

震荡筑底，机会显现

——A股6月市场策略

2010年5月25日 客户服务部投资策略小组

报告要点：

5月：通胀隐忧、调控阴影和欧债危机主导市场悲观情绪

5月市场在央行年内第三次上调存款准备金率中拉开了序幕。随后，市场在通胀读数上升引发的加息忧虑中、各地纷纷出台落实房地产调控措施、国务院铁的手腕淘汰落后产能所引发的传统产业投资趋冷以及欧债危机蔓延拖累出口并导致投资者风险偏好降低等多种压力下，连续破位下行。据wind数据统计，证监会一级行业板块全线尽墨。

6月：经济或现缓和滞涨，紧缩政策进入真空

未来一段时间，中国经济所面临的内忧外患的局面难以改观，经济下行风险或将超越前期对于通胀的担忧成为市场和政府关注的焦点。前期市场所担忧的加息和人民币升值都将延后，紧缩政策或进入真空期。预计政府将把着力点放在改善企业微观环境上，通过税收政策、产业政策、地域倾斜等在调结构中保证经济的平稳过渡。

6月行情预测：震荡筑底，先抑后扬，指数运行区间2400点至2900点

目前，按照市场一致预期的盈利预测，沪深300的2010年整体动态PE水平已接近13.5倍左右的历史估值底线。即便考虑到未来盈利预测的下调风险，以2010年盈利增长15%的悲观情形测算，目前沪深300的动态PE也已经接近15倍的水平。我们判断在估值底线的支撑下，以及政策紧缩暂告一段落的情形下，6月市场有望震荡筑底，先抑后扬。预测未来一个月上证指数的运行区间在2400至2900点之间。

6月投资策略：新兴产业+大消费+新疆区域

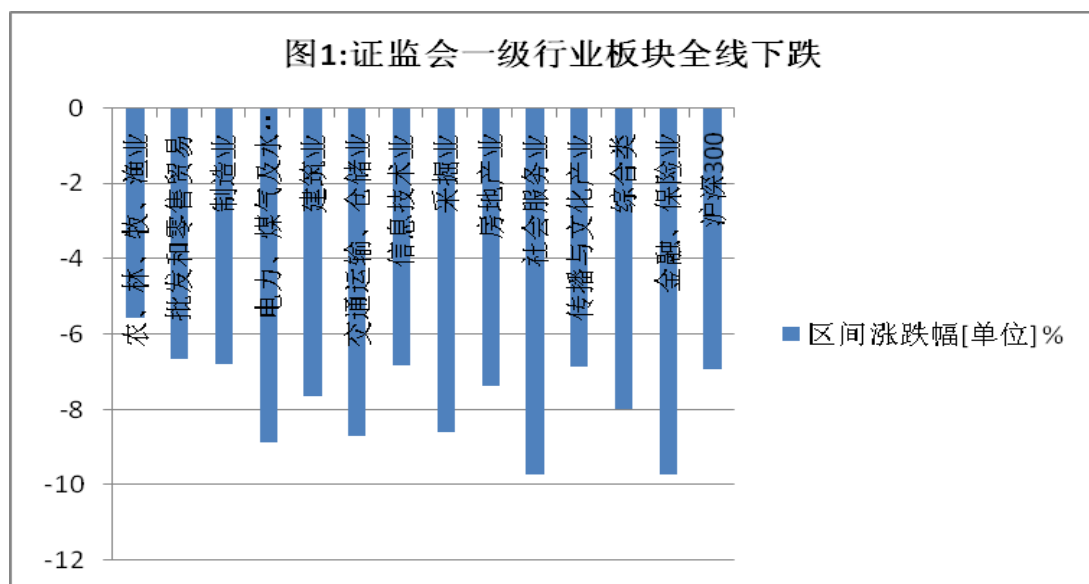
我们认为在市场震荡筑底过程中，投资者可开始布局，逐步建立仓位。在政府调结构转变经济增长方式的决心异常坚定的背景下，应把握以下几条投资主线：一、从传统产业转向新兴产业仍是未来很长一段时期的投资主线；二、穿越周期，关注大消费。改善民生是重要目标，而消费增长也是在投资放缓、外需疲软情况下的经济增长主要驱动力；三、新疆板块仍是区域投资机会中的亮点。6月重点推荐股票组合：银座股份（600858）、哈药股份（600664）、康美药业（600518）、数字政通（300075）、上海凯宝（300039）、四维图新（002405）、新纶科技（002341）、中信证券（600030）。

务请阅读正文之后的重要声明

5月行情简要回顾

5月：关键词——通胀隐忧、调控阴影和欧债危机

5月市场在央行年内第三次上调存款准备金率中拉开了序幕。随后，市场在通胀读数上升引发的加息忧虑中、各地纷纷出台落实房地产调控措施、国务院铁的手腕淘汰落后产能所引发的传统产业投资趋冷以及欧债危机蔓延拖累出口并导致投资者风险偏好降低等多种压力下，连续破位下行。据wind数据统计，证监会一级行业板块全线尽墨，而处于政策调控风暴中心的地产及其相关的钢铁、化工、银行等跌幅居前，医药生物、食品饮料、商业贸易等消费类品种相对抗跌，而前期强势的新兴产业的中小市值品种也不能幸免，在补跌和反弹的交替中犹豫前行。



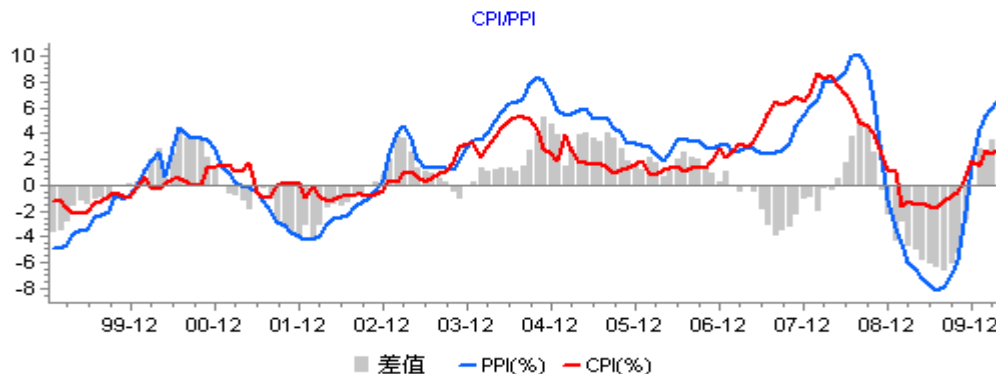
数据来源：WIND资讯

4月主要经济数据引发加息预期

5月中旬披露的4月重要经济数据显示，CPI为2.8%，PPI为6.8%，比上月继续上行，且两者的剪刀差进一步扩大，预示工业企业的利润受到挤压。前瞻的看，由于基数原因，预计5、6月份的CPI、PPI读数将继续上行，目前市场预期5月份CPI在3%左右，PPI则将达到8.5%的高位。而猪粮比价处于历史低点，猪肉价格的均值回归也将带来较大的通胀压力。此外，M1增速达到31.25%，比上月略有提高，显示在负利率和通胀预期之下，资金有进一步活化的迹象。从银行间市场的资金面来看，近期发行的三年期央票的招标利率连续下行表明在严厉的房地产信贷调控政策下，实体经济的贷款需求较为疲软，银行体系资金较为充裕，面临较大的资金配置压力。这些都为通胀埋下隐忧。

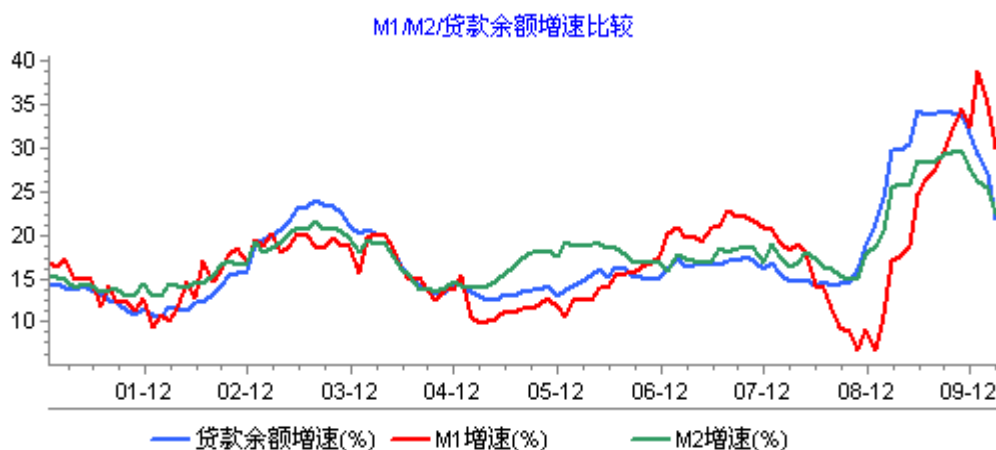
图2: CPI、PPI继续上行

务请阅读正文之后的重要声明



数据来源: Wind资讯

图3: 资金有进一步活化迹象



数据来源: Wind资讯

政府坚决打压房价，淘汰落后产能

在四月中央连续出重拳打压房地产投资投机需求后，5月各地纷纷出台落实房地产调控措施，而对住房保有环节征税被认为是调节房价的下一记重拳，成为市场猜测和争论的焦点。在连续的重拳打压下，一线房企开始降价促销，房价坚冰有松动的迹象。然而，由于目前大部分开发商前期销售回流资金较为充裕，目前数据显示各大城市整体成交状况仍呈价升量跌，房价的真正松动尚需时日。但严厉的政策已经开始改变人们的预期，房地产及其相关产业链包括银行都受到政策的影响，表现低迷。

除了地产之外，国务院表示要以铁的手腕淘汰落后产能。国务院在月初召开的全国节能减排工作电视电话会议中动员和部署加强节能减排工作：落后产能三季度前要全部关停；推进资源性产品价格改，推行居民用电阶梯价格；5月底前出台新能源汽车推广实施细则；尽快出台固定资产投资节

务请阅读正文之后的重要声明

能评估和审查办法。确保“十一五”实现单位国内生产总值能耗降低 20%左右的目标。传统粗放经营的高能耗、高污染的行业受到严重打击。

欧债危机增加外部需求的不确定性

外围市场的波动也对A股市场投资者情绪造成不利影响。欧盟出台总额达7500亿的希腊救援计划也未能平息市场对于欧债危机蔓延的担忧。欧元区各国未来将削减财政支出，政府和居民的购买力下降，引发人们对于欧洲经济复苏前景和全球经济二次探底的担忧，全球市场的风险偏好下降。而欧元汇率的下跌的欧洲购买力的下降都将影响中国对欧盟的出口。商务部预计，今年出口形势不乐观，顺差将大幅下降。而经过季调后的PMI指数中的新出口订单指数已经连续两个月处于50以下，也预示着未来出口将进一步下滑。

6 月行情走势预测

中期经济下行风险超越短期通胀风险，或现缓和型滞涨

在宏观调控政策持续发力后，虽然经济同步指标仍处于高位，但经济领先指标出现了一定的震荡，政策效果开始显现。四月份工业增速 17.8%，比上月有所回落，基数效应减弱以及库存回补高峰已过是工业增速有所回落的主要原因，预计未来将继续稳步回落。而与之高度相关的 GDP 增速在二季度也将有所回落。固定资产投资增速为 26.1%，比上月略有回落，主要是由非房地产固定资产投资下降所致。前瞻的看，随着近期连续严厉的地产调控政策效果不断显现，预计后期固定资产投资将继续回落。政府加大保障性住房建设力度，但从 09 年的数据来看，保障性住房占房地产投资比重仅为 4%左右，即使按照目前的规划，10 年保障性住房投资比 09 年增长 1 倍以上，其占房地产投资的比重也仅为 10%左右，对整体地产投资增速的拉动作用有限。而国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的“新 36 条”的真正实施仍需要时间。调结构所带来的阶段性的投资增速放缓将不可避免。再加上外需的不确定性，季度 GDP 在一季度达到 11.9%后见顶的概率较大，随后逐步降低。金融危机后扩张性政策和紧缩性政策的交替使用，使得经济或出现类似美国 82-85 年的缓和型滞涨。

而相对中期经济下行风险，我们认为短期通胀风险将退居其次。欧债危机使得欧洲复苏进程放缓，美元指数上行，两者都将使得大宗商品价格面临下行的可能，PPI 在 5、6 月份见顶后继续上行的压力减小。而领先 PPI 约一个季度的 CRB 指数同比增速高点出现在 2 月份，也预示着未来 PPI 向 CPI 传导的通胀压力减轻。此外，造成近期 CPI 上涨的主要因素蔬菜瓜果的价格周环比也开始回落。

保增长就是保就业，紧缩政策或进入真空期

务请阅读正文之后的重要声明

目前市场已经开始出现关于中国劳动力市场将出现刘易斯拐点的声音，至于这个拐点出现的时间点，是在2年后还是5年后，我们暂且不去讨论，但至少在当前劳动力供给仍然大于需求的情况下，保增长即是保就业，而保就业才能保障居民的收入增长和购买力，才能增强内需对经济增长的驱动力。因此政府对于经济下滑的容忍度将远远的小于其对通胀的容忍度。在此背景下，加息的时间点将继续延后。即便负利率使得存款利率有上调的需求，但在企业面临原材料成本、劳动力成本上升的压力，若提高贷款利率将进一步挤压企业的生存空间，不利于激发企业的投资的积极性。近期相关领导人也接连表态要防范多项政策叠加的负面影响，各国应该继续坚持刺激经济举措也表明政府对于经济下滑的担忧。而在欧元汇率不断下降的情形下，人民币的升值压力也有所减小，相关人员表示即将举行的中美战略经济对话也将回避人民币问题。避免升值对出口的不利影响。

然而，通胀隐忧的依然存在也使得政府不敢掉以轻心，在刺激经济方面货币政策施展空间受到制约。而改善民生、调结构改变经济增长方式的决心也决定了政府不会放松对房地产的调控以及对传统产业落后产能的淘汰，寻找新的经济增长点将是防范经济二次探底的唯一途径。预计未来政府将从改善企业微观环境着手，通过税收政策、产业政策、地域倾斜等在调结构中保证经济的平稳过渡。

6月行情预测：震荡筑底，先抑后扬，指数运行区间 2400 点至 2900 点

目前，按照市场一直预期的盈利预测，沪深300的2010年整体动态PE水平（整体法，剔除负值）已接近13.5倍左右的历史估值底线，2009年的静态估值也已经接近17倍。即便考虑到未来盈利预测的下调风险，以2010年盈利增长15%的悲观情形测算，目前沪深300的动态PE也已经接近15倍的水平，而从历史上看，市场的动态PE通常处于15-20倍的区间。而从权重板块银行板块来看，目前的PB水平为2倍左右，已经接近08年金融危机时的1.8倍的底线。而从成熟市场来看，银行股的PB估值区间在2-3倍左右。而另一权重板块地产板块在经历连续下挫后已经基本反映了市场的悲观预期，继续大幅调整的空间不大。因此我们判断在估值底线的支撑下，以及政策紧缩暂告一段落的情形下，6月市场有望震荡筑底，先抑后扬。欧美国家加强金融监管或将继续影响投资者的风险偏好，短期或将继续对A股市场投资者情绪产生负面影响，市场开始出现上扬的契机在于投资者信心的恢复。而如果再将投资期限适度拉长，我们认为，目前的点位已经具备了一定的投资价值。预测未来一个月上证指数的运行区间在2400至2900点之间。

6月投资策略：新兴产业+大消费+新疆区域

在判断6月行情的基础上，我们认为6月投资者可在市场震荡筑底过程中开始布局，逐步建立仓

务请阅读正文之后的重要声明

位。在政府调结构转变经济增长方式的决心异常坚定的背景下，我们认为应把握以下几条投资主线：

一、从传统产业转向新兴产业仍是未来很长一段时期的投资主线。回避传统产业和产能过剩行业，新兴产业政策将层出不穷；二、新疆板块仍是区域投资机会中的亮点。地域倾斜也是结构调整的重要组成部分，大力发展落后地区成为新的经济增长点，而其中以新疆区域的建设力度最大，各种税费优惠将实质性的利好区域内上市公司；三、穿越周期，关注大消费。改善民生是重要目标，而消费增长也是在投资放缓、外需疲软情况下的经济增长主要驱动力。关注新医药、低端消费。

6 月重点推荐股票组合

市场经历了暴跌之后，未来的选股将会集中在防守和成长的方向上，所以我们认为“新兴行业+大消费”仍然是市场的核心焦点。

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，及未来 200 亿大市值区域零售商的诞生， 35 元。

哈药股份（600664）：公司已经成为稳健成长、估值安全、“大而美”的医药蓝筹股，公司虽为大型综合性国企但经营机制灵活并存在进一步业务整合与管理改善预期，产业链面宽纵长，新医改明确受益，财务健康，业绩稳定成长并显提速之势，颇具医药蓝筹股潜质。我们预计 10 年收入和净利润将分别达到 128 亿元、11.6 亿元，10-12EPS0.94、1.08、1.24 元。当前估值偏低并具有明确的资产注入预期。公司未来半年的估值中枢为 27 元。

康美药业（600518）：公司是中药饮片行业龙头，业务已贯穿中药饮片上下游全产业链，具备中药饮片、中药材贸易、食品保健品、中药材交易市场等多个增长点，未来持续高增长。目前股价有一定安全边际，但若考虑到公司收购中药交易市场后的影响，我们认为公司股票价格还有较大提升空间，预计公司 2010-2012 年每股收益 0.46 元、0.62 元、0.81 元，同比分别增长 55%、35%、31%。公司未来半年的估值中枢为 17 元。

数字政通（300075）：公司是基于GIS 应用的电子政务平台（包括数字化城市管理、国土资源管理和规划管理等）的提供商。数字化城市管理是目前公司的主要收入来源，近两年占比均在80%以上。我们预期公司发行后2010-2012 年对应EPS 分别为0.97元、1.53、2.12 元。目前软件行业可比公司10 年平均PE 为57 倍，考虑到目前公司的处于高速成长期，市盈率处于行业平均水平，PEG仍处

务请阅读正文之后的重要声明

于1附近，未来存在估值溢价。公司未来半年的估值中枢为80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到 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。目前公司的生产产能已经饱和。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，这也将会提升未来公司产品的毛利率水平。预期公司 10/11 年 EPS 为 0.71/1.10 元，公司未来半年的估值中枢为 38 元。

四维图新 (002405): 公司主要从事导航电子地图的研发、生产、销售和服务，是国内导航电子地图的龙头企业。公司产品主要应用于车载导航、消费电子导航和电子地图服务，其中车载导航和消费电子导航是公司主要收入来源，占 09 年收入比例分别为 57.17%和 35.02%，电子地图服务是公司未来收入增长方向。电子地图行业自然垄断特性明显，注定是寡头垄断的市场。我们预测公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.46、0.65 和 0.85 元。公司预计未来三年行业复合增速将达到 34%。公司未来半年的估值中枢为 45 元。

新纶科技 (002341): 公司是集防静电/洁净室耗品研发、生产、销售、净化工程，超净清洗服务一体化的防静电/洁净室行业系统解决方案提供商，是国内防静电/洁净室行业龙头企业，技术水平行业内领先。公司的收入来源分为三个方面：防静电/洁净室耗品的生产销售；净化工程服务以及超净清洗服务。募集资金2.16 亿元用于苏州新纶防静电/洁净室消耗品扩产、苏州新纶防静电/洁净室人体装备扩产、新纶整体运营系统平台三个项目的建设。预计公司09-11 年每股收益分别为 0.8 元、1.2 元和1.7 元，年复合增长率50%。公司属于典型的新兴行业，无可比行业，PEG低于0.8 倍，我们认为公司未来半年的估值中枢为35元。

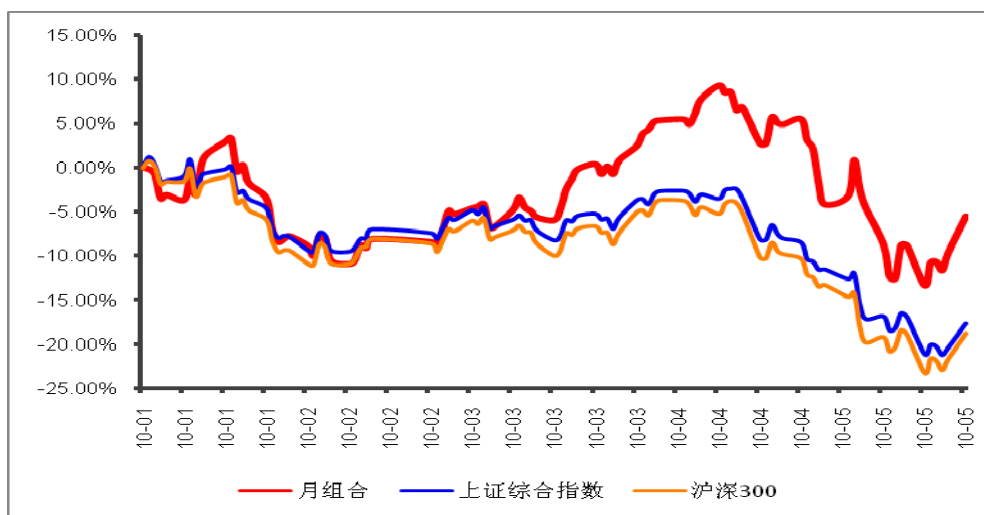
中信证券 (600030): 公司是拥有国内所有创新业务的全牌照证券龙头。直投业务发展迅速，2010 年下半年将计入利润兑现期。进入农行 IPO 承销团奠定全年投行业务收入基础。公司佣金费率下降较快，但是由于中信证券在经纪业务的布点上基本都在国内一线城市，这些城市的佣金战已经接近尾声，佣金费率的下调空间不大。公司 2010 年具有直投、融资融券、股指期货等多重热点因素。假设公司出售中信建投 60%和华夏基金 51%的股权，在不考虑兑现投资收益情况下，预计 2010 年每股收益为 1.14 元。我们认为公司未来半年的估值中枢为 25 元。

务请阅读正文之后的重要声明

投资组合

股票	行业板块	最新价 (5.25)	目标价	10 年 EPS	11 年 EPS
600858 银座股份	零 售	25.63	35	1.00	1.30
600664 哈药股份	医 药	21.23	27	0.94	1.08
600518 康美药业	医 药	14.36	17	0.46	0.62
300075 数字政通	软 件	57.57	80	0.97	1.53
300039 上海凯宝	医 药	35.48	38	0.71	1.1
002405 四维图新	电 子	35.80	45	0.46	0.65
002341 新纶科技	新兴行业	29.00	35	0.8	1.2
600030 中信证券	证 券	20.54	25	1.14	1.32

组合累计收益率走势图



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