



2010.10.19

国泰君安晨报

	钟华	潘文雨
	021-38674602	021-38676539
	honghua008457@gtjas.com	panwenyu008431@gtjas.com
	S0490209010197	

今日聚焦:

- 五中全会: 着力保障和改善民生 合理调整收入分配
- 国务院强调加快发展战略性新兴产业
- 经济运行料放缓 “十二五”重心转向内需
- 房产税会签工作接近尾声 分类征税成趋势

目录

要闻点评

- 五中全会: 着力保障和改善民生 合理调整收入分配
- 国务院强调加快发展战略性新兴产业
- 经济运行料放缓 “十二五”重心转向内需
- 房产税会签工作接近尾声 分类征税成趋势
- 云南推动上市公司并购重组

行业与公司信息点评

- 煤炭行业 10 月报: 景气回升搭台, 资源属性唱戏
- 证券行业周报: 周日均成交额创新高, 转融通预期明朗
- 宏源证券 (000562): 业绩持续超预期, 投资价值显现
- 华泰证券 (601688): 经纪业务弹性突出
- 建筑行业周报: 葛洲坝、中建、中化、铁建、亚夏业绩好于预期
- 房产行业周报: 销量逐渐下滑, 阶段性反弹行情可持续
- 首旅股份 (600258) 深度报告: 等待价值体现

近期研究报告精粹

- 10 年 4 季度宏观策略报告: 住行产业仍将推升经济增长
- 专项组: 伐谋周刊 (10B) 市场问答和千年极寒
- 策略快评: 一年的策略总结和感悟
- 基金投资者: 业绩分化史无前例, 基金调仓需要使得风格仍有望延续

债券市场

- 10 中铁 G3 & G4 发行分析
- 债市周报: 长债企债仍需观望, 银行转债仍能配置
- 含权债券双周报: 正股估值恢复延续, 银行转债趋势不变

海外市场指数

	收盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
道琼斯	11143.6	0.73	1.21	6.86
S&P500	1184.71	0.72	1.66	6.24
NASDAQ	2480.66	0.48	3.26	9.32
伦敦 FTSE100	5742.52	0.69	1.24	6.09
香港恒生	23469.3	-1.21	1.13	7.30
香港国企	13420.3	-1.42	3.62	4.89
日经指数	9535.86	0.39	1.57	-9.58
台湾加权	8060.54	-1.76	-1.42	-1.56

国内市场指数

	收盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
上证综指	2955.23	-0.54	4.01	-9.82
深证成指	12649.2	-0.91	2.23	-7.67
沪深 300	3306.16	-0.65	4.21	-7.54
上证国债	126.68	0.03	0.03	3.54
上证基金	4705.33	-1.57	1.81	-1.27
深圳基金	5257.39	-2.35	-3.27	11.37

期货市场

	收盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
NYMEX 原油	83.12	0.05	1.78	1.88
纽约期金	1369.50	-0.19	1.69	24.64
LME 铜	8443	0.51	1.85	14.48
LME 铝	2410	1.39	0.42	8.07
BDI 指数	2756	-0.22	2.26	-8.29
郑糖	6142	0.23	5.42	17.35
郑棉	24545	-1.05	2.44	52.55

货币市场

	收盘 (点)	涨跌幅 (%)		
		1 日	5 日	本年
美元/人民币	6.64	-0.05	0.36	-2.68
NDF(一年)	6.41	0.07	0.83	-3.81
欧元/美元	1.40	0.46	1.18	-2.50
美元/日元	81.23	0.02	0.96	-12.79
银行间 R007	1.96	0.94	0.01	24.87
美国 10 年期 国债利率	2.51	0.00	3.15	-34.65

沪市涨幅前五		沪市跌幅前五		深市涨幅前五		深市跌幅前五	
--------	--	--------	--	--------	--	--------	--

包钢股份	10.14%	东方金钰	-10.02%	赣能股份	10.04%	海亮股份	-10.02%
重庆钢铁	10.12%	新农开发	-10.01%	锦龙股份	10.03%	中钢天源	-10.02%
中国中铁	10.06%	百利电气	-10.01%	大冶特钢	10.02%	九安医疗	-10.01%
北京城建	10.03%	中国玻纤	-10.00%	三环科技	10.01%	湘潭电化	-10.00%
申通地铁	10.01%	云天化	-10.00%	精诚铜业	10.01%	路翔股份	-10.00%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

要闻点评**五中全会：着力保障和改善民生 合理调整收入分配**

中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议将于昨日落下帷幕。会议提出，要着力保障和改善民生，合理调整收入分配关系，努力提高居民收入在国民收入分配中的比重、劳动报酬在初次分配中的比重。

(新浪财经)

国务院强调加快发展战略性新兴产业

中国政府网 18 日公布了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，现阶段将重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物等七大新兴产业，到 2015 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右。国务院提出，现阶段要重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。到 2015 年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右。到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15% 左右，吸纳、带动就业能力显著提高。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业。再经过十年左右的努力，战略性新兴产业的整体创新能力和产业发展水平达到世界先进水平，为经济社会可持续发展提供强有力的支撑。

(新浪财经)

经济运行料放缓 “十二五” 重心转向内需

国家统计局将定于本月 21 日公布中国第三季度 GDP 数据，目前多位经济学家及多家机构均表示，中国 GDP 增速将逐季回落，经济运行将温和放缓，预计三季度 GDP 增速将放缓至 10% 之内。专家表示，未来中国宏观经济政策将保持稳定，经济增长重心将转向内需。

“中国经济运行将温和放缓；中国进出口增速将明显放缓，2011 年的增速将达到非常低的水平。”清华大学中国与世界经济研究中心(CCWE)在 16 日发布《2010 年第三季度中国宏观经济预测与分析》中作出趋势性预测：中国 GDP 增速 2010 年在 10% 左右，2011 年则回落至 9.5% 左右。

(上海证券报)

房产税会签工作接近尾声 分类征税成趋势

财政部、国税总局、住房和城乡建设部在“十一”长假后联合启动了对房地产税会签的相关程序，并已接近尾声。据悉，上海与重庆的试点方案不尽相同。据了解，目前上海和重庆的房地产税改革试点方案，均已报备至上述三部门。与此同时，记者获悉，国税总局也已拿出了一套房地产税改革的试点方案。全国工商联住宅产业商会会长聂梅生亦证实，房地产税试点改革工作在数月内就将展开。

(和讯网)

云南推动上市公司并购重组

云南证监局局长范辉日前指出，云南上市公司要从大局出发，把握政策机遇，正确认识自身的不足，充分挖掘自身优势，借助资本市场平台，通过有效开展并购重组实现跨越式发展。并购重组日益成为云南企业利用资本市场做优做强的途径，对实现国有控股集团的产业整合和结构调整战略的作用更加显著。在推动上市公司并购重组的同时，要加强对相关法律法规的学习，时刻以规范为念，决不触犯内幕交易的高压

线,要加强制度建设,确保监督落在实处。

(中国证券报)

行业与公司信息点评

煤炭行业 10 月报: 景气回升搭台, 资源属性唱戏

9 月煤炭产量出现环比下降。9 月当月煤炭产量 2.72 亿吨, 环比上月减少 9.9%, 较上年同期增长 4.9%。1-9 月份累计煤炭产量 24.42 亿吨, 同比增长 17.2%, 净增量为 3.61 亿吨。

库存回落, 港口库存降幅较大。8 月底煤炭库存 2.06 亿吨, 较年初增加 4813 万吨, 较上月减少 888 万吨, 较去年同期增加 3838 万吨。从环节库存变化来看, 生产和消费环节变动程度相当, 中转环节下降幅度较大, 主要是由于 8 月份港口库存较 7 月减少 404 万吨, 降幅 16.9%。

国际煤价回落, 动力煤进口减少, 焦煤进口出现反弹。8 月份澳大利亚、南非煤价均有所下降, 8 月份动力煤进口 347.2 万吨, 环比下滑 20%, 其中澳煤进口量大幅下滑 64.9%; 7 月焦煤进口 387.6 万吨, 环比下降 23.2%。

价格上涨已经箭在弦上。4 季度进入煤炭生产旺季与矿难高发季, 近期的安全检查以及平禹煤电瓦突事故必将收紧供给, 而动力煤旺季储备、焦煤需求也进入生产旺季, 煤价全面上涨趋势已基本形成。异常气候可能成为导致煤价上涨超预期的意外因素, 由于供给链的脆弱, 异常气候对运输的影响远远大于需求。

维持增持评级。根据历史经济周期规律, 大宗商品的上涨是实体经济繁荣后的虚拟表现, 煤价在每轮周期几无例外是最后上涨的大宗商品, 而本轮全球范围内的信用货币扩张可能导致资源品的价格涨幅超过预期, 煤炭股未来将维持景气回升搭台, 资源属性唱戏的局面, 其表现基于供需但超越供需, 主要体现在估值的提升。维持行业增持评级。

建议从资源角度选择公司: 经历前期上涨后, 目前阶段建议从资源价值角度选股, 我们看好露天煤业、大同煤业、盘江股份、国投新集、潞安环能、西山煤电、平煤股份。

(杨立宏)

证券行业周报: 周日均成交额创新高, 转融通预期明朗

本周(10.11-10.15), 沪深 300 指数上涨 9.31%, 券商行业上涨 24.51%; 强于大盘。参股券商上涨 9.43%, 同样强于大盘, 但明显弱于纯券商股。

经纪业务: 本周日均股票基金成交额为 4178 亿元、环比增加 103.2%, 创历史周成交新高。2010 年以来, 市场日均股票基金成交额为 1961 亿元。本周日均换手率 2.54%、较上周增加 88.4%。流通市值为 16.9 万亿元、较上周增加 9%, 换手率与流通市值的增加均是成交额提升的主要因素。

投行业务: 本周完成 4 单 IPO 发行, 募集资金 40.6 亿元, 上市券商中国金、西南、广发均有项目完成。本周完成 1 单公开增发, 募集资金 29.4 亿元, 今年以来完成公开发行业 4511 亿元。本周完成 9 单企业债发行, 募集资金 250 亿元。今年以来共发行企业债券 4431 亿元。

创新业务: 截至 10 月 15 日, 融资、融券余额分别为 51.4 亿元与 0.35 亿元, 分别较上周末增加 7.7%与 72.5%, 本周融资买入额合计 46.8 亿元, 占本周常规交易的 0.23%。股指期货本周累计成交额达 11820 亿元, 占现货交易的 57%。股指期货成立以来成交额达 27.7 万亿元, 日均成交额 2335 亿元, 占现货交易的 121%。

行业与公司动态: 中国证监会主席尚福林近日在《中国金融》杂志撰文指出, 稳步扩大融资融券试点范围, 适时推出与证券公司融资融券业务相配套的转融通业务, 完善市场交易和运行机制。转融通不仅标志着融资融券规模化拐点已临, 而且意味

着券商可以使用杠杆,这对行业具有革命性的意义。本周上市券商公布 9 月经营数据,总体业绩符合预期。

投资策略:随着市场趋势进一步确立,我们认为,券商股未来的上涨延续两条主线:

(1) 估值修复:中信证券目前 PB 仍在 2 倍左右安全区间,为未来持续增长提供基础,此外华泰、招商、光大等次新股由于本轮反弹幅度较小,比价优势显现,同样具备投资机会;(2) 业绩弹性:随着成交量与市场重心的持续上移,中小券商与参股券商的弹性将快速显现,广发仍是券商股龙头,我们认为成大、东北、长江、锦龙的弹性也将随之出现。

(梁静 董乐)

宏源证券(000562):业绩持续超预期,投资价值显现

9月业绩超预期。宏源证券9月实现营业收入3.2亿元、净利润1.4亿元,环比分别增加9.4%与4.6%,好于预期。公司第3季度实现营业收入8.5亿元、净利润3.8亿元,环比分别增加11.5%与23.1%。

业绩弹性高。公司经纪业务在新疆地区具备较高的垄断优势、佣金率相对稳定;9月在市场成交略有下降的背景下,公司业绩继续超预期,由此可推此公司近期股票仓位应有所提升,自营弹性进一步提升。前3季度,公司经纪、自营两项业务收入占比达80%以上,业绩对市场依然具备较高弹性。

提高全年业绩预测。本周市场日均成交额已达4178亿元,若4季度日均成交3000亿元,全年即可达2228亿元日均成交水平。本月市场指数已上涨14%,公司4季度主营业务收入有望保持快速增长趋势。在4季度日均成交3000亿元、市场指数2800以及明年日均交易3000亿元、市场指数3100点的假设下,预计公司2010-2011年EPS将分别达1.07元、1.33元以及1.55元。

创新业务有望取得突破。随着融资融券试点的顺利推进以及转融通推出预期的明确,第三批融资融券试点工作有望于加速推出,公司已达试点要求,获得资格应无悬念,获得试点将进一步优化公司业务结构与长期成长空间。目前董事会已将融资融券额度上限定在12亿元。

调高至增持评级。目前公司股价对应今年动态PE20倍,明年动态PE16倍,在上市券商、尤其是中小券商中优势明显。市场与交易水平的持续上涨将继续提升公司业绩预期,而新疆地区振兴计划的实施则为公司长期快速成长奠定基础。提升公司目标价至27元,对应2010年25倍PE。

(梁静 董乐)

华泰证券(601688):经纪业务弹性突出

华泰证券为行业领先券商。公司传统经纪、投行业务量分别排行业第2位与第10位,处行业领先地位,在创新业务领域,公司已先后开展股指期货、融资融券业务,股指期货业务量处行业前3。

佣金新规及成交量放大的最大受益者之一。上半年公司经纪佣金收入占比达67%,在上市券商、尤其是大券商中占较高水平。公司业绩对市场成交水平弹性十足。近期,监管层关于佣金率的新规明确佣金率将以成本为导向,对于佣金水平低、下降压力大的券商效用更加明显。公司营业网点布局以沿海发达地区为主,佣金率压力高,上半年佣金率0.088%,远低于行业平均水平,随着监管层对行业佣金态度的转变,公司佣金率下滑幅度有望明显好转。

3季度业绩环比增长显著。公司9月实现营业收入7.1亿元,环比下降2.3%,实现净利润2.7亿元,环比减少31.2%,预计公司9月费用有所增加。由此推测公司3季度实现净利润9.9亿元,环比增加66.8%。

市场上涨提升业绩空间。在4季度及2011年日均成交3000亿元、市场指数2800

点及 3100 点的假设下，预计公司 2010-2011 年业绩将分别达 0.69 元与 0.94 元，若将交易量假设上调至 4000 亿元，则今、明两年业绩将分别达到 0.74 元及 1.14 元。

提升至谨慎增持评级。目前公司股价对应今、明两年动态 PE25 倍及 18 倍，估值具备安全边际，提升至谨慎增持评级，给予公司 23 元目标价，市场成交量与指数的持续上升降为公司业绩及估值的进一步催化因素。

(梁静 董乐)

建筑行业周报：葛洲坝、中建、中化、铁建、亚夏业绩好于预期

9 月建筑公司涨幅前 10 为延华智能、中工国际、亚夏股份、中国化学、中材国际、科达股份、金螳螂、东华科技、西藏天路、上海建工。上周跌幅居前为金螳螂、北方国际、洪涛股份、延华智能、亚夏股份、中工国际、上海建工、安徽水利、东南网架、东方园林。其中延华智能、中工国际、亚夏股份、上海建工、金螳螂 5 家公司本周跌幅居前为 9 月强势股，本周前期强势股回落。

本周建筑涨幅前 10 为西藏天路、中海油服、中国中冶、东华科技、中国中铁、中国海诚、海油工程、龙元建设、中国建筑、中铁二局。基本上为前期弱势股，大概分为两类：一是中字头大盘建筑股；二是地产化施工企业。建筑本周风格和目前大盘格局类似：即前期强势股回调，前期弱势股估值反弹，一是大盘建筑风格轮换估值提升，再就是地产政策短期利好方尽后地产化公司反弹。

这种行情分化又以对 3 季度业绩预期为主题，横向产业链装饰和园林公司在中报业绩中均有对 3 季度业绩有预测，其中亚夏股份最有可能超越之前预测范围（股权激励条件下是最有可能公司）。纵向国际工程中材国际和中工国际预期 3 季度业绩符合预期，中材第 3 季度业绩增速回落至约 64%，中工同比增速加快至约 75%。葛洲坝受益海外收入确认第 3 季度业绩增速提高至 54% 左右。

中字头大盘建筑公司中国中铁第 3 季度业绩增速将转为正值，铁建利润表相对体现出稳定性因业绩好于预期，上调 10 年 EPS 至 0.69 元。中国建筑前 3 季度新签订合同同增 64%、新开工面积同增 70%、房地产销售额同增 20% 好于预期，上调 10 年 EPS 至 0.3 元。中国化学是五大建筑公司行业最符合经济结构调整的公司，根据第 3 季度业绩超预期，我们上调 10 年 EPS 至 0.3 元。

拆解第 3 季度业绩比单看前 3 季度业绩累积更能反映盈利趋势，中国中铁、精工钢构都是第 3 季度业绩同比增速转为正值，粤水电、东华科技、龙元建设、洪涛股份、葛洲坝、中工国际、园林第 3 季度业绩增速好于第 2 季度增速、呈现加速趋势。精工钢构目前面临 3 个拐点期，在年底前股权激励获批前股价蓄势等待。东华科技新签订合同披露以及对未来新签订预期短期刺激股价。

精工钢构、龙元建设、粤水电为明年潜力建筑公司。精工钢构我们之前有出报告做出前瞻性潜伏建议。龙元建设宁波项目进度好于预期、预期 11 月控规获批，年底左右建成样板房；临安项目规划再次上报预期年内获批可能大，届时将有助于增加土地储备。

(韩其成)

房产行业周报：销量逐渐下滑，阶段性反弹行情可持续

目前日交易量基本恢复到或稍低于节前正常水平。

本周一手房销量环比上升 83%，其中一线城市上升 69%，二线上升 94%。主要由于上周是国庆十一长假销量明显下滑。本周整体销量高于节前，主要是部分十一假日内的销量集中在节后 2-3 天内成交。

相比去年节后一周整体同比上升 18%，其中一线上升 39%，二线 6%。

明确了交易过户环节严格审核的限购令在销量上开始产生政策效果，出台前销量猛

增，出台后明显回落。最早出台的深圳如此，最近出台的广州亦是如此。

本周二手房销量本周基本恢复节前正常水平，而由于部分城市在十一长假交易受限，导致环比大幅上升 290%，同比下降 15%。

房价经历前期普遍止跌并小幅上涨后开始盘整，尚无优惠促销。本周一线城市下降 6%，二线上升 1%。目前一二线城市相对 2009.1.1 的房价整体涨幅为 48%，其中一线城市上升 46%，二线上升 50%。

库存可售量相对 2010Q4 最低点上升 31%，去化时间由 12 个月下滑至 5 个月。由于销量仍处于高位，近期 8 个城市的一手房平均去化时间为 5 个月，预计随着各地限购令的出台正式执行，去化时间将上升。

因政策风险释放后估值企稳，地产板块估值具有一定投资吸引力。A 股主流开发商估值 10 年 PE 16 倍左右，11 年 11 倍，年初均价下 RNAV 折价 9%。一线地产 10 年 PE16 倍，RNAV 折价 7%；二线地产 10 年 PE 16 倍，RNAV 折价 4%。出租类 10 年 18 倍，RNAV 折价 13%。

出台限购令城市已达 11 个，包括北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、宁波、福州、厦门、天津、海口。预计随着限购令城市增加及正式执行，加上三套信贷严格执行，未来销量将逐渐下滑，进而带动房价真正下降，产生政策效果和达到政府目标。

维持行业中性评级。因二次调控政策风险预期逐渐兑现，加上新政作用下行业销量和房价下降有利于地产股价，所以地产股估值将企稳并具有投资吸引力。维持 9.29 《靴子即将全部落地》“未来将有阶段性反弹行情，可适度参与”的判断，建议持有标配。

重点推荐一二线龙头公司。一线是万科 A、保利地产、首开股份、荣盛发展、招商地产；二三线公司是：深天健、建发股份、京投银泰、中弘地产、滨江集团等。因为他们 10 年销售好，预售房款对未来业绩的保障性强；未来行业销量下滑时更愿意降价促量。

继续重点推荐中国宝安，建议高度关注新湖中宝管理层股权激励行权。其中中国宝安预计新能源锂电池分拆上市渐行渐近，二三线城市低成本土地资源继续扩大。

(孙建平 李品科)

首旅股份 (600258) 深度报告：等待价值体现

景区酒店是利润的主要来源。公司主要经营旅行社、景区、酒店以及展览广告四块业务，分别由神舟集团子公司、南山文化子公司、两家酒店分公司+京伦饭店子公司、北展展览分公司经营。其中，旅行社是公司收入的主体，景区酒店是利润的主体。不考虑政策和门票分成，南山景区收入增速将维持 20% 左右。

基于我们的假设，综合考虑南山门票分成和海南国际旅游落成，公司 2010 年利润受此影响不大。公司目前正在集团的协同下促成南山门票分成问题的解决。假设南山门票于 2012 年分成，2010 年海南国际旅游岛落成，则 2012 年景区业务的利润同比下滑幅度不明显，公司仍将维持约 12% 的净利润增速。

集团酒店资产注入尚待南山景区门票分成问题的解决，酒店资产注入的意义在于资产重估后的公司价值提升。公司是集团酒店资产的整合平台，预计公司未来仍会选择股权收购集团酒店资产，而南山景区门票分成未决影响了公司酒店业务的发展。根据 09 年集团酒店资产注入方案，预计未来集团酒店资产注入后，酒店资产重估将为公司价值提升提供支撑。

盈利预测及投资建议：预计 2010-2012 年，公司净利润增速分别为 25%、28%、12%，EPS 分别为 0.86、1.1、1.23 元。按照 10 年 10 月 15 日收盘价 21.7 元计算 2011-2013 年 PE 分别为 25、20、18 倍，远低于行业 39、32、27 倍的整体估值水平。公司目

前的低估值源于市场对南山门票分成引起的利润漏出的担忧,我们综合分析多方面因素后认为目前股价过多地反映了市场的担忧,建议参考公司 2011 年业绩,按照分部估值给予目标价 32.5 元,提升至“增持”评级。

(许娟娟)

近期研究报告精粹

10 年 4 季度宏观策略报告: 住行产业仍将推升经济增长

20 世纪美国住行产业的发展与城市化阶段密切相关。在城市化的扩张阶段,汽车和房地产业都得到了持续的发展,而在城市化结束之后,住行产业在经济中的地位显著下降,并带动经济趋势增速的回落。

美日韩等国的经验表明城市化是住行产业发展的最重要支撑,并为经济增长提供动力。

目前,根据官方统计,中国城市化率在 46%左右,未来城市化仍将稳步推进,中西部地区更是将加速城市化。

从全球比较来看,中国的人均汽车和住房保有量均处于较低水平,未来伴随着城市化的推进,其成长空间广阔,因而住行产业在未来十年仍有望稳定成长,并支撑中国经济保持较高速度增长。预计 2020 年的汽车销量达到 5000 万辆,商品房销量达到 17 亿平米。

3 季度以来,地产汽车两大行业的复苏带动工业环比增速见底回升,预计 3 季度为 GDP 环比增速的底部。上调 3 季度 GDP 同比增速预测至 9%,但维持同比增速 4 季度见底的预测不变。

工业的见底也带动 PPI 环比回升,但在高基数效应下 PPI 同比增速仍趋下滑,并将带动 CPI 同比增速在 10 月份左右见顶回稳。

目前 M2 已连续两个月超预期,表明流动性也见底回暖,源于国内信贷的超预期以及升值启动后热钱的持续流入。我们上调 10 年信贷预测至 7.9 万亿,11 年信贷预测至 8.5 万亿。

10 月初央行针对 6 家银行暂时上调了准备金率,但从资金数量上看,并不构成紧缩,反而降低了加息的概率,而升值的加速也降低了近期加息的可能。

(姜超 王虎 吕春杰 汪进)

专项组: 伐谋周刊(10B) 市场问答和千年极寒

我们认为在 11 月联储议息会议和 G20 峰会前后,美元会停止下跌,转而震荡筑底。理由是现在美联储第二轮定量宽松预期推动美元下跌,而美联储的决策机制不仅仅是根据经济数据来调整反应,还根据资本市场来调整反应,所以,现在资本市场的上涨其实是加大了预期落空的概率。且现在美元兑日元和兑马克都接近 95 年的最低点(也是历史最低)。只要美元持续贬值,人民币的升值压力就难有大改变,一旦美元停止贬值,升值压力就会大大下降。

我们认为出现居民资金大举进入股市的概率非常小,现在居民资产配置的趋势是防通胀,老百姓相信过去 10 年房子是可以抗通胀的,但股票市场不行。投机资金会被部分挤入股市,但考虑到其对投资领域都有一定的粘性,无法推动持续上涨。而热钱涌入如果伴随着顺差下降也将不具有中长期持续性。

从历史数据分析中,我们认为基金的申购和赎回,在上涨阶段,和股票开户数有跷跷板效应,对短期市场流动性影响不大,并不能改变市场的短期趋势,但有可能带来结构性的分化。

拉尼娜事件对我国气候尤其是秋、冬季气候有非常显著的影响,对全球冬小麦的生产不利,从 08-09 年极端天气的历史来看,股票市场中的农林牧渔行业受益最大,其中农业产业链上游的种子生产和水产养殖平均涨幅最大。短期内也会加强能源类和高耗能内股票的趋势。

(张晗 尹为醇)

策略快评：一年的策略总结和感悟

在策略观点上。从去年第四季度到今年第三季度一直比较顺利。去年第四季度，观点是“调换坐标系”，也就是在7月底环比数据见顶导致市场调整后，在9月份应该是个买点，并且当时坚定的认为：10年年初，市场出现的高点，应该低于09年7月底市场的高点，逻辑是在金融危机逐渐恢复过程中，同比动量比环比动量小。在投资机会上，认为“对于消费服务行业，医药、广告传媒、农业、软件行业几乎不受金融危机影响，而房地产、食品饮料、零售百货、家用电器受金融危机影响有限，且结构性向好趋势持续。”

今年年初的策略报告上，继续秉承第四季度观点，认为一季度是全年的高点——这些根据“估值、流动性和业绩”三要素原则，以及宏观资产配置框架，比较容易得出结论。

二季度继续谨慎，市场在宏观调控下，也进一步调整。到了6月底，在2010年中期策略会上认为未来一年内市场不具备大牛市的基础，因此战略上是继续谨慎的，但是下半年（分别在三四季度）会有两次反弹性战术机会，三季度的机会在于人民币升值，四季度的机会在于经济政策的放松，因此反弹幅度都不会大。

不过实际情况和我们预计的不一样，三季度的反弹机会在于经济政策的环比放松，小盘概念股表现最优，而到了四季度，则市场预期的机会在于经济的见底回升，以及人民币升值加上数量宽松下的美元贬值，这样炒作逻辑变成了资源股最受捧，资产类股其次，顺周期类股再次。

到了第四季度，过了国庆后资源股突然大涨，需要我们对第四季度投资机会进行定性：我们认为政府是理性的，即使政府不理性，市场会反制政府的错误行为，因此，美元不具有持续贬值的条件，美元指数在76附近有强支撑，同时人民币即使在政治压力下，也不具备大幅度升值的基础。不过，由于第四季度的反弹有两个因素支撑，其反弹力度应该大于仅有一个因素支撑的第三季度，单纯从涨幅来看，三季度上证指数反弹300点，四季度应该大于300点，也就是2900-3200点左右。目前小盘股整体估值难以进一步提高，大盘股仍然面临流动性不足和业绩增速逐渐下滑的风险，唯一能够乐观的是大盘股估值便宜存在扩展空间。

在专项（小盘股）研究上，我的想法是这轮表现最好的小盘股主要是2007-2008年上市的中小板股票，目前多数股票的增长动力已经到达高峰，估值也不便宜，按照2011年预测市盈率有32倍，平均56亿市值。目前来看，创业板按照2011年预测市盈率仅29倍市盈率，36亿平均市值。如果募集资金项目2011-2013年发挥效用，这些被认为是“泡沫”的股票，在被抛售后，明年反而迎来巨大的投资机会。今年，我在8月底写完了《策略投资》的初稿，大约45万，建立了规范的策略投资方法体系，并且每章还列出大量参考书。长期宏观策略投资应用在股市中有两个功用，一个是从宏观各变量中抽象出中长期的投资机会，大的机会一定是和人口、技术与制度变革有关；一个是试图去把握周期，也就是辨别趋势与拐点，从而决定资产配置。

(王成)

基金投资者：业绩分化史无前例，基金调仓需要使得风格仍有望延续

全周上证指数、沪深300和深证综指回报率分别为8.49%、9.31%和0.91%，中证100、200和500指数的回报率分别为11.97%、4.43%和-1.60%，大盘股对小盘股的相对劣势得到了相当程度的缓解。行业方面，采掘行业、金融服务和交运仓储板块大幅上涨，其中采掘行业和金融服务涨幅分别为14.63%和13.56%；而医药生物、食品饮料和木材家具板块跌幅居前，分别达到了-8%到-6%之间。由于三季度对小市

值股票的严重超配,本周股票方向基金净值整体表现不佳而分化剧烈的程度史无前例,年度排名体系被严重打乱,风格的反转使得此前的业绩差距大幅缩小。

无论从当前市场情绪还是从公募基金的净值分化和持仓结构看,目前大市值股票仍可能受到追捧。因此指数基金和重仓大盘蓝筹股的基金有望继续缩小前期与重仓小市值股票基金落下的业绩差距。但从稳妥的角度考虑,此时频繁的换基金还是存在一定风险,建议等观察基金风格是否发生变动后再决策。

(吴天宇)

债券市场

10 中铁 G3 & G4 发行分析

中国中铁股份有限公司(简称“中国中铁”)将于2010年10月19日发行10年期和15年期两个债券品种,发行规模分别为30亿元和30亿元。本期债券将采用网上网下发行方式,票面利率为固定利率,其中,10年期品种的票面利率预设区间为3.90%-4.70%,15年期品种的票面利率预设区间为4.05%-4.85%。

中国铁路工程总公司为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。联合信用评级有限公司对本期债券的信用评级为主体AAA/债项AAA。

由于交易所公司债的剩余期限均在10年以内,所以,从信用利差的角度看,我们只能估计出10中铁G3的信用利差。而剩余期限、评级接近10中铁G3的公司债有10中铁G2和10石化02,所以,我们认为10年期的信用利差约为60-80bps左右。我们依据风险中性原理,使用最新的1920-2008年Moody's公司的全球公司债的累积违约率来计算10中铁G3和G4理论溢价。对于10中铁G3,理论溢价为144bps;对于10中铁G4,理论溢价为160bps。

考虑到流动性差导致的二级市场价格失真,并结合前面的信用利差数据,我们认为10中铁G3的合理溢价为55bps,10中铁G4的合理溢价为60bps,考虑到机构投资者能够合理避税,则10中铁G3的合理收益率为4.24%左右,10中铁G4的合理收益率为4.64%左右。

大股东中国铁路工程总公司为本期债券提供全额不可撤销连带责任担保,考虑到大股东的大型国企背景,我们认为该公司债发行信用风险的可能性极小。本期公司债是中铁今年的第二期发债,首期发债受到热捧,发行利率为区间利率的下界。不过,15日发行的5年期10泰豪债最终的发行利率定于询价区间4.8%-5.9%的中值5.3%,显示近期市场对于中长期债券热情不高的情况。我们建议10中铁G3的利率区间为4.24%-4.34%;10中铁G4的利率区间为4.5%-4.6%。

(袁新钊)

债市周报:长债企债仍需观望,银行转债仍能配置

上周公布的数据显示,美国就业市场数据的改善依然缓慢,影响了消费者信心的恢复,进而使得销售增长乏力,并影响到库存投资对经济的贡献力度。在各项经济数据欠佳的情况下,美联储9月货币政策会议纪要也将刺激经济的决心表露无遗,而宽松的货币政策至少将为温和复苏创造条件。

央行10月13日公布的9月货币信贷数据显示,9月的M1、M2和信贷均超出预期,其中M1的环比回升印证了经济回暖;M2超预期的首要原因是9月新增信贷的超预期;其次是9月份升值启动后热钱的蜂拥而入。

尽管经济和物价环比回升,流动性也加速恢复,但3、4季度GDP同比增速仍将下行,CPI同比3季度见顶也为大概率事件,因此,我们认为到年底政策仍将以中性为主,即使央行临时性上调准备金率,也只是为了在不上调央票利率的情况下回笼资金,并不意味着紧缩的开始。

上周利率曲线较再前周呈现出短降长升趋势,显示在9月信贷数据超预期、通胀数

据可能超预期情况下，市场对无风险利率上升的担忧加剧，而节后资金面的改善和央票发行利率的稳定，使得短端利率稳中略降。

尽管目前 10 年期国债收益率已到达我们认为的区间上限，但由于其波动区间受制于央票利率，而央票二级市场收益率受通胀的影响较大，我们建议目前长债仍以观望为主，待经济数据发布之后，再考虑是否能够择机配置。

企业债供给的加码、无风险收益率的上行和股债翘翘板效应的显现，使得其风险目前仍未得到全面释放，因此，我们建议仍观望为主；之前地方性银行次级债一直享受比城投债更低的信用溢价，而目前两者收益率已基本持平，地方性银行次级债逐渐显现配置价值，我们建议配置资金可逐步关注并适当参与。

在经济、通胀环比上升，流动性趋好、政策维稳的情况下，目前我们仍然建议以权益作为获取超额收益的主要来源，目前估值仍具有优势的银行转债仍能重点配置。

(陈岚 袁新钊 姜超)

含权债券双周报：正股估值恢复延续，银行转债趋势不变

国庆节之后，市场二八风格转换明显，大盘蓝筹股表现突出，目前来看，综合正股估值、市场风格等因素，在所有转债品种中，银行转债仍是最优选择。

市场更多关注地是，银行转债继续上涨空间有多少。我们主要考察了 08 年 11 月股市达到底部以来银行股的表现。银行股在 08 年 11 月-09 年 7 月，以及 09 年 9 月-09 年 12 月期间这两个时期出现了比较明显的上涨。

相比之下，目前的市场环境 09 年 9 月-12 月较为接近，但在通货膨胀以及资产泡沫预期（尤其是房地产市场等）方面会有所差别。

国庆节以来股市反弹的刺激因素来自于美国等主要国家再次启动量化宽松政策的预期，由此引发对资源类股票的追捧。全球再次量化宽松预期代替了政策退出的预期，从而引发由资源类股票带动周期类股票、大盘蓝筹股（包括银行股等）的估值恢复。

目前银行股行业整体估值在 11 倍 PE 左右，09 年以来的平均水平在 13 倍左右，因此，从本次反弹的刺激因素以及市场环境来看，银行股的估值恢复过程仍有望继续。但至于估值能否提升到超预期的高度（超过 09 年以来的平均水平，甚至达到 09 年以来的估值高点），则还需要进一步观察通胀压力以及房地产等资产价格的变动。10 月 16 日之后，尿素出口关税将重新调整为淡季关税。考虑到出口关税，人民币汇率以及目前国际尿素和国内尿素价格，在不考虑其他出口费用的情况下，国际尿素价格对国内尿素价格的提升空间在 10%-15% 之间。

在尿素出口关税重新调整之后，我们预期国内尿素价格有望延续上涨势头。而从四川美丰的季度毛利率来看，今年 2 季度毛利率明显下降，这跟国内尿素价格下跌以及天然气涨价有关，而随着 3 季度以来，国内尿素价格的逐步回升，下半年公司的毛利率状况有望得到改善，这对美丰转债正股也是刺激。

(袁新钊 姜超)

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

	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。	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
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。	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		