

电力紧缺周期启动，中游超额收益维持

——4 月行业比较月报



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国 策略首席分析师
SAC 执业证书编号:S1000510120006
(021)5010 6020
muqg@mail.htlhsc.com.cn

姚卫巍
SAC 执业证书编号:S1000511020001
(021)5010 6033
yaoww@mail.htlhsc.com.cn

联系人

顾益辉
(0755)8249 2280
guyh@mail.htlhsc.com.cn

- **电力紧缺周期启动。**由于沿海地区装机供给增长受限，特高压电网建设滞后，煤价、电价严重倒挂现象等继续存在，今年到明年出现用电紧张将持续存在。电力供需的变化是趋势性的，具有区域特征，特别是发达地区及产业转移地区用电紧张将明显。
- **需求回升平稳，通胀压力不减，周期蓝筹的估值修复依然是主线。**结合近期人民币升值预期强化，A 股市场系统性风险不大，我们判断二季度依然是震荡上行，周期股的估值修复可能在二季度末才发生逆转。国内局部电力短缺将使得部分行业供给受限和价格上升的格局难以改变。但货币紧缩使得经销商和实体企业的杠杆效应下降，需求更多来自刚需，因此演变为经济过热的风险并不大。输入型通胀压力受制于发达国家货币政策调整的进程。周期蓝筹的估值修复在二季度末期可能发生逆转。如果二季度美欧货币政策预期发生变化，将降低输入性通胀环比压力。如果通胀回落，将使得中游制造业的此前成本向下游传递能力下降，利润压力较大。如果通胀压力进一步上升，超预期通胀将带动政策进一步收缩。
- **策略看上游，煤电矛盾深化，拐点仍需等待。**2011 年结构性缺电频繁，华东和华北将进入持续紧张的状态，未来可能会蔓延的到全国。缺电原因在于供给问题，一方面是发改委今年减少了火电审批，另一方面是在高煤价背景下，电力企业发电意愿不足。通胀背景下，电价大幅调整可能性较小。电力行业本身因两头受压，投资机会在于上下游。在电力企业持续亏损的格局下，煤炭价格上下的空间有限，同时基于煤炭估值修复空间有限的考虑，电力、煤炭行业获得的超额收益概率较小。
- **策略看中游，供给冲击，保障房建设超预期，超额收益维持。**二季度需求相对稳定，下游对于中游价格依然在可承受的范围内。钢铁目前需求相对平稳，货币紧缩稍有缓解，总体环境不支持快速去库存的发生。水泥下游需求较为刚性，且对水泥价格不敏感，水泥价格上升仍然有动力。水泥作为高耗能行业的限电更频繁，以销定产和联合保价的策略对水泥价格会有持续的刺激。保障房调研表明，政府监督力度大、资金配套力度大、土地配套力度超过以往。保障房建设超预期，将有效拉动中游需求回升。从股票超额收益，钢铁、水泥、机械等中游行业的超额收益有望维持，但整体超额收益比 1 季度回落。
- **推荐行业：**房地产、钢铁、水泥、机械

目 录

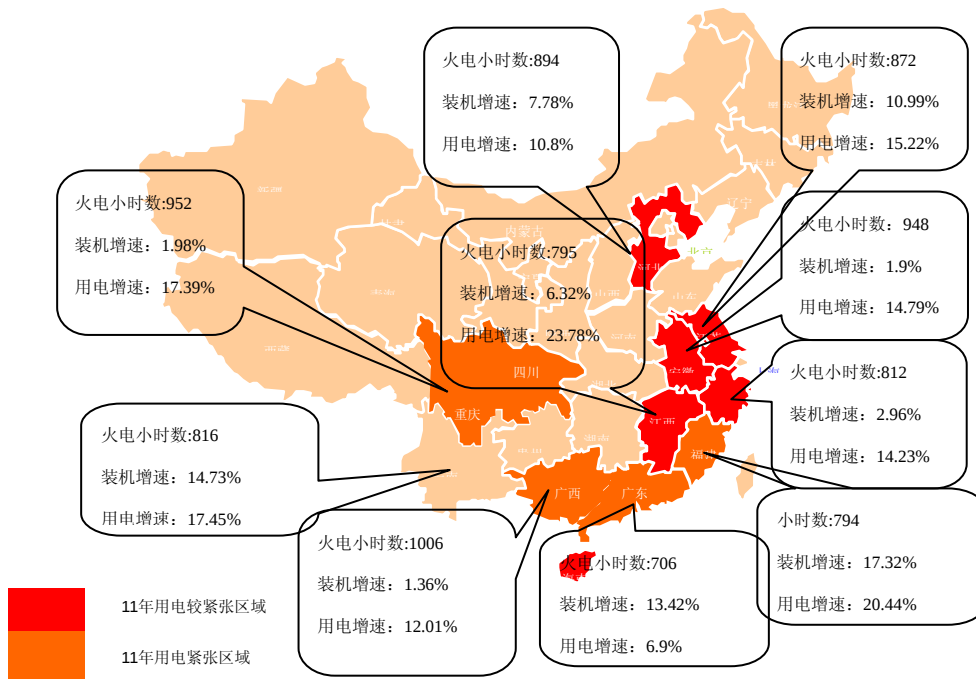
一、电力紧缺周期启动：2011 年局部，2012 年全国	4
周期逻辑看，电力供需结构步入拐点之年	4
微观调研看，华东用电紧张趋势性显现	5
二、电力上下游相关行业梳理	6
三、周期蓝筹的估值修复依然是主线	8
需求回升平稳，通胀压力不减，但演变为经济过热的概率偏小	8
周期股估值修复仍将继续	8
三、策略看上游：煤电矛盾深化，拐点仍需等待	12
四、策略看中游：供给冲击延续，保障房拉动超预期，超额收益维持	13
水泥：供给受限，价格上行仍有动力	13
钢铁：产能放缓，供需改善	14
保障房：政策给力，力度超预期	15
六、附录	17
七、风险提示	18

图表目录

图 1:	全国各个地区主要用电和装机容量分布 (2011 年 2 月)	4
图 2:	电力供需周期变化 (红色圈代表上升周期, 绿色圈代表下降周期)	5
图 3:	公用事业近两年低 ROE 下产能扩张较低	5
图 4:	电厂耗煤大幅增加	5
图 5:	2011 年燃煤机组利用小时安排与 2010 年实际	6
图 6:	2011 年夏季高峰网内最大可调与最高负荷	6
图 7:	电力上下游行业分布结构图	6
图 8:	用电下游构成	7
图 9:	投资增速总体回落	8
图 10:	信贷已经回落至正常水平	8
图 11:	固定资产投资中建安工程回升, 设备购置增速触底	8
图 12:	固定资产投资中其他费用增速高位回落	8
图 13:	房地产投资中建安工程同比回升	9
图 14:	房地产投资中其他费用投资增速	9
图 15:	地产上市公司经营性现金流紧张	10
图 16:	地产上市公司融资额骤降	10
图 17:	当前房价相对安全	10
图 18:	地产销量领先于新开工 6 个月	10
图 19:	周期股需求产业链联动	10
图 20:	水泥销售量增速、建筑钢销售量增速	10
图 21:	工程机械和重卡增速	11
图 22:	货运量 (吨) 和周转量 (吨 × 公里)	11
图 23:	建筑建材超额收益和相对估值	11
图 24:	机械设备超额收益和相对估值	11
图 25:	周期股与澳元汇率	11
图 26:	周期股与铜价	11
图 27:	周期股与韩国股市	11
图 28:	周期股与 BDI	11
图 29:	03 年以来煤炭和电力的毛利率呈现反向波动	13
图 30:	火电厂 09 年以来盈利增速持续下滑	13
图 31:	华东 42.5 散装水泥价格	14
图 32:	华东水泥用煤价格	Error! Bookmark not defined.
图 33:	钢铁处于低 ROE、低扩张	14
图 34:	2011 年粗钢产能或将零增长	14
图 35:	电力上下游联合调研全国完整调研地图	17
表格 1:	2011 年钢铁行业供需预测	15
表格 2:	全国保障房拉动中游需求的拉动情况	16
表格 4:	全国电力紧张调研的区域安排	17

一、电力紧缺周期启动：2011 年局部，2012 年全国

图 1： 全国各个地区主要用电和装机容量分布（2011 年 2 月）

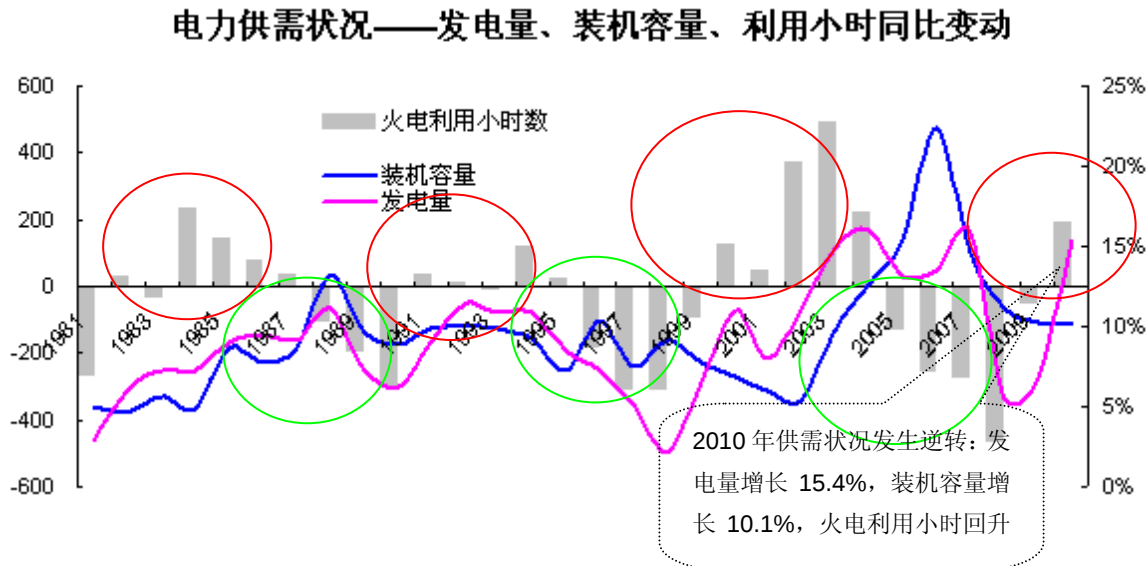


资料来源：华泰联合证券研究所

周期逻辑看，电力供需结构步入拐点之年

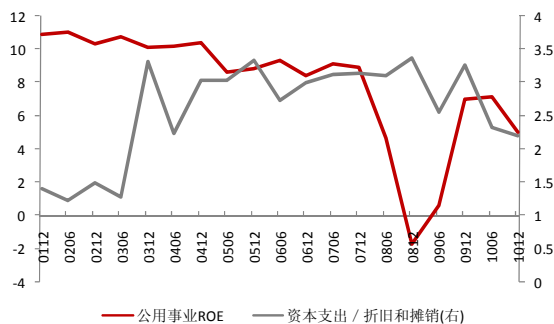
从 09 年开始电力项目审批大幅度放缓，电力供给增速减缓，火电厂建设最短 18 个月，一般 24 个月。今年到明年用电高峰季节将大概率出现用电紧张。一些数据已明确显示电力供需进入景气上升拐点。从数据来看，2010 年供需状况发生逆转：发电量增长 15.4%，装机容量增长 10.1%，火电利用小时回升 192 小时。电力供需的变化是趋势性的，具有区域特征，特别是发达地区及产业转移地区用电紧张将明显。从上市公司的数据来看，也能得到印证。由于公用事业行业 08 年之后的 ROE 持续偏低，导致整体行业的资本支出减少，产能扩张不断下滑。

图 2： 电力供需周期变化（红色圈代表上升周期，绿色圈代表下降周期）



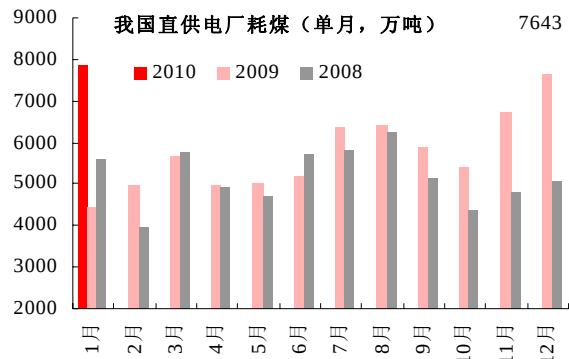
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3： 公用事业近两年低 ROE 下产能扩张较低



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 4： 电厂耗煤大幅增加



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

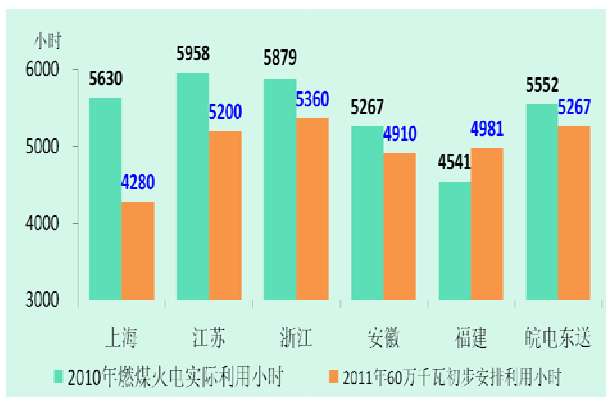
微观调研看， 华东用电紧张趋势性显现

国家发改委于 4 月 15 日表示，受用电需求增长较快等因素影响，预计今年大部分地区电力供需形势偏紧，夏季高峰期华东、华北、南方供需缺口较大。发改委对电力紧缺的声明基本上验证了我们对电力紧张格局的判断。

根据我们微观调研了解，2010 年华东统调用电量（大机组发电量）同比增长 17%。2010 年增长最快的是江苏，增长率 19.4%，其次是福建、浙江和安徽，增长最慢的是上海。全社会用电量（包括所有口径）超过 10000 亿千瓦时，增长 15%。2010 年华东电网最高负荷 1.66 亿千瓦，同比增长 17.4%。其中用电负荷最大的是江苏，之

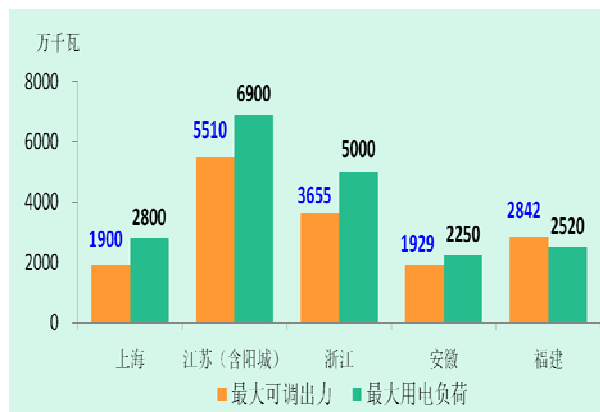
后按序是浙江、上海、福建和安徽。2010 年华东电网燃煤火电平均利用小时 5612 小时，同比增加 190 个小时。2011 年华东电网整体电力供需形势十分严峻，江苏和浙江基本全年存在较大电力缺口，长时间错峰避峰和短时局部拉限电将难以避免。

图 5： 2011 年燃煤机组利用小时安排与 2010 年实际



资料来源：华东电网, 华泰联合证券研究所

图 6： 2011 年夏季高峰网内最大可调与最高负荷



资料来源：华东电网, 华泰联合证券研究所

通过调研分析，基本上印证我们前期对电力紧张趋势的判断：

- 1、电力需求旺盛的态势是趋势性的。由于沿海地区装机供给增长受限，特高压电网建设滞后，煤价、电价严重倒挂等现象继续存在，今年到明年用电高峰季节将大概率出现用电紧张。
- 2、通胀背景下，虽然上网电价有一定的调整空间，大幅调整终端销售电价可能性仍然较小。电力行业本身因两头受压，火电今年仍可能亏损，投资机会在电力上下游。

二、电力上下游相关行业梳理

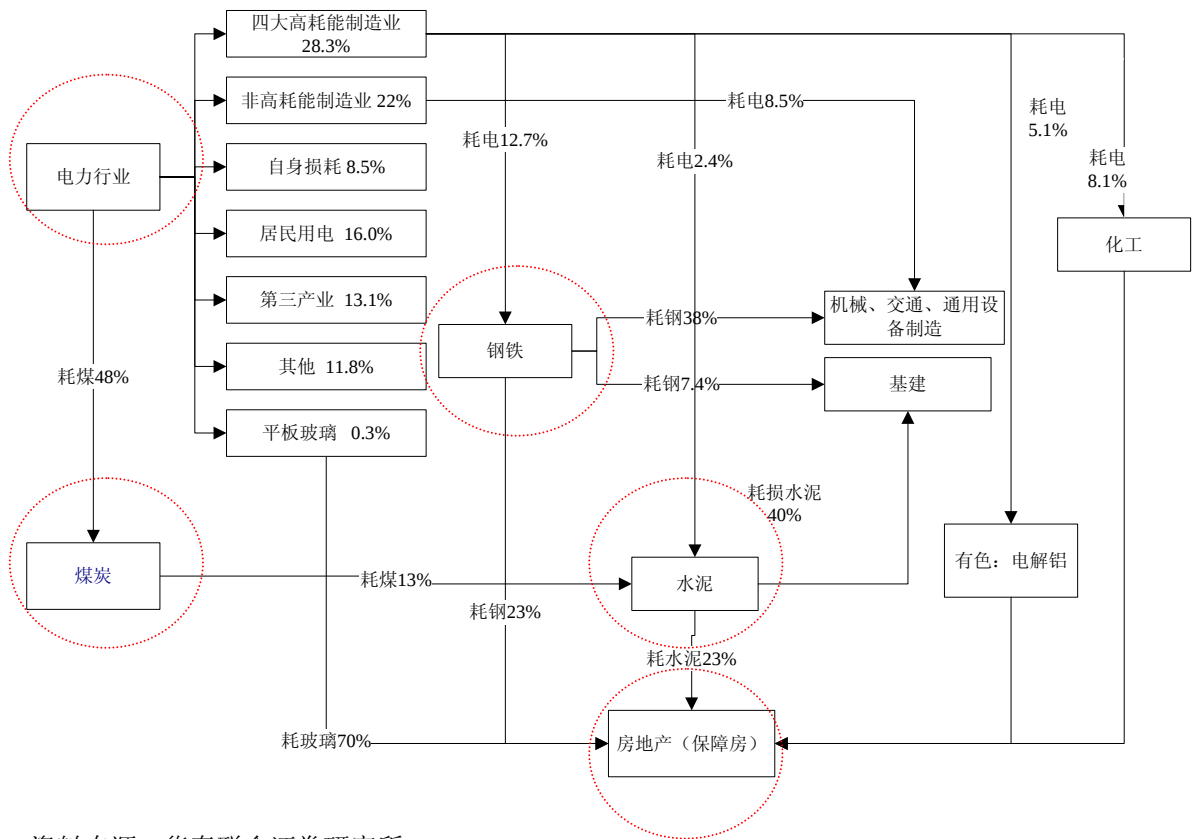
通过电力上下游产业的梳理，我们可以观察到下游需求作为重要的外生变量是把握整个投资链条的关键。需求的拉动主要围绕以下两条路径展开：

房地产新开工面积上升→钢铁需求上升→钢铁价格上升→吨钢毛利上升→厂商扩大生产→焦煤消耗量增加→用电量上升

房地产新开工面积上升→水泥需求上升→水泥价格上升→厂商扩产→用电量上升→动力煤价格上升。

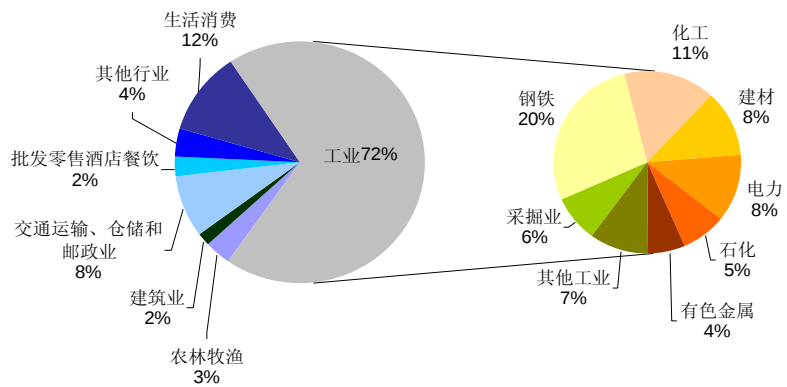
从综合能耗以及需求拉动的角度上看，相关的主线行业分别是煤炭、电力、水泥、钢铁、房地产。

图 7： 电力上下游行业分布结构图



资料来源：华泰联合证券研究所

图 8：用电下游构成



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

三、周期蓝筹的估值修复依然是主线

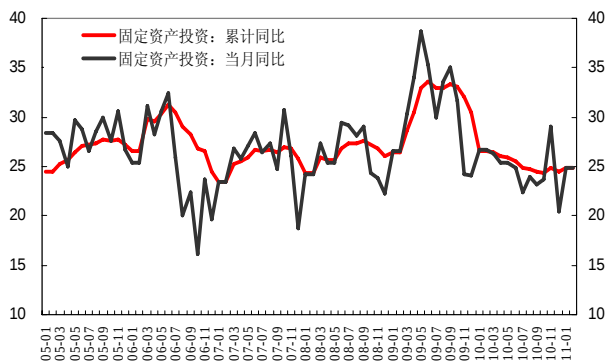
需求回升平稳，通胀压力不减，但演变为经济过热的概率偏小

从固定资产投资整个产业链来看，虽然中长期信贷、原材料和人力的成本逼近 2007 年 5-6 月份的水平，但是由于出口和保障性住房等政策力度较大，除了电力企业由于定价机制问题，其他相关行业还未出现下游承接力较弱的情况。

从宏观背景来看，2007 年下半年所处的环境是外需回落，货币、财政政策双紧。而目前是外需回升，货币中性，财政结构性政策力度大。这与以往经济周期不同，不同的根本原因在于美欧作为全球需求核心的经济周期已经逐步转变为新兴市场作为全球需求核心的转变。

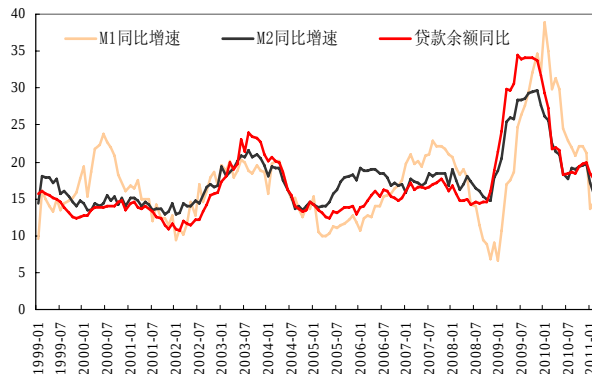
国内局部电力短缺将使得部分行业供给受限和价格上升的格局难以改变。但货币紧缩使得经销商和实体企业的杠杆效应下降，需求更多来自刚需，因此演变为经济过热的风险并不大。输入型通胀压力受制于发达国家货币政策调整的进程。如果二季度美欧货币政策预期发生变化，将降低输入性通胀环比压力。

图 9：投资增速总体回落



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 10：信贷已经回落至正常水平



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

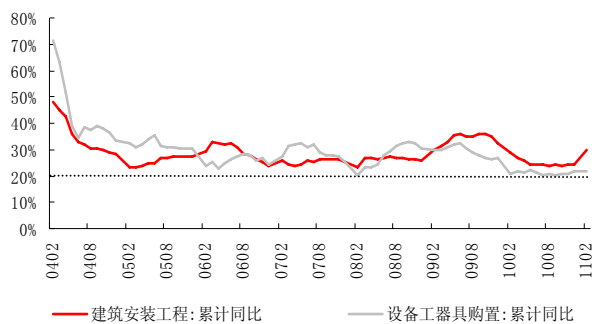
周期股估值修复仍将继续

地产销量相关的行业优于地产投资相关的中游，实体经济逐步恢复和流动性收紧将使得中游优于上游，资源受制于全球流动性逐步收紧，更多的只是结构性或者脉冲式机会。主要逻辑如下：

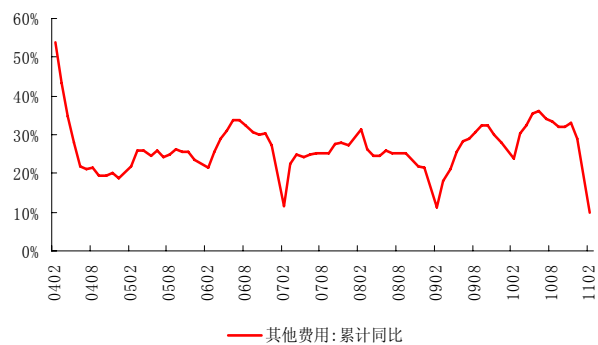
从需求来看，虽然新开工增速快速回落，但产业链带动并未减弱。无论是固定资产投资，还是房地产投资，建安工程和设备购置增速触底，新开工和投资增速回落主要是其他费用如购置土地等增速快速回落。

图 11：固定资产投资中建安工程回升，设备购置增速触底

图 12：固定资产投资中其他费用增速高位回落

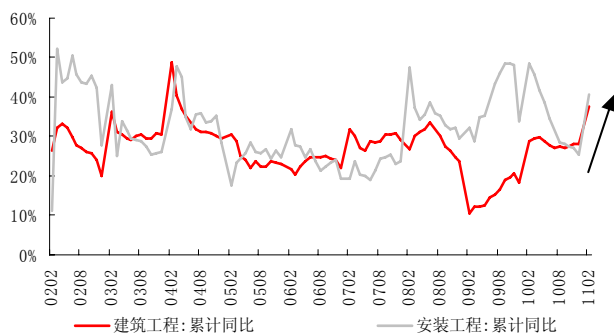


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所



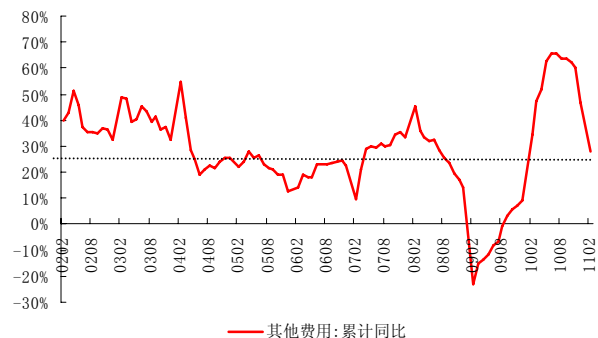
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 13： 房地产投资中建安工程同比回升



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 14： 房地产投资中其他费用投资增速

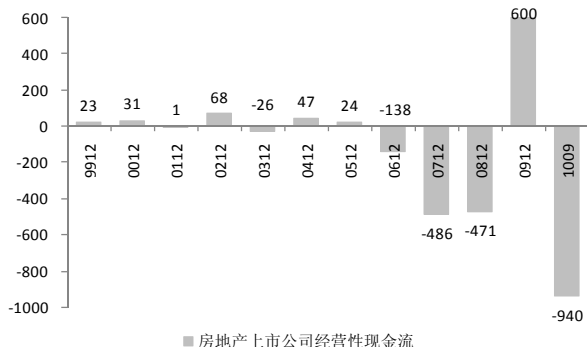


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

从政策来看，09 年以来的新开工和地产资金链紧张将促使房地产供给二季度逐步释放，降低地产调控预期。按照 18-24 个月的建设周期，09 年 4 季度开始的大量新开工将在今年 2 季度形成供给。供给增加的情况下，即使销量增加，房价也不会大幅拉升，调控预期偏弱；反过来如果限购等政策下，销量仍然维持低位，那么地产商现金流压力大增，将会产生降价的动力来扩张销售。2010 年三季报显示地产上市公司经营性现金流为-940 亿，整体行业现金流紧张，同时由于对地产商的融资限制，2010 年地产商的融资额仅为 53 亿，相比 07-09 年的年均 660 亿大幅减少。

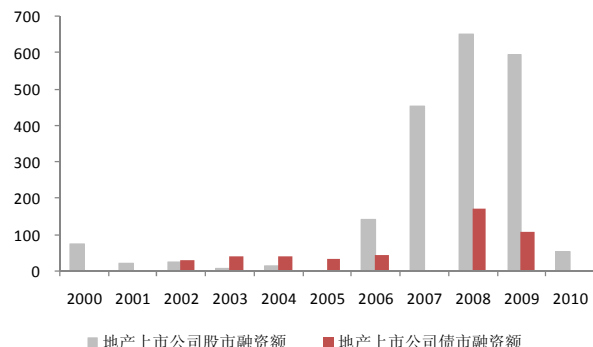
从历史来看，房价指数超过 108 是一个危险信号。04 年 12 月房价指数达到 110.3，对应 05 年 3 月份出台“国八条”；07 年 8 月房价指数达到 108.4，对应 9 月份出台“二套房首付比例不低于 50%”的规定；09 年 12 月房价指数达到 108.2，对应当月出台提高首付、停发三套房房贷、提高房产交易税收、提高地产商拿地首付等，房价仍上涨的情况下 2010 年 4 月份进一步推出“国十条”抑制房价上涨。当前的房价指数 106.8，处于回落趋势中，进一步出台地产调控政策的概率偏低。

图 15: 地产上市公司经营性现金流紧张



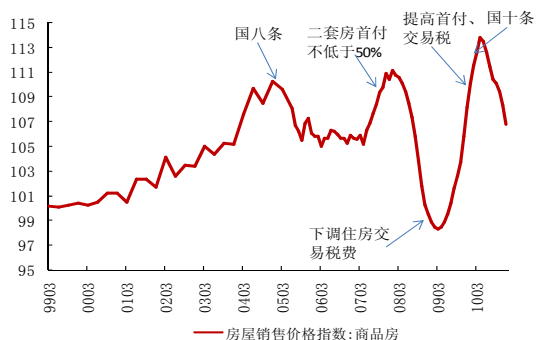
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 16: 地产上市公司融资额骤降



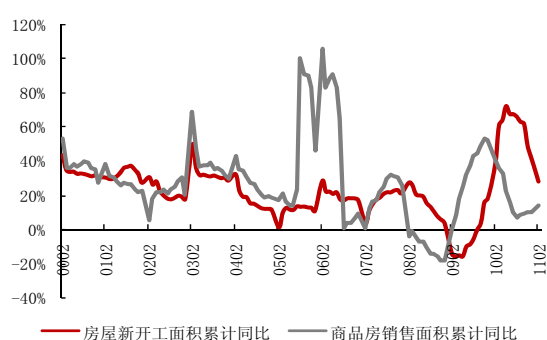
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 17: 当前房价相对安全



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

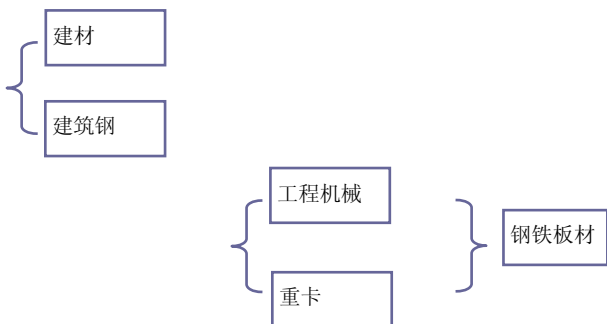
图 18: 地产销量领先于新开工 6 个月



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

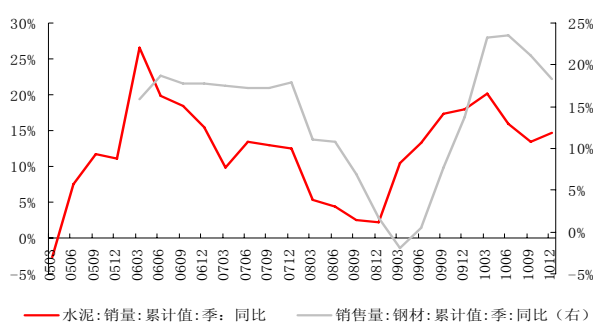
从产业链联动来看, 重卡增速快速回落, 但其领先行业如水泥、建筑钢销量增速仍在高位; 同步行业如工程机械销量增速也在高位。目前仍难以认定经济会快速回落。

图 19: 周期股需求产业链联动



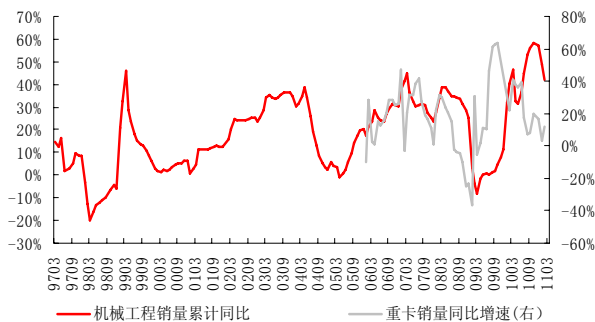
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 20: 水泥销售量增速、建筑钢销售量增速



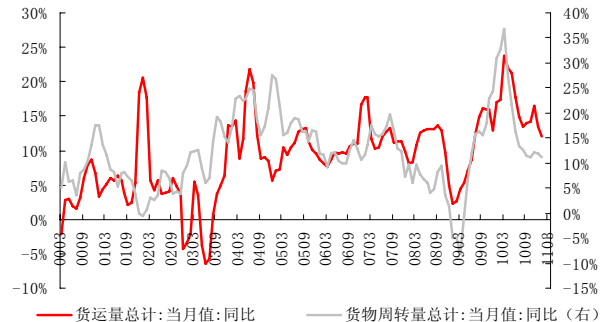
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 21: 工程机械和重卡增速



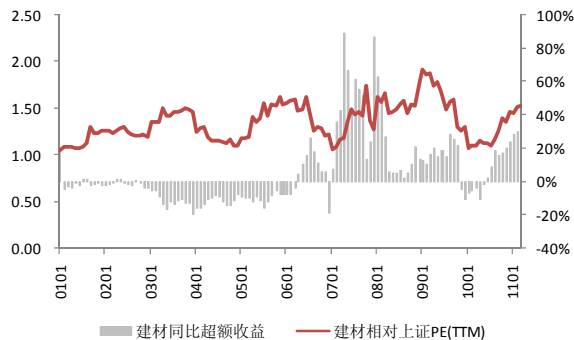
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 22: 货运量（吨）和周转量（吨×公里）



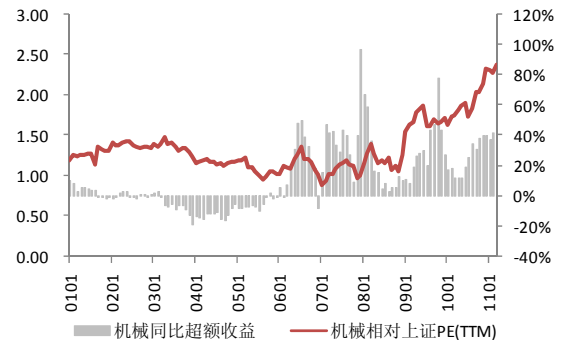
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 23: 建筑建材超额收益和相对估值



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 24: 机械设备超额收益和相对估值



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

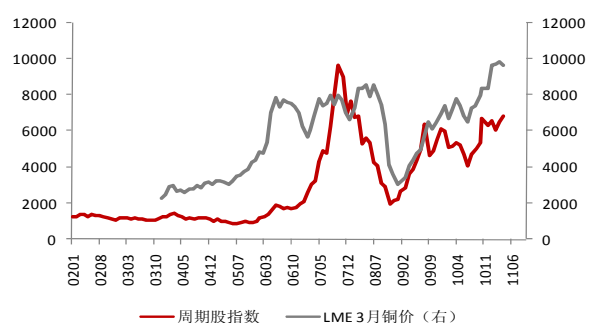
从全球周期股的同步指标来看，除了 BDI 之外的澳元汇率、铜价、韩国股市均已创历史新高或者接近新高，并且仍在上行趋势中，因此周期股估值修复仍有望持续。

图 25: 周期股与澳元汇率



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 26: 周期股与铜价



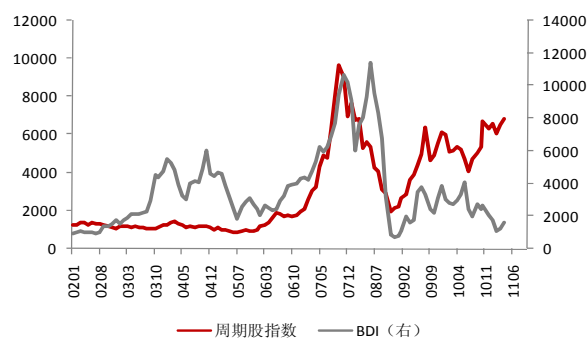
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 27: 周期股与韩国股市

图 28: 周期股与 BDI



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

周期股的估值修复可能在二季度末发生逆转。如果通胀回落,将使得中游制造业的此前成本向下游传递能力下降,利润压力较大。如果通胀压力进一步上升,超预期通胀将带动政策进一步收缩。结合近期人民币升值预期强化,A股市场系统性风险不大,我们判断二季度依然是震荡上行,周期蓝筹的估值修复依然是主线。

三、策略看上游：煤电矛盾深化，拐点仍需等待

缺电原因在于供给问题,一方面是发改委今年减少了火电审批,出现了供需不匹配现象,另一方面是由于高煤价导致电厂没有意发电。调研了解目前安徽几乎所有的发电集团面临亏损或者接近亏损的状态,只有一些机组大而且预先购买煤矿的企业是盈利的。2010年火电的利用小时数只有5000小时,中国上次电荒是03年-04年,当时火电的利用小时数是超6000小时。火电利用小时看,还有一定的提升空间。今年华东电网某发电集团首次提出可能会由于缺煤而停机。在很长一段时间内是发电企业的准则是要尽社会责任,以前不发电的理由一般是“机组问题”。今年第一次提出是因为煤炭价格过高而不发电,称如果出现煤炭危机,发电集团将不负超过自己能力的发电责任。煤电矛盾在进一步深化。

解决电力供应紧张的方法: 1、新建机组,但是因为电力投资具有周期性,火电厂建设最短18个月,一般24个月,所以远水难解近渴。2、特高压传输,建设期较短,但取决于投资进度。3、大幅上调终端销售电价,提高发电厂的发电动力。从可行性上看,上调电价是解决矛盾的根本。

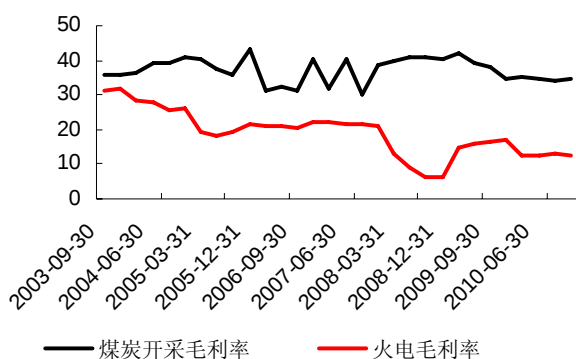
1、调上网电价。近期出现部分省份提高上网电价,具体进度值得持续关注。从结构上看部分电力亏损严重的省份上调明显,其中以山西省最为显著。从幅度上看,根据我们煤炭研究员估算,2010年仅国家电网利润就有451亿元,够全国上调1分钱。(不包括南方电网)。考虑到电网企业的承受能力,持续调整上网电价的幅度并不大。从传导上看,根据我们微观调研判断,煤炭企业在定价上仍处于强势地位,上网电价调整的利润空间,很快会被煤炭上涨所侵蚀(如果上网电价上调1分钱,可容忍煤价上涨20-25元/吨)。

2、调终端销售电价。由于电力涉及国民经济较多部门很难估算具体影响,政府向来

本着谨慎性原则处理。在经济低估的时候，企业效益不好，上调电价，政府担心打击生产；经济向好的时候，上调电价担心拉高通胀，影响消费。通过与能源局调研了解，短期大幅上调终端销售电价的可能性并不大，除非发生以下情况：1、出现大面积电荒，出现一些电力企业倒闭。2、电力企业划给煤炭实现煤电联动。3、电力集团下放到地方，由地方统筹电煤供需关系。

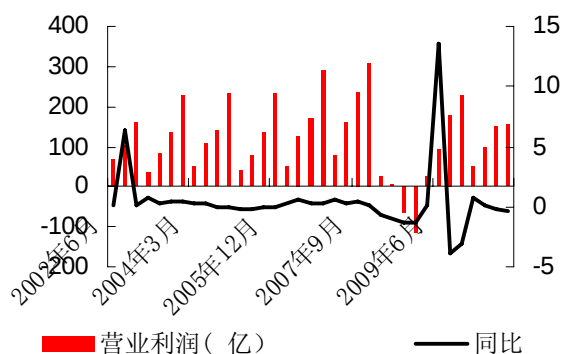
综合来看，在电力紧缺的情况下，煤炭将始终在博弈中处于有利的地位。在电力企业持续亏损的情况下，煤炭上涨的空间也非常有限。煤电矛盾的拐点并未出现。同时基于煤炭估值修复空间的考虑，电力、煤炭行业获得的超额收益概率较小。

图 29：03 年以来煤炭和电力的毛利率呈现反向波动



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 30：火电厂 09 年以来盈利增速持续下滑



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

四、策略看中游：供给冲击延续，保障房拉动超预期，超额收益维持

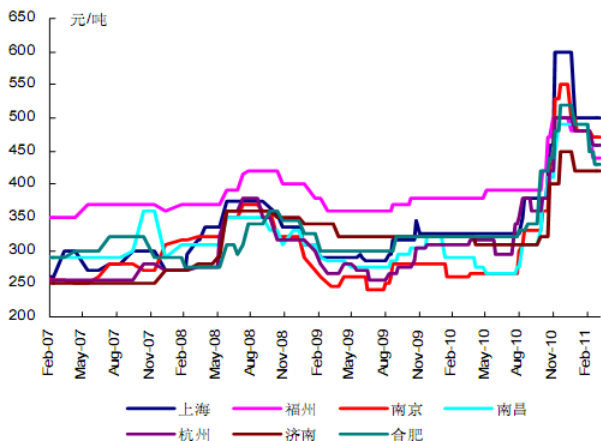
中游的投资逻辑主要在于通过观察下游需求，以及中游的库存和价格变动来确定中游的产能利用率，进而判断盈利空间。总体观察信号为：跟踪下游需求→中游库存以及价格→中游产能利用率→中游盈利。回到电力相关中游行业钢铁和水泥，需要判断下游需求的整体状况，如保障房对房地产新开工面积增速下滑的对冲效应。如果需求没有问题，那么库存、价格以及产能利用率的变动是否支持中游盈利改善。

水泥：供给受限，价格上行仍有动力

从需求来看，政策支持的保障房投资力度 5 月之前难以证伪，从供给来看，根据草根调研，在苏南、浙北的草根调研发现：由于近两年新增装机容量少，目前浙江、江苏电力供应紧张，预计未来 2 年内供应缺口都难以彻底缓解，浙江局部地区缺口达到 20%。水泥企业作为能耗大户，今年 4 月份起将再度被限电（浙江限电已经开始），但与去年不同的是，去年是在四季度集中限电，而今年江、浙两省可能在全年各月平

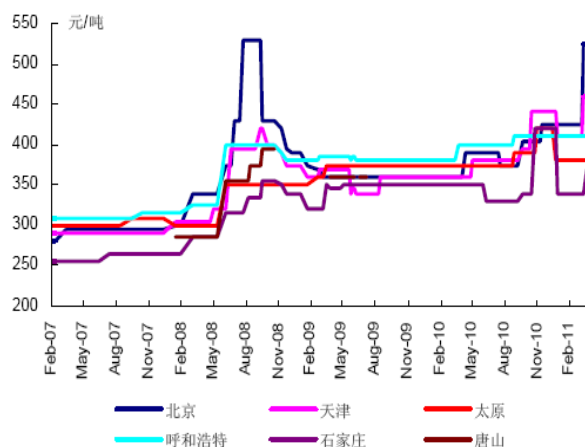
均限电。跟据我们对皖维高新的调研，下游需求较为刚性，且对水泥价格不敏感，水泥价格仍然有动力上升；水泥等高耗能行业的限电 11 年更频繁，以销定产和联合保价的策略会有持续的刺激。

图 31： 华东 42.5 散装水泥价格上涨



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 32： 华东 42.5 散装水泥价格上涨

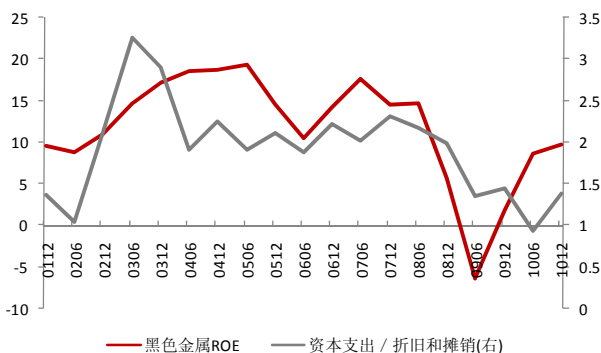


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

钢铁：产能放缓，供需改善

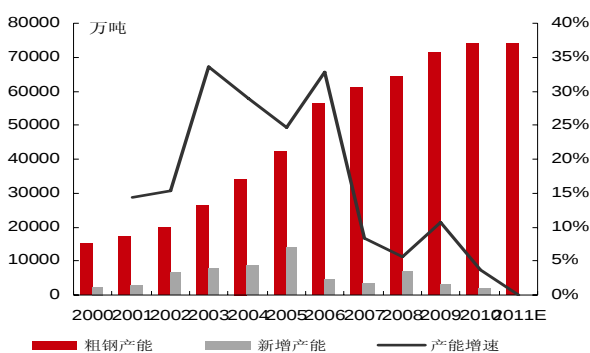
钢铁 09 年以来产能增加明显放缓，而需求持续增长，预计 11 年也将出现供求平衡的情况，局部时期出现供应紧张的概率也较大。2010 年钢铁行业 ROE 处于相对低位。整体钢铁行业经过 02-07 年的快速扩张之后，08-09 年 ROE 大幅下滑，导致 08-10 年资本支出持续减少。10 年虽然 ROE 回升至 9.6%，但仍在历史均值 11.5% 下方。

图 33： 钢铁处于低 ROE、低扩张



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 34： 2011 年粗钢产能或将零增长



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

根据华泰联合宏观组对 2011 年宏观经济形势的判断，我们钢铁行业研究员预计 2011 年钢铁下游用钢需求将保持稳定增长，需求增速在 7% 左右，需求量达到 6.42 亿吨。

另一方面，根据我们上述对供给层面的分析和测算，供给增速在 0.8%-6.6%，粗钢产量在 6.3-6.66 亿吨，供需结构将由供给过剩逐渐向供需平衡过渡。

表格 1：2011 年钢铁行业供需预测

百万吨	2010E	2011E	11/10yoy	需求占比
基建	85	94	10%	15%
房地产	215	226	5%	35%
机械	110	121	10%	19%
汽车	35	39	10%	6%
家电	12	13	10%	2%
造船	15	15	0%	2%
铁道	18	20	10%	3%
石油	12	14	10%	2%
集装箱	5	5	0%	1%
其他	92	97	5%	15%
粗钢消费合计	600	642	7%	100%
粗钢产量预测 1	625	630	0.80%	
供需缺口预测 1		-12		
粗钢产量预测 2	625	666	6.60%	
供需缺口预测 2		24		

资料来源：华泰联合研究所预测

综合调研来看，钢铁企业日常生产受拉闸限电影响不大，钢厂未来盈利仍受铁矿石、焦煤成本大幅上升影响困扰，对后期市场的担忧主要在终端实际需求、行业资金链、国家政策调控方面。下半年保障房建设将作为行政指标完成，将带动建筑用钢需求稳步回升。

保障房：政策给力，力度超预期

在保障房任务分配中，安徽省并没有进入任务前十，但是力度不逊色。2011 年安徽确保中央下发的 38 万套保障性。政府预计 6 月底开工 60%，10 月份全部开工，年底 20 万套完成竣工。政府监督力度大、资金配套力度大、土地配套力度大超过以往。目前正在制定保障房落实的考核指标，5 月份的开工会超预期。

此前市场上担心较多的是保障房建设所需资金问题。根据我们调研了解 2011 年的中央和地方补助的资金足够支撑当年的建设任务。2012 年后建设资金的需求将考虑引入更多社会资金进入，并通过金融资本参与解决，具体的模式仍在探寻中。即使资金得不到保障，政府考虑设定土地出让条件，通过在商品房中配建一定比例保障房来完成。政府推进保障房的力度和决心前所未有，相信 11 年的保障房建设超预期是大概率事件。

我们对 2011 年保障房建设的总体假设是：1000 万套保障房 100%年内开工率，50%

年内竣工率，90%竣工面积销售率，90%装修率，以及每套保障房建筑面积为 60 平方米。各个行业的拉动需求测算如下：

表格 2：全国保障房拉动中游需求的拉动情况

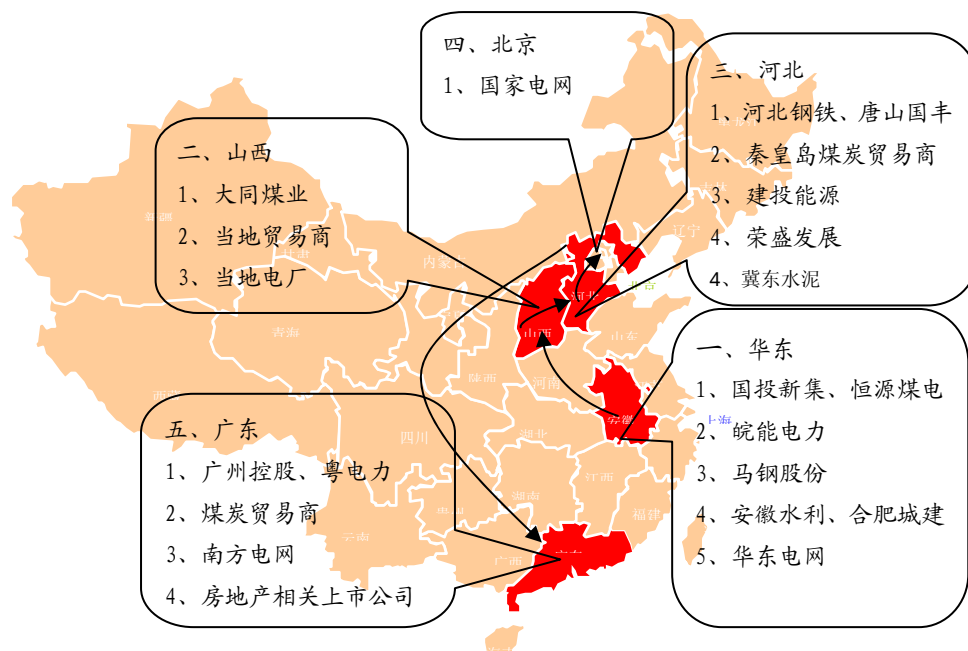
行业	拉动效应测算
钢铁	4000 万吨粗钢需求量或 5.3%需求拉动率
焦炭	2000 万吨焦炭需求量或 4%需求拉动
水泥	1.4 亿吨水泥需求量或 5%需求拉动率
工程机械	100 亿元工程机械销售额或 4%-4.5%的销售收入拉动
彩电	177 万台，3.5%需求拉动率
冰箱	354 万台，3%需求拉动率
空调	177 万台，10%需求拉动率
洗衣机	354 万台，3.6%需求拉动率

资料来源：华泰联合证券研究所

综合来看，二季度需求相对稳定，下游对于中游价格依然在可承受的范围内。钢铁目前需求相对平稳，货币紧缩稍有缓解，总体环境不支持快速去库存的发生。水泥下游需求较为刚性，且对水泥价格不敏感，水泥价格上升仍然有动力。水泥作为高耗能行业的限电更频繁，以销定产和联合保价的策略对水泥价格会有持续的刺激。保障房调研表明，政府监督力度大、资金配套力度大、土地配套力度超过以往。保障房建设超预期，将有效拉动中游需求回升。从股票超额收益，钢铁、水泥、机械等中游行业的超额收益有望维持，但整体超额收益比 1 季度回落。

六、附录

图 35： 电力上下游联合调研全国完整调研地图



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 3：全国电力紧张调研的区域安排

区域	煤炭	电力	水泥	钢铁	调研理由
安徽	国投新集 恒源煤电	皖能电力、 赣能股份、	海螺水泥	马钢股份	靠近东部，水泥， 钢铁，电力产能分 布集中
河北	煤炭贸易 商		冀东水泥	建投能源	华北钢铁产能集 中地，
山西	大同煤业、	当地电厂			传统电煤主产区，
广东	当地贸易 商	广州控股、 粤电力		河北钢铁和 唐山国丰	电力，煤炭进出口 地区

资料来源：华泰联合证券研究所整理

七、风险提示

以上结论的基于策略研究员对行业研究员提供的信息以及综合调研的判断，不排除存在偏差的可能。如果实际的需求情况低于市场预期，那么推荐行业的超额收益回落。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2011 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。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn