

“宁夏”时光，小步舞曲

——A股8月市场策略

2010年7月25日 客户服务部投资策略小组

报告要点：

7月：估值支撑+政策预期改善=如期触底反弹

6月底7月初，市场在对经济下滑、政策两难和企业盈利的担忧中连续破位下行，上证指数最低触及2319点，离我们下半年市场策略报告中预测的2300点的估值底仅有19个点的距离。随后，市场在对新经济刺激政策的期待下触底反弹，强周期品种的估值修复引领市场。相对于宏观经济的回落，企业盈利的下降表现滞后，中报业绩也成为市场反弹的另一驱动力。7月中旬公布的上半年经济数据，经济如期回调，但通胀也低于预期，使得市场预期政策可操作性加大，反弹延续。

8月：理性审视主动调控下的增长放缓，投资的逻辑从增长转向分配

内外经济二次去库存迹象明显，二次去库存的底部或在今年四季度或明年一季度出现。但在后危机时代超常规刺激政策回归正常化以及国内调整经济结构、转变经济增长方式背景下的经济增速放缓，是主动调控的结果，因而也是可控的。市场对于经济二次探底的担忧有所缓解。而通胀的超预期回落，使得政策两难的局面有所缓和。市场关注的投资逻辑开始从增长转向分配。

8月行情预测：心态趋稳，反弹延续，指数运行区间2400点至2800点

前期2319点的估值底对市场形成较大的支撑，我们延续在下半年市场策略报告中对于市场的估值判断。市场悲观情绪已经在前期得到一定程度的释放，投资者信心将逐步回升，市场的风险溢价在二季度达到高位后将趋于下行，有利于估值水平的提升。同时，市场将不断享受调结构下的制度红利，反弹有望延续。但通胀隐忧仍存将限制政策彻底转向及反弹的空间，8月市场将演绎小步舞曲。预计指数运行区间在2400点至2800点之间。

8月投资策略：把握周期性品种估值修复行情，布局消费升级和产业升级

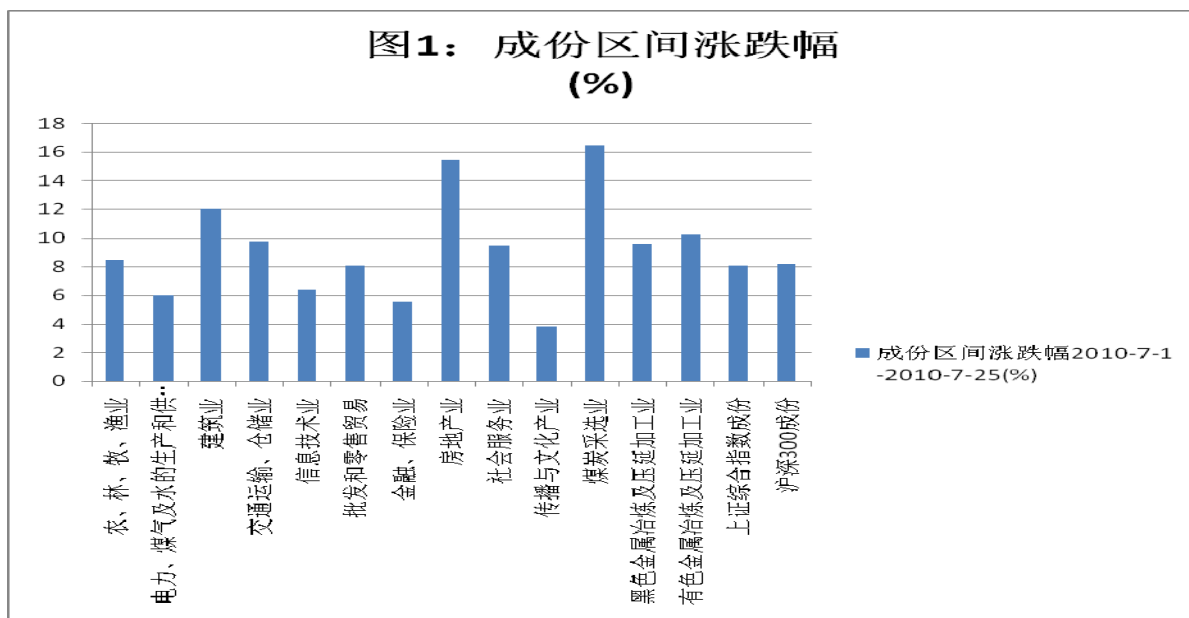
短期内，周期性品种仍有望在估值支撑以及中报推动下，延续反弹，同时，消费升级和产业升级是我们长期坚持的投资主线，除此之外，建议关注8月份事件性触发的投资机会，如军工板块、亚运板块等。8月重点推荐股票组合：银座股份（600858）、科伦药业（002422）、华谊兄弟（300027）、南海发展（600323）、东山精密（002384）、新纶科技（002341）、神火股份（000933）、天山股份（000877）。

务请阅读正文之后的重要声明

7月行情简要回顾

7月：估值支撑+政策预期改善=如期触底反弹

6月底7月初，市场在对经济下滑、政策两难和企业盈利的担忧中连续破位下行，上证指数最低触及2319点，离我们下半年市场策略报告中预测的2300点的估值底仅有19个点的距离。随后，市场在对新经济刺激政策的期待下触底反弹，以银行、地产、有色、煤炭为代表的强周期品种的估值修复引领市场。相对于宏观经济的回落，企业盈利的下降表现略微滞后，再加上去年低基数的影响，已预告的上市公司中期业绩同比表现略超市场预期，减轻了市场前期对于企业盈利的担忧。银行、汽车、房地产良好的中报业绩也成为市场反弹的另一驱动力。7月中旬公布的上半年经济数据，经济如期回调，二次去库存迹象明显，但通胀水平也低于预期，使得市场预期政策可操作性加大，反弹延续。



数据来源：WIND资讯

周期性品种估值修复引领市场

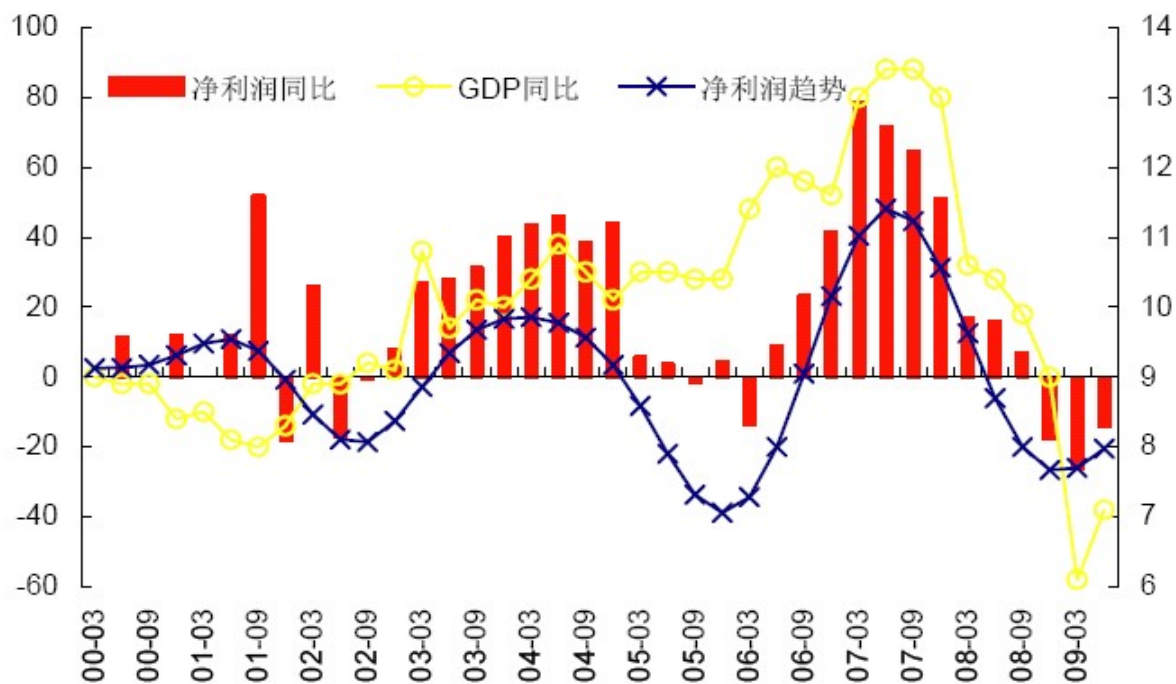
以银行、地产、有色、煤炭为代表的周期性权重品种是本轮反弹的主要推动力，究其背后的因素，反弹的主要动因在于超跌之后的估值支撑和政策预期的改善。从估值上看，在本轮反弹之前，银行板块的PB均值接近2倍左右的历史低位。地产、有色、煤炭的10年动态PE也接近历史底部。已经过度反映了对于调结构下经济下滑和行业面临的严厉的调控政策的影响。随着经济先行指标出现连续放缓，市场在恐慌之后，开始期待新经济政策的出台，而通胀的超预期回落在显示需求放缓的同时，也为政策放松提供了空间。悲观预期的改善使得周期性品种开始展开估值修复行情。

务请阅读正文之后的重要声明

微观企业盈利反应滞后于宏观经济，中报助推反弹行情

相对于各项宏观经济指标出现调整苗头，微观企业盈利则表现得相对滞后。7、8月为中报披露期，目前已披露或预告的中期业绩表现超出市场此前的预期。根据国资委公布的数据，央企上半年净利润同比增长近六成，这使得市场此前对于企业盈利下滑的担忧有所缓解。企业盈利与GDP增速高度相关，但表现为一定的滞后性，这与企业的库存周期有关。上半年经济数据反映，二季度中国经济进入明显的二次去库存，相对应的是工业增速下滑的超预期和固定资产投资增速小幅下降的不匹配，再反映到微观层面上，则表现为企业盈利下滑滞后于宏观经济的放缓。根据占整体上市公司利润七成以上的权重行业金融、石化、采掘业的中报业绩来看，上半年整体上市公司业绩仍有望同比实现较大幅度的增长。尤其是有色、煤炭等大宗商品价格已经逼近边际成本，继续下跌空间有限，使得其全年的均价将比09年有大幅增长，从而保证全年的业绩。中报的良好数据成为此轮反弹的助推器。

图 2：上市公司净利润增长周期



数据来源：WIND 资讯，广发证券发展研究中心

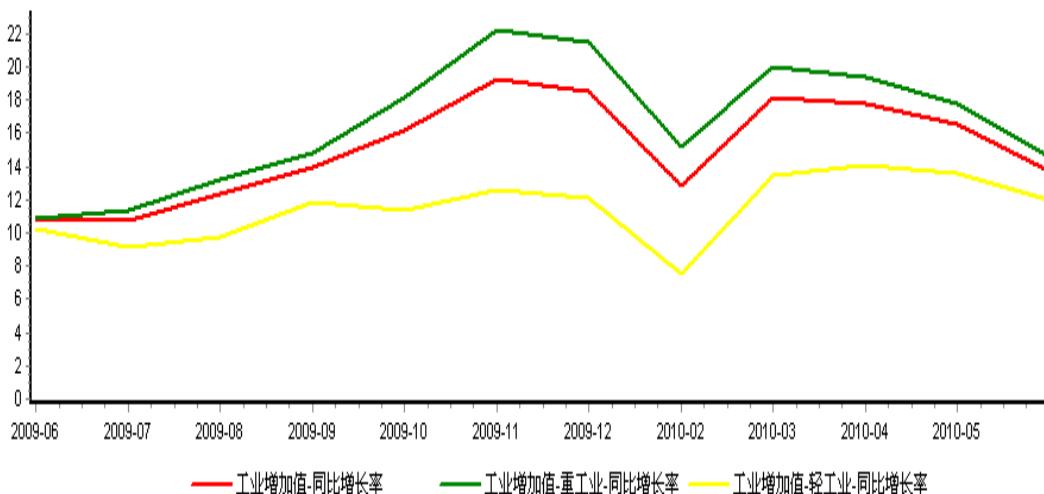
务请阅读正文之后的重要声明

8 月行情走势预测

经济放缓：从恐慌到理性，主动调整下的可控结果

中国经济 2010 年半年报显示，上半年 GDP 同比增长 11.1%，其中二季度同比增长 10.3%，季度 GDP 同比增速见顶回落。同时，6 月份工业增加值同比增长 13.7%，低于市场预期，CPI 同比增长 2.9%，也低于市场此前超过 3% 临界值的预期。PPI 在 5 月份达到高点后，回落至 6.4%，显示需求放缓。城镇固定资产投资同比增长 25.5%，略有回落，社会消费品零售总额同比增长 18.3%，继续维持高位。总体而言，在后金融危机时代超常规货币政策回归正常化后，经济呈逐季回调。与固定资产投资增速略微下滑相背离，工业增速则出现了超预期的大幅下滑，或表明二季度中国经济已经进入了二次去库存周期。根据历史的库存周期长度来看，预计此次去库存的低点或在今年的四季度或是明年的一季度出现。

图 3：工业增速下滑超预期，二次去库存迹象明显



数据来源：Wind资讯

而面对经济进入二次去库存，投资者在经过前期对于经济下滑的悲观情绪的释放后，开始理性审视在国内经济结构调整、转变经济增长方式背景下主动调控下的经济增速放缓。经济结构开始朝着政府预期的方向发展，消费的比重不断提高，投资和出口的比重有所下降。调控的结果是预期内的，因而也是可控的，经济增速的放缓是良性的，仍在潜在增长率之上，二次探底的风险较小，是长期经济结构调整的必然结果。

投资逻辑：从增长到分配，寻找中国经济可持续发展新动力

当人们认识到经济结构调整、转变经济增长方式过程中的增速放缓不可避免且不可惧，市场关

务请阅读正文之后的重要声明

注的焦点将从短期的增速放缓，转向寻找中国经济长期可持续发展的新的增长极。而这一中国经济新的成长动力则在于消费。而拉动消费的必要条件在于居民具备消费意愿和消费能力。

根据新华社调研小组6月发布的调研报告称，内地贫富差距已经逼近社会容忍红线。从消费的边际效用来看，富人增加消费的动力不足，而穷人有很强的消费意愿，却不具备消费能力。我国的收入分配制度亟需改革，否则，消费这一中国经济新增长极将失去赖以生存的基础。

收入分配改革不仅是中国经济可持续发展的驱动力，同时，也是中国劳动力市场迎来刘易斯拐点后的内在要求。中央政府、媒体、社会各界已经开始高度关注收入分配制度的改革。工资五年倍增计划将被写入“十二五”规划。提高工资在劳动报酬中的比例将是未来收入分配的重要原则。提高央企的利润缴存比例，减轻中小企业的税费负担，提高中小企业支付更高的人力成本的能力，从而实现居民收入水平的提高，这将是未来收入倍增计划的主要路径。

在特殊的宏观背景下，市场的投资逻辑将不同于以往，市场关注的焦点将从增长转向分配。

8月行情预测：心态趋稳，反弹延续，指数运行区间 2400 点至 2800 点

市场投资逻辑的转变将使得投资者在未来的一段时间淡化经济增速放缓这一确定性事件，而开始关注经济结构调整、转变经济增长方式下的制度红利。前期2319点的估值底对市场形成较大的支撑，我们延续在下半年市场策略报告中对于市场的估值判断。市场悲观情绪已经在前期得到一定程度的释放，投资信心将逐步回升，市场的风险溢价在二季度达到高位后将趋于下行，有利于估值水平的提升。短期内，市场将延续反弹。但经济基本面和政策面尚不足以促成市场的反转，刘易斯拐点所带来的劳动力成本的上升、夏粮减产所带来的粮食价格的上涨压力以及猪粮价格触底回升使得通胀隐忧仍在，政策彻底转向的概率很小，不支持市场趋势的反转。预计指数运行区间在2400点至2800点之间。

8月投资策略：把握周期性品种估值修复行情，布局消费升级和产业升级

8月，我们建议把握两条主线：一、周期性品种仍有望在估值支撑以及中报推动下，延续反弹。银行不良贷款双降及拨备覆盖率创新高，使得市场对于银行业风险的担忧有所缓解，良好的中报和估值安全边际将支持银行板块延续反弹。大宗商品价格逼近边际成本使得其价格进一步下跌空间不大，美元指数预计将进一步震荡下行，有利于大宗商品价格的走高和上市公司股价的表现。相对而言，地产面临的不确定性较大。二、消费升级和产业升级是我们长期坚持的投资主线，作为中国经济长期发展的新动力，建议关注收入分配改革、中西部区域规划、新兴产业规划等所带来的投资机会。除此之外，建议关注8月份事件性触发的投资机会，如军工板块、亚运板块等。

务请阅读正文之后的重要声明

8 月重点推荐股票组合

防御为主的思路下，“新兴行业+大消费”仍然是市场的核心焦点，其中“节能减排”是政策倾斜力度较大行业方向，应给予足够重视。

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，公司未来半年的估值中枢为 35 元。

科伦药业（002422）：公司主营业务为大输液系列药品的开发、生产和销售，目前是中国输液行业中品种最为齐全和包装形式最为完备的医药制造企业之一，2009 年销售各类大输液产品约 22 亿瓶（袋），居国内大输液市场第一。作为大输液龙头，公司在推动大输液产品升级、巩固市场地位的同时，开拓小包装产品市场，保持快速发展势头。预计公司 10-11 年 EPS 分别为 2.8 元、3.7 元，同比增长率为 40.8%、40.6%。创业板医药行业公司目前估值为 50-70 倍，考虑公司的成长性，公司未来半年的估值中枢为 120 元。

华谊兄弟（300027）：以公司当前股价看，即使在创业板中其静态和动态市盈率、PEG 都不算便宜。但由于国内资本市场极度缺乏优质民营娱乐上市公司投资标的，基于对中国娱乐市场的乐观预期和企业展现出来的良好品牌形象，使得公司高溢价获得支撑。2010 年下半年公司大额投资的影视作品将集中上映，如果票房实现预期，则其估值有望在乐观预期中得到进一步巩固和提升。预计公司 2010-2012 年的每股收益至 0.47 元、0.72 元、1.03 元，公司未来半年的估值中枢为 40 元。

南海发展（600323）：公司垃圾转运工程项目获得国家住建部科技示范工程审批。同时绿电二期垃圾发电站建成后，将形成较大示范效应。从发展眼光来看，公司固废处理今后非常有潜力到南海区外发展新的项目。国务院近日发布《国务院批转发展改革委关于 2010 年深化经济体制改革重点工作意见的通知》，提到将全面推行城市垃圾处理收费制度，目前各地已积极开展试点，预计固废产业将迎来高速发展。测算得到 2010-2012 年 EPS 分别为 2.079 元、0.705 元和 0.936 元，参考目前水务环保可比上市公司估值情况及公司历史估值水平，公司未来半年的估值中枢为 17.6 元。

东山精密（002384）：新投 LED 相关项目，预计三年增厚业绩分别为 0.04、0.53 和 0.62 元。未来三年，LED TV 渗透率将从 3% 升至 30%。以 LED 占普通照明市场 10% 计，LED 的普通照明市场的潜在规模将达 250 亿美元。Flipchip 倒装技术量产促使应用推广。产业化能力强是公司的核心竞争能力。预计公司可实现 2010-2012 年三年的按照发行后股本数计算的 EPS 分别为 0.92、1.84 和 2.19 元，预计 10 年到 12 年年均复合增长率将达到了 54%。鉴于公司的新增业务在 2011 年开始放量，按

务请阅读正文之后的重要声明

照11 年PEG 的0.8 倍估值, PE 约为40-45 倍, 我们给予公司未来半年的估值中枢为75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。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, 我们认为公司未来半年的估值中枢为45元。

神火股份 (000933): 公司煤炭业务成长性巨大, 预计到2015 年的原煤产能将是目前的2.9 倍。近期铝价下降以及外购电价上涨导致电解铝盈利能力大幅下滑。但我们看好下半年的动力煤和电解铝价格, 以及公司未来电解铝成本的改善空间和良好的成长性。考虑到近期行业整体估值的下调, 预测2010-2012 年的每股收益1.32元、1.67 元和2.11元, 公司未来半年的估值中枢为28元。

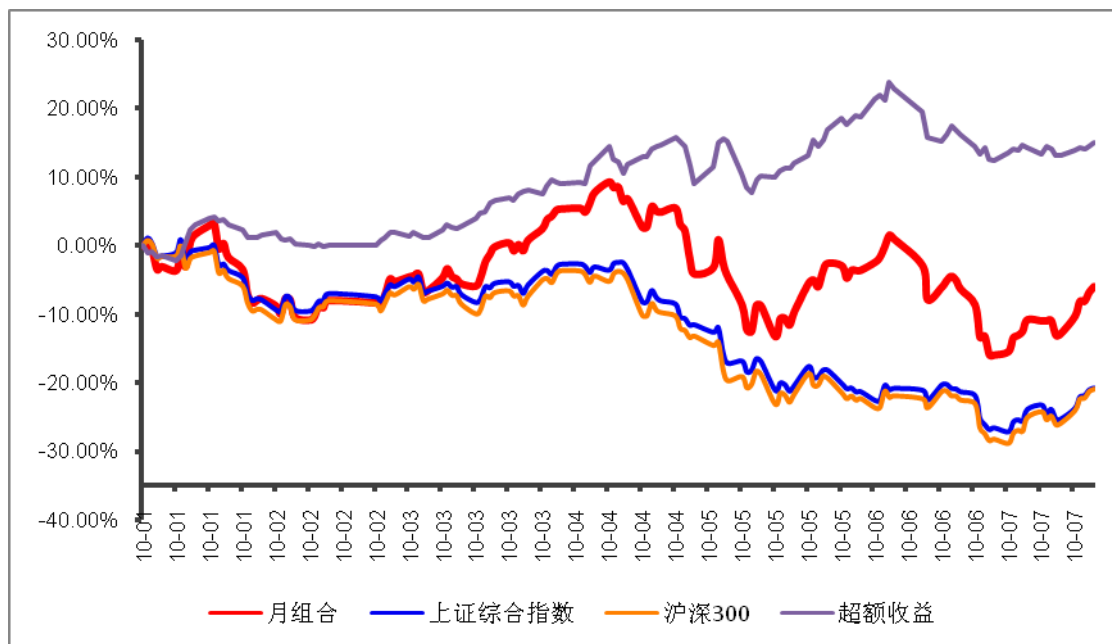
天山股份 (000877): 新疆区域经济刺激计划的出台, 公司是疆内水泥龙头, 未来几年增长确定。公司在新疆的市场份额达到40%, 是疆内水泥市场的绝对龙头, 未来两年将新建的产能中70%在疆内。我们统计了公司未来将建的生产线情况, 2010年将新增水泥产能340万吨, 全部为疆内新增产能, 疆内产能增长44%左右。2011年新增产能328万吨, 其中疆内128万吨。根据目前的产能建设规划, 我们估算公司未来三年的产量增速分别为29%、23%和10.4%。公司未来几年的增长确定。预计2010-2012年的摊薄每股收益为1.2元、1.64元、2.04元。 给予公司未来半年估值中枢为30 元。

8 月投资组合

股票	行业板块	最新价 (7.25)	目标价	10 年 EPS	11 年 EPS
600858 银座股份	零 售	25.30	35	1.00	1.30
002422 科伦药业	医 药	104.89	120	2.8	3.7
300027 华谊兄弟	影视传媒	34.02	40	0.47	0.72
600323 南海发展	节能减排	13.71	17.6	2.07	0.70
000933 神火股份	煤炭行业	19.44	28	1.32	1.67
002384 东山精密	机械制造	58.20	75	0.92	1.84
002341 新纶科技	新兴行业	37.76	45	0.8	1.2
000877 天山股份	建材行业	21.19	30	1.2	1.64

组合累计收益率走势图

务请阅读正文之后的重要声明



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