

目前紧缩政策“靴子落地”尚待时日，不过以“控通胀”为核心的紧缩货币政策出现拐点之时，A股或将迎来趋势性反转机会。本期《中证面对面》特邀长城证券宏观策略分析师王凭和东兴证券高级分析师张景东，就市场先于经济见底的可能性展开深入探讨。

市场底部仍需进一步确认

□本报记者 曹阳

“估值底”是否已出现

主持人：当前大型银行存准率水平已高达21.5%。从之前江浙一带中小企业情况来看，融资难的问题可以说非常严重。这次存准率上调是否存在“超调”之嫌？

王凭：这次存准率上调尚属情理之中。如果去年的政策倾向是确保复苏，那么今年政策倾向是抑制通货膨胀。提高存准率的作用是抑制商业银行的信贷扩张，这是一个长期的任务，并不完全只是针对目前的通货膨胀状况。同时，小企业融资难在我国是老问题，并不仅仅是因为紧缩政策，只不过紧缩增加了中小企业的融资困难而已。此外，5月新增外汇占款达到3千多亿，提现正好对冲外汇占款资金。

主持人：从各大券商分析来看，当前上证综指2600~2700点区域似乎已是“估值底”。但如果企业盈利下滑，“估值底”就会不太牢靠。从国内经济状况看，企业盈利明显下滑概率有多大？

王凭：如果以工业企业利润和全部A股上市利润做标的，我认为在2011年盈利出现负增长的可能性非常小。2009年工业企业净利润在一季度到三季度区间内同比呈现负增长，原因在于2007~2008年基数比较高。金融危机深化是在2008年下半年，因此2008年上半年积累了较高利润。主要有两点原因造成2009年工业企业净利润负增长，一是内部货币紧缩严重而降低了总需求，二是外需出现断裂性萎缩，目前这两种情

况都不存在。

张景东：估值不是上涨的理由，而是佐证判断的一个指标。目前来看，2600~2700点区间无论是静态还是动态市盈率都接近估值底，在2011年负增长出现的概率非常小。今年国内GDP增长大概在9.5%以上，从过去经验看，一般GDP下降到8%以下才会出现负增长。只是在市场趋势不好的情况下，市场往往预期到最悲观的情况。

主持人：根据历史经验看，7%~8%的GDP增长率往往是企业盈利增长的正负分水岭。从1~5月宏观经济数据看，今年GDP增速低于8%的概率很小，这是否意味着当前市场已处于“估值底”？

王凭：当前市场非常接近“估值底”，但这个底部需要反复确认。应当避免只看一个整体指数的估值水平。最近一段时间，整个A股估值水平已经跌到去年2319点、2008年12月末市场水平。沪深300估值水平更低，但抛开银行、石油和石化，沪深300整体估值水平仍在18倍左右，并没有呈现绝对性错杀或者底部很清晰的特征。

张景东：2600点附近确实是估值底。但问题在于市场结构性比较突出，跌到2600点以后，银行、地产历史上没有这么便宜的时候。但考虑到创业板和中小板股票，有些甚至在40倍、50倍以上，这种市场差异很大，从结构上来说还有向下调整压力。从历史经验来看，通常在中长期底部，各行业估值差异比较大，往往集中在狭小的区域。

主持人：市场现在主要担心政策“超调”导致经济增速放缓。在此背景下，是否可以认为当前市场离真正“底部”已非常近了？



长城证券宏观策略分析师 王凭



东兴证券高级分析师 张景东

本报记者 熊锋 摄

王凭：阶段性的中短期底部已经比较接近，但不是一个长期趋势之前的阶段大底，仍需进一步确认。在2009年GDP增速下行的背景下，股市仍然上涨主要是因为在4万亿财政政策刺激下，市场对上市公司业绩增长有充分想象空间。在经济上行波段中，业绩的提升空间可以赋予更高的估值。但现在整体经济环境向下的趋势还没有结束，将抑制整体市场对于估值的想象与估值提升的空间。

张景东：除估值之外，市场还要看政策和投资者心理等因素。估值回答的是“股票是贵还是便宜”的问题，而流动性则告诉我们“钱多还是钱少”。显然，当前流动性跟2009年相比还有很大差别，各方面都可以感到“钱紧”。从估值角度来讲，尽管整体上比较低，但结构上存在较大差异。预期市场短期大幅上涨不太现实。

市场会否迎来大级别反弹

主持人：6月份通胀创出新高可能有多大力度？是否会超过6%？

王凭：6月通胀突破6%的可能性是存在的。6月翘尾因素达到年内最高值，只要新涨价因素维持在一定程度，CPI就会创出新高。同时，食品分类中猪肉价格占比最大，根据统计，猪肉环比涨幅达到4.8%。即使蔬菜价格因为夏季供应旺季而回落，也难以抵挡猪肉价格上涨。另外，居住类价格处于季节性提升时间段，这主要是由于租金价格的上涨。由此看来，6月CPI创年内新高概率比较大。应该会在5.9%~6.4%区间中。

张景东：其实关键问题并不在于通胀是否破“6”，而在于央行对这个数据有什么反应，以及随后两到三个月CPI数据是高位徘徊还是回落。因为这直接关系到市场对形势的判断。大家预期通胀在6月份创新高以后会逐步回落，这对于下半年的市场来讲是偏积极的信号。但7月和8月的通胀数据同样重要，到现在为止，市场已开始接受6月份通胀可能破“6”这个预期。

主持人：央行会不会在6月份CPI数据公布时选择加息？

王凭：央行加息空间十分有限。根据我们对CPI的测算，四季度CPI会到3.5%~4%区间之内，再加一次息存款率达到3.5%，就意味着负利率时代的结束。同时，决策层下半年决策重心会放到平衡增长方面。因此，我认为6月、7月加息概率更大，年内就限于这一次。

张景东：对抑制通胀来讲，加息应该比上调存准率更管用。但如果利率上调过于频繁，会增加一些企业的财务负担，尤其是国企。因为大多数民营小企业，不可能从银行按基准利率贷款，他们的资金成本远远高于现在利率成本。从这个角度来看，央行对利率工具之所以这么谨慎，更多的是考虑大多数国有企业。6月和7月再加一次息的可能性确实存在。

主持人：根据以往经验，在通胀见顶之后，货币政策既不会紧缩，也不会立即放松。在这样的观察期，A股市场会做出什么反应？

王凭：可以参考的一个时间段是2004到2005年，当时股市用两年时间震荡筑底。这一次会不会出现这种情况，不能只看今年的政策和经济走势，还要看明年的增长情况。在通胀压力下行、经济增速触底时只能确认A股底部，但无法产生让市场由熊转牛的动力。真正的动力是值得信任的增长模式的确认，只有这种值得信任的增长模式产生后，对投资者而言市场才有上涨的空间，股

票才会有更高的估值。

张景东：从现在市场情况来看，我们只能期待中短期反弹行情，因为中长期情况并没有发生明显改变。现在谈市场由熊转牛似乎太早，货币政策从紧缩到宽松，中间有一个比较长的观察期，尤其考虑到国内经济增长并没有出现“硬着陆”，这个观察期可能会更长。在此背景下，市场可能只适合震荡这么一个格局。

主持人：今年欧美国家出现“二次探底”的可能性大不大？对A股市场有什么影响？

张景东：美国在今年三季度和四季度恢复经济增长可能性较大。但是，A股面临更大的问题不是外围经济状况。我们需要由出口导向转向内需拉动，这比外围经济更重要。相信会有更多的扶持消费的政策出台，此举对A股市场长远意义更大。

主持人：国际板推出对蓝筹股和中小股票分别有什么样的影响？

王凭：国际板推出对中小股票影响更大。蓝筹股中的银行股估值水平相对国外也存在一定折价，而中小股票目前估值仍然较高。在国外成熟市场，真正给一个股票来估值或定价需要有两种确定性因素，一是稳定的分红率，二是绝对市场化的资金利率水平，即折现率。遗憾的是，就目前而言，国内资本市场尚缺乏稳定的分红率和折现率，因此难以简单以此衡量A股和国际板的外国公司估值水平。

详情请见股事会

<http://home.cs.com.cn>

评级简报 | Report

贵州百灵 (002424) 有望受益苗药整合

国泰君安证券认为，管理层良好的OTC运作思路和紧密的营销队伍是这些品种成功的关键因素。公司今年以来开始了苗药整合的进程，国泰君安证券认为苗药OTC线的未来与银丹的扩张同样值得期待。贵州省可整合的苗药资源不少，潜在整合对象数十家，且政府有强烈的推进整合意愿，因此公司有打造亿元OTC产品群的数量基础。苗药的药性普遍较强，与VC银翘片这样的“大路货”相比，公司未来培育的OTC品种属性会更接近咳嗽停，明显的疗效会更有利于上规模。

考虑新购产品的业绩，小幅上调2011~2012年药品制造业EPS至0.97元、1.4元，给予2011年40倍PE，并维持中药材种植业务0.32元EPS的预测，因此国泰君安证券上调公司评级至“增持”。

民和股份 (002234)

鸡肉制品毛利攀升

光大证券认为，在鸡苗价格超景气背景下，公司业绩有望上行。作为国内最大的肉鸡苗生产企业，当前较高的鸡苗价格给公司业绩带来较大的想象空间。下半年鸡苗价格走势，取决于供给端释放。商品代鸡苗的量决定于父母代鸡苗的供给。父母代鸡苗今年第一季度一度突破24元，出现较强的补栏。从父母代鸡苗补栏到商品代鸡苗出栏后要推27周左右，大概到8~9月份。考虑到三季度节日因素，鸡苗价格有支撑。

除鸡苗外，民和还拥有2000万羽的鸡肉屠宰产能。2011年以来，鸡肉价格一直保持上涨趋势。从2010年下半年以来，随着鸡肉价格的不断上涨，公司鸡肉制品毛利率不断提升，2010年为5.52%，预计当前毛利率已达8%左右。

综合来看，光大证券预测

公司2011~2013年净利润分别为1.47亿、1.94亿和2.44亿元，3年复合增长率约29%。假设公司2012年完成增发4500万股，考虑增发摊薄，2011~2013年对应EPS分别为0.96元、1.27元和1.60元。光大证券指出，在鸡苗价格高企的背景下，公司的业绩超预期是大概率事件，给予公司“买入”评级。

三全食品 (002216)
消费需求持续增长

消费人群的扩大推动公司业绩快速增长，公司所处的速冻食品行业重新进入稳步增长期。近十几年来行业增速都维持在21%左右，公司平均增速都维持在26%左右。公司将自己定位为“餐桌食品最佳供应商”，以提供优质服务争取更快发展。

广发证券 消费需求持续增长

与毛利率相比，公司更看重净利率和市场占有率。公司认为毛利率有5%的波动是合理的，通过减少促销等方式降低销售费用率可抵消毛利率的下降，维持净利率在6%~7%之间，并通过努力将其逐步提升。截至2010年底，三全、思念、湾仔码头、龙凤四个主要品牌的市场份额占有率超过60%，公司的市场份额连续多年雄踞行业首位，目前已达到27.34%。

第一创业证券预计公司未

来三年将保持30%以上复合增长率，2011~2013年EPS（增发摊薄后）分别为0.87元、1.17元和1.47元，对应PE分别为40倍、30倍和24倍，公司拥有长期快速增长的环境和能力，但在大盘较弱的环境下40倍的估值存在较大压力，给予公司“审慎推荐”评级。

双鹭药业 (002038)

聚焦主业 布局未来

公司近日发布公告称，拟向北医股份出售参股的北京普仁鸿销售有限公司25%的股权。广发证券指出，转让完成后，北医股份、双鹭药业及其他四位个人股东分别持有普仁鸿55.65%、20%和24.35%

■ 窝轮点金 | Warrant

留意港交所认购证

□恒丰证券 梁渊

昨日港股跟随外围股市低开低走，完全回吐了之前的涨幅。恒指盘中低见21632点，不过，尾盘跌幅明显收窄。恒指最终收报21759点，下跌0.46%，总成交额仅为647亿港元。

近日港股反弹犹如“昙花一现”，原本市场寄希望于美联储议息会议能够有二次量化宽松的替代政策出现，结果主席伯南克只是下调了今明两年经济预测，把经济下滑的原因归咎于日本地震后的供应链中断，并且认为这种疲态是暂时性的。这跟市场之前的想法有点出入，看来美联储可能已经意识到量化货币政策对美国经济而言

是治标不治本，且给其他经济体带来的诸多负面影响又反过来影响美国，只是其不愿意公开承认而已。

尽管美联储没有采取此前预期的措施令市场失望，引发美股及港股重新下跌，但如果把眼光放长远一点看，不一定是坏事。因为这至少能够抑制通胀，并且缓减投资者避险情绪，从而可以使资金回流股市。与外围股市表现不同的是，昨日A股市场仍然是低开高走。有传闻称，业内人士呼吁政府救市，并且也有数据显示有部分资金已经开始流入股市。其实，在资金紧张、加息预期等尚未改善的局面下，救市只能救一时，迟加息不如早加息。诚然如此，在下个月新的经济数据出台之前，市场就

不用再担心有新的调控政策，也算是利空出尽，后市股市或许有望迎来反弹。

昨日港股尾盘出现回升，主要是受到A股带动，不过最终还是以阴线收场，这说明6月份港股空头明显占据优势。即使A股继续走强，预计港股反弹空间仍会被空头牵制，盘中波动也可能会增大。但不管怎么说，只要能够维持震荡，那么港股底部就会逐渐形成。

在衍生工具交易方面，可留意港交所(0388.HK)的股价走势，尽管今年上半年市场平均成交额偏低，不利其业绩，但公司不断推出新的交易品种，在引进境内外IPO模式上也有不少创新举动，这有望增加新的盈利点。港交所(0388.HK)的股价最近在160元附近得到一定支撑，看好该股的投资者可关注其认购证29736。(作者为香港证监会持牌人士AQE003)

■ 专家在线 | Online

问：以8元买入南宁百货 (600712)，后市如何操作？

东方证券 谢峻：公司是广西唯一获得“中华老字号”的商业零售企业，是广西目前规模较大的商业零售企业，有一定成长性。该股两阳夹一阴，短线仍有超跌反弹机会。

问：金钼股份 (601958)现在重仓被套，后市如何操作？

东方证券 谢峻：公司从事钼系列产品生产、加工、贸易等业务。该股自4月中旬以来经历了三波调整，技术上处于超卖状态，短线仍有反弹可能。

问：广州药业 (600332)现在可介入？

九鼎德盛 肖玉航：该股处于下降通道之中，超跌有可能反弹，如果要进也要少量逢低买入，目前大盘反弹无量，尾盘仍有回落。

问：综艺股份 (600770)和青松建化 (600425)如何操作才能减少亏损？

九鼎德盛 肖玉航：建议等待急速反弹时减持，然后再观察技术指标与基本面情况进行波段运作。

问：以5元买入青山纸业 (600103)，后市如何操作？

九鼎德盛 肖玉航：该股处在超跌过程中，建议等待反弹时减持，公司业绩平平，未来急速反弹时可换股操作，目前暂持有。

问：以19.80元买入新希望 (000876)，后市如何操作？

九鼎德盛 肖玉航：新希望，公司是国内饲料行业的龙头企业，同时涉足下游的生猪屠宰和肉制品加工业务。从时段因素来看，建议暂时持有，可待急速反弹时减持。

问：以36元买入兖州煤业 (600188)，后市如何操作？

九鼎德盛 肖玉航：从估值来看，该股相对优，但由于市场总体流动性较差，大盘股难有持续性表现，建议持有，待反弹时再

减持。

问：东方电子 (000682)目前是走还是留？

民生证券 叶志刚：该股近期强于大盘，由于之前蓄势较充分，后市大幅下跌机会不大，可以持有为主。

实时解盘，网上答疑，请登录中证网 (<http://www.cs.com.cn>) 专家在线栏目

| | | |
|-----|------|----------------|
| 曹妍 | 东吴证券 | S0600200010002 |
| 吴晓峰 | 华龙证券 | S023061020052 |
| 叶志刚 | 民生证券 | S010061020002 |
| 凌学文 | 广州万隆 | A0580206010014 |
| 李华东 | 民生证券 | S0100210100002 |
| 文育高 | 华龙证券 | S023051020002 |
| 谢峻 | 东方证券 | S086061020014 |
| 肖玉航 | 九鼎德盛 | A0470200010006 |
| 厉磊 | 金元证券 | S037061020014 |

| 代码 | 名称 | 机构名称 | 研究员 | 最新评级 | 目标价位 | 最新收盘价 | 研究日期 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |

<tbl