

夏去秋来，风轻云淡

——A股9月市场策略

2011年8月25日 客户服务部投资策略小组

报告要点：

8月：黑天鹅事件频发

在三季度策略报告中我们曾指出，市场极度脆弱，最终会在意想不到的黑天鹅事件的冲击下，悲观情绪得到集中宣泄。而8月份的市场走势，印证了我们的预测，黑天鹅事件频发，高铁事件、美债危机、标普下调美主权信用评级……沪指跌破2500点，随后在美维持低利率政策以及国内加息预期缓解的背景下走出预期修复的小反弹，但在央票利率跳升重燃加息预期后，反弹戛然而止。

9月：市场的期待与担忧

市场目前唯一期待的是8月份CPI见顶回落。而我们认为未来中国的CPI中枢将抬高，短期难以看到政策的放松。而即便CPI有所回落，其背后是企业盈利能力的下滑。若盈利预期再度下修，那前期的估值底必然再度面临挑战。而投资者风险偏好的下降、整体经济增速的下降等都使得整体市场的估值中枢有进一步下移的风险。而市场的担忧在于经济的硬着陆风险。对大跃进式投资的反思和资金面的压力使得未来国内的投资增速必然趋于下降。而美欧经济复苏前景堪忧，出口也难以乐观。经济结构转型过程中，经济增长短期难以看到新的着力点，中国经济或将陷入中等收入陷阱。

9月行情预测：夏去秋来，风轻云淡。指数运行区间2350点至2750点

期待很可能落空，而担忧却有可能变为现实。基于经济增速趋于下降而通胀难以快速回落，短期政策难以放松的判断，我们认为市场暂无趋势性机会，仍以震荡筑底为主。但对于底部的判断，我们认为在11年整体上市公司15%盈利增速的假设下，在原先中性的估值体系下再给予一定的折价，同时考虑到四季度的估值切换，2350点左右具备一定的安全边际，市场大幅下挫的风险也不大。预测9月份沪指的运行区间为2350点至2750点，围绕2500点的中枢小幅震荡的概率较大，但我们也不排除一些事件性冲击的短期扰动。

9月投资策略：积极防御，挖掘自下而上的机会

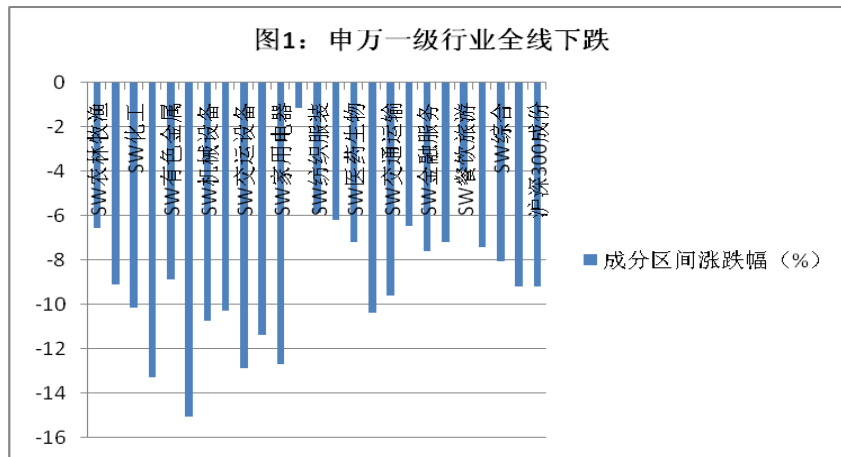
基于市场无趋势性机会仍处于震荡筑底过程的判断，我们的总体策略是积极防御，在控制仓位的前提下，适度分散持仓，积极挖掘自下而上的投资机会。建议稳健型投资者将仓位控制在60%左右。品种上，我们致力于挖掘估值合理、高成长、业绩确定性高的个股进行组合配置。9月重点推荐组合：骆驼股份（601311）、金种子酒（600199）、新华都（002264）、东方锆业（002167）、中利科技（002309）、东方园林（002310）、兄弟科技（002562）、招商银行（600036）

务请阅读正文之后的重要声明

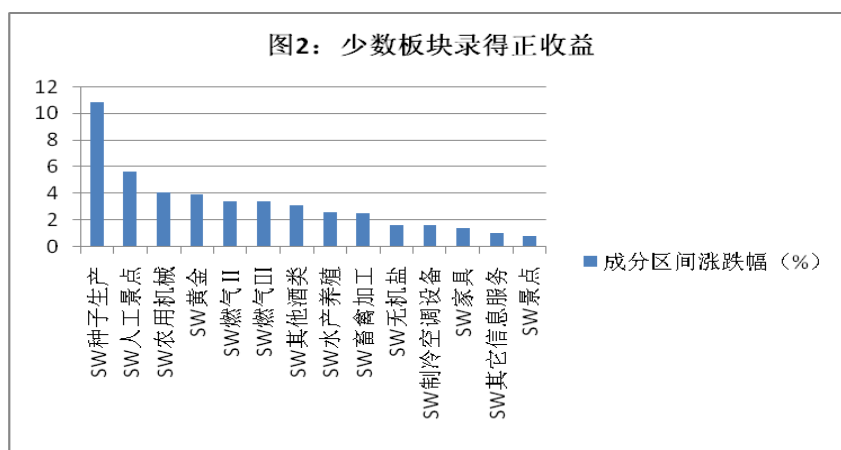
8月行情简要回顾

8月：黑天鹅事件频发

在三季度策略报告中我们曾指出，当前市场十分脆弱，最终会在意想不到的黑天鹅事件的冲击下，悲观情绪得到集中宣泄。而8月份的市场走势，印证了我们的预测，黑天鹅事件频发，高铁事件、美债危机、标普下调美主权信用评级……再加上8月主板新股发行提速以及8月迎来下半年限售股解禁高峰所带来的资金面的压力，沪指跌破2500点，随后在美维持低利率政策以及7月CPI符合预期国内加息预期缓解的背景下走出预期修复的小反弹，但在央票利率跳升重燃加息预期后，反弹戛然而止。8月16日1年期央票利率意外跳升8.6个基点，高于一年期定存利率，8月18日3个月和3年期央票利率亦双双走高，市场加息预期强烈。报告期内，仅有少数板块获得了正收益，以大消费的水产养殖、种子、酒类为主，其次是避险情绪推动的黄金板块。



数据来源：WIND 资讯 (2011.07.25-2011.08.22)



数据来源：WIND 资讯 (2011.07.25-2011.08.22)

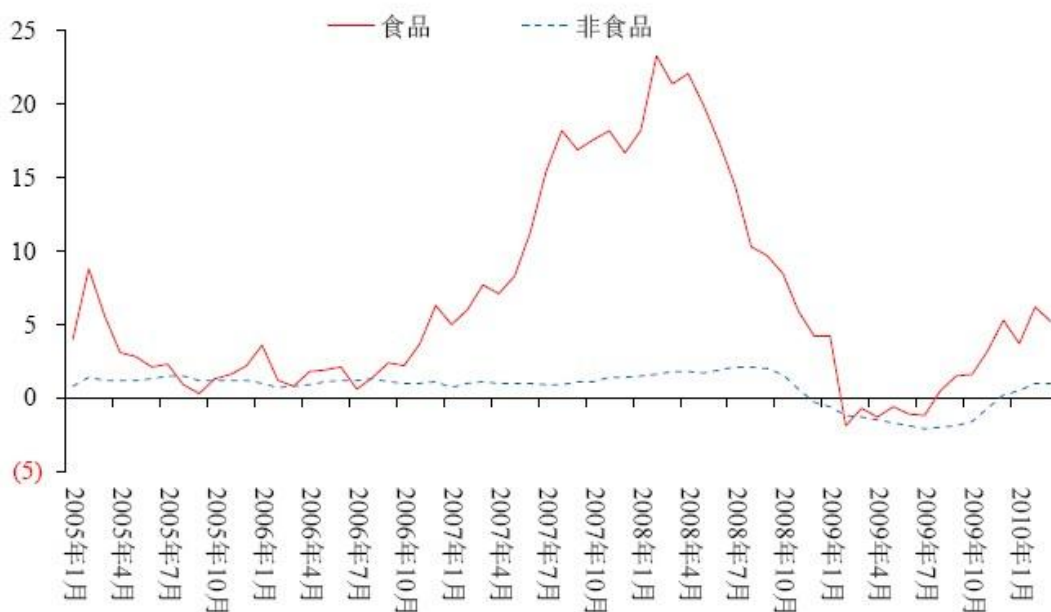
务请阅读正文之后的重要声明

9 月行情走势预测

市场在期待什么——刘易斯拐点抬高中国未来通胀中枢

市场目前唯一的期待在于8月份CPI见顶回落，从而紧缩政策适当放松，企业资金压力得以缓解。然而我们认为，8月CPI即便见顶也未必回落，刘易斯拐点将抬高中国未来的通胀中枢，通胀很可能呈高位盘整的态势。数据表明，食品CPI的波动解释了大部分的CPI波动，而过去十年，食品价格的涨幅远远超过CPI。通过对不同劳动力密集农产品累计涨幅的研究表明，最近十年，劳动力密集程度和产品涨价幅度呈现正相关关系，而1990年至2000年的十年间，农产品的涨价幅度和劳动力密集程度并没有明显的相关关系。这说明，中国跨过刘易斯拐点，劳动力成本的上升是推动近几年食品CPI上涨的主要原因，这将抬高中国未来通胀的运行中枢。所以短期内，我们认为很难看到CPI呈现抛物线式的回落，更大的可能是见顶但仍处高位盘整的态势，因此短期仍难以看到政策的放松。

图3：食品CPI解释了大部分CPI的波动



估值底到底有多牢？

而即便是CPI略有回落，我们也应该看到，其背后隐含的是企业盈利能力的下滑。从已经披露的中报情况来看，大部分中小企业中报业绩是低于此前的市场预期。若企业盈利预期再度下修，那么前期所测算的估值底将再度面临挑战。而其他决定估值的因素如市场风险偏好、经济增速的下降都将带来整体市场估值中枢的下移，原先的估值体系也值得商榷。同时，历史经验也表明，在通

务请阅读正文之后的重要声明

胀下行阶段，基本无牛市。

市场在担忧什么——硬着陆的风险

市场目前最担忧的是严厉的房地产调控带来地产企业资金链断裂进而传导至相关产业链环节、持续紧缩带来的中小企业的经营压力、地方政府债务问题以及欧美经济的复苏前景。若这些问题得不到妥善的解决，经济硬着陆的风险仍然是存在的。

首先从中周期来看，刘易斯拐点到来将直接影响中国的劳动力投入，国民储蓄率降低使得资本存量的增长放缓，另外由于劳动收入份额上升，资本回报下降，总产出对资本的弹性下降，道格拉斯生产函数中决定总产出的各主要变量都趋于下降，未来五年看，中国潜在GDP面临着下降趋势。

短期从总需求的角度出发，中国总需求的波动主要来自于投资。而由高铁事件所引发的国内信任危机将使得管理层开始反思大跃进式投资的恶果。此外，媒体不断披露的保障房的质量问题也使得2012年保障房目标被调低的传闻不是空穴来风。而在政府坚决调控房价的背景下，中小房地产企业目前面临的资金压力已经到了非常严重的程度。这一点从上周华东地区水泥价格意外下跌就能看出。若房地产企业的资金链出现断裂，则上下游相关产业链各环节的投资都将受到影响。而地方政府债务问题又进一步受到土地财政的困扰，市政、基建项目投资也将受影响。再者就是江浙、广东的中小企业倒闭潮，汇丰中国制造业PMI指数仍处于临界点下方。从银行的贷款结构也表明，短贷比例增加，长贷比例减少，表明企业的贷款需求多在于弥补短期的资金周转压力，而中长期的投资需求减弱。综上，无论是政府部门还是私人部门，未来投资的原动力和资金保障都不足，投资增速趋于下降是大概率事件。

而外围市场来看，欧债危机仍悬而未决，美国的复苏前景也不容乐观。近期披露的费城联储制造业指数已大幅下滑至-30.7，与09年一季度即金融危机最糟糕的时期水平接近。但受制于美国核心通胀率的上升，QE3推出难度较大。再加上不断升值的人民币，我国出口增速回落已经是较为明确的事情。

在经济结构转型的过程中，经济增长短期难以看到新的着力点，中国经济或将陷入中等收入陷阱。

9月行情预测：夏去秋来，云淡风轻。指数运行区间 2350 点至 2750 点

市场的期待很可能落空，而市场的担忧却有可能变为现实。基于经济增速趋于下降而通胀难以快速回落，短期政策难以放松的判断，我们认为市场暂无趋势性机会，仍以震荡筑底为主。但对于

务请阅读正文之后的重要声明



底部的判断，我们认为在11年整体上市公司15%盈利增速的假设下，在原先中性的估值体系下再给予一定的折价，同时考虑到四季度的估值切换，2350点左右具备一定的安全边际，市场大幅下挫的风险也不大。预测9月份沪指的运行区间为2350点至2750点，围绕2500点的中枢小幅震荡为主，但我们也不排除一些事件性冲击的短期扰动。

9月投资策略：积极防御，挖掘自下而上的机会

基于市场无趋势性机会仍处于震荡筑底过程的判断，我们的总体策略是积极防御，在控制仓位的前提下，适度分散持仓，积极挖掘自下而上的投资机会。建议稳健型投资者将仓位控制在60%左右。品种上，我们致力于挖掘估值合理、高成长、业绩确定性高的个股进行组合配置。

9月重点推荐股票组合

骆驼股份 (601311)：行业维持景气，竞争优势催生车用铅酸电池寡头，盈利将持续扩张。行业面对配套和售后双重扩容，抵御今年汽车行业增速下滑：售后市场增长稳定在20%左右，配套市场增速回调不改行业景气；公司将依托技术、管理和品牌优势把握行业契机成为行业寡头，产能释放后销量增长和产品提价将带动盈利大幅超预期。公司看好未来轻度混合动力汽车技术，抵御新能源汽车技术过渡对铅酸电池的行业冲击，公司中期发展潜力可观。11-13年EPS为0.925, 1.16和1.43。考虑公司两年复合增速，公司估值11年33倍，目标价30.5元。

金种子酒 (600199)：柔和白酒产品高品质特别适合消费者需求，在强势营销下市场获得强势拓展，理念创新加产品创新不断创造新的市场需求，内部激励约束机制十分有效，业绩可以真实地持续高速增长。公司省内销售模式成功向省外复制，“省外市场难以开拓”的疑虑基本可以消除，省外重点市场已经具备持续成长的基础。预期可以保持3年以上高增长态势，成为十二五期间白酒行业面临产销量、收入和利润整体增速有所减缓的情况下的少数高增长白酒企业。11年0.73元，增长率对应的PE以及多数二线白酒的平均PE40倍，保守计算按照30倍，全年目标价近22元。

新华都 (002264)：2011年公司将保持门店布局的快节奏推进，有利于营业收入的稳步增长。同时，随着三明、沙县配送中心投入使用以及公司对供应链的整合，将为提升公司整体盈利能力的提升提供有力保障。定向增发和股权激励将成为公司业绩释放的催化剂，在不考虑2011年增发的情境下，预计2011-2013年公司EPS分别为0.88元, 1.12元和1.40元，给予公司35倍的市盈率水平，新华都合理股价为34元。

东方锆业 (002167)：抢占上游资源制高点，公司或成为全球顶级锆英砂供应商。公司于2010年和澳洲上市公司AZC，及其控股股东奥地利DCM，签署意向合同——合计以4000万澳元收购AZC公司65%

务请阅读正文之后的重要声明



专业、专心、专为您

股权,即最终将控制Mandarie和WIM150锆矿的权益锆英砂资源量256万吨,和当前国内探明储量基本相当,且其中Mandarie锆矿预计今年下半年复产,年产量5万吨,占国内自产锆英砂矿50%以上。待WIM150项目正式转入东方锆业控股的合资公司,并成功开发,公司将有望成为全球顶级锆英砂供应商。预计2011,2012公司业绩将呈爆发式增长,给予公司对对应业绩预测为0.68元,1.59元,给予公司29倍市盈率,12个月目标价46元。

中利科技 (002309):公司的产品海外销售渠道在2009年就开始搭建,借助这些高管的积累,目前已经进入良性轨道,销售良好;国内市场方面,得到中电投等公司的支持,开始合作建设两个光伏电站,销售有保障。公司在公告中进行3年的业绩承诺,体现了公司进入决心与信心,我们预计实际业绩要比第三方评估的要高。按照公司的规划,2013年达到3G瓦产能,那么龙头地位将更为稳固。传统特种电缆业务包括铁路电缆,光伏电缆,船用电缆,高档建筑电缆业绩也进入业绩爆发期。盈利预测与投资建议:预计今年特种电缆EPS为1.35元,25倍PE为34元。光伏明年预计利润2.8亿元,51%权益EPS为0.60元,给予20倍PE为12元。两部分业务合计合理股价为46元。

东方园林 (002310):中报增幅基本符合预期,公司优势体现在如下几点:一方面,如果公司按期完成定向增发,将保障营运资金,盘活签单和施工。另一方面,公司在陕,晋,鲁,冀等地苗木已经进入培育期,保障施工同时也培训新的业务增长点。此外,公司收购上海尼塔建筑景观设计有限公司,通过设计施工一体化,带动订单增长。公司在市政园林和设计业务的增长仍是主要看点。预计2011-13年公司EPS分别为3.45元,5.82元,7.95元(未考虑增发摊薄)。目标价为145元,对应2011年,2012年42.21倍,25.00倍市盈率。

兄弟科技 (002562):供给缺口短中期内无法弥补,维生素K3价格上涨水到渠成。陆良和平占全球维生素K3供给的18%(1000吨/5500吨),停产带来的供给缺口短中期内无法得到有效弥补(包括兄弟在内其他厂商的产能弹性不大,大幅扩产也有较高难度)。这种情况下,涨价成为水到渠成的合理选择。据博亚和讯公开信息显示,近期市场询盘增多,兄弟目前订单较多,发货紧张。重点关注短期内维生素K3涨价的时点及幅度。按当前价格(维生素K3=100元/kg,维生素B1=220元/kg)计算,上调2011-2013年公司EPS=0.95,1.71,1.97元,兄弟科技的业绩弹性高,充分受益于维生素K3,B1涨价大趋势。因行业竞争格局和公司市场份额,兄弟科技相当于维生素K3,B1等小品种维生素市场上的帝斯曼(DSM),对下游的议价能力突出,涨幅可能超出市场一致预期,目标价40元。

招商银行 (600036):招行公布2011年上半年业绩快报,归属于母公司净利润同比增长近40%。中报业绩继续保持较快速度增长,营业收入同比增长39.7%,净利润增长40.1%。规模的稳健扩张与息差扩大是利润增长的主要贡献因素。信用成本提高反映了招行在实现拨贷比要求上有所提速。继续

务请阅读正文之后的重要声明

首席投资顾问:游文峰
高级投资顾问:孙隽勃 韦海生 郑峰 陈达

联系人:曾斯妮
电话:020-87555888-8473 Mail:zsn2@gf.com.cn



专业、专心、专为您

看好招商银行，其领先的零售存款业务将对其贷款业务形成有效的支撑，助力于其进一步发展。目前股价对应11年/12年PE 7.9X/5.9X，PB 1.5X/1.2X，在板块中仍然有较为明显的优势，目标价15元。

| 股票 | 行业板块 | 最新价 (8.25) | 目标价 | 11年EPS | 12年EPS |
|---------------|------|------------|------|--------|--------|
| 骆驼股份 (601311) | 电池 | 25.87 | 30.5 | 0.925 | 1.16 |
| 金种子酒 (600199) | 白酒 | 20.83 | 22 | 0.73 | 0.95 |
| 新华都 (002264) | 零售 | 28.49 | 34 | 0.88 | 1.12 |
| 东方锆业 (002167) | 有色 | 43.78 | 46 | 0.68 | 1.59 |
| 中利科技 (002309) | 机械 | 30.75 | 46 | 1.95 | 2.53 |
| 东方园林 (002310) | 园林 | 110.45 | 145 | 3.45 | 5.82 |
| 兄弟科技 (002562) | 化工 | 33.50 | 40 | 0.95 | 1.71 |
| 招商银行 (600036) | 银行 | 12.17 | 15 | 1.45 | 1.97 |

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

首席投资顾问：游文峰
高级投资顾问：孙隽勃 韦海生 郑峰 陈达

联系人：曾斯妮
电话：020-87555888-8473 Mail:zsn2@gf.com.cn