

寻找确定之路

报告要点

■ 对“成长”预期的调整

在近期的市场调整中，中小市值的公司没有显示出一贯有的强势，反倒是成为下跌的重灾区。市场行为所反映出来的是市场参与者的预期，正是由于多方博弈者看好战略性新兴产业属性的众多中小公司，其估值水平才会扶摇直上。从上市公司中报和三季报显示的数据来看，主板公司表现要远好于中小板、创业板公司，这种横向基本面与市场面之间的错位表现在现在似乎也正在经历一种纠错。

■ 市场预期的变动：纵向比较

从纵向比较看，在一个月的时间区间内，业绩预测持平家数大大上升，创业板、中小板和沪深 300 分别为 58.39%、57.55%和 48.64%。这一方面是短距离预期的准确性在提高，另一方面也说明了相当一部分公司在过去一个月与过去三个月之间的时间段内出现了明显的业绩调整，这一比重大约是 40%。与一个月之前相比，业绩调整相对缓和，但沪深 300 成分股的上调状况依然较为明显。

■ 市场预期的变动：横向比较

从横向比较来看，三大板块当前业绩预测相对于 3 个月之前的预测都出现了较大幅度的调整。中小板和创业板下调家数远远超越了上调家数和持平家数，沪深 300 则出现了上调家属超越下调家数的局面。从这一指标上看，对于蓝筹的业绩预期在刚刚过去的三个月中是在转好的；对于中小市值公司的业绩预期是在恶化的。

■ 寻找增长确定之路

随着 2010 年的结束，上市公司的业绩将会更加清楚，原本的预期可能会经历进一步的调整。预期混乱的阶段如果能获取确定性，那么获取超额收益的机会也就更大。如果一个公司能够持续的符合预期，甚至是超预期，那么其未来符合预期的概率也就更大。因此，在这个时间点，选择业绩增长符合预期以及超预期的上市公司展开投资策略应当说会较好的规避预期混乱下的业绩调整风险。

相关研究

《2011 年度投资策略之二：重回中周期起点之动力篇》，2010 年 12 月 6 日，李冒余，邓二勇

《专题投资策略：通胀视角下的 A 股估值运行》，2010 年 11 月 21 日，李冒余，邓二勇

分析师：

邓二勇、李冒余

(8621) 68751691

dengy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080252

联系人：

陈开伟

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

关于“成长”的问题.....	4
市场预期的变动.....	5
纵向比较	5
横向比较	6
小结	7
寻找确定之路	8

图表目录

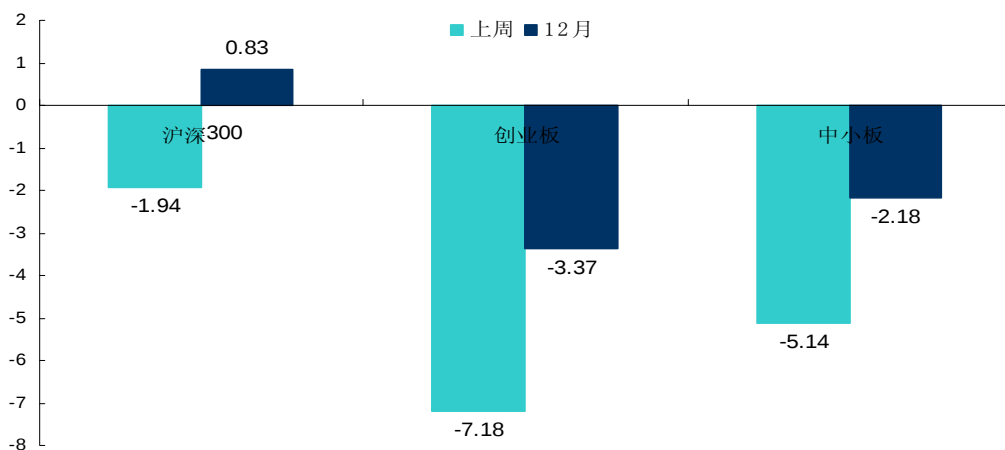
图 1: 主板与创业板、中小板近期市场表现对比 (%)	4
图 2: 风格指数走势差异	4
图 3: 创业板最新业绩预测与之前业绩预测对比情况	5
图 4: 中小板最新业绩预测与之前业绩预测对比	5
图 5: 沪深 300 成分股最新业绩预测与之前业绩预测对比	6
图 6: 三大板块业绩最新预测与一个月之前预测比较	6
图 7: 三大板块业绩最新预测与三个月之前预测比较	7

表 1: 三大板块 2011 年业绩预期对比	8
表 2: 沪深 300 部分业绩预期调高标的	8
表 3: 中小板部分业绩预期调高标的	9
表 4: 创业板部分业绩预期调高标的	9
表 5: 近一个月业绩上调幅度上调 5% 以上公司	9

关于“成长”的问题

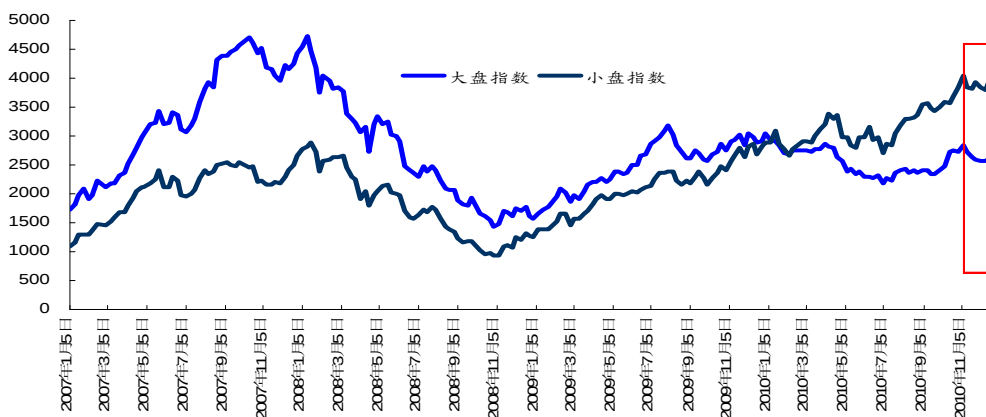
在近期的市场调整中，中小市值的公司没有显示出一贯有的强势，反倒是成为下跌的重灾区。这种下跌仅仅是一种短期的情绪化波动呢，还是有其深层次的原因？市场行为所反映出来的是市场参与者的预期，正是由于多方博弈者看好战略性新兴产业属性的众多中小公司，其估值水平才会扶摇直上。从内在逻辑上讲，因为高成长可以化解高估值，所以中小市值公司享受了高估值。但这里有一个前提，那就是高成长的体现。如果高成长体现不了，市场预期会否发生变化呢？最近中小板、创业板跌幅远超整体市场水平是不是也与对于基本面的预期有关呢？本文则试图通过对当前市场预期进行刻画以反映市场参与者的态度，并重点比较对于主板、中小板和创业板的盈利预期。从上市公司中报和三季度报显示的数据来看，主板公司表现要远好于中小板、创业板公司，这种横向基本面与市场面之间的错位表现似乎也有了纠正的转机。

图 1：主板与创业板、中小板近期市场表现对比（%）



资料来源：wind，长江证券研究部

图 2：风格指数走势差异



资料来源：wind，长江证券研究部

市场预期的变动

市场行为背后是市场参与者对于市场的预期，这种预期又主要可以分为对基本面的预期、对流动性的预期以及对于政策的预期。近期市场的下跌更多的是一种对于宏观政策调整的预期以及可能的流动性紧缩预期，而在以工业增加值为代表的宏观领先指标即将触底回升的背景下，基本面事实上还是有支撑的。在这三方面的预期调整中，中小盘的调整似乎更应该到基本面上去寻找。2010 年的一个总体路径是，宏观周期下行；流动性虽然充裕，但却时刻伴随着紧缩预期。于是，对于中小市值公司的偏好成为了主流。当前制约市场运行的因素无非还是于此，对于紧缩政策的预期以及对于流动性的预期按今年的逻辑来说是支撑中小市值公司上涨的，但近期市场的走势却是另外一回事。显然，政策面变动和流动性并不能解释中小市值公司的下跌。一个偶然的发现是，之前一直关注的某中小板公司突然变得很贵了，原因就是原本 2011 年 EPS 预计能达到 2.5 元，但最新的预测却仅有不到 2 元了。沿着这个线索展开，我们发现，与一个月之前的预测相比，众多的中小公司都出现了盈利预测的下调。

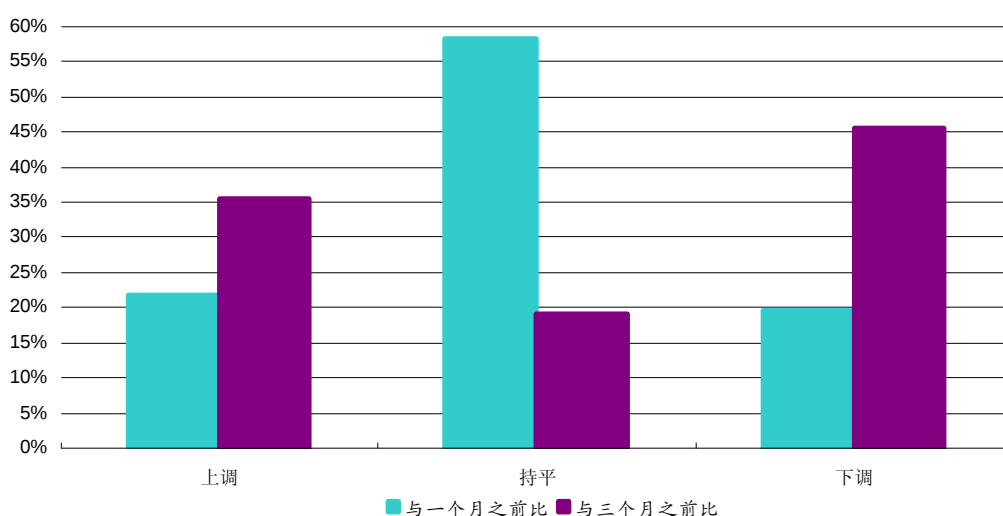
2010 年即将成为过去，上市公司究竟能在 2010 年赚多少钱也将成为定局。于是预期的错位也不得不到了一个需要修正的时候了。并且这种修正势必会影响到对于 2011 年的增长预期。这里，我们选择代表蓝筹的沪深 300、代表成长类股票的中小板和创业板进行对比，通过统计市场分析师对于他们的业绩预期来反映市场的预期。

纵向比较

从纵向比较看，在一个月的时间区间内，持平家数大大上升，创业板、中小板和沪深 300 分别为 58.39%、57.55%和 48.64%。这一方面是短距离预期的准确性在提高，另一方面也说明了相当一部分公司在过去一个月与过去三个月之间的时间段内出现了明显的业绩调整，这一比重大约是 40%。

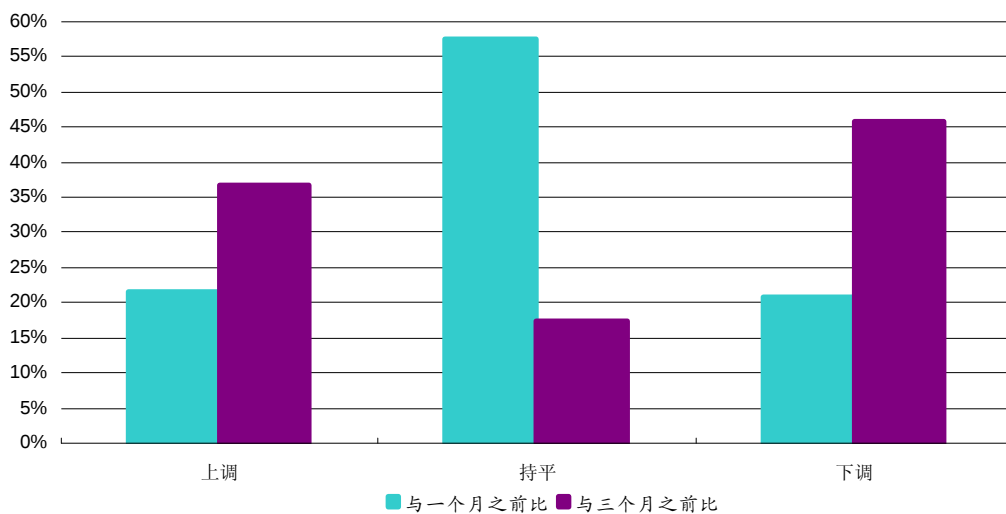
于一个月之前相比，业绩调整相对缓和，但沪深 300 成分股的上调状况依然较为明显。

图 3：创业板最新业绩预测与之前业绩预测对比情况



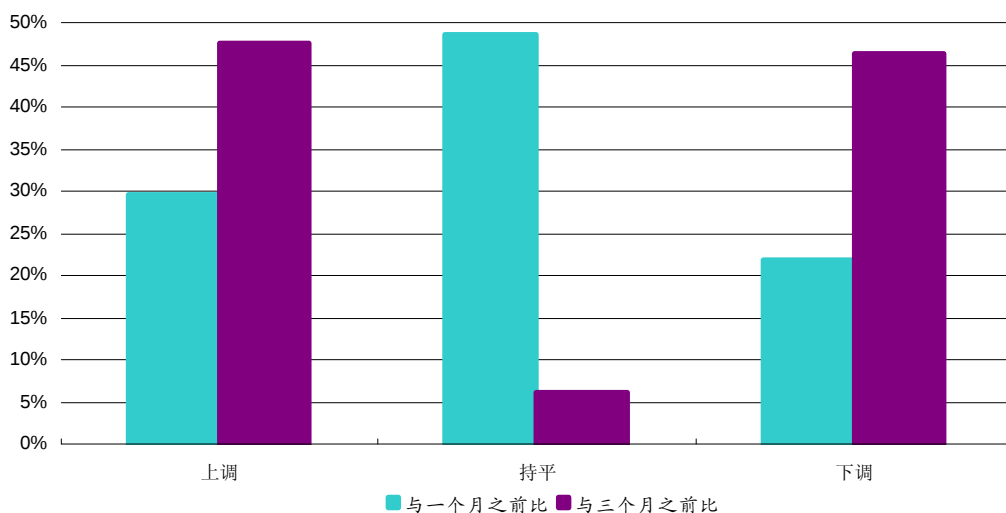
资料来源：wind，长江证券研究部

图 4：中小板最新业绩预测与之前业绩预测对比



资料来源：wind，长江证券研究部

图 5：沪深 300 成分股最新业绩预测与之前业绩预测对比

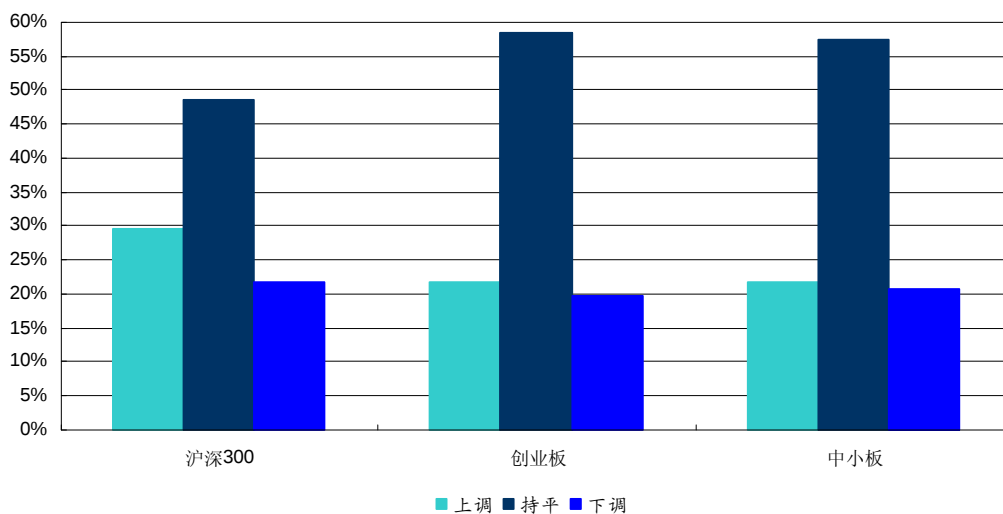


资料来源：wind，长江证券研究部

横向比较

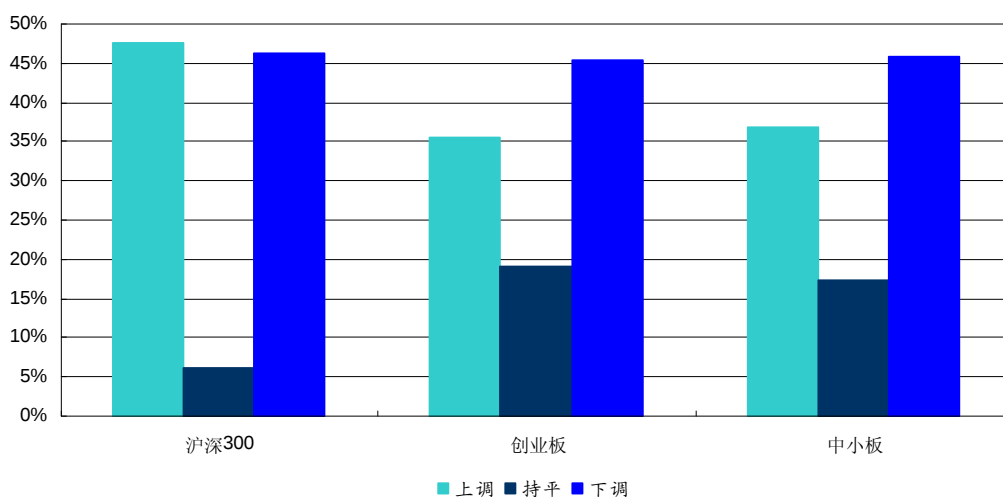
从横向比较来看，三大板块当前业绩预测相对于 3 个月之前的预测都出现了较大幅度的调整。中小板和创业板下调家数远远超越了上调家数和持平家数，沪深 300 则出现了上调家属超越下调家数的局面。从这一指标上看，对于蓝筹的业绩预期在刚刚过去的三个月中是在转好的；对于中小市值公司的业绩预期是在恶化的。

图 6：三大板块业绩最新预测与一个月之前预测比较



资料来源：wind，长江证券研究部

图 7：三大板块业绩最新预测与三个月之前预测比较



资料来源：wind，长江证券研究部

小结

通过横向和纵向的比较，我们可以得到一下两方面的结论：

- 第一， 四季度不管是主板还是中小板、创业板，市场的业绩预期都出现了明显的调整，有 40%左右的公司在过去一个月到过去三个月之间出现了明显的业绩调整。在最近的一个月中，有 50%左右的公司再次出现了业绩预期调整。
- 第二， 从横向比较来看，整个四季度，中小板和创业板预期业绩下调比较明显；沪深 300 业绩上调较为明显，其在一个月之内上调也较为明显。

在估值越来越成为中小市值公司股价上行的制约时，对于盈利预期的恶化将会对二级市场的

股价带来压制。这种压制不仅对与当前的估值水平带来影响，也对 2011 年的估值基准带来向下的压力。

表 1：三大板块 2011 年业绩预期对比

板块	时间	上调				持平	下调			
		总计	20%以上	10%-20%	0%-10%		总计	0%-10%	10%-20%	20%以上
沪深 300	与一个月之前比	32.78%	0.33%	0.33%	32.11%	48.83%	18.39%	17.73%	0.67%	0.00%
	与三个月之前比	57.53%	5.35%	10.37%	41.81%	7.69%	34.78%	25.08%	6.69%	3.01%
创业板	与一个月之前比	23.61%	0.69%	1.39%	21.53%	60.42%	15.97%	13.19%	2.78%	0.00%
	与三个月之前比	43.41%	4.65%	10.08%	28.68%	22.48%	34.11%	25.58%	3.88%	4.65%
中小板	与一个月之前比	24.70%	0.60%	1.20%	22.91%	61.16%	14.14%	12.35%	1.00%	0.80%
	与三个月之前比	44.95%	6.02%	7.10%	31.83%	24.73%	30.32%	20.86%	6.67%	2.80%

资料来源：wind，长江证券研究部

寻找确定之路

随着 2010 年的结束，上市公司的业绩将会更加清楚，原本的预期可能会经历进一步的调整。预期混乱的阶段如果能获取确定性，那么获取超额收益的机会也就更大。如果一个公司能够持续的符合预期，甚至是超预期，那么其未来符合预期的概率也就更大。因此，在这个时间点，选择业绩增长符合预期以及超预期的上市公司展开投资策略应当说会较好的规避预期混乱下的业绩调整风险。

首先，从大的板块选择来看，我们看好此阶段蓝筹股的表现。正如上面的数据以及文字所表达的一样，市场对于蓝筹股的原本预期有点过低，其超预期的因素正在显现，蓝筹股业绩驱动的估值提升具备基础。此外，工业增加值见底回升所带来的周期向好也会带动周期股的估值提升，阶段性机会值得期待。

其次，从小的策略上讲，我们最好的选择是重点关注那些业绩超预期可能最大的公司，沪深 300、中小板、创业板中在 1 个月内出现业绩上调情况的公司应当说最有可能。尤其是创业板、中小板中的部分个股，在中小市值公司均被杀跌的时候去挑选成长确定大的标的介入应当说是一种相当不错的投资策略。这里仅以列表的形式展现部分个股。

表 2：沪深 300 部分业绩预期调高标的（亿元）

证券名称	最新预测	一个月之前	三个月之前	相比一个月之前	相比三个月之前
三一重工	52.77	50.17	43.57	5.17%	21.11%
上海汽车	125.41	120.14	104.38	4.38%	20.15%
南方航空	53.90	52.20	36.56	3.26%	47.42%
方大炭素	3.97	3.85	3.59	3.10%	10.72%
中海集运	33.44	32.46	23.08	3.02%	44.90%
中国化学	14.48	14.09	12.92	2.80%	12.09%
中集集团	26.84	26.18	23.79	2.50%	12.80%
厦门钨业	4.52	4.42	3.28	2.46%	37.73%
中国国航	110.41	108.80	94.32	1.48%	17.06%
江淮汽车	10.61	10.46	8.76	1.48%	21.17%
华域汽车	25.04	24.73	22.63	1.25%	10.63%
美的电器	33.34	32.97	28.71	1.13%	16.15%

海南航空	21.92	21.74	14.21	0.81%	54.20%
中国远洋	62.80	62.31	48.13	0.78%	30.48%
南玻 A	13.61	13.54	12.02	0.50%	13.24%
柳工	15.16	15.10	12.58	0.42%	20.51%
潍柴动力	61.31	61.16	52.93	0.25%	15.83%
徐工机械	27.29	27.23	24.53	0.24%	11.28%
宁波银行	22.57	22.54	20.42	0.15%	10.54%

资料来源：wind，长江证券研究部

表 3：中小板部分业绩预期调高标的（亿元）

证券简称	最新预测	一个月前	三个月前	与一个月前相比	与三个月前相比
雪莱特	0.16	0.14	0.14	11.28%	11.28%
银轮股份	1.15	1.06	0.86	9.09%	34.22%
粤传媒	0.33	0.31	0.26	7.79%	26.72%
天润曲轴	2.07	1.97	1.85	4.89%	12.03%
拓日新能	0.93	0.90	0.70	3.33%	32.35%
齐翔腾达	3.72	3.62	2.84	2.71%	30.73%
金螳螂	3.72	3.67	3.34	1.23%	11.27%
山东墨龙	2.79	2.76	2.47	1.17%	13.09%
华孚色纺	3.24	3.23	2.83	0.54%	14.83%
精功科技	0.55	0.55	0.34	0.48%	61.47%
特尔佳	0.43	0.43	0.38	0.35%	12.36%
宁波银行	22.57	22.54	20.42	0.15%	10.54%

资料来源：wind，长江证券研究部

表 4：创业板部分业绩预期调高标的（亿元）

证券简称	最新预测	一月之前	三月之前	与一个月之前比	与三个之前比
数码视讯	1.50	1.33	1.30	12.81%	14.85%
上海佳豪	0.60	0.57	0.51	4.62%	16.54%
回天胶业	0.85	0.83	0.82	3.32%	4.33%
康芝药业	1.51	1.47	1.39	2.94%	8.95%
世纪鼎利	1.74	1.72	1.68	1.56%	3.99%
尤洛卡	0.56	0.55	0.56	0.98%	0.20%
东方日升	1.99	1.97	1.82	0.90%	9.39%
向日葵	1.85	1.84	1.80	0.78%	2.99%
银河磁体	0.61	0.60	0.60	0.45%	0.87%
乐视网	0.70	0.70	0.70	0.41%	1.02%
龙源技术	1.10	1.10	1.09	0.19%	1.03%
长盈精密	0.96	0.96	0.94	0.04%	2.62%

资料来源：wind，长江证券研究部

表 5：近一个月业绩上调幅度上调 5%以上公司（亿元）

证券简称	最新预测	一月之前	三月之前	与一个月之前比
机器人	0.96	0.80	0.98	20.38%

数码视讯	1.50	1.33	1.30	12.81%
雪莱特	0.16	0.14	0.14	11.28%
银轮股份	1.15	1.06	0.86	9.09%
粤传媒	0.33	0.31	0.26	7.79%
杭氧股份	3.53	3.34	3.28	5.57%
中航三鑫	0.70	0.67	0.87	5.24%
中国联通	23.72	18.52	24.27	28.08%
首钢股份	2.52	1.99	4.39	26.67%
航天电子	2.35	2.18	2.40	7.87%
盘江股份	15.32	14.44	14.30	6.08%
三一重工	52.77	50.17	43.57	5.17%

资料来源：wind，长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士，长江证券宏观策略高级分析师，主要研究领域为经济周期与资产配置。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部首席宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。