

2010年7月1日

月度策略报告

A股市场

执笔: 张伟 查一亮
执业证书编号:
S1300200010038
S1300208080279

021-68604866-8599
Yiliang.zha@bocigroup.com

中银大厦 40 层
银城中路 200 号
上海市浦东新区

本文相关公司

证券代码	证券简称
000021.SZ	长城开发
601369.SH	陕鼓动力
600549.SH	厦门钨业
600256.SH	广汇股份
002236.SZ	大华股份
002327.SZ	富安娜

近期相关报告

《电力行业: 火电低迷
水电防御性凸显》
李钢 2010. 06. 22

一晴方觉夏更深 —A股市场投资策略月报

策略要点:

7月的阳光终于来了, 不管被暴雨阻隔了多久, 该来的还是会来; 7月的世界杯终于进入了8强, 不管是长得帅还是曾经赢得一切, 该走的还是会走(况且长得最帅的坐在场下)。作为一个球迷兼分析师(非世界杯月是分析师兼球迷), 在7月的生活颇为纠结: 每天在Vuvuzela的余音缭绕中为市场的每次坠落寻找理由, 然后问自己: 农行定价很贵, 欧洲面临萧条, 朝鲜还在添乱, 事情还能够更糟么? 答案是等到凌晨4点你就知道了。是的, 7月的凌晨四点, 不管是彻夜未眠还是沉睡正酣, 这都是新的一天。我们在六月作出了一个错误的预测和一个正确的决定, 错误的预测是6月指数的低点在2450, 显然, 这不是一个底部要求的幅度; 而正确的决定是建议我们的读者进行右侧交易。不管世界杯效应存不存在, 7月都将有所不同, 不同的原因在于关于转型的讨论是一个长期话题, 年内发动任何一次做多行情都必须面临这个发问。但这不足以成为每次下跌的理由, 作为焦虑的核心——滞胀, 中报的发布可以令宏观的不确定在微观层面放下一只脚, 就我们手头的资料表明, 两市有600家左右的公司预增, 有近200家公司预增幅度超过100%, 当然, 如读者所知这些公司多数规模不大。随着上半年银根的影响, 部分中小企业下半年投资缺口开始显现, 我们预计会有一批公司再融资前需要进行分配以达到监管要求, 因此中小型公司+高成长+中期送配=再融资后的盈利确定性提升可能形成一个独立于滞胀风险的投资逻辑。另一个积极因素是各商业银行你追我赶的完成了银监会的资本要求, 据说部分银根紧张地区完成时点数的拆借年化收益率已经高达20%, 7月份, 银行短期资金枯竭的局面将有所缓解, 这将有利于改善投资情绪。当然一个额外的礼物是农行, 2.60的发行价, 略贵于工行、中行、却是4家中绝对价格最便宜的, 而且比H股折让13%, 当然这种比较并不专业, 但如你所知专业的人士通常都是宁肯在BMW里哭的。这样的定价我们还能指望上市后的高开低走甚至平开低走然后拖累大盘? 特别是在市场已经下跌了7%的幅度上? 当然, 上述分析很多都是基于情景的, 这暗示了一点, 我们对于基本面的忧虑仍然保持着敏感, 虽然我们指出未来几个季度GDP增速逐级回落, 到四季度可能滑落至8%, 而CPI在我们看来进入了一个由人

口结构决定的长周期上涨，但市场对此的反应如何我们并无把握。另一个风险来自估值，我们观察到很多机构开始进入了自上而下的悲观，这意味着如果在短时间内市场不能探明底部，很多行业、公司的估值将会下调以适应市场，这就是我们所说的“退出的下行螺旋”。一个技术上的风险来自期指，目前期指交易者并不关心估值，这一点很危险，因为当做空者发现对手盘稀少时会选择主动下行几个价位直至多头重新出现，而在这一过程中现货市场压力最大的恰恰是动态 PE 只有 15X 左右的成份股，他们已经处在市场的低端，因此当成份股因“基无力症”（基金护盘无力症）难以振作，市场就难以摆脱反弹-回落-再度破位的定式，而在这一过程中空头始终没有面临 corner 的风险是最大的问题。综上所述，我们认为 7 月的行情可以用信心修复、估值冷漠来概括，这可能意味着独立的高成长公司和被错杀的新兴行业公司具有跑赢的机会，而低 PE 公司的春天并非到来。但市场究竟如何？投资者不禁怒吼，我们预计市场在 7 月中下旬将迎来真正意义上的反弹，但是（又是但是，和布拉特一样讨厌）鉴于 2481 的底部并未确认，我们认为在 7 月份看到 2300 整数关口并非难事。投资者首先应该保存实力，在巴西、荷兰这样的艺术家也开始成为蓝领后，我们更应抵制诱惑。其次 7 月是一个属于选股者的月份，不管专家如何悲观，好的公司正在显现价值，所欠缺的也许只是还能否再便宜一点？最后，如果农行上市后市场成交开始放大，那我们本期月报的观点你可以再重温一下：下半年第一次值得参与的时间到了。

好吧，作为一个球迷，世界杯比赛和 A 股市场究竟有何关系？我的同事查一亮先生给出了数理统计的回答——和你扔硬币差不多。下面我来负责感性的部分：数字很重要但这不是全部，即使你是贝克汉姆也一样（攻进门线 1 码的进球被判无效），所以 2300 也好，2340 也罢，市场有没有变得不同才是关键。赢数据的是客观的统计局，赢比赛的才是冠军。

七月组合推荐：

进取组合：长城开发 陕鼓动力 厦门钨业

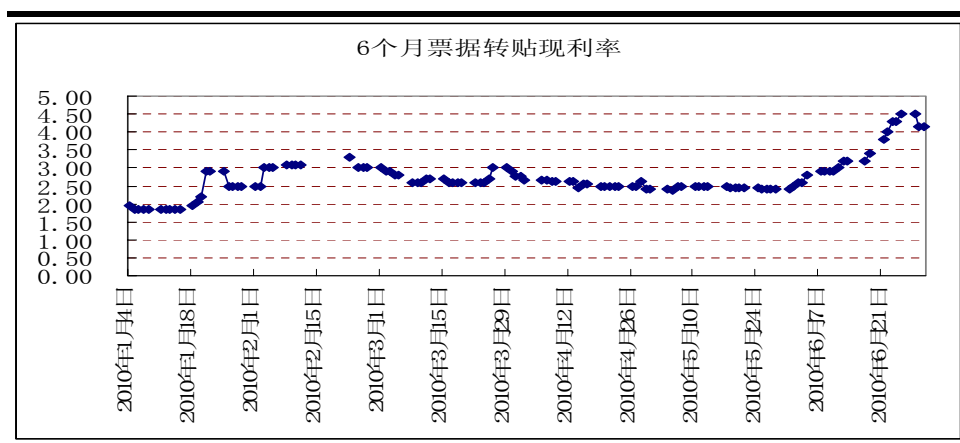
稳健组合：广汇股份 大华股份 富安娜

一) 市场的逻辑和我们的观点

在过去的一个月市场经历了再次杀跌，截至到6月29日，深成指下跌8.01%，沪市下跌7.48%。创业板跌幅则超过10%，这也是连续第三根月阴线，但跌幅比5月跌幅收窄。大幅度杀跌使得风险得以集中释放。本月的下跌与诸多因素有关：政策超调导致经济下行风险加大；农行低价发行拉动银行股整体估值下移；监管当局要求银行在6月底满足贷存比指标，造成回购利率和Shibor利率显著上扬，市场资金面紧张；股市扩容并未停止；欧洲主权债务危机未见好转；楼市调控未有减弱等。

部分因素并非6月才有，但是六月下跌不可忽视的因素是市场短期资金面的紧张。进入六月后，6个月票据转贴现利率及Shibor利率显著上涨，一个月内票据贴现利率已从年化2%左右骤然升至5-6%。这是自08年7月以来的最高值，而这一指标在开始实行四万亿投资计划的08-11月-09年2月曾经达到过低点1.1%，与那时比该贴现率上升了400%。很明显这与管理层要求银行在6月底满足贷存比指标有密切关系。年初以来，商业银行在公司和个人贷款两方面都受到严格控制，6月不少银行采取购入票据冲高贷款规模，导致资金面过于偏紧。预计7月初开始，票据贴现利率将开始下行，资金短缺状况有所减缓。

图一 票据贴现利率



数据来源：WIND

国际上各主要国家对于政策退出的时点存在较大分歧。当中国领导人在G20峰会上主张刺激政策退出采取谨慎协调的步骤时，欧洲的领导人却因政府债务出现违约风险而更倾向于快速退出。欧洲财政紧缩带来的需求下滑和对欧盟出口的下滑就变得顺理成章。在政策底以及市场底的判断上，一般都是先有政策底再有市场

底。当国际上对退出政策时机摇摆不定，资金最安全的办法是暂时离场。

6 月末的市场调整集中反映了市场对于经济增速下滑的预判和政策超调的忧虑。从数据看，6 月份 PMI 指数滑落 1.8 个百分点至 52.1%；从分项指数来看，反映内需的新订单、采购以及进口指数分别下滑至 52.1%、53.5%和 50.4%；而反映外需的出口订单指数滑落 2.1 个百分点至 51.7%；工业生产指数也大幅滑落 2.4 个百分点至 55.8%，显示在国内前期宏观紧缩调控和欧洲债务危机的双重影响下，经济可能出现加速下滑的态势。6 月份产成品库存指数攀升 1.5 个百分点至 51.3%，显示库存大幅上升。我们认为目前市场提前反映了经济增速下滑，出口下降带来的悲观预期，部分机构投资者过于担心前瞻性指标将提示企业盈利下降的风险及对上市公司中期业绩的影响。我们并不认为短期下滑会对全年经济增速及企业盈利造成实质性影响，相反目前市场集中反映了对于全年宏观面的悲观预期。

我们的观点是：短期市场急速下跌有效的释放了风险；在通胀压力有所放缓的下半年，投资价值将有所体现。前期估值高企的中小板和创业板的估值回归，对于偏好左侧交易的投资者可能具备了价值投资的潜力，虽然需要付出的是时间成本。七月投资方向可能在中报业绩超预期品种和超跌股的反弹行情。

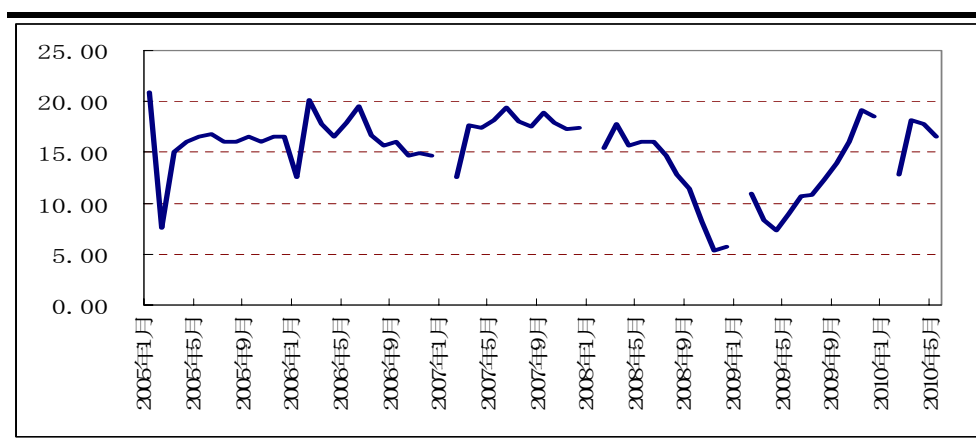
二）经济转型的再判断

当然也有人前瞻性的预测 6 月市场的杀跌与世界杯开赛有关。但在世界杯比赛与股市下跌的相关性没有得到统计学的支持前，世界杯赛场上震撼噪音的发出者，一种原来用来驱赶狒狒的细长的喇叭-呜呜祖啦-引起我们注意。90%产品产自中国，在南非的市场售价达到 180-250 元人民币，而它的出厂价仅有 2.5 元人民币。

呜呜祖啦的故事与以前的玩具、鞋帽、小五金产品等一样，成为中国制造而不是中国创造的另一个案例。产品的微笑曲线告诉我们：在产业链上中游的制造永远是利润最低的部分，而上游的设计和下游的渠道才是真正的利润来源。提升微笑曲线的方法有两种，或者整体上移微笑曲线，或者从中间向两边扩散。当资源品价格先于经济回暖，当维持生产从追求利润变成为仅仅维持员工就业的措施时，成本倒逼的出口型经济增长模式的悲观预期已经在虚拟经济中得到充分体现。预期中还包括企业盈利的分化和经济增速的下滑。我的同事张伟在 6 月月报里就提出：“…市场的逻辑：如果没有找到更好的办法来消化资金和成本刚性…如果不能有更有质量的增长来消化泡沫，滞胀可能在下一刻来临…”。

虽然尚未公布 6 月工业增加值，但从 4、5 月工业增加值下滑趋势来看，6 月将延续去库存化，由此判断下半年 GDP 增速回落也将是大概率事件。在去库存化的背景下，投资品的需求率先回落，在下游产品滞销和上游资源品盘桓高位的情况下，中国制造的盈利也将受到影响。

图二 工业增加值同比出现明显下滑



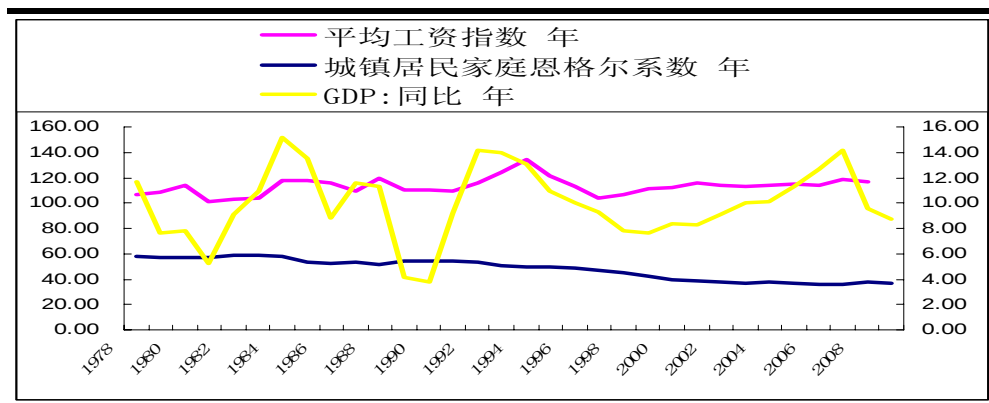
数据来源：WIND

除了资源品价格上升，另一个不容忽视的现象是劳动力成本的上升。2001-2009 年，劳动者工资平均年增速为 14.4%，而通胀水平年平均只有 4%，维持高增长低通胀的原因是劳动生产率在这几年平均增速为 18.4%，可以部分消化劳动力成本上涨带来的影响。当劳动生产率的提升遇到瓶颈时，平均工资的提高将不可避免加大通胀的压力，并进而倒逼企业盈利。企业的应对就是产业转移。从沿海向内地迁移，就像过去产能从欧美向日本转移，再向港澳台转移，再向大陆沿海地区转移一样。富士康在深圳遭遇 N 跳后，有消息称将在内地的劳动力大省河南设立新厂。在人力成本提高过程中，低端劳动力的平均工资水平将首先提高，随着劳动力供给和需求格局发生逆转，整个社会的收入分配格局向着有利于工资收入的方向转变，带动中高端劳动力也持续上升，从而导致社会收入水平整体提升。

劳动力成本上涨将带来三个结果：1. 行业中劳动生产率高的企业由于占有成本优势，行业利润将向技术和产品占优势的企业转移，带动优势企业市场份额的提高与企业利润的上升；行业中劳动生产率低的企业将自然消亡。2. 行业之间由于劳动生产率、劳动力在成本中占比、毛利率等的不同，将出现行业利润分化，第一产业将逐步过渡到利润率较高的第三产业，从低附加值行业向高附加值行业转移。提升产品附加值不但可以提升微笑曲线上移，更重要的是将带动整体制造业

升级，提高生产效率，最终达到产业结构的升级的目的，在微电子、精密仪器仪表、高端数控机床、电气自控设备等领域将迎来新的投资机会。3. 劳动者报酬上升将扩大消费市场，完成消费的升级。在此过程中，食品饮料、纺织服装、家电、汽车、住宅和奢侈品行业均将有长期投资机会。

图三 平均工资指数并未随着 GDP 增速而增加



数据来源：WIND

虽然 GDP 在 2002-2007 年间实现了两位数的增长，而平均工资指数在这段时间并没有得到相应的提升。与之对应的消费增速也稳定在 15% 左右。从日本的经验看，在 60 年代以后出口型经济遭遇越来越大的阻力，日本自 1960 年开始实施国民收入倍增计划。从 1960 年到 1967 年，日本提前 3 年完国民成收入倍增，到 1973 年，国民收入比 1960 年增加 2 倍，国民生产总值超过法国和德国，居世界第二位。不但完成了从出口型经济向内需型经济的升级，而且培育了一个中产阶级消费群体，实现了经济持续稳定增长直到 90 年代。劳动者收入增加后，将带来消费的快速增长，失业率下降，家庭消费占 GDP 的比重也日益提高。

日本模式简单可疑概括为：收入的上涨—刺激消费的增长—消费市场整体扩大—国外厂商向国内转移产能和更先进技术—产品技术升级—产品毛利提高—企业盈利增长—个人收入继续增加—市场更加巨大—技术升级。现在中国似乎在重复同样的故事，在看好中国未来几年液晶产品的巨大市场潜力后，夏普甚至把全球液晶研发中心都搬到了南京。

预计在下半年，政策将在国民收入分配格局上有新的措施出台，除了制订类似日本的国民收入增加计划，还将在国民收入初次分配与再分配上运用财政和税收政策，提高劳动者报酬。包括向中西部倾斜，缩小城乡收入差距，缩小行业间收入差距过大等。在初次分配中，降低政府非税收入，提高个人收入比重。

对于广大农村地区来看，以家电等生活必需品进入家庭和以小型农业机械代替传统以人力为主要生产方式的农耕将成为新农村建设的重要环节。在此过程中，包括彩电、冰箱、洗衣机、手机等日用消费品行业将迎来第二次消费高峰。汽车、房屋、奢侈品为主的消费也将成为城市消费主要方向。服装、餐饮旅游、汽车、节能环保建材、医药、电子等将持续具有投资机会。

三）影响七月市场走势的主要因素

下半年影响股市的三大因素：收入分配机制调整带来的消费升级、经济结构转型（节能减排、城镇化、产业转移）、调控政策相机抉择。7 月市场将主要对后两点作出反应。

其中产业结构的转型与升级将成为政府工作的重点。自2010 年 5 月5 日全国节能减排工作电视电话会议上，温家宝提出“采取铁的手腕淘汰落后产能”后，5 月 27 日工信部向各地方政府下达2010 年18 个行业淘汰落后产能的目标任务。表明政府工作重点正在由前期调控资产价格转向节能减排。由于1季度单位GDP 能耗不但没有降低，反而上升了1.3个百分点，对于部分省份下半年能否达标存在很大疑问。可能的调控措施包括开征资源税，这将对石油和天然气价格影响较大，而煤炭相对较小；开征消费税，对部分高耗能产品比如塑料、水泥、建材等行业征收消费税。同时出台新兴产业振兴规划，通过财政、税收、土地等政策给与新兴产业相关优惠政策，对于部分新材料、新能源、节能环保行业给与政策扶持。新兴产业振兴规划的出台，对于规划列举的产业，将具有较好的投资机会。

调控措施的相机抉择。对于上半年陆续出台的紧缩措施，如果见到明显效果，经济过热趋势扭转，下半年相应的政策将有望出现微调。从大的方面看，我们依然认为目前的经济形势较为健康，滞胀的预期目前仍停在预期阶段，目前市场处于观测期，如果数据证实具有超调的可能，货币增速明显放缓，资产价格回到合理区间，政策下半年将在非市场化的手段管理后，重新回到市场化的道路上来，市场的投资机会也将出现。具体包括：M1 增速明显回落，通胀持续下降、经济增速放慢速度加快、出口再现逆差等。

四) 七月投资建议

中报业绩预增:

截至 6 月 28 日, 沪深两市已有 684 家上市公司公布了 2010 年中报业绩预告。其中, 336 家公司预增、49 家公司预减、104 家公司亏损、95 家公司扭亏, 94 家公司续盈, 另有 6 家公司上半年业绩不确定。从整体看, 中期业绩预增、续盈或实现扭亏的预喜公司合计 525 家, 占已公布中报预告公司的比例超过七成。值得注意的是, 中小企业板公司的盈利能力依然强于主板上市公司。从宏观经济和行业复苏角度来看, 工业企业利润增速对中报行情是否如期展开具有重要意义。

下半年工业企业利润增速在成本上升, 库存增加的情况下, 将出现明显下滑, 对于部分中报预增的公司, 虽然同比预喜很重要, 但是环比下滑将导致下半年同比涨幅明显收窄。在创业板与中小板估值出现下移情况下, 创业板 40-45 倍左右, 中小板 25-30 倍左右的市盈率具备一定安全边际。特别要注意每股收益、每股净资产、具有较高公积金, 具有高送转潜力个股。

超跌反弹品种:

目前 A-H 已经出现折价, 显示 A 股投资价值开始显现。鉴于 A 股市场涨要涨过头, 跌要跌过头的历史经验。部分品种已经破净, 对于这部分个股, 不宜过分看空, 目前的市场反而提供了低吸的机会。据统计, A 股前十大重磅大盘新股上市后 10 个交易日大盘上涨次数占 80%。农行上市后, 市场在利空兑现下, 有望酝酿一波反弹行情, 前期超跌的品种均有短期反弹机会。超跌的品种包括保险、高铁、先进装备制造、地产等。

六) 热点公司点评

长城开发 (000021, SS):

公司是行业内最大的硬盘磁头制造商，也是全球智能电表龙头。公司主要产品硬盘板卡、磁头和内存条等在金融危机后行业复苏明显。今年 8 月公司在苏州二期工程底建成后，磁头出货量有望提升至 2000 万只/季度，2011 年将提升至 3000 万只/季度，成为公司未来两年利润的重要增长点。由于硬盘在公司收入中比重 55.62%，产能提高将直接提高公司相关收入。

以 U 盘和内存条为主体的 OEM 业务 09 年占公司利润的 29.9%。USB 2.0 产品将会迅速地被 USB 3.0 取代，市场将迎来 U 盘更新换代的刚性需求。公司最大的 OEM 客户 kingston 向国内公司提供了全套的生产线，再加上公司目前完善的质量控制和生产体系，OEM 将迎来收入的稳定增长。

公司在全球智能电表的市场布局良好。智能电表是智能网络的一个重要组成部分，技术门槛较高。西班牙预计将采购1300万台，分两批进行招标，公司中标的可能性很大，如果中标将对公司盈利起到积极促进作用。公司一季度业绩拐点已经出现，今明两年公司业绩将持续向好，根据WIND一致预期，2010、2011 年EPS 分别为0.33、0.44元，目前股价对应2010年PE 分别为32、24.5倍，估值优势明显。

大华股份 (002236, SZ)

公司是国内视频监控领域龙头企业。安防领域将进入一个较长的景气周期：2000 年中国安防产值约 250 亿元，经“十五”期间快速发展，预计 2010 年我国安防产值将达到 2250 亿元。据安防协会预测，到“十一五”末期，全国安防大中型企业产品的市场占有率将提高到 60%—80%的水平。行业的快速发展为行业内部的龙头企业提供了良好的发展机遇。

公司主要产品为嵌入式 DVR，其市场份额位居第二位。产品在国内外有较高声誉，三峡葛洲坝电厂远程监控项目、奥运会国家“鸟巢”工程鸟巢等都采用了公司产品。公司兼具软件行业的特征，轻资产，现金流良好。根据 WIND 盈利一致预期，预计公司 2010-2011 年全面摊薄 EPS 分别为 1.31 元、1.77 元。目前股价对应 2010 年 PE 分别为 34.5、25.5 倍，考虑到公司小盘高增的特点，未来公司股价有望继续上升。

进取组合：

证券代码	证券简称	EPS (2010E)	EPS (2011E)	PE(2010E)	PE(2011E)	市净率 (PB)
000021.SZ	长城开发	0.33	0.44	31.7	23.9	3.8
601369.SH	陕鼓动力	0.51	0.6	34	28.8	6.9
600549.SH	厦门钨业	0.43	0.63	42.1	28.8	5.2

数据来源：WIND

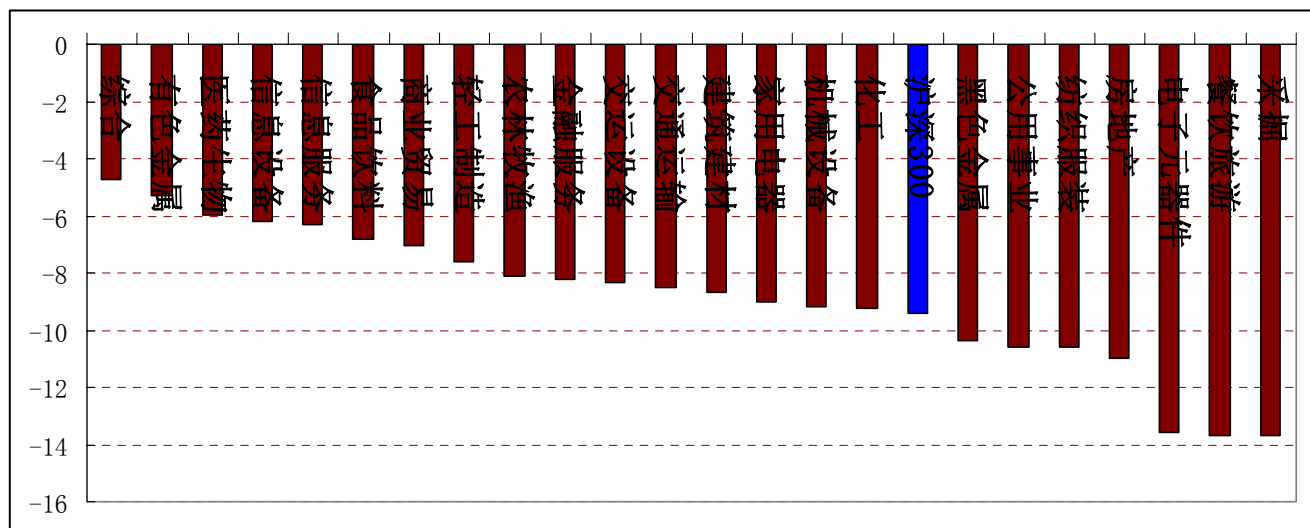
稳健组合：

证券代码	证券简称	EPS (2010E)	EPS (2011E)	PE(2010E)	PE(2011E)	市净率 (PB)
600256.SH	广汇股份	0.51	0.97	54.2	28.8	10
002236.SZ	大华股份	1.31	1.77	34.5	25.5	7.1
002327.SZ	富安娜	1.12	1.49	38.6	29	4.1

数据来源：WIND

医药生物、TMT、有色、食品饮料明显跌幅小于市场平局跌幅。

附表 各板块涨跌幅



数据来源：WIND

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告的编写和发布严格遵守中华人民共和国(为本免责声明的目的不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)的适用法律、法规和监管部门的规定。未经中银国际证券有限责任公司(以下简称“本公司”)事先书面允许，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或向任何其他人士发放此报告的材料、内容或复印件。本公司保留对任何侵权行为和有悖本报告原意的引用行为进行追究的权利。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为本公司或本公司关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给收件人作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。本公司不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议，或保证任何投资或策略适用于收件人的个别情况，本报告不能作为收件人私人咨询的建议，而收件人不会因为收到本报告而成为本公司的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员从相信可靠的来源取得或达到，但本公司不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司本身网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到本公司网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本公司的立场。

本公司 2008 版权所有。保留一切权利。