

破位下跌寻求再平衡

一、市况描述

6 月 29 日（星期二），沪深 A 股市场击穿盘整一个多月的整理平台，大幅下挫。上证综指跌破 2500 点关口，大跌 108 点，跌幅 4.27%；深圳成份指数再次跌破万点，跌幅达 5.03%。中小盘股则再次领跌，中小板和创业板均大幅下挫，中小板综合指数下挫 5.23%，创业板指数更是大跌 7.54%，创指数设立以来新低。

周二两市仅有 35 只股票上涨，跌停的股票则超过 60 家。周一，两市创出 09 年以来的地量，周二的下跌却伴随着成交量的显著放大，指数破位诱发了大量的止损抛盘。随着大盘在 2500 点附近筑底失败，市场也因此重新进入寻底过程之中。

表 1：6 月 29 日各主要指数跌幅一览

指数名称	收盘指数（点）	跌幅（%）
上证综指	2427.05	-4.27
深证成指	9508.91	-5.03
沪深 300	2592.02	-4.59
中小板综指	5286.49	-5.23
创业板指数	913.31	-7.54

数据来源：Wind 资讯

二、市场破位成因

★ 农行定价区间确定 市场预期“维稳”行情到头

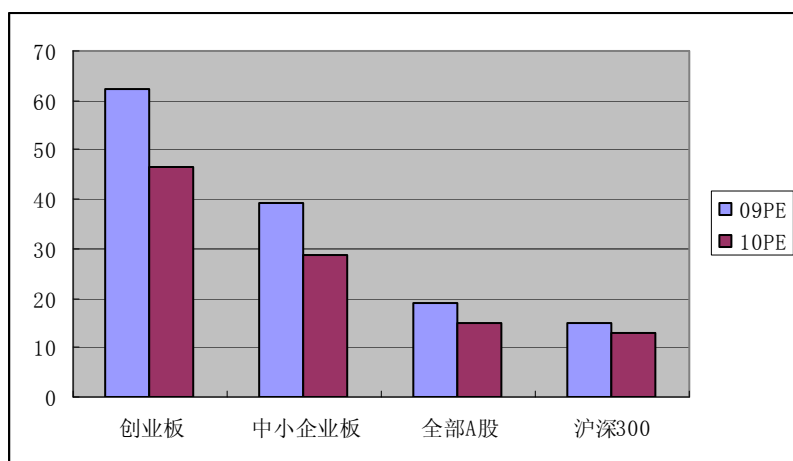
农行 28 日晚间称，根据初步询价情况并综合考虑发行人基本面、可比公司估值水平和市场环境等因素，农业银行确定本次发行的价格区间为人民币 2.52 元/股-2.68 元/股。以本次 A 股和 H 股发行后且全额行使超额配售选择权时的总股数计算，发行市盈率为 9.87 倍至 10.50 倍，PB 约为 1.6 倍，市场关注的农行发行价基本尘埃落定。

农行定价区间的确立，以及初步询价获得的超额认购，某种意义上标志了农行发行成功已无障碍。这也被市场解读为持续一个多月的“维稳”行情或将就此结束。今日上证指数在击穿 2500 点出现的放量杀跌应是这种情绪的市场反映。

★ 大小盘股估值“剪刀差”的修复

今年4月16日大盘回调以来，大小盘股的估值“剪刀差”现象突出，区间最高估值倍率为4倍，目前由于大盘权重股内护盘力量的存在以及小盘强势股的补跌，估值倍率已经修正为3.65倍。但小盘股相对高估迹象依然明显。

图1：估值比较（截至2010.6.29）



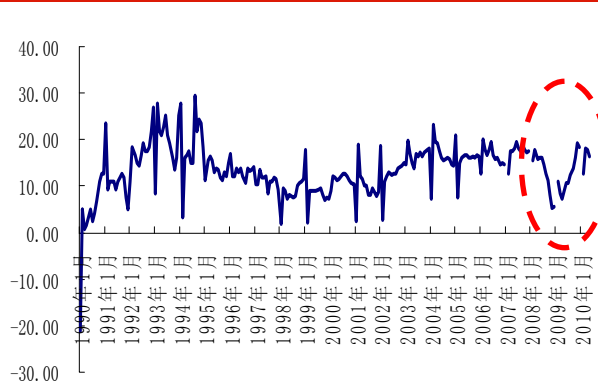
创业板目前静态市盈率仍超过60倍，10年动态PE在46.4倍，这也使得创业板成为此轮下跌的“重灾区”。周二跌幅超过7%。

数据来源：Wind 资讯

★ 经济和上市公司业绩下行趋势明确是市场再下台阶的根本因素

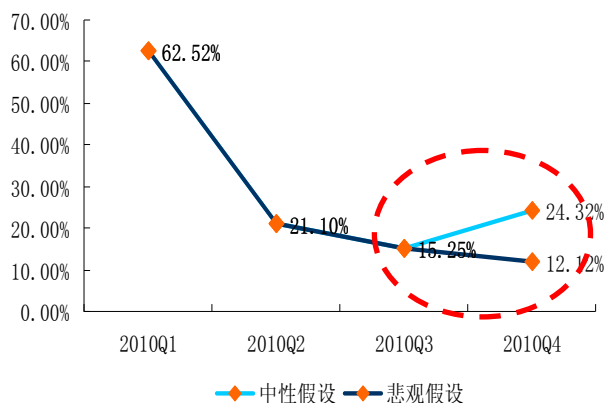
农行的发行上市以及小盘强势股的补跌是市场破位的主要诱因，但我们认为，对未来经济的悲观预期以及上市公司业绩增速的下滑，或是市场再下台阶的根本原因。

图2：工业增加值同比增速的回落，确认了下半年经济下行趋势



5月份工业增加值同比增长较4月份回落1.3个百分点，重工业增长大幅回落，伴随着反周期经济政策的弱化，确认了下半年经济增速下行的趋势。我们提示市场应关注需求端的快速下滑推升产成品库存，去库存周期可能即将来临。

数据来源：Wind 资讯

图 3：下半年上市公司单季业绩同比增长下行趋势明确


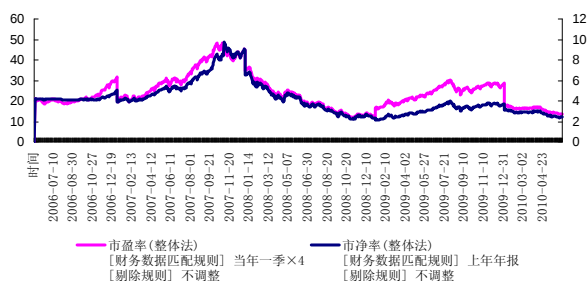
下半年上市公司单季业绩同比增长下行趋势明确，不同的是我们对四季度同比增长存在两种情景假设，其中包含了部分对逆周期政策的预期。目前市场正在下调上市公司盈利增长预期。

数据来源：Wind 资讯

三、后市展望

★ 指数重新寻底 2400 附近预有支撑

指数在跌破 2500-2600 的整理平台后，市场已重新进入寻底过程之中。仅从估值来看，2400 点有估值支撑。若与 08 年金融危机底部比较，则目前估值约高 8%，对应上证指数 2300 点左右。

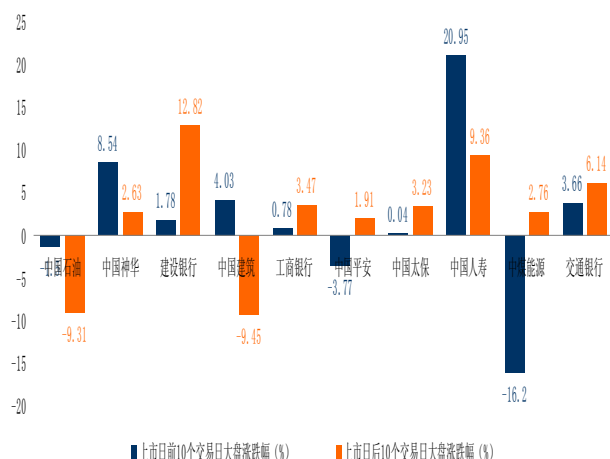
图 4：沪深 300 指数估值


沪深 300 指数 PE=12.8, PB=2.33, 2008 年金融危机底部时 PE=11.79, PB=2.24。尚存在微小差距。我们认为该估值现状已经基本反映了盈利下调预期，假设忽略 A 股市场全流通比例差异对估值纵向比较的影响以及经济不进一步恶化，下半年沪深 300 指数 2600（上证指数 2400 点）存在较强的估值支撑。

数据来源：Wind 资讯

★ 农行申购发行和上市是两个重要节点

统计显示，重磅大盘股发行前，市场多以下跌为主，而上市后市场却大多会出现上涨。因此，短期大盘弱势探底格局或将难以改变，而在农行发现上市后，市场或有反弹机会。

图 5：A 股前十大重磅大盘新股上市对大盘的影响统计


数据统计显示，A 股前十大重磅大盘新股上市后 10 个交易日大盘上涨次数占 80%，根据这一重要的历史规律，我们认为此次探底位置乃至三季度大盘的低点可能将与 7 月 15 日上市的农行密切相关。

数据来源：Wind 资讯

四 投资策略

★ 轻仓应对大盘探底

虽然目前指数位置已非常接近我们判断的“估值底”，但一方面基于今年复杂的经济形势，上市公司的业绩波动可能会超出我们的预期，另一方面，大盘“跌过头”也是股市固有的一种合理现象，因此，在市场没有明确的止跌以前，建议轻仓应对大盘目前的探底调整。

★ 题材股是短期估值风险高地

题材股以及小盘股在近期的跌幅远大于大盘蓝筹股，从今年以来上述二个板块表现总体强于大盘，近期的下跌无疑是估值整体风险的轮动表现。尽管我们认为从长期来看，新兴战略型产业的高估值是合理现象，但短期的估值压力不得小视，因此预期该板块近期表现还将走弱，建议等待观望。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于免责条款具有修改权和最终解释权。