

欧洲债务危机阴云不散，美国经济增长乏力，国内加息预期再起。内忧外患之下，A股已经连续下跌五个交易日，短暂的反弹行情是否已经终结？寻底过程还会持续多久？本期《中证面对面》特邀平安证券首席策略分析师王韧和华林证券研究中心副主任胡宇就此展开探讨。

市场继续寻底 回暖须待三信号

□本报记者 钱杰

8月份加息概率不高

主持人：经历此前约一周的反弹后，股市近五个交易日遭遇连续下挫，引发A股连续调整的主要原因是什？

王韧：引发这一轮调整的因素很多。首先是来自基本面的担忧，8月上旬用电量的增速已经回落到6%左右的水平，引发了大家对于未来周期性行业需求的担忧。同时，政策担忧也不时上升，因为上周市场的流动性是前松后紧的状态，央票利率从下半周开始上行，包括银行间回购利率，这对于流动性和货币政策都存在一定的担忧。另外，欧洲债务危机余震，也给国内市场加压。市场将延续阶段性修整的行情，但往下空间不大。

胡宇：就外因来看，从欧债危机到美债危机的扩散，再到全球投资者对救市政策的不信任，这导致全球市场大跌。就内因而言，目前投资者对市场的预期在逐步悲观化，尤其对于经济结构的调整能否逐步转型，拐点何时出现，包括对通胀的担忧。同时，市场供求失

衡也是一个因素，所谓供求失衡就是目前市场新股发行的速度过快，导致二级市场被抑制。

主持人：上周央票利率全线走高，使得加息预期进一步走高。央行近期再次加息概率有多高？

王韧：8月份加息的概率并不是特别高。市场担心加息的主要原因在于央票利率上周上行了8-9个基点。一般来说，连续三周上行之后，央行加息的概率比较高。但从加息操作来看，8月份是最好的时间窗口，因为通胀在顶部。到9月份通胀会回落到5.8%-6.0%的水平，在通胀已经开始回落掉头的情况下再去加息，可行性并不是特别高。我们并不认为8月加息的概率会特别高，即使有一次加息，也应该是在9月初。即使再次加息，其对债券市场、股票市场的冲击将不会特别大，因为后续继续货币紧缩概率降低。

胡宇：现在加息处在两难的位置上，大幅加息可能性不大。但是，考虑到目前对通胀的管理可能还会延续一段时间，下半年加息的可能性仍然存在。从长期来看，加息周期还是一个持续的过程，也将对股市带来长期的影响。从目前来看，经济结构的调整

QE3难当救市大任

主持人：随着近期美国公布的经济数据低于市场预期，投资者关于美国经济二次衰退的担忧进一步升温，怎么看美欧经济增速放缓甚至二次衰退对国内经济和资本市场的影响？

王韧：欧美经济确实面临中长期衰退的可能性，但对国内影响可能有限。它影响中国经济的途径主要是通过进出口，但现在市场对于进出口的预期本来并不是特别高。对我国来说，资金池和资产池跟欧美是完全不同的，从传导效应来说，也不具备直接传导链条。我国未来经济的可持续增长来自于投资和消费，在经济转型和工资上升的大背景下，投资的高增长应该是可以预期的。对于消费这一块，我们觉得也没有必要过度悲观。

胡宇：欧美经济衰退对我国有三方面影响。一是债务危机的影响反映到A股市场、金融市场的波动，这是全球一体化过程的必然结果。二是出口的影响，对我国出口和制造业就业这一块其实是有影响的。我国经济如果从完全依赖外向型转向依赖内向型是需要一定时间的。从目前来看，经济结构的调整

不能完全达到这一目的。短期欧美经济的衰退会导致我们的出口衰弱或减缓，进而带来中小企业的经营困难。三是目前欧美金融危机出现以后，它的救市政策的影响，比如量化宽松对于中国通胀的压力。就目前来说，需要重新判断如果推出QE3，我国会承担多大的热钱冲击和通胀压力。

主持人：两位觉得美国年内推出QE3的可能性多大？

王韧：从理论上说，美国推出QE3是没有必要的。从QE2的阶段来看，它的国债大多数还是卖给了外国的主权国家，他们释放的流动性并没有流到实体经济中，反而催生了全球的泡沫。如果美元继续推出QE3，一方面刺激作用是有限的，另一方面可能会带来比较强的持续负面影响，包括债权债务信用评级。因此，理论上是没有必要的，即使推出QE3，效果也比较有限，跟QE2不可同日而语。

胡宇：要说救市政策，边际效应递减的效果会逐步显现。无论它推出QE3还是扩张性财政政策，对经济的救市效果不会像前几期效果那么明显。它继续推的话，正面效果可能不明显，反而负面效果更重。因此，推QE3不会那么快，只有经济衰退更严重，美国才有

可能推。

寻底或将持续数月

主持人：大盘会否二次探底，击穿前期创下的2437点低点？

王韧：我们认为没有必要过分悲观，因为2437点是在两次突发事件冲击下形成的一个大底。动车事故带来大家对于投资的担忧，美国主权债务信用评级下调所带来的对全球经济前景的担忧，多种悲观情绪的尽情释放铸就了这样一个大底部。现在来看，市场情绪至少比当初是要稳定的，当然它可能会在低位盘整比较长的时间，但持续创新低的概率还是比较低的。总体上，现在往下空间要小于往上空间。

胡宇：大盘还是有创新低可能，2437点没有明显的底部特征。目前从估值角度来说，市场存在结构化失衡，有比较便宜的股票，也有很多业绩和估值存在泡沫的股票。目前股市供求失衡矛盾还没有得到解决。二级市场上股票供应量不断增加，而股票需求却在下降。供求失衡带来的就是估值进一步往下拉低，指数就有可能击破2437点。

主持人：如何判断寻底过程结束，需要哪些信号出现呢？

王韧：我们认为其实现在就是个底部，但可能要磨很长时间，就时间窗口来说可能是三季度末，主要看三个信号：通胀、经济、政策。9月份要等到8月份数据明确下来，因为9月中旬公布8月份的数据，这是一个重要的时间窗口。经济数据8月份会有明显回落，但9月份会企稳。对于政策，至少从现在来看，加息或者上调存款准备金率的需求，9月中下旬肯定会见分晓。这三个确认都共同指向一个时间窗口，即三季度末。

胡宇：首先需要紧缩政策的拐点出现，因为紧缩政策是上半年市场一直下跌的主要原因。如果下半年市场要迎来趋势性上涨行情的话，必须确认这个拐点是否到来。也就是说，是不是可以暂停加息了，如果不能暂停加息或者不能暂停提高存款准备金率的话，恐怕股市反弹没有那么容易。同时，房地产价格一定要下跌，才能带来股市新增资金的出现。如果房价不跌的话，货币供应量其实是堆积在房地产市场的。股市目前的供应量还是有限的，从成交量就可以看出来。

详情请见股事会

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

■ 评级简报 | Report

合肥三洋 (600983)

洗衣机业务发展良好

东北证券指出，上半年公司业绩整体表现较好，成本上涨致毛利率出现下滑。公司上半年实现营业收入17.98亿元，同比增长27.48%，实现净利润1.76亿元，同比增长10.23%，上半年综合毛利率为30.78%，同比减少3.51个百分点。

洗衣机业务继续呈现较好增长，微波炉业务显著下滑。上半年洗衣机和微波炉业务收入分别为16.63亿元和6011.41万元，同比分别增长28.29%和下滑30.29%。毛利率分别为32.16%和18.61%，同比分别减少2.32个百分点和减少17.76个百分点。

出口继续大幅增长，但毛利率下滑明显。上半年公司出口洗衣机完成年度计划的64%，实现销售收入3.22亿元，比去年同期增长97.27%，出口占比达到18.35%，同比上升6.54个百分点。但受出口业务构成及材料涨价等因素的影响，出口毛利率仅为12.16%，同比减少5个百分点。

电机业务已成为新的业绩来源。上半年公司电机业务实现销售收入3272.27万元，毛利率32.92%，已成为公司新的业绩来源。未来随着产能的进一步释放，电机业务将继续成为公司业绩增长的重要看点。

东北证券认为公司2011年-2013年营业收入增速分别为37.98%、23.68%和27.87%，预计EPS(稀释后)分别为0.77元、0.95元和1.21元，对应动态PE分别为14倍、11倍和9倍，估值水平偏低，维持公司“推荐”评级。

黄山旅游 (600054)

游客接待规模扩大

公司2011年上半年实现营业收

■ 窝轮点金 | Warrant

中移动认购证升势可续

□香港智远投资咨询

由于对美国经济复苏和欧元区主权债务危机扩散的忧虑挥之不去，恐慌情绪继续笼罩港股市场。昨日恒指盘中又再次急跌超过三百点，险些跌穿年中低位18868点水平，直到尾盘才在中移动等权重蓝筹的带领下转为升势。不过，整体来看，目前港股呈现出大蓝筹撑盘、二三线股大跌的局面，在这种不稳定的格局下，港股仍存有破底的可能，投资者仍需谨慎。

消息面上，本周影响港股走势有以下一些因素：首先，各大投行相

入67757万元，同比增长18.49%，实现净利润13878万元，比上年同期增长43.42%。德邦证券认为，公司中报业绩优于之前的预期。

受益于国内行业环境向好，公司游客接待规模持续扩大。2011年以来国内旅游市场整体出现景气繁荣格局，尤其是景区景点游客接待数量呈现大幅提升。公司作为黄山景区唯一的经营主体，2011年上半年累计接待入山游客119.78万人次，同比增长10.55%，游客规模和增速均达到了2007年以来的最大峰值。公司拥有的4条客运索道在上半年累计运送游客201.7万人次，同比增长16.8%。游客数量同比大幅增长构成公司报告期内业绩出现向好的首要因素。

德邦证券预计公司2011-2013年摊薄后EPS分别为0.67元、0.82元和0.97元，未来3年复合增长率约为25.6%，若剔除地产业务，公司旅游主业未来3年贡献EPS分别为0.61元、0.70元和0.85元，2011年-2013年动态PE分别为29倍、26倍、21倍，具有较高安全边际，给予公司“买入”评级。

兖州煤业 (600188)

资源版图优势初显

平安证券指出，公司上半年实现营业收入207.6亿元，同比增长33.1%，净利润为50.4亿元，同比增长91.0%，基本符合预期。

业绩增长源于煤炭业务量价齐增。上半年商品煤产量2359万吨，同比增长9.4%，销售煤炭2666万吨，同比增长16.6%，其中充煤澳洲、鄂尔多斯是增量贡献来源，充煤澳洲商品煤产量43.9万吨，同比增长31.2%，产量受洪灾影响略低于预期，充煤鄂尔多斯能化开始贡献产量，上半年产煤130.8万吨。

长江证券认为，公司对终端销售收入的控制，直营店的盈利能力凸显，毛利率的增长，费用的有效控制，促进净利润的快速增长。上半年公司综合毛利率为47%，较上年同期上升了4个百分点。这主要是公司的产品竞争力加强，销售终端管理水平的改进，直营毛利率提升明显。通过我们的测算，毛利率的提高贡献了8286.62万元净利润。

长江证券预计公司2011-2012年的营业收入分别为107.18亿、144.73亿，每股收益分别为1.04元、1.51元，目前股价对应的PE分别为32.64倍、22.48倍，维持公司“推荐”评级。

国际煤炭业务占比位居行业首

位，充分受益于上半年国际煤价的上涨。国际煤炭市场受澳洲共灾影响，价格上涨幅较大。上半年综合煤价为728.9元/吨，同比增长14.5%，其中充煤澳洲综合煤价为1006.1元/吨，同比增长49.3%。

公司“十二五”规划提出“双倍增长”目标，将争取实现煤炭产量增长两倍至1.5亿吨，销售收入增长两倍超千亿元。公司战略布局已逐步成熟，在建项目较多，且仍在不断获取资源，未来成长空间巨大。

平安证券认为，考虑澳元的短期见顶，以及充煤澳洲产量略低于预期，小幅下调2011年-2012年EPS为1.89元、2.20元，当前股价对应市盈率为15.8倍和13.6倍，公司资源版图优势显现，成长空间较大，是具有成长潜力的煤炭公司，维持其“强烈推荐”评级。

美邦服饰 (002269)

上半年毛利率提升

公司上半年实现主营业务收入约37.7亿元，较去年同期增长49%，实现净利润约37636万元，较去年同期的4034万元增长833%，基本每股收益0.37元。

长江证券认为，公司对终端销售收入的控制，直营店的盈利能力凸显，毛利率的增长，费用的有效控制，促进净利润的快速增长。上半年公司综合毛利率为47%，较上年同期上升了4个百分点。这主要是公司的产品竞争力加强，销售终端管理水平的改进，直营毛利率提升明显。通过我们的测算，毛利率的提高贡献了8286.62万元净利润。

长江证券预计公司2011-2012年的营业收入分别为107.18亿、144.73亿，每股收益分别为1.04元、1.51元，目前股价对应的PE分别为32.64倍、22.48倍，维持公司“推荐”评级。

华龙证券 吴晓峰：公司二季度因为

融资余额单日净减8125万元

□本报记者 申鹏

在沪深股市弱势下行的拖累下，上周五沪深两市融资余额净减少8125.94万元，结束了此前4个交易日连续增加的势头。统计显示，当日沪深两市融资买入额为10.76亿元，融资偿还额为11.57亿元，分别较此前一个交易日增加了19.29%和41.10%，融资融券交易整体活跃度有所上升。同时，由于融资偿还额大幅增加，导致两市融资余额出现净减少，整体呈现空方加码”的势头。

华龙证券 吴晓峰：公司沿着冻干机-冻干系统(自动进料、冻干机、隔离器)-冻干工程之路延伸。公司国内市场份额为22%，预计到2012年提升至30%。不过，由于目前市场不确定因素较多，建议等待市场企稳后再介入。

华龙证券 吴晓峰：公司2011年、2012年出口订单可能有快速增长，带动业绩增长，长期看公司在新能源客车方面具有技术与经验优势，目前股价处于箱体震荡，可做高抛低吸。

华龙证券 吴晓峰：公司质地优良，但是投资者需谨防强势股补跌，长期看好该公司的投资者可在该股回调到均线附近进场也不迟。

华龙证券 吴晓峰：公司2011年、2012年出口订单可能有快速增长，带动业绩增长，长期看公司在新能源客车方面具有技术与经验优势，目前股价处于箱体震荡，可做高抛低吸。

华龙证券 吴晓峰：公司质地优良，但是投资者需谨防强势股补跌，长期看好该公司的投资者可在该股回调到均线附近进场也不迟。

华龙证券 吴晓峰：公司质地优良，但是投资者需谨防强势股补跌，长期看好该公司的投资者可在该股回调到均线附近进场也不迟。