

从风格轮换及估值分布看本轮反弹

研究结论：

风格轮换角度看反弹

- **银行板块由于市值大，对大盘起着决定性因素。**银行、保险、石油石化等权重股的表现无疑会对市场产生较大的影响，以银行股为例，按照 2 月 19 日收盘价计算的银行股在上证综指中的权重为 20.68%，在不考虑其他行业股票波动的情况下，银行股如上涨 10%，将推升上证综指 50 点左右，再考虑到银行板块能间接带动其他板块走势，银行股对大盘的作用不言而喻。因而我们关注行情究竟能走多远就自然要关注对指数起到重要推动作用且尚未表现的大盘股的情况。
- **历史经验证明，每次市场上涨过程中，银行股和小盘股呈现交替上涨的特征，且风格转换结束后行情一般很快结束。**我们检验了 2000 年至今市场每次阶段性上涨过程中银行股及小盘股票的表现，发现市场的表现分为两种情况，06 年底的牛市之前的反弹，在每次阶段性反弹中，银行股和小盘股往往呈现交替上涨的特征，最终银行股和小盘股的涨幅相差不多，风格转换后行情往往很快结束。还有一种情况即是 06 年下半年以来市场在急涨急跌过程中表现出来的特点。在一波阶段性上涨的过程中，往往是某一风格的股票表现较好，或者是银行股，或者是小盘股。在这种情况下，行情往往在某一风格的股票表现超乎寻常后结束。
- **本轮反弹银行股的表现要远远弱于小盘股，这与 07 年 3 月初到 5 月底的行情较为相似。**07 年 5 月底在小盘股表现较为疯狂的情况下，提高印花税政策的出台使市场迅速调整。此次小盘股在大幅上涨后风险逐步累积，值得注意。同时我们看到从历史银行股与小盘股的轮动来看，未来银行股或许具备更强的防御性。

估值分布角度看反弹

- **估值的均值回归之旅基本到位。**从去年 10 月上证综指底部 1664.93 点算起，指数最高反弹幅度已超过 40%，随着市场的反弹，个股的估值水平也有了明显的提升，PE 在 25 倍以下的股票明显减少，而 PE 回升至 25 倍以上的品种陡然增加。统计发现，当前市场估值水平在 21-40 倍的个股占比最高，为 34.10%，静态 PE 超过 20 倍的个股数量占到个股总数的 73.21%，而静态 PE 超过 40 倍的个股数量已经占到了个股总数的 39.11%，因而从市场估值水平的角度可以发现经过了前期的大幅反弹之后市场低估值状况已经得到修正，估值从底部回归之路恐暂时告一段落。



东方证券
ORIENT SECURITIES

孟卓群

金融衍生品分析师
021-63325888-6113

mengzhuoqun@orientsec.com.cn

高子剑

金融衍生品首席分析师
021-63325888-6115

gaozijian@orientsec.com.cn

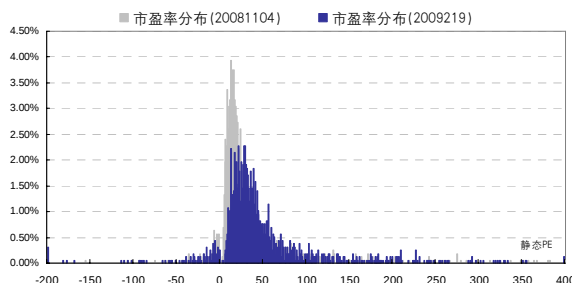
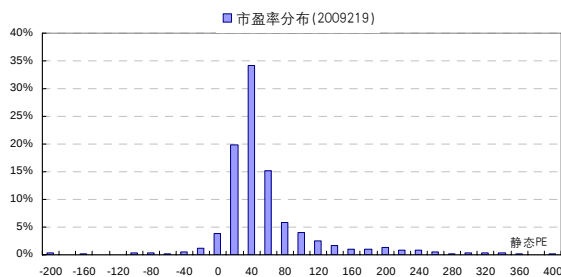
报告日期

2009 年 2 月 20 日

银行股和小盘股在上涨过程中的相对收益率



市盈率分布及变化情况



东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

1. 从风格轮动角度看市场阶段性反弹的特征

08 年底至今的本轮反弹一个较为明显的特征是板块间的轮动，从最开始的题材股到有色金属到钢铁再至金融，几乎各个板块均得到了表现的机会，不过这次反弹板块轮动的特征基本是停留在小盘股的层面。权重股并没有突出的表现。我们关注行情究竟能走多远就自然要关注对指数起到重要推动作用且尚未表现的大盘股的情况。

银行、保险、石油石化等权重股的启动无疑会对市场产生较大的影响，以银行股为例，按照 2 月 19 日收盘价计算的银行股在上证综指中的权重为 20.68%，在不考虑其他行业股票波动的情况下，银行股如上涨 10%，将推升上证综指 50 点左右。我们以 2 月 19 日的收盘价为例，计算了各权重板块或个股对指数的影响。

表 1. 主要板块占指数权重一览表（2009 年 2 月 19 日）

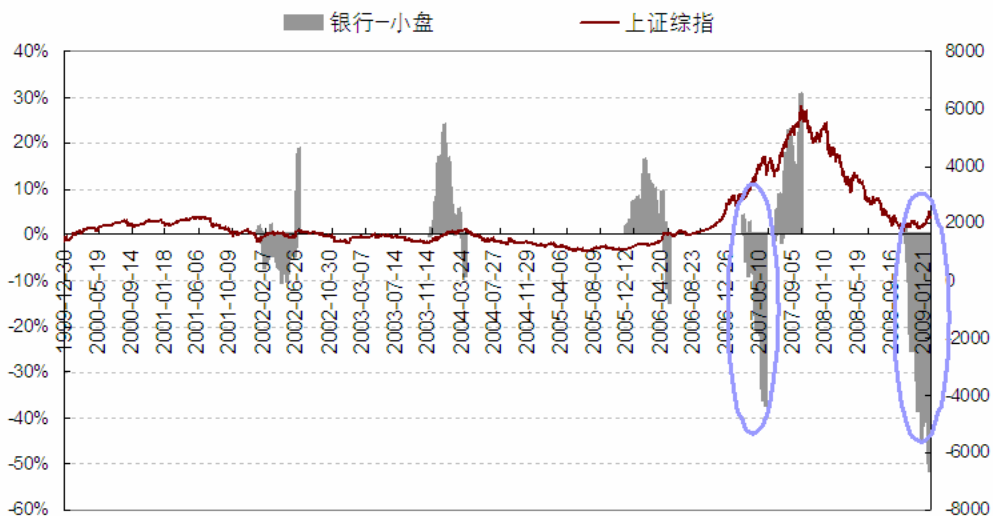
板块	个股数目	指数权重 (%)	指数贡献(上涨 10%)
银行	12	20.68	46.06
中国石油	1	15.32	34.12
中国石化	1	5.02	11.18
保险	3	6.05	13.47
券商	3	2.52	5.61

资料来源：wind 资讯，东方证券研究所

为了判断权重股与小盘股的走势在指数上涨途中是否呈现交替上涨的特征，我们对历史数据进行了检验，由于多数石油保险券商股 06-07 年才上市，这些板块可以用于检验的数据有限，我们以银行为代表来检验权重股与小盘股间的风格转换。

我们检验了 2000 年至今市场每次阶段性上涨过程中银行股及小盘股票的表现，发现市场的表现分为两种情况，06 年底的牛市之前的反弹，在每次阶段性反弹中，银行股和小盘股往往呈现交替上涨的特征，轮动非常明显，也就是说反弹途中前期滞涨的板块有补涨的需求，最终银行股和小盘股的涨幅相差不大，风格转换后行情往往很快结束。还有一种情况即是 06 年下半年以来市场在急涨急跌过程中表现出来的特点。在一波阶段性上涨的过程中，往往是某一风格的股票表现较好，比如在 07 年 3 月初到 5 月底的行情中，小盘股的表现要远强于银行股，而在 07 年 7 月中旬到 10 月中旬的行情中，小盘股的表现要明显弱于银行股。在这种情况下，行情往往在某一风格的股票表现超乎寻常后结束。

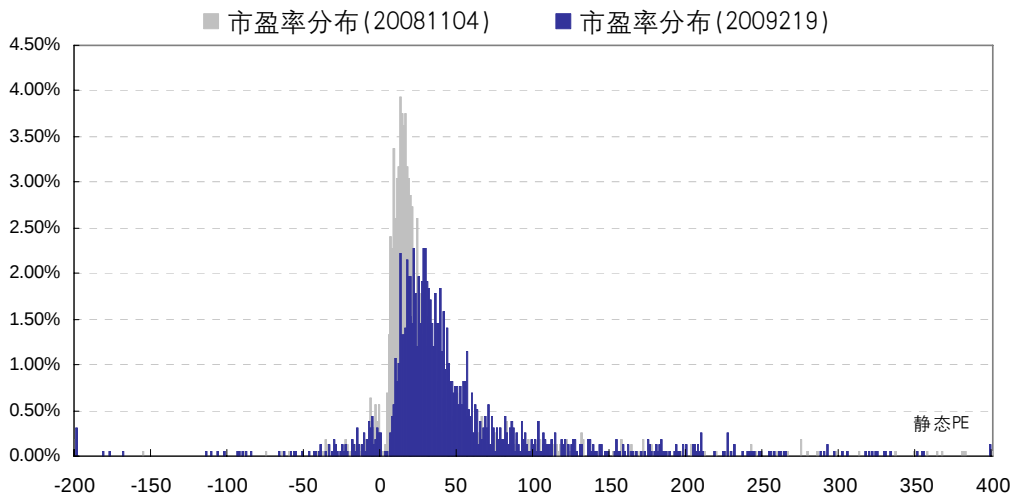
本轮反弹银行股的表现要远远弱于小盘股，这与 07 年 3 月初到 5 月底的行情较为相似。07 年 5 月底在小盘股表现较为疯狂的情况下，提高印花税政策的出台使市场迅速调整。此次小盘股在大幅上涨后风险逐步累积，值得注意。同时我们看到从历史银行股与小盘股的轮动来看，未来银行股或许具备更强的防御性。

图 2. 2000 年至今市场上涨途中银行及小盘股风格轮换特征


资料来源：东方证券研究所

2. 从市场估值水平的分布特征看市场反弹

从去年 10 月上证综指底部 1664.93 点算起，指数最高反弹幅度已超过 40%，随着市场的反弹，个股的估值水平也有了明显的提升，前期超跌造成的低估值状况已得到了较大程度的修正，我们把当前个股静态市盈率的分布进行了测算，同时与去年 11 月初市场底部时的静态估值水平进行对比，得到如下结论：

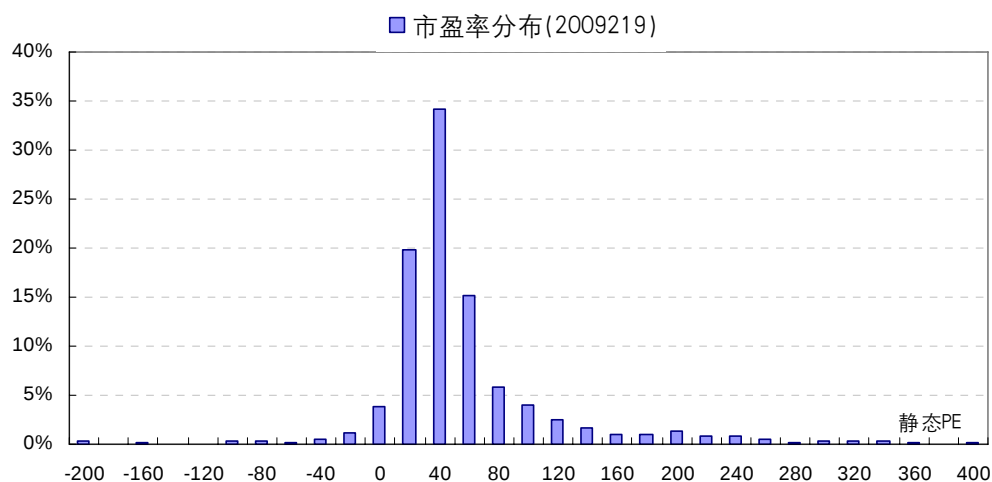
图 3. 近期市场反弹途中个股静态估值水平分布变化图


资料来源：wind 资讯，东方证券研究所

图中纵轴画出的正是位于不同 PE 水平的个股占沪深股票总数的比例。可以看到近期市场的估值水平有了明显的提升，PE 在 25 倍以下的股票明显减少，而 PE 回升至 25 倍以上的品种陡然增加。

我们对当前市场估值水平的分布状况进行了放大：

图 4. 当前市场个股静态估值水平分布



资料来源：wind 资讯，东方证券研究所

注：横轴 x 标识的间隔代表 PE 在 x-19~x 倍之间

由这张图我们可以看到，当前市场估值水平在 21-40 倍的个股占比最高，为 34.10%，静态 PE 超过 20 倍的个股数量占到个股总数的 73.21%，而静态 PE 超过 40 倍的个股数量已经占到了个股总数的 39.11%，因而从市场估值水平的角度可以发现经过了前期的大幅反弹之后市场低估值状况已经得到修正，估值从底部回归之路恐暂时告一段落。

分析师承诺

孟卓群：金融衍生品分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

高子剑：金融衍生品首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn