

责任编辑

赵 冰

☎ 021-68498609

由谨慎转向乐观

——策略专题电话会议纪要

会议时间

2010-2-1 15:30 am

事件

策略分析师穆启国发布本周策略观点，暨对近期市场的看法和行业配置观点。

会议内容概要

一、市场判断：从谨慎转向乐观

政策是经济的内生变量

政策是经济的内生变量，而不是外生变量，在经济复苏前景不明朗的情况下，政策调控不会下重手。联合国、世界银行、国际货币基金组织等已经不断发出警告，如果各国政府不能合理掌握退出的时机、退出的方式、退出的规模，并不排除二次衰退的可能。周三在瑞士达沃斯举行的世界经济论坛年度会议中，经济学家和投资者也表示全球经济的复苏之势可能会在今年晚些时候陷入停顿，如果加强金融监管的措施出手过重或操之过急，这一风险可能更大。

及早的调控利于降低市场预期，也降低了未来“走向泡沫”和“二次探底”两个极端的可能。目前已经上调准备金率、控制信贷规模、对数家银行实施差别存款准备金率，货币政策唯一不确定的就是加息。我们宏观认为短期不太可能加息，退一步讲即使真的加息，那也是利空出尽，因为至少保证货币政策 2-3 个月的稳定期。上周公开市场再次净投放 860 亿，为结束 14 周净回笼后连续第二周净投放，且 1 年期和 3 个月期利率均持平，说明央行有意舒缓因紧缩预期导致的紧张情绪。

人民币升值预期稳定估值

人民币升值压力不断增加。美国总统奥巴马周三推出刺激计划，希望通过增加出口来带动就业，并明确表示未来五年将美国出口增长一倍。中国商务部也表示国际上要求人民币升值的压力不断增大，人民币面临较强的升值预期。我们宏观研究员认为未来政策选择倾向于“以升值抑制通胀”，有汇率政策的配合，货币政策紧缩或不会那么悲观。根据历史经验猜测，年率升值 3% 左右是合适的幅度，升值方式应该是快升或者一次性升值。升值的时间窗口是 2010 年 3 月到 6 月间。人民币升值预期强化利于稳定 A 股市场估值。1985 - 1990 年日、德本币快速升值阶段市场估值均提升，2007 年人民币快速升值时的 A 股 PE 也出现上升。同样，如果一次性升值或快速升值结束后，短期升值预期下降外资退出，估值将回落，A 股 2007 年升值结束后 PE 回落。当然，我们也必须认识到即使升值，但是与 06-07 年是不一样的，因为当时是以贸易顺差持续上升带动的升值，而目前贸易顺差连续三个月下降。因此人民币升值的持续性和预期的幅度低于当时的市场氛围。

穆启国

(021) 50106020

muqg@lhzq.com

经济仍处于上升的中期

虽然固定资产投资增速在下降,但是固定资产投资带动的相关行业 PMI 订单却在快速上升,企业中长期贷款余额远高于固定资产投资用款进度。目前房地产库存较少,一线城市中北京消化库存的时间 10 个月、上海 2 个月、深圳 10 个月。而土地库存较多,政策将催化开发商加大开发,土地去库存化趋势有望在 2010 年上半年出现。一季度基础建设项目开工、汽车和家电等行业资本支出增加等也将带动周期性行业的回升。

美国商务部 (Commerce Department) 周五公布的初步数据显示,经季节性因素调整后,美国去年第四季度国内生产总值 (GDP) 折合成年率增长 5.7%,远高于此前市场预期的当季 GDP 增长 4.8%。企业支出也对 GDP 构成提振。第四季度企业支出增长 2.9%,第三季度为下降 5.9%。

市场结论:从谨慎转为乐观,中期震荡格局不改

底部确立一方面是通过估值;另一方面是对比历史低点当初的宏观环境,现在与当初比是好还是坏。从估值来看,3000 点是我们年度报告中通过 DDM 模型对 2010 年上证指数测算的估值底,隐含的盈利预期是 10 年利润 5% 增长,10 年股权成本是 10.27%,长期股权成本是 8% 以上,基本包含了市场对于盈利增速下滑和利率上行的风险。

从趋势底部来说,我不认为会下跌到 2009 年 9 月 1 日的 2640 点。当初宏观背景是市场预期由高通胀突然转向通缩,微观基础是机构的仓位高、行业配置趋同、超配行业超额收益高,三个因素同时存在。目前经济预期相对稳定,对于货币政策的反应已经有五个月的时间了,并且准备金率和信贷控制已经在逐步反应。微观上目前市场仓位有所回落,并且行业配置集中度没有 8 月高,另外 5 个月的震荡消化了此前的超额收益。

28 日中国西电上市首日就破发,成为三年来首只 IPO 上市首日破发的公司。这警示了新股高市盈率发行的风险,有助于抑制高溢价发行的冲动,而一级市场投资收益率下降将挤压部分资金回流二级市场。同时,发审会历来会在春节假期前、后各两周休会,A 股市场短期资金压力有所缓解。

从中期来看,震荡仍是主基调,顶部是在于通胀的压力,通胀使得使得政策预期不明朗,Fed 设定的目标是将通货膨胀率保持在 1.5%-2% 之间,美国第四季度不包括食品和能源价格的核心通货膨胀率上升 1.4%,第三季度为上升 1.2%,虽然在目标值下限,但是通胀上升使得市场预期改变。中国虽然全年通胀压力不大,但是上半年单月通胀较高。同时底部支撑的力量在于经济回升,经济回升使得估值底仍是具有较强的支撑。

二、投资主线:人民币升值、周期行业、美国出口管制放松

人民币升值受益行业:航空、造纸

人民币升值对于行业的影响主要是对利润表和资产负债表的影响。利润表的影响主要集中在收入增速、成本、费用三个方面。从这个角度看最受益的是航空和造纸。

航空：航空公司普遍拥有巨额的外币债务，主要是美元或日元，人民币升值将带来比较大的汇兑收益。另外，人民币升值会导致航油、航材及经营性租赁租金的成本相应下降。

造纸：造纸行业中的纸浆成本占 70%，我国造纸业约有近 80% 的木浆和废纸需要依赖进口，所以人民币升值将降低进口成本，提升行业盈利水平。

炼油：石油公司在海外购买原油，国内销售成品油，本币升值将降低成本，其中中石化外购原油占比 70%，受益较大。

航运：人民币升值对于航运股有间接影响，可区分为集装箱和散货，升值不利于中国的产成品出口，对集运公司不利，但进口散货如铁矿石和煤炭会增加，有利于散货运输公司。

电力：人民币升值使企业从国外以更低价格进口煤炭，初步统计，2009 年进口动力煤近 4000 万吨，电力企业消耗的煤炭 14 亿吨左右，按照这个比例计算，进口煤占比不到 5%，汇率变动对成本影响较小。

钢铁：一方面人民币升值降低海外购买铁矿石成本，另一方面使得出口钢材价格上升影响销量。钢铁本来是过剩的，出口是调节供求关系的重要一环，而矿石的定价权在国外，升值影响总体中性偏负面。

建筑：海外项目因成本以人民币计价、收入以外币计价从而受损，上市公司中中国铁建和中国中铁海外业务都在 10% 以下且有套保业务影响较小，葛洲坝、中国建筑海外业务超过 10%，影响取决于业务合同和套保业务。

纺织服装：人民币升值对出口导向的劳动密集型企业有一定短期冲击，包括纺织服装、家具、机电，其中纺织服装出口依存度最高，本币升值将影响其价格的国际市场竞争能力，不利于收入水平和盈利状况。

人民币升值对于资产负债表的影响最受益的是地产和银行。不过因为上面论述的原因，人民币升值趋势和预期也低于 06、07 年，因此对于金融、地产的催化远弱于当时，此外再加上流动性回落的压力，大盘股的启动仍待时日。

地产：人民币升值将全面提升国内地产资产价值，而对人民币升值强烈的预期必然吸引投机资金继续流入房地产市场，商业地产开发商和商业地产重估概念的零售业公司，更能充分享受到人民币持续升值预期的利好。

银行：目前上市银行大部分的净敞口由人民币构成，升值将有利于提升其资产价值。同时，升值有利于提升房地产抵押品质量，降低房贷比重较大银行的坏账风险和拨备压力。

人民币升值具阶段性特征。根据人民币升值预期和实际升值速度，可以划分三个阶段：1) 升值预期小幅逐步加大，实际升值速度温和；2) 实际升值速度加快，升值预期更高；3) 实际升值速度回落，升值预期随后下降。总体上，升值预期比实际升值先启动后回落。人民币历史上有两次快速升值：2005 年和 2007 年。2005 年 7 月 21 日汇改时一次性升值 2%，第一阶段为 04/09-05/07，第二阶段是 2005 年 7 月 21 日一个时间点，第三阶段为 05/08-05/10。2007 年是短期快速升值的措施：06/12-07/08 为第一阶段，07/09-08/02 为第二阶段，08/03-08/07 为第三阶段。

分析 2005 年和 2007 年人民币升值不同阶段行业表现，我们得出三个结论：

第一，实际升值结束前，在升值预期不断强化下，金融、地产、航空、造纸整体表现不错，升值预期实现后回落。

第二，受益于基本面改善的航空和造纸在三个阶段表现相对平稳，而金融、地产主要受益于人民币升值下的资产重估，波动幅度较大。

第三，升值负面影响的代表行业纺织服装在升值前表现落后，升值实现后利空消除，行业表现好转。

人民币升值的当前阶段及投资选择。目前我们处于第一阶段，如果快速升值，将步入类似于 07/09-08/02 的第二阶段，如果一次性升值，升值之日将直接进入第三阶段。行业上，建议侧重基本面受益人民币升值的航空和造纸。

中游周期性行业：需求回升、产能控制政策强化、调整较充分

当前大幅调整之后反弹，行业结构必然面临转化，结构大概率是周期性股票率先企稳回升。大幅调整的周期性股票已经对货币政策调整和固定资产投资增速下降有所反应；消费板块虽然受益于景气回升和政策支持，但是整体估值不便宜；虽然流动性周期下降，但是经济增长和通胀周期仍向上；经济已经进入上升的中期，通胀已进入上升的初期，周期性消费资本支出增加必然会带动中游制造业和部分上游的需求。

对于中游制造业如钢铁，最大的担忧是供给问题。尽管一直面临政策的高压，中国钢铁产能依然不断增加。中国钢铁行业近年来增加的产能中，大约有 70% 未经国家核准。根据经济观察报 01 月 30 日的报道，国务院即将划出淘汰落后产能的具体规模和时间表。淘汰落后产能任务的完成情况将与地方政府的绩效挂钩。对于不能按期完成淘汰任务的地方，国土资源部将停止该区域的新增土地使用，环保部将停止对于该区域的项目环评，国家发改委也应停止对新项目的核准和审批。我们也希望能够明确在产能过程压制中的实质性政策。

从上市公司管理层行为来看，1 月 29 日上海证券交易所上市公司诚信纪录今天显示，宝钢股份总经理马国强 27 日以 7.5 元的均价买入宝钢股份 3 万股，这也是宝钢股份高管首次购买自家公司的股票。此前，长江电力、中国建筑等公司大股东近期也开始增持上市公司股票。

美国出口管制放松受益行业：半导体元器件

美国高昂的劳动力成本甚至是中国的数十倍，无论美国政府如何采取贸易保护主义措施，美国均不会再回到劳动密集型产业中。因此奥巴马要想实现自己将美国重新塑造为出口经济增长主导国家的梦想，对外高科技产品出口是道无法绕过的坎。所以近期也承诺将改革高科技制造商认为已过时的出口管制。

美国的高科技出口管制就是对出口的产品、目的地、客户和产品的最终用途进行明确的解释和限定。产品通过 ECCN (出口控制分类编码) 针对高科技产品和技术的类型和性能进行系统的分类和编码；目的地是美国 BIS 制定的 CCL (商品控制清单) 对不同的 ECCN 产品编码，按照产品和技术性能对不同国家和用途实施不同级别的控制，对其出口操作做出明确规定；客户是通过 BIS 的政府网站，明确规定什么样的个人、组织和机构受到出口制裁；终用途是对于军用，特别是核试验与核活动、导弹系统与无人驾驶飞行器、生化武器等产品和技术的用途实行严格限制。

美国的高科技出口管制政策影响较大的是元器件行业。按照美国 BIS 公开的信息，Hittite Microwave 因违规出口微波固体放大器被罚 22 万美元；Lattice 因向中国披露技术和出口敏感逻辑器件及资料被罚 56 万美元；美国的华人公司 Manten Electronics 因违规向中国出口敏感元器件 4 名华裔雇员被判处 18 到 44 个月监禁，并罚收非法出口所得利润 39 万美元；而深圳人 Zhaoxin Zhu 在 2004 年 5 月 6 日因违规出口受限的卫星与雷达技术被判处 2 年监禁。

从行业景气来看，由于电脑、手机、家电、汽车等终端需求仍维持高位，需求的景气不断强化；而金融海啸使得绝大多数的原厂从 08 年底就开始减产，甚至停产，全靠库存在支撑整个市场的需求，再加上多数厂商对 2010 年的预期仍很保守，供给释放不出来。从行业微观调研了解到，PC 尤其是笔记本、通讯设备、消费类产品带动的元器件都有一定程度的缺货现象。

行业配置和组合构建：交运、建材、造纸、商业、科技

结合宏观策略和行业研究员的推荐，我们建议重点关注行业主要有交运、建材、造纸、商业、科技。

三、主题投资：安徽、江西

我们坚定看好今年区域经济概念所引发的投资机会，本周我们研究所部分研究员协同不少机构参与了安徽区域经济发展方向的调研，日后还将由相关报告陆续出炉；由于区域经济概念由各地政府主导，中央政府也在不同程度的进行支持鼓励和协调，我们认为政府层面的声音、动作是把握这种事件型投资机会的重要线索。本周江西方面在之前的《鄱阳湖生态经济区规划》基础上又有所动作，建议投资者积极关注。

安徽调研成果之一：产业转移需要加速度

几位发改委领导肯定了安徽省各地区都会支持以各种方式募集资金发展地方特色产业。正在进行的安徽省两会也将重点决定安徽未来资金流量以及资金流向重点。由于将采取地方与中央结合的模式—国家出台规划，省里制定产业目录，地方执行细则的方式，他们同时建议更加深入的信息需要从具体地市政府获得。

发改委领导坚信，效仿北部湾地区经济模式，在《皖江城市带承接产业转移示范区规划》正式下达以后的半年至一年之内，《加速地区经济发展》的进一步规划一定会出台。届时更多的区域产业发展的细则会被界定。在积累了前期的实战经验，摸索出适合自己的承接方法后，产业转移的加速度会在《加速地区经济发展》规划出台后大幅提升。发改委领导认为真正的大规模转移行为和企业机会应该是再《加速》规划出台后发生。

农业方面，安徽是中国的农业大省，农产品资源非常丰富，特别是皖南地区，水质好，空气质量高，土地肥沃，物产丰富，长时间以来已成为长三角地区农产品的主要供给区。非农业方面，劳动密集型和资源密集型产业将成为转移的重点：安徽是劳动力资源丰富的省份，劳动成本相对较低，劳动力成本只有沿海地区劳动力成本的三分之一左右，而且安徽省每年在外务工人员达到 1000 多万人。再比如，皖江城市带岸线资源丰富，一级和二级岸线总长近 300 公里，占总岸线的近四成，特

别是巢湖、安庆、池州等地分别拥有数十公里的深水宜港岸线，具备发展重化工业的环境资源，可以为化工企业提供良好的资源和平台。

从具体的产业角度来说，示范区将明确把装备制造业、原材料产业、轻纺产业、高技术产业、现代服务业和现代农业作为重点发展的六大支柱产业，并以现有的产业园区为基础，推动园区的规范化、特色化发展。

安徽调研成果之二：省会合肥之机

合肥市现辖肥东、肥西、长丰 3 个县，瑶海、庐阳、蜀山、包河 4 个区和国家高新技术产业开发区、国家经济技术开发区、新站综合开发试验区 3 个开发区。全市总面积 7029 平方公里，城市建成区面积 230 平方公里。近年来，合肥工业发展强劲，城市人口增长明显。合肥市市区常住人口近年呈快速增长势头，城市化非常明显，以市区常住人口为例，2005 年市区常住人口为 163.5 万，而 2008 年市区常住人口为 243 万。合肥的 2010 年发展目标是，全市地区生产总值要达到 2300 亿元，人均生产总值 6000 美元，财政收入 360 亿元，城乡居民收入分别达到 18600 元和 6500 元。

皖新传媒-小荷才露尖尖角。2010 被定义为“中国文化体制改革决战之年”；《规划》推动工业产业进程，文化先行；沿江出版物发行中心秉承着“统一，开放，竞争，有序”的原则被积极推进。皖新传媒在改革中走在前面，不但体制改革较为成功，还成功实现了首发上市，不但体现了公司的经营活力，更进一步夯实了公司在发行产业里的领先地位。

皖通高速-眼前道路无经纬皖通高速控制着安徽纵横六成的高速和江桥，包括著名的合宁高速、高界高速、宣广高速、芜湖长江大桥，是安徽本轮区域交运行业最受关注热点。宣广高速是本次产业转移最直接和最快的受益路段，宣城近浙江，浙江企业喜欢就近转移产业的习惯会使宣城成为首当其冲的选择。宣城民企多使得宣城也许会代表安徽整体未来发展的模式，因此获得政策倾斜度也会较大。目前大部分皖通旗下高速的使用率都小于 50%，说明已有的高速公路使用率还有上升的空间。

合肥城建-无关痛痒。目前合肥市内的房产价格平均水平约在 4800 元每平方米左右，去年 11 月和 12 月两个月的平均价格超过 5000 元，因此各项调控房地产政策法规对安徽的作用并不像一线城市大。公司 2008 年房屋销售面积约为 800 万平方米，销量居中部地区之首，预计公司 2009 年销售面积增长超过 20%，达到 1000 万平方米。目前公司的土地储备较为充足，大约在 1300 万平方米左右，大多集中在安徽省内。

安徽合力-吹尽黄沙始见金。经历了 2008-2009 年的金融危机，整个叉车行业面临重新洗牌，合力、杭叉两大龙头市场占比将不断提升，其余小企业将处境艰难。但叉车行业前几年每年 30%左右的增幅是不太可能了。在目前行业龙头市场占有率仍不是非常高的情况下，通过价格战，以及产品的系列性、配套性等多种手段抢占市场份额在所难免，产品单一、技术落后的小型企业必将被逐步淘汰，合力作为国内叉车的龙头，有望在未来获得更多的市场份额。另外，出口也将对公司的盈利产生较大的影响。

江西板块-价值再发掘

28日上午10时，国务院新闻办公室举行发布会，江西省人民政府省长吴新雄介绍了江西近年社会经济发展暨鄱阳湖生态经济区建设规划等方面情况，并答记者问。这是国务院2009年12月12日正式批准《鄱阳湖生态经济区规划》（《规划》）以来，江西省政府首次正式宣传《规划》，这标志着转《规划》将随相关配套政策出台而进入实施阶段，这也预示着江西转变发展方式步入新阶段。

虽然江西在产业配套体系、吸引产业转移方面与当前市场热捧的安徽区域有一定差距，但江西在航空产业、高效生态农业、先进制造业、高技术产业方面的特有优势较为突出。《规划》明确了鄱阳湖生态经济区将按照生态与经济协调发展的要求，积极推动产业生态化改造，突出发展高效生态农业、先进制造业、高技术产业和旅游商贸等现代服务业，改造提升传统优势产业，构建以生态农业、新型工业和现代服务业为支撑的环境友好型产业体系。在城市发展的“坐标”定位中，南昌将重点发展汽车、航空、医药食品、电子信息、新型材料等产业，九江将建成赣北区域中心城市、现代化港口旅游城市、区域性物流枢纽和长江沿岸重要工业基地，景德镇将是赣东北城镇群的中心，鹰潭是世界铜都、赣东北物流中心和道教文化旅游城市，新余着力发展光伏、钢铁和旅游产业，抚州则要融入南昌一小时经济圈。这些内容其实是针对江西的资源禀赋、产业配套现状以及江西在中部地区崛起的优势而确定的战略定位。

从具体产业定位来看，在农业方面，以保障国家粮食安全为重点，巩固和加强江西粮食主产区地位，形成一批优势农业集聚区和优质农产品种植、生产、加工基地；工业方面，按照新型工业化的要求，注重增强自主创新能力，注重节能减排和发展循环经济，重点打造光电产业基地、新能源产业基地、航空产业基地等八大新型工业产业基地；服务业方面，以生态旅游、商贸物流、节能环保产业、特色文化产业为重点，建设一批大型批发市场、现代物流园区，培育壮大节能环保服务业，打造一批特色文化产业基地。我们预期，国家将在财税、金融及土地等方面给予大力支持，并且国家在有关规划、重大项目布局及项目审批、核准等方面将予以重点倾斜。

个股方面，我们建议关注：1、具有高成长预期、业绩增长确定性较高的个股仍是首先标的：江中药业、江西长运、天音控股、仁和药业、正邦科技；2、具有支柱知识产权、受益产业政策的龙头企业仍可战略性配置：洪都航空、联创光电、泰豪科技、江特电机、诚志股份；3、产业整合、并购重组：江西出版正在借壳的鑫新股份，产业整合预期较为明确的凤凰光学、新钢股份、华意压缩、方大特钢可相机介入。重点关注：江中药业、江西长运、天音控股、洪都航空、泰豪科技。

四、行业观点：氮肥、磷、纯碱、水泥、钢铁、煤炭

氮肥行业：国际供需弱平衡、静待好转契机

09/10年度全球粮食供需平衡，库存消费比处于近30年低位决定了谷物价格坚挺，全球农化产品需求将恢复增长。IFA预测09/10年全球化肥需求增加3.6%，其中P、K恢复速度大于N肥，尿素需求增长4.2%，高于08/09年1.9%的增速。

持续几年的农业景气带动氮肥行业需求，开工率持续上升，07年达到最高91%，IFA预测08-13年全球产能年增长5.2%，超过需求增速。由于项目延期和高成本地区关

闭，产能的增加将低于预期，尿素供给 10/11 年仅小幅过剩，产能较大幅度的过剩出现在 2012 年之后。

国内尿素产能持续增长，09 年达到 6500 万吨，需求 5500 万吨，存在千万吨级别的产能过剩，未来三年每年都有将近 500 万吨的尿素新增产能计划在建，预计开工率介于 87~90%，每年有 10%产量盈余，如果中国严格限制出口，国际尿素开工率将超过历史最高水平，带来短期的供求紧张和国际价格大幅上涨。因此我们判断 2010 年关税季节性调整有利于出口增加，有效缓解国内供过于求的局面。

国际天然气的供给和价格上涨是影响尿素市场的最重要因素。俄罗斯提高天然气出口价格将导致乌克兰等地区产出减少，美国天然气价格随着油价上涨，中东地区由于天然气供应增加速度慢于天然气石化项目进程，部分项目出现延迟或取消，这些因素都有效支撑了国际尿素价格。国际尿素边际成本曲线陡峭，需求的小幅变化将导致尿素价格的大幅波动，甚至超过天然气价格的波动水平。

2010 年全年国内氮肥行业难以好转，行业估值水平基本合理，维持行业“中性”评级。我们推荐可以超越行业成长的个性企业，具有多元联产技术优势的华鲁恒升、具有外延性扩张能力的湖北宜化。未来国际天然气价格跟随油价保持高位、国内上调天然气价格都将提高气头尿素生产成本从而推高价格，提高煤头尿素企业的盈利空间。

磷化工：中国关税将刺激全球磷供应紧张

随着经济复苏，农产价格回升，磷肥需求也将稳步上升。据国际化肥协会（IFA）预计 2009/10 年度全球磷肥需求增长 3.0%，2010/11 为 6.2%，2013/14 年前全球磷肥年均增长 2.8%。我们测算 2010 年全球磷化工开工率恢复至 2006 年 78%左右的水平。

2009-2010 年中国磷肥产能增长成为全球磷肥产能增长的主要来源。2011-2013 年随着其他国家产能投放，中国的新增产能占比下降。中国磷化工产品的出口数量对全球供需影响重大。

如果中国磷肥出口被阻止，扣除中国的产能与产量因素，全球其他地区的磷化工开工率将达到 90%以上，与磷化工景气开始的 2007 年相当。全球磷化工将表现为供应紧张。

自 2007 年磷化工行业景气开始，中国政府一直实施着较为严格的出口关税政策以限制出口。2010 年 2 月-5 月中国执行磷肥旺季 110%的关税，我们预计过高的关税水平将导致国内出口受阻，刺激国际磷肥供给紧张。

农业发展的长期驱动因素没有改变，国际库存的地位决定粮食价格的坚挺，农民种植收益提高，全球农业对化肥提价的接受程度提高。精细磷化工的下游需求也开始好转，食品级磷酸出口环比同比均正增长，五钠下游洗涤行业产量创历史新高。

国内精细磷酸盐可以自由贸易将直接受益全球磷化工景气。磷酸盐产业链中的瓶颈将主要体现在黄磷环节。近 5 年以来，黄磷作为高耗能行业的典型代表，产能逐渐压缩，而需求仍然比较稳定。

我们将磷化工行业中的精细磷化工子行业上调至“增持”评级，维持磷肥行业“中性”评级。重点关注兴发集团和澄星股份。

纯碱行业：纯碱行业逐步复苏

2009 年 11 月初至今，全国纯碱交易均价累计上涨 250 元/吨，1 月份上涨 80 元/吨左右。目前纯碱均价 1300 元/吨，与我们预计的 2010 年纯碱均价 1400-1500 元/吨的趋势一致。三友化工、双环科技、山东海化轻质碱出厂价格分别上调至 1300 元/吨、1150 元/吨、1200 元/吨。价格不断上涨反映了下游需求的逐渐复苏。

2009 年，纯碱全年产量达 1960.8 万吨，同比增长 4.2%。预计 2009 年全年表观消费量 1731.7 万吨，同比增长 3.7%，远远低于 GDP 增速。12 月单月产量 193.6 万吨，同比增长 52.6%。以目前 2400 万吨产能计算，纯碱行业的开工率为 96.8%，依然处于历史高位。

2009 年房地产新开工面积 11.54 亿平方米，累计同比增长 18.27%。当月新开工面积继上月再创历史新高。新开工面积连续创新高反映了房地产开发企业加快开工，但是华泰联合房地产行业新开工领先指数显示，未来新开工面积增速将放缓。

2009 年全年，我国平板玻璃产量达到 56098 万重量箱，同比增长 3.6%。12 月份单月产量 4801.9 万重量箱，同比增长 6.22%。平板玻璃行业月末库存量连续创历史新低，未来玻璃行业的复产可能拉动纯碱行业的进一步复苏。

纯碱的其他下游行业亦高速增长。12 月，氧化铝产量 243.89 万吨，创历史新高，同比增长 38%；合成洗涤剂产量 63.19 万吨，同比增长 46.65%，处于历史高位。

我们认为，纯碱行业盈利转好趋势已经形成，维持纯碱行业“增持”评级。建议关注三友化工、双环科技、山东海化。

水泥：短期难有超额收益，可开始逢低布局

本周全国水泥市场平均价格与上周相比有所下降，幅度 0.19%。从跟踪情况来看，主要体现在陕西地区，随着需求逐渐下降，价格合理回落。09 年 12 月单月城镇固定资产投资同比增长 24.1%，增速连续第 2 个月出现下滑，引发市场对投资收缩的担忧，水泥股近期整体表现不佳。

投资依然是拉动中国经济增长的重要引擎，预计全年固定资产投资增速在 20% 以上，拉动水泥需求增长 10% 以上。我们的测算表明，今年 12% 的水泥需求增长将可以基本化解供给的压力。

目前大部分水泥股即使按 2010 年保守盈利预测计算，PE 也不足 20 倍，估值处于各行业的低端。如果 3 月开始进入施工期后，需求表现较强，可能引发水泥股估值向上修复。下半年需求虽然有可能放缓，但那时市场可能更多地预期 2011 年以后新增供给大幅减少，供求关系根本改善，短期的负面影响可能被忽略。

钢铁：国内外价差呈现扩大趋势

1 月钢材价格出现持续调整，这一调整违背季节性规律。本年度异于规律的价格调整首先源于央行货币政策超越市场预期的提前转向收紧，打压了惯常预期因素对钢材价格的支撑力度；同时北方寒潮因素加剧了需求的季节性萎缩幅度，也对钢材价格产生负面冲击。

但我们对 2、3 月钢材价格的反弹持乐观预期。12 月宏观数据显示基本面持续向好，目前钢材贸易商的心态仍趋于稳定，在价格回调时未出现大规模的甩货行为。预期实质需求回暖后，钢材价格将重回上行阶段。

国际市场价格持续坚挺推动国内外价差不断扩大，我们预计出口复苏的速度有望超预期。随着以美国为代表的国家和地区补库存进入加速阶段，国际市场的产能利用率持续上升，带动钢材价格不断上涨。目前除冷轧品种外，其余品种的国内外价差均在持续扩大。国内外价差的不断扩大将刺激出口迅速回升。

本周流通市场钢材库存持续攀升。对于目前库存累积的态势我们并不过分担忧，对比历年库存走势，1 月的库存积累属于正常的季节变动。但我们提醒投资者注意 09 年 8 月、10-11 月季节性库存消化期的库存反常上涨，使库存的绝对量出现了异常增长。钢材绝对产销量的上升，期货套保新需求的引入，部分解释了这一异常上涨的来源，但不可否认宽松的流动性仍是库存攀升最有力的支撑因素。在当前货币调控与市场预期逐渐显现微妙变化的态势下，我们将适时向投资者提示逐渐暴露的库存风险。

随钢材价格两周来进入调整区间，原料成本也随之出现调整。模拟计算仅在现货市场采购钢铁企业的当期盈利状况，其毛利呈现不断恶化趋势。实际调研发现即使是民营企业也通过矿石库存囤积、远期合约等手段平抑矿石价格的过快上涨，说明实际钢铁企业面临的成本压力小于我们的测算。

煤炭：电厂库存回升，秦港煤价企稳

由于铁路部门加大了电煤抢运的力度，直供电厂存煤量快速上升，最新库存 2216.8 万吨，较上周增加 200 万吨，增幅 10%，其中，华中电网是电煤抢运的重点，库存上升尤为明显，最新库存 665 万吨，较 1 月 13 日增加 150 万吨，增幅达 30%，存煤天数由 9 天上升至 12 天，电煤供应紧张的局面有所缓解。由于目前已处于大寒节气，未来气温再创新低的可能性较小，加上临近春节，学校、工厂陆续放假，预计短期内用电量将出现回落；供给方面，为了保证电煤供应，1 月份山西省共提报电煤正式计划 2082 万吨，较 12 月增加 244 万吨，同时电煤抢运仍在持续，煤炭供需状况有望进一步好转，煤价企稳的概率加大。截至 1 月 25 日，秦皇岛大同优混（6000 大卡）、山西优混（5500 大卡）、山西大混（5000 大卡）报价分别为 850 元/吨、810 元/吨和 720 元/吨，连续两个周价格保持持平。

由于渤海湾内各港口均出现结冰现象，秦皇岛港、曹妃甸港、京唐港被迫封航，受此影响，秦皇岛港煤炭库存快速上升，截至 1 月 25 日，港口存煤 670 万吨，较上周增加 78 万吨。

澳大利亚 NEWC 港煤价继续上涨，最新报价 99.26 美元/吨，较上周上涨 1.39 美元/吨，南非理查德港和欧洲三港 ARA 动力煤最新报价分别为 87.39 美元/吨和 83.77 美元/吨，分别较上周上涨 0.02 美元/吨和下跌 2.05 美元/吨。

国际油价大幅下跌，截至 1 月 22 日，布伦特原油报价 72.83 美元/桶，较上周下跌 4.28 美元/桶。

山西运城地震，预计将对焦煤短期供给造成影响。建议买入省外焦煤公司，首推冀中能源（2010 年 14 倍 PE，此次回调幅度 30%）以及焦煤焦炭一体化的开滦股份！

华泰联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。