

名称	收盘点位	涨幅%	名称	收盘点位	涨幅%
沪深300	2725.32	-2.29	中小板100	4051.40	-3.64
上证综指	2579.75	-1.75	上证180	6067.34	-2.01
深证成指	9868.79	-3.09	深证100	3339.38	-3.22
深证综指	849.83	-3.42	深证新指数	3693.40	-3.49
上证50	2000.78	-1.10	沪B指	164.81	-2.20
上证新综指	2189.29	-1.74	深B指	383.64	-1.07
上证基金指数	3504.21	-1.18	上证国债指数	121.19	0.06

估值偏低 股价异动

# “大象”起舞序幕已经拉开

□本报记者 韩晗

最近一段时间,金融、地产等权重股的上涨与中小盘题材股的大幅回落形成鲜明对比,“二八”现象再度显现。在分析了估值、市场表现和资金动向后,分析人士认为,当前A股的投资风格和市场偏好正在发生变化,大盘蓝筹股有望成为未来一段时间的主流热点。

## 估值扫描:“大象”相对低估

从结构性角度考察,当前市场大盘股与中小盘股的估值存在明显的“贫富不均”:大盘股依然具备相对的估值优势,而中小盘题材股“估值泡沫”十分严重。

一方面,从横向比较看,据Wind资讯统计,按5月8日收盘价计算,申万大盘指数成份股、中盘指数成份股和小盘指数成份股的整体市盈率(TTM)分别为19.93倍、36.88倍与42.01倍;同期市净率(MRQ)分别为2.65倍、3.25倍和4.81倍。再按大类板块统计,截至5月8日,全部A股、沪深300及上证50成份股的整体市盈率分别为22.35倍、20.35倍和18.57倍,市净率分别为2.90倍、2.77倍和2.61倍,同期中小板100指数成份股和剔除金融股后全部A股的市盈率分别为35.78倍和27.86倍,市净率为4.41倍和3.11倍。

通过上述统计数据可以发现,虽然当前市场整体估值与历史水平相比仍未过分高企,但中小盘个股的估值已经偏高;而且,不同板块之

重要板块估值一览				
板块名称	近10年平均PE	5月8日PE(TTM)	近10年平均PB	5月8日PB(MRQ)
大盘指数成份	27.9	19.93	3.35	2.65
中盘指数成份	47.23	36.88	3.39	3.25
小盘指数成份	75.91	42.01	6.14	4.81
全部A股	35.5	22.35	3.67	2.9
沪深300成份	29.27	20.35	3.47	2.77
上证50成份	24.92	18.57	3.48	2.61
中小板100成份	38.09	35.78	5.41	4.41
剔除金融股后全部A股	35.35	27.86	3.64	3.11

近一个月每周成交金额在全部A股中的占比					
板块名称	4月10日	4月17日	4月24日	4月30日	5月8日
大盘指数成份	37.14%	36.98%	37.32%	38.39%	38.71%
中盘指数成份	8.02%	8.06%	8.61%	8.58%	8.09%
小盘指数成份	5.43%	5.32%	4.67%	4.67%	4.17%

础,最近10年A股平均静态市盈率为35.5倍,平均市净率为3.67倍;同期大盘、中盘、小盘指数成份股平均市盈率为27.90倍、47.23倍、75.91倍,平均市净率为3.35倍、3.39倍和6.14倍。而截至5月8日,全部A股静态市盈率为22.41倍,市净率为3.00倍,大盘、中盘、小盘指数成份股市盈率分别为19.97倍、37.23倍和42.40倍,市净率为2.75倍、3.40倍、4.90倍。如果我们将2002年以前小盘股100倍以上的奇异值剔除,则目前大盘股估值水平相对于历史均值的折价最多。

通过上述统计数据可以发现,虽然当前市场整体估值与历史水平相比仍未过分高企,但中小盘个股的估值已经偏高;而且,不同板块之

间的结构性分化已经非常严重,股本规模越小、越远离核心蓝筹的板块其估值泡沫越大,小盘股目前的市盈率已经达到大盘股的2倍多。

## 市场特征扫描:大盘蓝筹异动

先看成交情况。以周为时间单位,近3年大盘指数、中盘指数和小盘指数成份股周成交额在全部A股中的占比平均值为42.27%、8.23%和2.25%,上周这三个指标分别为38.71%、8.09%和4.17%;而近1个月以来,大盘指数成分股成交占比呈逐步回升态势,从36.98%上升至38.71%,而小盘指数成分股成交占比则逐周下降,从5.32%下降至4.17%。数据显示,目前大盘股的成

交占比依然低于近3年平均水平,小盘股则大幅高于平均水平,这可以解释资金仍有继续向大盘股集中的可能,而成交占比逐周的变化趋势更是印证了资金正逐步从小盘股向大盘股流动。

再看区间涨幅跌幅。选取两个时间段来考察:一是2008年10月28日至4月27日,二是4月28日至5月8日。前一个区间,大盘、中盘、小盘指数分别上涨了66%、92%、125%,同期全部A股、上证50、中小板指数分别上涨了95%、52%、120%;后一个区间,大盘、中盘、小盘指数分别上涨了11.4%、11.4%、9.2%,而全部A股、上证50、中小板指数的涨幅为11.6%、9.8%、9.9%。可见,前期涨幅明显偏小的权重蓝筹股通过近

期小步快跑,跟上甚至超越了其他个股,成为市场的领涨力量。

分析人士表示,从疯狂的题材股炒作中退出的资金,如果继续寻找新的盈利机会,绩优大盘蓝筹品种被发掘将是顺理成章的。

## 资金动向扫描:流向金融地产

资金尤其是主力机构资金的动向成为牵引市场走向的关键。通过对一个多月来市场资金的流入流出情况统计,可以发现在部分散户资金选择离场的同时,机构资金仍在大举流入,并且向金融、地产、能源等权重蓝筹板块集中。

据金融界《快赢》统计,最近四周沪深两市主力席位分别净流入-43亿元、-133亿元、68亿元、132亿元。在经历了4月中旬谨慎的观望之后,机构资金进场力度有所加大;同期,散户席位则经历了从流入流出基本持平向快速净流出转变,上周更是大举净流出60亿元。分析人士表示,从机构资金和散户对市场截然不同的动作看,目前市场的风格取向可能正在发生变化,机构资金重夺市场话语权,而蓝筹股无疑是此类资金的主打品种。

数据也显示,大盘蓝筹股正在获得机构资金的重点关注。最近几周,有色金属、银行、房地产、能源等权重板块是资金流入板块排名榜的常客,银行板块上周和上上周分别净流入12.24亿元和15.17亿元。

## 系统性风险会否释放

□华泰证券 唐潇武

最新公布的价格数据显示,国内经济并未摆脱通缩阴影。在资金面和季节性因素影响下,预计5月后大盘有调整要求,投资者需要警惕系统性风险释放。

国家统计局最新公布的数据显示,我国4月份CPI同比下降1.5%,PPI同比下降6.6%。1—4月份累计,居民消费价格总水平同比下降0.8%。4月份食品价格同比下降1.3%,非食品价格下降1.5%;工业产品中采掘工业同比下降21.5%,原料工业同比下降10.3%。

就物价水平而言,即使尽力使用货币政策和财政政策提振经济,但是在全球经济严重衰退的大背景下,仅仅依靠自身调控的作用是有限的。国际消费需求明显不足,将使全球耐用和非耐用消费品的消费继续低迷,石油、金属等大宗原料价格第一季度价格虽然有所反弹,但仍然难以持续大幅上涨。最近国内CPI、PPI数据表明其下行趋势仍没有改变。在内需不振、收入预期悲观等因素的作用下,CPI恐将继续下行;而预计PPI的未来走势最终将取决于世界经济表现,按照历史季节性规律,2009年下半年经济降温并导致国际商品市场价格回落是可以预期的。总体来看,我们认为各国经济刺激政策作用有限,全球经济仍然处于通缩的阴影下。

随着主要经济体纷纷将基准利率降至历史低点,如果下半年刺激政策作用效果不明显,经济增长趋缓,那么预计我国央行仍会继续降息并释放流动性,这对股票和房地产市场将构成利好。

今年1—4月份以来,国内房地产回暖等利多消息导致近来股市中房地产表现出色。各大中城市房价走势逐步稳定的原因是:经历金融风暴洗礼后,被压制的刚性需求在“春暖花开”时得到充分释放,部分居民改善住房要求和第一次购房需要集体爆发,住宅性消费利用房价下跌开始入市,购买价格相对合理的房屋;另外由于政策调控作用发挥,大量资金投放社会,投资性买房也起到了推波助澜的作用。

本次行情初期热点在中小板股票和新能源、电动汽车等缺乏实质业绩支撑的板块上,我们认为此类股票估值偏高,未来回落风险较大;进入3月份后上涨的地产、有色金属和汽车等行业具备经济基本面支撑,上涨相对健康一些。建议投资者继续关注地产板块,预计在6月份以前,国内房市依然可以看好,相应股票调整后可以逢低介入。此外,3G通讯、铁路基建等有坚实基本面支撑的板块也仍然值得投资。

## ■股市概览



## 短期震荡 热点逐步转向大盘股

□中信证券研究部策略组

本轮行情主要有三大推动因素:流动性充裕、政策刺激以及对经济复苏的预期,上述因素尚未发生根本性变化,因此市场仍将维持震荡向上格局。但短期看,未来一段时间市场可能以震荡为主。此外,在宏观经济好转趋势逐步确认的过程中,市场风格也将逐步由小盘股转向大盘股。

## 中期向上 短期震荡

总体而言,年初以来的市场上涨主要存在三大推动因素:流动性充裕、政策刺激以及对经济复苏的预期。我们认为上述三方面因素并未发生根本性变化,这也决定了市场长期仍将维持震荡向上格局。

但是,从我们的实地调研情况来看,当前宏观经济的两个最主要关注点——出口和房地产,前者虽然已经度过谷底,但距离全面恢复仍有待时日;后者虽然已经出现复苏迹象,但传导过程完成仍需时间,这两方面因素的制约使得短期市场可能以震荡为主。

适度宽松的货币政策将继续支撑市场流动性。依据中国人民银行发布的《一季度货币政策执行报告》,有关方面将继续“坚定不移地落实适度宽松的货币政策,继续保持政策的连续性和稳定性,继续保持银行体系流动性充裕,优化信贷结构,采取灵活、有力的措施加大金融支持经济发展的力度”。在此条件下,市场流动性充裕的局面仍将维持并延续。

## 从小盘股到大盘股

结构性特征对于整体市场的反弹逻辑和运行路径具有至关重要的影响。在A股市场存在明显结构性差异的背景下,分析盈利和估值的结构变化特征构成了预测市场运行

和把握投资机会的重要基础。

规模上的二元结构造就了A股市场独特的反弹逻辑。从统计数据看,20家国有大市值公司(14家银行、2家煤炭、2家石油、长江电力和中国联通)2008年净利润为6025.2亿元,同比增长60.1%;2009年1季度净利润为1544.72亿元,同比增长0.61%。而剔除上述20家公司后,其余1500多家上市公司2008年净利润总额为2706.88亿元,同比下滑44.83%;2009年1季度净利润总额为591.47亿元,同比下滑50.43%。从动态角度看,依据目前市场的一致预期,20家国有大市值公司2009和2010年净利润同比增速分别为2.78%和13.25%,其他上市公司分别为46.18%和27.6%。

由此可见,A股市场存在明显的“二元”区分:国有大市值公司在政策或垄断因素下具有明显的盈利稳定性,相当于整体市场的盈利稳定器;而其余上市公司的盈利则具有更强的周期波动特征。

上述结构差异同样反映在了估值层面。据统计,20家国有大市值公司08年的静态市盈率为14.59倍,09年动态市盈率为26.9倍,享受着较为明显的估值溢价。从逻辑上看,这与盈利的二元结构存在明显关联,在经济复苏预期下,市场往往给予业绩弹性更大的公司以更高的估值,这也是去年年底以来市场反弹过程中权重股表现相对落后的主要原因。

从现有的估值水平看,其余上市公司的盈利反弹预期已经在估值数据上得到了较为充分的体现,而市场对国有大市值公司的盈利预测相对保守,给予的估值水平也较低,这实际上已经埋下市场风格转换的伏笔。

同时,经济复苏的区域差异已经在估值比较上有所体现。由于经济外向程度和产业结构的差异,中国经济复苏呈现出明显的区域特征。2008年只有西北地区上市公司净利润实现同比增长,09年1季度净利润跌幅也相对较小;华北地区则因为国有大市值公司较多,净利润整体表现稳定;东北地区、西南地区、中南地区和华中地区净利润下滑幅度明显与当地周期性产业占比较高或经济外向程度较高密切相关。

从2009年和2010年的盈利预测看,预期净利润增速最大的是东北地区和西南地区,中南地区也会有一定复苏;华东和华北地区增幅相对较小,而西北地区净利润仍保持稳定增长。

上述盈利预期在估值数据上已经有所体现,从PE看,估值最高的地区分别是西南地区和东北地区,然后是西北地区和中南地区,说明市场已经赋予了周期性行业占比高和经济增长潜力大的地区较高的估值溢价。而国有大市值公司占比较高的华北地区和受外部经济冲击较大的沿海地区上市公司,则体现出了较为明显的估值折让。估值的区域特征也将推动市场风格转换。

此外,各种概念题材类股票已经获得较为充分的估值溢价。我们统计了目前市场关注度高的八大主题投资领域的盈利和估值数据。从盈利结构看,08年净利润除国资委直属公司和航天军工板块表现相对稳定外,其余板块均经历了较为明显的下跌。而09年1季度盈利表现较好的是农业龙头和3G概念板块。从2009和2010年的盈利预测看,农业龙头板块09年的盈利恢复较为明确,新能源和稀缺资源板块也会有较大的盈利增长,3G概念股则因为

综合起来看,我们认为虽然市场风格将逐步转向大盘股,但在出口仍在底部徘徊,以及房地产开发向上游的传导并未完成的情况下,其成功转换仍需要等待宏观经济好转信号的进一步确认。在此过程中,未来一段时期市场很可能以震荡为主,逐步增加大盘股配置并把握相应的结构性机会将构成短期投资的主要旋律。

截止到昨日晚上20点,共有11132人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	31.7%	3529
震荡	20.8%	2318
下跌		