

再论大浪淘沙：估值分布的重构

核心要点：

观点回顾：小股票的分化

- 2011 年 5 月起持续强调小股票势必经历大浪淘沙，新蓝筹或仅 5%。
- 2012 年 1 月 5 日强调，从国内估值比较、国际估值分布比较等角度来看，小股票的分化仍将持续。

市场：回升前的曲折

- 春节因素的干扰使得 12 月份数据提前反弹，1、2 月份经济数据将有反复。总理讲话“提振股市信心”的表述凸显了高层对指数的关切。但经济活力与信心才是股市能否持续回升的根本所在。仍需等待 2、3 月份经济数据的进一步确认。
- 欧元区国家遭遇评级下调是今日遭遇恐慌的外因之一。这一因素在 1 季度形成最大压力，是“曲折”原因之一。但中国经济长期下台阶预期和 1 季度经济形势仍在恶化才是真正的内因。

小盘股：大浪淘沙过程仍将持续

- 占据 A 股市场半壁江山的低估值股票，在数量上占比不足 2 成，从而掩盖了 A 股 8 成公司的估值之高。A 股的估值分布正在重构，其中，小型股票的估值分布重构是重点。
- 尽管中小板和创业板已经历大幅下跌，但估值分布仍不合理，这正如我们自去年以来小型股票持有的观点，大浪淘沙是大势所趋。
- 年报业绩分化成为小型股票再度“大浪淘沙”的导火索。
- 发行制度改革是“大浪淘沙”估值重构的另一导火索。
- **中国经济转型困难才是小股票失去“粉丝”的根本内因。**自 2011 年 11 月底以来，关于中国经济长期下台阶和落入中等收入陷阱的担忧日盛，新兴战略产业难以让人寄托厚望。
- 待市场反弹或反转之后，小型股票指数仍将是反弹先锋。尽管是反弹先锋，但不具备持续性，大多数小型股票仍将继续“大浪淘沙”的历程。小型股票的估值分布将改变。
- 建议关注银河策略“估值比较”半月报。

投资建议：把握估值分布的重构

- 继续关注“传统复兴”，优选稳定成长、低估值、高分红预期公司。
- 针对小股票，应慎之又慎，必须摒弃以往撒网选新蓝筹的方式，即便在反弹之后，能持续的公司也不会超过 2 成，将来成为新蓝筹的不会超过 5%。

分析师

孙建波 首席策略分析师

✉: sunjianbo@chinastock.com.cn

☎: (8610) 83571306

执业证书编号: S0130511040002

秦晓斌 策略分析师 总监

✉: qinxiaobin@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8746

执业证书编号: S0130511030001

特别感谢：

王维诚 博士

☎: (8621) 2025 7809

✉: wangweicheng@chinastock.com.cn

杨岚

✉: yanglan@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

相关报告：

2011 年 5 月 20 日(7 月 28 日修正)：

《大浪淘沙，寻找新蓝筹》

2012 年 1 月 3 日：

《底部似乎清晰，形态将更复杂》

2012 年 1 月 5 日

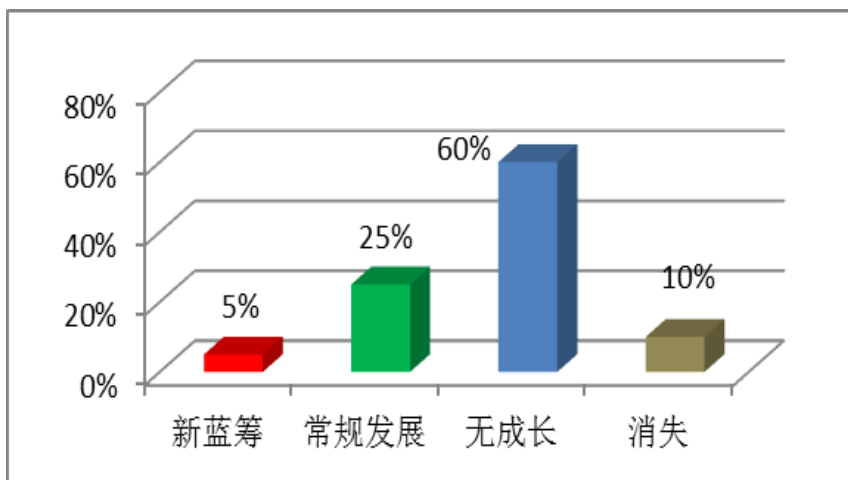
《估值分化中业绩至关重要》

一、纳斯达克的分布与新蓝筹的标准

新兴公司还是小公司的时候，我们并不知道他的产业是否能够成为未来的主流，也不知道该公司能否在未来的竞争中胜出。

这些公司的未来大概有 4 种情况：（1）成长为新蓝筹；（2）并未体现出高成长性，与大盘指数变化相当；（3）业务在发展中被淘汰，规模难以变大乃至越来越小；（4）消失。

图 1：新兴小型公司的可能出路

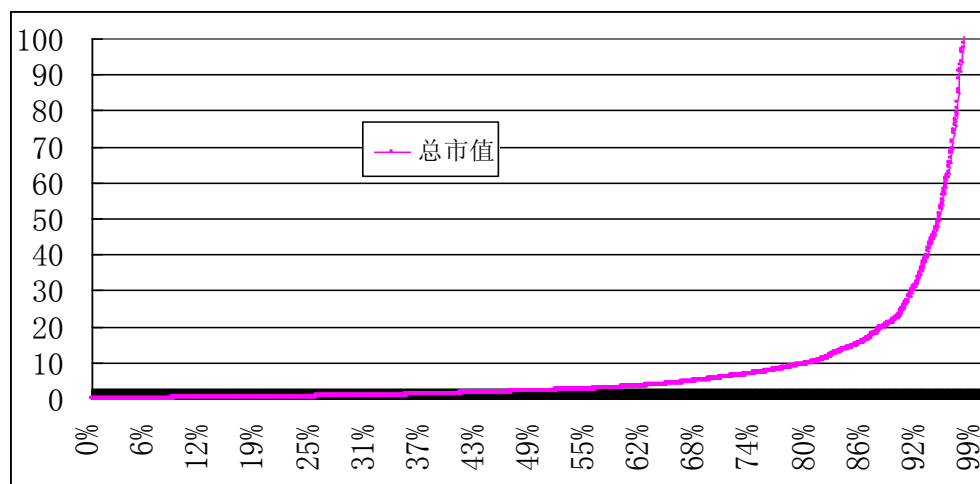


资料来源：银河证券研究部

我们的任务是找到 5% 的新蓝筹，我们能够允许的偏差是找到常规发展的企业，尽力回避比例可能高达 70% 的无成长乃至消失的企业。

从纳斯达克市场的市值分布来看，34% 的公司市值小于 1 亿美金；68% 的公司市值小于 5 亿美金；80% 的公司总市值小于 10 亿美金；市值大于 100 亿美金的大蓝筹仅占 3% 的比重。

图 2：纳斯达克市场（不含跨市场）总市值分布（单位：亿 美金）

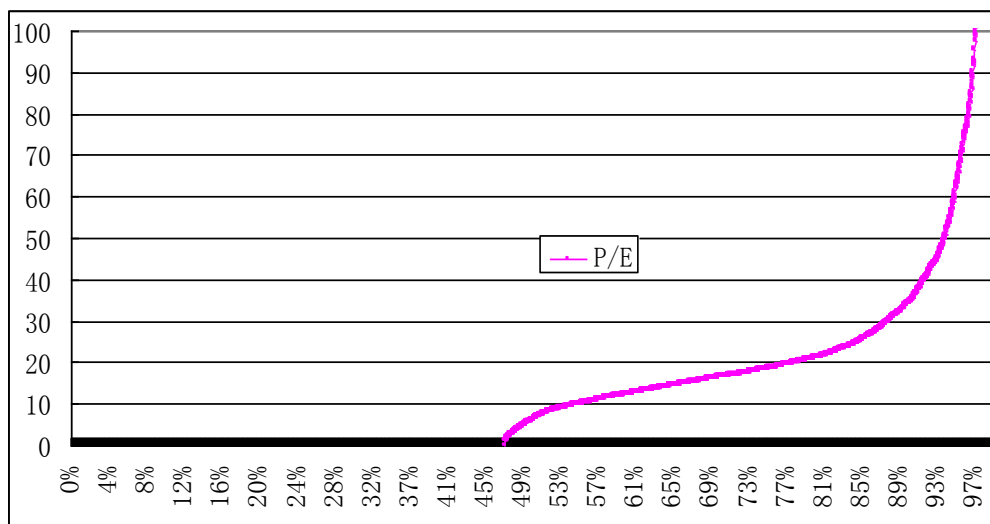


数据来源：BLOOMBERG

由于纳斯达克市场中存在一批经过几十年发展的优秀公司，所以大市值公司的比重稍高。

如果考察纳斯达克的估值分布可以看出，接近 50%的公司是盈利能力很差的。从静态市盈率来看，仅 12%的公司市盈率超过 30 倍；仅 8%的公司 P/E 估值超过 40 倍；超过 50 倍的，仅占 6%。

图 3：纳斯达克市场 P/E 估值分布



数据来源：BLOOMBERG

那么，在众多的小型公司里，哪些公司在未来具有机会呢？无疑，新公司多是科技型的。当一项新科技的特定人群渗透率低于 10%的时候，是否能成为社会主流科技尚不明确。主流科技在资本市场最具爆发力的阶段是特定市场渗透率从 10%向 50%过渡的阶段。

主流科技硬件渗透率达到 50%之后，硬件生产商不再具有投资价值。在渗透率从 50%走向 100%的时候，由此催生的新应用和新商业模式层出不穷。

从海外经验看，新兴小股票成长为新蓝筹的概率或仅 5%。要想寻找 5 年 10 倍的股票，还得要从新兴公司里去找。大浪淘沙之后，方知哪些新兴能够成为经典，炼成新蓝筹。

新蓝筹的标准：

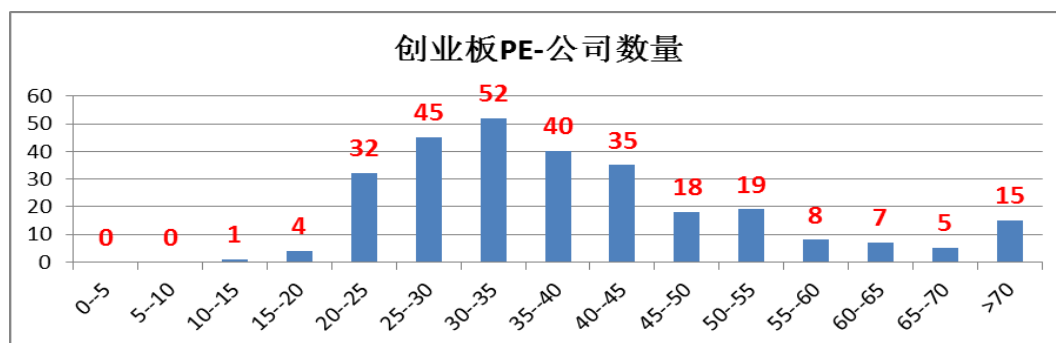
- (1) 符合国家产业发展方向主流制造业领袖。
- (2) 符合未来社会变迁方向的新商业模式。
- (3) 产品面向终端使用，或其下游相对分散。
- (4) 具有上下游整合能力，能够在技术进步中保持竞争壁垒。

二、中国公司的估值分布

1、创业板的分布状态

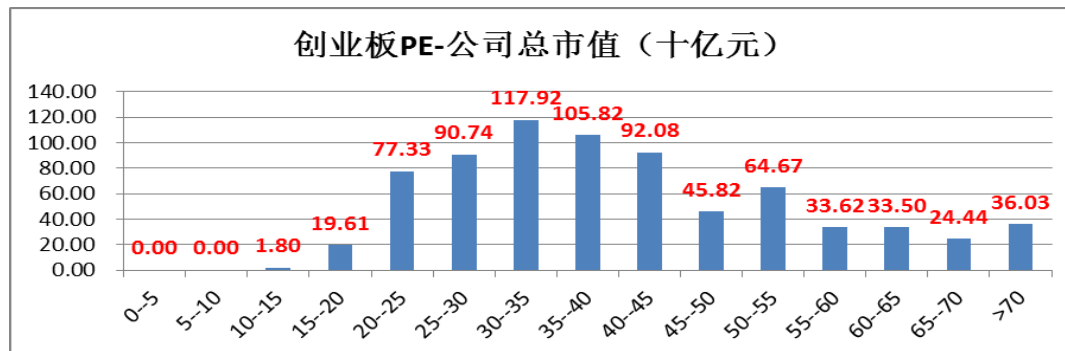
从创办板的 PE 分布来看，绝大部分公司的 PE 在 20 倍之上。与纳斯达克的情况形成鲜明对照。

图 4：创业板公司的 PE 分布-公司数量（截至 2011 年 12 月 30 日）



数据来源：wind 资讯

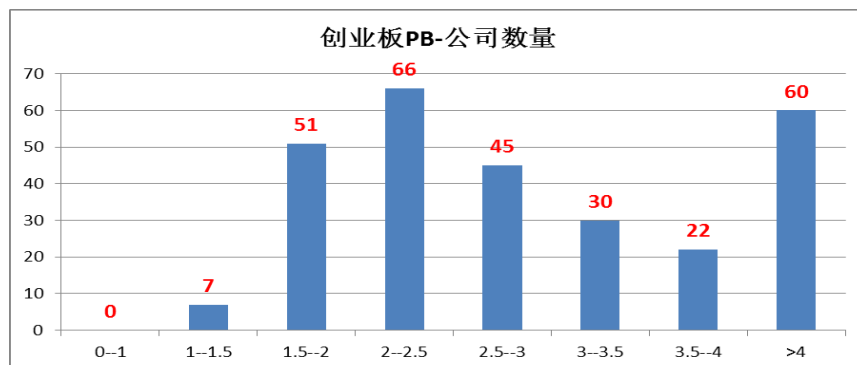
图 5：创业板公司的 PE 分布-总市值分布（截至 2011 年 12 月 30 日）



数据来源：wind 资讯

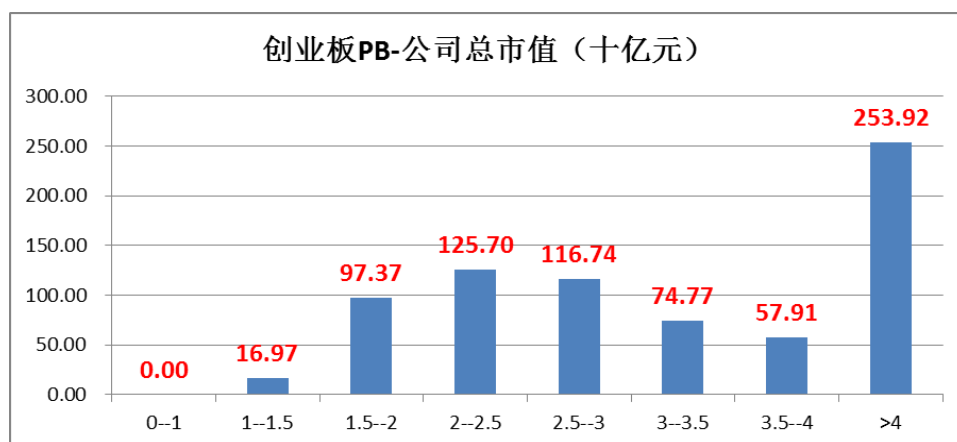
从 PB 分布来看，半数在 3 倍以上。超过 1/3 的市值分布于 4 倍 PB 以上。

图 6：创业板公司的 PB 分布-公司数量（截至 2011 年 12 月 30 日）



数据来源：wind 资讯

图 7: 创业板公司的 PB 分布-市值分布 (截至 2011 年 12 月 30 日)

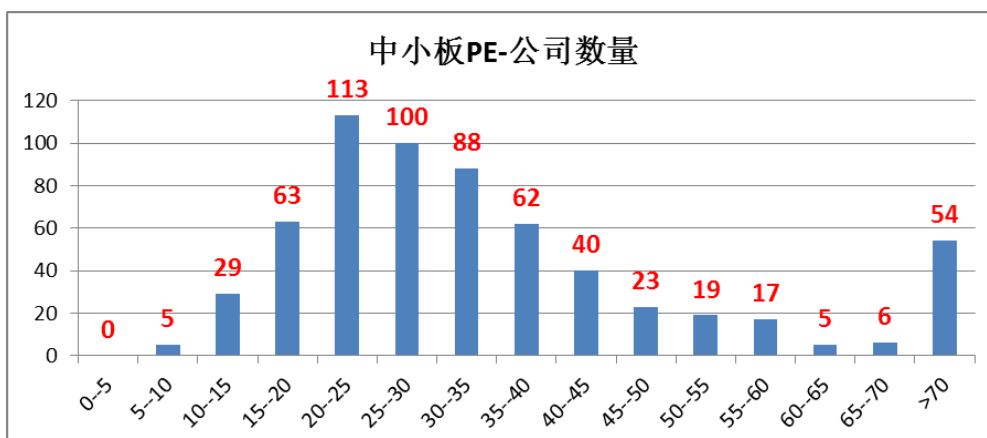


数据来源: wind 资讯

2、中小板的分布状态

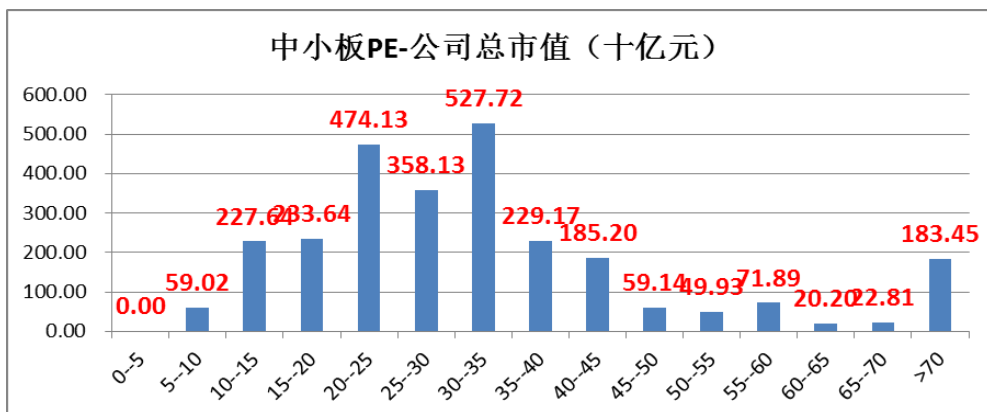
中小板公司与创业板公司的估值分布有相似之处。大多数公司处于 20 倍 PE 以上。

图 8: 中小板公司的 PE 分布-公司数量 (截至 2011 年 12 月 30 日)



数据来源: wind 资讯

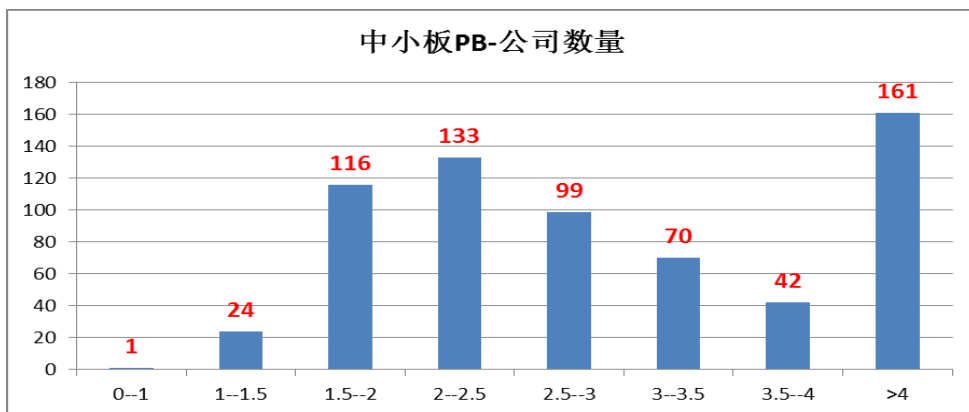
图 9: 中小板公司的 PE 分布-市值分布 (截至 2011 年 12 月 30 日)



数据来源: wind 资讯

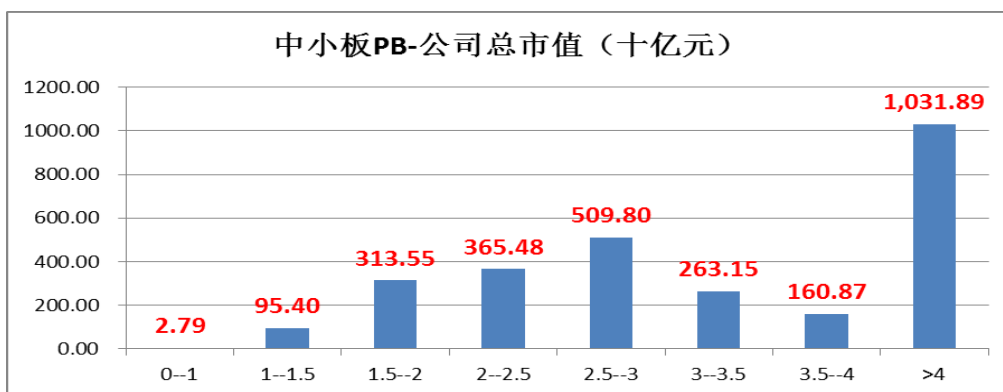
从 PB 的角度来看，大多数公司和大部分市值分布于 2 倍 PB 以上，4 倍 PB 以上的公司占比仍然相当大。

图 10: 中小板公司的 PB 分布-公司数量 (截至 2011 年 12 月 30 日)



数据来源: wind 资讯

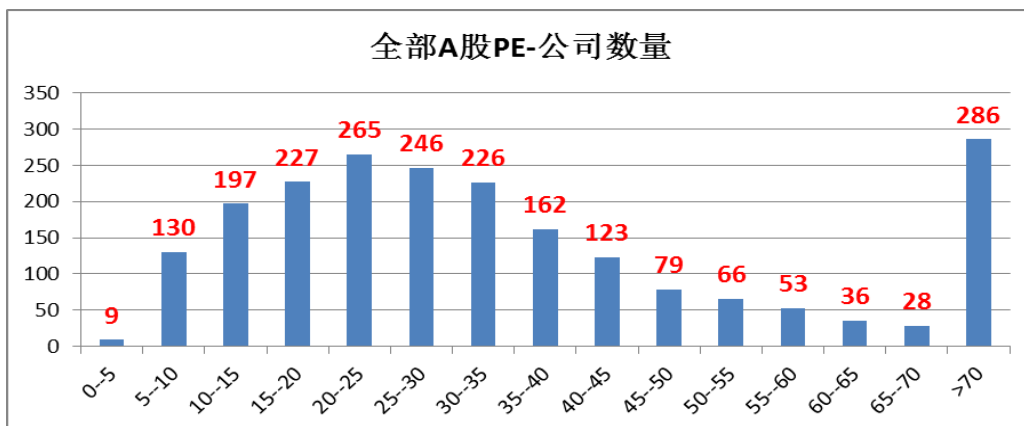
图 11: 中小板公司的 PB 分布-市值分布 (截至 2011 年 12 月 30 日)



数据来源: wind 资讯

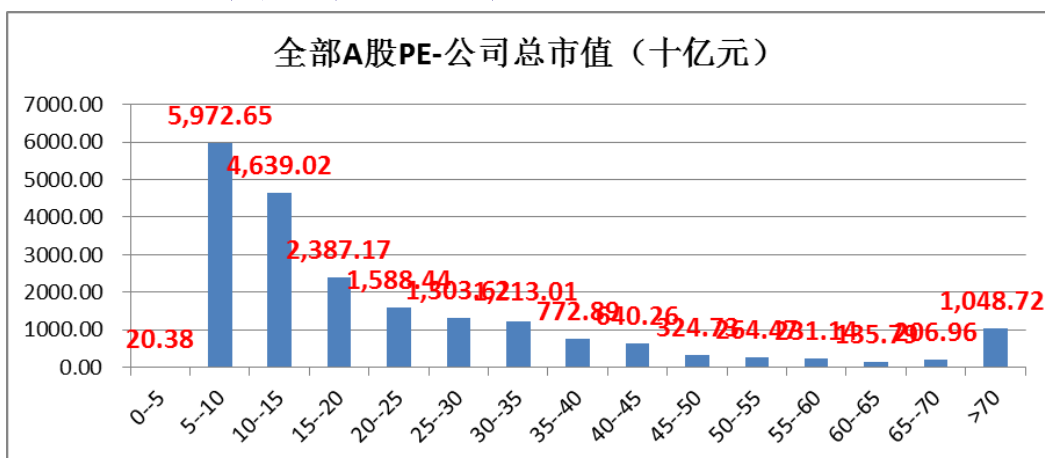
3、A 股的估值分布状态

图 12: A 股公司的 PE 分布-公司数量 (截至 2011 年 12 月 30 日)



数据来源: wind 资讯

图 13: A 股公司的 PE 分布-市值分布 (截至 2011 年 12 月 30 日)



数据来源: wind 资讯

而由于金融股很低的估值, A 股的平均估值也很失真, 15 倍 PE 一下的 300 多家公司占据了 A 股市值的半壁江山, 从而掩盖了 A 股大部分公司估值之高。

估值分布的不合理透露出来的是市场的结构性矛盾。在“发行制度改革”、“鼓励分红”和“业绩分化”等多重预期下, 市场估值分布形态的重构是必然的。纠偏不会半途而止, 局部领域很可能矫枉过正。但由于中国股市的“炒作市”不可能一下子改变过来, “大浪淘沙”的过程或需要经历数轮起伏才能实现。

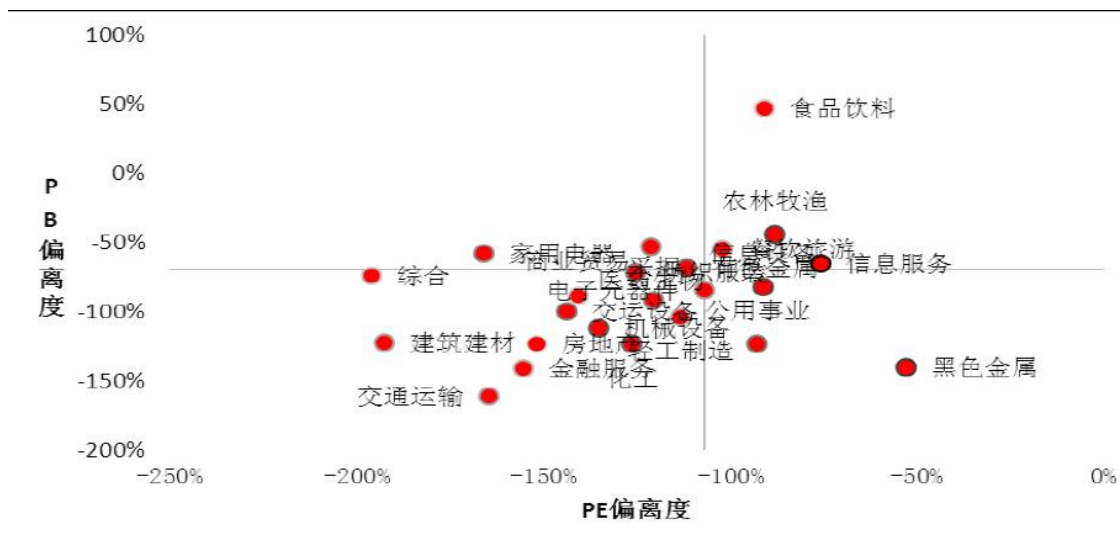
“均值回归”是自然界和社会现象中的一般性规律。各行业估值与历史均值的偏离度比较有利于我们考察各行业较之自身历史的“贵贱”。如果从各行业对比历史估值的角度来看, 当前偏离历史估值较大的行业, 应给予特别关注。无论从 PE 还是 PB 的角度来看, 食品饮料都是近期应给予重点关注的“贵”的行业。而有色金属、信息服务、农林牧渔都属于较贵的行业。

图 14: A 股分行业 PE 估值对比 (截至 2012 年 1 月 13 日)



数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 15: A 股分行业 PB 估值对比 (截至 2012 年 1 月 13 日)



三、估值分布重构制约大盘底部反复

血雨腥风应有涯! A 股自 2010 年 11 月 11 日下跌以来, 历时已超过 1 年 2 个月, 历史上的单边下跌很少有超过 18 个月的, 市场距离底部越来越近。但 2009 年以后的“劫后狂欢”与过去一年多的单边下跌中加剧了 A 股的结构性质矛盾, 占据 A 股市值半壁江山的低估值股票, 在数量上占比不足 2 成, 从而掩盖了 A 股 8 成公司的估值之高。A 股的估值分布正在重构, 其中, 小型股票的估值分布重构是重点。

尽管中小板和创业板已经历大幅下跌, 但估值分布仍不合理, 这正如我们自去年以来小型股票持有的观点, 大浪淘沙是大势所趋。

年报业绩分化成为小型股票再度“大浪淘沙”的导火索。

发行制度改革是“大浪淘沙”估值重构的另一导火索。

中国经济转型困难才是小股票失去“粉丝”的根本内因。自 2011 年 11 月底以来, 关于中国经济长期下台阶和落入中等收入陷阱的担忧日盛, 新兴战略产业难以让人寄托厚望。

待市场反弹或反转之后, 小型股票指数仍将是反弹先锋。尽管是反弹先锋, 但不具备持续性, 大多数小型股票仍将继续“大浪淘沙”的历程。小型股票的估值分布将改变。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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，策略证券分析师。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到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

投资策略

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证券投资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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn