

重压之下，机会依存

——A股5月市场策略

10年4月26日 客户服务部投资策略小组

报告要点：

4月：政策力度空前 市场应声回落

股指期货为4月份标志性事件，也为证券市场带入了新的时代，然而一场泼向炽热房地产的调控政策如疾风骤雨般出台，超预期的政策力度也使股指创出了半年多以来罕见的单日跌幅，与此前多次对市场影响最大的不同是银行股加入了暴跌的阵营！代表新兴产业方向的中小市值品种整体表现稳定，业绩超预期个股逆势上行，政策性风险释放过程中，投资者风险偏好转向医药，消费等防御型行业。

5月行情预测：2800点至3100点区间震荡

房地产“挤泡沫”的过程必然会给房地产以及相关行业带来“阵痛”，影响短期资本市场的表现。不确定性带来的恐慌情绪使得股指仍有调整的压力，市场的弱势短期难以扭转，不排除上证指数下探我们指出二季度2800的波动区间底部，但以目前估值水平和稳固的经济增长来看，我们并不认为2800点下方有太多继续调整的空间，整体市场以弱势震荡走势为主。

5月投资策略：

我们认为5月的投资策略上，仍应保持适当谨慎的心态，等待市场趋势明朗是首选之策，在股票操作上应更灵活，仓位控制在60%或以下为宜。

整体而言，金融、地产已经处于低估值的洼地，但政策风险仍有一个较长的释放过程，也缺少向上的驱动因素，显现投资价值的价格到了，然而时机依然没有到来，我们认为未来市场的机会主要来源以下三方面：

1. 经济结构调整和增长模式转变给市场带来更清晰的投资机会，政策引导消费医疗和新兴产业将发挥越来越重要的角色，医药，消费和代表新兴产业的中小市值个股以相对明确的增长将贯穿于全年行情之中。

2. 业绩较快增长但难有超预期，主题投资和个别业绩黑马将是市场主要的投资机会。新疆区域等主题投资有可能在五月再度活跃，分拆上市概念等新的热点仍会不断涌现。

3. 出口及相关行业或迎来阶段性超预期增长。

5月重点推荐股票组合：

从成长角度出发，“新兴行业+大消费”为核心的组合品种：银座股份（600858）、益佰制药（600594）、黑猫股份（002068）、上海凯宝（300039）、神火股份（000933）、中国国航（601111）、天山股份（000877）、康美药业（600518）。

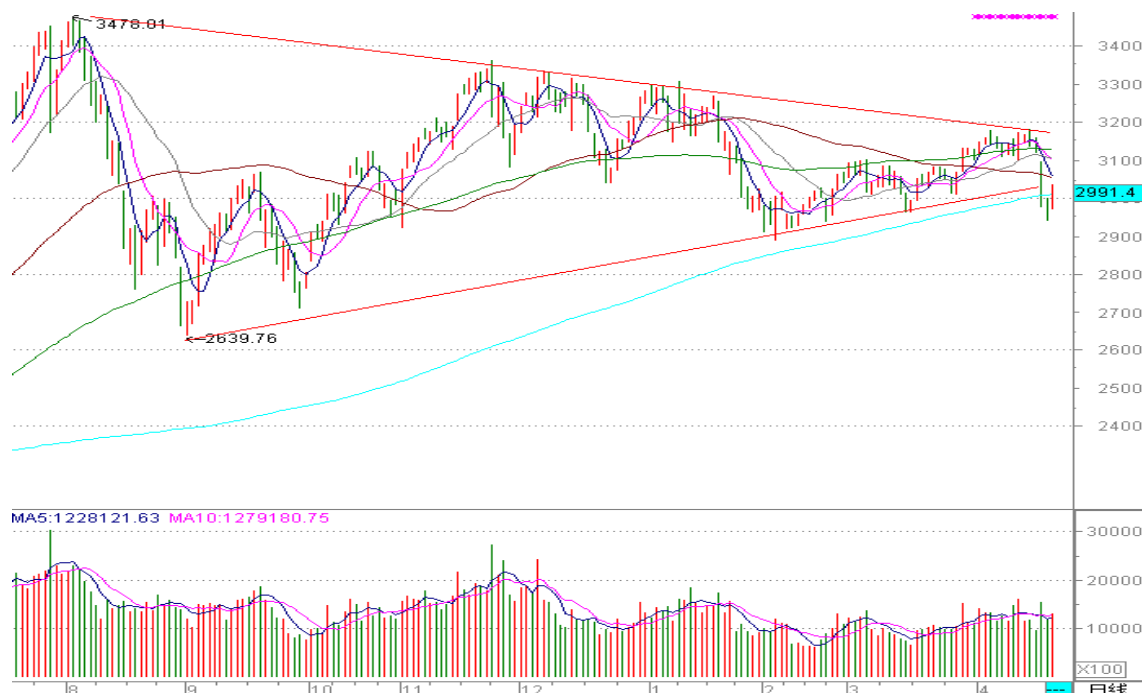
务请阅读正文之后的重要声明

4 月行情简要回顾

4 月：政策力度空前 市场应声回落

上半月市场于窄幅震荡格局之中迎来了宏观经济一季报、股指期货等重大事件，然而，政策利空打破了市场平衡，在前期强大的舆论压力下调控重拳接连祭出，占据市场权重一半以上的房地产、银行承受重压，与之相关的行业的也受到牵连。从去年八月份以来，市场一直运行于收敛型振荡格局之中，本月趋势上已逐步接近收敛楔形的末端，然而目前这种运行格局在政策重压下提前结束，上证综指和深成指更是一年以来首次击穿年线。

图 1：上证指数一年来首次击穿年线



冰与火共存的市场格局：

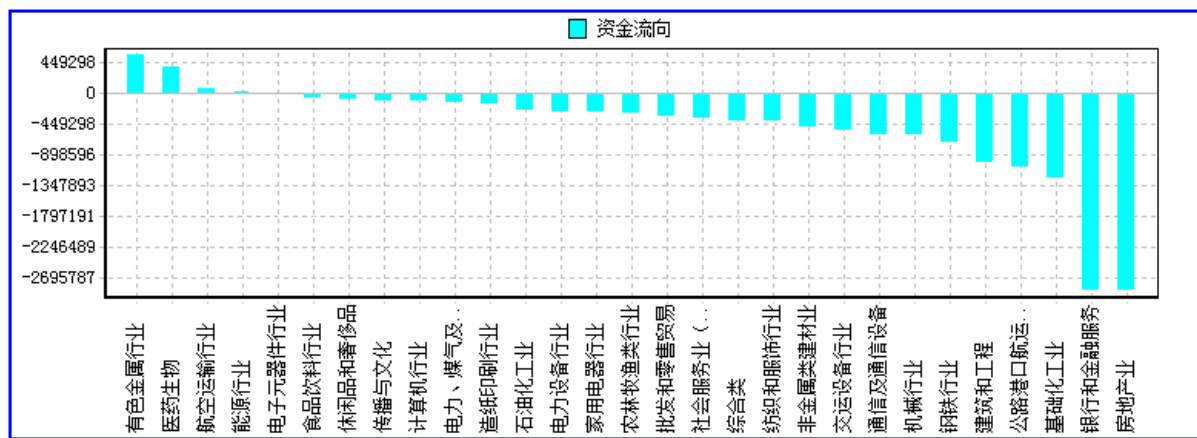
中小企业看不清楚的是估值，但有预期。大盘股看得非常清楚的是低估值，但看不清楚的是行业发展。当权重股正处于“风格转换”困局博弈中挣扎，深圳中小板综指4月7日上升至6364点已经创出了历史新高，而中小板综指的上一个历史高点出现在2008年1月16日，统计显示，目前已有105只中小板个股最新收盘价超越了2008年初的高点，占可比公司数量的一半以上！目前两市12只百元股中，仅有贵州茅台一只沪市个股，其余11只都来自深市的中小板及创业板。4月市场行情依然是中小市值个股活跃的天下，股指期货作为“风格转换”的导火索也彻底哑火，高估值的中小盘个股和低估值的大盘蓝筹的两极分化格局依旧。

务请阅读正文之后的重要声明

表1：20日涨跌幅榜（3月26日至4月23日沪深两市A股涨幅前10名和跌幅前10名）：

股票代码	股票简称	股价	20日涨跌幅	代码	名称	股价	20日涨跌幅
002046.SZ	轴研科技	25.66	56.26%	600449.SH	赛马实业	27.69	-29.37%
000404.SZ	华意压缩	14.05	55.76%	600515.SH	*ST筑信	8.73	-28.50%
000049.SZ	德赛电池	21.25	55.34%	600202.SH	哈空调	16.1	-28.09%
600132.SH	重庆啤酒	35.75	54.89%	000671.SZ	阳光城	12.76	-26.69%
002213.SZ	特尔佳	23	53.50%	000537.SZ	广宇发展	10.9	-26.35%
000159.SZ	国际实业	27.63	51.71%	000517.SZ	荣安地产	8.94	-24.63%
600111.SH	包钢稀土	39.03	50.76%	600173.SH	卧龙地产	6.44	-24.31%
000536.SZ	闽闽东	28.11	50.25%	000979.SZ	中弘地产	10.57	-23.28%
600645.SH	ST中源	12.62	48.47%	000519.SZ	银河动力	17.79	-22.65%
600711.SH	ST雄震	17.71	47.86%	600239.SH	云南城投	19.52	-22.60%
资料来源：wind							

资产重组类个股领涨4月大市，华意压缩，国际实业，重庆啤酒及部分st类个股为代表性股票获得炒作资金追捧涨幅惊人，另外医药，消费类等防御型行业及分拆上市题材品种表现强势。与此相反，房地产行业成为了政策收紧的矛头指向，行业个股几乎占据跌幅榜全部席位。从四月两市板块资金分析，多数行业资金呈现净流出，房地产和金融板块是资金出逃的重灾区，仅剩有色，医药，航空三个行业出现部分资金净流入。

图2：行业资金流向（3月26日至4月23日）


资料来源：维赛特

基于政策退出风险以及流动性增量减弱的考虑，房地产行业是我们策略中一直维持“回避”的行业，回顾三月底推出的二季度策略，三条投资主线在4月份行情渐显清晰脉络，次新股的第一条投资主线依然吸引市场眼球，业绩超预期品种在跌市中逆势创新高。第三条主线是在政策中寻找新的主题方向，分拆上市是4月份的新生事物，中旬我们发布了《重估的力量-分拆上市的投资机会》专题报告，提前对其中的投资机会进行深度挖掘并最终得到市场的认同，在分拆上市预期涉及的众多品种中，我们重点推荐的五家公司（粗体部分）均获得较好收益。

务请阅读正文之后的重要声明

表2：4月分拆上市个股表现

证券代码	证券简称	涨跌幅 (%)
000661.SZ	长春高新	42.45
600100.SH	同方股份	36.68
000938.SZ	紫光股份	32.32
000963.SZ	华东医药	24.45
000988.SZ	华工科技	23.79
600770.SH	综艺股份	20.30
600880.SH	博瑞传播	10.12

数据来源：WIND资讯

5 月 行 情 走 势 预 测

经济增长亮丽与房市调控严厉

经济复苏表现理想，对市场中长期运行构成支撑。一季度 GDP 同比增长 11.9%，为 2007 年来的最大增幅。一方面由于去年基数较低，同时也反映出经济复苏势头强劲。出口恢复迅猛，消费零售受益温和通胀，PMI 及工业增加值等多项经济指标，以及陆续披露的企业季报反映微观企业的盈利改善显著，中国经济回暖势头稳固。

月初新华社连发 6 篇评论痛批高房价为政策重拳出台奏响前奏，二套房首付标准提高及基准利率上调，可停发第三套以上住房贷款，异地居民购房限制，第二套房重新认定标准，大幅增加年住房供地计划，商品房预售制度新规，房地产税收制度加紧编制……。政策严厉程度实属十年内罕见，调控力度之大远超预期！全国多处楼市一夜之间供需格局扭转，退房潮频现。以政府此次的决心以及组合政策力度，对房地产行业以及对金融市场会产生怎样、何种程度的冲击，很难以定量的方式来估计。作为投资者，我们需要弄清楚的是政策冲击下大市的安全边际在哪里？房地产股票何时见底。

我们不妨用相对“粗线条”的方式来做大致的判断。回首离我们远去的金融危机，08 年四季度至 09 年一季度无疑是全球经济最恐慌，最黑暗的时候，股指在 1664-2000 点水平反反复复运行了长达半年的重要底部，从历史运行规律看，每一次危机爆发，跌无可跌的价值底部往往是吸引产业资本进入及真正投资价值的显现，牛熊市总是周而复始在历史估值的天花板及地板之间波动。虽然此次调控政策力度空前，但目前的利率环境，未来的商品房供应量，房地产企业财务状况与 08 年有很大异同，金融危机打击刚性需求，而当前此次调控主要目的在于逼使投机资金撤出，平抑飞涨房价，让房地产回归以正常的供需格局。未来数月楼市回归常态是有利于长远的，虽然短期冲击难免，但这次调控对房地产企业的影响要远优于 08 年，房地产企业价值不可能低于极端时期。就此逻辑，我们对主要房地产企业现在的市值和 08 年最低谷时期作了类比，去年至今股价下挫 50% 已较多反映政策调控的影响，离估值底部的“白菜价”并不遥远。

务请阅读正文之后的重要声明

表3 房地产市值与08年低谷比较

	08 年金融危机低谷	09 年最高市值	现市值
万科	616-880 亿	1650 亿	880 亿
保利地产	352-490 亿	1087 亿	596 亿
中华企业	56-70 亿	224 亿	121 亿

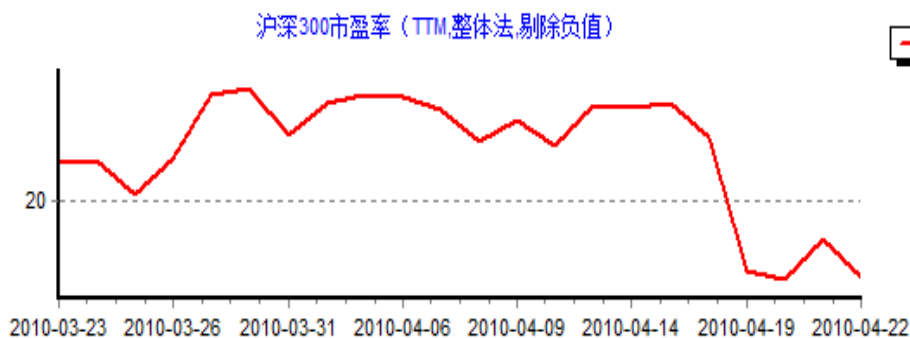
不可忽视的“跷跷板”效应：

热钱总是逐利的，并且在能产生财富效应的房地产，股市，产业投资，银行储蓄间流动。过剩的行业产能制约资本投资流向，通胀预期降低银行储蓄的吸引力，流动性将在资本市场寻找机会，楼市流出的资金最便捷的渠道便是进入资本市场，带动资本市场总体估值水平上升，这是资金循环流动的规律。有统计数据显示，当前数万亿的房地产投资资金已有小部分出现松动，只要证券市场有稳定的预期，财富的盈利效应将引导资金的流向。

估值已处于历史区间下限

截至4月23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2010年动态市盈率15.52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估值水平已处于估值区间的下限。

图3：沪深300 静态PE 图



数据来源：WIND资讯

从基本面角度来看，在地产等紧缩政策的作用下，经济的过热风险将逐步消除，但也意味着未来一至两个季度经济增长率将经历阶段性回落，微观企业层面盈利将形成季节性干扰，就上月市场对 10 年 A 股盈利增速的预期看，基本保持在 25%以上。未来市场可能逐步下调对 2010 年盈利增长的乐观预期。截至 2010 年 4 月 23 日，沪深 300 对应静态市盈率为 19.41 倍，我们基于可能的业绩增速下调至 20%，15%，10%分别作了假设，即使业绩增速降至 15%，沪深 300 动态市盈率也仅为 16.87 倍。根据历史估值波动测算，动态 PE 波动低点约为 15 倍，及考虑利润增速下调至 15%测算，则股指核心的波动低点为 2843。正如我们在二季度策略报告中提及，目前股指的运行水平已经反映了政策退出后的业绩影响。

务请阅读正文之后的重要声明

表 4：2010 年上市公司业绩增速敏感性分析

预测增速	沪深 300 动态市盈率
25%	15.52
20%	16.17
15%	16.87
10%	17.64

总体而言，经济复苏增长稳固，促结构调整市场带来短期阵疼，低估值和复苏主流将对政策打压形成较强承接，市场更多的是需要时间消化和适应。

5 月行情预测：2800 点至 3100 点区间震荡

短期看市场的恐慌使得股指仍有进一步调整压力，市场弱势的扭转也仍需时间。不排除指数短期进一步考验 2800 点“价值底”的要求。但以目前的估值水平和经济表现判断，我们并不认为指数在 2800 点下方继续有更多的调整空间。在权重板块萎靡的情况下，指数难以出现较好表现，股指事实上缺乏向上驱动动力，但相对估值角度较低也意味股指大幅回落空间有限，继续震荡消化政策余波整理格局应是主基调。

5 月投资策略：

在判断 5 月市场行情走势的基础上，我们认为 5 月的投资策略上，仍应保持谨慎心态，在股票操作上应更灵活，仓位控制在 60%或以下为宜。

整体而言，金融、地产已经处于低估值的洼地，但政策风险仍有一个较长的释放过程，也缺少向上的驱动因素，显现投资价值价格到了，然而时机依然没有到来，我们认为未来市场的机会主要来源以下三方面：

1. 经济结构调整和增长模式的转变给市场带来更清晰的投资机会，投资在经济中的比重将降低，政策引导消费医疗和新兴产业将在经济中发挥着越来越重要的角色，医药、消费和代表新兴产业的中小市值个股以相对明确的增长将贯穿于全年行情之中。

2. 整体业绩仍将较快增长但难有超预期，主题投资和个别业绩黑马将是市场主要的投资机会。新疆区域等主题投资有可能在五月再度活跃，上月月底全国对口支援新疆会议具有强烈信号意义，5 月份中央即将召开新疆经济工作会议，新疆发展扶持整体规划将即破土而出。此外如分拆上市概念等新热点仍会不断涌现。

3. 出口及相关行业或迎来阶段性超预期增长。

5 月重点推荐股票组合

地产政策的重压之下，权重股不断走低，但是个股行情仍旧较为活跃，从成长角度出发，“新兴行业+大消费”是市场的核心焦点：

银座股份（600858）：具垄断性优势的山东连锁商业龙头，银座股份以其强大的垄断性优势和

务请阅读正文之后的重要声明

覆盖全业态的经营模式将市场掌控能力发挥到了极致，这使山东成为其他外来竞争者难以企及的，具有较高壁垒的消费市场。我们认为公司是攻防兼备的品种，预计 2010-2012 年 EPS1.00、1.30 和 1.80 元。考虑到大股东具备持续资产注入预期，以未来 200 亿大市值区域零售商的诞生，公司未来半年的估值中枢为 35 元。

益佰制药 (600594): 剔除佰加壹剥离因素，09 年同比增长情况良好，处方药业务快速增长，3.0TC 调整了战略，取得了稳健增长。后续产品获批可以期待，产品梯队日益丰富，在不考虑复方荭草注射剂等新产品上市的前提下，预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.72、0.94 和 1.24 元，公司未来半年的估值中枢为 28 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 0.62 元、0.83 元。公司未来半年的估值中枢为 17 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；北京子公司 10 年 3 季度有望完工试产。3、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 18 元。

上海凯宝 (300039): 公司近年经营业绩较为出色，2006-2008 年营收和净利润的年均复合增长率分别达 52.5% 和 66.2%。公司主打产品-痰热清扩产是未来增长的主要推动力，目前公司的生产能力已经饱和。2009 年度，痰热清销售量约为 1900 万支，同比增长约 20%，这个增长主要来自于痰热清原料熊胆粉提取物收率的提升（从 2008 年度的 16% 提升到 2009 年度的 19.5%）。从工艺改进的潜力来看，熊胆粉收率还有望继续提升，这也将提升未来公司产品的毛利率水平，预期公司 10/11 年 EPS 为 1.15/1.75 元，公司未来半年的估值中枢为 60 元。

神火股份 (000933): 煤炭业绩的稳定增长。预计公司 2010 年煤炭产量将达到 750 万吨，同比增加近 180 万吨，同时公司煤价有望由去年的 665.18 元/吨增加到今年的 717 元/吨。煤炭业务的业绩贡献由去年的 1.1 元左右增加到 1.56 元。电解铝业务的迅速好转，预计 2010 年公司电解铝有望贡献公司 0.6 元的业绩，预测 2010-2012 年的每股收益 2.19 元、3.12 元和 3.69 元，公司未来半年的估值中枢为 40 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。

天山股份 (000877): 随着即将到来的新疆区域经济刺激计划的出台，我们推测新疆大规模基础设施建设和资源利用开发将拉动水泥需求在未来数年出现 20% 以上的年增长，高景气度阶段将延续至少数年时间。预计 2009-2011 年公司水泥和熟料产销量分别为 1240、1550 和 1800 万吨，EPS 分别为 1.1、0.98 和 1.29（考虑增发摊薄）。公司未来半年估值中枢为 30 元。

务请阅读正文之后的重要声明

5 月投资组合

股票	行业板块	最新价(4.23)	目标价	10 年 EPS	11 年 EPS
600858 银座股份	商业零售	28.42	35	1.00	1.3
600594 益佰制药	医药	24.91	28	0.72	0.94
002068 黑猫股份	化工	14.33	17	0.62	0.83
300039 上海凯宝	医药	55.98	60	1.15	1.75
600518 康美药业	医药	14.4	18	0.46	0.62
000933 神火股份	煤炭	34.27	40	2.19	3.12
601111 中国国航	交通运输	13.95	15	0.5	0.6
000877 天山股份	水泥	25.11	30	0.98	1.29

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