

责任编辑
赵 冰
☎ 021-68498609

等待政策风险释放，关注出口和通胀驱动变化

——策略专题电话会议纪要

会议时间

2010-1-18 15: 30 am

事件

策略研究员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：市场调整压力仍存

央行收紧流动性信号非常明确

尽管上周央行发行 3 月期央票利率意外持平，但目前还不能理解为利空出尽。本周一开始存款准备金率将正式上调，仍将对市场心理层面形成冲击，更为重要的是 1 月份截至目前新增信贷已达 9000 亿，远超市场预期，准备金率等货币调控手段或能削弱信贷猛增的势头，但要实现今年贷款合理适度增长的目标，不排除近期再出台控制信贷的可能。更为重要的是目前通胀预期压力并未得到缓减，反而有所增强。除了我们上周周报中强调的天气、工业增加值、重工业的订单等因素的影响，正在迅速转正的“产出缺口”和出口增速超预期的增长也将使得通胀压力有增无减。

房地产调控与主权违约风险上升催化经济复苏持续性的担忧

下周四即将公布的宏观经济数据有望持续向好，但房地产价格高涨和调控政策使得市场对于经济增长持续性担忧也开始逐步增强。全国 70 个大中城市的平均房价，仅在截至 12 月底的一个月内就攀升了 1.5%。这一涨幅是 18 个月来最快的，而且与 11 月数据相比出现强劲的加速。中国住房和城乡建设部明确表示房价（尤其是沿海大城市的房价）已经升至明显过高的水平。政府已经开始了一系列调控手段，使得市场产生对房地产领域的民间投资存在担忧。此外虽然出口增速回升，但是来自发达和发展中国家的贸易保护主义的压力也强化了出口增长持续复苏的担忧。

主权债务的可持续性也威胁着经济及金融稳定的前景。09 年全球政府为了刺激经济发展和对抗经济衰退，债务水平增至前所未见的水平。2007 年至今，OECD 成员国政府赤字占 GDP 比率上升了 7%，至略高于 8%；而债务（不计或有债务）占 GDP 的比率提高了约 25%，至略高于 100%。目前，东欧和西欧的一些国家可能已存在违约风险。短期来看，日本公共债务占 GDP 的比率已超过 200%，但政府能以 1.4% 的利率筹借到期限为 10 年的资金。澳大利亚政府债务占约 GDP 的 25%，但它要支付 5.5% 以上的利率。其它富国债务比率各不相同，它们所支付的利率大致都在 3.5%-4% 之间。但随着各国回收流动性，主权债务的风险也引起市场的关注。

穆启国
(021) 50106020
muqg@lhzq.com

市场结论没有改变：市场调整压力仍存

我们对于市场调整的幅度和原因目前没有改变。上证指数底部区域大概率是落在 2800-3000。3000 点是我们通过 DDM 对 10 年上证指数估值的底部；也不会形成 8 月以来的快速下跌。原因在于 8 月调整的宏观背景是市场预期由高通胀突然转向通缩，微观基础是机构的高仓位，持有板块趋同，且历史超额收益高。目前虽然仓位依然高，但是持有行业集中度并没有 8 月高，并且近 5 个月的震荡也有所消化，从这个角度看上证指数调整也不会极端到 2600-2700。

二、投资主线：关注出口好转和通胀回升，回避流动性敏感行业

在流动性回落和经济回升的背景下，关注出口好转和产能利用率上升带动的通胀回升受益行业，适当回避流动性敏感的行业。

新兴市场驱动的出口好转：机电和科技受益

2009 年 12 月我国外贸进出口大幅增长，出口 1307.3 亿美元，为历史上月度出口值的第四高位，同比增长 17.7%，环比增长 15%。从驱动力来看，中国与东南亚以及巴西、非洲、印度这些“新崛起经济体”之间的贸易急剧增长。尽管历史上看，中国与这些地区的贸易有限，但过去五年的增长如此之快，以至于如果 2010 年的表现强劲，那么，它就可能足以抵消中美贸易的轻度走弱。亚洲、非洲、巴西、印度在中国贸易领域中的影响力明显增强。2009 年前 10 个月，对美贸易占了中国总贸易额的 13.6%，非洲和东盟(Asean)十国合计占了 13.5%。巴西和印度合计占了 4%(澳大利亚和俄罗斯分别占了 2.7%和 1.8%)。中国出口结构正在优化，机电电子和高新技术产品出口增长迅猛。

产能利用率回升驱动的通胀：需求快速回升，固定成本较高的行业

10 年通胀压力虽不大，但是上半年单月的通胀较高；驱动力也从流动性推动的资产、资源价格上升逐步向产能利用率回升带来的中游制造业的价格上升。利润增长依赖于利润率的提升和收入增长。在“去库存”阶段中，由于成本下降速度往往快于产品价格下降速度，因此利润增长主要驱动力是毛利率提升，并且固定成本占比越少、需求下降较小的行业越能受益。而在“补库存”阶段，由于成本上升，需求也在上升，这时，产能利用率的上升使得单位产品的固定成本下降，从而固定成本占比较高的行业随着收入增速提升，利润率和收入有望同步上涨，促使盈利超预期。因此固定成本较大，需求提升明显的行业更有利润弹性。我们对比温和通胀下各行业 03 年 1 月 - 04 年 3 月表现发现，固定成本占比较高的信息服务、采掘、公用事业、交通运输行业涨幅均居前。

三、行业视角：交运、钢铁、煤炭、科技、化工、商贸

交运：市场热情逐步高涨

航空：12 月国际航线增速显著提升，增速创几年内历史新高，其中中国国航国际航线旅客吞吐量同比增长 21.3%，南方航空国际航线旅客吞吐量同比增长 23.9%，东方航空国际航线旅客吞吐量同比增长 12.29%，这是国际航线随进出口

总额复苏的外在体现和结果（12 月份中国进出口总额同比增长 16%以上），并且国际航线快速增长的局势在 2010 年将持续。在未来较长一段时间内，国内、国际航线旅客吞吐量均快速增长的局面将持续，行业供需格局进一步改善，行业客座率、票价水平将出现同比上升的趋势，同时行业进一步整合的动作等值得期待。继续首推“国际航线复苏受益最大”和“在行业跨过盈亏平衡点阶段弹性最大”的中国国航，同时建议增持南方航空、东方航空。

航运：伴随着流动性影响减弱和生产活动的复苏，中游行业的景气将带来对原材料和能源的需求将强劲增长。同时，运力供给量超过市场预期的可能性很小。我们对航运子行业的排序仍是干散货和油轮优于集运，主要的投资标的为中国远洋和招商轮船。

四、主题投资：安徽、“中国-东盟”自贸区、1 号文件与城镇化

皖江城市带迎来历史性发展机遇

安徽省主要领导近日在京透露，皖江城市带承接产业转移示范区即将上升为国家战略，国家发改委地区司有关人士日前也证实了这一消息。2009 年 2 月，国务院就批准了安徽省设立皖江城市带承接产业转移示范区。国家各方面都给予了高度的重视。这是安徽省迄今为止第一个进入国家层面的规划，标志着安徽板块的发展上升到国家战略高度。随着前期工作的不断推进，我们预计《皖江城市带承接产业转移示范区规划》有望在春节前出台。

安徽是中部的东部，是接受国际产业转移或迎接东部沿海发达地区产业梯度转移的最佳承接地。皖江城市带承接产业转移示范区将打造以长江为轴、合肥和芜湖为双核、宣城和滁州为两翼的产业布局，范围包括合肥、马鞍山、芜湖、铜陵、安庆、巢湖、池州、宣城、滁州等 9 个地市，与“长三角”率先实现“无缝对接”。这将推动安徽经济加快发展，促进中部地区崛起。

安徽板块迎来历史性的发展机遇，而国家、地方政府也十分支持运用并购重组的方式进行各方面资源的整合，我们预计安徽板块未来并购重组的力度会不断加大，进程也会加快。目前安徽板块有 60 家上市公司，有重组题材的股票至少在 18 支以上，其中有潜在并购重组预期至少有 10 支，重组公告股 8 支。潜在重组股中我们建议可以关注江淮汽车、时代出版、全柴动力、中鼎股份。重组公告股中建议关注芜湖港、华孚色纺、星马汽车。

“中国-东盟”自贸区前景可待

在“中国-东盟自贸区”成立之前，策略部对“北部湾经济区”上市公司进行了联合调研。涵盖 19 亿人口、6 万亿美元国民生产总值、4.5 亿美元贸易额的中国-东盟自由贸易区是发展中国家建立的世界上最大自由贸易区，该区域的建成这将对 21 世纪上半叶的世界经济与政治产生深远影响。

在对上市公司的影响方面，建议积极关注北海港（“推进沿海沿江率先发展”的最大受益者，三港合一即将取得突破性进展）、五洲交通（“加强基础设施建设，增强跨越发展的支撑能力”、“打造区域性现代商贸物流基地”的受益者，房地产项目的利润释放在即）、南宁糖业及贵糖股份（“甜蜜事业”工程、发展优势产业的受益者）、柳工及柳钢（“与东盟合作新高地”、“先进制造业基地”的重要载体）、

柳化股份(“促进产业链向精深加工延伸”的受益者、区域市场及东盟市场的赢家)、南宁百货(受益大消费、东盟自由贸易区)、中恒集团(区域中药制造业的龙头)。重点关注北海港、五洲交通、柳工、柳钢股份、柳化股份。

城镇化战略催生长期投资机会

今年元旦期间,胡锦涛在河北考察时表示,中央将下发 2010 年“1 号文件”,出台一批新的强农惠农政策。而此前召开的中央经济工作会议指出,要把解决符合条件的农业转移人口逐步在城镇就业和落户作为推进城镇化的重要任务,放宽中小城市和城镇户籍限制。我们预计城镇化将成为今年“1 号文件”的重要内容。

我们认为,推进城镇化的具体措施包括推进重点城镇交通、供排水、污水和垃圾处理等基础设施的建设,加快重点城镇医院、学校和电网改造升级等公共设施建设,另外义务教育、基本医疗、社会保障等基本公共服务也将入选积极推动的范畴。“城镇化”是中央优化调整经济结构的一项战略性举措,能够扩大消费内需,扩大就业,促进民间投融资发展,缩小地区发展差距。在政策思路,城镇化的推进将遵循“国家主体功能区规划”,“优化开发区”和“重点开发区”将是推行城镇化的主要区域。政策重点是消除相关制度性障碍和瓶颈,包括:1)放松中小城市户籍限制;2)提高社会保障水平,如兴建廉租房和经济适用房,提高养老金、住房公积金和劳动保障等;3)通过引入民间资本发展城市基础设施和公共服务行业。就规模而言,城镇化的推进方向并非单纯发展中小城镇,而是大中城市或以之为依托的集群式中小城市。

我们认为中国进入主动城市化阶段,将开启内需黄金十年的长期趋势。与此相关的成长型公司尽管当前估值较贵,但发展空间很大,应当长期持有有业绩预期的成长型公司。

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。