



2010.12.14

国泰君安晨报

	王威	万锐
	021-38676694	021-38676911
	wangw@gtjas.com	wanruizone@gmail.com
	S0880209050543	

今日聚焦:

- 外汇局: 打击“热钱”等异常跨境资金流动
- 央行: 把信贷资金更多投向实体经济
- 发改委: 中西部及东北经济增速首次超过东部

目录

要闻点评

- ▶ 一行三会确定明年监管工作重点
- ▶ 央行发行 10 亿元 1 年期央票
- ▶ 季晓南: 今明两年将有 40 家央企实现整体上市

行业与公司信息点评

- ▶ 银行业月报: 银行信贷增长再超预期, 短贷多增是主因
- ▶ 农业行业月报: 政策调控导致农产品价格回落
- ▶ 有色金属行业周报: 基本金属 ETF 与 JP 摩根屯铜推升铜价
- ▶ 房产行业周报 105 期: 销量较十一调控前高点降 30% 后小幅震荡中
- ▶ 证券行业周报: 周交易额持续萎缩, 但全年增长无悬念
- ▶ 九阳股份 (002242) 调研简报: 小电市场份额如期提升
- ▶ 江西水泥 (000789) 调研报告: 江西人均干法超过 900 公斤停批产能

近期研究报告精粹

- ▶ 策略一周: 政策与投机
- ▶ 策略快评: 攻坚——点评中央经济工作会议

债券市场

- ▶ 信用债周报: 企债供给回升, 收益率走平

金融工程

- ▶ 专题报告: 市场窄幅波动, 封基折价率再升

海外市场指数

	收盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
道琼斯	11428.5	0.16	0.58	9.59
S&P500	1240.46	0.00	1.42	11.24
NASDAQ	2624.91	-0.48	1.16	15.68
伦敦 FTSE100	5860.75	0.82	1.57	8.27
香港恒生	23317.6	0.67	0.34	6.61
香港国企	12751.8	0.72	-0.41	-0.33
日经指数	10283.8	-0.10	1.41	-2.49
台湾加权	8736.59	0.20	0.39	6.70

国内市场指数

	收盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
上证综指	2922.95	2.88	2.30	-10.81
深证成指	12905.0	3.57	3.88	-5.80
沪深 300	3261.06	3.13	3.02	-8.80
上证国债	126.22	0.05	0.10	3.16
上证基金	4688.88	2.65	2.34	-1.61
深圳基金	5614.63	2.49	3.62	18.94

期货市场

	收盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
NYMEX 原 油	88.57	-0.05	-0.14	8.55
纽约期金	1397.60	-0.03	-0.81	27.19
LME 铜	9225	2.61	5.19	25.08
LME 铝	2331	1.00	1.13	4.53
BDI 指数	2076	-0.91	-4.73	-30.92
郑糖	6550	3.10	1.27	18.94
郑棉	25065	3.66	0.97	53.44

货币市场

	收盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
美元/人民币	6.66	-0.11	-0.21	-2.41
NDF(一年)	6.50	0.24	-0.07	-2.45
欧元/美元	1.34	1.19	0.16	-6.63
美元/日元	83.47	0.95	-0.96	-10.38
银行间 R007	2.57	3.36	-16.73	64.21
美国 10 年期 国债利率	3.28	0.24	5.03	-14.44

会议记录:

www.askgtja.com

沪市涨幅前五		沪市跌幅前五		深市涨幅前五		深市跌幅前五	
兰州民百	10.05%	*ST 明科	-0.80%	大港股份	10.05%	东阿阿胶	-1.14%
华域汽车	10.03%	江中药业	-0.57%	芭田股份	10.04%	浙富股份	-0.97%
黄河旋风	10.02%	贵州茅台	-0.37%	大禹节水	10.02%	齐峰股份	-0.53%
江西铜业	10.01%	华芳纺织	-0.14%	华东科技	10.01%	普利特	-0.48%
华光股份	10.00%	凤凰光学	-0.08%	天马精化	10.01%	联化科技	-0.44%

要闻点评

一行三会确定明年监管工作重点

央行：增强调控针对性、灵活性、有效性
银监会：打好融资平台信贷风险防范攻坚战
证监会：积极发展场外市场、债券市场和期货市场
保监会：加强偿付能力监管强化保险公司资本约束

央行、银监会、证监会、保监会、外汇局昨日传达了中央经济工作会议精神，并对岁末及明年的重点工作进行了部署。

央行行长周小川提出，积极稳妥地处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系，增强金融调控的针对性、灵活性、有效性，加快推进经济结构战略性调整，把稳定价格总水平放在更加突出的位置。要实施稳健的货币政策，按照总体稳健、调节有度、结构优化的要求，把好流动性这个总闸门，把信贷资金更多投向实体经济特别是“三农”和中小企业，保持经济平稳较快发展。

银监会主席刘明康强调，要认真做好地方融资平台信贷风险的防范化解工作，实施严格的全口径监管，打好攻坚战；坚决制止银行同非银行金融机构之间的不当合作，严格规范信贷资产转让的行为；科学把握信贷节奏，做好信贷结构调整；做好呆坏账核销、拨备和案件防控工作。

证监会主席尚福林表示，要加强市场基础性制度建设，完善市场体制机制，改进市场监管，进一步推动市场改革创新。要加快多层次资本市场体系建设，提高直接融资水平，积极发展场外市场、债券市场和期货市场，进一步理清工作思路和目标，扎实工作，力求取得突破。同时，继续稳妥有序推进岁末年初各项工作，仔细检查今年重点工作完成情况，全面抓好各项工作落实。

保监会主席吴定富强调，要继续推进保险业的战略性调整和转型，继续调整业务结构，进一步促进集约化管理，实现从价格、规模竞争转向产品、服务和管理质量的理性竞争。要强化市场行为监管，使市场秩序有一个根本好转；同时，进一步加强偿付能力监管，强化保险公司的资本约束；加强资金运用监管。

外汇局局长易纲要求，要加强跨境资金流动监管，积极应对和打击“热钱”等异常跨境资金流动，维护国家涉外经济金融安全；完善外汇储备经营管理，努力实现外汇储备资产保值增值。

(东方财富网)

央行发行 10 亿元 1 年期央票

中国人民银行 12 月 13 日发布公告称，将于 12 月 14 日发行 10 亿元 1 年期央票，该期央票发行规模已连续三周维持在 10 亿元的低量水平。本期央票以贴现方式发行，向全部公开市场业务一级交易商进行价格招标。缴款日与起息日均为 2010 年 12 月 15 日，到期日为 2011 年 12 月 15 日。本周公开市场到期资金为 520 亿元，较上周减少 230 亿元。央行上周暂停了 3 年期央票发行，最终连续第四周实现净投放，净投放资金达 640 亿元。此前三周，央行在公开市场分别净投放资金 740 亿元、

540 亿元、380 亿元。

市场人士指出，在目前利率格局下，通过央票回收流动性难度加大。连续四周的净投放，也显示央行近期无力通过公开市场操作回收流动性。在物价压力持续加大的背景下，央行要回收流动性只能通过继续上调存款准备金率。而目前央票收益率远远滞后于二级市场，预计明日央行上调 1 年期央票的利率存可能性。

(中国证券网)

季晓南：今明两年将有 40 家央企实现整体上市

国务院国资委国有重点大型企业监事会主席季晓南昨日在“中国上市公司信息披露指数(2010)”发布会上透露,截至今年 7 月 30 日,中央企业主营业务资产整体上市的已有 24 家,预计今明两年,100 家上市央企中将有 40 家企业整体实现上市。

季晓南表示,建立上市公司信息指数披露具有重要现实意义,有利于国有企业的改革和发展,也有利于国有控股上市公司更好地接受各方面监督。当前,部分国有企业在让渡产权等问题上饱受非议,上市公司通过让渡产权获得更多社会资本,理应接受社会的监督。

季晓南说,要确保国有上市企业信息披露真实、准确,这就要求有体制上的安排,这就需要加快国有企业整体上市步伐。推进国有企业股份制改革已经成为共识,要让有条件的国有企业尽可能上市,成为公众公司。

(和讯网)

行业与公司信息点评

银行业月报：银行信贷增长再超预期，短贷多增是主因

11 月货币增速依然偏快：M1 和 M2 分别同比增长 22.1%、19.5%，M1 增速与上月持平，M2 增速较上月略升 0.2 个百分点。

11 月新增人民币贷款 5640 亿元,再超预期;预计 12 月新增 RMB 贷款 3000 亿元。前 11 个月新增人民币贷款(7.44 万亿元)已接近全年 7.5 万亿目标,监管窗口指导将加强,预计 12 月新增人民币贷款将控制在 3000 亿元左右,全年新增人民币贷款 7.75 万亿元。

票据融资余额续降,信贷需求仍较为旺盛:11 月票据融资余额减少 156 亿元,票据融资占比略降至 3.1%。一般性贷款新增 5796 亿元,同比多增 1763 亿元。其中企业中长期贷款增量继续回落,短期贷款增长加快。

居民存款小幅回流,企业存款大幅增长。11 月新增人民币存款 5924 亿元,其中居民存款小幅增加 1332 亿元,企业存款增加 5737 亿元。

上调存款准备金率仍是回收流动性最直接有效的货币政策工具。自 10 月 11 日以来央行已三度上调法定存款准备金率 0.5 个百分点,对大行的要求已达 18.5%。但由于恰逢之前对 6 家银行 0.5% 的差别存款准备金率到期,本次上调对银行体系流动性的实质性影响较小。目前的经济和通胀环境已具备进一步加息基础,不排除元旦前后加息,但高层在时点选择上会综合考虑通胀、经济增长及外资流入压力。与之相对,准备金率的使用将更加频繁,预计 2011 年可能达 22%。

银行业观点更新：维持银行业中长期增持，短期适度谨慎的观点。

近一个月央行连续上调存款准备金率，对银行盈利有小幅负面影响，同时部分调控政策仍不明朗，因而短期内银行股可能维持震荡，但已逐步进入战略性建仓阶段。一方面，市场前期的调整已在较大程度上反映了对未来货币政策紧缩的担忧；另一方面，11月信贷数据也继续印证了银行较为强劲的基本面，银行股目前估值接近历史底部（大行已达到底部），盈利持续稳健增长，中长期投资价值凸现。2011年银行股投资应注重三条主线，首推：农行、招行、南京。

（伍永刚 王丽雯）

农业行业月报：政策调控导致农产品价格回落

近期农产品价格普遍回落。在通货膨胀压力加剧，国16条多个条文明确指出要稳定农产品价格的背景下，本月农产品价格出现普遍回落。

今年以来涨幅最大的白糖和棉花下跌最深，期货价格下跌15%和12%，其余如大豆和玉米也有5%和2%的跌幅。

2011年农产品价格仍将温和上涨。政府政策调控使农产品快速上涨势头放缓。临近年底，在“一号文件”，政府农村工作会议，粮食最低收购价格等一系列农村政策出台之际，维持农产品价格相对稳定是政府所希望看到的现状。从明年来看，支持农产品价格上涨的几大因素（生产成本，耕地面积等）仍然存在且有效，我们对2011年农产品价格保持乐观态度。

对年底肉类和海珍品消费乐观。在政府调控物价的背景下本月猪粮比为6.77，生猪收购价为14.09元/公斤，海参价格为200元/公斤，涨幅有所放缓。部分地区出现疫情导致生猪出栏量加快，增加市场供应。在元旦春节等传统佳节来临将拉动肉类和海珍品市场的消费，我们对价格保持乐观态度。

USDA上调全年生产库存预估值。本月数据显示，全球2010/11年度生产消费库存预估值分别为21.87/22.44/4.33亿吨，相比上月分别上调797/204/363万吨。其中全年小麦生产量由于EU-27，澳大利亚等国的增产预期抵消了对于俄罗斯的减产预期，本月上调362万吨，全年产量预估达到6.47亿吨。

（秦军 傅佳琦）

有色金属行业周报：基本金属ETF与JP摩根屯铜推升铜价

近期观点：我们判断本周有色板块会延续反弹走势。铜ETF成立和摩根大通屯铜的传言加剧铜的供应短缺预期，短期可能刺激铜价上涨。另一方面，中国再次提高存款准备金率，短期内加息的担忧降温，A股市场整体下周会迎来下跌后的反弹行情。我们看好的金属为铜和铅，我们延续上周的五股丰登推荐，包括铜陵有色、江西铜业、辰州矿业、新疆众和、富龙热电。

铜ETF推出短期强化铜投资需求，长期加剧铜价波动。铜ETF的成立给投资者投资铜带来很大便利，在扩张过程中必将增加铜的投资需求，据Deutsche Bank测算，铜ETF料吸收30-40万吨的铜供应，相当于全球精炼铜需求量的2.2%，从而加剧铜的短缺，提升铜价。长期看，投资性的铜存量流动性大，对铜价造成更大的波动。

行业及公司要闻点评：中国11月CPI再创年内新高，存款准备金率上调0.5%；美国两党达成一致，个税减税政策延长两年伦敦ETF拟推出基本金属上市交易产品，将有力推动金属价格上升印度寻求将2011年加工精炼费提高70%。

金属数据变动提示：

铜：受基本金属ETF事件影响，铜价再创新高

铝：进口氧化铝、煤炭价格下跌，电解铝原材料价格差小幅反弹

铅: LME 现货贴水缩窄, 长江铅价表现弱于外盘

锌: LME 现货贴水接近 0, 国内外库存仍高

其他金属: 贵金属价格冲高回落; 钨、锑暂停上涨势头; 钼铁矿、锆锭继续走高。

(桑永亮 蔡鼎尧)

房地产行业周报 105 期: 销量较十一调控前高点降 30%后小幅震荡中

目前整体销量比十一调控前高点下降约 30%, 近期处于下降后小幅盘整的状态。整体行业基本面还可以, 尚未出现明显调整, 土地市场目前仍保持较高的温度。接近年底, 2010 年全年一线城市的成交均价来看, 基本表现为走平, 部分区域受政府控制高价盘入市等原因表现为走低, 二三线城市全年呈较明显的上升态势。

本周一手房销量整体环比下降 5%, 其中一线城市环比下降 7%, 二线城市下降 4%。武汉本周表现较好, 环比上升 45%。本周一手房销量整体同比下降 25%, 其中一城市均同比下降 24%、二线下降 25%。本周只有武汉同比仍是上升的, 其余均下降, 成都、苏州、杭州、南京、北京的同比降幅在 30%以上。从年初至今的累积同比来看, 武汉、重庆表现最好, 同比下降幅度在 10%以内。本周二手房销量环比上升 1%, 同比下降 54%。本周深圳二手房环比上升 35%, 北京、杭州、天津等城市小幅略降。

房价经历前期普遍止跌并小幅上涨后开始盘整, 尚无明确优惠促销。目前一二线城市相对 2010.1.1 的房价整体涨幅为 3%, 其中一线城市下降 9%, 二线上升 20%。本周 8 个城市整体成交均价仍在高位波动, 本周环比下降 3%, 其中本周一、二线城市均下降 3%。

整体可售量目前还处于低位区域, 行业库存压力仍较低。库存可售量相对 2010Q4 最低点上升 28%, 去化时间由 12 个月下滑至 6 个月。

因政策风险逐渐释放后估值企稳, 地产板块估值具有投资吸引力。A 股主流开发商估值 10 年 PE 14 倍左右, 11 年 10 倍, 年初均价下 RNAV 折价 17%。一线地产 10 年 PE13 倍, RNAV 折价 25%; 二线地产 10 年 PE 15 倍, RNAV 折价 10%。出租类 10 年 17 倍, RNAV 折价 19%。

目前行业基本面还未出现较明显的调整, 我们认为行业政策面是行业估值的天花板, 而基本面的调整可以真正打开行业估值的天花板。在行业基本面尚未调整、政策天花板尚未打开之前, 行业股价走出阶段性的锯齿形震荡可能性更大, 行情以阶段性反弹为主。

我们继续维持行业中性 and 标配建议。预计在 2011 年上半年甚至更长时间基本面与政策面处于相持阶段, 板块存在超跌反弹阶段性投资机会, 行业中性; 下半年甚至更晚时间基本面向下调整且逐渐恢复, 板块存在趋势性投资机会, 行业可以增持。**继续推荐我们 09 年首创的“X+地产”模式组合龙头公司: 中国宝安、新湖中宝、深天健、胜利股份、福星股份、建发股份等公司。**

(孙建平 李品科)

证券行业周报: 周交易额持续萎缩, 但全年增长无悬念

行业表现: 本周证券行业指数收益率 1.23%、相对于沪深 300 指数的超额收益率 +1.1%, 持续跑输指数的情况得以改观。今年以来收益率-34.8%; 超额收益率-24.3%。

经纪业务: 周股票基金交易额 9,995 亿元, 创下近 3 个月来的新低; 日均股基交易额 2,034 亿元、环比减少 19%, 持续 4 周萎缩, 且已低于全年平均的交易水平。迄今为止, 12 月份日均股基交易额 2,095 亿元、环比减少 45%、同比减少 9%。4 季度以来日均股基交易额 3,574 亿元, 这也是历史新高, 环比增加 42%、同比增

加 79%；2010 年以来，日均股基交易额 2,293 亿元、同比增加 2.4%。

承销业务：本周 IPO 发行 7 家，筹资额 78.8 亿元、较上周增加 8.3%；股票公开发行人承销额环比增加 1.6%。12 月共完成股票公开发行 120 亿元。今年以来完成公开发行 6,198 亿元，较上年全年增加 177%。本周企业债发行 10 家、筹资额 120 亿元；公司债发行 1 家、筹资额 20 亿元。企业债券总筹资额 148 亿元、较上周增加 155%，持续三周低迷的态势有明显改观。12 月份企业债券发行 206 亿元、已比上月多 14.4%。2010 年来企业债券发行额 5,208 亿元、相当于去年全年的 96.2%。

创新业务：截至 12 月 10 日，融资融券余额 104.2 亿元、为 A 股流通市值的 0.055%，本周融资买入额合计 34.1 亿元、环比增长 23.1%，占本周常规交易的 0.341%、较上周显著提升。股指期货本周累计成交额 9,581 亿元、环比增加 3%，为 A 股交易额的 96%。股指期货启动以来，交易额达 38.1 万亿元，日均成交额 2,399 亿元，为 A 股交易额的 103%。

行业与公司动态：15 家券商发布 11 月份业绩简报，上市券商当月共实现营业收入 133.7 亿元，净利润 67.9 亿元，按可比口径(扣除中信和山西)环比分别减少 20% 和 36%。低于预期。在交易额大幅增长的情况下，业绩不涨反跌，应该是佣金率继续快速下滑以及自营收益不佳所致。

投资策略：11 月份上市券商业绩低于预期，自营收益率下滑以及佣金率继续快速下降应是两大因素。而从全年来看，这两大因素也将使上市券商业绩同比下滑 20% 左右。但我们认为，市场规模扩张推动交易额持续增长、规范竞争使得佣金率下降风险基本释放完毕、以及管制放松加速创新业务成长，都将使得明年证券行业业绩触底回升。因此仍维持行业的增持评级。

选股思路：维持对行业个股“一点两线”的选股思路。

以辽宁成大为为首的广发系仍是我们的首推。成大目前拥有的券商股弹性待显现；而油则将是公司未来的身家维系，在新疆项目启动之后，成大的油业务将面临规模化拐点，资源属性待显。

仍延续两大思路来选股：（1）估值优势&融资融券驱动：中信/国元/海通等已具备明显的比价优势，估值安全边际高，受益于融资融券及转融通的加速推进，投资价值明显；（2）业绩弹性：宏源/长江在弹性较大券商中具备估值优势。

（梁静）

九阳股份（002242）调研简报：小电市场份额如期提升

我们前期重点提示，关注九阳小电实力的增强，可通过市场份额的提升来印证。目前，这一观点正在逐步得到印证：

10 月电压力锅份额提升至 12.7%，9 月央视广告开始投放时达到 13.5%。10 月市场份额比 4 月提升 5.7 个百分点，其中单店零售额份额上升 4.3 个百分点至 11.8%，小电品牌实力增强已成为份额提升的主要动力；进店数量金额覆盖率分别上升 26% 与 12%，达到 73% 与 93%，渠道拉动仍有贡献。

10H1 公司电压力锅市场份额在 6.7%-9.0% 之间，平均约 7.4%。估计 10H2 平均市场份额约 12.0%，到 11H1 有望上升至 15% 左右，市场份额同比翻番。考虑电压力锅行业 30% 左右增长，11H1 公司电压力锅收入增幅有望达到 150%，有望拉动 11H1 销售收入增幅达 10 个点。以全年 14% 份额计，电压力锅可拉动 11 年收入增长 5 个百分点以上。

10 月开水煲和电磁炉的市场份额分别为 13.7% 与 14.2%，比 6 月（10H1 高点）分别高出 2.5 个百分点左右。如果预期明年全年提升到 15% 左右，那么市场份额的提升亦能够分别贡献其明年增长 33% 与 20%。

我们调高对公司未来小电销售增长的预期。由于小电毛利率与费用率都比较低，整体毛利率与费用率会有向下的趋势。参照行业水平，即使不考虑豆浆机差异化溢价，仅小电的净利率有望维持在 10% 以上。

豆浆机份额稳定在 62%-63% 之间。从近几个月的价格变化来看，300 元以下机型占比从 5 月的 14.6% 一路提升至 9 月的 20.6%，反映低端市场竞争较为激烈。九阳能够保持较稳定的市场份额，因公司要求每个终端必须展示无网系列，强化在低端领域的竞争力。这略微影响了公司三季度毛利率，但相应费用率也较低。

看好明年豆浆机新品推出。系列新品每年推出一次，细分型号的推出较为灵活。我们相信公司明年仍能推出类似今年营养王系列的亮眼新品，使公司维持较好的份额与增长，拉动产品结构恢复高端化。

商用机推广顺利，带动豆料销售。以 09H2+10H1 销售商用机 0.75 亿元计算，对应豆料需求近 2 万吨，可预期未来豆料销售过亿。

我们坚持关注公司的业绩弹性，今年利润增长慢于收入主要源于税率变化。基于小电表现或超预期，我们维持 2010 年 0.85 元的业绩预测，略调高 2011-2012 年 EPS 分别至 1.09 元 (+0.03 元) 与 1.30 元 (+0.02 元)，维持“增持”评级。

(方馨)

江西水泥 (000789) 调研报告: 江西人均干法超过 900 公斤停批产能

江西省今年投产了约 6 条左右生产线，淘汰 160 万吨落后，预计年底水泥产能 7500 万吨左右，其中新干法水泥占比 75%，落后产能约 1855 万吨。

预计今年水泥产量约 6522 万吨，产能利用率约为 88%，富余 897 万吨。从目前信息看公司判断明后年最多有两条生产线投产或很难实质性建设，未来淘汰落后产能规模大于可能投产规模。江西人均新干法孰料产能预计年底数据为 967 公斤、超过 900 公斤国家线，根据最近颁布的《新水泥行业准入条件》停止核准新建扩大水泥项目。南方 2000 万吨、海螺 800 万吨、亚东 800 万吨、公司 1600 万吨，四大企业合计约占市场 60%。

公司水泥 60% 为农村市场、10% 左右为房地产市场、30% 为基础设施重点工程。江西城镇化率 43%、人均 GDP 2500 美元左右，未来水泥需求仍将继续增长。预计今年公司合并产量 1600 万吨左右，权益产量 900 万吨，明年合并产量 1800 万吨，权益产量 1000 万吨。江西省周边临近福建、安徽、浙江，为水泥净流出区域，受益周边地区限电拉动江西水泥价格大幅增加，目前水泥价格较 9 月底上涨了约 58% 左右，估计公司前 11 个月产品综合售价约 256 元左右、12 月水泥均价 330 元左右，今年均价约 263 元左右。受暴雨洪灾和农村市场对于今年木春房屋施工少影响，前 3 季度亏损，预期受最近价格拉动，全年 EPS 有望实现 0.40 元以上。

公司判断明年水泥价格均价将高于今年 20 元以上，预期 2010-12 年 EPS 0.4、0.9、1.2 元，同增 142%、124%、35%，建议谨慎增持，目标价格 14.45 元。股价未充分反映江西停批生产线的带来的业绩高弹性利好因素。明年 3 月十二五规划新农村建设、建材下乡扩大主题性机会龙头公司。

(韩其成)

近期研究报告精粹

策略一周: 政策与投机

策略一周的定位在于关注市场中的短期现象，作为月度行业配置的补充，希望能够

通过探讨切身所见、切身所闻，及时跟踪市场短期的热点以及风格转换，也从实证检验中不断完善自上而上的策略逻辑。

山东产蒜大省炒作参与者涉及到了各行各业，可以说，这是一个政策推动经济的时代，这也是一个政策释放流动性压迫投机的时代，我一直都相信多元参与主体的股票市场应该是最理性的，这也从另一个角度释疑了大小盘估值的持续分化，在这种氛围中，看似不合理的投机却是最合理的。

过去一年 A 股市场表现最差的是钢铁、房地产、化工，其原因是 2010 年的中国经济就雷同于指数在 2300-3200 的区间震荡，政策对于经济的引导力的确会使得经济在不低的低点企稳，却也会使得经济反弹在不高的高点就会出现诸多矛盾，类似我们现在所面临的通胀压力，房地产是矛盾的焦点，而钢铁、化工中游行业却是矛盾的体现方式。

在 2000 年之前上市的所有股票其总市值现在与 2000 年 1 月 1 日相比，仅仅增长了 1.96 倍，虽然说我们的总市值伴随着银行股、中石油的近期上市扩张速度开始变快，但是在 2000 年之前上市的 800 多只股票整体成长性真是一般，A 股的投资路径起码从结果来说更适合投机。在这十年中，我们的 GDP 名义值扩张了 3.8 倍，M2 为 5.2 倍，房地产价格涨了直观上有 5-6 倍。

关注经济指标/主题:

行业配置方面，维持上上周的大、小均衡配置，电子、食品饮料、银行、保险以及煤炭。鉴于进入冬季以来，山东、江西、河南均出现了较大面积的干旱，联想到中央经济工作会议当中对于水利工程建设也会持续强调，值得关注。

策略选股：刚刚开始接手原伐谋周刊的选股“牛奶”，暂时先借专项策略的九大金股一用。

(钟华)

策略快评：攻坚——点评中央经济工作会议

我们在 11 月 30 日的策略快评《市场短期风险何时变化》中提示投资者参与年底行情的战术性建仓机会已经来到，中央经济工作会议将会让投资者暂时释怀。现在中央经济会议文件已经公布，通过学习文件，我们发现了一些资本市场可能会关注的焦点，这些对于研判宏观政策、产业政策，推测市场走势和投资机会或许会有帮助，总结如下：

1. 中央判断世界形势的主要矛盾不再是复苏，而是转折，时不我待，必须抓住这一时期的特点，加快转型，壮大自己，抢占高点。
2. 从国内来讲，资源和社会的压力也中央意识到了转型已经箭在弦上，不得不发了。所以，用节能减排的绿色经济来应对资源压力，用民生的实事来应对社会压力，稳增长、控通胀是为了营造出和谐的缓解来调结构。
3. 宏观政策积极稳健，重点在财政政策的调节作用和货币政策的流动性闸门作用。财政的支出和税收政策都会面临变化，中央也展示了一定的推动力，这将成为调结构和惠民生的重要工具。货币政策的“调节有度”至少在一段时间内有效，这意味着控量的货币政策工具将会相对更多地使用，短期内大幅紧缩的担忧可以消除，但信贷“实体化”以及扩大直接融资恐怕意味着明年对于虚拟经济的流动性而言是一轮小年。
4. 在产业政策上，战略性新兴产业（包括制造和服务）、绿色经济产业、农村基础设施成为了工作重点。消费产业的重点转移到居民消费能力的提升，所以明年的大机会应该不在大消费，不过成为支柱产业的文化产业有望在消费中异军突起。
5. 曾经的支柱产业房地产，着墨不多，不过住房保障体系化，或许意味着房地产调控的长期化，而中央也淡化了城镇化对于内需的依托作用，我们猜测中央意图将

房地产的支柱作用慢慢地淡出视野。

整体而言，借用中央文件中一句词语，改革真正进入“攻坚”阶段，中央对于调整经济结构的动力毋庸置疑，但是对于处理稳增长和控通胀（是惠民生的一部分）之间的关系，并没有明确，这对于短期市场有利，但是对于明年通胀的形势却并不那么乐观，让市场存在中期风险。

（张晗 王成）

债券市场

信用债周报：企债供给回升，收益率走平

上周市场资金面继续宽松，回购利率出现大幅下跌。12月财政存款集中释放和大量增加的外汇占款，以及差额准备金到期，而公开市场操作基本丧失回笼能力，上周五央行再次提高存款准备金率已回笼流动性。

回购利率大幅回落，但紧缩预期压制债市表现，短端利率小幅上行。配置需求释放继续利好中长债，中长端利率略有下降，利率曲线继续平坦化。

对于中长债的发行，我们维持上周观点，短期内中票发行量大幅回升可能性较小，而发改委正式规范地方投融资平台发债标准后，企债发行量有望持续回升。

市场流动性好转降低了资金成本，但利率曲线平坦化抑制短融表现。我们认为下一步紧缩政策出台时，短融或迎来较好的配置时机。

基于中票供给下降以及5年期高等级中票信用利差处于历史高位，我们继续建议投资者关注此类中票。

交易所信用债难以看到明显的机会，其整体信用利差持续下滑，目前处于历史低位。未来交易所信用债信用利差面临上行压力，一是货币政策转向和连续的政策调控使房地产公司资金面趋紧，个别信用事件可能导致信用利差全线扩大，二是明年上半年企业债发行有望再次提速，供给压力将推动信用利差上行。

我们认为交易所信用债的投资机会仅限于部分品种，比如可回售的公司债和城投债，离回售日的期限大约在2-3年，收益率在5-6%，另外仍可关注非地产公司债08金发债和消费行业企债08奈伦债。

（黄纪亮 袁新钊）

金融工程

专题报告：市场窄幅波动，封基折价率再升

全周上证指数、沪深300和深证综指回报率分别为-0.05%、0.12%和-0.31%，中证100、200和500指数的回报率分别为0.54%、-0.62%和-1.20%，中小盘股继续领跌。行业方面，建筑行业、采掘行业、金属非金属、信息技术和电子行业录得正回报，其中建筑行业、采掘行业和金属非金属板块涨幅超过1%。木材家具、农林牧渔和综合行业领跌。本周股票方向基金净值表现分化还是较为显著。

本周封闭式基金跟随大盘先抑后扬。上证基金指数和深证基金指数区间回报率分别为-0.13%和-0.05%。本周基金市场总计成交59.99亿元，比前周再次减少一成。

瑞福进取的参考净值为0.767元，其折价率为7.69%；大成优选和建信优势动力的折价率分别为8.35%和13.45%。封闭债基中，溢价率最高为富国天丰，溢价0.29%，

信诚增强折价 5.63% 居末。同庆 A 和同庆 B 分别折价 1.84% 和折价 18.76%；瑞和小康及瑞和远见分别折价 3.26% 和溢价 1.83%；估值优先和估值进取分别折价 3.72% 和折价 11.75%。合润 A 及合润 B 分别溢价 2.80% 和折价 3.89%。银华稳进和银华锐进分别折价 2.33% 和溢价 2.10%。双禧 A 和双禧 B 分别折价 4.24% 和溢价 7.51%。申万收益和申万进取分别折价 7.84% 和溢价 10.63%。汇利 A 及汇利 B 分别折价 5.35% 和溢价 14.83%。景丰 A 及景丰 B 分别折价 5.67% 和溢价 2.36%。老封基的折价率本周继续上升，为 13.62%。大盘封基中折价率最高为鸿阳的 22.19%，最低的裕阳为 6.04%。裕泽的折价率为 3.09%。

本周封闭式基金折价率继续走高，有 11 支基金的折价率在 15% 以上。临近年末，封基 2010 年分红能力基本上水落石出，只有在最后三周市场大幅拉升的前提下，封基分红能力才有可能得到显著提升(并不一定提升，取决于基金对浮盈或浮亏的兑现情况)。而部分机构资金出于年底结账需要，对某些封基进行了一些套现也是最近市场承压的原因。在整体分红能力大局已定，业绩和折价的综合考量是近期选基的重要因素。在分级基金中，部分基金的整体折价水平已具有吸引力，看好后市的投资者对其中的高杠杆级别可以重点关注。

我们策略的 2011 年观点是：09 年 8 月以来形成的增长、通胀的股价压力通道与 10 年三季度形成经济回升与流动性充足的股价上升通道，在 11 年前两个季度将形成冲撞。从明年前半期的三要素看，均不支持 10 年三季度形成的经济回升和流动性充足的观点，明年一季度压力通道的乐观预期象限可提供股市的底部支撑；而下半年伴随经济进入稳态，上升通道的中性区间可以提供引导。重点推荐行业为先进装备制造、信息通讯设备、建筑建材、商业零售、物流运输、保险、房地产。对基金选择的启示而言，行业和风格的均衡配置是相对较优的策略。

(吴天宇)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		