

ROE 量化模型预测：上证综指全年震荡上行，波动区间 2365-2739 点

德邦证券 · A 股策略

A 股策略

以 ROE 量化模型，看市场走向

上证综合指数 2445.00
(52 周最高) 3067.46
(52 周最低) 2132.43

上证综指表现



上证综指历年理论点位与实际走势对比

年份	上证综合 ROE (整体平均)	上证综合指数 (按 R 预测)	上证综合指数 (实际走势)	实际走势 的溢价率
2012E	14.45%	2490	2739(E)	1.1(E)
2011	13.34%	2271	2132	0.94
2010	16.60%	1988	2808	1.41
2009	14.39%	1800	3277	1.82
2008	14.23%	1617	1820	1.13
2007	19.69%	1430	5261	3.68
2006	15.08%	1288	2675	2.08
2005	16.54%	1130	1161	1.03
2004	19.24%	980	1266	1.29
2003	9.33%	915	1497	1.64

A 股策略观点

- 沪综指从 2132.63 点底部反弹至今，已积累超过 11% 的涨幅，同时板块轮动效应凸显。从本轮市场的反弹内外因分析，流动性释放预期、政策面持续利好是助推股指上涨的外部因素。
- 究其内在原因，去年市场已回调到 2132 点，低于上证综指的理论点位 2243，因此，我们认为此轮对于从 2009 年开始累积的估值泡沫的调整已经到位，价值已回归到经济基本面可支撑的范围。纵观 A 股回调的历史，在大盘估值回归到合理点位之后，第二年上证综指的走势大多在合理估值的 1.5-2 倍运行（如 09 年、06 年与 96 年）。因此，今年上证综指势必在理论点位的上方运行。
- ROE 量化模型的原理，是上证综指每年的理论点位应当遵循历年预期收益率 R 的复合收益。即大盘理论点位 $(t+1) = \text{理论点位 } t * R = \text{理论点位 } t * (1 + ROE * ((1-b)B/P + b))$ 。在预测今年 A 股整体 ROE 的数值时，我们根据国务院总理温家宝在 3 月 5 日第十一届全国人民代表大会第五次会议的政府工作报告中所提出的 2012 年国内生产总值增长 7.5% 的目标，通过 GDP 与 ROE 的回归关系，我们预测 2012 年上证综指所有公司的总体 ROE 为 14.45%。
- 根据 ROE 量化模型的分析，中国经济基本面足以支撑的上证综指合理点位为 2490。考虑到 2012 年中国经济增速放缓，以及经济结构转型的需求，指数大幅度溢价偏离理论价值的可能性不大，我们认为 2012 年上证综合指数将高于理论点位 10% 左右，走出小幅上行的行情。
- 综上所述：

- 2012 年上半年，中国经济基本面足以支撑的上证综指合理点位为 2378，波动区间为 2259-2497。
- 2012 年全年，中国经济基本面足以支撑的上证综指合理点位为 2490，波动区间为 2365-2739。

策略研究小组

李明选

证书编号 S0120511030005

联系人

胡蓓蓓

8621-68761616-8559

hubb@tebon.com.cn

请务必阅读正文后的免责条款部分

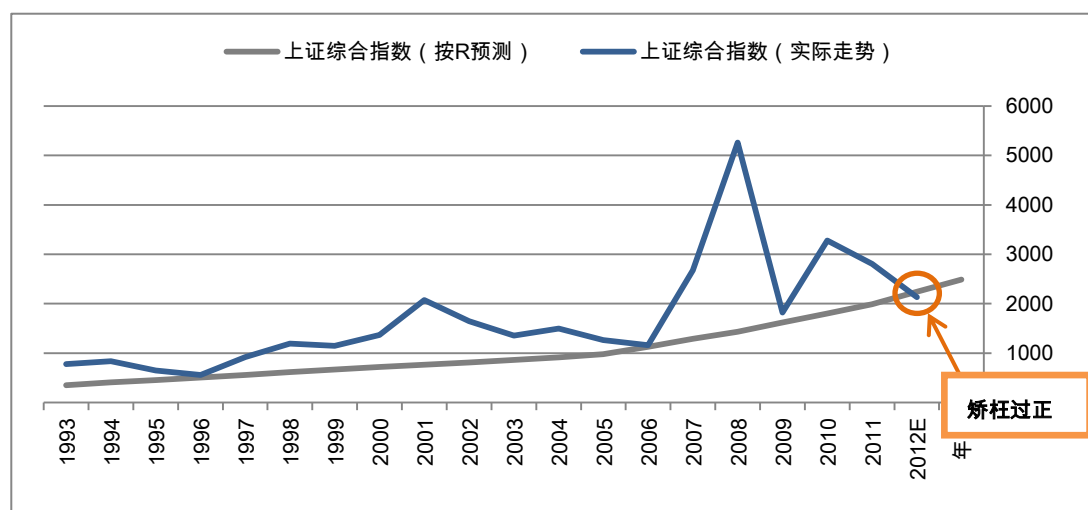
一. 市场回调已经到位，后市将震荡上行

- 根据 ROE 量化模型分析，去年市场已回调到 2132 点，低于上证综指的理论点位 2243，因此，我们认为此轮对于从 2009 年开始累积的估值泡沫的调整已经到位。而根据 A 股历年回调的历史，在大盘估值回归到合理点位之后，第二年大多在合理估值的 1.5-2 倍左右运行（09 年、06 年与 96 年）。然而，考虑到 2012 年中国经济增速放缓，以及经济结构转型的需求，指数大幅度溢价的可能性不大，我们认为今年上证综合指数将走出小幅上行的行情。

1.1 去年市场已回调到2132点，低于上证综指的理论点位2243

- 将上证综指当作一直股票来分析，上证综指每年的理论点位应当遵循历年预期收益率 R 的复合收益。即大盘理论点位 $(t+1) = \text{理论点位 } t * R = \text{理论点位 } t * (1 + ROE * ((1-b) B/P + b))$ 。从指数实际走势与理论走势对比来看，实际点位永远高于理论点位 1 至 4 倍，但是当实际点位偏离理论点位过大时，市场就会作出回调。如 1991 年，1995 年，2005 年，2008 年和 2011 年，实际点位都回归到了理论点位的 0.94 到 1.5 倍左右。
- 上证综指的点位自 2008 年大跌之后，于 2009 年开始偏离合理估值，一度达到 2009 年中的 1.82 倍，随后实际走势与理论点位的偏离度逐步收窄，股值泡沫被逐渐积压，到 2011 年底的 2132 点，实际走势已经跌破理论点位 2243，出现矫枉过正的现象。
- 因此，我们认为 2011 年底的下跌对于从 2009 年开始累积的估值泡沫的调整已经到位。2012 年开始，上证指数在理论点位上方运行是大概率事件。

图 1：上证综合成分指数历年理论点位与实际点位对比

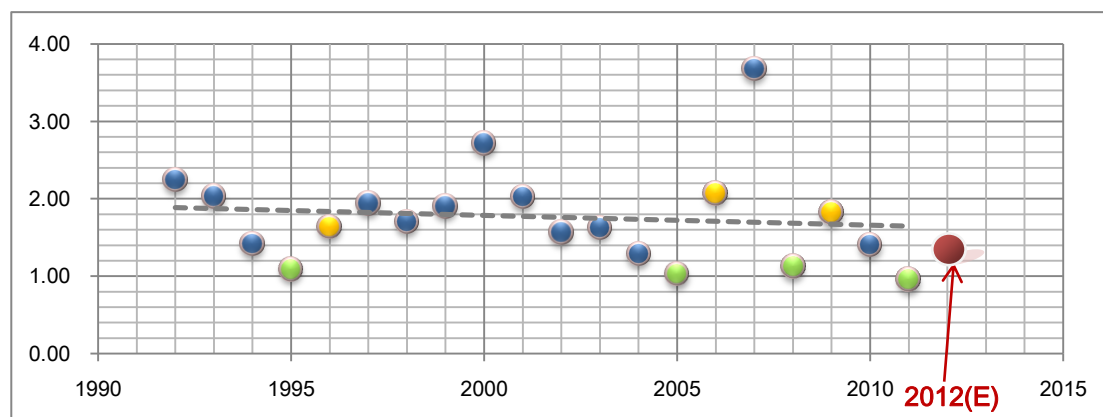


资料来源：德邦研究

1. 2 2012年，上证指数将在理论点位的上方运行

- 纵观 A 股历年回调的历史，在大盘估值回归到合理点位之后，第二年大多在合理估值的 1.5-2 倍左右运行（如图 2 黄点所示）。然而，考虑到 2012 年中国经济增速放缓，以及经济结构转型的需求，指数大幅度溢价的可能性不大，我们认为今年上证综合指数可能走出高于理论点位 10% 左右的走势，即溢价率为 1.1。

图 2：上证指数历年实际走势相对于理论点位的溢价率（散点分布）



资料来源：德邦研究

二. 上证综指全年震荡上行，波动区间2365-2739点

2.1 预计2012年上证综指整体ROE水平为14.45%

- 将历年的 GDP 增长率和 ROE 做回归分析, (GDP 增长率为自变量 x, ROE 为应变量 y), 得出的 T 值为 3.16, 说明这两个变量之间存在较强的关系。得出的变化系数为 1.926, 即 $ROE = GDP * 1.926$ 。
- 3月5日第十一届全国人民代表大会第五次会议上, 国务院总理温家宝提出, 2012年国内生产总值增长 7.5%。
- 通过 GDP 与 ROE 的回归关系, 我们预测 2012 年全年上证指数所有公司的总体 ROE 为 14.45%。
- 将全年的收益率分解, 我们预测 2012 年上半年上证指数所有公司的总体 ROE 为 7.2%。

2.2 2012年底，中国经济基本面足以支撑的合理点位为2490

- 根据 ROE 量化模型, 将假设的 2012 年上半年上证指数所有公司的总体 ROE 7.2% 带入, 我们预计 2012 年上半年, 中国经济基本面足以支撑的上证综指合理点位为 2378, 波动区间为 2259-2497。
- 同理, 我们预计 2012 年全年, 中国经济基本面足以支撑的上证综指合理点位为 2490, 考虑到上证综指点位在 2011 年回调后的偏离效应, 我们认为今年可能走出高于理论点位 10% 左右的走势, 因此, 波动区间为 2365-2739。
- 投资建议: 大盘连续上涨至 2460 附近已接近全年理论点位, 在公司业绩尚未实现之前, 股市必然回调, 建议减仓等待。如回调至 2400 以下, 接近 2360 附近为经济基本面可支撑的安全区域, 届时可以适当建仓。

图 3：上证指数理论点位预测表

年份	上证综合 ROE (整体平均)	PB	上证综合指数 (按 R 预测)	上证综合指数 (实际走势)	实际走势的偏离度 (溢价率)
2012E	14.45% (E)		2490 (E)	2739 (E)	1.10 (E)
2011	13.34%	1.77	2243	2146	0.96
2010	16.60%	2.32	1988	2808	1.41
2009	14.39%	3.19	1800	3277	1.82
2008	14.23%	2.02	1617	1820	1.13
2007	19.69%	6.24	1430	5261	3.68
2006	15.08%	3.07	1288	2675	2.08
2005	16.54%	1.64	1130	1161	1.03
2004	19.24%	2.02	980	1266	1.29
2003	9.33%	2.63	915	1497	1.64
2002	7.95%	2.66	864	1357	1.57
2001	9.17%	3.41	811	1645	2.03
2000	9.23%	4.61	762	2073	2.72
1999	8.85%	3.33	717	1366	1.91
1998	9.42%	2.99	670	1146	1.71
1997	12.79%	3.41	614	1194	1.94
1996	13.51%	3.16	559	917	1.64
1995	13.36%	2.11	506	555	1.10
1994	14.83%	2.55	455	647	1.42
1993	15.97%	4.59	410	833	2.03
1992	26.93%	5.31	347	780	2.25

资料来源：德邦研究

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。