

2010 年 12 月 6 日

月度策略报告

A 股市场

买方研究 策略组

执笔: 查一亮

执业证书编号:

S1300200010038

S1300208080279

021-68604866-8599

Yiliang.zha@bocigroup.com

中银大厦 40 层

银城中路 200 号

上海市浦东新区

本文相关公司

证券代码	证券简称
600352.SH	浙江龙盛
601888.SH	中国国旅
600499.SH	科达机电
000009.SZ	中国宝安
000826.SZ	桑德环境
002232.SZ	启明信息
601717.SH	郑煤机
002167.SZ	东方锆业
600252.SH	中恒集团
002269.SZ	美邦服饰

近期相关报告

平静中收官以待来年

-A股市场投资策略12月报

策略要点:

我们预计在今后至少一个季度内,“控物价”在决策排序中都将排在“稳增长”之前。在三季度特别是 10 月 PMI 数据公布后,决策层判断年内基本没有经济二次探底的可能,而 10 月的 CPI 数据显示,通胀压力已经较大,食品价格尤其是关系到居民生活的蔬菜价格大幅上涨,政府已经将工作重点从前期的节能减排逐渐转移到“控物价”上,且我们预计在今后一段时间内,“控物价”组合将排在“稳增长”之前,货币政策已经提前进入偏紧状态,明年货币环境也将进入偏紧状态。

基于对流动性收紧的预期和货币政策的调整对于投资者心理预期的影响,我们对12月份的股票市场的展望趋于谨慎。但也要看到,由于年底前政府转移支付依然将继续进行,热钱涌入的局面也在人民币继续升值的预期下加快进行,宏观货币政策的收紧并不会马上影响到存款搬家和经济增速的急速回落。在负利率和通胀预期推动下,场外资金有继续进场的可能,中小盘股估值有进一步被泡沫化的可能。本月市场走势以横盘震荡为主,事件性因素将创造交易性机会。准备金率、利率和美元走势将决定本月市场运行区间。

十二月组合推荐:

进取组合: 中国国旅 科达机电 中国宝安 浙江龙盛 桑德环境

稳健组合: 启明信息 美邦服饰 郑煤机 东方锆业 中恒集团

一) 宏观经济的基本观点

我们预计在今后至少一个季度内，“控物价”将排在“稳增长”之前。在三季度特别是 10 月 PMI 数据公布后，决策层判断年内基本没有经济二次探底的可能，同时 10 月的通胀数据出台后，通胀压力已经较大，食品价格尤其是关系到居民生活的蔬菜价格大幅上涨，政府已经将工作重点从前期的节能减排逐渐转移到“稳物价”上，且我们预计在今后一段时间内，“控物价”组合将排在“稳增长”之前，货币政策已经提前进入偏紧状态，明年货币环境也将进入偏紧状态。

在 12 月 3 日，政府明确表态将要实行“稳健”的货币政策。投资者需要注意的是货币政策存在字面表述和实际操作部分脱节的现象。“稳健”是货币政策的常用词汇，但是名义的稳健并不代表实际操作中的稳健。例子既包括“中性”（05、06 年），也包括“中性偏松”（03 年），也包括“适度从紧”（04 年、07 年）。11 年货币政策松紧力度究竟如何，不能只看字面表述，更重要的是看实际操作如何。在 03-04 年的控通胀中，货币政策的基调并没有调整，仍然为“稳健”，但在实际操作中却控制信贷，导致信贷余额同比增速在 04 年 3-10 月间一路走低。07 年同样是在“稳健”货币政策的表述下央行曾经 10 次上调存款准备金率、6 次加息。而 05-06 年同为“稳健”的政策，实际操作一直是保持在“中性”。由此可见，“稳健”背后可能隐藏着政策取向和执行力度上的巨大差异。

基于对流动性收紧的预期和货币政策的调整对于投资者心理预期的影响，我们对 12 月份的股票市场的展望趋于谨慎。但也要看到，由于年底前政府转移支付依然将继续进行，热钱涌入的局面也在人民币继续升值的预期下加快进行，宏观货币政策的收紧并不会马上影响到存款搬家和经济增速的急速回落。在负利率和通胀预期推动下，场外资金有继续进场的可能，中小盘股估值有进一步被泡沫化的可能。本月市场走势以横盘震荡为主，事件性因素将创造交易性机会。准备金率、利率和美元走势将决定本月市场运行区间：

二) 增长模式的不可持续倒逼转型

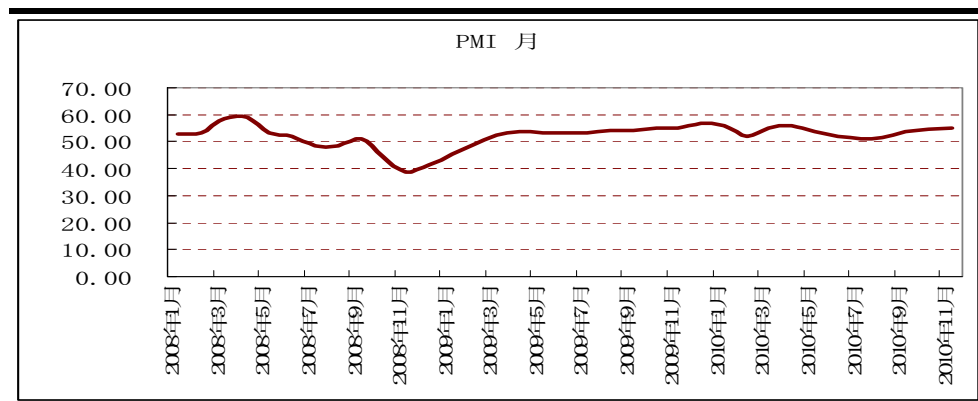
目前对于宏观经济的不同看法分歧较大。主要看法有 5 种：1. 经济依然存在二次探底可能性；2. 有中国式滞胀迹象-经济增速下滑明显，通胀压力明显加大；3. 经济正向好的方向发展-经济已经走过最低点，正在见底回升，通胀有望见到年内高点；4. 资产价格泡沫重启-一般商品涨价问题不大，资产全面价格上涨将带来较大问题；5. 资产泡沫即将破灭-物价上涨导致银根收紧，导致泡沫破灭。各门派对于中国经济的未来发展争论激烈，在一段时间内将使得经济政策的出台变得更为谨慎。

在经济刚走出复苏的情况下，对于经济看多和看空的观点非常正常，需要注意的是，对于宏观经济的争论比过去的两种或三种看法明显增加，我们认为对于经济的看法并不影响对于股市的基本判断（除非是非要预测股市的最高和最低点）我们对于目前经济的基本判断有三点：1. 宏观经济见底回升的迹象明显；2. 目前的复苏带有一定的确定性但可能成为经济紧缩的重要推动力；3. 经济模式将做出重大调整，过去的增长方式已经不太可能继续持续。

1. PMI 数据

衡量经济景气的重要指数——PMI 指数已连续四个月出现反弹。尽管此前有预期认为 11 月 PMI 将出现一定下滑，但我们看到实际数据依然强于预期，虽然经济依然在底部区域，难以断言经济就此呈现上升趋势，但经济景气超预期回升将能使我们对未来经济运行的趋势更加乐观。

图一 PMI 继续回升



数据来源：WIND

2. 2010 年是我国很重要的新起点。从今年开始 GDP 总量超过日本排名世界第二，从月度数据看，二季度开始已经超过日本。今年人均收入有望超 4 千美元，从中等偏下收入国家进入中等偏上收入国家。完成了从低收入国家向中等收入国家转变，从经济大国逐渐转到经济强国。随着经济总量的提升，在国际竞争环境中的地位也在发生变化，过去的五年 GDP 年均增速超过 10%，通胀不超过 3%，是典型的高通胀的时期，但是过去 10 多年中国支持出口高速增长、经济全球化的国内和国际条件已经不复存在，同时再也无法复制。现有严重依赖外部市场的出口型模式正遭遇成本上涨、国际贸易环境恶化的倒逼，转型已经成为不得不面对的挑战。未来五年，可能遇到的挑战包括经济增速的下滑和通胀水平的缓慢上升，前期高速增长带来的负面影响也在逐渐显现，如果多因素相互叠加，未来经济的不确定性也在加大。

另一方面在未完成现代化的情况下（其他国家均是在基本完成工业化和城市化才进入债权国），作为“非现代化的债权国”，由于货币不能自由流通，无法以其自身货币进行放贷，只能购买发达国家的国债获取低息收益，而发达国家通过大量发行国债降低资金成本，再进入中国投资获益。对外金融资产与负债结构存在严重不对称，在全球经济失衡，各国竞相压低货币汇率的前提下，可能蕴含着重大资产损失的风险。

三）影响 12 月市场走势的主要因素

1. 中央经济工作会议对明年政策的定调。

中央经济工作会议将于12月10日至12日召开。中央经济工作会议的最大看点是部署明年经济工作的纲要。作为年度级别最高的经济工作会议，会议透露出来的关于明年经济工作的主基调和展望，将成为市场关注的焦点。特别是2011年是“十二五”规划的开局之年，又是本届政府换届前的最后一年，对于理解“十二五”时期总体的发展规划也至关重要。回顾过去几年的经验可以看出，凡是明确提出发展目标和方向的，在资本市场都将成为来年投资的主要方向。2000 年的会议提出“以信息化带动工业化”，01年信息行业涨幅超过大盘将近70%；08 年的会议首次提出“要把满足居民合理改善居住条件愿望和发挥房地产业支柱产业作用结合起来，发挥房地产在扩大内需中的积极作用”，09年的房地产板块涨幅超过大盘近35%。**我们预期今年货币政策转向稳健和防通胀将成为会议的核心主题。**经济增速维持8%左右，通胀容忍度提升至4%左右。相应的新增信贷约7万亿左右，投放节奏基本与今年持平约为3:3:2:2，M2估计值在15-16%左右。

财政政策有望继续保持宽松,但财政支出与以往主要集中“铁公基”投资有所不同,11年财政支出有望投向民生保障、公共服务和、兴战略产业,其中包括1000万套保障性住房、水利设施、节能减排和环境治理、战略性新兴产业、促进消费、拉动海洋经济领域投资等,其中信息技术、新能源、新材料、生物等支柱产业将获得政府直接政策扶持,并将培育为未来新的经济增长点。由于近年南部地区持续干旱已经严重影响西南几省的经济发展和人民生活,明年的“一号文件”我们预期有可能会从连续7年的“三农”问题转向水利问题,而这将为水利行业提供交易性机会。会议可能还将包括一系列刺激消费的措施其中可能包括:1.经济增长与提高居民收入同步进行;2.工资与通胀挂钩;3.完善建立基本保障制度使得老百姓敢消费。另外税费改革可能也将纳入讨论其中包括:中小微利企业减税;出台收入分配改革;提高所得税起征点;地方税制改革(东部地区征房地产税,扩大地方税收来源;西部地区普遍开征资源税等等。由于中央经济会议尚未召开,以上仅是我们对于会议可能议题的预期。但是需要指出的是,一旦上述预期成为现实,将为资本市场相应带来相关的投资机会。

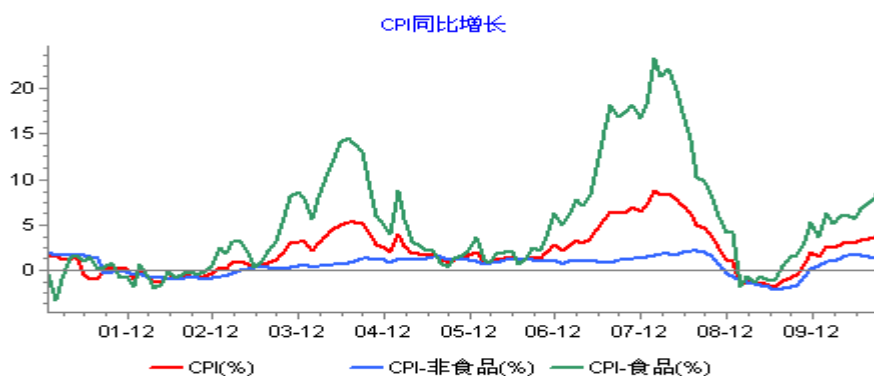
2.11月一系列经济数据。

最引人注目的11月通货膨胀成为市场关注焦点。根据商务部的统计,从11月5日到11月26日的三周时间里,蔬菜价格累计下滑了9.1%,而11月份的农产品批发价格指数和菜篮子批发价格指数也呈企稳回落之势。从11月份前三周农产品价格的环比变化情况来看,按商务部数据分别为上涨1%、0.5%和0.3%,按农业部数据分别上涨1.9%、0.5%和0.3%,都呈涨幅缩小之势。由于各个部委的联合干预、保障供应、减少流通成本、加上蔬菜之类的食品生产周期短、价格波动大,预计蔬菜价格短期将出现明显回调;而粮食价格由于需求较为刚性,且储存期长,预计回调幅度将有限。总体看食品对通胀的贡献度将下降,但是也要看到,影响通胀的因素有很多:

从国内因素看: **食品、非食品因素**(有进一步推升的可能)、要素价格、**流动性过剩**等。前三季度粮食价格上涨如果还可以用供求关系来解释的话,最后一个季度的全面上涨已经单用供求关系来解释。结构性因素遇到流动性过剩,会强化通胀的自我循环机制,有引发全面通胀的危险,这也就是为何市场普遍预期今年下半年在翘尾因素影响下,通胀会有所回落而实际屡创新高原因。从国际因素上看:在人民币升值预期强烈和确定性增加的前提下,资本流入加速,下半年外汇占款大幅度增加(10月外汇占款5400多亿,历史第二高),央行被动放款也是原因之一,而目前还看不到资本流入大幅度减缓的迹象。需要引起重视的是:

由于大宗商品价格上涨的成本拉动，购进价格指数与PPI传导时间大幅度缩小。07年传导时间平均约为2.5个季度，09年缩短到2个季度，而目前已经收缩到3个月。从翘尾因素来看，若11月份CPI环比增速超过0.3%，11月通胀将继续创新高可能性很大。如果真的如市场普遍预期，本月不排除利率和存款准备金调整的可能。10月20日上调存贷款利率后3个月、1年期、3年期央票发行利率均再度出现上涨，反映市场加息预期强烈。从过去的历史走势来看，央票利率的走势对利率走势具有一定的指示作用。

图二 通胀即将见顶



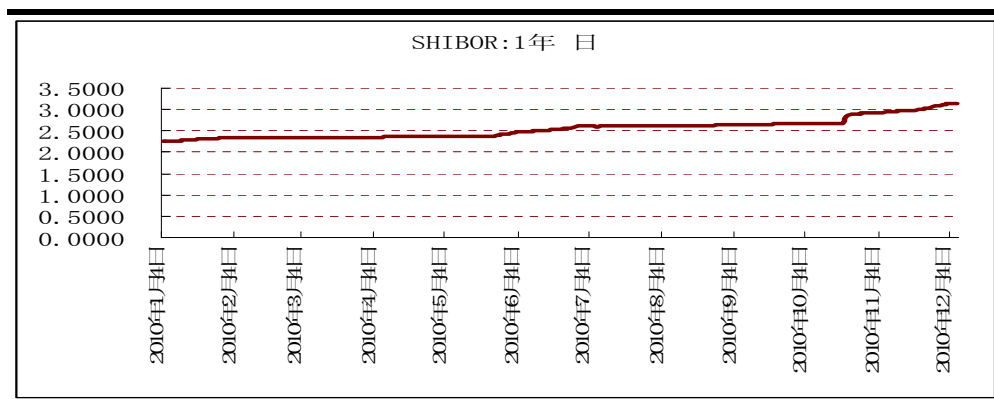
数据来源：Wind资讯

但也要看到，由于近期部分食品价格已经出现回落，不排除11月通胀成为年度高点的可能，一旦如此，加息的预期将减弱。另一个需要考虑的问题是，在欧美普遍实行量化宽松的情况下，加息将引发资本流入进一步加速，加息空间可能受到限制。在管理通胀预期的具体措施上，目前管理层可能更倾向于交替使用价格工具和数量型工具，而非单纯使用价格工具，这点从近期高层表态可以看出。

3. 市场资金面状况。

10月居民新增存款锐减7000亿，创造历史记录，同时M1、M2增速均出现反弹。居民存款的锐减反映出家庭资产的偏好已经发生转变，在通胀预期下，居民将更多资金投入可能抗通胀的品种中，同期我们看到股市和其他商品均出现不同程度的上涨。央行通过公开市场业务发行央票实现资金净回笼，而央票发行利率对利率往往具有一定的指示作用。近期出现央票发行市场一二级利率倒挂的情况，其中固然有前期央票由于担心发行不出去而导致提升发行利率的因素，另一方面也反映市场加息预期强烈。从近期市场资金面看，拆借利率有提升态势，我们预期随着年底资金回笼力度的加大（高息揽储再现江湖），短期市场资金面较为偏紧，而这将直接影响资本市场表现。

图三 同业拆借利率高位运行

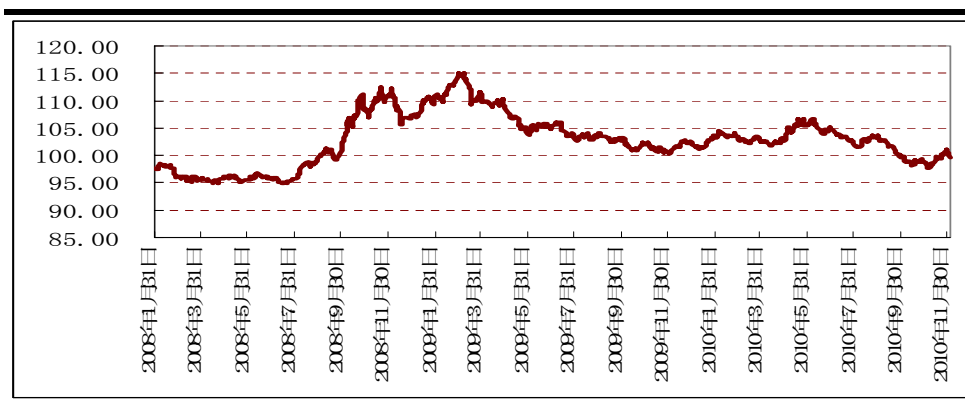


数据来源： WIND

4. 美元的走势：短期看欧洲债务危机的走向。

美国经济复苏的不稳定将是外围市场明年最大的风险，而短期美元的走势受欧洲债务危机影响较大。自 2008 年 9 月 8 日金融危机全面爆发以来，美联储已经实行了两轮量化宽松政策，共增发 14000 多亿美元的贷款，增长了 160%，基础货币共增加了 11100 多亿美元，增长 132%；但是截至到 2010 年 11 月 15 日止，狭义货币 M1 增量仅为 3,700 多亿美元，增长 27% 左右；按季节调整后的广义货币 M2 增量为 10,148 亿美元，增长 13%；未经调整的 M2 增量是 10,023 亿美元，增长 12.9%，其中狭义货币乘数由危机爆发前夕的 1.68 降至目前的 0.92，广义货币乘数由 9.20 降至目前的 4.48。货币乘数的下降，一方面是基础货币急剧扩张的结果另一方面是商业银行派生存款能力的下降。从美国存款性银行手中握有的超额准备金来看，在危机爆发前有 22.7 亿美元，目前已高达 9,662 亿美元；存款性金融机构的非借入性储备则由危机爆发前的-1,223 亿美元增加到目前的 9,865 亿美元。由于商业银行处于自身风险的担心而惜贷导致单纯的基础货币扩张对刺激经济快速复苏几乎不起作用。失业率处于 26 年来的高峰和非农就业人数增速低于市场预期就是明显的例证。我们认为：美国的经济失衡和全球化有密切关联，在制造业空心化的大背景下，由于 08 年前的地产泡沫吸收了大量原来制造业的工人，使得美国失业率上升的事实被掩盖，而 08 年泡沫破灭后，地产行业不但无法吸纳其他行业工人就业反而本行业的工人也大量失业，加重了就业市场的整体压力。失业率的居高不下使得美国经济复苏步履艰难，并使民主党丢掉了众院多数党地位。美国制造业空心化的现实导致银行滚动消费贷款风险上升，消费增长乏力，房地产需求不足，缺乏银行抵押贷款支持。短期内如不能改善目前状况，持续弱势美元可能成为未来较长时间的大概率事件。

图四 美元指数长期依然偏空



数据来源： WIND

由于美元走势短期将影响大宗商品价格，随后影响 H 股资源股走势，进而影响国内资源股，所以美元对于国内商品期货和资源股短期走势将产生传导性影响。另外短期欧洲债务危机是否得到有效缓解，也将对美元走势形成影响。但是无论美元指数走势如何，人民币对美元短期依然保持上升通道。

5. 房地产调控力度有可能加强。

由于近期部分城市又出现房价上涨趋势，房价二次调控存在成为空调的可能性正在加大，而时间间隔比 4 月第一轮调控明显缩窄。房贷在 09 年增加了 1.49 万亿，比 05-08 年总量还要多 400 多亿。存量房贷从 3 万亿变成了 8 个多亿。由于资产泡沫的风险主要在房地产领域，随着成交量和价格回暖加速，存在第三轮地产调控的可能。而主要的手段可能包括在部分城市（如上海）率先实行房产税改革。如果地产调控加强，对于市场短期影响也将是明显的。

四) 十二月投资组合

进取组合:

证券代码	证券简称	预测 EPS 平均值 (2011)	预测 EPS 平均值 (2012)	预测 PE (PE, 2011)	预测 PE (PE, 2012)	市净率 (最新)
601888.SH	中国国旅	0.64	0.81	50.86	40.4	7.09
600499.SH	科达机电	0.8	1.2	31.59	21	10.7
000009.SZ	中国宝安	0.63	0.88	26.72	19.3	7.62
000826.SZ	桑德环境	0.7	0.93	43.5	33	10.5
600352.SH	浙江龙盛	0.82	0.99	16.09	13.3	3.3

数据来源: WIND

稳健组合

证券代码	证券简称	预测 EPS 平均值 (2011)	预测 EPS 平均值 (2012)	预测 PE (PE, 2011)	预测 PE (PE, 2012)	市净率 (最新)
002232.SZ	启明信息	0.62	0.91	37.28	25.5	7.89
601717.SH	郑煤机	1.64	2.02	25.01	20.2	6.05
002167.SZ	东方锆业	0.6	0.94	64.87	41.2	12
600252.SH	中恒集团	1.34	1.75	26.87	20.7	17.8
002269.SZ	美邦服饰	1.06	1.41	35.22	26.4	13

数据来源: WIND

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告的编写和发布严格遵守中华人民共和国(为本免责声明的目的不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)的适用法律、法规和监管部门的规定。未经中银国际证券有限责任公司(以下简称“本公司”)事先书面允许，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或向任何其他人士发放此报告的材料、内容或复印件。本公司保留对任何侵权行为和有悖本报告原意的引用行为进行追究的权利。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为本公司或本公司关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给收件人作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。本公司不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议，或保证任何投资或策略适用于收件人的个别情况，本报告不能作为收件人私人咨询的建议，而收件人不会因为收到本报告而成为本公司的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员从相信可靠的来源取得或达到，但本公司不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司本身网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到本公司网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本公司的立场。

本公司 2008 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东银城中路 200 号
中银大厦 40 楼邮编 200120
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 8291