

大浪淘沙之后，方能寻找新蓝筹

——基于“传统复兴”对小股票下跌的再解释

分析师：孙建波 ☎：(8610) 83571306 ✉：sunjianbo@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511040002

秦晓斌 ☎：(8610) 6656 8746 ✉：qinxiaobin@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091549

王皓雪 ☎：(8610) 6656 8607 ✉：wanghaoxue@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130208021566

核心要点：

- 我们要寻找 5 年 10 倍的新蓝筹，必然还是从新兴领域入手，从中小型公司入手。能够成长为新蓝筹的新兴公司，必然是能够改造传统的新兴：他们能够直接面向最广大的终端需求，并且具有较强的产业链整合能力。
- 经济发展必须依赖主流产业的效率提升。中国的出路在于第三次工业化：基础设施与产业设备的全面高级化。
- 新兴股票一季度业绩低于预期带来第一轮杀跌，预期 5 月份企稳反弹。但 2、3 季度业绩或将继续引致下跌。

1. 事件

(1) 在《传统复兴》策略报告第 16-17 页中，我们提示了新兴股票的风险。

(2) 本周 4 个交易日以来，小盘股票快速下跌，其中创业板指数下跌 10%，中小板综合指数下跌 7.18%，中证 500 指数下跌 7.93%。多支个股连续大跌。

2. 分析

(一) 一季报业绩低于预期引发新兴股票下跌

4 月下旬以来，随着更多公司披露一季报业绩，投资者对新兴股票高成长的幻想被业绩事实所打击。业绩重压之下，引发了新兴股票的大调整。如果一个新兴公司是为别人做配套的，其业绩则完全是订单驱动的，某一时段的高增长也自然难以持续。这样的趋势是不能外推的。真正能够长期成长的新兴公司，其产业必须是直接面向终端，至少其下游是高毛利且充分竞争的。订单驱动型的“仆人”公司是不可能持续成长的，“主人”或能“反仆为主”者方能常胜。

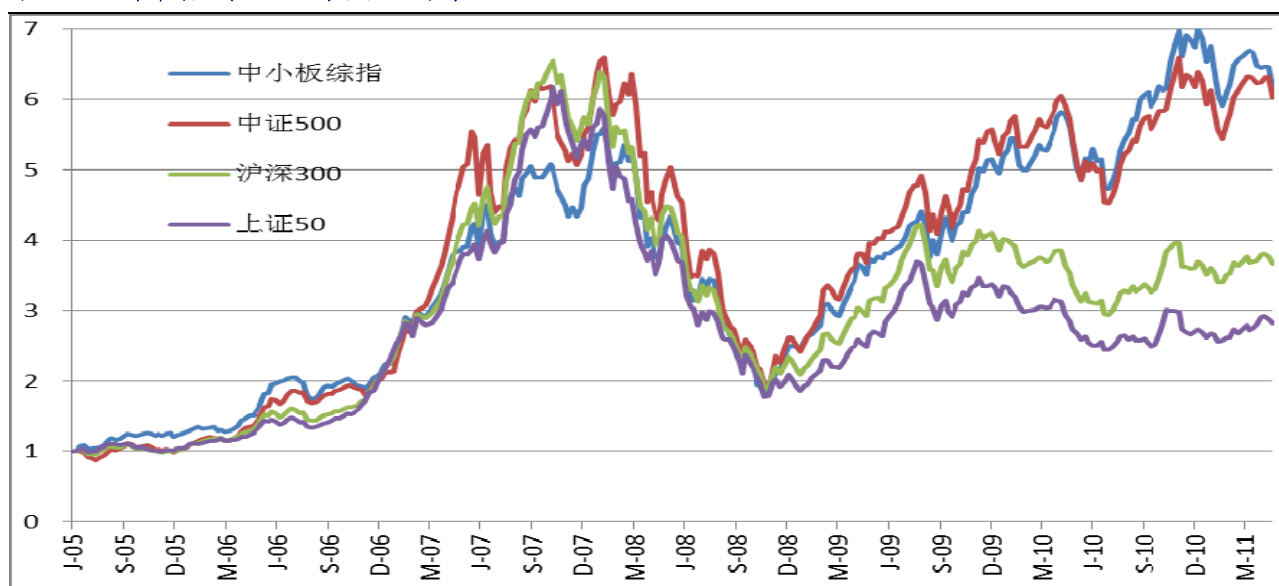
过去 1 年，越来越多的资金账户偏爱新兴股票，特别是最近半年建仓的资金账户，并未形成有效的安全垫，过去几天的下跌使得他们接近止损线，则进一步抛售小股票，形成恐慌性杀跌！

(二) A 股市场对新兴股票的认知变化

(1) 新兴股票跑赢传统股票只是金融危机之后的事情

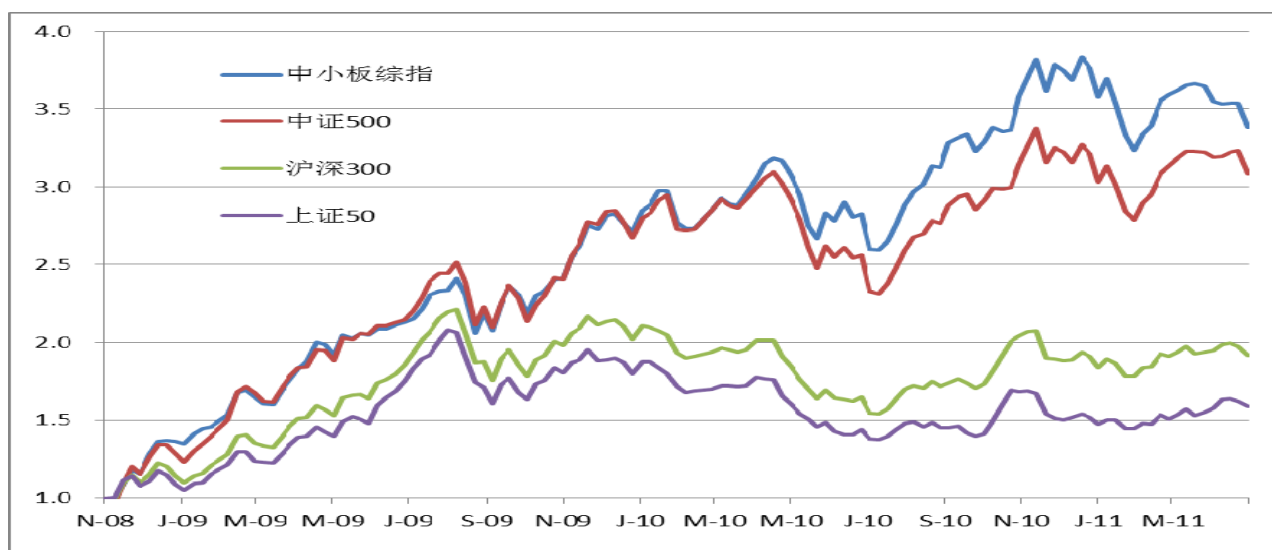
自有中小板综合指数以来，大小股票在金融危机之前并未出现明显分化。在金融危机之后，特别是 2009 年 8 月份以来，市场对中国经济转型寄予越来越高的期望。于是，此时的 A 股市场变成了一个“唯成分论”的市场，凡是贴上了新兴的标签的，无论业绩和估值，都能大涨。显然，这些股票聚集在中小板指数和中证 500 指数里面。

图 1: 2005 年中期以来各类股票指数运行情况



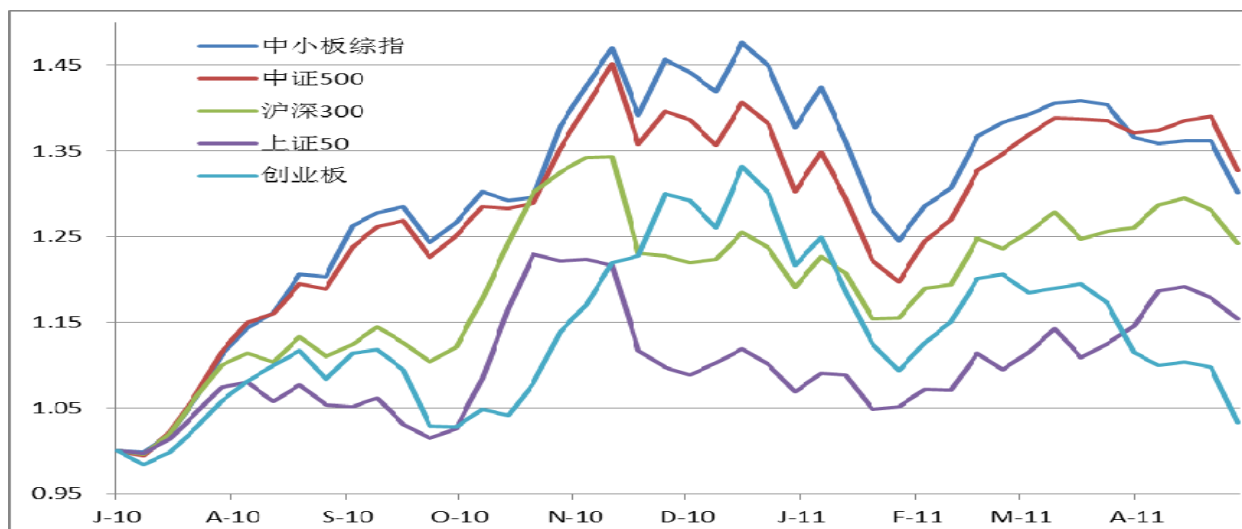
资料来源: wind 中国银河证券研究部

图 2: 金融危机之后大小盘风格迥异



资料来源: wind 中国银河证券研究部

图 3：近半年以来市场开始反思“新兴产业”



资料来源: wind 中国银河证券研究部

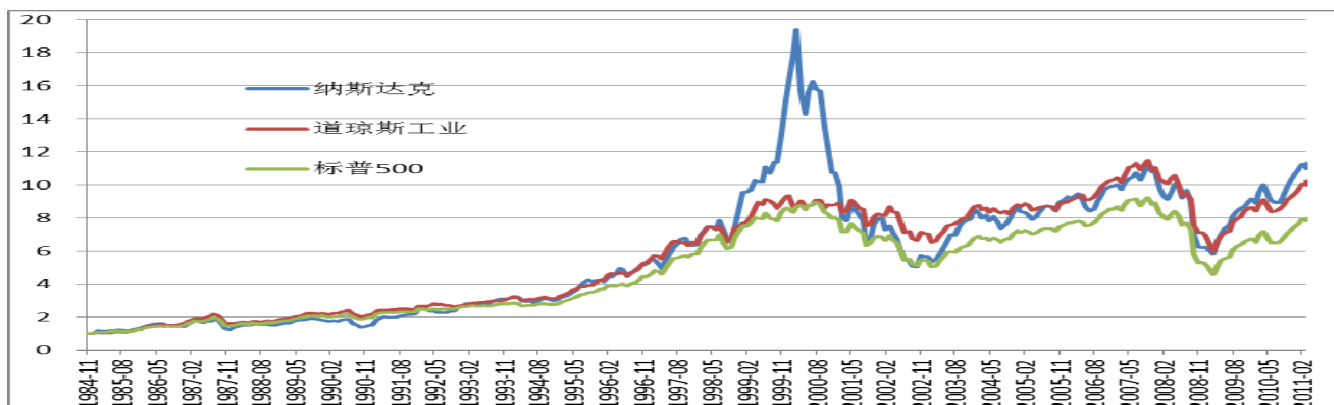
(2) 经济的转型须依赖主流产业的升级，而不是新兴产业

笔者曾认为，2009 年的股市上涨是劫难之后的狂欢，这一劫后狂欢终于在 2009 年 8 月份环比经济数据增速下滑时降温，当 2010 年 2 季度经济同比数据全面下滑的时候，劫后狂欢破灭。当劫后狂欢破灭之时，市场就已经开始对“新兴产业”开始反思。特别是 2010 年国庆节以来，人们逐步认识到：经济的转型须依赖主流产业的升级，而不仅仅是总量还很小的新兴产业。只是，这一微妙变化，被大多数信奉新兴产业的信徒所忽视。

(三) 美国市场上演过类似的故事：历史总是那么相似

自 1980 年代纳斯达克诞生以来，截至 2011 年 4 月 29 日的几十年里，纳斯达克并未长期战胜道琼斯工业平均指数。而纳斯达克在 2000 年前后的泡沫成为了历史上永远的“擎天柱”！

图 4：纳斯达克诞生以来并未实质跑赢道指

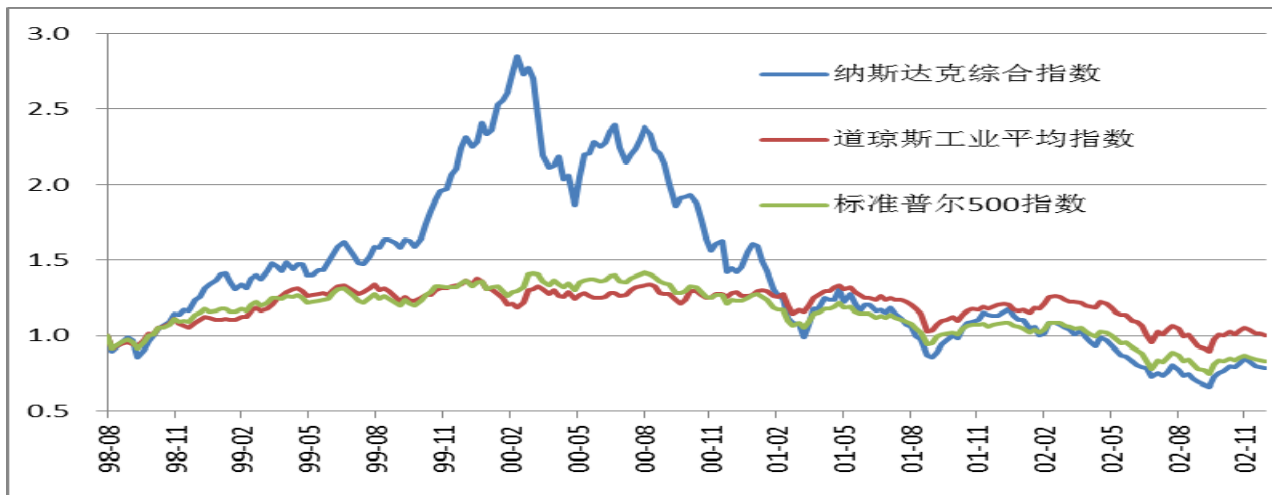


资料来源: Bloomberg 中国银河证券研究部

长期来看，纳斯达克是没有跑赢道指，也没有跑赢标普 500 的。有分析发现，纳指只是短期波动幅度较大，导致方差较大而已，长期期望收益并无明显优势。

纳指泡沫破灭之后的一段时间里，按照 1998 年的起点计算，是跑输大盘指数的。

图 5：2000 年纳斯达克泡沫中的分化程度

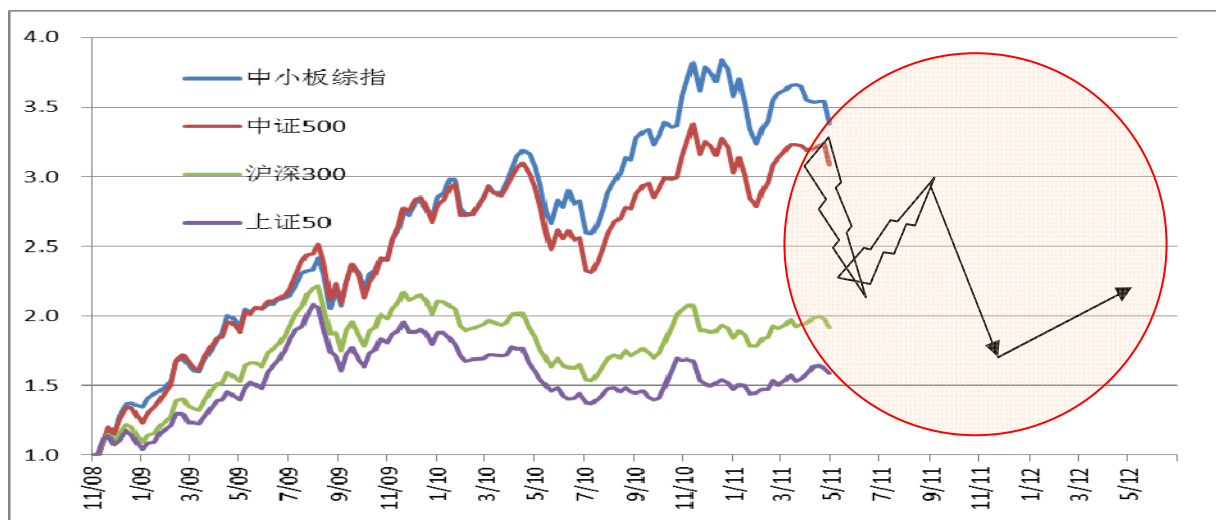


资料来源：Bloomberg 中国银河证券研究部

(四) A 股新兴股票何去何从？

与纳斯达克泡沫相比，我们的中小盘泡沫也快结束了。主要体现在时间维度：纳斯达克泡沫从 1999 年四季度开始启动，维持了一年，2000 年 3 季度开始破灭。我们的中小盘泡沫从 2010 年一季度开始启动，至今也差不多一年了。

图 6：当前新兴股票走势猜想



资料来源：wind 中国银河证券研究部

2010 年 12 月，圣诞节期间，我们认为新兴股票泡沫还没结束，主要体现在没有一个调整。

当前，由于1季报业绩普遍低于预期，中小盘和创业板股票业绩低于预期，直接导致了相关股票的大跌。类比之下，纳指于2000年二三季度之交迅速下跌，在三四季度又有一轮反弹。我们的中小盘泡沫应该先有一轮下跌，然后再反弹一次，再然后才会破灭。

我们认为，中小盘股票在5月份内能够企稳反弹。此时，人们会为不同公司的业绩低于预期找到“合理”的解释。当2、3季度季报业绩继续低于预期之后，将会继续下跌。

为什么要有下跌反弹的过程呢？这是因为，大家对“创新”的故事还需要回味。基本上，经过一个半年报或年报，就能大致知道“高增长”只是“浮云”；但总有不死心的，认为“业绩低于预期”仅是“偶然”，他们会逢低买入，这就是要反弹了，反弹的高度应该低于前一个高点。然后，再经过一个季报或者半年报的时候，业绩还是低于预期。这时候，“连年持续高增长”的故事才会得到彻底反省。

（五）创业板风险小于纳斯达克

（1）调整幅度有边界，不会大崩溃

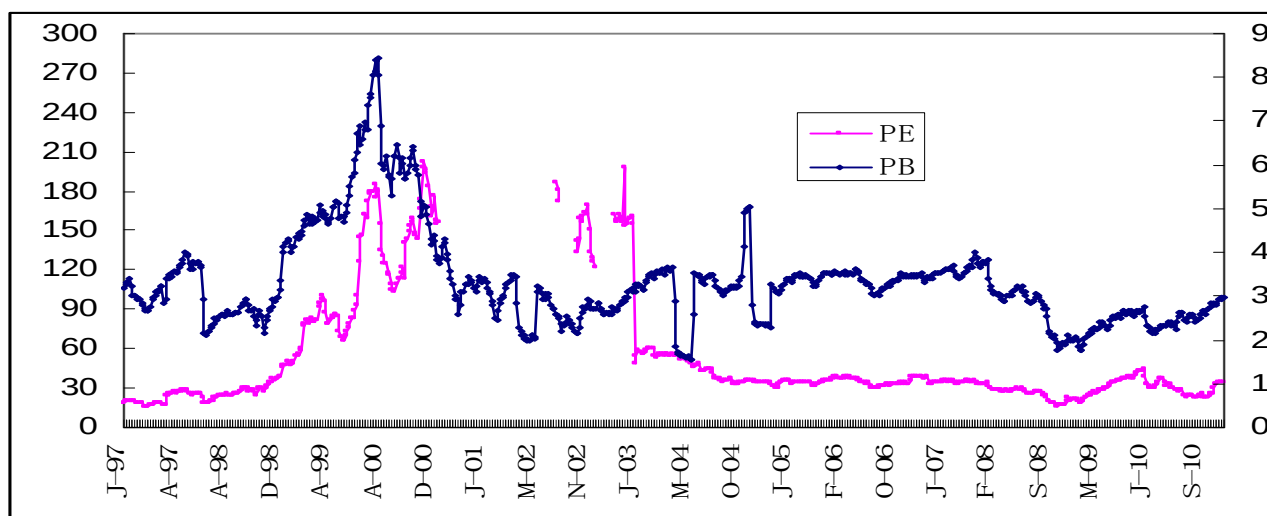
中国的股票上市制度决定了A股股票具有一定的业绩安全边际，至少是经历了连续几年的业绩增长。因而短期内出现业绩大幅下滑的可能性较小。只是没有出现普遍预期的高增长而已。整体上，最坏的情况就是业绩不增长，估值下降。这样也就是腰斩的空间，不会出现类似于2000年纳斯达克的大崩溃。

（2）第一轮调整之后应有一定程度的反弹，反弹高度应可以收回下跌幅度的2/3。

（3）由于中国的中小板和创业板承载着中国经济结构升级、新型战略产业发展的梦想。其实这是资本市场在为“风险投资”做贡献。成功的是少数，但从战略角度来看，这些少数成功的，就能带动中国的产业升级。未能选对标的必有损失，作为投资者，一定要想办法找到“少数的、成功的”。

（4）再次强调，由于中国股票发行机制与纳斯达克大不一样，预计泡沫即使破灭，也不至于崩溃。这一点的重要性在于，如果中小板的估值接近大盘股，或者在极端情况下低于大盘股，只要研究员经过深入研究认为不会破产，就是买入机会。

图7：纳斯达克的估值



资料来源：Bloomberg 中国银河证券研究部

（六）新蓝筹的标准

我们对历史上新兴公司成长为大公司的企业进行总结发现，这些企业必备两个特征：

- 1、产品面向终端市场，或其下游具有充分竞争和高毛利双重特征
- 2、具有特定优势，能够对其产业链实施有效控制，能够在技术升级中立于不败之地。

尽管新兴股票作为一个整体不能跑赢传统股票，但我们要寻找“5 年 10 倍”的新蓝筹，还得从这个篮子中寻找。

链接：20 世纪的技术变迁@《剑桥美国经济史》：

（1）新兴的事物仍不确定

最开始引进或推广的发明创造通常与他们最终被广为传播时所表现出的形式存在很大区别。

（2）新兴科技的价值在于改造传统产业

……成熟产业采用新技术能大大促进生产力的提高，甚至促进这些产业中新产品（如合成纤维轮胎）的出现。实际上，得益于新技术在部门间的互相传播，老产业的生产力都得到大幅提高。

对其历史的全面分析揭示出高科技在改造“老”产业中的潜力，包括纺织业和林业、银行业和金融、零售业和医疗保健。

3. 市场趋势判断与投资建议

A 股市场处于震荡时代，把握“传统复兴”主题，便宜就是硬道理。

在新兴股票的下跌和反弹中把握卖出机会。长期中，大浪淘沙之后，再寻找新蓝筹。

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

孙建波、秦晓斌、王皓雪，策略研究证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908