

2010年06月21日

## 投资策略

徐海洋

021-68762813

xhy@rxzq.com.cn

## 【本周策略】 小盘股补跌空间有多大

## 本周市场

端午节之后的上周市场虽然只有两个交易日，盘面走势却清晰展现出了两个特征：

第一：A股市场并没有能力追随外围市场上涨，表明投资者对市场前景悲观，行情不具备发动有力度攻势的条件；

第二：市场明显开始结构性调整行情。上周两个交易日，沪综指下跌 2.21%，上证 50 指数下跌 0.65%，但创业板指数两日下跌 10.86%，中小板指数下跌 5.74%。此前一直强势的中小盘股成为领跌主力，这也是目前市场最为显著的变化特征。

| 指数名称      | 上周涨跌幅[%] | 5 日涨跌幅[%] | 10 日涨跌幅[%] | 30 日涨跌幅[%] |
|-----------|----------|-----------|------------|------------|
| 上证综合指数    | -2.21    | -0.03     | -2.14      | -11.36     |
| 上证 50 指数  | -0.65    | 1.4       | -2.12      | -11.33     |
| 沪深 300    | -2.27    | -0.12     | -1.75      | -10.71     |
| 深证 100 指数 | -3.3     | -1.4      | -1.46      | -9.37      |
| 中小板指数 P   | -5.74    | -4.01     | -0.68      | -7.02      |
| 创业板指      | -10.86   | -6.27     | 2.78       | 2.78       |

我们认为，当前市场内外部环境仍然不乐观，并不能给投资者带来持续有力度的做多支撑，市场趋势难以迅速扭转，震荡调整过程也将进一步延长。

基于欧洲国家高福利与低生产的固有矛盾，此轮债务危机可能难以迅速走向终结，金融领域的收缩有可能带来全球经济二次探底的风险。中国外贸环境并不乐观。

国内的情况来看，5 月经济数据表明，未来物价指数仍有进一步冲高潜力，而反映经济增长的投资、工业数据已有向下拐点出现。5 月出口有些许亮色，但在主要出口国经济不振、人民币被动升值以及贸易摩擦加剧的环境下，不排除 3 季度中国出口迅速下滑的可能性。

经济增速下滑与物价走高的矛盾没有解决，货币紧缩与市场扩容又在不断考验市场承接力。流动性紧张是当前金融市场的普遍状况，且没有明晰的解决途径，而大盘股发行速度不减，银行股再融资迫近，以及下半年即将实现的全流通环境，都对市场资金供应提出了更高要求。在趋势上，A 股市场已经很难重返高估值状态。

各方参与者对目前市场环境已经给出了充分、详尽的论述，盘面走势也在不断确认这些趋势特征，对此我们不想在此过多论述。以创业板、医药股、信息设备类强势股大跌为代表的中小盘股补跌，是目前市场全新出现的新变化，也是我们应该关注的焦点问题。

中小盘股补跌趋势已经出现。今年以来，指数在权重股的带动下大幅下跌，中小盘个股阶段性跟随回调，但很快便重返强势，大部分个股反复突破新高，其中以医药股、创业板和部分新经济类个股为典型代表。我们认为，这种分化走势是经济转型政策导向和紧缩环境下流动性供应紧张两者作用下市场能够投资者的无奈选择，也可能是必然选择。

投资者一直在谈论小盘股的补跌，但整个上半年，中小盘股的补跌迟迟没有到来。目前来看，我们觉得补跌风险可能已经真正到来。原因大概有这么几个方面：在整体经济环境不乐观的背景下，中小盘股的稳健经营、持续成长能力必然受到一定影响。更重要的是，相关个股股价已经通过上涨，在很大程度上反映了未来成长预期。此外，在资金供求对比上来讲，市场流动性紧缺与扩容加速已经开始对高估值板块产生影响，其高高在上的股价必然难以长久维持。

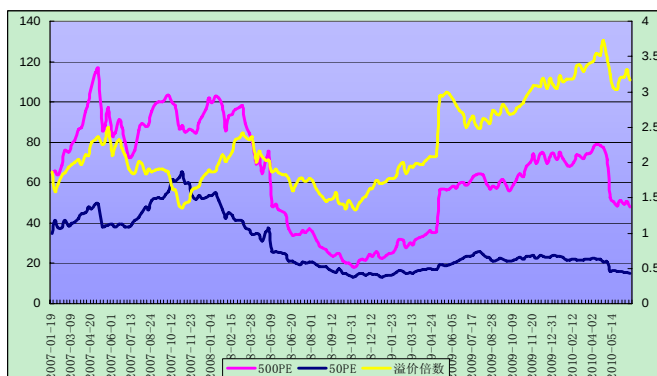
可能的补跌空间有多大。当然，由于中小盘股中的部分个股代表了未来经济转型的要求，其能否真正补跌可能存在较大争议。对此，我们可以存疑不议。本文是想通过一些途径探讨，如果中小盘个股开始补跌，其可能的下跌空间有多大？投资者如果希望抄底介入，应该有怎样的心理预期。

#### 方法一：估值差距回归

我们用中证 500 指数和上证 50 指数分别作为大小盘股的代表，通过两者的估值对比关系来判断小盘股可能的补跌空间。如下图所示。

我国证券市场上，小盘股估值对大盘股估值通常有一定溢价，但这种溢价幅度应该在一定范围之内，溢价幅度过高和过低，通常都有回归均值的趋势。

中证 500 与上证 50 估值对比



从 2007 年以来 174 周的数据统计来看，中证 500 相对 50 指数的估值溢价倍数平均值为 2.245 倍，最大值为 2010 年 4 月的 3.73 倍；最小值为 2008 年行情 11 月初的 1.33 倍，当时也正是行情最为低迷的时期。目前，小盘股对大盘股的估值溢价倍数为 3.162 倍，依然处于历史上相对比较高的位置。

大小盘股溢价倍数历史区间



从溢价倍数数据历史上的变化也可以看出，小盘股估值相对大盘股估值的倍数通常位于 1.5 倍到 2.5 倍之间，在此形成比较密集的集中分布区。当前小盘股估值相对大盘股达到历史高位，在 4 月突破新高后，现在虽然有所回落，但估值溢价仍然处于历史高位。

如果我们认可小盘股估值将要回归的趋势，那么，测算其回归幅度的方法有两种：第一，按照 07 年以来大小盘股估值差异的平均值计算，即当前的 3.162 倍向 2.245 倍回归，则小盘股的下跌空间应该在 40.85%；第二，按照比较乐观的情形计算，即小盘股估值溢价只回归到溢价倍数密集区间的上限，即 2.5 倍溢价水平，则小盘股平均仍然需要下跌 26.48%。

也就是说，如果市场出现估值差距逐步弥合的趋势，那么，目前市场的中小盘股在乐观情况下可能仍然需要有 26% 以上的跌幅。

方法二：小盘股回归历史平均估值

上述第一种方法仅仅比较了大小盘股的估值差距，从这个角度探讨小盘股可能的下跌空间。其重要假设在于两类股票组合的估值水平不变，即对公司盈利预测的前景不发生变化。因为当前市场普遍认为中小盘股将有可预见的高速成长，而权重股预期则比较悲观，如果业绩预期发生变化，在

股价不变的情况下，两者的估值差距也会发生改变。

因此，我们从小盘股自身历史估值区间变化的角度分析未来中小盘股是否具有下跌空间。

首先从中证 500 指数来看，自 2007 年以来，中证 500 指数平均市盈率在 63.56 倍，而当前市场预期中证 500 指数市盈率在 48.15 倍，这个数值低于历史平均水平约 24%。

再来看深圳中小板指数的情况，历史上中小板指数市盈率波动幅度较大，2008 年低点时只有 19.9 倍，而 08 年初牛市顶峰期却高达 91 倍，在推出以来，中小板个股平均估值在 47.04 倍，与当前指数 45.31 倍的估值水平相差无几。



中小板指数与中证 500 指数的对比结果有明显出入，我们认为，这主要与指数成份股构成有关。事实上，目前市场比较明显的估值差距出现在创业板个股，创业板指数推出不久，只有三周统计数据。其 6 月当周平均市盈率在 84 倍以上，部分个股市盈率超过 100 倍，目前大幅调整之后，创业板指数的市盈率水平仍在 75 倍。无论对比主板市场，还是对比美国纳斯达克市场 25 倍市盈率，都有明显的超高溢价。其调整空间也应该比较大。

综上所述，可以看出，如果市场出现大小盘股估值弥合趋势，按照历史规律来讲，乐观情况下小盘股跌幅应在 26% 以上；按照自身估值水平纵向对比方法研究，中小板股票与中证 500 股票的结果矛盾，这反映了在小盘股内部也存在着明显的结构性高估，即部分股票估值严重偏高，部分股票可能并不具备大幅下跌空间。根据以上分析，我们认为，当前投资者应对中小盘股整体保持谨慎，尤其部分估值明显偏高的股票，应仔细研究其基本面和成长空间，切忌盲目抄底或盲目持有。

**【重要新闻】****央行：推进人民币汇改 增强汇率弹性**

根据国内外经济金融形势和我国国际收支状况，中国人民银行决定进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节。继续按照已公布的外汇市场汇率浮动区间，对人民币汇率浮动进行动态管理和调节。

**多个规划获批 中国密集提升区域经济比重**

近期来，国家密集批准多个区域规划，提升区域经济在经济发展中的比重。20日，中共福建省委书记孙春兰宣布，国务院已批准厦门经济特区扩大到全市，并建立两岸区域性金融服务中心。此前，深圳特区扩关申请、重庆“两江新区”总体规划方案以及海南国际旅游岛建设发展规划纲要等相继获批。

**屠光绍：加快发展债市和股权投资市场**

6月18日，上海市委常委、副市长屠光绍在出席由本报主办的“上证中国金融论坛暨世博经济高层研讨会”时表示，为适应经济结构调整的需要，我国的金融结构调整应加快跟进，当务之急是发展债市和股权投资市场。

**海南国际旅游岛纲要正式获批 免税政策仍需等待**

一再推迟公布时间的《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》终于出炉。本月8日，国家发改委正式批复《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》，明确了海南重点发展的旅游、文化体育、房地产等八大产业。对于购物免税政策，海南方面表示将争取尽快明朗相关政策，今年年底前开始运营大型免税店。

**能源局披露能源规划要点 煤炭过剩矛盾突出**

由中国能源研究会主办的中国能源战略与“十二五”能源发展论坛19日在北京召开，国家能源局副局长吴吟首次在会上披露了国家能源战略规划的层次和要点。煤炭总量过剩的矛盾越来越突出，结构不合理、发展方式粗放的问题依然严峻，煤炭消费量持续大幅增加，资源开发、环境保护和经济社会可持续发展面临严峻挑战。

**特殊法人参与股指期货正稳步推进 开户数 3.5 万**

中国金融期货交易所交易部总经理殷晓峰透露，截止6月18日，股指期货开户数达3.5万，有84%的账户参与交易。目前，包括证券公司、基金公司、CTA(商品交易顾问)、信托、保险等特殊法人机构参与股指期货的工作正在稳步推进。

**煤制气或成“十二五”煤化工重头**

从传统煤化工行业被批产能过剩到新型煤化工遭遇“三年不安排新的试点项目”，煤化工行业的发展似乎走入了死胡同。但在19日的中国能源战略与“十二五”能源发展论坛上，石油和化学工业规划院教授张方表示，随着国内天然气价格逐步与国际接轨，煤制天然气将迎来黄金发展期。

**AH 股溢价创新低 A 股阶段底部或临近**

恒生AH股溢价指数6月18日跌破100点关口，创出98.61点新低。分析人士指出，从历史上看，AH股溢价处于低位后往往预示着A股市场将迎来一个阶段性底部。结合宏观政策预期、估值等因素，本次AH股溢价指数创出新低很可能暗示A股阶段底部临近。

**云南两大集团打造国内最大钛产业集群**

随着昆钢集团旗下云南钛业股份有限公司禄丰土官 2 万吨/年钛材加工基地 7 月 1 日的建成投产，由昆钢集团和云南冶金集团联手打造的全国最大钛产业集群在云南初具雏形。据了解，云南是我国钛资源最丰富的地区之一，且钛矿具有储量大、品位高、分选性能好等优点。

### 中国铁建股东大会通过不超过 80 亿定向增发方案

6 月 18 日，备受资本市场关注的中国铁建 (7.31, 0.00, 0.00%) 2009 年年度股东大会、中国铁建 2010 年第一次类别股东大会在中国铁建大厦顺利召开，此次股东大会以 85.48% 的赞成比例顺利通过了中国铁建非公开增发方案。

### 索罗斯开炮全球经济 美股意外反弹至一个月来新高

6 月 8 日，全球股市风向标——道琼斯工业指数 (以下简称道指) 盘中蹒跚地撞向 9757.55 点，不仅刷新去年 11 月 4 日以来新低，更相比年内高点重挫 13%。令人万万没有料到，道指在不到半个月时间内却从低谷扶摇直上至 10440 点，期间累计涨幅高达 6%。讽刺的是，不仅本周美国经济数据普遍弱于预期，并且投资大师索罗斯才刚公开对欧洲经济明年预期唱衰。

### 纽约金价收报 1258.3 最高 1263.7 均创新高

纽约市场的主力黄金期货合约再度高收，收盘位和盘中最高点的纪录均被刷新。8 月合约上涨 9.6 美元，收于 1258.3 美元/盎司，涨幅为 0.8%。盘中 8 月合约的最高值为 1263.7 美元，最低为 1243.1 美元。

## 【新股日历】

| 证券代码   | 申购代码   | 证券简称 | 上网发行日期    | 上市日期      | 发行数量 (万股) | 上网发行数量 (万股) | 发行价格 (元) | 市盈率   |
|--------|--------|------|-----------|-----------|-----------|-------------|----------|-------|
| 601288 | 780288 | 农业银行 | 2010-7-6  | -         | *2557060  | *1054240    | -        | -     |
| 300093 | 300093 | 金刚玻璃 | 2010-6-28 | -         | *3000     | *2400       | -        | -     |
| 300092 | 300092 | 科新机电 | 2010-6-28 | -         | *2300     | *1840       | -        | -     |
| 300094 | 300094 | 国联水产 | 2010-6-28 | -         | *8000     | *6400       | -        | -     |
| 2443   | 2443   | 金洲管道 | 2010-6-23 | -         | *3350     | *2680       | -        | -     |
| 2440   | 2440   | 闰土股份 | 2010-6-23 | -         | *7382     | *5906       | -        | -     |
| 2442   | 2442   | 龙星化工 | 2010-6-23 | -         | *5000     | *4000       | -        | -     |
| 2441   | 2441   | 众业达  | 2010-6-23 | -         | *2900     | *2320       | -        | -     |
| 601000 | 780000 | 唐山港  | 2010-6-18 | -         | *20000    | *16000      | -        | -     |
| 300090 | 300090 | 盛运股份 | 2010-6-11 | -         | 3200      | 2560        | 17       | 49.56 |
| 300089 | 300089 | 长城集团 | 2010-6-11 | -         | 2500      | 2000        | 20.5     | 47.67 |
| 300091 | 300091 | 金通灵  | 2010-6-11 | -         | 2100      | 1680        | 28.2     | 48.62 |
| 2396   | 2396   | 星网锐捷 | 2010-6-7  | -         | 4400      | 3520        | 23.2     | 40.38 |
| 2437   | 2437   | 誉衡药业 | 2010-6-7  | -         | 3500      | 2800        | 50       | 54.35 |
| 2439   | 2439   | 启明星辰 | 2010-6-7  | -         | 2500      | 2000        | 25       | 58.97 |
| 2438   | 2438   | 江苏神通 | 2010-6-7  | -         | 2600      | 2080        | 22       | 59.46 |
| 2434   | 2434   | 万里扬  | 2010-6-2  | 2010-6-18 | 4250      | 3400        | 30       | 38.96 |

|      |      |      |           |           |      |      |       |       |
|------|------|------|-----------|-----------|------|------|-------|-------|
| 2436 | 2436 | 兴森科技 | 2010-6-2  | 2010-6-18 | 2793 | 2234 | 36.5  | 53.68 |
| 2433 | 2433 | 皮宝制药 | 2010-6-2  | 2010-6-18 | 2500 | 2000 | 29.82 | 57.35 |
| 2435 | 2435 | 长江润发 | 2010-6-2  | 2010-6-18 | 3300 | 2640 | 15.5  | 49.16 |
| 2432 | 2432 | 九安医疗 | 2010-5-31 | 2010-6-10 | 3100 | 2480 | 19.38 | 62.52 |
| 2429 | 2429 | 兆驰股份 | 2010-5-31 | 2010-6-10 | 5600 | 4480 | 30    | 65.22 |

## 【本周限售股解禁日历】

| 代码        | 名称   | 可流通起始日    | 可流通数量(股)      | 占总股本比例(%) |
|-----------|------|-----------|---------------|-----------|
| 600029.SH | 南方航空 | 2010-6-18 | 3,300,000,000 | 41.23     |
| 600712.SH | 南宁百货 | 2010-6-16 | 19,942,422    | 11.49     |
| 600730.SH | 中国高科 | 2010-6-15 | 71,484,126    | 24.37     |
| 600747.SH | 大连控股 | 2010-6-13 | 53,216,419    | 5.00      |

## 【市场回顾与分析】

表 1: 核心指数一周涨跌幅 (06.14-06.18)

|           | 收盘价     | 涨跌幅(%) | 成交额(亿元) |
|-----------|---------|--------|---------|
| 上证综合指数    | 2513.22 | -0.38  | 616.51  |
| 深证成份指数    | 9966.54 | -0.75  | 60.48   |
| 沪深 300    | 2696.17 | -0.58  | 402.93  |
| 中证 100    | 2537.94 | -0.13  | 171.05  |
| 上证 50 指数  | 1870.87 | -0.06  | 107.98  |
| 上证 180 指数 | 5829.98 | -0.38  | 266.90  |
| 深证 100R   | 3582.50 | -0.91  | 116.14  |
| 深证综合指数    | 1011.66 | -1.56  | 646.44  |
| 中小板指      | 5560.52 | -2.11  | 301.50  |

表 2: 行业板块一周市场表现 (06.14-06.18)

|          | 涨跌幅(%) |
|----------|--------|
| 金融服务(申万) | 0.51   |
| 房地产(申万)  | 0.47   |
| 公用事业(申万) | -0.14  |
| 综合(申万)   | -0.17  |
| 交运设备(申万) | -0.19  |
| 交通运输(申万) | -0.28  |
| 化工(申万)   | -0.31  |
| 家用电器(申万) | -0.37  |
| 建筑建材(申万) | -0.39  |

|           |       |
|-----------|-------|
| 有色金属(申万)  | -0.71 |
| 采掘(申万)    | -0.82 |
| 信息设备(申万)  | -0.86 |
| 轻工制造(申万)  | -0.89 |
| 机械设备(申万)  | -0.92 |
| 纺织服装(申万)  | -0.93 |
| 商业贸易(申万)  | -0.94 |
| 餐饮旅游(申万)  | -1.05 |
| 黑色金属(申万)  | -1.18 |
| 农林牧渔(申万)  | -1.23 |
| 电子元器件(申万) | -1.47 |
| 信息服务(申万)  | -1.70 |
| 食品饮料(申万)  | -1.78 |
| 医药生物(申万)  | -5.11 |

表 3 风格板块一周市场表现(06.14-06.18)

|            | 涨跌幅(%) |
|------------|--------|
| 中市净率指数(申万) | 0.48   |
| 高市盈率指数(申万) | 0.32   |
| 高市净率指数(申万) | 0.27   |
| 高价股指数(申万)  | 0.06   |
| 活跃指数(申万)   | -0.18  |
| 亏损股指数(申万)  | -0.48  |
| 小盘指数(申万)   | -0.72  |
| 绩优股指数(申万)  | -0.73  |
| 低价股指数(申万)  | -0.77  |
| 大盘指数(申万)   | -0.80  |
| 低市盈率指数(申万) | -1.06  |
| 中盘指数(申万)   | -1.10  |
| 配股指数(申万)   | -1.61  |
| 微利股指数(申万)  | -1.85  |
| 中价股指数(申万)  | -2.27  |
| 新股指数(申万)   | -2.44  |
| 中市盈率指数(申万) | -2.53  |
| 低市净率指数(申万) | -3.51  |

## 【资金供求状况】

图 1 M1 增速与上证指数

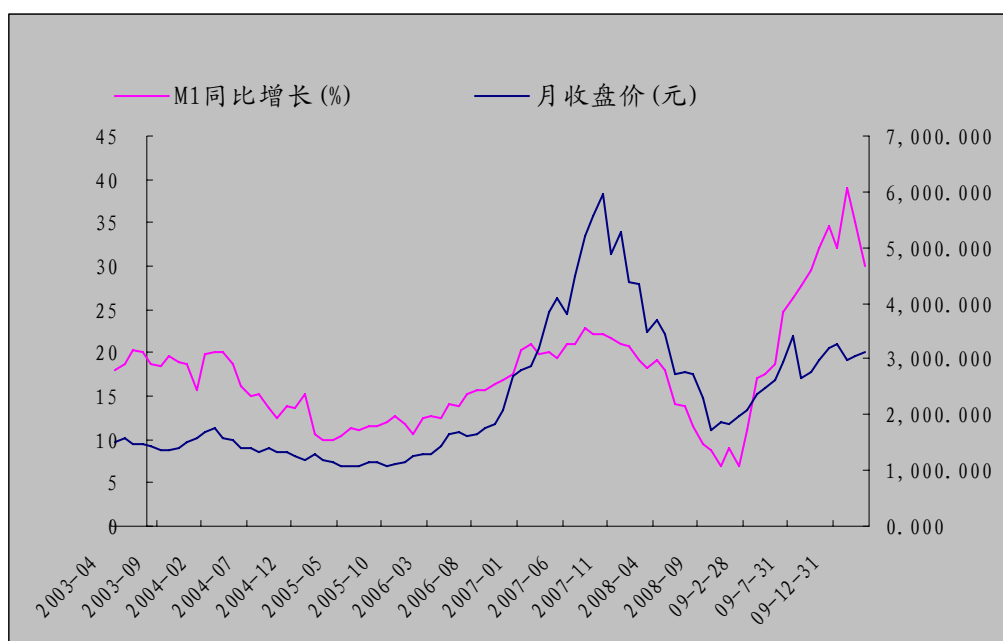


图 2 开户数信息

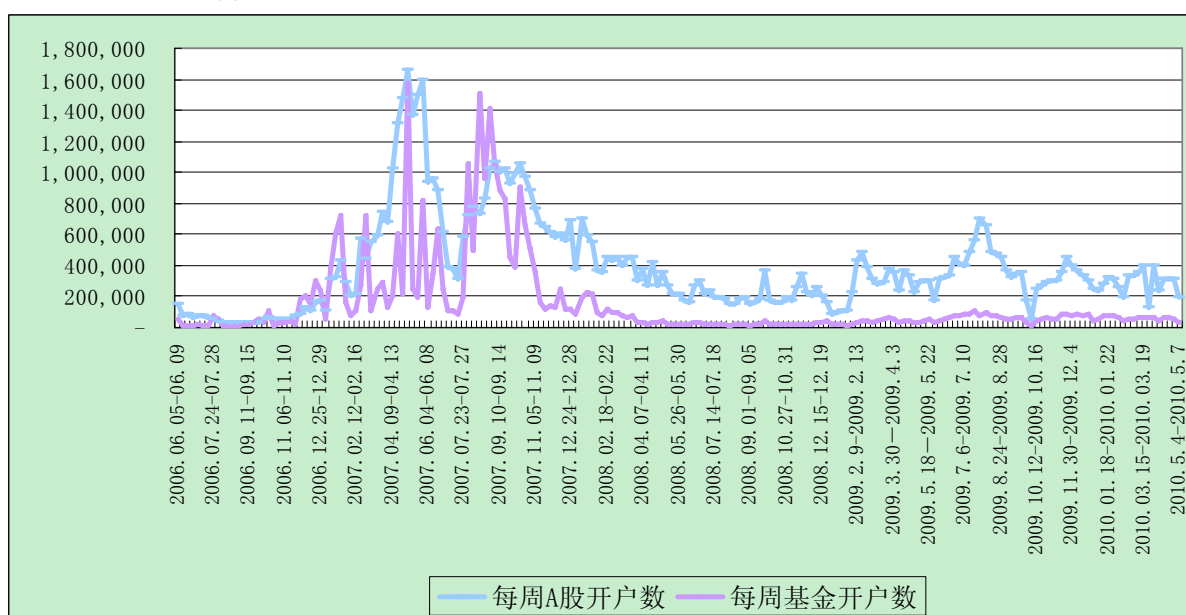


图 3 基金发行情况

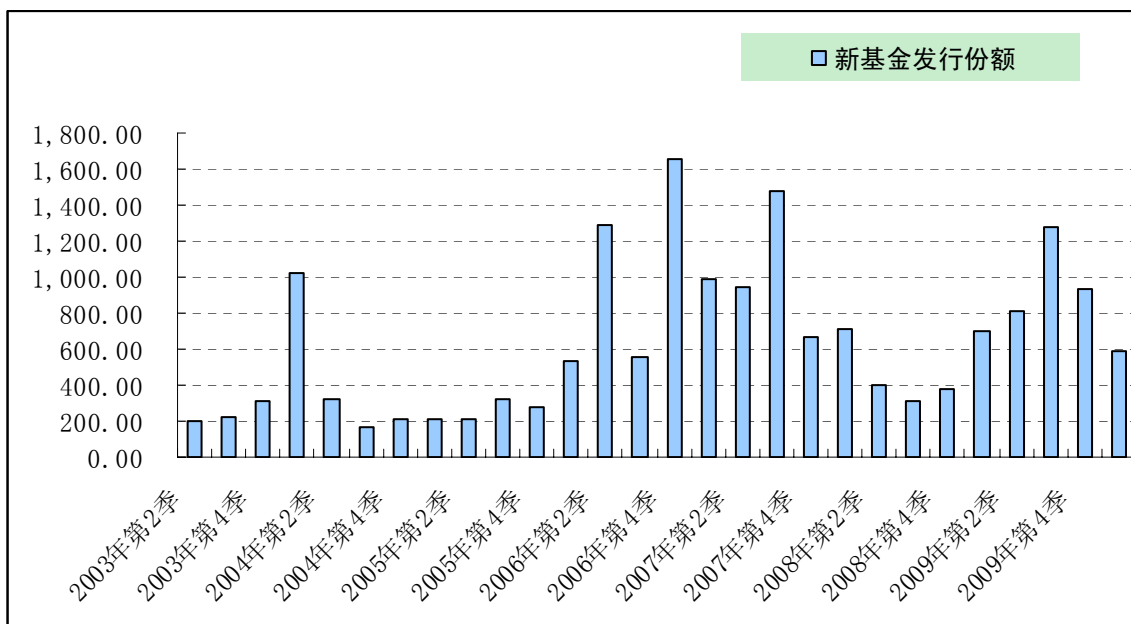


图 4 基金整体仓位统计

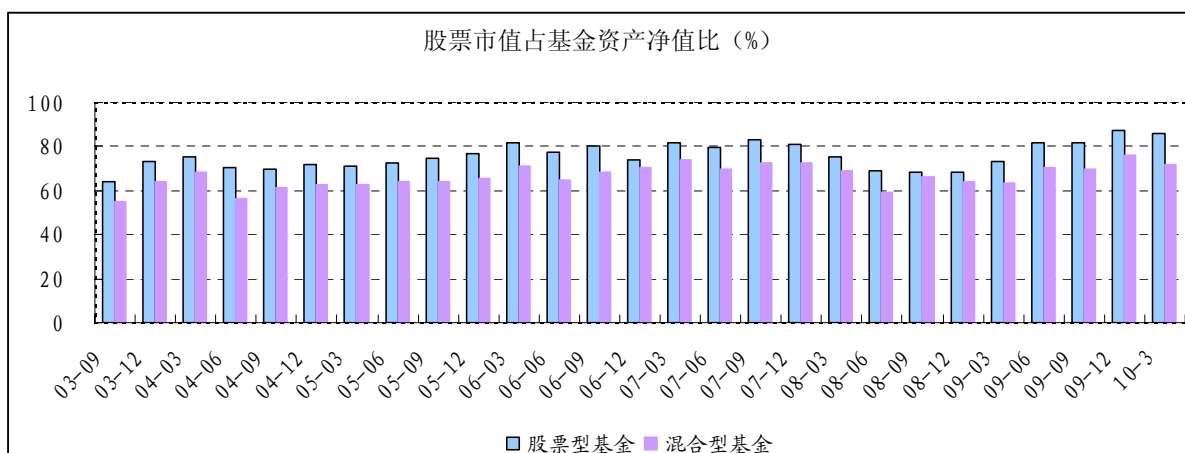


图 5 限售流通股解禁月度数据

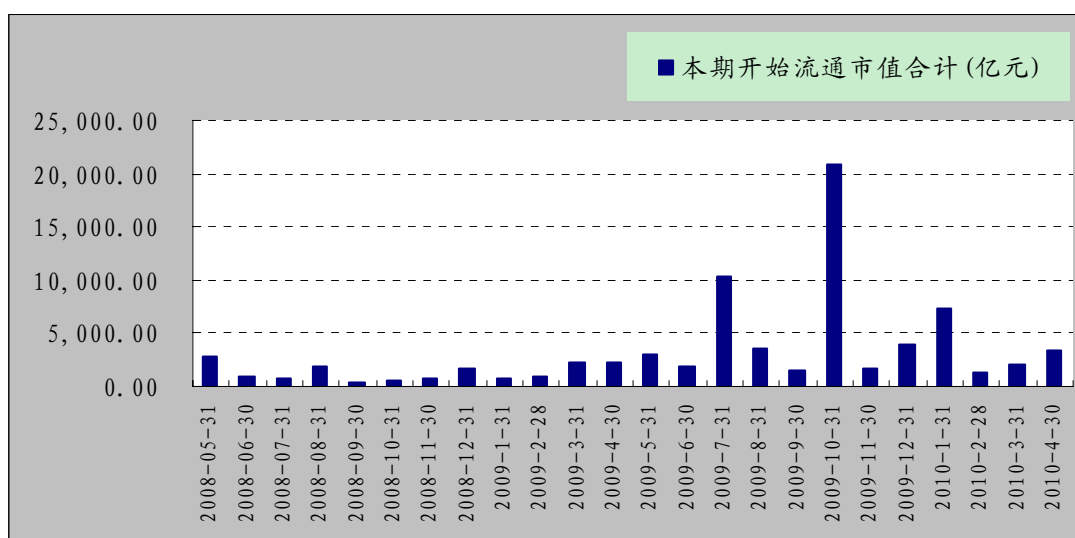


图 6 每周新增限售股可流通市值

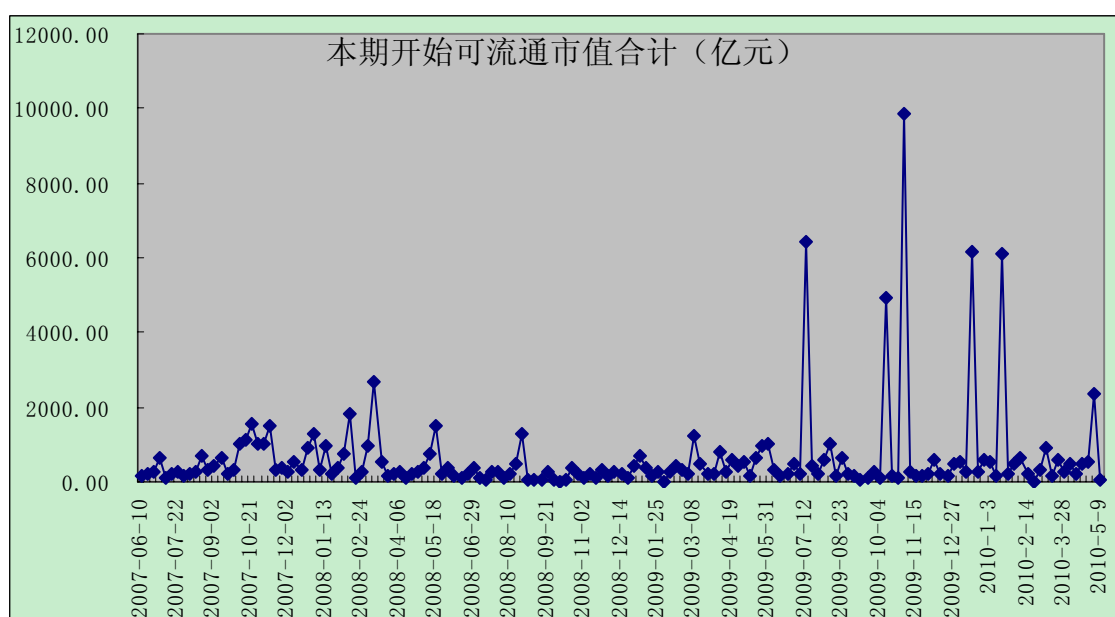
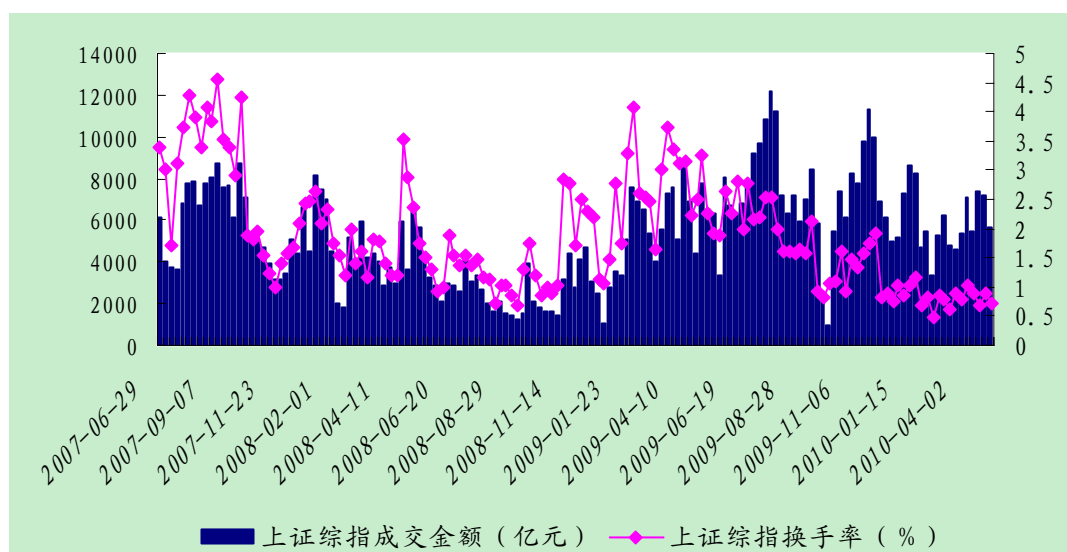


图 7 每周成交金额及换手率



## 【估值】

图 8 上证综合指数成份 PE/PB

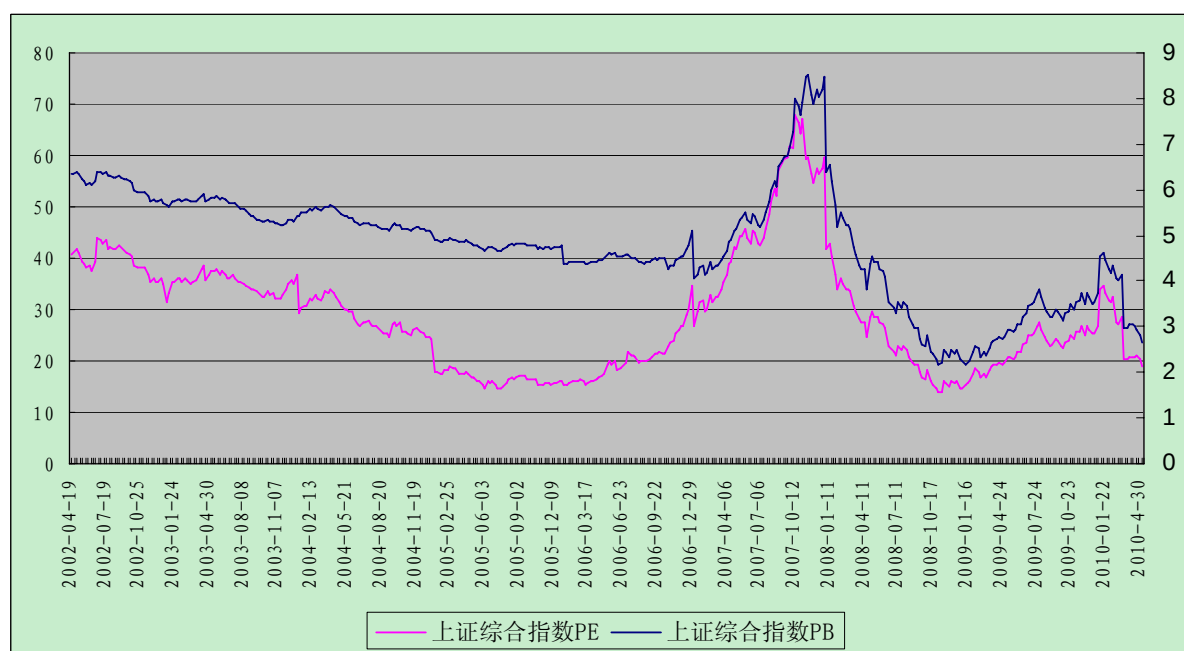
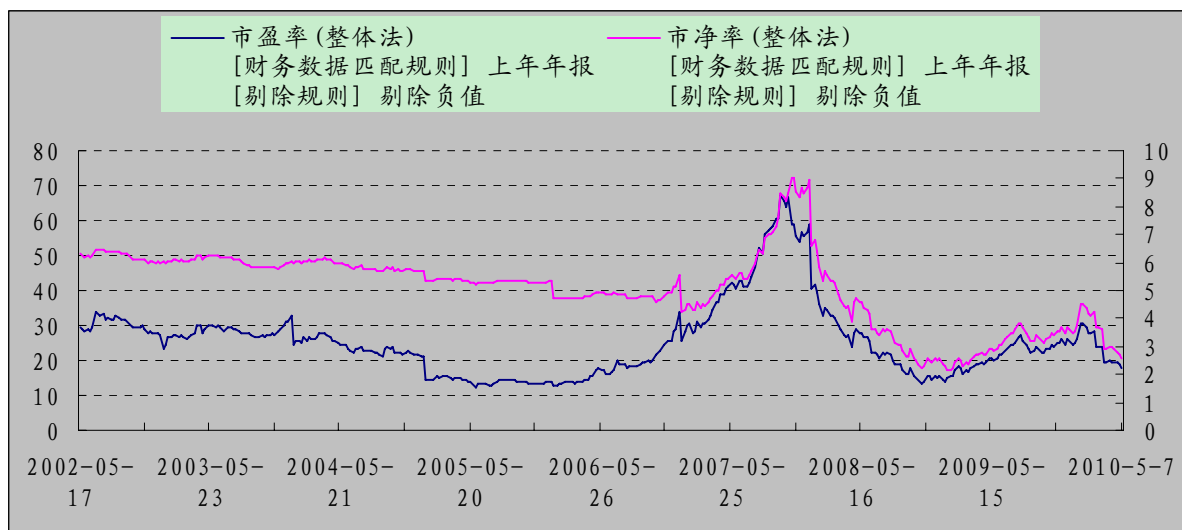


图9 沪深300成份PE/PB



## 联系方式:

### 日信证券有限责任公司

地址: 内蒙古呼和浩特市锡林南路 18 号 邮政编码: 010020  
电话: 0471-6292465 电子邮件: [rxzq@rxzq.com.cn](mailto:rxzq@rxzq.com.cn)

### 日信证券有限责任公司北京分公司

地址: 北京市西城区闹市口 1 号长安兴融中心西楼 11 层 邮政编码: 100031  
电话: 010-88086830 电子邮件: [rxzq@rxzq.com.cn](mailto:rxzq@rxzq.com.cn)

### 日信证券有限责任公司 (其他分支机构)

#### 北京营业部

北京市西城区新街口北大街 3 号星街坊购物中心 6 层  
营业部咨询电话: 010-82200210/82200220 传真: 010-82200213

#### 呼和浩特营业部

内蒙古呼和浩特市锡林南路 18 号  
营业部咨询电话: 0471-6292456 传真: 0471-6292477

#### 通辽营业部

内蒙古通辽市和平路中段 178 号  
营业部咨询电话: 0475-8263840 传真: 0475-8266873

#### 乌兰浩特兴安北大路营业部

内蒙古乌兰浩特市财政大楼  
营业部咨询电话: 0482-8223737 传真: 0482-8234960

#### 赤峰营业部

内蒙古赤峰市新城区临潢大街与锦山路交汇处 (024000)  
营业部咨询电话: 0476-5897788 传真: 0476-5897789

#### 包头营业部

内蒙古包头市九原区沙河镇沙河街 29 号 (014060)  
营业部咨询电话: 0472-2802204 传真: 0472-2802204

#### 深圳营业部

深圳市宝安区 3 区中粮地产集团中心 19 层 (518101)  
营业部咨询电话: 0755-33016666 传真: 0755-33016000

#### 重庆营业部

重庆市沙坪坝区天陈路 12 号附 30 号重庆师范大学对外交流中心商业楼 3 楼 A 楼 (401000)  
营业部咨询电话: 023-65302897 传真: 023-65302933

---

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,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。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。