

两会过后，云淡风轻

——A 股二季度市场策略

2010 年 3 月 25 日 客户服务部投资策略小组

报告要点：

一季度：主题投资的辉煌时期

08 年初有一波重估农业的主题投资，09 年初有一波新能源的主题投资，2010 年值得人们记住的肯定是一季度的地域板块主题，所以也有投资者戏称“哥炒得不是股票，是中国地图！”。鉴于业绩压力，地域行情虽然逐步退场，但是主题投资并未结束。

两会关键词——最复杂

2008 年总理说最困难，2009 年总理说最有信心，2010 年总理说最复杂。三年三个关键词，“最复杂”也就成为研究对象，是什么最复杂呢，我们理解是政策：先从紧，防过热；再放松，防过冷——这是最复杂的一年，“治大国如烹小鲜”——政策的拿捏要十分精准。

二季度：重回估值，拥抱业绩

目前由于流动性趋紧，依靠超量流动性推动估值提升的市场上升周期已告结束，而随着年报的披露，基本面和盈利将再度成为市场关注的重点。二季度我们认为重回基本面估值的时机到来了。

二季度行情预测：2800 点至 3400 点区间震荡

目前，沪深300的2010年整体动态PE水平在16倍左右，而按照09年业绩的PE水平在20倍以上，考虑到重点研究机构的业绩预测2010年不低于25%的增长，所以行情的演变应该是从09年20倍跨向10年20倍的过程中，虽然中间会有波动，但随着业绩的不断验证，驱动信号将引领市场前行。

二季度投资策略：

我们认为投资上有三类主线值得注意：一是关注次新股（中小板和创业板）超募带来的投资机会，成长和含权的高度统一；二是关注年报以及季报披露的机会，寻找业绩超预期的品种；三是在政策中寻找新的主题方向，从两会热点讨论方向上寻找机会。二季度重点推荐股票是：招商银行（600036）、格力电器（000651）、黑猫股份（002068）、康美药业（600518）、合康变频（300048）、中国国航（601111）、潍柴动力（000338）。

务请阅读正文之后的重要声明

一季度行情简要回顾

一季度：主题投资的辉煌时期

08年初有一波重估农业的主题投资，09年初有一波新能源的主题投资，2010年值得人们记住的肯定是一季度的地域板块主题，所以也有投资者戏称“哥炒得不是股票，是中国地图！”。主题投资的辉煌阶段，实际上已经把中国从南到北，从西向东都翻了一遍，各个地区的振兴方案层出不穷，从最初的世博会、新疆、西藏、海南、安徽，到最近的北部湾、成渝，这种风潮式的行情，来势凶猛，往往将整个板块鸡犬升天，龙头品种几乎都是短期就出现翻倍涨幅，我们在2月份的策略报告中点明主题已经成为主流。但是我们也指出“主题投资所反映的就是一种经济进入平稳期后的经济结构的调整，主题投资并非资金的游戏，它必然是以预期为基础的”。那么经过这么猛烈的上涨，随着年报和季报的披露，到了地域板块寻找估值支撑的时候了，一般的主题投资分为三个阶段，第一阶段龙头确立，引领风潮；第二阶段鸡犬升天，板块齐涨；第三阶段余热未尽，不断扩散；但是往往第三阶段上涨的力度和品种开始散乱，说明热点也将退却，我们不排除有些品种还会有阶段性机会，但是总体上以地域为主题的行情逐渐将淡出市场，毕竟到了业绩说话的时候。

地域虽然退场，但是主题并未结束。我们看到一季度实际上是多重复合主题，其中智能电网、新能源（低碳）、物联网（云计算）、手机支付（3G）生命力依然顽强，其间不乏成长性很好的品种，很多股票也是屡创新高，表明市场的态势仍然是积极的。美国互联网的历史经验表明，大浪淘沙，留下的必有黄金。

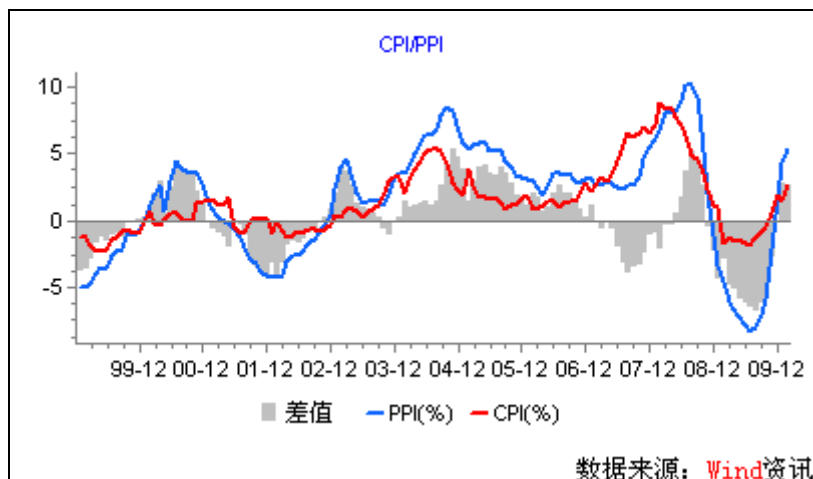
两会政策信号——退出

从温总理《政府工作报告》我们可以看出，2010年我国宏观政策采取的是松财政、紧信贷和控项目的政策组合。2010年拟安排财政赤字10500亿元，较2009年增加1000亿元；2010年全国财政赤字预计占GDP的2.8%，与2009年基本持平。从财政赤字占GDP比重来看，2010年我国积极的财政政策尚未退出，财政政策总体是松的。2010年新增人民币贷款目标定为7.5万亿元左右，较2009年低2.1万亿元，压缩的幅度比较大。信贷政策实行有保有控，高耗能高污染企业贷款以及投机性房贷将属于“控”的范围，地方政府项目贷款也在“控”的范围。在控项目方面，《政府工作报告》明确指出，各级政府投资都要严格控制新开工项目，资金安排主要用于项目续建和收尾。总体来看，松财政、紧信贷和控项目相结合的政策组合有利于实现稳经济、稳通胀和推进结构调整的政策目标。

紧信贷和控项目是稳通胀的重要举措

《政府工作报告》为2010年定的CPI通胀目标是3%。今年以来，PPI环比继续上升，同比增幅高于CPI。当前，PPI上升动力较强，因素有二，一是中长期贷款同比大幅增长，投资需求比较旺盛；二是全球经济复苏导致大宗商品价格高位运行，输入型通胀压力较大。这意味着，上半年PPI-CPI上下游通胀传导压力较大。当前我国经济回升主要是由投资拉动的，和2004年和2007年情况相类似，控制通胀趋势的关键是控制住信贷和项目。房地产市场结构性问题和泡沫化趋势成为两会提案关注的焦点。综合来看，我们预期上半年央行继续面临上调准备金率压力，首次加息不可避免。

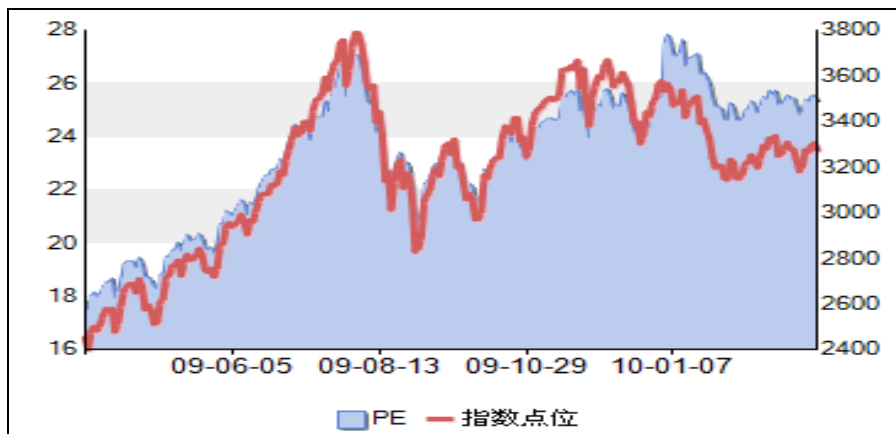
务请阅读正文之后的重要声明



估值体系表明支撑有力，安全边际高

截至3月24日，按万德资讯统计（预测市盈率，整体法，剔除负值）显示，沪深300指数2009年动态市盈率19.96倍，2010年动态市盈16.01倍。根据历史估值波动测算，市场动态PE 范围15-20倍，目前10年动态PE估值水平仍较为便宜。从市盈率分布频率上看，PE分布结构略有变化，50倍以下区间的上市公司数量略有减少，而50倍以上区间的公司数量则略有增加，市场整体PE水平略有回升。个股PE水平最低的个股中银行类个股居多，个股PB水平最低的以钢铁类个股居多。

沪深300 静态PE 图



数据来源: WIND资讯

二季度行情走势预测

两会关键词——最复杂

2008 年总理说最困难，2009 年总理说最有信心，2010 年总理说最复杂。三年三个关键词，“最复杂”也就成为研究对象，是什么最复杂呢，我们理解是政策：先从紧，防过热；再放松，防过冷——这是最复杂的一年，“治大国如烹小鲜”——政策的拿捏要十分精准，防过热也要防冷却，无

务请阅读正文之后的重要声明

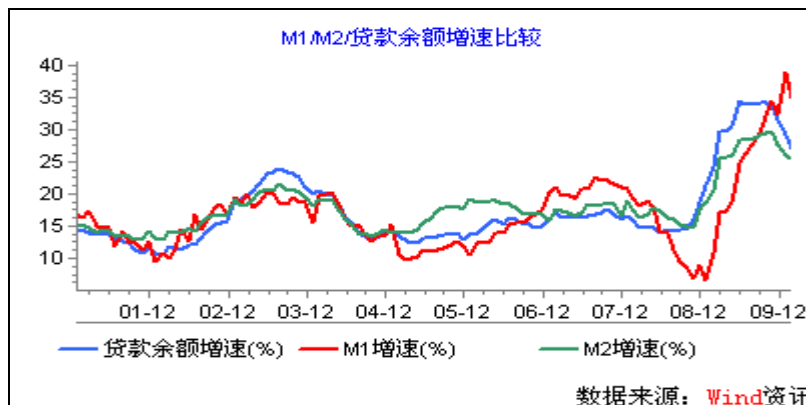
论信贷的“3-3-2-2”投放还是退出话题的讨论仍是纷纷扰扰，其实政策变化的根本是建立在经济已经复苏的基础上，虽然还不稳固但是趋势已经明朗。对应股市的波动，我们不难发现，整个2009年复苏期股市上涨的动力主要是预期改善，表现为估值修复，这在复苏初期表现最为明显，而复苏中后期则进入兑现阶段，估值难有提升空间，振幅收窄，进入业绩兑现和新预期形成的过渡期。毋庸置疑，我们正处于复苏的中后期。

二季度：重回估值，拥抱业绩

一季度流动性趋紧，但是基本面向好，市场无趋势波动，让从09年走来的投资者无所适从，在这里我们有必要重新回到投资的原始起点。事实上，不论世界经济如何发展，资本市场如何变化，投资的成功之道不外乎三种途径：第一种，买进便宜股票并当这些股票的价格回升到合理区间时抛出；第二种，购买那些盈利能够保持长期持续增长的公司股票，并长期持有；第三种，发现一种全新的投资领域或投资方法。简单来说，第一种就是我们常说的“价值型投资”，第二种是“成长型投资”，而第三种则包括了除前面两种投资方法之外的其他投资方法，如套期保值、对冲基金等。价值和成长是我们最常用的，也是最有用的投资方法，即使在此时行情方向不明，投资的罗盘不要发生改变，就会到达盈利的彼岸。目前由于流动性趋紧，依靠超量流动性推动估值提升的市场上升周期已告结束，而随着年报的披露，基本面和盈利将再度成为市场关注的重点。二季度我们认为重回基本面估值的时机到来了。

紧缩预期不变，估值持续上行受压

短期内，由于两会结束之后未见明显的地产调控政策出台，市场紧缩忧虑也趋于暂时的缓解，此外美联储宣布维持利率不变，外围市场的继续上行也给市场一定的支撑，市场出现小幅的攀升，但是成交依然未有效放大，市场仍显得较为谨慎，市场对于房地产泡沫的争论依然很多，这些无疑对市场形成一定的影响，融资融券虽然即将推出，但是考虑到试点期间规模有限以及市场本身的分歧较大，这一业务的推出对市场的影响相对较小，此外美国依旧在给人民币施加强大压力，人民币升值压力不容小觑。印度突然宣布加息，新兴市场的政策转向已经逐步启动，无疑对全球特别是中国形成一定的冲击，紧缩的大方向不会改变、短期市场融资再融资压力依然很大，以及贸易战频发和美国对人民币汇率不断施压，这些因素都将影响短期市场的走势，因此我们预计大盘大幅上行条件不足，市场估值水平受压，温和小幅上扬可期。



务请阅读正文之后的重要声明

二季度行情预测：2800 点至 3400 点区间震荡

目前，沪深 300 的 2010 年整体动态 PE 水平在 16 倍左右，而按照 09 年业绩的 PE 水平在 20 倍以上，考虑到重点研究机构的业绩预测 2010 年不低于 25% 的增长，所以行情的演变应该从 09 年 20 倍跨向 10 年 20 倍的过程中，虽然中间会有波动，但随着业绩的不断验证，驱动信号将引领市场前行，一季度的指数实际为负增长实际上是投资者放大了对流动性退出的担心，也就把机会延后到了二季度，对于二季度我们的整体看法是乐观的，认为基于业绩的回报增长，估值水平也会提高，预测未来的指数区间在 2800 点至 3400 点区间。

二季度投资策略：

我们认为投资上有三类主线值得注意：

一是关注次新股（中小板和创业板）超募带来的投资机会，核心的要素是看超募比例，有无并购和扩张行为等，上涨的空间，以及年报高送转预期等，焦点一个是超募比例较高的，另外一个一个是并购和产能扩展导致的外延式扩张的。

二是关注年报以及季报披露的机会，寻找业绩超预期的品种，从估值角度来看金融类公司银行、保险等，长期投资价值已经显现。另外众多的周期性品种也是可选对象，按照以往经验对于周期类品种的投资是要反身思维，就是在其估值较高业绩尚未释放时寻找机会。

三是在政策中寻找新的主题方向，从两会中提取精华。多元化的主题投资通过反复、交替表现将会贯穿 2010 年全年。另外，中央高层对新能源尤其是新能源汽车的战略高度的表态，是前所未有的，这个板块有形成穿越经济周期的可能。

二季度重点推荐股票组合

退出引发的不安情绪得以缓解，市场重新关注业绩增长，我们主要选择中小成长品种构建本期组合

招商银行（600036）：配股尘埃落定，消除资本瓶颈，支持未来三年业务发展，提高招行 10 年末核心资本充足率和资本充足率约 1.5 个百分点至 8.2% 和 11.5%，可支持招行未来三年的业务发展。一季度息差将显著反弹，盈利预测存在上调空间，预计 10—11 年每股收益分别为 1.23 元、1.45 元。公司未来半年的估值中枢为 18 元

格力电器（000651）：09 年收入保持增长，净利润增幅远高于收入增幅。近期产销旺盛，处于满负荷生产状态，家电下乡、出口恢复将提升公司业绩，预计 10—11 年公司每股收益分别为 1.8 元、2.1 元，公司未来半年的估值中枢为 32 元。

黑猫股份（002068）：09 年国内产销量成为国内第一，未来三年成长最快，市场份额将从目前的 11% 上升至 20% 以上。去年 12 月开始公司订单持续超过产能 20%，产能扩张将加速。国际市场开拓，将进入收获期，预计 10—11 年每股收益分别为 1.16 元、1.51 元。公司未来半年的估值中枢为 27 元。

康美药业（600518）：公司中药饮片与一致药业、海王星辰的战略合作推进，产能吃紧，公司计划利用自有资金 9 亿元在普宁建设中药饮片三期，预计达产后每年将增加收入 14 亿元；北京子

务请阅读正文之后的重要声明

公司 10 年 3 季度有望完工试产。成都基地预计 2010 年下半年完工。中药材贸易及中药饮片具备良好的抗通胀性。预计 10—11 年公司每股收益分别为 0.46 元、0.62 元。公司未来半年的估值中枢为 13 元。

合康变频 (300048): 高压变频器行业正处于高景气周期, 随着国家积极推行节能减排政策, 高压变频器行业将继续保持 45%左右的高速增长, 公司技术领先, 高端产品优势明显, 有望成为高压变频器行业龙头企业, 充分分享行业高速增长。预计 10—11 年每股收益分别为 1.01 元、1.53 元。公司未来半年的估值中枢为 60 元。

中国国航 (601111): 控股深航后, 国航的资产、收入规模大幅提高, 将成为三大航之首。此次控股深航, 出价和推进的速度均好于市场预期。目前人民币升值预期加强, 行业景气度转暖估值有望继续走高。预计 10—11 年每股收益分别为 0.5 元、0.6 元。公司未来半年的估值中枢为 15 元。

潍柴动力 (000338): 在固定资产投资增速相对较快以及国内经济全面复苏的背景下今年 1 季度重卡行业仍将保持旺盛需求。公司 1 季度柴油发动机销量或同比增长 60—75%, 在销量增加及产品结构优化的情况下公司 2010 年毛利率有望持续上升, 预计 10—11 年每股收益分别为 5.36 元、5.54 元。公司未来半年的估值中枢为 69 元。

投资组合

股票	行业板块	最新价 (3.25)	目标价	10 年 EPS	11 年 EPS
600036 招商银行	银 行	15.43	18	1.23	1.45
000651 格力电器	家 电	26.80	32	1.8	2.1
002068 黑猫股份	化 工	18.18	27	1.16	1.51
300048 合康变频	装备制造	51.46	60	1.01	1.53
600518 康美药业	医 药	11.79	13	0.46	0.62
601111 中国国航	交通运输	12.09	15	0.5	0.6
000338 潍柴动力	装备制造	62.60	69	5.36	5.54

重要声明: 本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证报告信息已做最新变更, 也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保, 投资者据此投资, 投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告, 本报告反映公司分析师本人的意见与结论, 并不代表我公司的立场。我公司或关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。未经我公司同意, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。

务请阅读正文之后的重要声明