

解禁“冲击模型”揭示创业板最优买入时机来临

民生精品---策略深度研究报告

2010 年 11 月 08 日

报告摘要:

● 限售股解禁将成为创业板理性成长的一个转折点

三大原因决定限售股解禁将成为创业板理性成长的一个转折点。首先,创业板所代表的新兴产业主要集中在渗透率 40%以下,以美国网络技术股票价格的估算,未来还有 5 倍左右的溢价空间;其次,各地方对于新兴产业的目标高度、投资力度远大于中央的前期规划,十二五新兴产业规划将好于此前期预期。

● 40%创业板上市公司仍然位于估值合理区域

创业板上市公司以成长型股票为主,彼得·林奇为代表的投资成长型股票的基金经理的成功经验说明,把 PE 和 PEG 相结合会更准确的测度成长型股票的估值。从 PE 与 PEG 复合估值的角度来看,2010 年仍有 40%的创业板股票优于沪深 300 整体估值的水平,而 2011 年 85%的创业板股票拥有估值优势。

● 解禁“冲击模型”表明,创业板股票在解禁后的 2-3 周内进入最佳买入时机

选取 178 只中小板限售股作为情景分析的研究样本,考察不同特点的中小板限售股在解禁过程中的价格冲击程度变化情况,依次做聚类分析、情景分析对创业板股票最佳买入时机的条件进行量化分析。解禁“冲击模型”的聚类结果表明,创业板的 56 只解禁股与一类中小板解禁股相似性较高,最佳买入条件为:当超额收益率波动率在 $[1.87, 2.00]$ 范围内,或交易日在 $[T+10, T+14]$ 范围内,其中 T 表示解禁日。

民生证券研究所

张 琢 策略分析师
执业证号: S0130108043631
电话: (8610)8512 7665
邮箱: zhangzhuo@mszq.com

孙洪湛 助理研究员
电话: (8610)8512 7661
邮箱: sunhongzhan@mszq.com

王荣欣 基金研究中心分析师
执业证号: S0100110080012
电话: (8610)85127729
邮箱: wangrongxin@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

沪深 300 收盘价走势



A 股市场数据

总市值(万亿)	32.14
流通市值(万亿)	17.99
市盈率(TTM)	20.20
市净率(MRQ)	3.04

目录

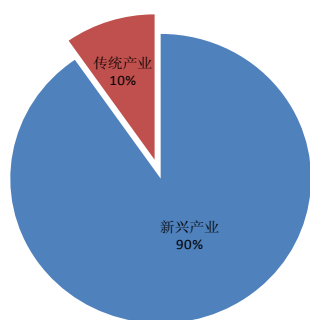
一、限售股解禁将成为创业板理性成长的一个转折点.....	3
（一）技术渗透率位于 40%以下，创业板进入增长繁荣区 I.....	4
（二）“十二五”各地方发展新兴产业热情高，规划有望超预期.....	5
二、40%创业板上市公司仍然位于估值合理区域.....	6
（一）创业板集中解禁利空已经提前释放.....	6
（二）PE 与 PEG 复合估值结果说明：创业板仍然存在估值优势.....	7
三、构建“解禁冲击模型”，分析创业板股票最佳买入时机.....	9
（一）模型分析.....	9
（二）基于 K 阶聚类法的情景分析.....	10
（三）创业板解禁股票的最佳买入条件参考.....	12
插图目录.....	15
表格目录.....	15

11 月份创业板解禁市值占创业板流通市值的 18.2%，对于规模如此庞大的解禁，市场的解读向来趋于悲观，甚至有这样两种观点：其一，2000 年美国科技网络泡沫的一个重要诱因就是科技股的大规模解禁，故认为创业板解禁的理论后果可能是股价的下挫；其二，创业板上市公司 PE 过高，实际投资收益并未体现。但基于对基本面及限售股解禁“冲击模型”的研究，我们认为：**在政策利好、集中解禁利空出尽的前提下，创业板解禁股会在 [T+10,T+14] 范围内存在最佳买入机会，其中 T 表示解禁日。**

一、限售股解禁将成为创业板理性成长的一个转折点

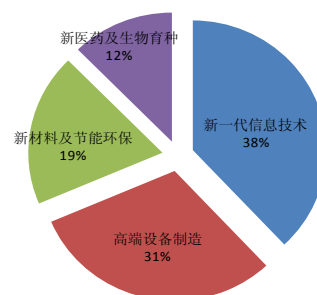
目前创业板的大部分公司都集中在新一代信息技术、高端设备制造、新材料、生物医药、环保等新兴产业。对创业板开板一年来 IPO 企业的行业分布进行分析发现，相比中小板等板块，节能环保、新兴能源、TMT 等行业在创业板获得了更多关注，而这样的行业分布，也迎合了国家政策对新兴产业发展的推动。

图 1：创业板中新兴产业占比 90%



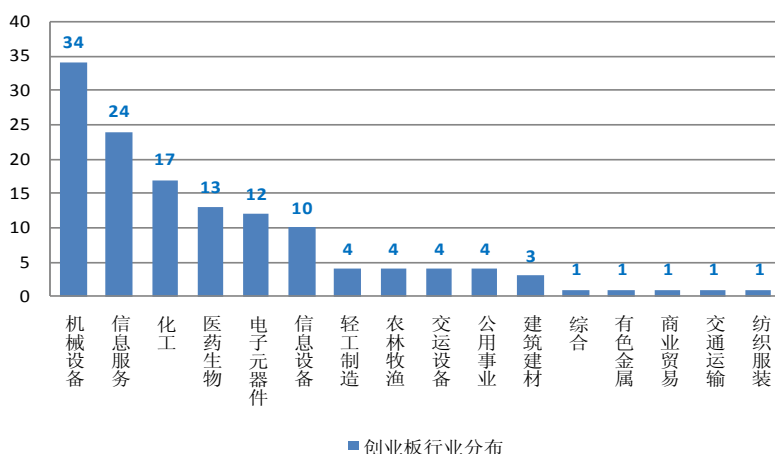
资料来源：wind，民生证券研究所

图 2：创业板中新一代信息技术、高端设备制造占比最大



资料来源：wind，民生证券研究所

图 3：创业板行业分布集中度高



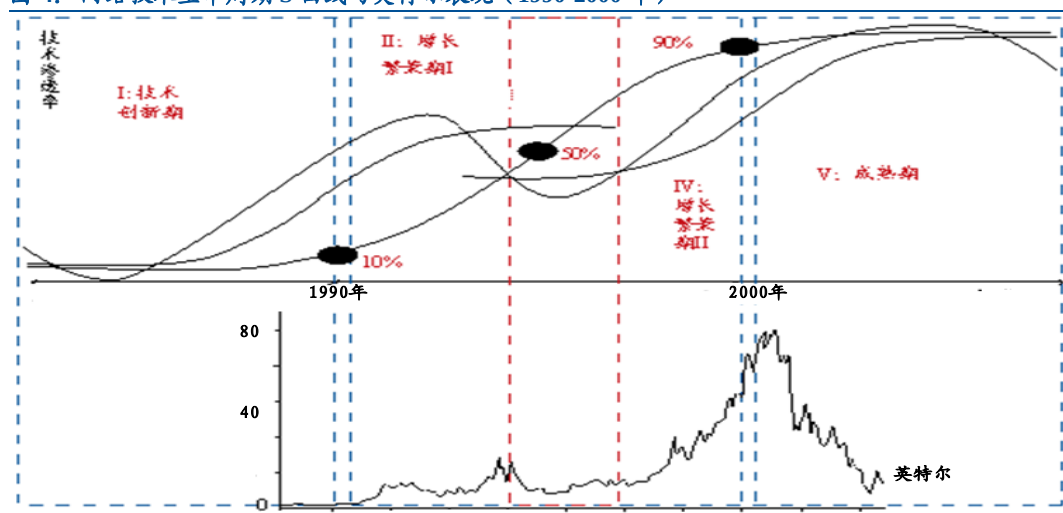
资料来源：wind，民生证券研究所

限售股解禁并不会重蹈美国科技网络泡沫破灭挫折，而将成为创业板理性成长的一个转折点。我们认为：技术渗透率、政策推动使创业板迎来第二轮投资机遇。

（一）技术渗透率位于 40%以下，创业板进入增长繁荣区 I

2000 年 1 月，美国网络股解禁市值达到了历史峰值 700 亿。相比 2000 年网络股的市值 1.2 万亿，2000 年 1 月份融资加解禁占市值比为 6.6%。1999 年 12 月到 2000 年 3 月累计解禁市值超过了 2000 亿，占流通市值的比例达到 16%，融资加解禁占流通市值的比例为 20%。在大规模的股票供给之下，网络股在 2000 年 3 月开始大幅下跌，大量公司倒闭。

图 4：网络技术生命周期 S 曲线与英特尔表现（1990-2000 年）

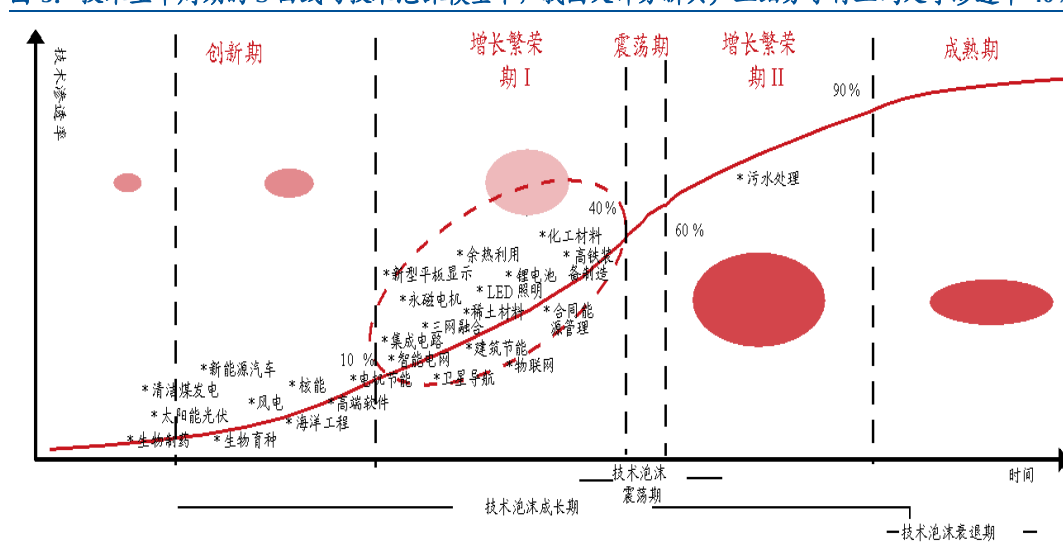


资料来源：《下一轮经济周期》，民生证券研究所

2000 年初的美国网络股大规模限售股解禁，被认为是互联网泡沫破灭的一个主要原因，但我们认为美国互联网的技术生命周期进入最后一个阶段（成熟期），技术渗透在 90% 的基础上缓慢增长，才是泡沫破灭的关键原因。

按照民生策略研究小组的技术生命周期模型的测算，创业板所代表的新兴产业主要集中在渗透率 40% 以下，技术渗透成长空间还很大，以美国网络技术股票价格的估算，未来还有 5 倍左右的溢价空间。

图 5：技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型下，我国大部分新兴产业细分子行业均处于渗透率 40% 以下



资料来源：民生证券研究所

（二）“十二五”各地方发展新兴产业热情高，规划有望超预期

从对《国务院关于加快培育发展战略性新兴产业的决定》的反馈来看，各地方对于新兴产业的目标高度、投资力度远大于中央前期的总体规划，随着各产业的“十二五”规划具体投资项目在未来一到两个月内逐渐落实，新兴产业利好将陆续出台并将好于此前期，为创业板集体走强创造机会。

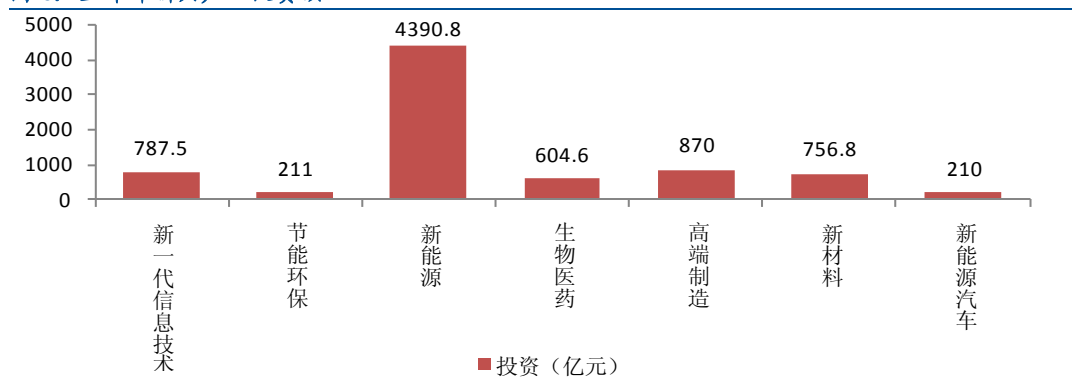
表 1：地方新兴产业布局早已开始

地区	新兴产业现状
扬州市	国家级半导体照明产业化基地，2010 年碳纤维产能将达千吨级，太阳能光伏和 LED 年销售都超过 500 亿元。
无锡市	集成电路、光伏和软件及服务外包三大产业作为支柱产业，三年形成三个 1000 亿级的新兴产业集群
南京市	以“5 + X”为重点，加快推进风电、城轨交通、汽车及零部件、半导体照明、船舶这五大新兴产业链，“X”是指具有发展潜力、带动作用强的核心企业
厦门市	光电产业将成为继电子、机械、化工三大支柱产业之后厦门的第四大支柱产业
重庆市	重庆投资 1000 亿元，400 余个重点工业项目，重点推进九大新兴产业集群
上海市	太阳能、半导体照明(LED)、新能源汽车等新兴产业为主体，到 2015 年信息产业产值规模翻番
深圳市	以电子信息为高新技术产业的核心板块，增强新材料、光机电新兴产业等对经济拉动作用

资料来源：民生证券研究所

目前全国 29 个省市出台的针对战略性新兴产业规划当中，纷纷加大财税和金融的支持力度，其中有 16 个省市提出设立财政专项，21 个省市提出加大税制的支持，23 个省市提出建立多层次的投融资体系，21 个省市提出要设立重大项目和示范工程。上海“十二五”规划中提出，到 2015 年，上海要成为中国综合实力领先、在若干领域跻身世界前列的战略性新兴产业集聚区。其中，战略性新兴产业产值规模要实现翻番。广东更是把战略性新兴产业发展作为“头号工程”，“十二五”期间安排了百亿元的财政资金，重点支持引导发展战略性新兴产业。广东省省长黄华华日前在介绍广东省经济社会发展情况时，表示将大力发展高新技术产业，特别是战略性的新兴产业，优先发展高端电子信息产业、新能源汽车、LED 产业。

图 6：上半年新兴产业投资额



资料来源：民生证券研究所

表 2: 目前预测的新兴产业十二五规划内容

产业明细	详情
节能环保	在“十二五”期间, 预计我国环保投资将达到 3 万亿以上, 到 2015 年将达到 GDP 的 7%-8%, 到 2020 年环保将成为国民经济的支柱产业
新能源汽车	新能源汽车 (主要是电动车) 的投资规划, 预计 2011-2015 年间中央政府支出为 300 亿人民币
新能源	2011-2020 年间新能源的累计投资目标为 5 万亿, 其中未来 10 年核电总投资有望接近 1 万亿元
高端装备	“十二五”期间, 低空域开放首先需要机场、空管和航油等配套逐步完善, 通用航空运营业务也将直接开展

资料来源: 民生证券研究所

二、40%创业板上市公司仍然位于估值合理区域

四季度, 创业板解禁规模为 473.8 亿元, 其中 11 月份解禁占总解禁市值的 53.56%, 市场普遍认为, 创业板的大规模解禁加大了股票的供给, 会造成股价大幅度下挫, 但我们认为:

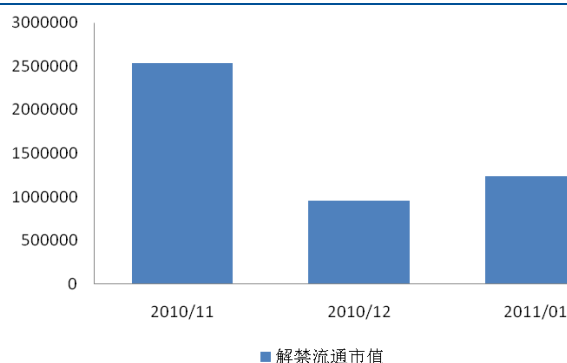
第一, 股价主要反映的是预期的变化, 而市场在 9-10 月份已经提前反应, 在流动性充裕的大背景下, 创业板仍然存在上行动力;

第二, PE 与 PEG 复合估值结果说明: 2010 年仍有 40% 的创业板股票优于沪深 300 整体估值的水平, 而 2011 年 85% 的创业板股票拥有估值优势。

(一) 创业板集中解禁利空已经提前释放

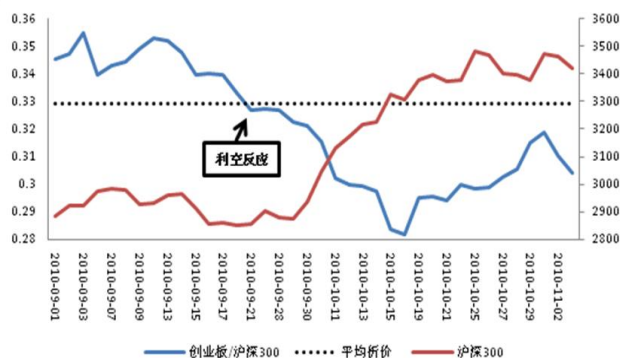
四季度创业板解禁主要集中在 11 月 1 日, 当日解禁市值为 337 亿元, 占总规模的 71.13%。通过对创业板与沪深 300 收盘价的折价分析, 我们发现 9 月 20 日左右创业板走势开始明显弱于沪深 300, 并进入了为期一个月的底部盘整, 随后创业板指数稳步回升, 在大盘基本面未变的前提下, 创业板集中解禁利空影响已逐渐弱化。

图 7: 创业板解禁高峰已过



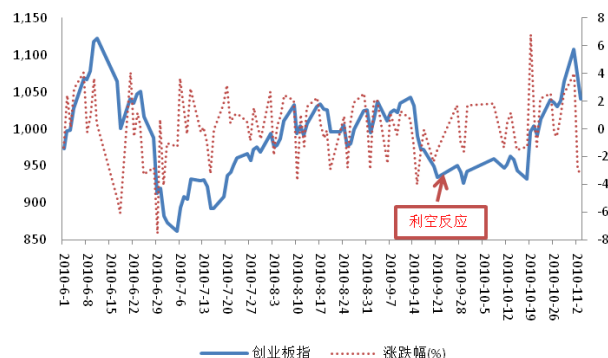
资料来源: wind, 民生证券研究所

图 8: 沪深 300 与创业板指数发生转换, 创业板处于相对低位



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 9: 创业板解禁压力已经释放, 为过剩流动性做好铺垫



资料来源: wind, 民生证券研究所

（二）PE 与 PEG 复合估值结果说明：创业板仍然存在估值优势

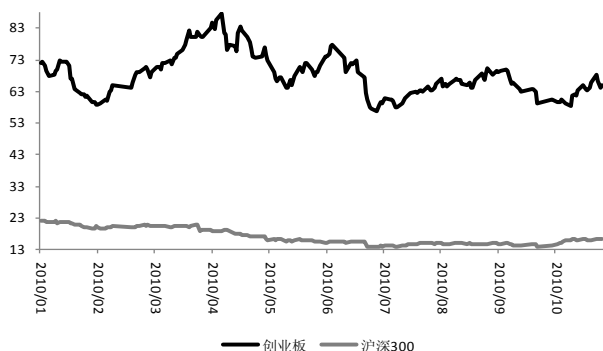
PE 与 PEG 复合估值是成长型股票的合理估值方式。以彼得·林奇为代表的基金经理的成功经验说明了 PEG 筛选成长型股票的可行性。

第一，PE 是反映股票当前静态的指标，PEG ($PEG = PE / \text{净利润复合增长率}$) 既考虑目前估值状况，也结合了公司未来盈利的变化，但 PEG 中的净利润复合增长率是一个动态的指标，包含了对未来的预测，有一定不确定性，因此把 PE 和 PEG 相结合会更准确。

第二，在彼得·林奇作为富达·麦哲伦基金经理的任期内，PEG ($PEG < 0.75$) 是其选择的 GARP 特性股票重要的量化特征，1977~1990 年间该基金的年平均收益率为 29%，基金规模从 2000 万美元增加到 140 亿美元。

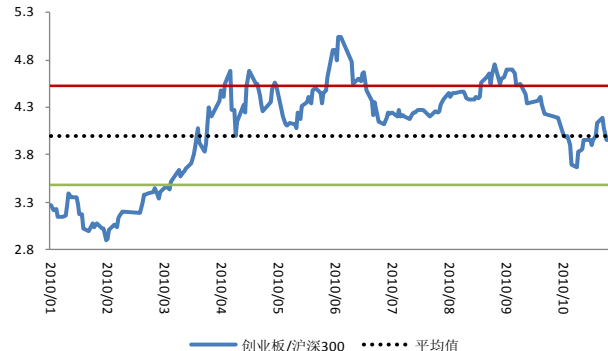
PE 与 PEG 复合估值结果说明：创业板仍然存在估值优势。创业板的高 PE 现象明显存在，但创业板 PE 已从刚上市时超过 100 倍降至现在的 60 倍左右，60 倍 PE 对于创业型企业来说，并不是过高的估值。从 PE 与 PEG 复合估值的角度来看，2010 年仍有 40% 的创业板股票优于沪深 300 整体估值的水平，而 2011 年 85% 的创业板股票拥有估值优势。

图 10: 沪深 300 与创业板 PE 估值水平差距较大



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 11: 创业板与沪深 300 PE 估值比在 4 倍左右

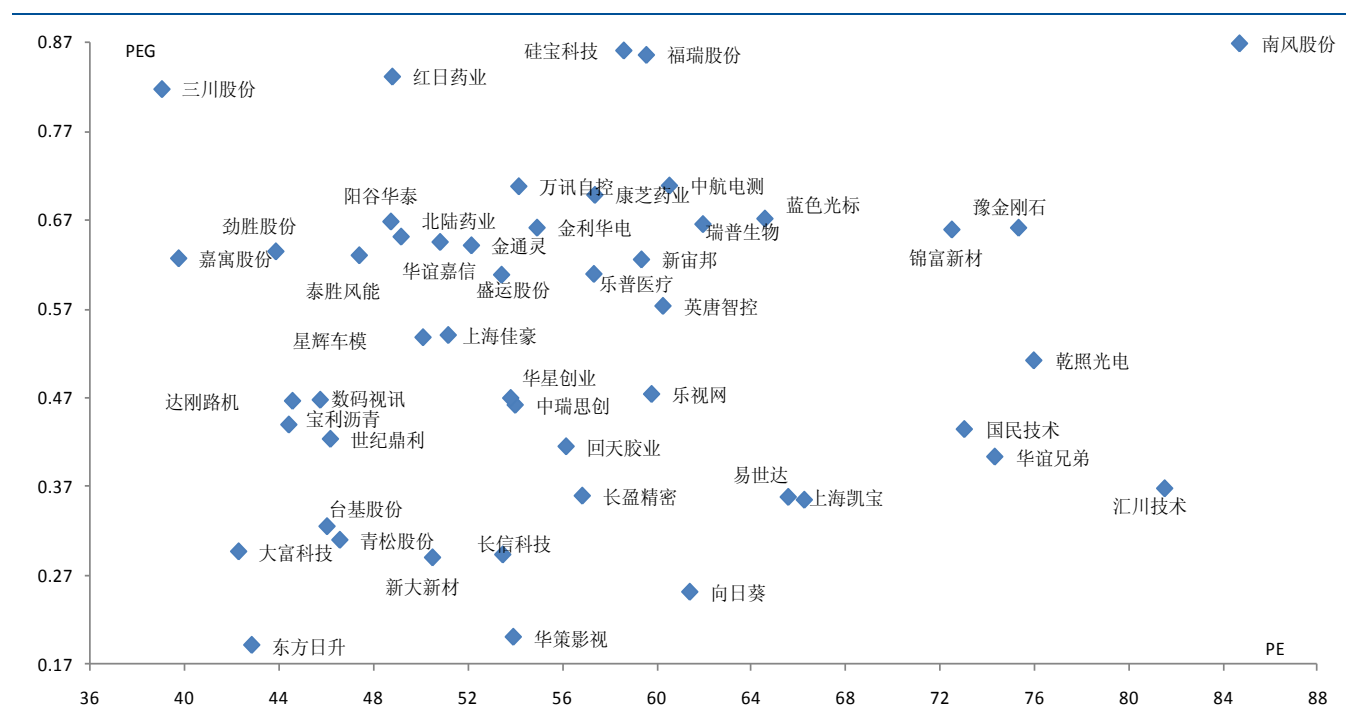


资料来源: wind, 民生证券研究所

表 3: 创业板 PEG 低, 成长性好

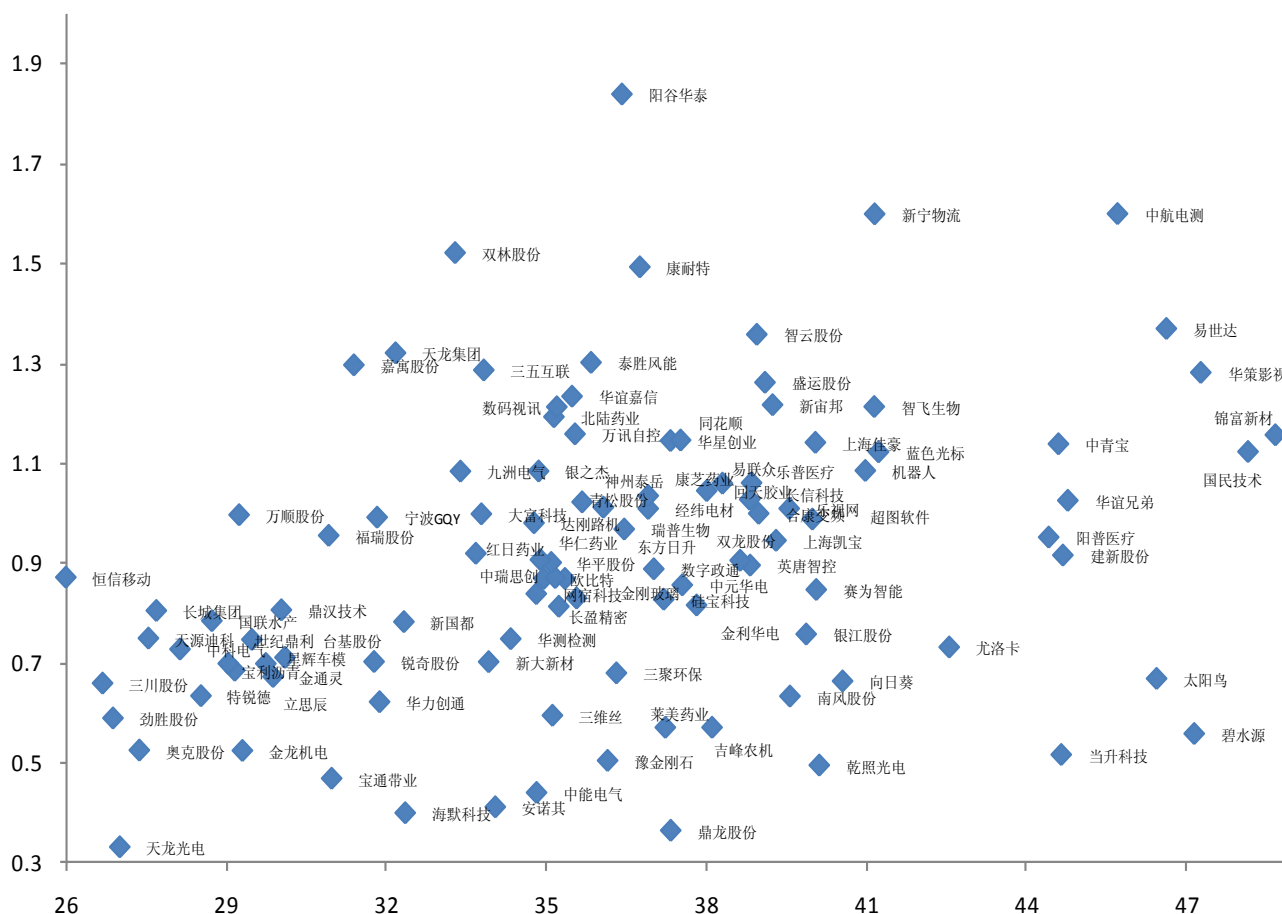
板块名称	流通 A 股市值 单位: 十亿元	流通市 值占比	PE 2010E	PE 2011E	PEG 2010E	PEG 2011E
全部 A 股	17964.85	100.00%	18.72	15.61	0.92	1.4
上证 A 股	13026.17	72.51%	16.36	13.76	1.69	1.9
深证 A 股	4938.67	27.49%	31.84	24.84	0.37	1.05
沪深 300	12124.55	67.49%	15.82	13.22	0.89	2.56
中小企业板	1464.67	8.15%	40.57	30.19	-0.46	1.16
创业板	160.46	0.89%	55.71	38.74	1.92	1.01

资料来源: wind, 民生证券研究所

 图 12: 2010 年创业板中 40% 的股票位于估值合理区域 ($PE < 88$, $0 < PEG < 0.89$)


资料来源: wind, 民生证券研究所

图 13: 2011 年创业板中将有 85%股票位于估值合理区域 ($PE < 49$, $0 < PEG < 2.56$)



资料来源: wind, 民生证券研究所

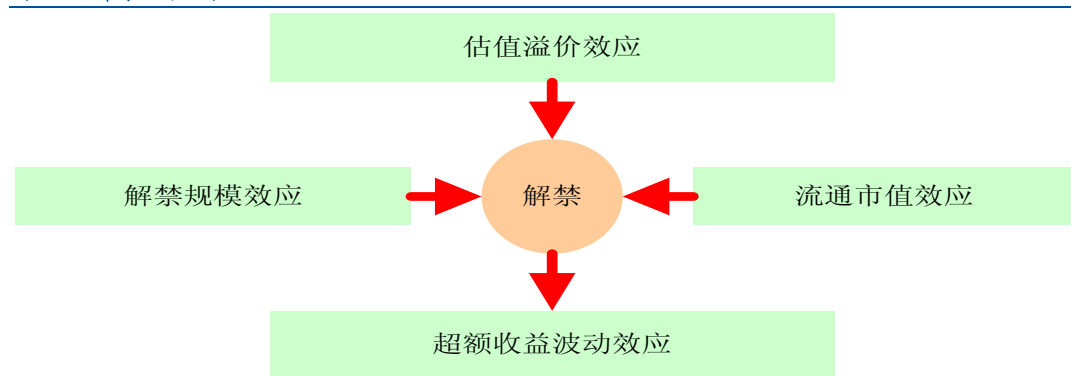
三、解禁“冲击模型”揭示创业板最优买入时机来临

构建限售股解禁的价格冲击量化分析模型(下称“冲击模型”),对各种影响因素与股价波动特征进行系统分析。选取在 2007 年 1 月~2010 年 1 月期间解禁的中小板股票 178 只作为研究样本,通过冲击模型对样本股票在解禁过程中的冲击效应进行量化分析,统计分析各解禁股的最优买入阶段(价格冲击最小的条件)并做实证检验。对 2010 年 11 月开始解禁的股票进行情景分析,确定各股票的最优买入条件。

(一) 模型变量分析: 解禁股的四种效应

通过构建模型,综合地从解禁规模、流通市值、估值溢价及超额收益波动效应角度出发,对样本股票在解禁过程中的价格冲击效应进行量化分析。

图 14: 解禁波动效应



资料来源：民生证券研究所

超额收益波动效应指的是限售股解禁过程后一段时间内均会出现不同程度的价格波动现象，具体体现在该股票价格走势与市场基准指数（如中小盘指数）走势的差异程度上。

解禁规模效应是指解禁比例不同的股票在解禁期间的价格冲击过程出现一定程度的差异，二者存在一定的函数关系（此处“解禁比例”=解禁股数量/总流通股本数）。

总流通市值效应是指不同总流通市值的股票在解禁期间的价格冲击程度存在一定程度的差异（此处“总流通市值”表示该股票在解禁前一段时间内的流通市值总和）。

估值溢价效应指的是不同估值溢价的股票在解禁过程中的价格冲击程度也存在一定程度的差异（此处“估值溢价”=解禁股 PE/市场板块平均 PE）。

分别按上述各角构造度量指标，对样本股票进行分类，给定“最优波动率”、“最优买入时间”等指标的参考区间范围，作为各类限售股解禁后最优买入时机出现的多维条件。

（二）基于 k 阶聚类法的情景分析

以 2007 年 1 月~2010 年 1 月为考察周期，选取 178 只解禁股票作为样本，对样本股票按“解禁规模”、“流通市值（标准化）”、“前 2 周估值溢价”、“前 1 周估值溢价”、“当周估值溢价”为指标，对样本股票进行 k 阶聚类，共分成 3 大类，对每一类的特征进行分析。

1、k 阶聚类中心指标

根据 k 阶聚类结果，选取三类自样本作为标准类别，分别记为 A3、A5、A6。

表 4: k 阶聚类中心指标

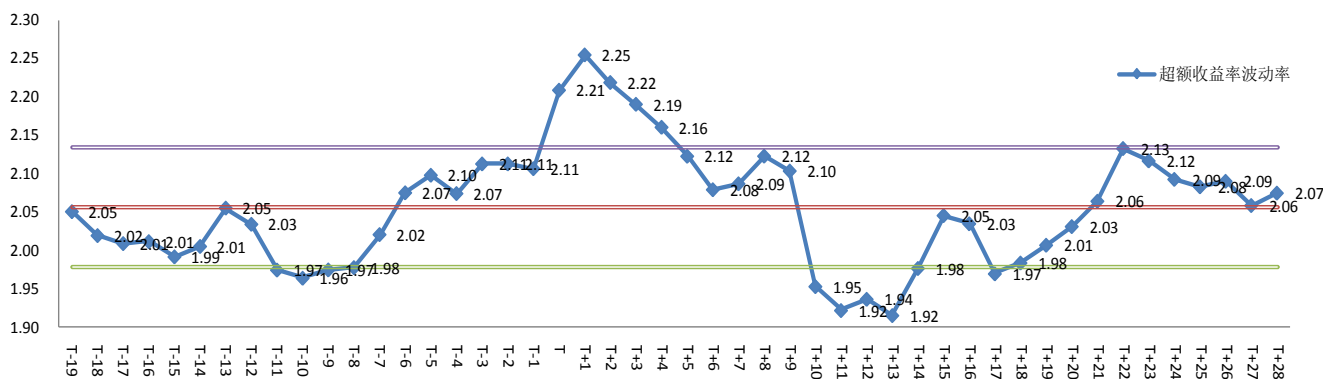
分类中心	流通市值（标准化）	解禁规模占比	前 2 周估值溢价	前 1 周估值溢价	当周估值溢价	数量
A1	-0.776	0.097	11.453	10.713	-0.940	1
A2	6.050	0.573	0.469	0.468	0.408	1
A3	0.035	0.334	1.245	1.250	1.287	58
A4	-0.651	0.548	10.212	10.396	11.316	3
A5	2.139	0.287	0.921	0.873	0.899	17
A6	-0.440	0.343	0.625	0.604	0.622	96
A7	-0.596	0.203	7.889	7.394	7.750	1
A8	0.095	0.355	-2.021	-2.092	-2.029	1

资料来源：Wind，民生证券研究所

2、超额收益率波动率走势

根据考察，解禁股解禁前 10 日至解禁后 15 日期间，该股票的超额收益率波动相对较大。一般而言，解禁股的最佳买入条件为：超额收益率波动率在[1.8,2.1]范围内，或交易日在[T+9,T+15]范围内，其中 T 表示解禁日。

图 15：样本解禁股在[T-10,T+15]期间波动程度较弱

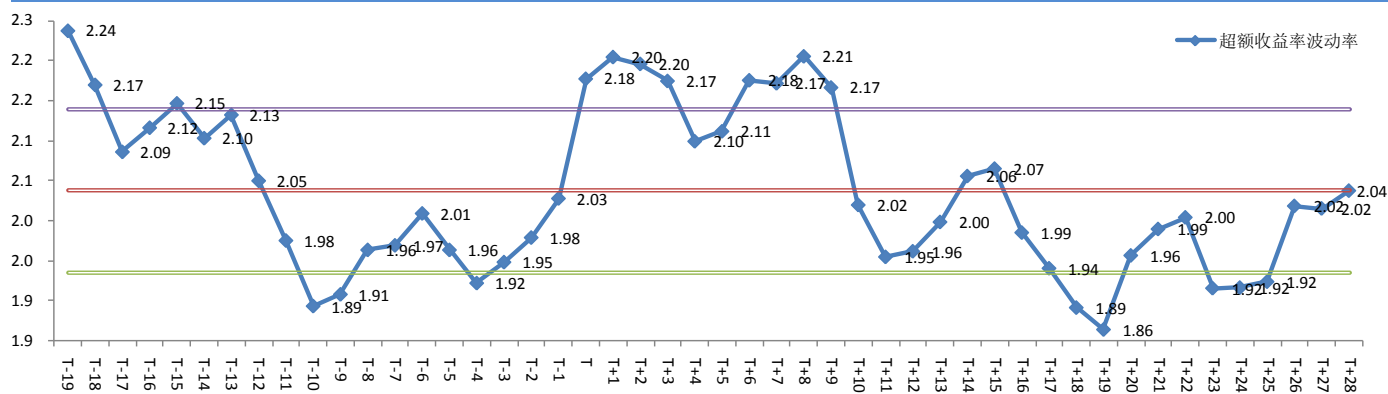


资料来源：Wind，民生证券研究所

3、分类考察，确定最佳买入条件

分别对 A3、A5、A6 类解禁股的超额收益率波动情况进行考察，统计分析各类别解禁股的最佳买入条件。A3 类解禁股共包含 58 只股票，通过统计分析可知该类解禁股的最佳买入条件为：当超额收益率波动率在[1.95,2.02]范围内，或交易日在[T+10,T+13]范围内，其中 T 表示解禁日。

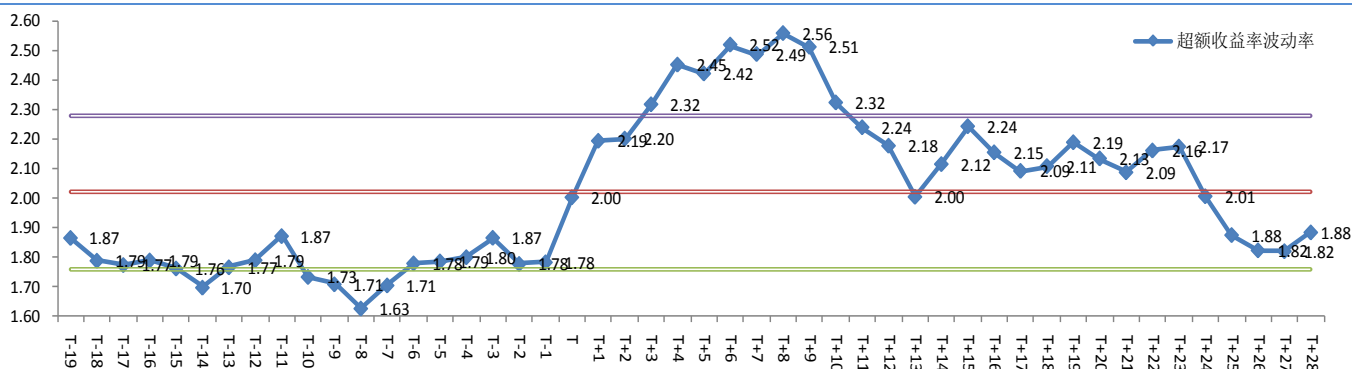
图 16：A3 类解禁股在[T+10,T+13]期间波动程度相对较弱



资料来源：Wind，民生证券研究所

A5 类解禁股共包含 17 只股票，通过统计分析可知该类解禁股的最佳买入条件为：当超额收益率波动率在[2.00,2.24]范围内，或交易日在[T+10,T+15]范围内，其中 T 表示解禁日。

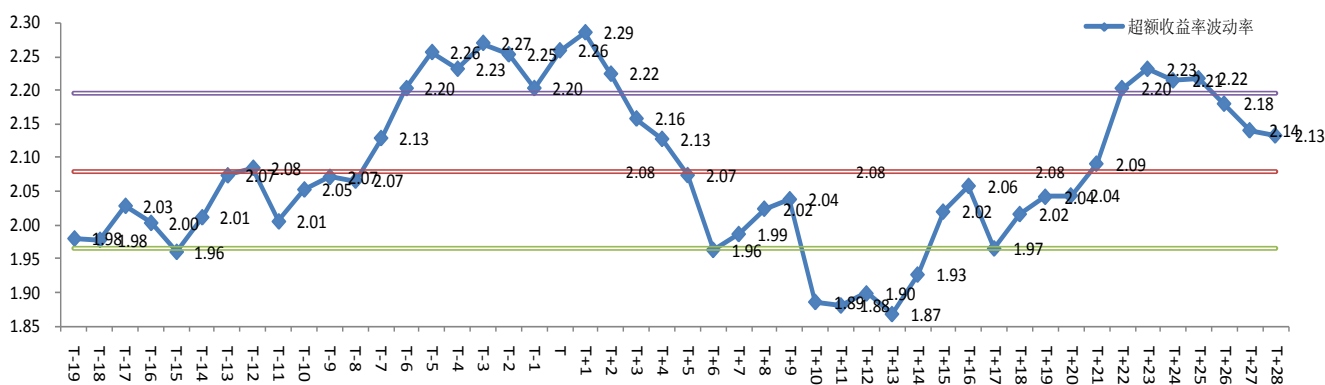
图 17: A5 类解禁股在[T+10,T+13]期间波动程度相对较弱



资料来源: Wind, 民生证券研究所

A6 类解禁股共包含 96 只股票, 通过统计分析可知该类解禁股的最佳买入条件为: 当超额收益率波动率在[1.87,2.00]范围内, 或交易日在[T+10,T+14]范围内, 其中 T 表示解禁日。

图 18: A6 类解禁股在[T+10,T+13]期间波动程度相对较弱



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(三) 创业板解禁股票的最佳买入时机

对本期解禁的 329 只股票, 选取其“流通市值”、“解禁规模”进行聚类分析, 共分为 8 类 (分别记为 B1、B2、...、B8), 其中须先对流通市值进行标准差标准化处理。依据聚类中心的距离比较, 确定 B 类中的解禁股票应对应的中小板股票类别, 通过情景分析确定各创业板解禁股票的最佳买入条件参考。

1、创业板、中小板解禁股的类别对应

依据聚类中心的距离比较, 确定 B 类 (创业板解禁股) 中的创业板股票应对应的中小板股票类别, 通过情景分析确定 A 类 (中小板解禁股) 中的各创业板解禁股票的最佳买入条件参考。

表 5: 创业板、中小板解禁股聚类中心距离

类别	B1	B2	B3	B4	B5	B6	B7	B8
A3	1.922	0.873	0.127	3.765	5.528	7.689	0.437	6.74
A5	0.205	1.238	2.028	1.661	3.426	5.585	2.528	4.64
A6	2.397	1.347	0.563	4.24	6.003	8.165	0.125	7.214

资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、创业板解禁股的最佳买入条件

在聚类分析、类别对应、情景分析的基础上,确定创业板解禁股的最佳买入条件参考,包括超额收益率波动参考区间、最佳买入日参考区间。

聚类分析结果表明,创业板的 56 只解禁股票均属于 B7 类(对应于中小板 A6 类),也就是说创业板解禁股与中小板解禁股中的 A6 类股票相似性较高。

表 6: 市场分化指标、最优平均规模等指标

序号	代码	简称	解禁日期	流通市值 (标准)	解禁 规模	聚类分析 (B)	中小板类别(A)	超额收益波 动	最佳买入日
1	300029.SZ	天龙光电	2010/12/27	-0.394	0.294	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
2	300030.SZ	阳普医疗	2010/12/27	-0.488	0.321	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
3	300031.SZ	宝通带业	2010/12/27	-0.481	0.237	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
4	300033.SZ	同花顺	2010/12/27	-0.405	0.39	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
5	300034.SZ	钢研高纳	2010/12/27	-0.443	0.214	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
6	300035.SZ	中科电气	2010/12/27	-0.483	0.246	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
7	300036.SZ	超图软件	2010/12/27	-0.469	0.313	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
8	300038.SZ	梅泰诺	2011/1/10	-0.486	0.263	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
9	300039.SZ	上海凯宝	2011/1/10	-0.336	0.313	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
10	300040.SZ	九洲电气	2011/1/10	-0.463	0.259	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
11	300041.SZ	回天胶业	2011/1/10	-0.426	0.213	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
12	300042.SZ	朗科科技	2011/1/10	-0.488	0.352	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
13	300043.SZ	星辉车模	2011/1/20	-0.476	0.129	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
14	300044.SZ	赛为智能	2011/1/20	-0.47	0.244	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
15	300046.SZ	台基股份	2011/1/20	-0.456	0.25	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
16	300047.SZ	天源迪科	2011/1/20	-0.46	0.096	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
17	300048.SZ	合康变频	2011/1/20	-0.395	0.12	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
18	300049.SZ	福瑞股份	2011/1/20	-0.474	0.167	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
19	300050.SZ	世纪鼎利	2011/1/20	-0.349	0.239	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
20	300099.SZ	尤洛卡	2010/11/8	-0.462	0.048	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
21	300100.SZ	双林股份	2010/11/8	-0.467	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
22	300101.SZ	国腾电子	2010/11/8	-0.416	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
23	300102.SZ	乾照光电	2010/11/12	-0.337	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
24	300103.SZ	达刚路机	2010/11/12	-0.484	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
25	300104.SZ	乐视网	2010/11/12	-0.461	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
26	300105.SZ	龙源技术	2010/11/22	-0.357	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
27	300106.SZ	西部牧业	2010/11/22	-0.482	0.051	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
28	300107.SZ	建新股份	2010/11/22	-0.457	0.051	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
29	300108.SZ	双龙股份	2010/11/25	-0.506	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
30	300109.SZ	新开源	2010/11/25	-0.49	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]

序号	代码	简称	解禁日期	流通市值 (标准)	解禁 规模	聚类分析 (B)	中小板类别(A)	超额收益波 动	最佳买入日
31	300110.SZ	华仁药业	2010/11/25	-0.454	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
32	300111.SZ	向日葵	2010/11/29	-0.441	0.02	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
33	300112.SZ	万讯自控	2010/11/29	-0.504	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
34	300113.SZ	顺网科技	2010/11/29	-0.456	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
35	300114.SZ	中航电测	2010/11/29	-0.479	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
36	300115.SZ	长盈精密	2010/12/2	-0.438	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
37	300116.SZ	坚瑞消防	2010/12/2	-0.484	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
38	300117.SZ	嘉寓股份	2010/12/2	-0.474	0.052	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
39	300118.SZ	东方日升	2010/12/2	-0.346	0.051	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
40	300119.SZ	瑞普生物	2010/12/17	-0.437	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
41	300120.SZ	经纬电材	2010/12/17	-0.496	0.051	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
42	300121.SZ	阳谷华泰	2010/12/17	-0.506	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
43	300122.SZ	智飞生物	2010/12/28	-0.41	0.02	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
44	300123.SZ	太阳鸟	2010/12/28	-0.464	0.051	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
45	300124.SZ	汇川技术	2010/12/28	-0.225	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
46	300125.SZ	易世达	2011/1/13	-0.451	0.051	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
47	300126.SZ	锐奇股份	2011/1/13	-0.475	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
48	300127.SZ	银河磁体	2011/1/13	-0.437	0.051	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
49	300128.SZ	锦富新材	2011/1/13	-0.434	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
50	300129.SZ	泰胜风能	2011/1/19	-0.442	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
51	300130.SZ	新国都	2011/1/19	-0.48	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
52	300131.SZ	英唐智控	2011/1/19	-0.493	0.052	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
53	300132.SZ	青松股份	2011/1/26	-0.498	0.051	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
54	300133.SZ	华策影视	2011/1/26	-0.418	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
55	300134.SZ	大富科技	2011/1/26	-0.356	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]
56	300135.SZ	宝利沥青	2011/1/26	-0.47	0.05	7	6	[1.87,2.00]	[T+10,T+14]

资料来源: Wind, 民生证券研究所

插图目录

图 1: 创业板中新兴产业占比 90%	3
图 2: 创业板中新一代信息技术、高端设备制造占比最大	3
图 3: 创业板行业分布集中度高	3
图 4: 网络技术生命周期 S 曲线与英特尔表现 (1990-2000 年)	4
图 5: 技术生命周期的 S 曲线与技术泡沫模型下, 我国大部分新兴产业细分子行业均处于渗透率 40% 以下	4
图 6: 上半年新兴产业投资额	5
图 7: 创业板解禁高峰已过	6
图 8: 沪深 300 与创业板指数发生转换, 创业板处于相对低位	7
图 9: 创业板解禁压力已经释放, 为过剩流动性做好铺垫	7
图 10: 沪深 300 与创业板 PE 估值水平差距较大	7
图 11: 创业板与沪深 300PE 估值比在 4 倍左右	7
图 12: 2010 年创业板中 40% 的股票位于估值合理区域 ($PE < 88$, $0 < PEG < 0.89$)	8
图 13: 2011 年创业板中将有 85% 股票位于估值合理区域 ($PE < 49$, $0 < PEG < 2.56$)	9
图 14: 解禁波动效应	10
图 15: 样本解禁股在 $[T-10, T+15]$ 期间波动程度较弱	11
图 16: A3 类解禁股在 $[T+10, T+13]$ 期间波动程度相对较弱	11
图 17: A5 类解禁股在 $[T+10, T+13]$ 期间波动程度相对较弱	12
图 18: A6 类解禁股在 $[T+10, T+13]$ 期间波动程度相对较弱	12

表格目录

表 1: 地方新兴产业布局早已开始	5
表 2: 目前预测的新兴产业十二五规划内容	6
表 3: 创业板 PEG 低, 成长性好	8
表 4: k 阶聚类中心指标	10
表 5: 创业板、中小板解禁股聚类中心距离	13
表 6: 市场分化指标、最优平均规模等指标	13

分析师简介

张琢，策略分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士，对外经济贸易大学管理学学士。2007年加入中国银河证券研究所从事策略研究工作，2010年9月加盟民生证券研究所。精于数据分析，拥有独特的策略分析框架和成熟的资产配置研究经验。

孙洪湛，助理策略分析师，主要负责辅助策略分析师进行自上而下的策略研究。本科毕业于大连理工大学数学系信息与计算科学专业，主修计算数学、保险精算学，硕士毕业于北京师范大学经济与工商管理学院政治经济学专业，主修理论经济学，2010年7月，加盟民生证券研究所。

赵丽娜，助理策略分析师，主要负责自下而上的行业比较研究和资产配置。材料物理系学士，金融工程专业硕士，2010年加盟民生证券研究所，精于金融工程理论与实践，擅长数据挖掘、统计分析。

王荣欣，基金分析师，理学硕士，应用数学专业，2010年加盟民生证券研究所，擅长数学建模、统计计算、金融数据挖掘，精通计算机高级语言编程。主要从事基金投资行为研究、基金业务模型设计，负责开发维护民生证券基金仓位及资产配置监测模型（MS-PAM），对基金的仓位、大类资产配置和行业资产配置进行动态跟踪与分析。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	13401098997	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。