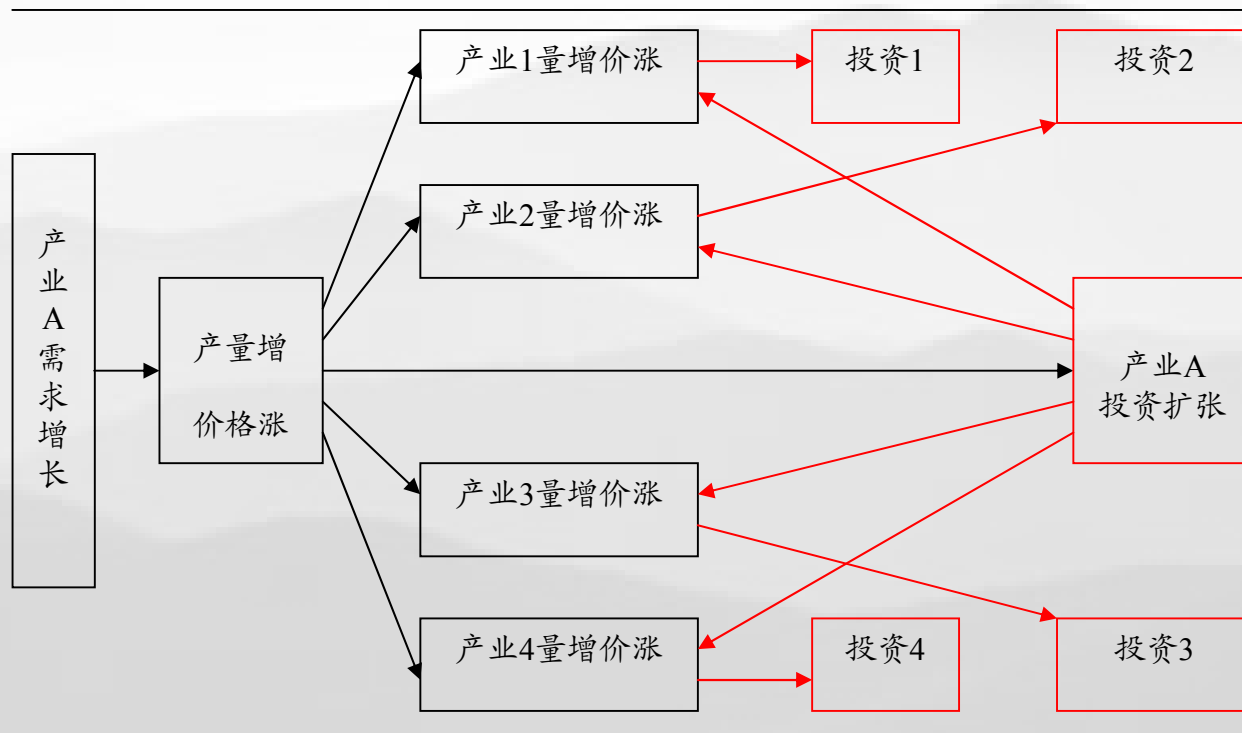


数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

劳动力价格重估-消费结构调整-产业结构调整

- **非均衡增长**：未来6-7年内，劳动力价格重估将推动中国居民消费结构快速转变，由此带来相关行业利润率走高和固定资产投资扩张，产业结构调整仍将快速进行，正是中国经济持续繁荣的原动力

——请参考《非均衡增长中的投资机会：劳动力价格重估支撑下的产业体系调整》

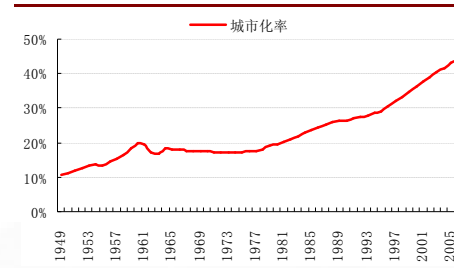


经济繁荣的深化——总需求加速增长

□ 内在动力

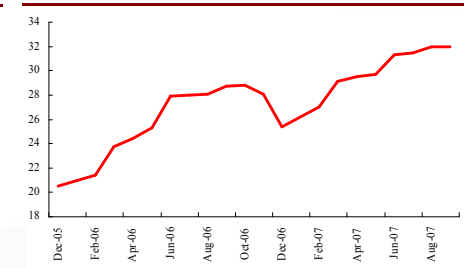
- 城市化加速：45%，每年1%；农村城镇化
- 消费结构升级加速：07年人均GDP可达2300美元；居民消费结构快速转变，新的消费领域不断兴起
- 产业结构升级加速：重工业化中期，需求结构变动带动相关产业投资快速增长

中国正处于城市化率上升最快时期



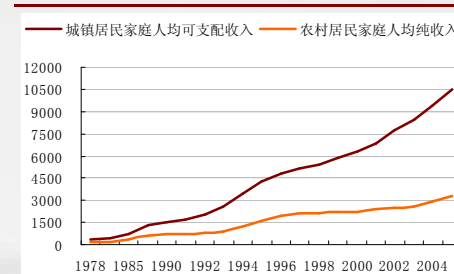
资料来源：wind 资讯，招商证券研发中心。

城市化加速拉动房地产投资增长加速



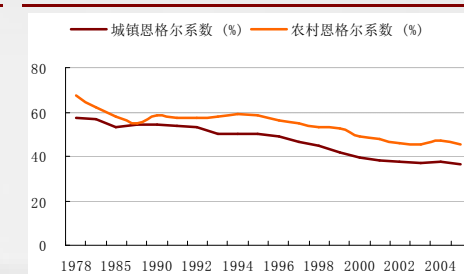
资料来源：wind 资讯，招商证券研发中心。

城乡居民收入加速增长



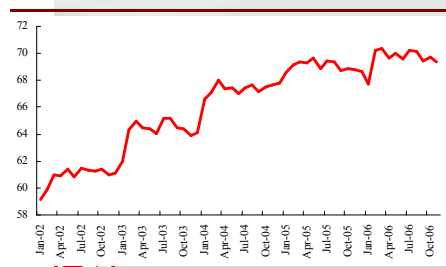
资料来源：wind 资讯，招商证券研发中心。

恩格尔系数快速下降



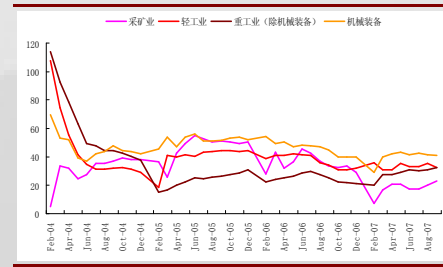
资料来源：wind 资讯，招商证券研发中心。

中国的重工业产值占比持续提高



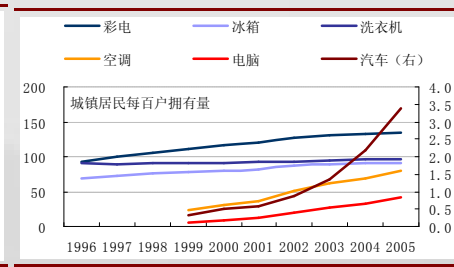
数据来源：WIND，招商证券研发中心

重工业固定资产投资增速快于其他行业



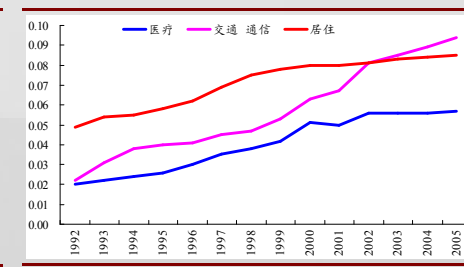
资料来源：WIND，招商证券研发中心

汽车、电脑、空调等耐用消费品拥有量加速增长



资料来源：wind 资讯，招商证券研发中心。

医疗、通信、居住的消费倾向持续上升



资料来源：wind 资讯，招商证券研发中心。

经济繁荣的深化——总需求加速增长

□ 外在表现

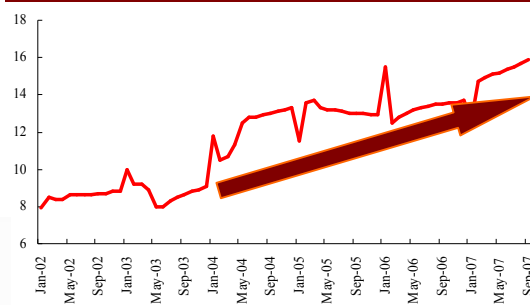
- 消费加速：劳动力价格重估的结果
- 投资稳中趋升：产业结构调整的需要
- 净出口加速：劳动生产率加速提升铸就中国产品的国际竞争力

□ 次贷危机不足以影响中国出口与经济

- 发展中国家的需求将弥补美国需求下降风险
- 中国内需的扩张将弥补外需可能的衰退

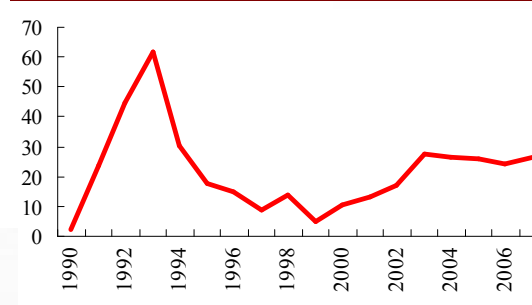
——美国衰弱将给中国崛起提供绝佳机遇！

中国的消费增速持续提高



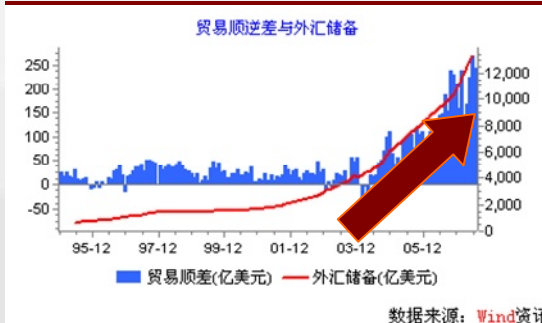
数据来源：CEIC，招商证券研发中心。

中国的投资增速稳中趋升



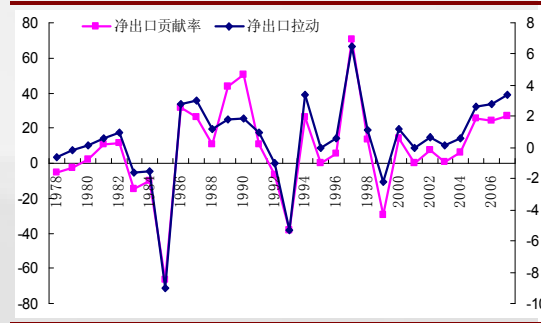
数据来源：CEIC，招商证券研发中心。

中国的贸易顺差持续扩大，外汇储备一再攀高



资料来源：wind 资讯，招商证券研发中心。

净出口增长是拉动近年来中国经济增长的新动力



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

——中国需要更快的增长！



经济繁荣的深化——总供给加速增长

- 劳动力素质加速提升
- 技术进步的作用加速呈现
- 资本形成比率稳步上升

——中国能够更快的增长！

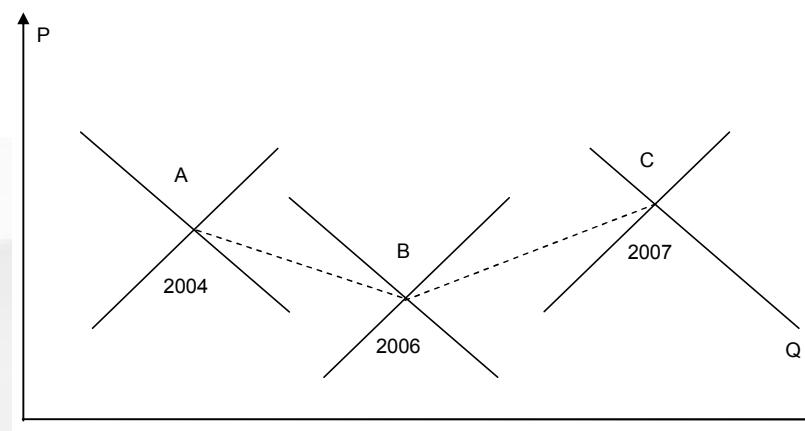
——07年经济过热程度小于预期，内外部影响尚不至于导致中国经济大幅波动，在内外部增长动力充足的条件下，**中国经济的持续繁荣在08年将继续深化！**

政策错配下的通货膨胀

- 政策错配：节能减排、淘汰落后产能等调控措施抑制投资、内需与进口，反而增加贸易顺差从而流动性压力
- 通货膨胀：出口加速提高总需求增速，而投资受控抑制总供给增速，预计需求拉动型的通胀仍将持续与扩散

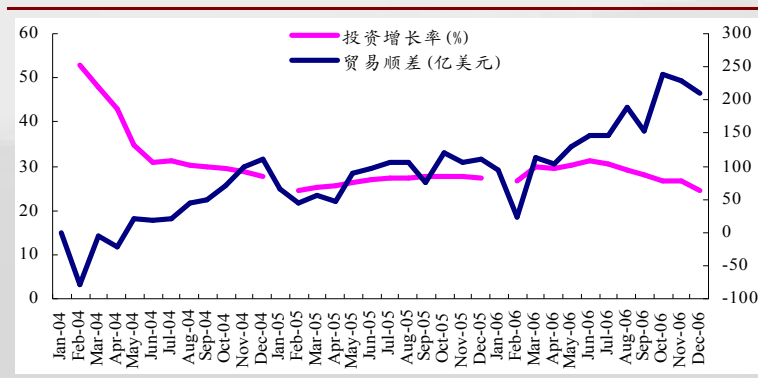
——请参考《通货膨胀与资本稀缺》

2007年以来总需求增长快于总供给增长导致通胀上升



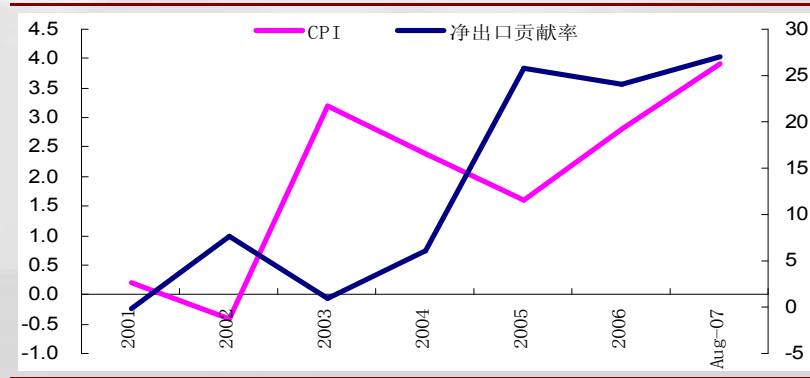
资料来源：招商证券研发中心

政策错配抑制投资，内需减弱增加贸易顺差上升的压力



数据来源：WIND，招商证券研发中心。

2004年的通货膨胀主要由内需拉动而2007年的通胀主要由外需拉动



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

中国工业企业利润增长方式正转变为毛利复苏

中国制造业的崛起，将从基于产能扩张与产能释放阶段，转变为产能整合和产能管理阶段

2007至2009年将是大型企业的合并整合期，从中诞生世界级企业

企业利润增长方式，将从收入扩张下的三费节省，转变为价格提升下的毛利复苏。

——请参考《超越成长周期 迎接毛利复苏——论中国工业企业利润增长方式的转变》

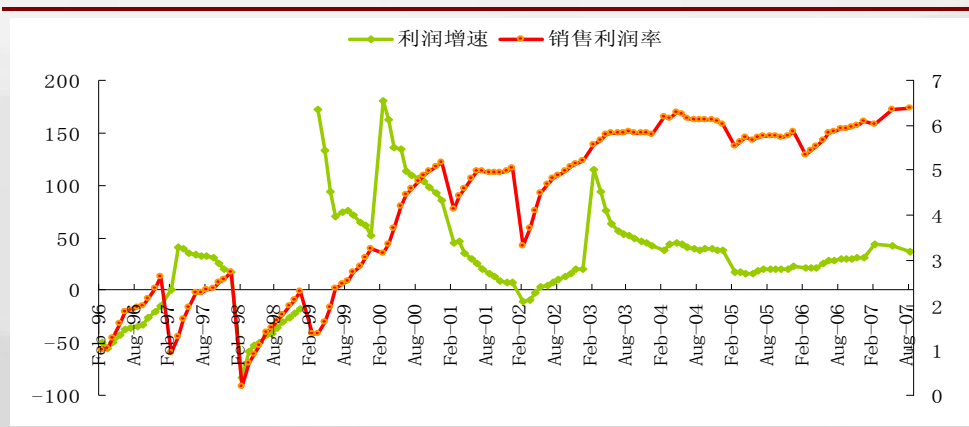


中国工业企业利润增长方式的两阶段模型

	第一阶段：销量主导	第二阶段：价格主导
企业发展目标	占领国际市场	重塑产品品质
利润增长方式	收入扩张	毛利改善
产能	先是快速扩张后是快速释放	产能释放结束，产能管理成为可能
国内定价要素价格	为保持竞争力被人为压低	国内定价要素价格开始向上重估
国际定价要素价格	因中国大量进口而人为拉高	因对中国议价能力的增加而增速放缓
销售价格	价格被压低，中国输出通缩	价格开始上升，中国输出通胀
销售收入	收入持续扩张，增速30%以上	收入扩张速度趋缓
销售净利率	因费用率下降弥补毛利率下滑而上升	因毛利改善抵消费用率上升而维持

资料来源：招商证券研发中心

工业企业利润增长越来越依靠销售利润率的提升（%）



资料来源：WIND，招商证券研发中心。

非均衡增长中产业结构调整受益行业

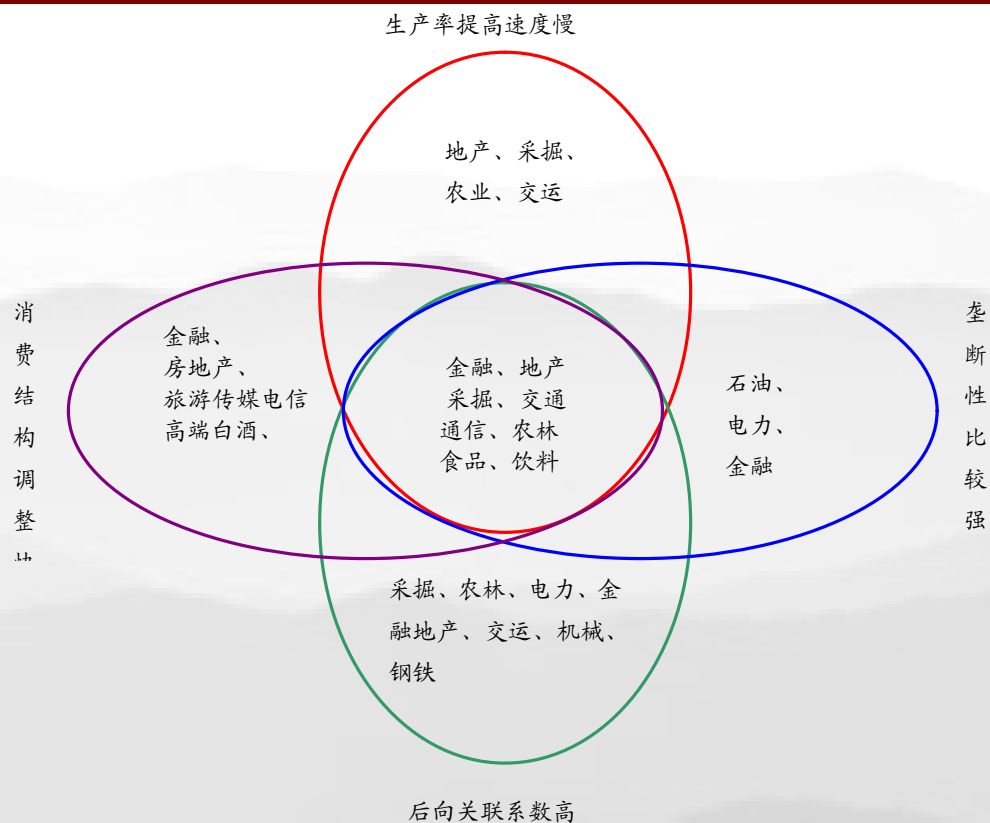
非均衡增长中产业结构调整受益行业

四个方向

- ❑ 需求结构升级越快的行业
- ❑ 劳动生产率提高速度越慢的行业
- ❑ 垄断性越强的行业
- ❑ 后向关联系数越高的行业

几个交集

- ❑ 服务业中的金融、地产、航空、通信
- ❑ 采掘业中的石油煤炭、金属与非金属矿开采
- ❑ 制造业中的农林及食品饮料、机械



资料来源：招商证券研发中心

2008: 世界的中国, 中国的世界

□ 世界正受益于中国崛起

- 中国在作为世界工厂提供低成本产品的同时, 也在为世界提供巨大的消费市场和投资场所

□ 中国正在加速融入世界

- 奥运会相当于一个2000亿元的世界性广告, 是中国文化、中国品牌、中国企业进军世界的冲锋号角

主要内容

(一) 劳动生产率加速提升下的“资本稀缺”

(二) 劳动力价格加速重估下的“繁荣深化”

(三) **A股市场：从理性繁荣走向全面沸腾**

(四) 大型化时代的资产配置



理性繁荣下的A股估值

三高一低

- 高市盈率、高市净率、高市销率
- 低股息率

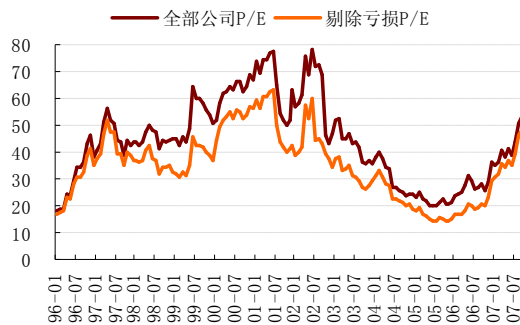
历史高位、全球高位

- A股估值已经接近甚至超过01年泡沫阶段
- A-H股溢价不断创新高，目前已达70%
- A股估值之高全球少见

关于A股存在泡沫已无异议，关键在于判断泡沫的性质、程度和演变趋势



A股整体市盈率（1996-2007）



A股整体市净率（1996-2007）



市盈率接近历史高位

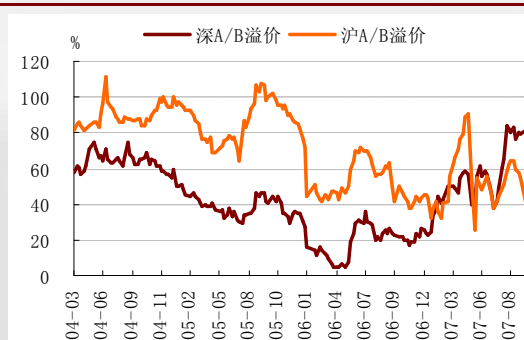
市净率已经突破历史高位

资料来源：天相，招商证券研发中心整理。

2004年以来同一中国资产的A-H股平均溢价



2004年以来同一中国资产的A-B股平均溢价

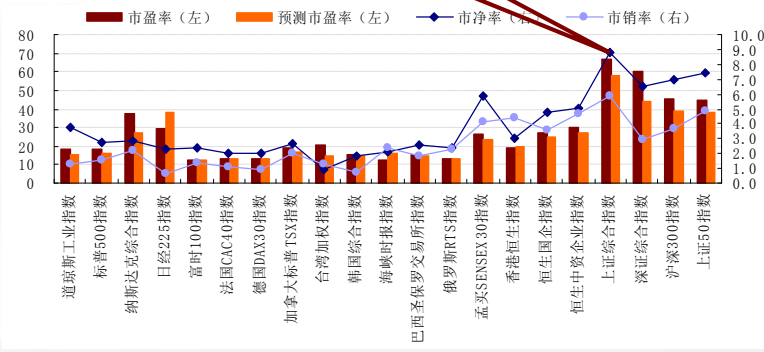


资料来源：BLOOMBERG，天相，招商证券研发中心整理。

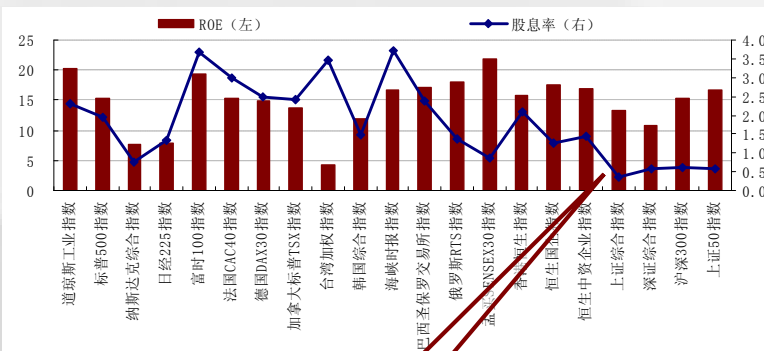
理性繁荣下的A股估值

市盈率、市净率、市销率之高全球少见

世界主要指数定价水平（市盈率、市净率、市销率）比较



世界主要指数定价水平（ROE、股息率）比较

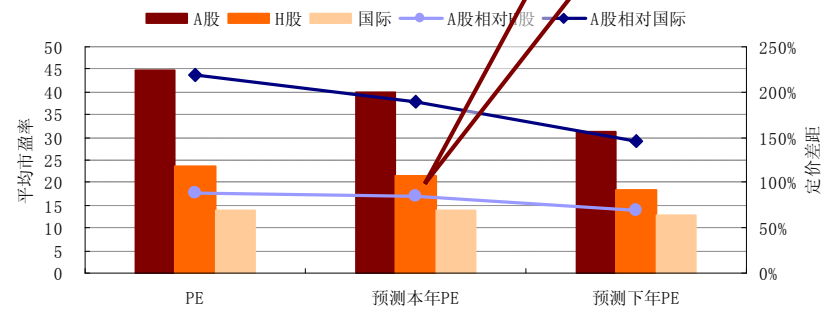


资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心整理。数据日期 2007 年 11 月 15 日。

股息率之低全球少见

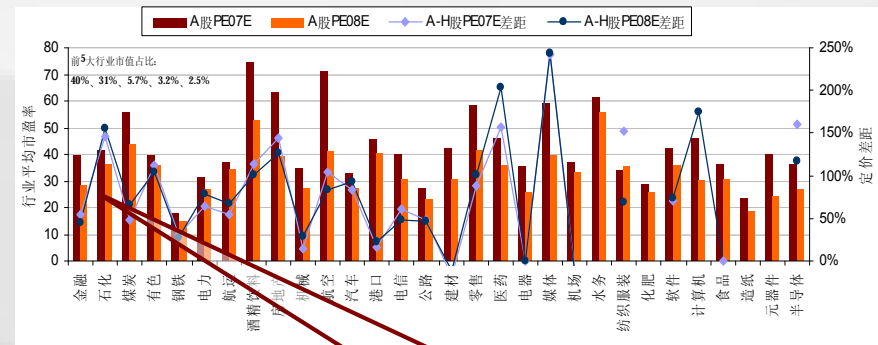
较H股定价平均高约70%

A股蓝筹公司相对于H股及国际市场的整体平均定价差距



资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心整理。数据日期 2007 年 11 月 15 日。

中国资产境内外定价的比较



说明：我们选取了各行业的具有代表性中国上市公司，计算其在A股市场及香港市场（主要为H股）的平均（预测）市盈率，进而比较其境外的定价差异（=A股行业平均市盈率/H股行业平均市盈率-1），而后使用考察行业总市值为权重计算上图中的整体平均定价差距。数据日期 2007 年 11 月 15 日。

资料来源：BLOOMBERG，招商证券研发中心。

市值占比最大的金融和石油化工市盈率分别较H股同行业高50%和150%



行为特征决定泡沫性质

- **理性泡沫**：群体性的理性预期和理性行为导致的可维持的泡沫状态
 - 理性行为并不排斥理性泡沫：资金面足够宽裕时，定价权在预期最乐观的投资者手中

- **非理性泡沫**：群体性的非理性预期和非理性行为导致的不可维持的泡沫状态
 - 非理性行为：过度自信、从众心理与羊群行为、正反馈交易
 - 蓬齐过程（或庞氏骗局）

——行为特征决定泡沫性质！

我们观察到群体性的非理性行为了吗？

□ 非理性行为受到严重打击

- 非理性泡沫局部存在于绩差重组股和新股上，然而提高印花税瓦解了绩差重组股的炒作基础，近期新股定价也已开始急剧回归——中国石油的惨痛教训
- 今年新入市投资者中有相当比例处于亏损状态；“股市遍地是黄金”、“一买就赚”的非理性预期和“大家买我也买”、“死了都不卖”的非理性行为受到严重打击

□ 理性行为仍占据市场主导地位

- 基金开户数激增，普通投资者积极寻求专业理财而非盲目入市
- 监管加强使基金整体仓位仍较低，尚未出现群体性的羊群行为
- 估值仍是机构投资决策的首要考虑
 - ——即便是编制“中国神话”，依据PEG的原理，30%长期增速也能支持30倍的动态估值
- H股估值大幅上升，境外投资者开始被动接受高增长下的高估值
 - 对中国人寿H股的评级从18元集体看空转变到40元集体看多
- 市场活跃度上，提高印花税之后成交量随市场走高反而持续缩减，显示投资者持股心态非常稳定，投机狂潮中的高换手特征并未再现
- 媒体舆论上，关于高估值和泡沫的惊叹、怀疑与始终不断，但关于经济繁荣和盈利高增长可持续性的讨论、思考与认可则在增加
- 盈利超预期增长：不是非理性导致的乐观，而是过度理性导致的谨慎！

盈利超预期增长：“均值回归”的困扰

□ 盈利超预期增长

- 沪深300指数07、08年盈利预测一年以来至少分别上调50%和60%
 - 假如07年初即可预测招行08年盈利1.4元，则当时16元股价毫无泡沫

□ 动态估值仍相对稳定

- 5000点时08、09年预测PE约25、20倍，与年初对07、08年的动态估值相比几乎没有变化

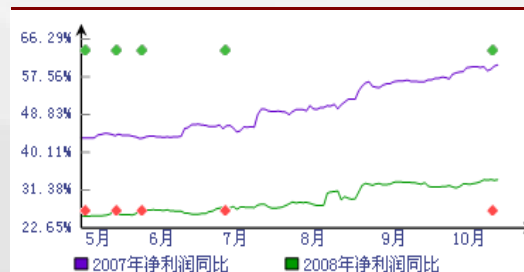
沪深 300 指数一致预期及其变动

项目	2006	2007E	2008E	2009E
指数一致预期净利润(070126,万元)	32012033	40667030	48625070	
同比增长	35.50%	27.04%	19.57%	9.84%*
指数一致预期净利润(071031,万元)	38849166	62259468	83178080	102278751
同比增长	35.27%	60.26%	33.60%	22.96%
指数一致预期总市值 PE(070126)	26.53	20.89	17.47	
指数一致预期总市值 PE(071031)	63.59	39.68	29.70	24.15
指数一致预期 PB(070907)	8.40	6.52	5.62	4.80

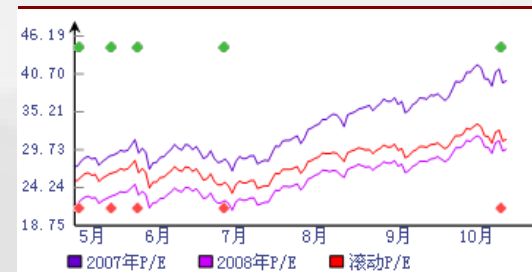
*为朝阳永续 6 月 15 日统计测算的 09 年盈利一致预期增速。07 年 10 月 31 日沪深 300 指数 5688 点。

资料来源：上海朝阳永续，Go-Goal 业绩预测系统。

沪深 300 指数净利润同比变动



沪深 300 指数 P/E 变动



资料来源：上海朝阳永续，Go-Goal 业绩预测系统。

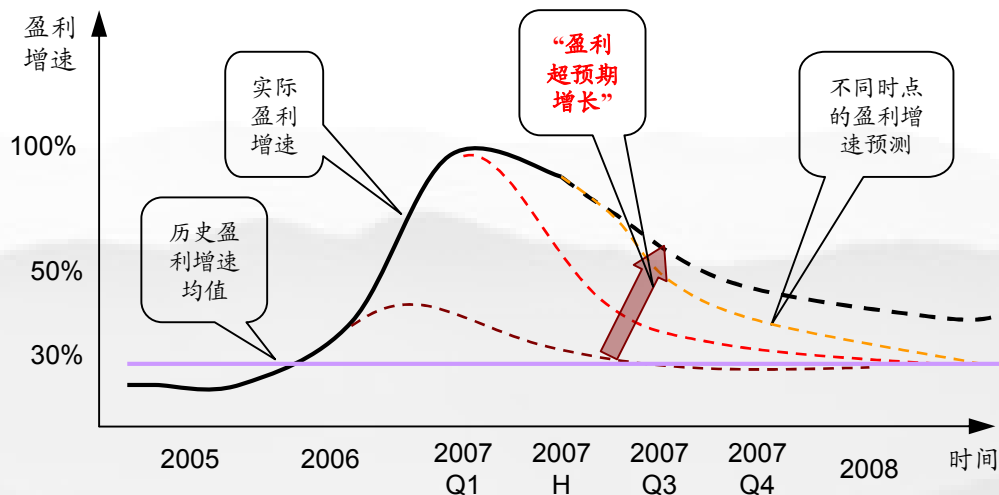
盈利超预期增长：“均值回复”的困扰

“均值回复”的困扰

- 盈利加速增长期，投资者倾向于依赖原有的框架做出盈利增速将回复到历史平均水平的判断
- 近一年来，不论短期盈利增速多快，对沪深300指数远期盈利增速的预期一直保持在30%左右

——反应不足！

“均值回复”思路的困扰下的上市公司“盈利超预期增长”



资料来源：CEIC，招商证券研发中心。

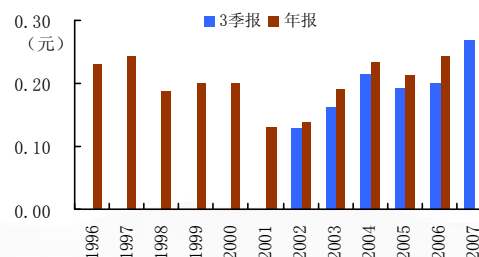


盈利超预期增长并未结束

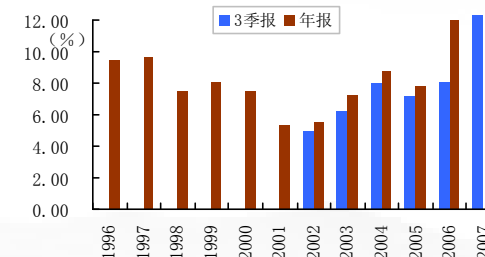
- 三季度增速下降
 - 基数效应和盈余管理使盈利增速明显下降，但仍略高于预期
- 但盈利超预期增长并未结束
 - 通胀下利润增长仍处扩张趋势
 - 大非解禁、税改、股权激励、整体上市等因素使08年业绩释放动力才将达到顶峰
 - 投资收益的可持续性：联营公司贡献占比30%，寿险股投资收益可持续，变现持股或短期投资的收益在牛市阶段也可维持，且提供必要的融资
- 盈利上调将提供15%的动力
 - 目前08-09年33%和23%的盈利增速预测应有机会分别上调到40%和30%



历年上市公司季报年报 EPS 对比

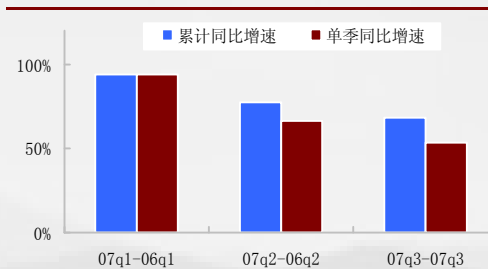


历年上市公司季报年报 ROE 对比

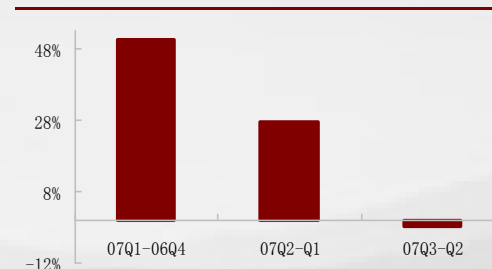


资料来源：Wind，各指标采用整体法计算。

07 年业绩同比增速逐渐放缓

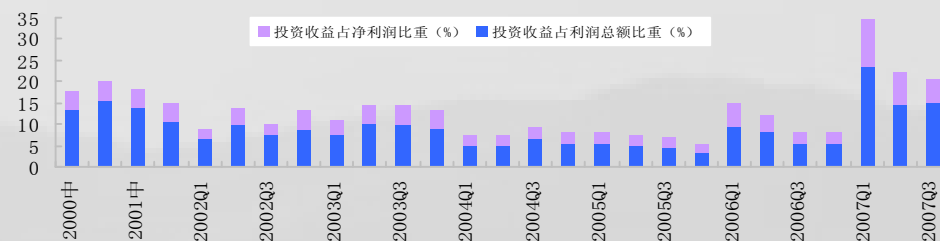


07 年业绩环比增速逐季下降



资料来源：Wind.net，招商证券研发中心

2000 年以来投资收益占利润总额和净利润的比重



资料来源：Wind，各指标采用整体法计算。

泡沫有所加大，仍属理性范围

- 采用F-O模型测算各国股市特定时点内在投资价值和泡沫程度并比较

- F-O模型：注重价值创造而不是价值分配

$$V_t = BV_t + \sum_{i=0}^{\infty} \frac{(ROE_{t+i} - r)}{(1+r)^i} BV_{t+i}$$

- A股泡沫绝对规模和相对规模远小于1989年的台湾和日本股市泡沫，也小于2001年的中国股市泡沫

- 敏感性分析表明，通过完善公司治理以降低权益资本成本，鼓励股权融资、资产重组与资产注入以改善公司质地并支持增长，将由助于提高盈利能力并降低泡沫度。



各国股市泡沫汇总与比较

	1989年日本	1989年台湾	2001年中国	2007年中国
泡沫的绝对规模	93.22%	84.64%	58.89%	37.94%
泡沫的相对规模	139.46%	129.69%	26.62%	37.86%

说明：泡沫的绝对规模指泡沫规模相对于当时股市市值规模的比例，或1减股市内在价值相对于股市市值的比；相对规模指泡沫规模占GDP的比例。关于2007年中国A股的泡沫度，选取2006年末样本测算其2007年11月9日上证指数5315点时的数据测算。

资料来源：招商证券研发中心。

分股本

- 大盘股（总市值占比80%）：34.30%
- 中盘股：80.02%
- 小盘股：88.50%

分行业

- 金融业（总市值占比34.77%）：25.05%
- 制造业（占总市值28.78%）：45.53%

理性繁荣或将向非理性繁荣转变

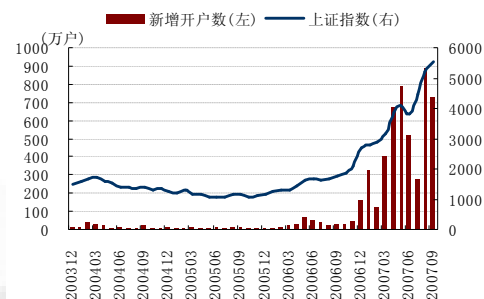
基础（充分条件）：居民入市潮将继续加速

- 如当时乐观预期情景所示，城镇家庭入市比例刚从06年10%扩张到07年20%
 - 1.3万亿开户数=6千万投资者=4千万入市家庭=2亿户城镇家庭入市比例20%

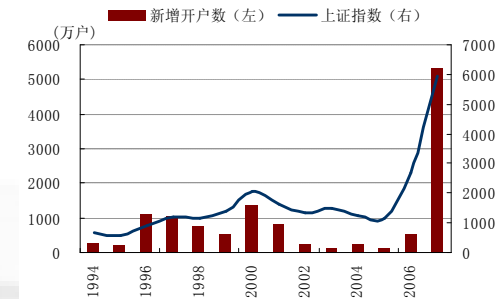
- 在收入加速增长刺激下，**08年城镇家庭入市比例将由20%向50%加速扩张**
- QDII和港股直通车的分流实际上非常有限**

- 预计居民入市潮将带来5万亿以上入市资金，而上者能分流1万亿？

中国城镇居民入市潮

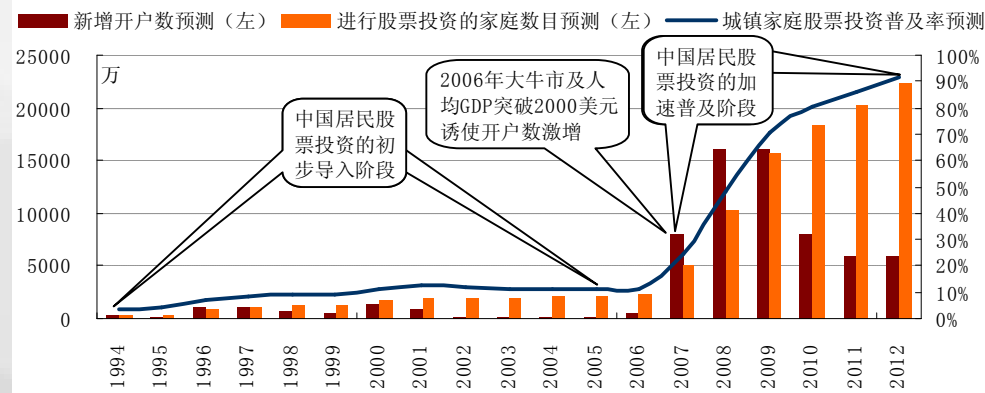


资料来源：中国证券登记结算有限责任公司。



资料来源：中国证券登记结算有限责任公司。

中国城镇家庭股票投资将加速普及（乐观估计）

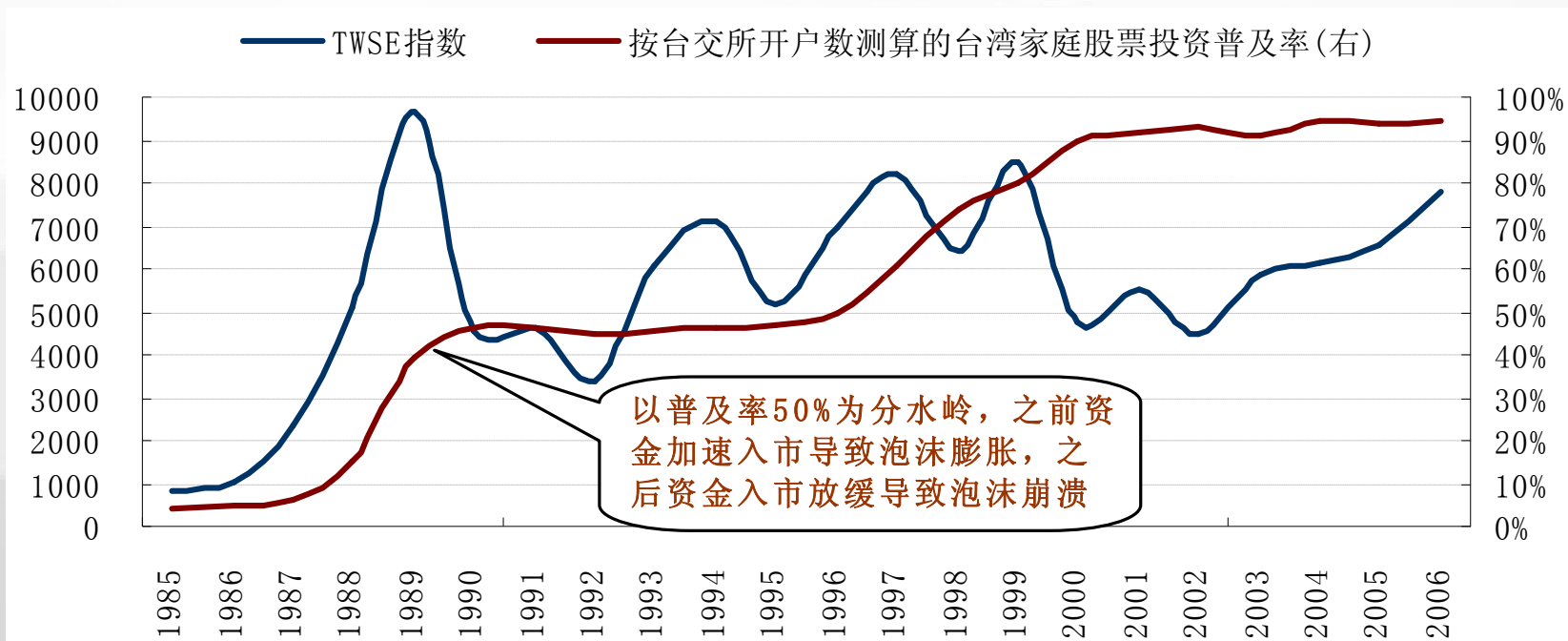


资料来源：招商证券研发中心。

理性繁荣或将向非理性繁荣转变

□ 重温台湾居民入市潮在泡沫膨胀到崩溃中的作用

台湾 TWSE 指数与按台交所开户数测算的台湾家庭股票投资普及率



资料来源：CEIC，台交所，招商证券研发中心。

理性繁荣或将向非理性繁荣转变

- 约束（必要条件）：扩容压力缓解
 - 07年5000亿IPO规模=总市值2%左右资产供给规模，可以有效抑制泡沫；
 - 中国石油、中国移动上市之后大盘股发行规模与节奏很难维持，08年IPO规模估计4000亿，占总市值比重将降低到1%以下；我们的研究表明非理性泡沫出现时均伴随类似条件
 - 减持能否抑制泡沫？需要观察管理层的调控艺术以及减持者的入市意愿

- 诱因（导火索）：升值加速
 - 国际经验表明，加速升值往往催生非理性繁荣
 - 人民币目前的貌升实贬意味着未来加速升值的必然性，甚至是跳跃式升值，短期逐利资金的涌入可能成为触发正反馈上涨的诱因

08年A股市场运行趋势展望

□ 情景1：理性繁荣

- 上证指数波动区间4500-7500点，对应08年24-40倍、09年20-30倍PE
- 业绩浪最可能发生在一季度

□ 情景2：非理性繁荣

- 上证指数波动区间4500-10000点，对应08年24-55倍、09年20-45倍PE
- 指数将以极大的波幅锯齿型加速上升

主要内容

(一) 劳动生产率加速提升下的“资本稀缺”

(二) 劳动力价格加速重估下的“繁荣深化”

(三) 从理性繁荣走向全面沸腾

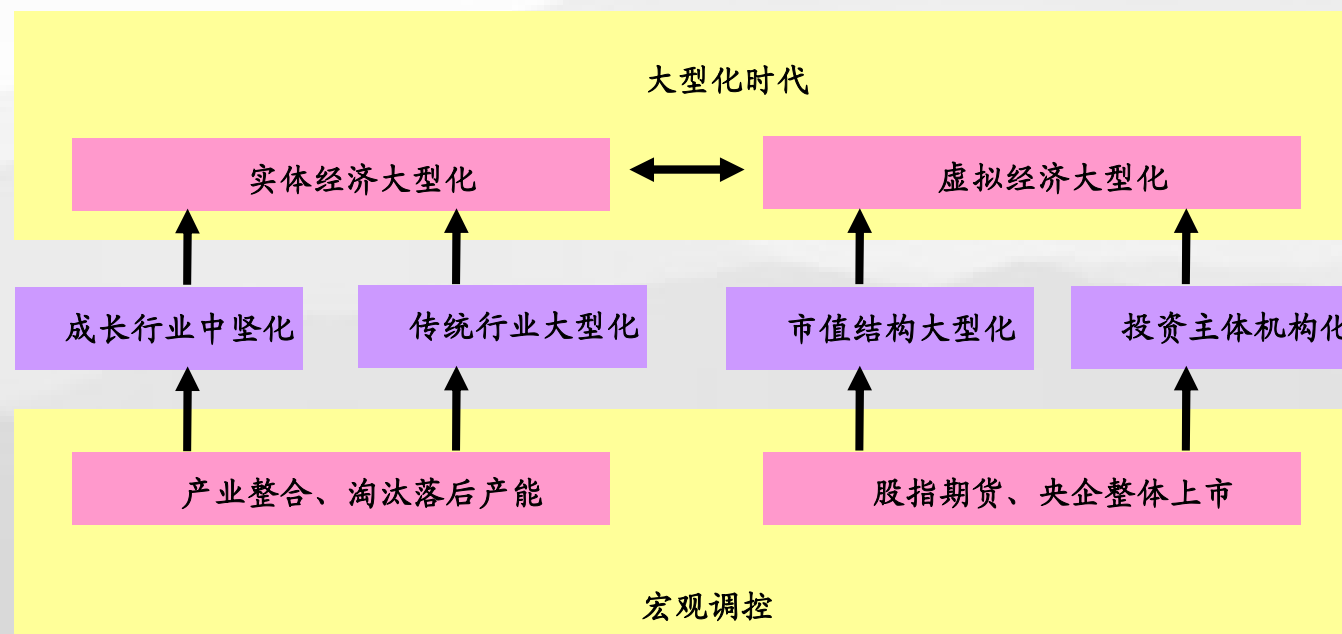
(四) 大型化时代的资产配置



实体经济与虚拟经济的大型化时代来临

- 实体经济大型化：行业整合进程加快
- 虚拟经济大型化：市值结构与投资主体大型化

实体经济与虚拟经济的大型化交相辉映



资料来源：招商证券研发中心

大盘股将成市场主导，股指期货更添配置价值

53家核心央企的行业分布及整体上市情况

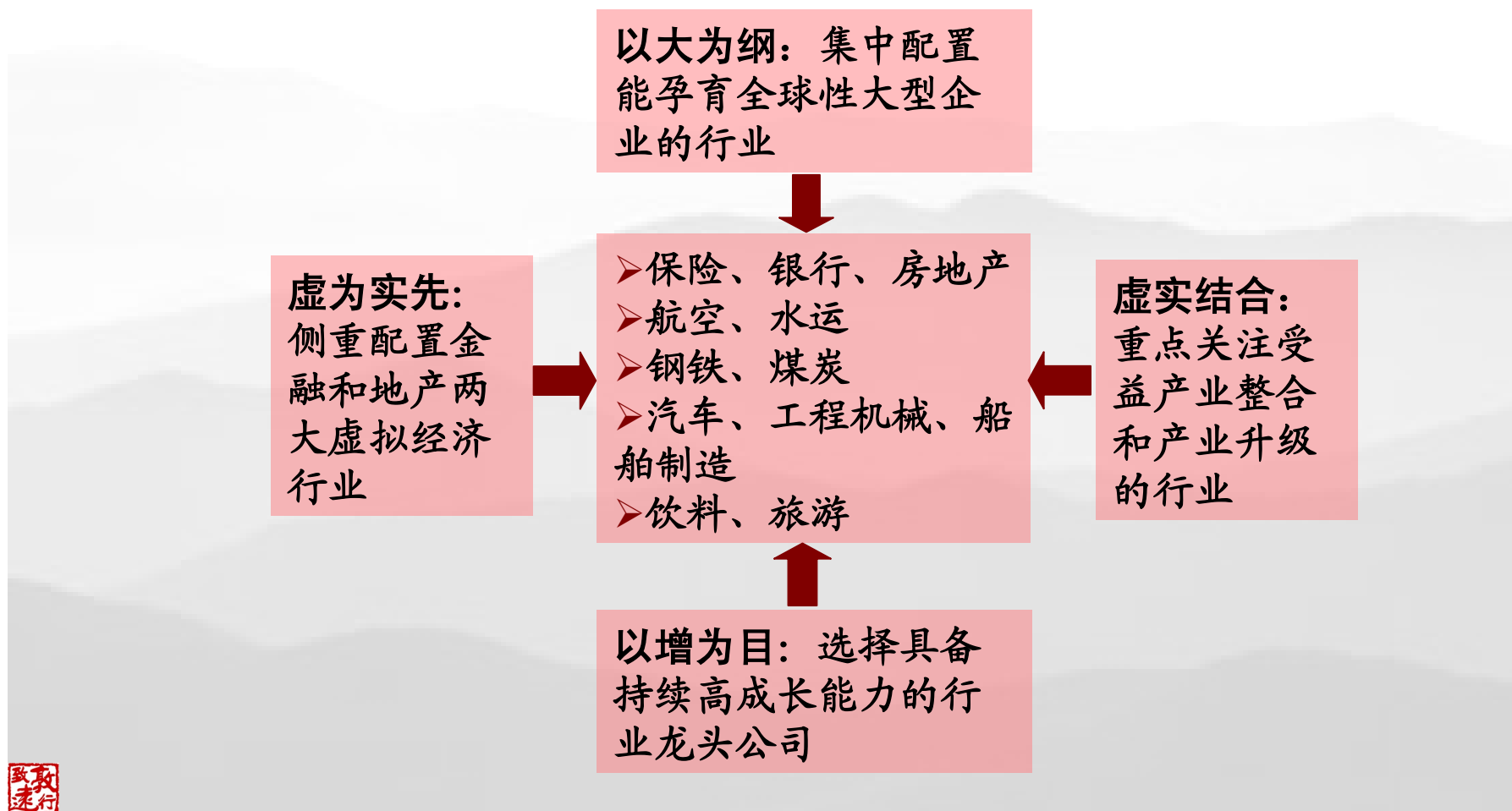
石化采掘	钢铁	机械装备	通讯电子	电网电力	航空航运	军工	其它
中国石油	鞍钢集团	中国一重	中国电信	国家电网	中远集团	中核工业	国开投
中国石化	宝钢集团	中国二重	中国网通	南方电网	中海集团	中核建设	招商局
中国海油	武钢集团	哈电集团	中国联通	华能集团	中航集团	中航科技	华润集团
中国铝业		东方电气	中国移动	大唐集团	东航集团	中航科工	香港中旅
中国神华		中国一汽	中电科技	华电集团	南航集团	中航一集团	中国建工
		东风汽车	中国电子	国电集团		中航二集团	中粮集团
				中国电投		中国船舶	中储粮
				三峡电力		中船重工	中化集团
						兵器工业	中国通用
						兵器装备	五矿集团

资料来源：招商证券研发中心整理。注：粗体表示已基本实现整体上市的央企。



以大为纲、以增为目；虚为实先、虚实结合

□ 大型化时代，策略的时代



2008年行业配置：“招商99金股”组合

评级	行业分类	流通市值 (亿元)	流通市 值占比	总市值 占比	建议比 例	推荐个股
	保险	1570.41	1.99%	6.28%	6.00%	中国人寿、中国平安
	银行	9824.37	12.5%	18.32%	18.00%	招商银行、浦发银行、兴业银行、工商银行、建设银行
	房地产	5623.34	7.13%	3.14%	8.80%	万科A、保利地产、招商地产、金地集团、陆家嘴、金融街
	航空	1235.71	1.57%	1.33%	2.70%	南方航空、中国国航
	水运	1082.59	1.37%	1.42%	2.00%	中国远洋、中远航运、中海发展
超配	钢铁	4000.9	5.07%	3.68%	6.00%	宝钢股份、鞍钢股份、武钢股份、太钢不锈、八一钢铁
	煤炭	2406.86	3.05%	4.89%	4.00%	中国神华、神火股份、兰花科创、西山煤电、国阳新能
	汽车及配件	2141.5	2.71%	1.52%	3.20%	上海汽车、一汽轿车、福耀玻璃
	工程机械	2297.29	2.91%	1.72%	3.30%	三一重工、中联重科、安徽合力
	船舶制造	392.23	0.50%	0.52%	1.00%	中国船舶、广船国际
	饮料	3191.02	4.05%	2.24%	4.50%	贵州茅台、五粮液、张裕、泸州老窖
	旅游	715.01	0.91%	0.51%	2.00%	华侨城、丽江旅游、黄山旅游、中青旅

资料来源：招商证券研发中心。说明：市值计算的股价日期为11月19日。



2008年行业配置：“招商99金股”组合

评级	行业分类	流通市值 (亿元)	流通市 值占比	总市值 占比	建议比 例	推荐个股
标 配	证券	3221.35	4.08%	1.38%	3.20%	中信证券、辽宁成大
	石油石化	3571.6	4.61%	26.2%	5.50%	中国石油、中国石化
	建材	1246.92	1.58%	1.03%	1.00%	海螺水泥
	造纸	644.28	0.82%	0.39%	0.50%	岳阳纸业、美利纸业
	化工	3483.97	4.42%	2.38%	3.00%	盐湖钾肥、云天化、山东海龙、新安股份
	通信及设备	1665.8	2.11%	1.09%	1.50%	中兴通讯
	通用机械	589.29	0.75%	0.39%	0.80%	昆明机床、天马股份
	电力设备	1367.88	1.73%	0.99%	1.80%	东方电机、置信电气、思源电气、湘电股份
	家电	1029.95	1.31%	0.55%	1.50%	格力电器、美的电器
	医药	3025.3	3.84%	1.65%	3.00%	东阿阿胶、恒瑞医药、天坛生物、天士力、华兰生物
	零售	2359.61	2.99%	1.23%	2.50%	苏宁电器、王府井
	服装纺织	1466.08	1.86%	0.88%	1.20%	大杨创世、七匹狼、中国铅笔、伟星股份
	传媒	517.22	0.66%	0.32%	0.80%	歌华有线、博瑞传播
	机场	500.34	0.63%	0.33%	0.60%	上海机场、白云机场
	铁路运输	835.97	1.06%	1.13%	1.20%	大秦铁路
	公路运输	938.14	1.19%	0.79%	1.00%	赣粤高速、现代投资
	电力	3640.18	4.61%	2.96%	3.50%	长江电力、国电电力、华能国际



资料来源：招商证券研发中心。说明：市值计算的股价日期为11月19日。

2008年行业配置：“招商99金股”组合

评级	行业分类	流通市值 (亿元)	流通市 值占比	总市值 占比	建议比例	推荐个股
低配	电子元器件	1609.41	2.04%	0.89%	0.50%	大族激光、顺络电子、生益科技
	有色金属	4068.96	5.16%	3.89%	2.50%	山东黄金、锡业股份、云南铜业
	建筑施工	1102.69	1.40%	0.74%	0.30%	南玻A
	软件	876.06	1.11%	0.48%	0.50%	鹏博士
	贸易	1086.11	1.38%	0.61%	0.50%	中化国际
	农业	770.74	0.98%	1.03%	0.30%	天邦股份
	公用事业	936.29	1.19%	0.94%	0.80%	合加资源、原水股份、广汇股份
	港口	1111.26	1.41%	0.90%	0.50%	天津港
	综合类	1231.61	1.56%	0.64%	0.00%	
	*ST	947.26	1.20%	0.61%	0.00%	

资料来源：招商证券研发中心。说明：市值计算的股价日期为11月19日。

——请参考《大型化时代--2008年行业资产配置报告》



指数化投资在大型化时代仍然值得推崇

□ 指数化投资将是我们所推崇的策略
——《做多中国崛起，穿越理性繁荣》

□ 散户跑不赢基金，基金跑不赢指数

□ 在长期牛市中投资者非常容易产生保守的持仓倾向，即使是机构；

□ 主动投资要承担额外的交易与冲击成本，更重要的是，在行业与板块快速轮动时期或者无法跟上热点切换而追涨杀跌、或者思路受限而错失机会

——人们一思考，上帝就发笑！

□ 指数仍将是最好的投资方向

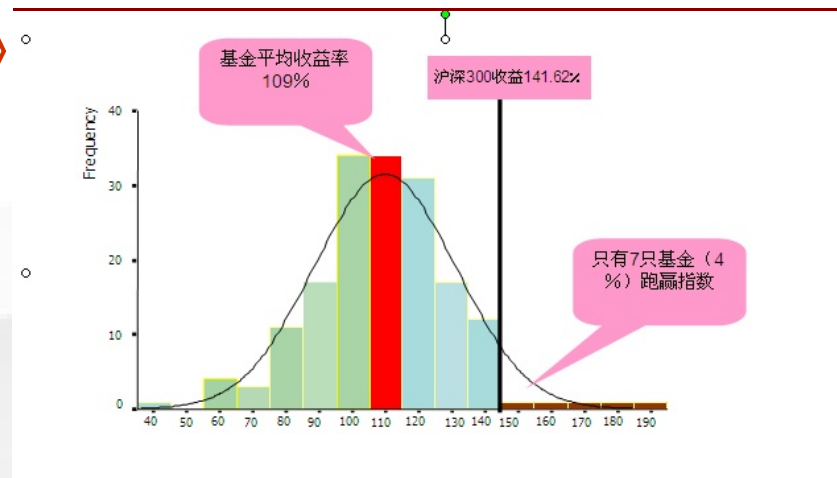
□ 权重：金融、能源、地产、制造；构成：大型国企为主

□ 与股改相似，以央企整合为主导的资产注入与整体上市加速进行背景下，指数是最大的受益者

——道法自然！

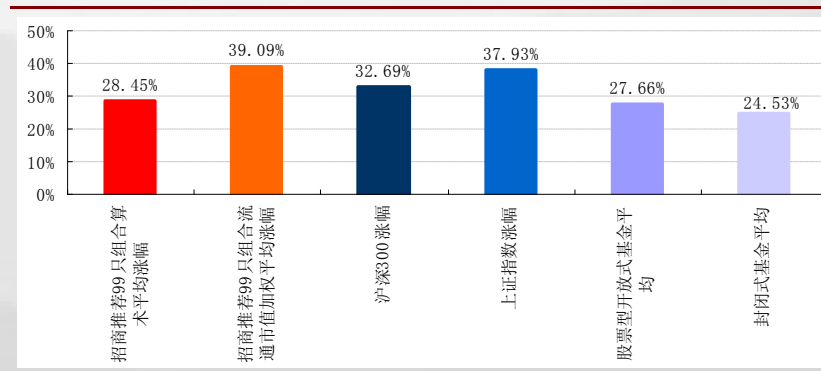


股票型基金 2007 年普遍未能战胜指数 (0101-1120)



资料来源：WIND，招商证券研发中心。

招商“和谐牛市 99 金股”收益率及与指数、基金的比较 (0701-1120)



说明：加权平均涨幅为按流通市值进行加权平均的收益率。

资料来源：WIND，招商证券研发中心。

两句古语

- 已有的事，后必再有；已行的事，后必再行。日光之下并无新事。

——《圣经》

- 沧浪之水清兮，可以濯我缨；沧浪之水浊兮，可以濯我足。

——《楚辞·渔父》



谢谢大家！ 欢迎交流！

