

## Comments

## ■观察哨

## 一年央票的目标在哪里?

◎大力 ○编辑 杨刚

昨天的央行票据发行公告在下午三点四十分左右就挂上了央行的网站。根据公告,今日的一年期央行票据的发行量仅为100亿元,较上周240亿元的发行量大幅下降。本周央票到期量达1400亿元,因此原本市场预期央行会再度提高一年期央票的发行规模,没想到等来的却是区区100亿元的量。

央行上一次低量发行100亿元一年期央票是在去年的12月份。那段时间央行为了维持1.7605%的发行利率,连续数期的发行规模都维持在100亿元左右的规模。因此,昨天央行公告一公布,立刻对市场预期产生了深刻的影响。投资者开始怀疑,央行是否已经准备要将一年期央行票据的发行利率稳定在这个位置了。

最近央票利率发行的结果的确飘忽不定,让人捉摸不透。由于市场流动性一直非常充裕,因此投资者普遍认定的是三个月央票的发行利率会相对更加稳定。但是上周四三个月央票的发行利率居然还继续上涨了4个基点,结果让人始料不及。路透甚至还发错了消息,一开始公布结果未变,后来又进行了更正。而一年期央票发行利率由于和二级市场利差过大,加之又有加息预期,因此市场普遍预测一年期央票的发行利率迟早会上攀到2.00%以上。二级市场的成交也反映了投资者的这一预期,剩余期限接近一年的央票最近成交收益率都在2.10%附近。

但是今日一年期央票的低量发行,似乎传递出与市场预期不同的方向。我们认为,今天的一年期央票发行结果将是非常关键的一个信号。如果央票发行利率继续上升,则说明100亿元的发行量仍然阻挡不住利率上行的趋势,未来央票利率可能更高;如果今天央票发行结果持平不变,那么就可以理解为央行短期内已经认为1.9264%的利率已经基本到位。

如果央票发行利率就此稳住,那么2年以内的债券供求关系将会出现明显的变化。在市场流动性持续保持充裕的外围环境下,银行信贷的控制将会促使更多的资金进入债券市场,对于短期利率产品和高收益率的信用产品将形成更大的需求,短期央票的收益率还有可能出现往下的趋势。

## 索罗斯重临香港的背后意图

●对于资产泡沫化的担忧,使A股和港股的调整压力在加大,而香港股市作为连接中国内地资本市场和国际资本市场最密切的纽带,正逐步成为全球对冲基金心仪的对象

●当前中国内地资产价格并未低估,尽管A股没有提前港股下跌,反而缓步上升。不过随着调控政策的逐步出台,房地产的风险已开始释放,只不过调控力度略显不足

●近期央行加大了货币紧缩政策力度,随着各项政策的出台,我国再现金融风险的可能性正在下降。不过,对于资产泡沫的治理必须建立在经济平稳发展的基础上

◎华林证券研究中心副总 胡宇  
◎编辑 李导

日前,有消息称索罗斯旗下对冲基金进驻香港。因而有人顺势推测,索罗斯因看好中国内地的市场机会,因此开始派员并加大在香港乃至中国内地的投资。如果从一般投资角度而言,上述推测逻辑或许是有道理的,但考虑到索罗斯一贯的投资风格,我们应该保持批判性思维,谨慎思考索罗斯重临香港的背后意图。

投机还是投资?  
索罗斯并非巴菲特

我们知道,投资与投机的区别在于,投资者往往将重心放在选股

上,主要发掘价值低估的公司;而投机者将重心放在选时上,注意选择合适的时机买入或沽空。巴菲特作为价值投资者,注重在市场走熊时,购买价值低估股票,无论是上市还是非上市公司,都属于巴菲特购买的对象。然而,熟练掌握人性与市场弱点的索罗斯,既可能表现为价值投资者,但更多表现为投机者,因而在其投资方式和表现手段上,往往体现为,当资产价格或市场高估时,通过杠杆方式加大沽空力度,而在市场低估时,索罗斯并不追求过多的杠杆交易并大量买入。

泡沫化日趋明显  
A股调整压力加大

本次索罗斯重临香港,是否有

备而来。参考1997年亚洲金融危机历史,我们仍心有余悸。1997年香港处于亚洲金融风暴的中心,当时以索罗斯为首的一班国际对冲基金均将沽空目标钉在了港币、股指期货及股市上。通过首先沽空港币,导致加息,而加息的同时伴随着股市走低,股指走低的同时也带来股指期货合约价格的下跌。

最近的市场似乎有意无意中与1997年的市场有些类似,伴随最近香港汇率的连创新低,港股也出现了见顶迹象。与此同时,A股股指期货或将于4月份推出,一连串的市场信号似乎在说明,目前通过沽空港币,同时沽空股票及港股股指期货可获得三重套利机会。那么,嗅觉灵敏的国际对冲资本们重新关注香港市场乃至中国内地资产市场,包括房地产市场,是否意味着新一轮金融危机的来临?

或许,我们可以建立这样的假设,当前港股和港币已高估,索罗斯不是打算买入港股,而是要做空香港的金融市场。同样的手法曾经发生在1997年亚洲金融危机期间,本次是否会故伎重演,我们暂时无法确定。但有一点应该引起警惕,那就是,随着新兴市场资产泡沫化逐步严重,A股和港股的调整压力在加大,进一步而言,随着股指期货与融资融券的出现,既可能带来做多能量,也可能加大做空动能,而香港股市作为连接中国内地资本市场和国际资本市场最密切

的纽带,正逐步成为对冲基金手里心仪的对象。正所谓,苍蝇不叮无缝的蛋,我们需要警惕新金融风险的来临。

新的金融风险  
必须得到有序释放

由于目前中国内地资本市场并非完全开放的市场,因此,境内外资本流动并非目前市场面临的风险。根据中央经济工作会议的精神,货币政策出现微调,目的是针对资产泡沫,加强货币政策调控的针对性和灵活性。因此,这一政策仍将建立在维持经济稳定持续的基础上。进而言之,货币政策的微调并不意味着停止信贷增速的增长,而是改变对高风险项目的限制力度,调整信贷结构,优化银行资产质量,紧缩房地产信贷。

可以肯定,随着中央各项政策的出台,重新出现金融风险的可能性正在逐步下降,但对于资产泡沫的治理必须建立在经济平稳发展上。

## ■股边杂谈

## 股指期货与融资融券之十大影响

◎阿琪 ○编辑 李导

近期有关于股指期货交易的十大细则、规则、办法征求意见稿公布,较多投资者认为,由股指期货撬动蓝筹股进而带动行情整体走好已没戏了。

我们认为,目前持这样的看法可能为时尚早。作为A股市场具有里程碑意义的制度改革,推出股指期货与融资融券将至少在以下十方面对A股现货市场产生影响。

- 1 加剧大盘股与小盘股行情 井水不犯河水”的风格化,并促进市场投资理念的风格化。
- 2 推出股指期货与融资融券 最快乐的”应是券商,可享受融资融券业务之其成;最痛苦的”莫过于中小

投资者,一方面没有参与期指交易的权限,另一方面行情双边交易后复杂性加大了,对专业性要求更高了。

- 3 在股指期货与融资融券正式运行前,券商为了推进融券业务、机构为了增强期指双边交易的防御性,或多或少都要增加对成份股的配置。实际上,目前以基金为代表的机构新年度有新布局的调仓已明显加速。

- 4 基于期现联动,融资融券带来的交易刺激,推出股指期货与融资融券后,现货市场非但没有抽资影响,成交量反而会明显放大,去年11月24日沪深两市4700多亿的天量记录不会保持太久。

- 5 因做空机制的形成,行情基本面与价值性作用将显著增强。因为,

类似历史上由流动性驱动显著高估乃至泡沫化的行情将时刻面临被做空的压力与风险。

- 6 如果基金有资格参与期指交易,则对其构成大利好:可在行情高位开出股指期货的空仓锁定账面利润,而不必像以前那样受持仓契约的限制被动地坐看净值起落。

- 7 指数型基金可能成为被重点攻击对象,资金庞大的基金客户可以利用先出放股指期货空单,后大额赎回指数基金份额,迫使基金减持成份股进而导致行情下跌的机制来进行操控性套利。

- 8 推出股指期货与融资融券利好于与指数波动高度契合的成份股公司大非,在股价显著高估的时可运

用期指交易来锁定其股权价值,或通过融券的方式在持股没有任何影响的情况下把持有的部分股份暂时借出去获取利益。

- 9 对应外围市场曾经的历史,在股指期货与融资融券推出前的预热期,其对现货行情起到助涨作用,主要体现在正式推出前的1至3个月内;推出之后的1至3个月内因多空博弈的原因,行情波动较剧烈与频繁;推出3个月,因行情多空对峙机制的形成,行情波动幅度、频度将趋于平缓。

- 10 因市场双边交易机制的形成,A股市场以往那种“牛市大家一块赚,熊市大家一起赔”的时代结束了。

## ■行业报告精选

## ■最新评级

## ■个股超市

## 旅游股

## 中信证券:宜把握利好 市盈率可看60倍

2010年旅游业是贯穿政策利好和事件刺激的一年,旅游上市公司股价有望继续获得良好表现。我们认为,2010年春节黄金周有望成为启动2010年旅游消费引擎的重要开端,2010年旅游行业增长趋势向好。

虽然从估值角度看,目前旅游业上市公司均不是最佳的买入时点,但从历史经验来看,旅游行业上市公司股价受事件驱动而上涨的动力很强。我们认为,旅游公司股价有望继续上攻,并迎来良好表现。我们建议以基本面为基础,积极把握事件驱动带来的投资机会,并以动态60倍市盈率为股价上限标准。

我们建议基于基本面寻找估值相对合理的标的,配合利好政策和事件驱动把握阶段性投资机会。建议重点关注峨眉山、黄山旅游、中青旅、三特索道及中国国旅。(中信证券)

## 商业零售

## 湘财证券:增速不断加快 家电超市表现佳

去年12月份,社消零售总额同比增速比上月增加1.7个百分点。2009年,社消零售总额同比增长15.5%,扣除价格因素,实际增长16.9%,实际增速比上年同期加快2.1个百分点。从趋势上看,这些年,社消零售实际增速一直处于上升阶段。

各类别增速均较好,家电类产品和超市类产品更为亮丽。分类别看,除了服装和化妆品类产品的销售情况略下滑外,其余各类别的产品都比去年同期和上月份有更快的增长。

鉴于2010年良好的经济形势和政策增量因素及未来温和通胀,我们持续看好零售行业2010年的前景,认为零售行业目前正进入景气上升阶段。维持零售行业增持评级,继续维持对百货、超市和家电电子行业的增持评级。建议关注合肥百货、新华百货、重庆百货、广州友谊、武汉中百、苏宁电器。(湘财证券 王中曜)

## 农药

## 兴业证券:回暖在即 行业拐点初现

2010年中国农药行业开局良好,有望迎来需求较快增长的大年。由此,我们农药行业回暖的判断得到需求趋旺的重要支持。

重点公司方面,继续看好草甘膦和有机硅的领先企业新安股份、国内农药制剂龙头企业诺普信、技术和研发优势突出的扬农化工、氯代吡啶类农药的领先企业利尔化学,维持对新安股份强烈推荐、诺普信、扬农化工和利尔化学推荐的投资评级。

同时,对于农药行业中一批有独特竞争优势的企业,包括华邦制药、联化科技、永大科技,我们将保持长期密切关注。此外,建议适度关注农药高业绩弹性公司的交易性机会,包括江山股份和华盛化工等。(兴业证券 郑方雍)

## 方大特钢 业绩将大幅提升 目标价 17.75 元

我们认为,公司2009年业绩因加大计提受到影响只是暂时的,对公司未来业绩不构成影响。2010年业绩将大幅提升。首先是钢铁产品产能有所扩张,其主要产品产量大部分有所增加,为利润提升提供了保障;其次是原材料成本及铁前生产成本有所降低。

我们预计,为了配合定向增发顺利完成,公司很可能在一年内推出高送转股分配方案,上调投资评级至买入,预计2010年公司钢铁业务与沈阳炼焦煤气业务合计将带来每股收益0.59至0.71元。按2010年公司合理估值PE为25倍测算,公司股票合理价格为14.75至17.75元。(湘财证券 王丽华 王攀)

## 长征电气 风机业务喷薄而出 目标价 23 元

2009年11月19日公司公布了公司获得的第一个风电订单,向越南的风场提供80台2.5兆瓦风机,合同总金额18000万欧元。2010年公司加大了对印度风电市场的开发力度,预计2010年可以开始向印度出口2.5兆瓦风电机组。

公司主营业务为高压有载分接开关、中压断路器及环网柜、风电整机三大业务。2010至2011年公司2.5兆瓦风电整机将实现批量生产,同时,公司中压产品环网柜产品将有较快增长。我们预计公司2009至2011年每股收益为0.29、0.69和1.38元,按2010年30倍市盈率计算,公司目标价格为19至23元,给予公司“强烈推荐-B”的投资评级。(招商证券 王鹏)

## 部分最新股票买入评级

代码	名称	机构名称	最新评级	目标价(元)	当前价(元)	可操作空间(%)
600519	贵州茅台	中信证券	买入	248.00	164.13	51.09
601009	南京银行	东方证券	买入	25.00	17.63	41.80
600308	华泰股份	海通证券	买入	22.50	14.70	53.06
002045	广州国光	广发证券	买入	22.04	16.01	37.66
600970	中材国际	渤海证券	买入	54.00	37.95	42.29
000594	国恒铁路	银河证券	推荐	10.40	5.59	86.04
600029	南方航空	中银国际	买入	8.01	6.27	27.75
000861	海印股份	浙商证券	买入	17.10	14.16	20.76
002142	宁波银行	国元证券	增持	17.00	16.17	5.13
002038	双鹭药业	中投证券	推荐	60.00	48.51	23.68

## 兰花科创(600123) 中期看好 等待低吸机会

公司资源优势突出以及尿素业务有望扭亏业绩中长期看好。经济复苏以及天然气涨价推动尿素价格的稳步上涨,公司的化肥业务将实现扭亏,将显著提升公司整体业绩。当前兰花科创的估值水平与整个煤炭板块相比折价明显。

走势上该股在煤炭股中属于强势品种,近期随大盘深度调整,考虑到公司中线价值突出,可以考虑在跌幅较大后低吸。(天信投资 顾冬竹)

## 日照港(600017) 支撑强劲 有望展开反弹

市场仍然显示出比较大的调整压力,短期重点关注一些调整幅度比较大,但技术上已经出现明显止跌信号的品种,后市有望出现反弹机会。个股可关注日照港(600017),公司地处山东半岛南翼,是国家能源开发建设、交通运输战略部署的重要组成部分。该股近期受市场因素连续出现调整,但该股回落到60日线附近明显受到强劲支撑,后市有望产生反弹。(杭州新希望)

## 中体产业(600158) 蓄势上攻 具备涨升潜力

公司是国家体育总局控股的唯一一家上市公司,作为一家已变身为以房地产为主营收入,同时具备体育产业独特概念和市场地位的上市公司,随着体育产业振兴规划的出台,公司未来长期发展潜力值得期待。该股集多题材概念于一身,近期反复蓄势上攻,量能不断放大,中线仍具涨升潜力。(国元证券 姜绍平)

## 中国太保(601601) 连收三阳 短期有望反弹

公司是我国三大上市保险公司之一,近期通过上市H股完成融资完成后我们看好其业务扩张能。公司2009年对寿险业务进行了较大幅度的产品结构调整,此次香港上市将募集资金约250亿港元,可满足未来3年所需。中银万国研究报告预计,公司2010年保费增速达25%以上,高于同业其他公司。该股目前已逆势在前期低点附近连收三阳,短期有继续反弹的潜力。(金证顾问 张超)

## 莱宝高科(002106) 新品布局 盈利能力提高

公司处在中小液晶面板的上游,属于技术密集型,目前的产品结构非常合理,由四个产品组成一个较好的产品梯队。公司两大成熟产品:ITO导电玻璃和彩色滤光片,立足高端产品稳定市场份额,预计未来将小幅增长;两大新产品 TFT 空心项目和触摸屏都在按照规划进行中。目前该股企稳态势明显,昨日更是逆势飘红,保持稳步盘升趋势,预计后市有进一步向上拓展空间。(北京首证)



## ■港股手记

## 先淡忘 再热炒

◎王雅媛  
◎编辑 陈剑立

这个星期香港股票市场特别弱,即使上周五A股市场反弹,港股同样下跌,还要跌超过400

点。恒生指数跌穿了21000点,主要受香港地产及内地银行股拖累。我继续保持大市不会出现长期跌势的看法,只要大市一出现恐怖性抛售,我认为便是时候反弹了。因此应该趁这次恒指回调,去买入一些当大市好转时,会有炒作理由的股票。信义玻璃(0868.HK)是一个不错的选择,它已经从高位7.5元跌了近1元。我认为如果它股价再下跌,不妨考虑把它作为博反弹之选,原因是公司管理层增持及高产品价格支持。根据中国玻璃网的新闻,直至上个月,全国浮法玻璃市场销售价格仍在创新高。其中以华南及华东地区价格升得最厉害。信义玻璃制造浮法玻璃的基地便是位于广东省东莞市,故某程度上一定受惠于华南地区浮法玻璃价格的暴涨。

有朋友问我看好信义玻璃09年下半年的业绩,那么集团有否机会就09年下半年业绩公布盈利惊喜?我的答案是应该不会。主要原因是当一间公司公布全年业绩时,它一般不会把上下半年分开去比较。2008年集团全年赚7亿,上半年是历史新高,赚4亿元,下半年赚3亿元。集团业务受金融海啸的影响在09年上半年才反映出来,09年全年都只是赚7亿,跟08年没有分别。故集团是不会公布盈利惊喜的。

除了信义玻璃之外,我认为对于一些长线投资者来说,现在应该是时候收集内房股了。当下一浪内房股再炒作时,我认为被国寿入股成为大股东的远洋地产(3377.HK),很有机会跑赢其他内房。股票市场有一个现象,便是当气氛很坏的时间,投资者对什么好消息都听不入耳。相反,当气氛好转,市场便拿回那些好消息出来大炒特炒。

最好的例子便是比亚迪(1211.HK),08年9月巴菲特入股消息出来后,比亚迪的股价也只是昙花一现,之后因投资气氛再转差而横行了半年。那段时间,基本上没有人再提我们要跟巴菲特买比亚迪。到了去年4月份,恒生指数反弹至15000点,大家都确定市场已经见了底,便开始逐一炒作有好消息的股票,而比亚迪因巴菲特入股这个原因,大炒特炒,股价于半年时间升了6倍。我相信远洋地产也有可能重复这个“先淡忘,再热炒”的过程。唯一不同的是远洋地产是地产股,毕竟会受每股净资产净值所限制,故它不会升得如比亚迪般夸张。