

风格转换终有时

——从大小盘风格转换角度看四季度市场走势

2010年9月29日 星期三

报告要点

分析师 董高峰
电话 021-50586660-8622
邮件 dgf@longone.com.cn
执业证书编号: S0630209030098

联系人 顾颖
电话 021-50586660-8638
邮件 dhresearch@longone.com.cn

□ 大小盘股风格转换的每次时间大概在 2-3 个月。市场风格偏向大盘股平均持续时间约为 2 个月，偏向中小盘股的平均持续时间大概为 3 个月；但是，具体每一次转换时间并不确定，需要相应估值和流动性条件来判断。

□ 估值条件方面，相对静态 PE、相对 PB、相对动态 PE、相对 PEG 等指标都可以作为风格转换的判断基准。但从有效程度来看，其中**相对 PB 和相对动态 PE 指标在判断风格是否会发生转换时更为有效**。流动性条件方面，M2 指标逐渐见底回升往往意味着市场风格有望偏向大盘股。

□ 在经济景气上行和下行阶段，大小盘股风格表现又有所差异。在经济复苏初期，小盘股占优；在经济复苏中后期，即在经济已确认向上时，大盘股开始会有较好表现，不过，每 1-3 个月大小盘股风格都会出现一次转换；在经济扩张的中后期，大盘股和小盘股都有一段时期占优，但总体来说大盘股跑赢小盘股的时间更长；在经济下行期间，下行初期，小盘股跑赢大盘股的概率更大；下行中期，大盘股相对抗跌；下行末期，小盘股表现相对占优。

□ 对于大小盘风格转换开始的方式，通常有三种方式，一是大小盘股都上涨，但其中一种相对涨幅更大；二是大小盘风格一种上涨，一种下跌；三是大小盘股都下跌，但其中一种相对抗跌。**牛市中以前两种居多，熊市中以后两种居多，震荡市中三种情形都存在。**

□ 四季度大小盘风格转换有望到来，市场风格偏向中大盘股。一方面，从时间规律来看，市场风格转向中大盘股的概率在增加。另一方面，从流动性和估值条件来看，目前市场确实具备风格转换的基础条件。此外，四季度中小盘股面临着较大的解禁压力和业绩下调风险，而大盘股却有望获得政策逐渐“由紧转松”带来的估值修复机会。

□ 风格转换的方式以**大盘股上涨、中小盘股震荡调整的概率最大**。这主要考虑到前期大盘股调整幅度较大，进一步下跌空间有限，以及中小盘股未来面临的解禁压力及业绩和估值下调带来的双杀风险。**基于大盘股上涨的判断，我们认为，四季度市场有望震荡向上**。从持续的时间来看，市场风格都有望在 10-11 月份从中小盘股向中大盘股进行转换，持续时间大概为 2 个月，即 10-12 月中旬。

正文目录

1 大小盘风格轮动历史规律总结	2
1.1 大小盘风格转换的持续时间	2
1.2 大小盘风格转换与经济周期之间的关系	3
1.3 大小盘风格转换的估值和流动性条件	6
1.4 大小盘风格转换开始的方式	8
2 当前大小盘相对估值及流动性条件分析	9
3 四季度大小盘股的刺激因素及风险因素分析	11
3.1 政策“由紧转松”有望带来蓝筹股的估值修复机会	11
3.2 中小盘股面临较大的解禁风险和盈利风险	13
3.2.1 中小盘和创业板四季度面临较大的解禁风险	13
3.2.2 下半年中小板和创业板业绩压力较大	15
4 小结：四季度风格转换或将到来	16

图目录

图 1. 2000 年以来申万大小盘指数月涨跌幅情况	2
图 2. 2000 年以后大盘股相对小盘股月涨跌幅	3
图 3. 宏观经济景气先行指数与大小盘风格关系	4
图 4. 宏观经济景气一致指数与大小盘风格关系	4
图 5. 2006 年以后市场风格变换特征明显	4
图 6. 中小板综指与沪深 300 相对估值与宏观景气先行指数	5
图 7. 中小板综指与沪深 300 相对估值与宏观景气一致指数	5
图 8. 中小盘综指与沪深 300 相对静态 PE	6
图 9. 中小盘综指与沪深 300 相对 PB	6
图 10. 中小板与沪深 300 动态 PE 及相对动态 PE（滚动）	7
图 11. 中小板和沪深 300 PEG 及相对 PEG（滚动）	7
图 12. 货币供应量 M1 和 M2 同比增速与大小盘风格转换之间关系	7
图 13. 风格转换过程中的大小盘指数表现	8
图 14. 09 年 11 月后 M2 同比增速回落是市场风格偏向中小盘股原因之一	10
图 15. 09 年 11 月后金融机构各项贷款余额同比增速出现下滑	10
图 16. 主要权重板块的估值位于所有申万行业的低端	12
图 17. 主要权重板块的动态估值情况（滚动 PE）	12
图 18. 主要权重板块相对上证 A 股估值情况（相对滚动 PE）	13
图 19. 中小板、创业板的解禁家数比例远高于主板	14
图 20. 各指数中报业绩完成全年预测业绩比例情况	15
图 21. 主板单季度净利润环比增长率变化情况	16
图 22. 中小板、创业板单季度净利润环比增长率变化情况	16
图 23. 主板单季度营业总收入环比增长率变化情况	16
图 24. 中小板、创业板单季度营业总收入环比增长率变化情况	16

表目录

表 1. 2005.12-2007.10 月大牛市期间风格转换开始的方式	8
表 2. 2007.11-2008.10 月熊市期间风格转换开始的方式	9
表 3. 中小盘与大盘股的相对估值已远超历史平均水平	11
表 4. 四季度主要解禁情况	14

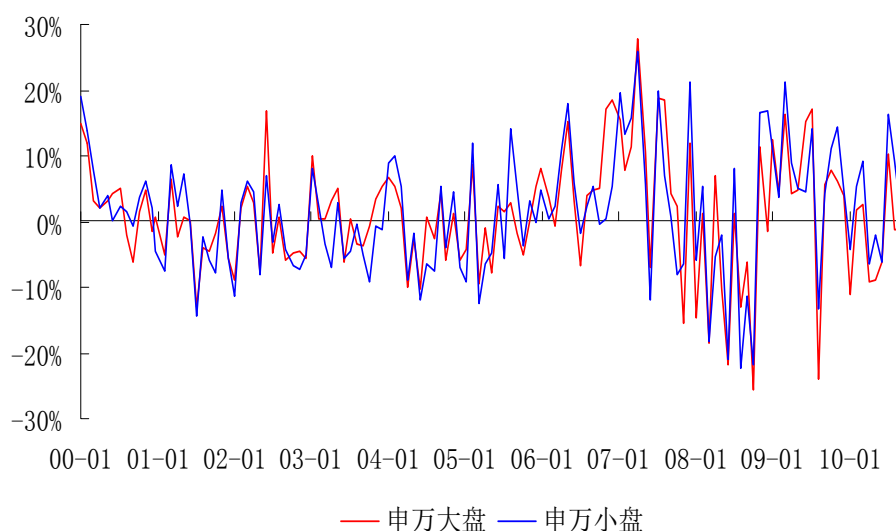
回顾过去一年市场，市场风格特征明显。中小盘股几乎连续 1 年表现超过大盘股，大小盘风格转换也只是偶尔昙花一现，从未真正持续出现过，这种状况使得整个大盘持续震荡调整了将近 1 年，上证综指和沪深 300 与中小板综指之间也走出了明显迥异的走势。未来这种风格特征能否持续？关系到整个市场的走势。对于四季度市场，根据历史规律，并基于多方面因素考虑，我们分析认为，无论从政策缓和带来蓝筹股估值的修复，还是从业绩、流动性的角度，市场风格都有望在 10-11 月份从中小盘股向中大盘股进行转换，持续时间大概为 2 个月，即 10-12 月中旬，而在 12 月中旬后，考虑到季节性特征等因素，市场风格或将再次偏向中小盘股。基于四季度市场风格偏向中大盘股的判断，未来市场有望呈现出震荡向上的走势。

1 大小盘风格轮动历史规律总结

1.1 大小盘风格转换的持续时间

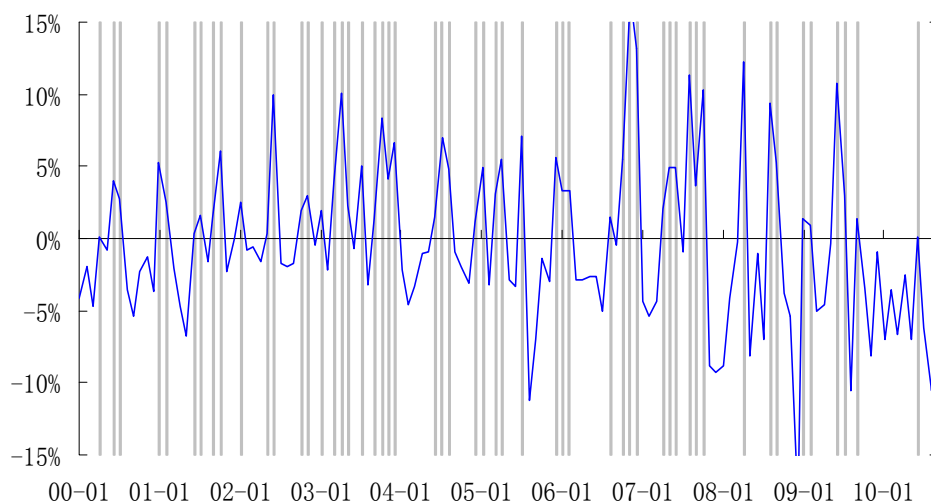
从图 1 中可以看出，大盘股和小盘股的波动趋势总体来说一致，即除少数月份外，大盘股和小盘股同涨同跌。不过，从相对收益来看，2000 年以来，以月为单位，大盘股跑赢小盘股的概率仅为 41.09%。从持续性来看，大盘股跑赢小盘股最长为 4 个月，最短仅 1 个月，平均接近 2 个月（1.96 个月）；而小盘股跑赢大盘股最长为 8 个月（仅出现一次，即 09 年 10 月-10 年 5 月），最短 1 个月，平均为 3 个月（见图 2）。

图 1. 2000 年以来申万大小盘指数月涨跌幅情况



资料来源：WIND 东海证券研究所

图 2. 2000 年以后大盘股相对小盘股月涨跌幅



注：图中灰线表示当月大盘股跑赢小盘股，下同

资料来源：WIND 东海证券研究所

1.2 大小盘风格转换与经济周期之间的关系

具体来看，在经济景气上行和下行阶段，大小盘股风格表现又有所差异。在经济上行阶段初期，即在宏观景气先行指数开始出现向上拐点时，小盘股相对大盘股有超额收益，例如 2000 年 12 月和 2008 年 11 月，持续时间在 1-2 个月；但在宏观景气一致指数开始出现拐点时，即经济已确认向上时，大盘股开始会有较好表现，不过，每 1-3 个月大小盘股风格会出现一次转换；在经济扩张的中后期，大盘股和小盘股都有一段时期占优，但总体来说大盘股跑赢小盘股的时间更长，例如 2002-2003 年和 2006-2007 年期间；在经济下行期间，下行初期小盘股跑赢大盘股的概率更大，例如 2007 年 11 月-2008 年 3 月期间；下行中期，大盘股相对抗跌，例如，08 年 8 月-08 年 9 月；下行末期，小盘股表现相对占优，例如，08 年 10 月-08 年 12 月（见图 3、图 4）。

图 3. 宏观经济景气先行指数与大小盘风格关系

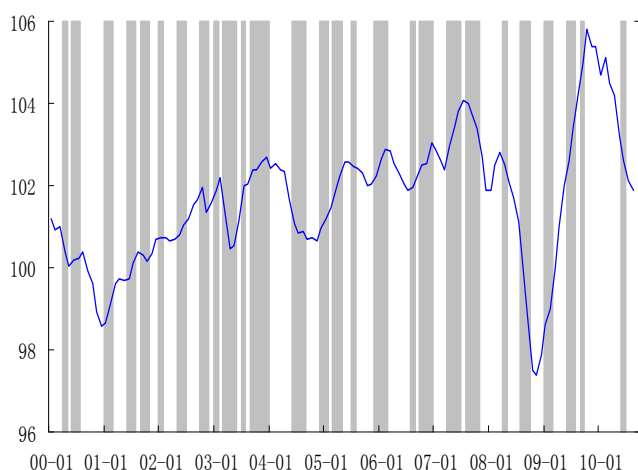
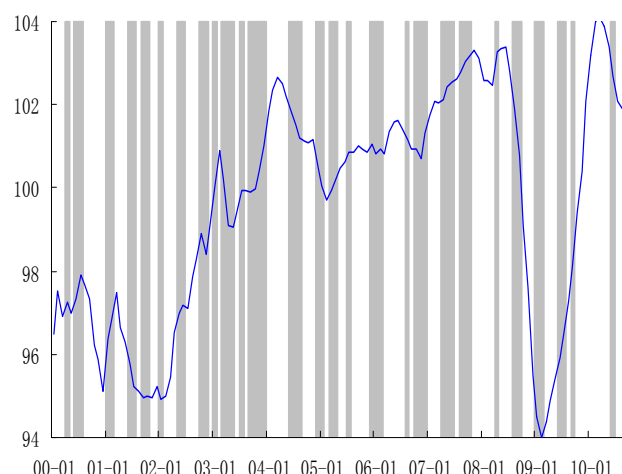


图 4. 宏观经济景气一致指数与大小盘风格关系



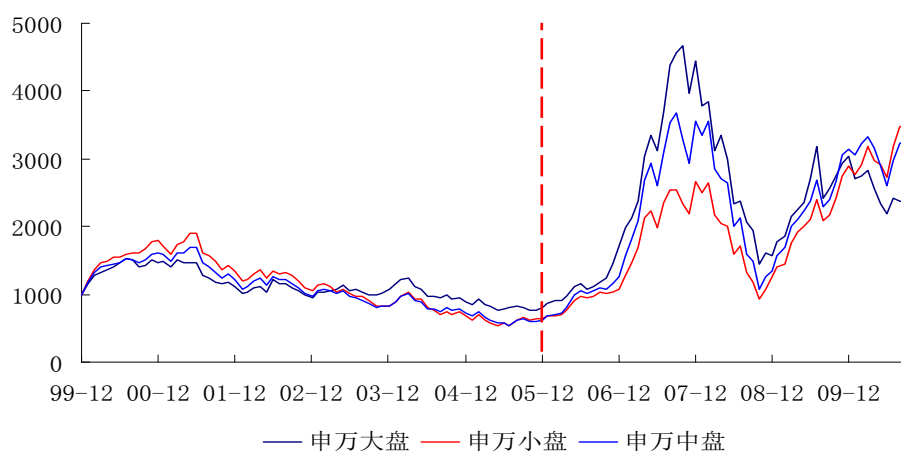
注：图中灰柱表示当月大盘股跑赢小盘股

资料来源：WIND 东海证券研究所

经济周期阶段	下行初期	下行中期	下行末期及复苏初期	复苏中后期	扩张中后期
市场风格偏向	小盘股	大盘股	小盘股	大盘股和小盘股	大盘股和小盘股（其中大盘股跑赢时间更长）
范例	07 年 11 月 -08 年 3 月	08 年 8 月 -08 年 9 月	2000 年 12 月、08 年 10 月-08 年 12 月	09 年 1 月-09 年 9 月	2002-2003 年、2006-2007 年

从相对估值角度也可以看出这一点，考虑到数据的可靠性和可获得性，我们主要选取了 2006 年后的沪深 300 和中小板综指为研究对象。一方面，是因为我们获取的申万风格指数的估值数据异常数据较多，分析起来参考性值得商榷¹；另一方面，受股权分置改革的影响，相比 06 年以前，06 年以后的市场风格差异特征更为明显。

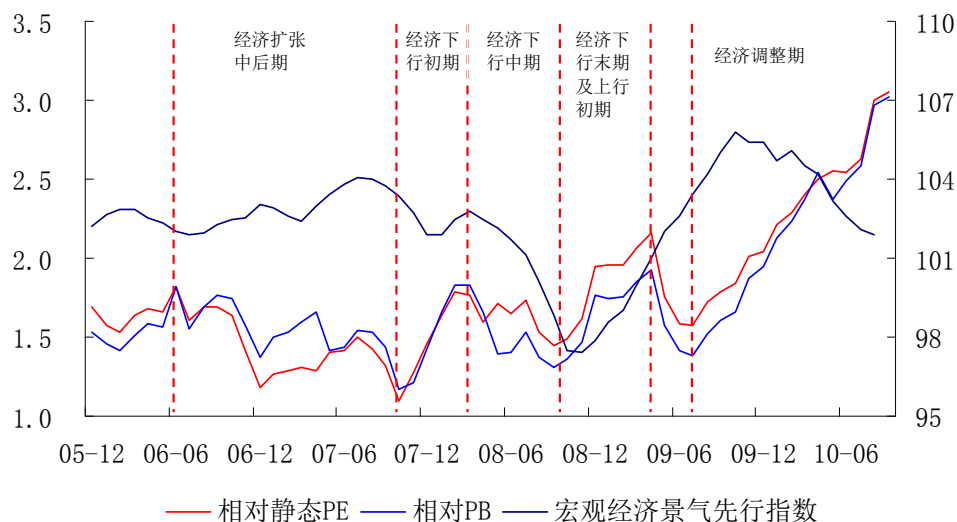
图 5. 2006 年以后市场风格变换特征明显



¹ 申万风格指数中有 2000 年以后的大小盘风格数据，我们也进行了分析，总体特征类似于正文分析结果，但可能由于统计问题，异常数据较多，因此不作为主要研究对象。

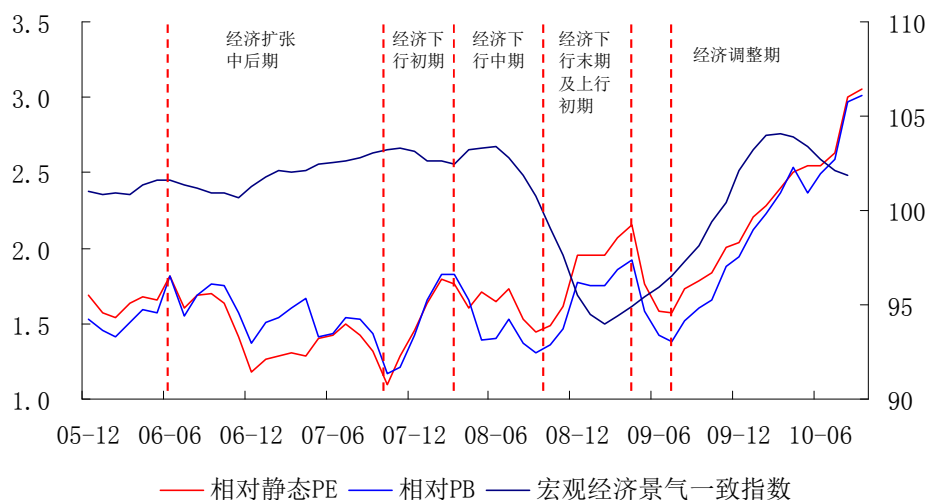
资料来源：WIND 东海证券研究所

图 6. 中小板综指与沪深 300 相对估值与宏观景气先行指数



资料来源：WIND 东海证券研究所

图 7. 中小板综指与沪深 300 相对估值与宏观景气一致指数



资料来源：WIND 东海证券研究所

从图 6、图 7 中可看出，2006 年以来，在经济衰退末期及经济扩张初期，例如，08 年 9 月-09 年 4 月，中小盘股相对大盘股的溢价逐渐上升，相对 PE 和相对 PB 都呈现上升趋势；而在经济扩张的中后期，中小盘股的相对溢价逐渐降低，例如，06 年 6 月-07 年 11 月期间；在经济下行初期，由于大盘股的快速下跌，中小盘股的相对溢价有所抬升，例如 07 年 11 月-08 年 3 月期间；经济下行的中期，小盘股的快速下跌，使得相对溢价下降，例如 08 年 4 月-08 年 9 月期间。

1.3 大小盘风格转换的估值和流动性条件

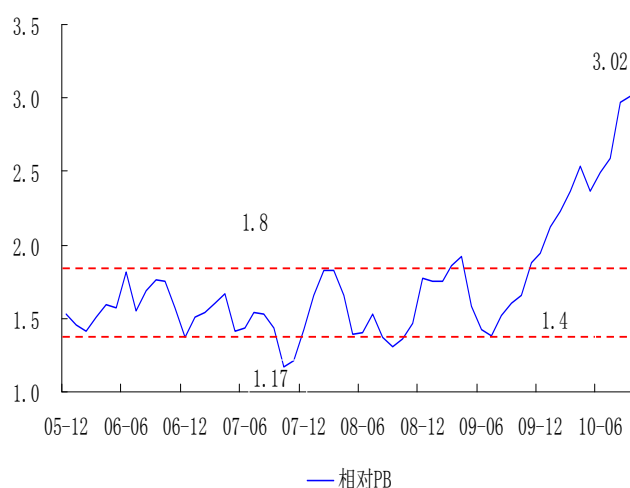
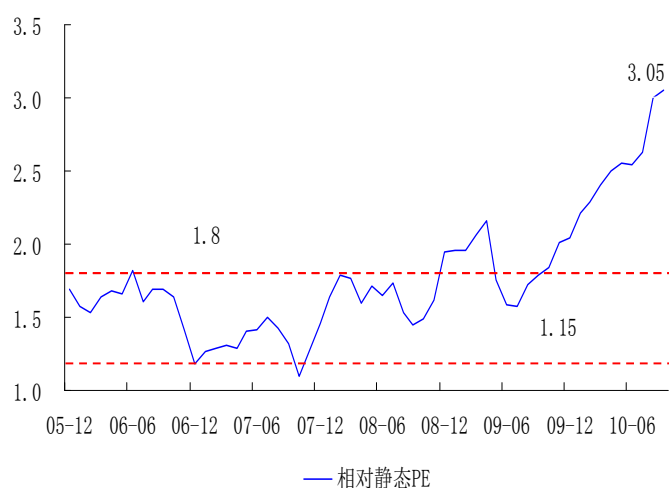
大小盘风格转换何时出现？在什么条件下出现？这是我们研究风格转换关心的首要问题。前文我们简单分析了A股在经济周期的不同阶段所具有的风格特征，并指出大盘股持续跑赢小盘股的时间在1-4个月之间，平均约为2个月，而小盘股持续跑赢大盘股为1-8个月，平均为3个月。由此可看出，大小盘股的每一次风格转换的时间大概在2-3个月，即市场风格偏向大盘股平均持续时间大概为2个月，偏向中小盘股持续时间大概为3个月；但是，具体每一次转换时间并不确定。因此，我们需要寻找风格转换的具体条件，从投资的角度，相对估值成为我们的重要分析指标。

从静态PE来看，当中小板指数与沪深300的相对静态PE超过1.8时，风格逐渐由小盘股向大盘股转换；当相对静态PE接近1.15时，风格逐渐由大盘股向中小盘股转换；从相对PB来看，当中小板指数与沪深300的相对PB超过1.8时，风格逐渐由小盘股向大盘股转换；当相对PB跌破1.4时，风格逐渐由大盘股向中小盘股转换；从相对动态PE来看，当中小板指数与沪深300的相对动态滚动PE超过1.6时，风格逐渐由小盘股向大盘股转换；当相对动态滚动PE接近1.1时，风格逐渐由大盘股向中小盘股转换；从相对PEG看，当中小板指数与沪深300的相对沪深300PEG在1.4附近时，风格或将由小盘股向大盘股转换。

应特别指出的是，从有效程度来看，其中相对PB和相对动态PE指标在判断风格是否会发生转换时更为有效。

图8. 中小盘综指与沪深300相对静态PE

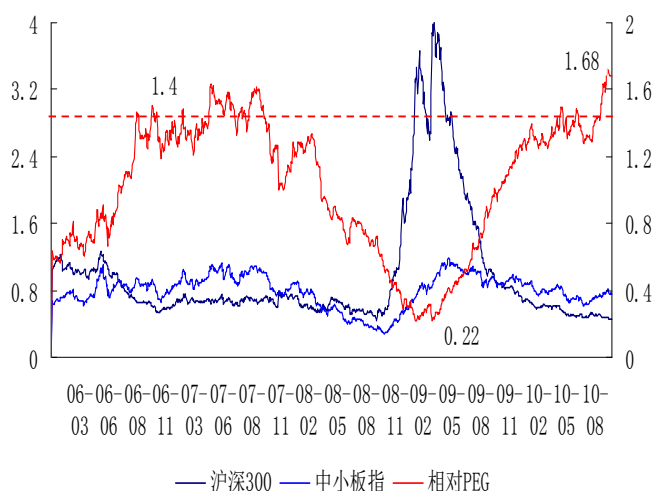
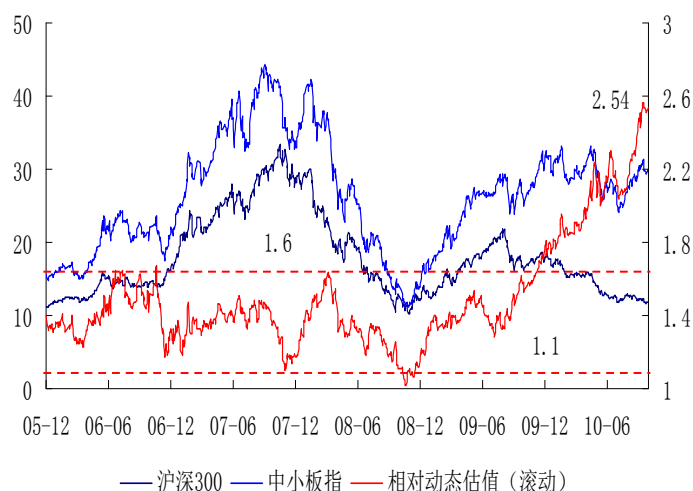
图9. 中小盘综指与沪深300相对PB



资料来源：WIND 东海证券研究所

图 10. 中小板与沪深 300 动态 PE 及相对动态 PE（滚动）

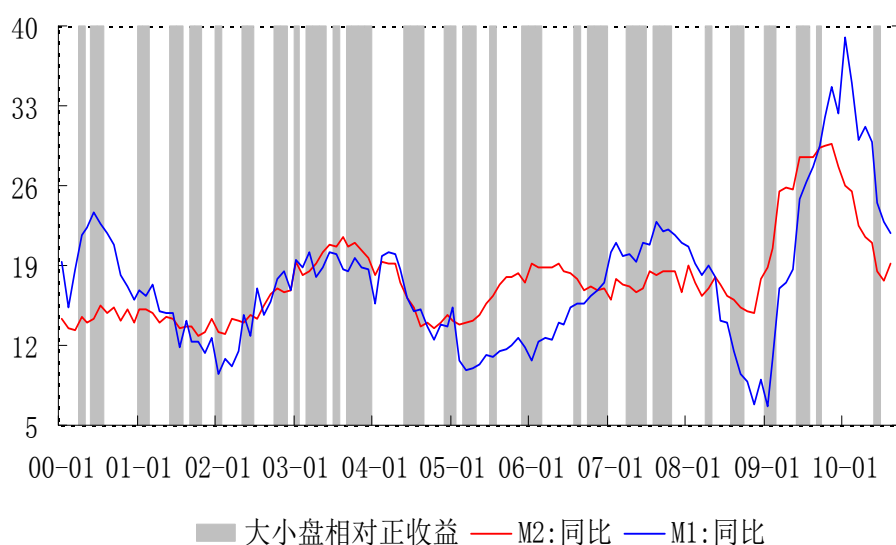
图 11. 中小板和沪深 300 PEG 及相对 PEG（滚动）



资料来源：朝阳永续 东海证券研究所

除了估值条件外，流动性是否充裕也是决定市场风格特征的重要因素。一方面，流动性影响市场的估值中枢；另一方面，从历史情形来看，市场风格从小盘股向大盘股转换的时期，往往是流动性非常充裕的时期或者流动性逐渐由紧转松的时期，例如 2006-2007 年及 2009 年 5 月-2009 年 7 月；而在流动性紧张或由松转紧时，中小盘股的表现相对大盘股更占优，例如 08 年及 09 年 10 月-10 年 5 月。应特别指出的是，对于货币供应量指标，相对于 M1，M2 指标更能灵敏的反映出大小盘风格转换的变化趋势，例如，2004 年 12 月、2006 年 3 月、2008 年 11 月、2009 年 11 月。

图 12. 货币供应量 M1 和 M2 同比增速与大小盘风格转换之间关系



注：图中灰柱表示当月大盘股跑赢小盘股

资料来源：WIND 东海证券研究所

1.4 大小盘风格转换开始的方式

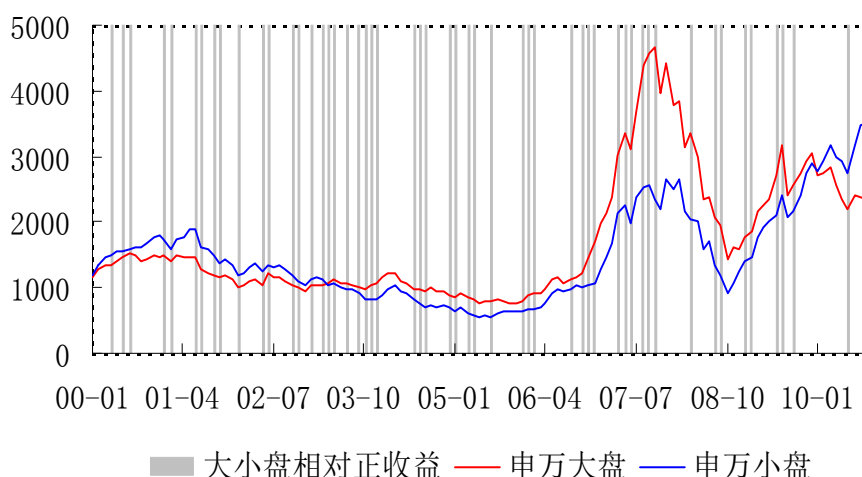
对于大小盘风格转换的方式，通常有三种方式，一是大小盘股都上涨，但其中一种相对涨幅更大；二是大小盘风格一种上涨，一种下跌；三是大小盘股都下跌，但其中一种相对抗跌。

通常来说，在牛市期间，以前两种方式居多（见表1）。例如，在2006-2007年10月大牛市期间的9次风格转换过程中，风格开始转向大盘股时，大盘股都会上涨，而小盘股涨幅相对较小或者震荡调整；风格转向小盘股时则刚好相反，即小盘股以上涨开始风格转换，而大盘股涨幅相对较小或震荡调整。

而在熊市时，则以后两种方式居多（见表2）。例如08年熊市期间的5次风格转换中，被转换的风格都会出现下跌，而转向的风格出现上涨或者相对抗跌。

在震荡市中，上述三种方式都存在。

图 13. 风格转换过程中的大小盘指数表现



注：图中灰柱表示当月大盘股跑赢小盘股

资料来源：WIND 东海证券研究所

表 1. 2005. 12-2007. 10 月大牛市期间风格转换开始的方式

风格转换开始时间	大盘涨幅	小盘涨幅	相对涨幅(大-小)	持续时间(月)
2005-12	5.38%	-0.20%	5.58%	3
2006-03	-0.61%	2.27%	-2.88%	5
2006-08	3.85%	2.40%	1.45%	1
2006-09	4.86%	5.36%	-0.50%	1
2006-10	5.20%	-0.34%	5.54%	3
2007-01	15.37%	19.72%	-4.34%	3
2007-04	27.84%	25.77%	2.07%	3

2007-07	18.86%	19.78%	-0.92%	1
2007-08	18.38%	7.05%	11.33%	3

资料来源：WIND 东海证券研究所

表 2. 2007. 11-2008. 10 月熊市期间风格转换开始的方式

风格转换开始时间	大盘涨幅	小盘涨幅	相对涨幅（大-小）	持续时间（月）
2007-11	-15.38%	-6.51%	-8.87%	5
2008-04	6.92%	-5.28%	12.20%	1
2008-05	-10.26%	-2.11%	-8.15%	3
2008-08	-12.92%	-22.25%	9.33%	2
2008-10	-25.53%	-21.80%	-3.73%	3

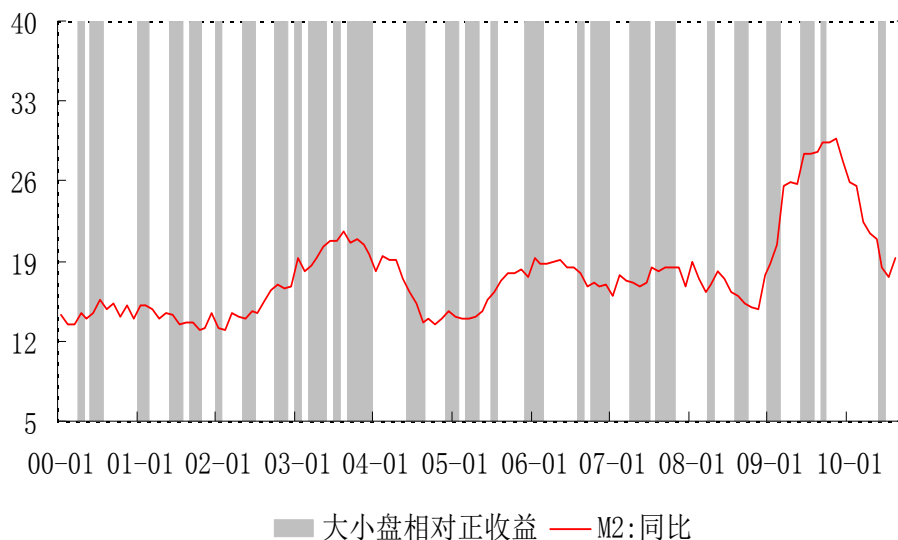
资料来源：WIND 东海证券研究所

2 当前大小盘相对估值及流动性条件分析

从时间规律来看，目前市场风格有望转向大盘股。从上一轮风格转换持续的时间来看，不考虑 6 月份，中小盘股已接近 11 个月（09 年 10 月-10 年 9 月）跑赢大盘股；若考虑 6 月份，中小盘股也已连续 3 个月跑赢大盘股，符合前面提到的风格偏向中小盘股持续时间大概为 3 个月的规律，未来市场风格转向大盘股的概率在增加。但是，市场是否具备风格转换的估值和流动性条件呢？

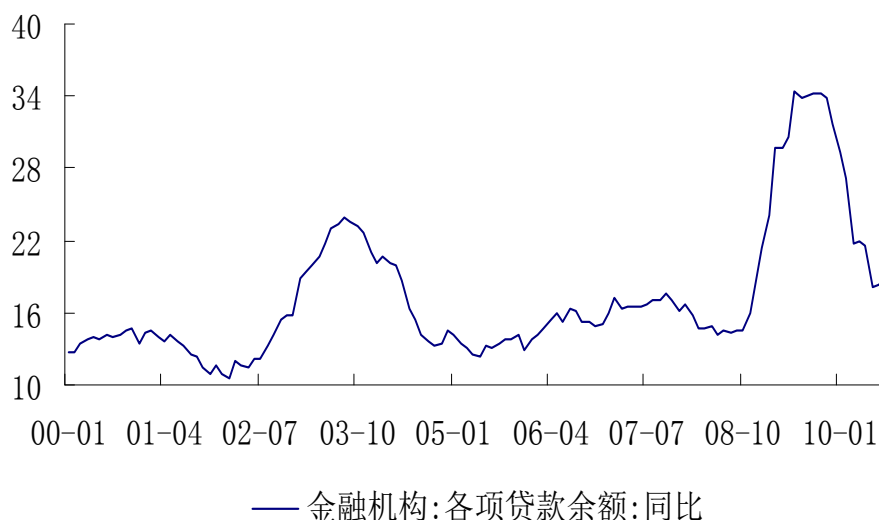
近一年来，中小盘股持续跑赢大盘股，其中更是出现连续 8 个月（09 年 10 月-10 年 5 月）中小盘股占优的情况。出现这种情形，我们认为，主要受政策和流动性两方面原因的影响，一方面，受政府强调经济转型和“调结构”政策的影响，传统周期性行业居多的大盘股估值受到压制，而受政策鼓励和扶持的消费品及新兴产业居多的中小盘股估值得到抬升，市场相信中小盘股具有更好的成长性，这点可以由中小盘股与大盘股之间的相对估值和相对 PEG 之间的差异看出（见表）；另一方面，流动性逐渐由松转紧，09 年 11 月后，尽管央行仍然强调适度宽松的货币政策，但实质是外松内紧，广义货币供应量指标 M2 开始出现回落，金融机构各项贷款余额等指标都出现下滑，流动性的趋紧张使得大盘股的推动缺乏资金，再加上政策的引导，资金逐渐由大盘股转向更容易推动的中小盘股。

图 14. 09 年 11 月后 M2 同比增速回落是市场风格偏向中小盘股的原因之一



资料来源: WIND 东海证券研究所

图 15. 09 年 11 月后金融机构各项贷款余额同比增速出现下滑



资料来源: WIND 东海证券研究所

不过,随着 10 年 8 月份 M2 和金融机构各项贷款余额的回升,流动性或将逐渐由紧转松。实际上,根据我们宏观组的分析,随着四季度经济增速继续回落,宏观调控政策有望逐渐得到缓和,财政政策转向积极,而货币政策也将保持适度宽松,这将意味着流动性对大盘股的压制将可能逐渐得到缓解。根据历史规律, M2 等指标的逐渐企稳回升将意味着市场风格有望偏向大盘股。

除流动性变动的方向有利于市场风格转向大盘股外,目前中小盘股相对大盘股估值的严重高企,也是市场风格转换的基础条件。目前,无论是相对静态 PE、

相对动态 PE 还是相对 PB, 当前值不仅远超过历史平均水平 (超出幅度接近 70%), 而且远超过过去风格从中小盘股向大盘股转换时的估值条件 (超出幅度接近 60%) (见表 3)。

因此, 从流动性和估值条件来看, 目前市场确实具备风格转换的基础条件。

表 3. 中小盘与大盘股的相对估值已远超历史平均水平

	相对静态 PE	相对 PB	相对动态 PE (滚动)	相对 PEG
当前值	3.05	3.02	2.54	1.68
上限	1.8	1.8	1.6	1.4
下限	1.15	1.4	1.1	0.22
均值	1.77	1.72	1.5	1.02
超过上限幅度	69.44%	67.78%	58.75%	20.00%
超过均值幅度	72.32%	75.58%	69.33%	64.71%

注: 上下限即前文提出的通常风格发生转换的估值条件, 接近上限附近往往意味着风格逐渐由中小盘股转向大盘股, 接近下限相反

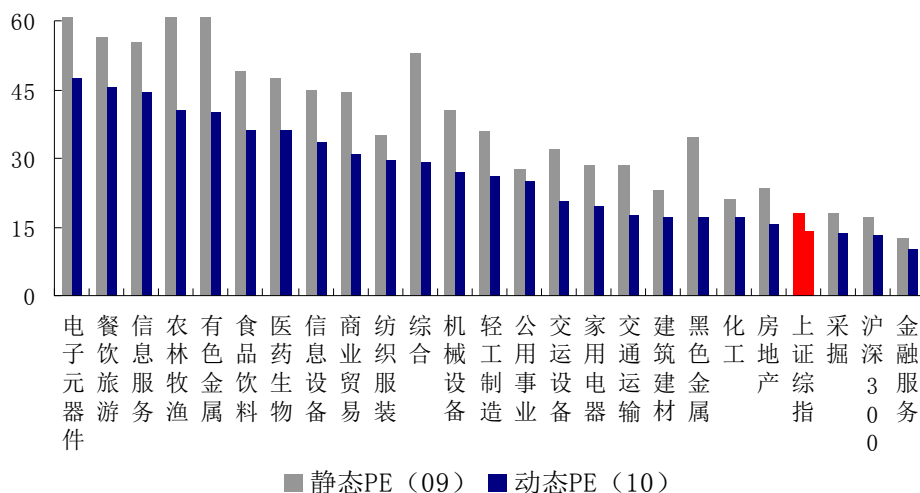
资料来源: WIND 朝阳永续东海证券研究所

3 四季度大小盘股的刺激因素及风险因素分析

3.1 政策“由紧转松”有望带来蓝筹股的估值修复机会

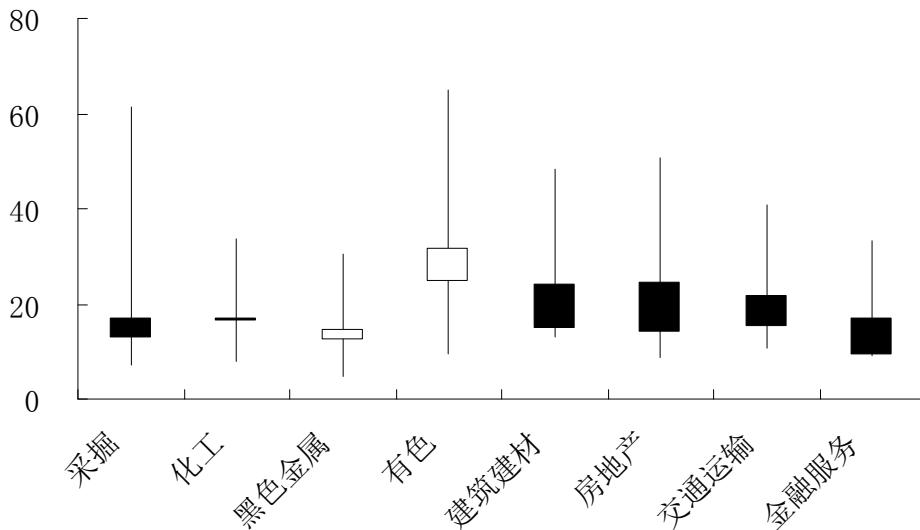
通常, 大盘股居多的板块主要有金融、地产、建筑建材、采掘、化工、钢铁、有色、交通运输等板块。这些行业大部分属于强周期性行业 (这也决定了大盘股要想持续走强必需具备向上的经济背景), 目前除有色外, 这些权重板块估值都较低, 2010 年动态 PE 居于所有申万一级行业的低端, 其中, 金融服务和采掘行业 2010 年动态 PE 甚至低于上证综指 (见图 16)。从历史情况来看, 除有色和黑色金属外, 金融服务、交通运输、房地产、建筑建材、化工和采掘行业的滚动 PE 低于历史平均估值, 而且都位于历史底部 (见图 17); 相对估值方面, 金融服务、交通运输、建筑建材和地产行业都低于历史平均水平 (见图 18)。

图 16. 主要权重板块的估值位于所有申万行业的低端



资料来源: WIND 东海证券研究所

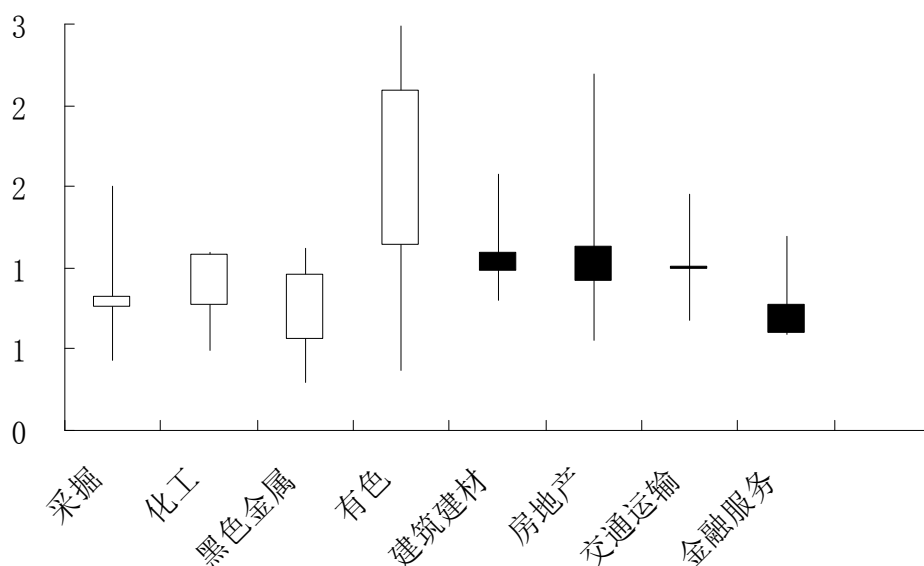
图 17. 主要权重板块的动态估值情况 (滚动 PE)



注: 黑实体部分表示当前估值低于历史均值, 而虚体部分则表示当前估值高于历史均值。

资料来源: WIND 东海证券研究所

图 18. 主要权重板块相对上证 A 股估值情况（相对滚动 PE）



注：黑实体部分表示当前估值低于历史均值，而虚体部分则表示当前估值高于历史均值。

资料来源：WIND 东海证券研究所

根据我们宏观组的判断，随着四季度经济增速继续回落，宏观调控政策有望逐渐由紧转松，前期的一些利空政策预期有望逐渐弱化，这将使得政策对以大盘股居多的周期性板块估值的压制得到缓解，前期调整幅度较大的低估值权重板块有望获得估值修复带来的反弹机会。

一方面，经济增速的回落以及秋粮的收获，四季度 CPI 有望逐渐回落，个别月份可能回到 2% 左右，通胀的下行对货币政策从紧的担忧将逐渐缓解。另一方面，尽管最近房价的继续上升使得近期调控风险有所增加，但是我们认为，房地产进一步出台新政策的可能性不大，更有可能的是落实已有的政策；而且随着房地产调控政策效果的逐渐显现以及四季度市场供应量的逐渐增加，进一步调控的风险有望逐渐减弱，这将使得房地产相关的板块，如银行、钢铁、建材、家电、化工等板块的估值有望得到修复。

此外，区域政策、淘汰落后产能政策、节能减排政策、保障性住房政策的逐渐落实，对有色、化工、钢铁、建材等行业也将构成一定刺激。

3.2 中小盘股面临较大的解禁风险和盈利风险

3.2.1 中小盘和创业板四季度面临较大的解禁风险

四季度市场面临较大的解禁压力。根据 wind 统计，四季度解禁的流通股数合

计 2550.73 亿股，按 9 月 28 日收盘价计算，流通市值为 2.77 万亿元，分别占对应解禁个股的 A 股总股本和总市值的 32.57%、46.54%。

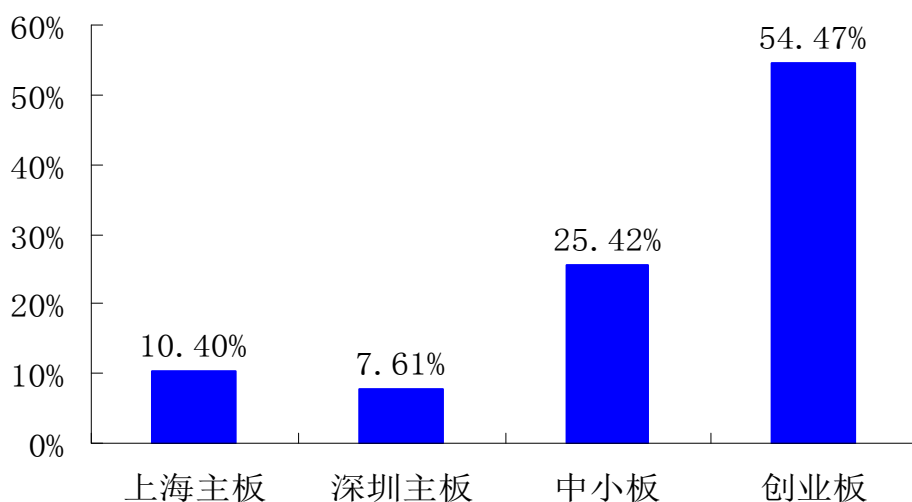
表 4. 四季度主要解禁情况

单位：亿股

	解禁家数	解禁数量	对应的已流通数量	占比
上海主板	91	2338.54	3339.78	70.02%
深圳主板	36	121.89	291.82	41.77%
中小板	122	74.35	226.76	32.79%
创业板	67	15.96	35.01	45.59%
合计	316	2550.73	3893.38	65.51%

资料来源：WIND 东海证券研究所

图 19. 中小板、创业板的解禁家数比例远高于主板



资料来源：WIND 东海证券研究所

从解禁类型来看，解禁公司家数共计 316 家，其中主板 127 家，中小板 122 家，创业板 67 家，中小板和创业板解禁数量占比为 59.81%。从解禁数量占对应公司的已流通数量所占比例来看，上海主板、深圳主板、中小板、创业板分别为 70.02%、41.77%、32.79%、45.59%（见表 4）。

从该比例来看，主板面临的解禁压力好像更大。但事实上，我们认为，**解禁的风险对整个中小板和创业板的压力比主板压力要大得多**。一方面，相对估值和股东背景的差异使得主板面临的实际解禁压力相对较小。主板估值目前处于历史较低水平，从估值角度来看相对更为便宜，而且许多权重个股的解禁股份主要由国资控制，一般来说，在目前的低估值背景下，国资背景的股东减持的可能性相对较小；而中小板和创业板解禁的股份很多都为个人或机构投资者所持有，在目前明显偏高的估值背景下，减持套现可能性较大。前期许多创业板高管纷纷离职的现象就是此类情形的较好证明。另一方面，从解禁家数和解禁比例来看，上海

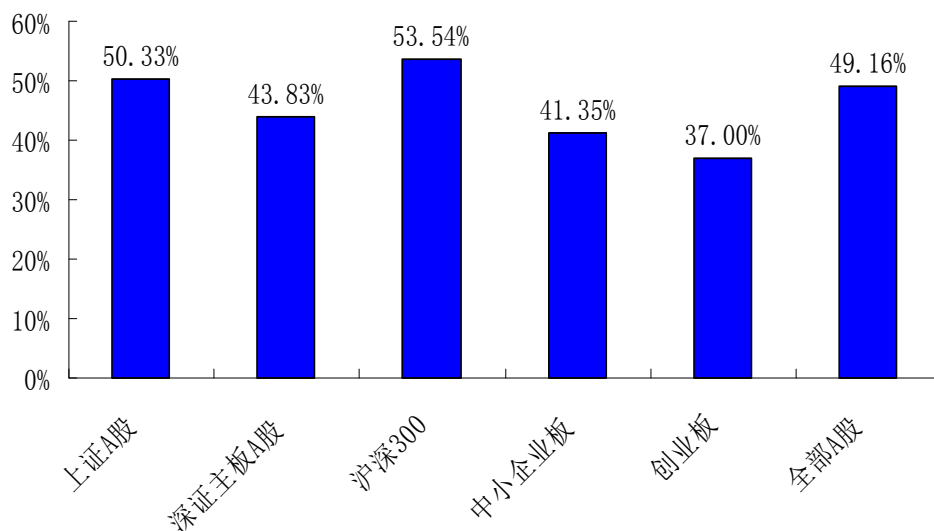
主板和深圳主板解禁家数分别为 91 和 36 家，占各自上市公司家数比例分别为 10.40%、7.61%；而中小板和创业板解禁家数分别为 122 和 67 家，占各自上市公司家数比例分别为 25.42%、54.47%（见图 19）。从主板和中小板、创业板的解禁比例可看出，中小板、创业板的解禁比例远高于主板，因此，相比主板，中小板和创业板解禁的风险对整个板块的影响相对更大。

3.2.2 下半年中小板和创业板业绩压力较大

根据朝阳永续统计，目前上市公司盈利预期普遍较高，沪深 300 和中小板指数、创业板指数 2010 年业绩预测同比增速分别为 31.17%、45.13%、39.02%，其中，中小板和创业板指数的盈利预测增速大幅超过沪深 300。

而通过分析上市公司中报业绩情况可看出，沪深 300、中小板和创业板中报业绩完成全年预测业绩比例分别为 53.54%、41.35%、37.00%（见图 20），这意味着下半年沪深 300 指数完成全年预测业绩压力较轻，而中小板和创业板压力非常大，中小板和创业板下半年净利润环比增长率需要达到 50%才能完成全年的预测业绩。

图 20. 各指数中报业绩完成全年预测业绩比例情况



但是，从单季度净利润环比增长率和营业收入环比增长率情况来看，中小板和创业板下半年业绩要实现 50%环比增长率非常困难。一方面，二季度中小板和创业板净利润环比增长率分别为 26.32%、41.28%，而且过去几年历史经验显示，三季度净利润环比增速往往都会小于二季度，四季度会有所回升，但超过 50%的情形并不多（见图 22）。另一方面，二季度中小板和创业板营业总收入环比增长率分别为 35.59%、29.54%，相比一季度增速变化不大，且有回落的趋向，因此，

在下半年经济增速回落的背景下，营业总收入的环比增速超过上半年可能性较小（见图 24）。

图 21. 主板单季度净利润环比增长率变化情况

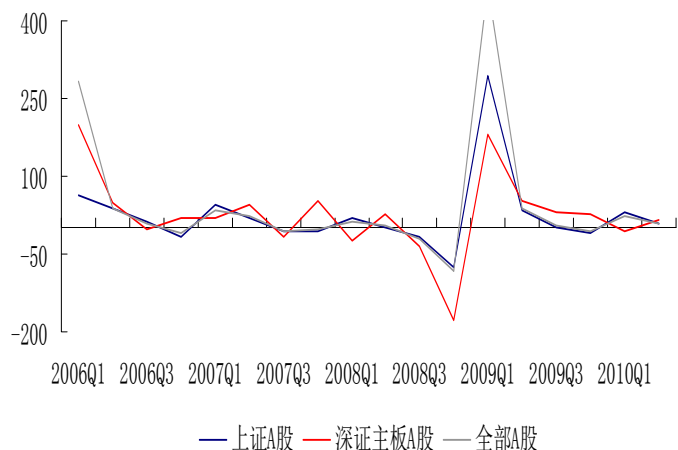
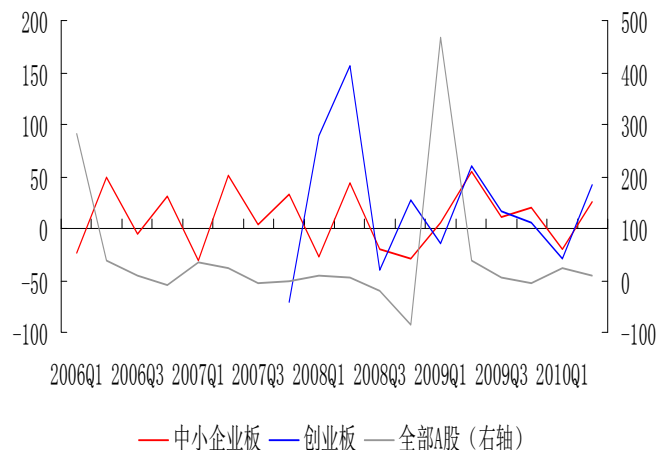


图 22. 中小板、创业板单季度净利润环比增长率变化情况



资料来源：WIND 东海证券研究所

图 23. 主板单季度营业总收入环比增长率变化情况

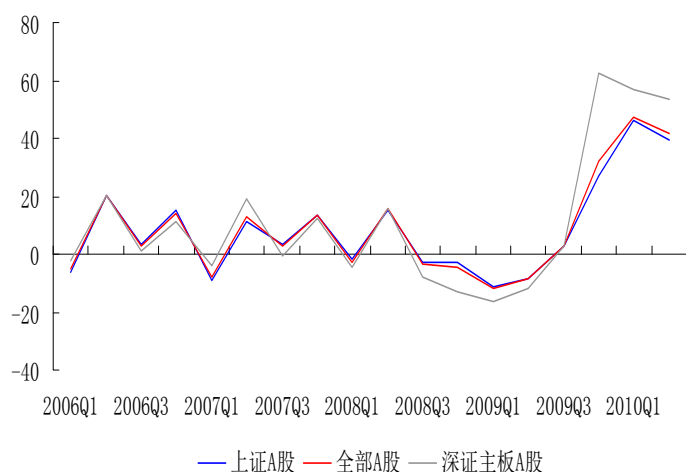
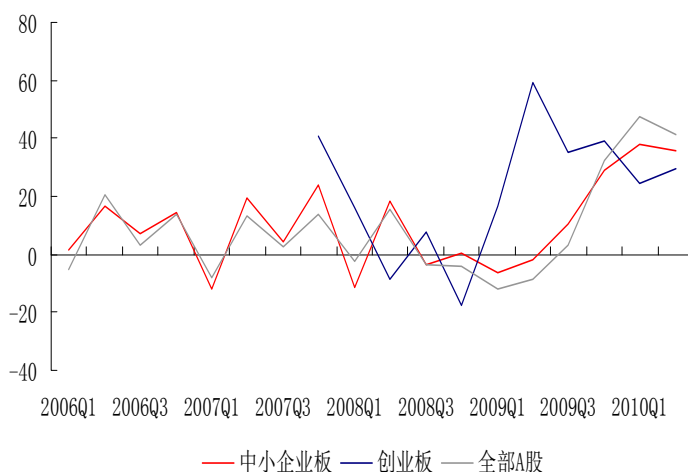


图 24. 中小板、创业板单季度营业总收入环比增长率变化



资料来源：WIND 东海证券研究所

基于上述分析，我们认为，随着经济增速逐渐回落，以中小盘股为代表的中小板和创业板下半年盈利预期下调的可能性及幅度会较大，而以大盘股代表的沪深 300 则相对较小。在目前高盈利预测的背景下，中小盘股仍然有那么高的相对估值，因此，我们认为，随着三季报的逐渐披露，四季度中小盘股将可能会面临比较明显的估值和业绩双杀的风险。

4 小结：四季度风格转换或将到来

从经济周期的角度看，09 年经济的快速复苏以及 10 年经济维持较高速度增

长说明经济已渡过复苏初期，但考虑到经济的转型和结构调整背景，我们认为，经济并没有进入中后期的扩张阶段，因此，我们可将目前的经济阶段划为复苏的中后期。

根据前面总结的大小盘风格转换与经济周期的关系，可以看出，这个阶段，大小盘股应该都有表现的机会，即市场风格会每 1-3 个月在大小盘股之间进行转换。

从时间规律来看，市场风格转向中大盘股的概率在增加。不考虑 6 月份，中小盘股已接近 11 个月跑赢大盘股；若考虑 6 月份，中小盘股也已连续 3 个月跑赢大盘股，符合前面提到的风格偏向中小盘股持续时间大概为 3 个月的规律，按照历史规律，接下来的市场可能会偏向中大盘股。

事实上，从流动性和估值条件来看，目前市场也确实具备风格转换的基础条件。（见第二部分当前大小盘估值和流动性条件分析），而且未来中小盘股面临着较大的解禁压力和业绩下调风险，大盘股却有望获得政策逐渐“由紧转松”带来的估值修复机会。

从转换的方式来看，考虑到前期大盘股调整幅度较大，进一步下跌空间有限，以及中小盘股面临的解禁压力及业绩和估值下调带来的双杀风险，我们认为，风格转换进行的方式以中大盘股上涨，而中小盘股震荡调整的概率最大。基于大盘股上涨的判断，我们认为，四季度市场有望震荡向上。

从持续的时间来看，市场风格偏向大盘股有望在 10-12 月中旬持续的概率最大。一方面，基于历史规律，当市场风格偏向大盘股时，平均持续时间为 2 个月，考虑到国庆假期因素，10 月中旬-12 月中旬刚好接近 2 个月时间；另一方面，四季度末和一季度，中小盘股受高送转预期等因素的影响，往往表现占优；此外，考虑到经济转型及结构调整的背景，相比传统产业居多的大盘股，中小盘股更受益于“调结构”政策，因此，在经过 10-12 月份一段时间调整后，那些调整充分的中小盘股有望再次走强。

附注：**策略小组分析师简介及研究范围：**

鲍庆：宏观策略分析师，上海财经大学产业经济学硕士，3年银行业从业经验，3年以上证券业从业经验，2007年加入东海证券研究所，主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

董高峰：宏观策略分析师，中国科学院研究生院管理科学与工程硕士，2008年加入东海证券研究所，主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

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 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8646

传真：(86-21) 50586660 转 8611

邮编：200122