

研究晨报

2011-08-01 星期一



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

市场指数表现

指数	最新	± %
上证指数	2796.983	-0.26
沪深 300	3095.13	-0.30
基金指数	4521.6	0.14
国债指数	128.76	0.01

股指期货

代码	最新	± %
沪深 300	2972.08	-0.30%
IF1109	2982.4	-0.37%
IF1112	3016.2	-0.65%
IF1108	2971.6	-0.32%
IF1203	3063.2	-0.60%

大宗原材料

品种合约	最新	± %
沪铜 1109	73040	0.54
沪铝 1109	17655	0.43
郑糖 1201	7304	1.57
玉米 1201	2319	-0.04
天胶 1201	35410.00	-0.46

外汇、美元指数

最新外汇牌价	最新价格
美元-人民币	6.437
美元-欧元	1.4362
美元-日元	77.29
英镑-人民币	10.5674

今日焦点

- 沮丧、但不绝望的 2 季度美国 GDP
- 宏观周报-猪肉价格或将高位震荡
- 美本土投资法案通过对中国影响不大
- 二〇一一年七月经济数据前瞻
- 疑点重重，光伏电价定音终为利好
- 山东黄金：继续受益金价上涨——2011 年中报点评

近期研究服务

-
-

今日焦点

沮丧、但不绝望的 2 季度美国 GDP

分析师：曹阳（021-50106413）（执业资格证书编号：S1000511050001）

08 年金融危机严重超过预期，短期美国 GDP 表现亦令人失望。本次美国经济分析局(BEA)修正了先前各期的 GDP，我们发现金融危机程度导致的经济衰退更高，08 年 4 季度和 09 年 1 季度的衰退达到 8.9%和 6.7%，远超过原值；此外尽管 2010 年整体复苏力度尚可，但自 4 季度起，经济增长出现持续下修，尤其是 2011 年 1 季度 GDP 下修幅度令人吃惊，从 1.9%大幅下修至 0.4%。

2011 年 2 季度 1.3%的经济增速，我们总体感觉失望，但亦不需过度悲观。一方面，占 GDP70%的消费下滑令人担忧，但有短期油价上行对汽车灯耐用消费品消费挤出等因素影响，但未来或有缓解。另一方面，企业投资依然表现较好。企业的设备和软件投资增长了 5.7%。同时随着天气转好，房地产新开工亦有所加速，相比 1 季度的 2.4%的负增长，2 季度的增速达到 3.8%

展望下半年，我们认为消费和投资仍有望保持增长，下半年美国企业或将小幅去库存，3 季度经济增长在 2%左右。

从消费来看，我们认为有利因素依然存在：第一，美国 M2 和私人信贷增幅加快，居民资金可得性增强；第二，美国储蓄率依然稳定，在收入稳定上行时有利于消费增加；第三，由于汽车消费在 2 季度拉低 GDP0.12%，但在 1 季度的贡献达到 1.08%，乐观考虑在油价回落，耐用品消费再度上行的前提下，未来或为 GDP 贡献 1%左右增幅。这样预计在 3 季度美国私人消费仍将贡献 GDP2%左右。不确定性在于就业市场变化对消费者信心的影响，这需要时间观察，但我们依然认为“就业增加—收入增长—消费提升”的正循环没有打破。

我们认为促进企业投资增加的正面因素同样存在：第一，存在 2011 年美国企业全额减少资本折旧税收的优惠；第三，美国银行体系信用有所扩张，企业融资便利增加；第三，企业自有现金流充裕，标普企业的现金资产比例在 10%左右的高位。这些有利因素仍将支持投资在下半年继续反弹。

由于新兴市场近期工业生产回落很快，美国 6 月新订单亦出现环比 2.1%的降幅，这使得 3 季度小幅去库存的概率增加，并对经济增长形成一定拖累。

整体看，美国经济走弱更为明显，但我们不认为 Fed 近期会做的更多（如贸然推出 QE3）。因为从修正的 GDP 来看，两轮量化宽松政策对经济刺激效果十分有限，如 09 年 12 月的增长从 5%下修到 3.8%，在 10 年的三、四季度增长亦只有 2.5%左右。

尽管如此，市场对美联储再次刺激的预期会增加，同时考虑走弱的经济数据，我们认为美元汇率依然维持弱势、或将小幅有序贬值。

宏观周报-猪肉价格或将高位震荡

分析师：张晶（0755-8249 2011）（执业证书编号：S1000510120033）

本周思考：猪肉价格或将高位震荡

从长时间段来看，肉类的长期生产函数具有一定的弹性。而肉类消费属于食品消费中的必需品，无论是短期，还是长期，其需求函数基本缺乏弹性。故而，肉类的供需两端相对而言，是供给有弹性而需求无弹性的组合。这样的函数组合的特点是：供给的变动会较需求的变动带来更大的价格波动。

故而，在当前供给已开始逐渐增加，且价格已创新高之后，后期肉类价格的趋势取决于供需双方的较量。肉类价格今年 3、4 季度面临的生猪供需情况为：供给小幅度增加，我们从生猪存栏量可以看出，生猪存栏量还处于历史中等水平，尽管有一定上涨趋势，但补栏量增幅较小，且存栏的释放要在今年年底才会出现。而需求面的情况是，猪肉消费在 4 季度为传统的旺季，我们可以预期猪肉消费需求在 3 季度较为稳定，4 季度增加。也就是说，猪肉的供需两端在今年下半年都会有所增加，只是增加的幅度尚不能确定。

尽管猪肉消费存在旺季与淡季，例如 4 季度为传统的旺季，但过去 7 年里，猪肉价格的季度波动水平显示，4 季度的猪肉价格环比并不稳定，有升亦有降。这印证了我们的分析，即肉类价格还需要根据供需双方的变动方向来定。

我们认为，猪肉价格已经出现维稳势头，供给并非强有力的情况下，需求的不确定性增加将导致价格在高位盘整。对价格的趋势判断为：高位震荡，即持续大幅上涨的动力不足，但也看不到肉价下滑趋势的形成。

国际国内经济扫描：

本周，国内方面，农产品价格总体呈回落态势，大宗商品价格冲高回落，继续在高位震荡。人民币升值仍在继续，但 NDF 显示的升值预期在收敛，这将影响未来大宗商品进口价格。流动性层面，货币市场利率高位盘整，而银行间国债收益率曲线整体抬升且趋扁平化，显示货币市场资金流动性仍偏紧。央行公开市场操作的宽松体现了维持货币市场利率稳定的意图。政策上，银监会再次强调对进入房地产资金的控制，这与近期房地产市场调控力度加码的政策导向一致。

对于 7 月份经济金融数据而言，我们认为通胀仍将在 6 以上高位，但创新高的概率不大，而经济活动有所放缓，与此相对应的是，流动性总量也将有所收敛。

国际：1、市场仍然将重点关注美国债务上限谈判，期待共和民主两党能在 8 月 2 日前达成一致。由于 2012 年面临大选，预计民主党不愿在年底由于债务问题再次纷争，因而将更倾向于采用一劳永逸、一次性将债务上限立刻提高 2.4 万亿美国的方案，以集中精力促进经济复苏，降低失业率。2、欧洲方面，评级机构均认为希腊主权债务重组将很难避免，评级有可能被进一步下调。市场普遍认为新一轮希腊救助协议达成，欧洲债务问题可能暂告一段落。预计近期内欧元仍将受到较大压力。3、新兴市场方面，印度与巴西再度加息，符合市场预期，但新兴经济体普遍受通胀走高和加息压力影响，经济增速或有所放缓。

宏观与策略

美本土投资法案通过对中国影响不大

分析师：曹阳（021-50106413）（执业资格证书编号：S1000511050001）

纽约州参议员 Charles Schumer 上周暗示，民主党可能会支持将海外利润税率从 35% 下调至 5.25%。2004 年此举曾给美国带来 3620 亿美元的资金流入。从数据来看，我们发现美国企业的海外利润占比不断扩大，从 21 世纪初的 16% 扩大到 2011 年的 25%，同时海外企业的盈利很好地显示了逆周期性，尤其是在 02、08 年金融危机导致经济衰退的时期，这对于美国企业平滑利润起到了积极作用。我们认为即使减税方案通过，对美国就业的帮助也不大，也不会产生很大的国际资本流动冲击。

贴近当地市场、克服本土生产的高成本劣势是美国企业海外投资的重要动因，这便决定了投资的长期化，本土的税收优惠尽管可能短期产生资金回流，但未必产生以国内投资、生产扩大对海外投资的替代。

2004 年美国为应对国内经济放缓，通过了美国就业创造法案(AJCA)，为了增加国内雇佣采取了一次性间利润汇回减税政策(tax holiday)，但刺激对于就业市场、国内投资改善有限，跨国公司的资金回流大多用以股票回购、

分红等财务活动，但没有出现生产性投资增加。

2004 年的资金回流对国际资本流动冲击不大。从美国市场看，尽管主要受益产业的收益分红扩大，但科技、医疗产业仍跑输大市；美元汇率的反弹更多由于升息周期所致；从新兴市场看，资本流动影响很小，未见明显资本外逃。

基于如下理由，我们认为海外利润汇回法案通过概率偏低，对经济提振和金融市场冲击有限：第一，从 2011 年美国企业的情况来看，我们认为其本身并不差钱，目前标普 500 企业的现金占总资产的比例高达 10%，并不需要通过减税得到新的现金流；第二，在 2010 年底，也有类似的刺激政策出台，如对本年工资税、投资折旧税收减免的财政刺激方案，但国内投资反弹有限，这表明国内企业投资迟疑更多基于盈利和市场前景不确定性所致，与资金紧张并无关系，因此即使考虑方案通过，对国内就业、投资拉动也不会很高；第三，我们猜测税收优惠亦是一次性的，因永久性的减税会反向激励跨国公司增加海外布局的规模，以获得更多的利益，因此即使考虑存在冲击，对金融市场而言也是短暂的。

对中国市场而言，我们认为不会改变美国在华的投资布局，原因在于中国制造业的比较优势和巨大的国内市场。同时，由于投资收益差额占外汇占款比例低，中国海外投资规模增加导致的收益汇回增量足以覆盖可能的利润流出数量，因此对资本流动的影响也有限。

二〇一一年七月经数据前瞻

分析师：张晶（0755-8249 2011）（执业证书编号：S1000510120033）

总体看法：7 月 CPI 仍在高位，但创新高概率不大。需求面应有所放缓，无论是工业生产、投资还是出口。同时，货币供应仍处于低位且总量略有收敛。预期短期内，货币政策仍处于观望期，相比数量工具而言，我们更倾向于价格手段的紧缩政策。

预计 7 月工业增加值同比增长 14%，较上月低 1.1 个百分点。6 月份工业增加值大幅加速不可持续。需求仍在放缓，宏观层面的库存水平还在高位，意味着工业生产仍将继续放缓。由于较低的基数，工业增加值增速下滑不会太快。

预计城镇固定资产投资 7 月同比增长 23.0%，累计同比增长 25.2%，延续上月跌势。虽然大部分投资对政策和需求的反应不太敏感，但随着政策继续紧缩，资金来源紧张使得投资增长的势头逐渐放缓。

预计 7 月消费增速同比增长为 17.8%，略高于上月。尽管物价高涨抑制了部分消费需求，但暑期对消费而言，通常有一定的带动。此外，预计 7、8 月份的汽车销量将延续 6 月份的回升态势。

预计 7 月出口同比增长 15%，进口同比增长 18.5%，贸易顺差 285.3 亿美元。对出口保持谨慎不悲观的态度，7 月出口同比增幅较上月略有下降的原因在于去年同期的基数较高。7 月欧美的消费数据均显示消费前景较为稳定，且有一定增长，特别是对房产、家电的消费意愿仍在小幅增长。与此同时，新兴市场的需求 7 月相对平稳。进口方面，由于内需疲弱但价格高位的背景下将缓慢下滑。7 月汇丰中国制造业采购经理指数 PMI 预览值为 48.9，已经处于盈亏分界点之下；最近公布的 6 月库存同比数据已经连续 2 个月下滑。但 7 月大宗商品期货价格、原油价格出现上升，在短期需求初现疲软，但价格仍保持高位的背景下，进口总额下滑的幅度有限。

预计 7 月 CPI 同比上涨 6.2%，同比较 6 月份下降，而环比升 0.2 个百分点。7 月份，食品价格延续上涨趋势，商务部数据显示，除鲜菜、鲜果价格环比较大下幅度下滑之外，其余食品类价格环比均上涨不等，其中，肉禽、水产品的价格环比上涨幅度较快。预计 7 月份服务类价格维持稳定，甚至将略有下降。

预计 7 月 PPI 同比上涨 7.4%，同比较 6 月份上升，环比升 0.2 个百分点。尽管国际大宗商品现货价格指数的环比已连续 3 个月下降，但 7 月份国内生产资料价格仍出现回升，其中以有色金属、矿产品等为代表的生产

资料价格环比上升幅度较大。在此压力下，预期国内工业品出厂价格仍会有所上升。

流动性略见收缩。预计7月新增人民币贷款5000亿元，同比增长16.0%。信贷投放环比有所下降，原因在于经济活动保持平稳，未见明确上升。**预计M2增长15.2%**，较上月增幅回落，尽管外汇占款增长应有所放大，但信贷投放减少，此外，相对6月而言，央行净投放资金减少了约2500亿元，故而总量应有所收敛。**预计M1同比增长13.2%**，仍处于低位徘徊。

行业与公司

疑点重重，光伏电价定音终为利好

分析师：王海生（(021) 6849 8537）（执业证书编号：S0930511010006）

根据我们的调研，国家发改委已正式公布全国范围适用的，统一的上网电价：1）既有在建项目，如果同时满足7月1日前完成核准，及年底前建成，则享受1.15元/度电价。2）新项目，全国除西藏外执行1元/度电价，但未来会考虑下调，西藏维持1.15元/度电价；3）光伏电价超出煤电标杆价部分，通过全国征收的“可再生能源电价附加”解决。

我们的解读：1）多处存疑。政策并未规定企业享受补贴电价的年限，造成收益率无法计算，银行难以为项目贷款；且只说是会继续下调电价，但没说时间和力度；2）压低价格。假设1元/度电价享受15年，则2000小时地区，为实现8%的内部收益率，系统成本需降至11.8元含税，组件价格在目前基础上尚需大幅跳水。3）稳步发展。我们认为以上两点意在控制建设步伐，同时达到压低光伏成本的目的。4）鼓励西藏。1.15元/度的电价在3000小时的西藏来说是非常有吸引力的价格。估计发改委一方面是鼓励，一方面是考虑当地电网接入条件限制不大担心会爆发。

我们认为政策是市场期待已久的利好。如果被媒体报道，将引起光伏板块集体表现。然而其对明年行业基本面影响有限，建议关注明年业绩增长确定性高，且将国内电站建设作为战略重点的厂家。

本周重点新闻及评论

光伏市场每周热评：光伏上网基准电价有望近期出台

国家能源局的权威人士透露，近期国家发改委将出台光伏上网电价的基准电价，将高于风电的上网电价，各地可以基准电价为标准结合地方财政另行补贴。我们从媒体处得到的最新消息：国家发改委正式批复青海1.15元光伏上网电价，并将原先预期的截止日期9月30日延长至年底。

输配电市场每周热评：南汇风电场柔性直流输电工程今投运

今天上午，亚洲首条柔性直流输电示范工程——上海南汇风电场柔性直流输电工程正式投入运行。这是我国第一条拥有完全自主知识产权、具有世界一流水平的柔性直流输电线路。它的成功投运，标志着我国在智能电网高端装备方面取得了重大突破，国家电网公司也成为世界上少数几家掌握该项技术的公司。

新能源车市场每周热评：广东新能源汽车明年要达三万辆

《意见》指出，省相关部门要以公交、公务、市政行业应用为重点，实施省新能源汽车推广应用示范工程，争取到2012年新能源汽车示范规模达3万辆。自2011年起，珠三角地区所有更新或新增的公交车要采用新能源汽车。

热点专题：关注中国首座快堆核电站并网发电

山东黄金：继续受益金价上涨

分析师：张勇（0755-8212 5160）（执业证书编号：S1000510120020）

公司于 07 月 28 日发布 2011 年中报，实现营业收入 198.3 亿元，同比增长 13.5%，利润总额 14.60 亿元，同比增长 78.68%，归属于公司股东的净利润 10.49 亿元，同比增长 83.44%，实现中期 EPS 0.74 元/股，同比增长 83.45%。

公司盈利大幅提升，主要动力是黄金价格的上涨。2011 年上半年，国际黄金均价为 1448 美元/盎司，而 2010 年同期则为 1153 美元/盎司，同比上涨 25.6%。黄金价格的上涨也带动了公司主营业务毛利率的提升，营业利润率大幅提升 2.54%至 10.13%。

扩张的步伐仍将继续。公司自 03 年上市以来，几乎每年都会收购新的矿山资源。公司于今年的 04 月 22 日发布非公开发行预案，拟募集资金 56.2 亿元，收购新立、寺庄、东风的探矿权以及归来庄公司 69.24%股权。上市公司目前黄金储量约 311 吨，拟收购的矿产资源储量预计也将达到 300 吨。虽然收购短期对公司业绩的影响较低，但随着项目的推进，未来新增矿山将逐渐进入收获期，有利于公司长期可持续发展。

黄金价格 2011 年仍在继续震荡上行。目前来看，推动黄金价格上涨的基础——货币贬值和通货膨胀始终存在，而欧债问题的困扰，以及 QE3 的预期，致黄金的避险需求近期重新抬升。我们判断，2011 年后半段黄金价格维持强势的概率依旧较大。

按照 2011-2012 年黄金均价 320 元/克、330 元/克的假设，我们维持公司 2011-2012 年 EPS 至 1.46 元/股、1.79 元/股，对应目前 PE 为 33 倍。基于公司的资源储备及在管理、成本等方面的优势，我们认为公司长期内生性增长相对确定，维持“增持”评级。（注：此前我们在《资产注入提升长期价值》报告中对公司业绩预测是基于公司非公开增发摊薄后计算。由于公司增发尚未启动，我们回复到基于公司现有股本规模计算每股盈利）

风险提示：1、国内紧缩政策超预期，造成市场系统性风险。2、公司在建项目进度低于预期。

信息速递

- 中国银行业协会 29 日发布《中国银行业发展报告（2010-2011）》预计 2011 年银行业利润增速将达 20% 左右
- 创业板尝试直接退市，专家呼吁尽快落实
- 消息称美债谈判获突破，将以两阶段上调举债额度
- 国资委加快推进央企分红权激励试点
- 欧元区 7 月份经济信心全面下滑
- 住建部：限购今年内不取消，三线名单 8 月底或公布

重点报告

方向	报告	评级	分析师
宏观策略	沮丧、但不绝望的 2 季度美国 GDP		曹阳
宏观策略	二〇一一年七月经济数据前瞻		张晶
公司研究	山东黄金：继续受益金价上涨	增持	张勇

数据监控

图 1: 上一交易日 A 股市场指数表现

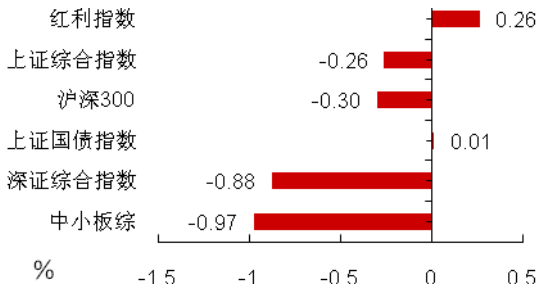


图 2: 恒生 A-H 溢价指数



图 3: 上一交易日行业表现

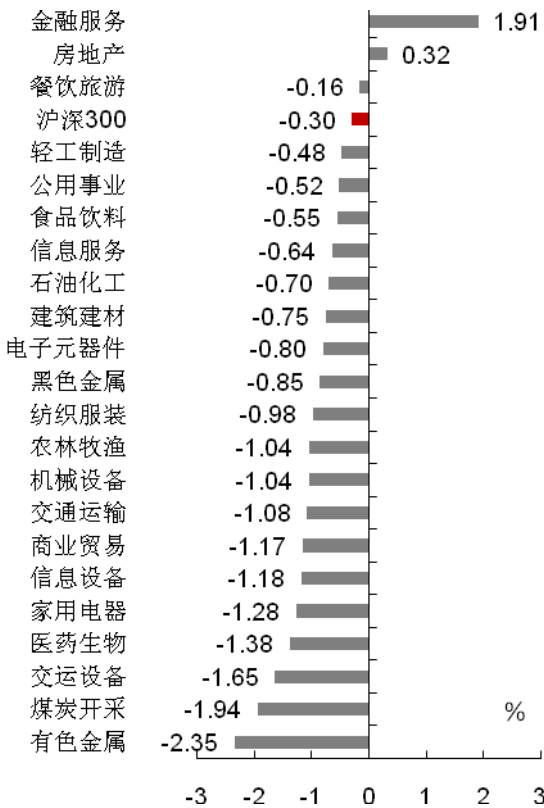


图 4: 中国企债与国债

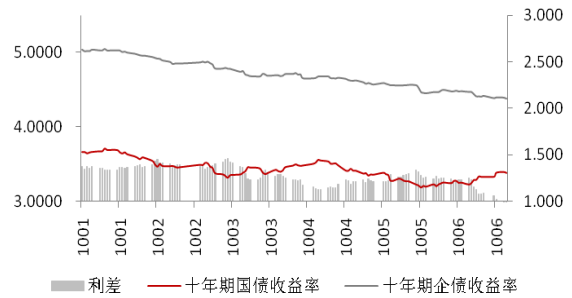
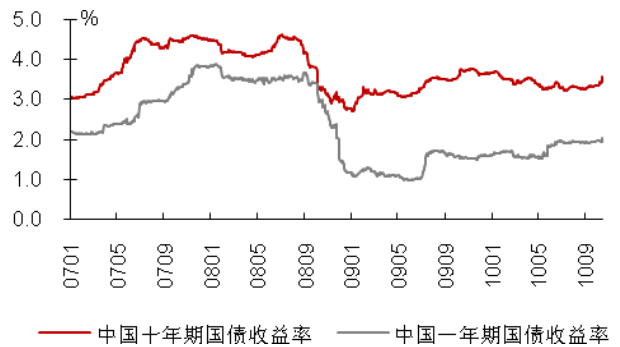


图 5: 中国长短期国债收益率



数据来源: wind, bloomberg 华泰联合证券研究所

图 6: 上证指数和对应的 Hurst 指数

Hurst 指数在 0.6 以上表明市场的趋势比较强，能够维持前期的趋势。在 0.55 附近或者低于 0.55 时，表明市场前期趋势减弱，通常对应到牛熊转换的时期。

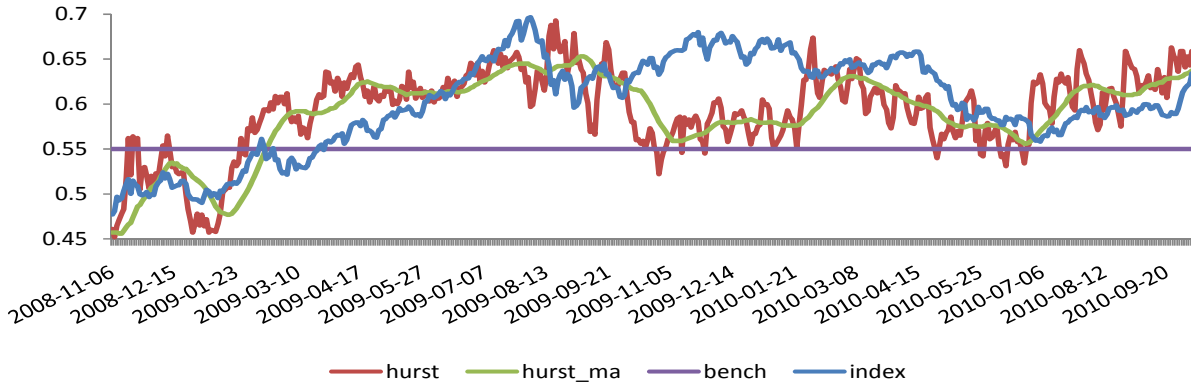


图 7: 上证指数和对应的交易量偏差

图中 vol_dif 即为上证指数的交易量偏差，当交易量偏差处于 0 以下时，表明市场成交状态悲观，市场通常没有好的收益，当交易量偏差处于 0 以上时，表明市场成交状态乐观，市场通常会有好的表现。

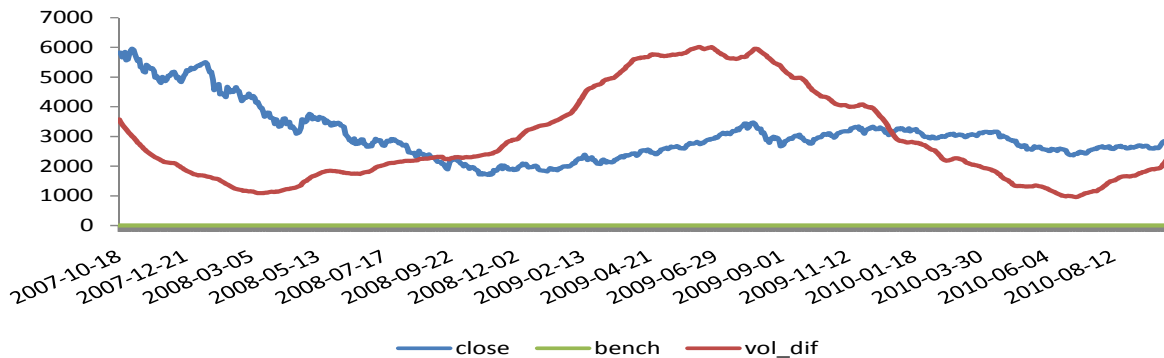
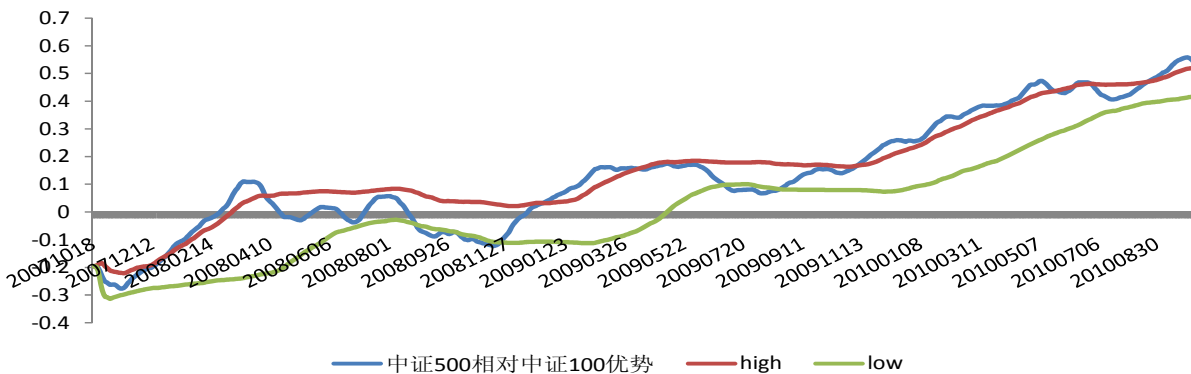


图 8: 大小盘 (中证 100 和中证 500) 的轮动

大小盘轮动: 当小盘优势指标从下轨下方上穿下轨时，风格切换到小盘，买进小盘，卖出大盘；当小盘优势指标从上轨上方下穿上轨时，风格切换到大盘，卖出小盘，买进大盘。



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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门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,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。