

弱势延续，等待拐点

——A股6月市场策略

2011年5月25日 客户服务部投资策略小组

报告要点：

5月：通胀与电荒齐飞，经济与指数同降

这个初夏有点“冷”。5月本是大自然生机勃勃、繁花似锦的季节，A股市场却仍绿意盎然，似乎还停留在春天里，不肯离去。经济的先行指标、同步指标均显示经济放缓迹象，而通胀却仍在高位徘徊不下，电荒提前袭来，紧缩政策难以松懈，企业生产成本高企，通胀对企业盈利的侵蚀开始从下游逐步传导至上游……经济似乎进入人们最不愿意面对的小滞涨阶段。外围市场方面，欧债危机也再度牵动市场神经。上证指数继续挑战我们二季度市场策略报告中所指的区间下限——2700点。本月，上证指数下跌-7.84%，中小板指数下跌-8.49%，创业板指数下跌-16.30%。

6月：基本面困局依旧，资金面存隐忧，估值继续国际化

各大研究机构已经开始纷纷下调GDP增速，紧缩政策所带来的资金供给约束、电荒所带来的能源供给约束、刘易斯拐点所带来的人力成本约束等使得企业的生存环境越来越困难，而应对这种困境的全要素生产率的提升不是一朝一夕之间能完成的。而通胀压力又使得紧缩难以放松。资金面的压力主要来自于连续下跌后机构止损盘的涌出以及国际板开通所带来对于资金分流的心理层面的影响。国际板开通的另一影响在于对当前A股市场估值中枢的重新定位。

6月行情预测：弱势延续，拐点仍需等待，指数运行区间 2600点至2900点

市场在经历了5月份连续缩量下行后，目前仍难以看到止跌企稳并寻求向上的动力。在近日急跌之后，市场仍需谨慎。市场拐点的出现或需等到通胀回落、从紧的政策得以适度放松之时，但这在短期难以看到。但另一方面，估值支撑也将封锁指数大幅下挫的空间。上证指数的运行区间在2600点至2900点之间。

6月投资策略：防御为主，适当关注主题性机会

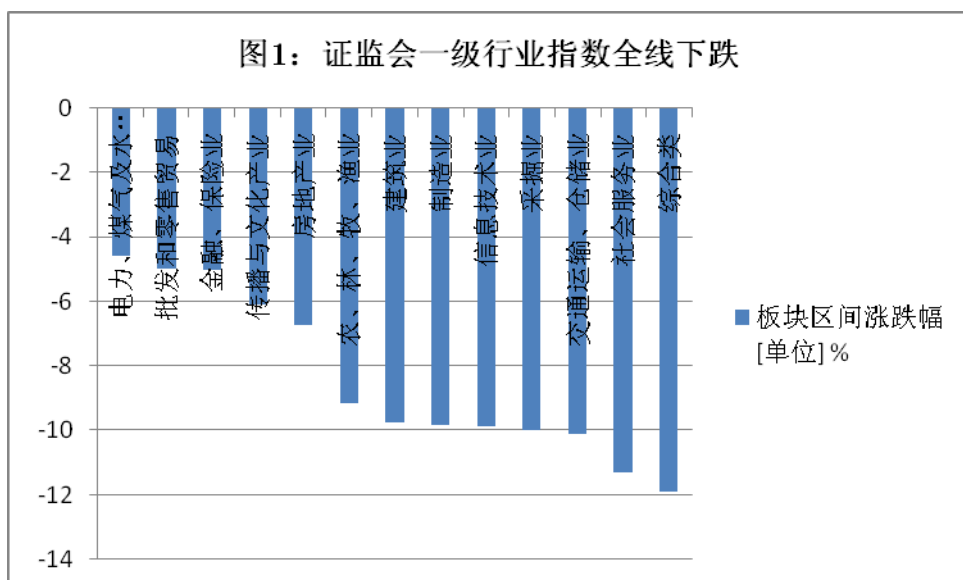
弱势之下，拐点未明之前，我们仍然采取防御为主的策略，总体仓位控制在60%以下。配置上，以估值稳定的消费类板块为主，同时适当关注主题性投资机会，如发行定价较为合理的新股、电荒受益品种等。6月重点推荐组合王府井（600859）、新华都（002264）、友阿股份（002277）、中国医药（600056）、科伦药业（002422）、天晟新材（300169）、尚荣医疗（002551）、纳川股份（300198）。

务请阅读正文之后的重要声明

5月行情简要回顾

5月：通胀与电荒齐飞，经济与指数同降

这个初夏有点“冷”。5月本是大自然生机勃勃、繁花似锦的季节，A股市场却仍绿意盎然，似乎还停留在春天里，不肯离去。经济的先行指标、同步指标均显示经济放缓迹象，而通胀却仍在高位徘徊不下，电荒提前袭来，紧缩政策难以松懈，企业生产成本高企，通胀对企业盈利的侵蚀开始从下游逐步传导至上游……经济似乎进入人们最不愿意面对的小滞涨阶段。外围市场方面欧债危机也再度牵动市场神经。上证指数继续挑战我们二季度市场策略报告中所指的区间下限——2700点。本月，上证指数下跌-7.84%，中小板指数下跌-8.49%，创业板指数下跌-16.30%。证监会一级行业板块全线下跌，仅酿酒板块和部分电荒受益的电力股以及电自给率较高的化工、有色个股逆市取得正收益。



数据来源：WIND 资讯 (2011. 04. 25-2011. 05. 24)

表 1: 5月个股涨跌幅榜 (涨幅前十名、跌幅前十名)

证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)
600714. SH	金瑞矿业	62. 6381	002200. SZ	*ST 大地	-39. 1858
600816. SH	安信信托	47. 6471	600102. SH	莱钢股份	-34. 638
600490. SH	*ST 合臣	46. 7556	002551. SZ	尚荣医疗	-33. 7616
600532. SH	华阳科技	45. 4545	600022. SH	济南钢铁	-32. 906
000048. SZ	ST 康达尔	43. 3666	000972. SZ	新中基	-32. 7248
000056. SZ	深国商	41. 5946	000610. SZ	西安旅游	-32. 4433
600114. SH	东睦股份	36. 3979	600715. SH	*ST 松辽	-31. 8681
000011. SZ	深物业 A	35. 4626	002362. SZ	汉王科技	-30. 2817

务请阅读正文之后的重要声明

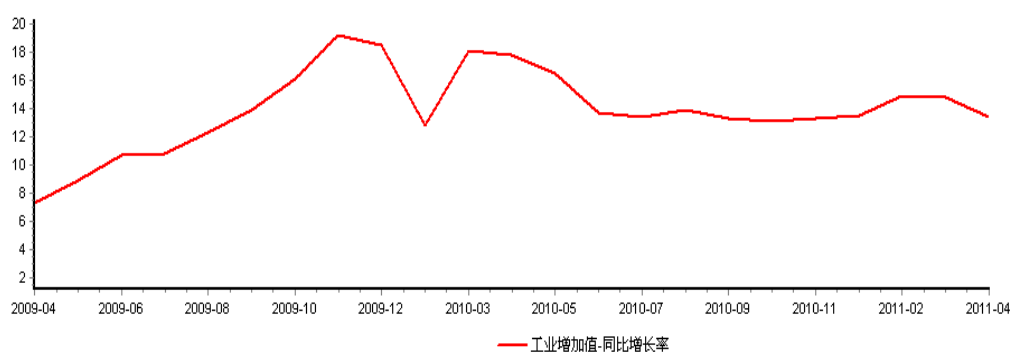
600167.SH	联美控股	35.2832	300076.SZ	宁波GQY	-29.919
000626.SZ	如意集团	34.9738	600851.SH	海欣股份	-29.6557

数据来源：WIND 资讯（2011.04.25-2011.05.24）

经济已然放缓，紧缩仍在持续

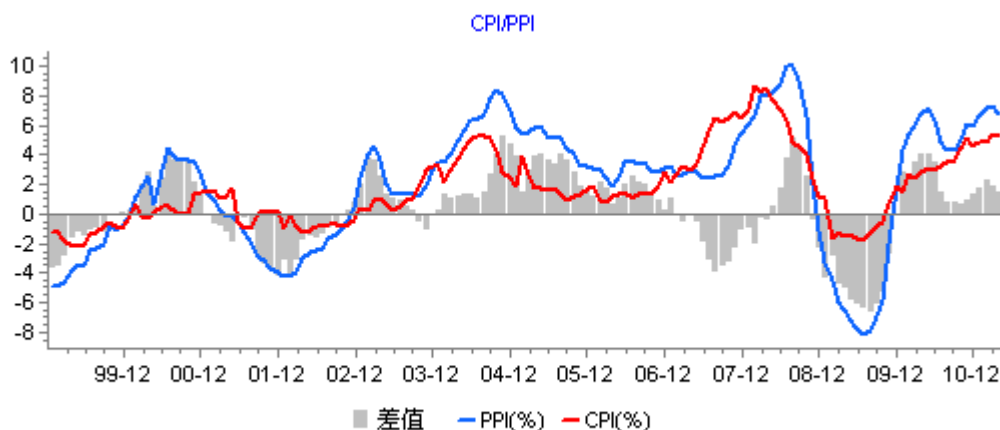
4月份PMI指数环比回落0.5个百分点，而刚刚公布的5月份汇丰PMI指数则继续回落至51.1%。同时，M1、M2增速也持续走低，印证经济减速。从信贷结构来看，企业短贷激增，而长贷同比、环比继续少增，也说明企业短期资金周转压力较大，而中长期投资动力减小。同步指标来看，4月份工业增加值同比增速超预期回落至13.4%，下游房地产、汽车销售增速的放缓已经逐步传导至中上游的钢铁、水泥等增速从高位回落。前期紧缩政策的累积效应正不断显现。但令市场担忧的是，CPI仍处于5.3%的高位，紧缩预期仍然较为强烈。而随后，央行也不负众望，宣布年内第五次上调存款准备金率，至此，大型金融机构法定存款准备金率水平已经达到21%的高位。

图2：紧缩效应显现，经济增速放缓



数据来源：Wind资讯

图3：CPI仍处高位



数据来源：Wind资讯

务请阅读正文之后的重要声明

6 月行情走势预测

基本面短期困局依旧：电荒进一步推高通胀，6 月或存加息可能

一方面，各大研究机构已经开始纷纷下调GDP增速预测。紧缩政策所带来的资金供给约束、电荒所带来的能源供给约束、刘易斯拐点所带来的人力成本约束等使得企业的生存环境越来越困难，而应对这种困境的全要素生产率的提升不是一朝一夕之间能完成的。另外，从库存周期来看，通过考量制造业存货周转天数我们也发现，该值已经接近09年一季度的历史最高点90天的水平，库存开始积压，去库存的压力较大。反映到企业盈利层面，一季报已经显示中小盘个股整体业绩低于预期。

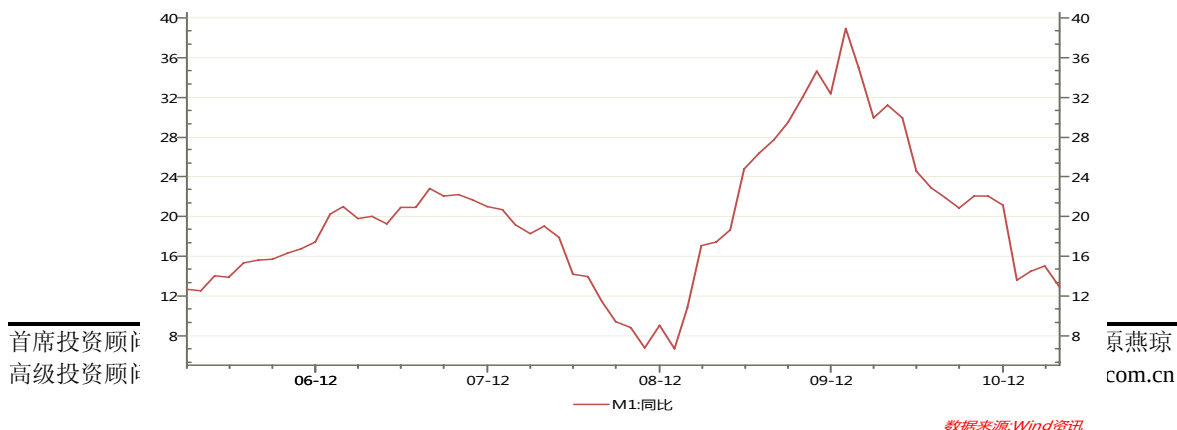
但另一方面，多种因素仍在推高通胀。其中，电荒将是未来推动非食品价格上涨的主因。根据国务院发展研究中心产业经济部副部长杨建龙博士研究表明在电价上调10%的情况下，将会推动CPI增长0.76%，PPI 增长1.76%。在电力紧张的背景下，未来我国煤炭成品油、钢铁等行业可能都会出现紧张的局面。而电价上调对物价的影响可能通过这些行业的相互促进而进一步加剧。食品价格方面，根据猪周期来推算，猪肉价格的上涨预计要到8月份才见顶。而近期长江中下游所发生的严重旱灾将影响夏粮收成从而推高粮食价格。

保增长与控通胀之间的困局在短期内仍难以得到有效的缓解。但在经济转型的过渡期，以及随着人口老龄化带来经济潜在增长率下行，政府对于经济增速放缓的容忍度将大于通胀给经济和民生带来危害的容忍度。因此，我们认为，在通胀未见到明确回落信号之前，紧缩政策难以放松。本周，三年期央票停发使得市场预期6月将迎来年内第三次加息的时间窗口。

资金面存多处隐忧：连续下跌后引发机构止损盘涌出

市场从短期高点 3100 点附近连续下跌以来，跌幅已接近 10%，而个股的跌幅则更大，接近大部分机构的止损位。而一旦机构被迫止损盘大量涌出，对市场的冲击将使得市场进一步惯性下跌。另外，国际板即将开通并以人民币计价使得市场担忧将对 A 股市场形成资金分流效应。心理层面的影响大于实质影响。此外，与股市高度正相关且具有领先意义的 M1 增速已经回落到 12.9% 的低位并料将进一步回落，也表明资金面紧张的压力在紧缩政策的累积效应下将进一步凸显。

图 4：M1 增速进一步回落



国际板开通的深层次影响：估值进一步与国际接轨

近日来，上交所、证监会相关负责人连续表态：国际板推出的时间越来越近了。随后A股市场应声下跌。我们认为国际板开通对A股市场的影响不仅仅在于前文提及的资金分流的影响。更深层次的影响在于通过国际板实现A股市场估值水平与国际成熟市场估值水平的对接。国际板潜在的上市公司多为境外蓝筹公司，而这些公司的国际可比估值要低于A股目前蓝筹公司的水平，从而在国际板推出之后，可能对A股蓝筹公司的估值水平形成冲击。但从数据上来看，目前这种估值对接已在持续进行中，因此蓝筹公司估值继续受到强烈冲击的风险并不大。当前A股蓝筹股的估值压力并不明显。标普公司五月初报告显示，当前标普500指数的市盈率预期在13至14倍之间；而截至24日，A股沪深300指数的静态市盈率为14.18倍。尽管A股估值略高，但与前者的差距并不明显。反而是创业板、中小板、次新股和题材股容易成为黑天鹅。当前创业板估值约在50倍左右，中小板估值约为30倍左右。而随着中小盘成长股业绩增速不及预期，一季报显示四分之一的创业板个股业绩不及预期，这类个股将继续面临着估值回归的压力。

6月行情预测：弱势延续，拐点仍需等待，指数运行区间 2600 点至 2900 点

市场在经历了5月份连续缩量下行后，目前仍难以看到止跌企稳并寻求向上的动力。在近日急跌之后，市场仍需谨慎。市场拐点的出现或需等到通胀回落、从紧的政策得以适度放松之时，但这在短期难以看到。但另一方面，估值支撑也将封锁指数大幅下挫的空间。即使按照目前较为悲观的盈利增速预测2011年增长15%来估算，同时考虑到资金成本上升所带来风险回报率的上升从而估值水平的下降，以及考虑估值水平与国际市场的接轨，各指数2011年的预测市盈率已经处于相对较低的水平。预计市场延续弱势，震荡筑底，上证指数未来一个月的运行区间在2600点至2900点之间。

表2：市场整体估值水平

指数	静态市盈率	市盈率TTM	2011年预测市盈率
上证综指	15.25	14.29	13.26
沪深300	14.18	13.33	12.22

数据来源：WIND资讯（2011.05.24）

6月投资策略：防御为主，适当关注主题性机会

弱势之下，拐点未明之前，我们仍然采取防御为主的策略，总体仓位控制在60%以下。配置上，我们认为，应以估值稳定的消费类板块为主，尤其是通胀传导能力较好从而受益于产品价格上涨的高端消费品和必需消费品。同时适当关注主题性投资机会，如近期发行定价渐趋合理的新股，若在

务请阅读正文之后的重要声明

近期受累于整体市场调整幅度较大或有反弹机会。此外，电荒受益品种仍有表现机会。政策暖风频吹的稀土板块也具备交易性机会。而作为中周期繁荣的主导的新兴成长股的机会我们认为短期难以到来，仅能捕捉自下而上的机会。

6月重点推荐股票组合

A股5月呈现弱势震荡探底，但总体估值偏低使市场未来处于震荡筑底，6月份我们倾向关注行业防御（如医药、零售等）与主题投资（如新股反弹等）的双主线。

王府井(600859)：公司是全国性布局的零售百货龙头，品牌价值高，管理层战略性和前瞻性的“核心城市+核心商圈”扩张策略使公司牢牢占据精品零售百货商的制高点。控股股东王府井国际承诺以现金参与定向增发认购2980万股，表明长期坚定看好公司发展前景，为股价提供较高安全边际。预测2011-2013年EPS至1.57元、2.04元和2.64元，未来半年目标价55元和买入评级。催化剂为中西部地区门店税收优惠政策的落实和大股东定向增发获批。

新华都(002264)：公司是区域内龙头企业，公司加强在福建省内泉州、漳州、龙岩等地区具有绝对优势的区域的扩张，并且加快了在省内具有消费增长潜力的厦门、福州的布局，未来一年还有将走出福建拓展广东汕头、贵州省贵阳、遵义地区，实现异地扩张。作为民营企业控股，并且职业经理人实现了股权激励，业绩释放有动力，将会为充分。假设2011年同店收入增速持续2011年态势，新开店26家：预计2011年、2012年收入60.48亿元、80.06亿元，增速39%、32%；净利润14396万元、20053万元，增速86%、39%；每股收益0.90元、1.25元。我们看好公司近三年的增长，按照2011年35倍市盈率计算，给予目标价31.50元，

友阿股份(002277)：公司区域零售龙头地位突出，所处区域经济高速增长，门店正处于收入和利润的快速增长期，春天百货改造后也将带来高盈利增长，核心竞争力日趋明显。此外公司持有长沙银行股权及小额贷款公司，使得公司也具有一定金融属性。预计2011-2012年的EPS分别为0.87元和1.29元，按照2011年35倍市盈率计算，给予目标价30.5元。

中国医药(600056)：公司商业模式清晰，在天然药物领域坚持打造专业化、深层次的天然药物全产业链，主动抢抓机遇；在药品进口方面着力提升增值服务能力，积极开展药品分销、诊断产品直销和专项进口业务；在药品营销方面大力加强深层次营销能力建设，切实提升对分销商和终端渠道的把控能力；预计公司药品药材业务将保持30%左右的较快增长。公司最近签署的出口订单持续执行的概率很高，而且净利润率在15%-20%左右。虽对二季度业绩并不会产生明显影响，但从今年三季度开始，将贡献大量利润。考虑到原有业务和新签订的订单，初步估计11年业绩在1.5元-2元左右，12年业绩将达到2元以上，半年目标价30元。

务请阅读正文之后的重要声明

科伦药业(002422)：公司的大输液产品未来 2-3年将继续享有“市场份额提升”+“产品结构升级”带来的“超越行业的增速”+“毛利率提升”双动力增长，同时公司延续其作为民企灵活机制和优秀管理带来的“高效率+低成本”优势，进一步拓展非输液业务，业绩高增长确定性较强。预计2011-2012年的EPS分别为2.1元和2.95元，按照2011 年35 倍市盈率计算，给予半年估值目标70元。

天晟新材(300169)：公司是高分子发泡行业潜在的全球领导者，将以先行优势充分享受下游风能、轨道交通及航空航天领域高速发展带来的增长机会，未来推出的PET、PMI、PP等新型结构泡沫材料将为公司业绩飞跃带来不断的超预期惊喜。考虑到12年公司募投项目达产，同时公司后续新产品也将逐渐投放市场，预计公司2011-2013年业绩为0.74元、1.05元和1.42元，给予12年35倍估值，半年估值目标价36元。

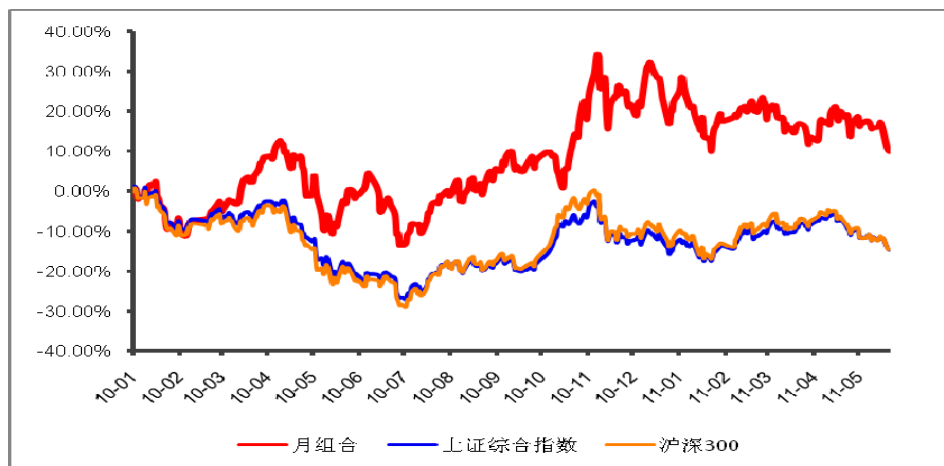
尚荣医疗(002551)：公司是国内医疗专业工程领域的领军企业之一，主要提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案，是少数几家在全国范围内提供医疗专业工程规划设计、装饰施工、部品部件生产、系统运维于一体的服务商之一。未来5 年间，将有大量高投资的三级医院进入项目设计、招标与建设期，相关工程行业正面临前所未有的发展机遇，预测公司2011-2013年EPS分别为1.39、2.61、3.57元。目标价60元。

纳川股份(300198)：公司生产的HDPE缠绕管是管材系列中的高端产品，盈利能力和性能均远高于传统管材，随着市政工程以及重大工程领域对高端产品需求的增加，看好公司未来发展。公司目前市值为25亿左右，去掉3.8亿的超募资金，对应PE仅为25倍，估值较为便宜，具备安全边际。预测公司2011-2012年EPS分别为1.03、1.83元。半年目标价36元。

股票	行业板块	最新价 (5.25)	目标价	11年 EPS	12年 EPS
王府井(600859)	零售	40.79	55	1.57	2.04
新华都(002264)	零售	24.83	31.5	0.9	1.25
友阿股份(002277)	零售	21.95	30.5	0.87	1.29
中国医药(600056)	医药	22.57	30	1.99	2.63
科伦药业(002422)	医药	53.72	70	2.1	2.95
天晟新材(300169)	新材料	28.18	36	0.74	1.05
尚荣医疗(002551)	医药	43.96	60	1.39	2.61
纳川股份(300198)	建材	26.07	36	1.03	1.83

务请阅读正文之后的重要声明

组合累计收益率走势图



重要声明：本资讯中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证投资顾问作出的建议不会发生任何变更。在任何情况下，资讯中所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。对非因我公司重大过失而产生的上述资讯内容错漏，以及投资者因依赖上述资讯进行投资决策而导致的财产损失，我公司不承担法律责任。未经我公司同意，任何人不得对本资讯进行任何形式的发布、复制或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