

## ■ 板块动向 | Plate

## 航运板块

股价仍未到安全边际

本报记者 徐效鸿

昨日两市股指高开高走，收盘涨幅均在3%以上。申万23个一级行业板块全线上涨，其中有色金属、信息设备、交通运输等板块的涨幅都超过了5%。

## 行业板块全线大涨

昨日两市个股呈普涨状态，涨停家数达到111只，而下跌个股合计只有7只。申万23个一级行业指数全线上涨，且涨幅均在2%以上。其中有色金属指数涨幅为6.13%，排名第一；另外，信息设备、交通运输、餐饮旅游指数的涨幅也分别达到了5.37%、5.17%和5.12%。表现较差的行业指数主要是黑色金属、家用电器和化工，涨幅分别为2.47%、2.50%和2.99%。

值得一提的是交通运输行业中的航运股。统计显示，该指数昨日的整体涨幅达到7.84%（算术平均）。其中中国远洋、中海发展、中远航运封住涨停，招商轮船、长航油运、中海集运的涨幅均超过了9%。

## 航运业整体难逃盈利负增长

中信证券认为，航运业主要细分市场2009年需求增速都将同比下滑，整体难逃盈利负增长，干散货和原油运输同时还受到供给放量的冲击，市场风险相对更大。不过干散货运费短期已经跌至非理性，存在反弹要求。成品油运输和集运2009年运力释放速度均同比下降，但前者的运力增速下降幅度更大，对运费有一定支撑，后者的运费将转颓势。考虑明年上半年行业整体业绩下滑的风险较大，且股价总体上未回落到安全边际之下，维持行业“中性”评级。

中信建投也认为航运业的寒冬可能会较长。中信建投分析师钱宏伟表示，次贷危机引发的全球经济危机导致全球贸易需求下降，航运业从天堂跌入地狱。在需求快速萎缩的同时，前期航运牛市中积累的订单大幅投放仍在继续，未来两年将是运力投放的高峰期，而拆解的动力仍然不足，供大于求矛盾突出，在全球经济明显回暖前，航运市场短期难以有效恢复。钱宏伟认为，目前三大船型订单占有运力都接近50%或以上，即使考虑未来5年服役20年以上船舶全部退出，运力增长幅度仍然很大。在需求萎缩的背景下，需要很长的消化时间，直接对航运市场的转暖构成压力。钱宏伟判断，如果明年运价维持在目前最新的水平，绝大部分公司将面临业绩大幅下降、甚至出现亏损境地。维持航运业“中性”评级，个股总体建议谨慎。

## 电信投资增长加速

信息设备板块昨日的表现同样可圈可点，申万信息设备指数涨幅达到5.37%，仅次于有色金属排名第二。

有消息称，3G牌照有可能于本月中旬发放。分析人士表示，即使年底之前仍无定论，但3G牌照发放日期已经不远还是可以肯定的。渤海证券分析师张晓亮表示，电信重组的完成和3G牌照发放将释放电信投资冲动。他认为，电信投资受宏观经济的影响不大，将呈较快增长，这将使国内信息设备制造商受益。他预计2008—2010年，国内电信投资年均增速将在10%以上。而国内设备商的海外业务主要集中在发展中国家，发展中国家的电信普及率低，对电信服务需求巨大。在成本优势推动下，预计国内厂商的国际市场需求仍将保持稳定。受国内外需求拉动，中国信息设备制造商的收入与利润将保持较快增长，渤海证券给予信息设备行业“增持”的投资评级。

## ■ 年度行业投资策略综述之二

供给仍将过剩 盈利前低后高

## 明年钢铁行业难有趋势性机会

本报记者 丛榕

2008年下半年钢铁行业“盛极而衰”，下游需求迅速取代铁矿石、焦炭和海运费，成为市场关注的新焦点。研究机构普遍认为，尽管政府投资计划产生新增需求，但2009年钢铁行业依然处于供过于求的格局，盈利同比大幅下降不可避免，钢铁板块整体缺乏趋势性机会。

## 政策“加法”难抵需求放缓

宏观经济下滑带给钢铁行业最大的危机就是需求萎缩，无论是出口还是国内需求，都将暂时告别高增长的时代。市场预计，政府新增投资计划一定程度上能够缓解需求减少，但肯定无法维持以往的高水平。

出口方面，虽然1—10月份的出口量同比仅仅下降了1.2%，而且预计全年出口水平也只是小幅回落，但考虑到订单滞后性，09年形势不容乐观。最新数据显示，10月份出口钢材462万吨，比8月份峰值769万吨下降了307万吨，降幅接近40%。中信证券指出，企业普遍反映今年四季度和明年一季度钢铁产品出口订单大幅减少，预计未来出口数据将进一步恶化。

国内需求面临更多不利因素，房地产和制造业双双疲软挤出了大量钢材需求。一方面，房地产新开工面积已呈现负增长，9月和10月同比下降13%和18%，中金公司预计09年房地产投资和新开工面积将分别下降8%和20%，商品房用钢需求将同比下降15%；另一方面，机械、汽车和造船等传统钢材消费大户本身也处于景气下滑阶段，钢材需求增速或将回落至6.3%、2.0%和6.0%。

市场需求低迷须政府投资拉动“解渴”。中信证券认为，4万亿中的基建投资主要分布在铁路、公路、电力设备和管道建设四大类别，覆盖着四个行业的2009年需求大约为4000万吨，其中新增需求1200万吨；长江证券预计，如果城镇化率增速在0.8个百分点以上，固定资产投资增速在15%以上，明年钢材需求增长将在15%以上。

中国电信投资增长加速

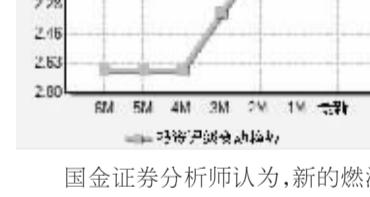
信息设备板块昨日的表现同样可圈可点，申万信息设备指数涨幅达到5.37%，仅次于有色金属排名第二。

有消息称，3G牌照有可能于本月中旬发放。分析人士表示，即使年底之前仍无定论，但3G牌照发放日期已经不远还是可以肯定的。渤海证券分析师张晓亮表示，电信重组的完成和3G牌照发放将释放电信投资冲动。他认为，电信投资受宏观经济的影响不大，将呈较快增长，这将使国内信息设备制造商受益。他预计2008—2010年，国内电信投资年均增速将在10%以上。而国内设备商的海外业务主要集中在发展中国家，发展中国家的电信普及率低，对电信服务需求巨大。在成本优势推动下，预计国内厂商的国际市场需求仍将保持稳定。受国内外需求拉动，中国信息设备制造商的收入与利润将保持较快增长，渤海证券给予信息设备行业“增持”的投资评级。

## ■ 评级简报 | Report

## 东港股份(002117)

## 燃油税改革影响较小



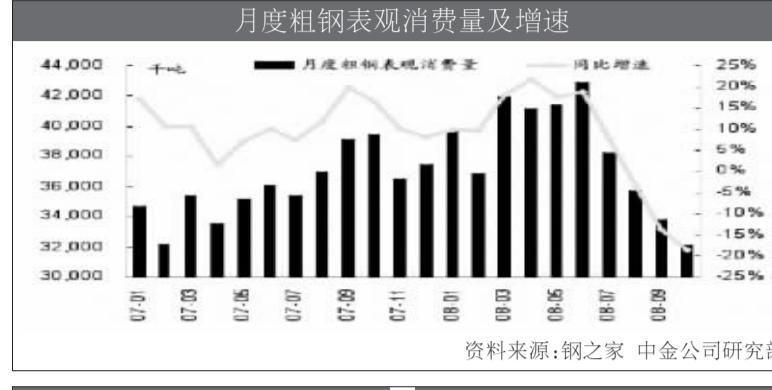
国金证券分析师认为，新的燃油税改革方案对公司存在一定的负面影响，主要体现在养路费票证业务的消失而没有新的票证业务出现，但是影响较小。考虑到公司作为“高新技术企业”，依然可以获得所得税税收优惠，分析师维持公司“买入”的投资评级。

公路养路费是公司一直从事的一项票据印刷业务，分析师估计年业务量近2000万元，形成200万元左右的净利润，影响公司的EPS为2分钱左右。与公司的销售额相比，公路养路费销售收入约占整体的3%，净利润约占2%左右，这块业务的失去对公司的影响不大。

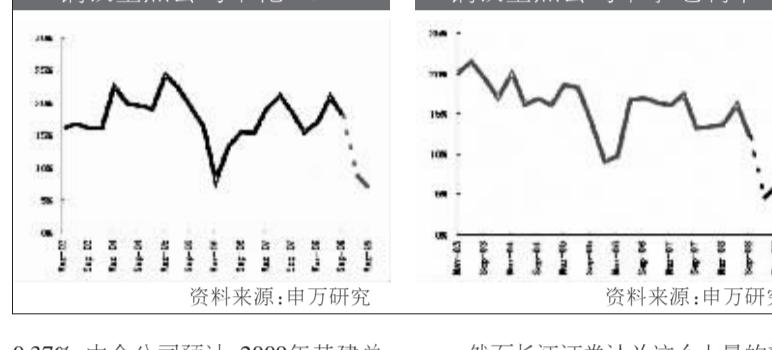
分析师指出，同行之间的竞争可能更多的体现在销售和服务上。公司是传统商业票据印刷行业龙头，是最早承接全国业务的公司，销售和服务是公司的优势。公司较早进行各地经营，拥有8家子公司和30多个销售点，龙头地位能够维持并加强。公司在新业务方面还是走在同行前列，直邮和智能标签等新业务未来前景巨大，虽然近两年可能由于其他原因还需培育，但是值得跟踪。同时，作为票据印刷的龙头企业，公司拥有广大的客户资源及业内最大的销售网络，新业务市场机会的爆发将使公司最为受益。

考虑到宏观经济下行对公司产品价格和原材料采购成本的影响，分析师估计公司2009和2010年产品平均毛利率为16.5%和16.2%。不考虑公司未来其他产能变动情况，按照行业、邮政等部门，影响较小。综合燃油税以及经济大环境的影响，分析师下调公司2008—2010年的盈利预测分别为0.626元、0.735元和0.862元。

由于经济活动的减少，相应的票据业务也会受到一定的影响，但是相对而言，由于公司业务主要来源于银行、邮政等部门，影响较小。综合燃油税以及经济大环境的影响，分析师下调公司2008—2010年的盈利预测分别为0.626元、0.735元和0.862元。



资料来源：钢之家 中金公司研究院



资料来源：申万研究

0.37%；中金公司预计，2009年基建总体用钢量可达到6800万吨，同比增长19.7%，拉动钢铁需求2.4个百分点，不过全年来看，随着基建拉动的实质性影响在下半年逐渐显现，钢铁需求将前低后高。

## 供给过剩仍是大概率

2003年—2006年钢铁行业固定资产投资同比增长不断下降，但这一趋势在06年出现变化，截至08年前十个月，钢铁行业FAI累计增速已经达到26.4%，考虑落后产能淘汰后，中金预计2008和2009年的净新增产能分别为3000万吨和2500万吨，对应增速分别为5.4%和4.3%。

申银万国也指出，由于钢铁产能从投资到建成投产的滞后性，这部分大幅增加的投资主要在08年下半年开始逐步投产形成产能，导致后期产能将持续增加。据测算，到08年底我国已经具有年产粗钢6亿吨以上的产能，这将对后期的钢铁市场形成很大压力。

然而长江证券认为这么大量的新增产能不会在2009年集中投产，而且如此大量的产能投放也不会完全直接新增我国的钢铁资源供应量，因为新增的轧机可能是对旧的落后产能的淘汰，但长江证券仍然同意，无论是否投产，明年钢铁行业总的供给能力过剩是个基本事实。

供过于求必然导致行业降低产能利用率，中金预计在需求低迷的背景下，始于08年9月份的钢厂减产仍将持续，08—09年粗钢产量将分别达到5亿吨和5.2亿吨，同比增长29%和4.0%，对应产能利用率分别为86.8%和85.8%；莫尼塔更为悲观，分析师认为如果要维持国内钢铁市场供需平衡，国内粗钢产能利用率可能从2007年的89%以及2008年的82%降至2009年的75%—80%，也只有在这种情况下，2009年国内粗钢产量同比增速将为零或者略微负。

## 存货减值不可低估

库存是一把双刃剑，行业景气上

升时能够帮助企业缓解原材料涨价压力，甚至提高市场上的产品价格，但行业景气回落时，大量库存计提的减值准备却占用企业现金、减少总资产以及侵蚀利润，尤其是今年第四季度。

国泰君安认为，特别是进入10月

原材料遭遇暴跌之后，高额存货注定

将大幅拖累第四季度业绩。虽然少数

钢企已在3季报中计提货价准备，但比例普遍偏低（最高的鞍钢股份也仅6.1%）。

即使按照15%这样一个略显保守的跌价比例估算，四季度在消化

高价库存和计提跌价准备后还能继续

盈利的公司几乎没有。

不过最新数据也显示，钢厂和流

通环节的库存已经从最高位开始下

降。申万预计09年1月前后，随着市场

和钢厂库存的下滑，加上市场心态逐

步稳定，下游用户和经销商将会逐步

将库存恢复到正常水平。

## 盈利水平前低后高

成本和产品价格是决定企业利润率的主要因素。08年上半年以前，市场关注点还在铁矿石、焦炭和海运费上，但随着国际大宗商品价格集体走弱，成本降价已成趋势，为盈利企稳提供基础。随着财政刺激发挥作用，大部分机构认为钢铁行业盈利将前低后高。

成本包括铁矿石、焦炭和海运费三个方面。中信证券预计，09年现货矿价将小幅上涨，长协矿价格将有所回落，但进口长协矿成本将高于现货矿；焦炭价格回落到1600—1700元/吨；海运费也将低于08年。

价格方面，大多数机构预计经过大幅快速跳水，钢材价格已进入阶段性底部。申万认为从目前市场情况看，钢铁原材料价格逐步从急速下跌中恢复企稳，后期将主要在低位盘振，这也将在一定程度上对钢价起支撑作用，使钢价逐步企稳；莫尼塔也认为，经过前期下跌上游原材料价格已经接近刚性生产成本，因此后期钢价下跌空间已经不大。

申万和中信都认为，钢铁行业盈利将从今年第四季度起逐步恢复。申银万国指出，08年4季度将是盈利能力

最坏时期，09年1季度由于季节性因素将一定程度上导致钢铁需求恢复，而国家加大基础建设的投资也将增加需求，行业整体的盈利逐步回升；中信证券则从历史考察，指出钢铁行业利润环比下降的时间不超过2个季度，今年第四季度最差，此后行业逐步上升。

中金公司划分更细致，分析师预计08年四季度将是钢铁行业盈利最差的时期，09年一季度有可能继续亏损或盈亏平衡，二季度则可能盈利，下半年略好于上半年。

## 下行趋势把握结构机会

钢铁行业整体向淡，09年肯定有趋势性机会，但多数机构仍然指出其中蕴含的结构性机会，一是关注大型化企业，二是关注特色化企业。

对于“大型化”，长江证券认为，既然大型化是一个必然的趋势，那么行业内目前可能在末尾的龙头企业就成为了最好的投资标的。理论上来说，无论是从劳动生产率、技术革新的扩散以及产业组织的变革，行业龙头都处于领先地位。虽然目前由于成本黏性，大型钢企不如小型钢铁厂，但中金公司预计09年中期，随着铁矿石、焦煤及燃料价格大幅下跌，大型钢厂生产成本可能比目前低540元/吨，届时大型钢厂成本与小钢厂持平。

另一个重点关注点是“特色化”，这主要包括取向硅钢和长材。中金公司认为，凭借取向硅钢、武钢股份理应在市净率上享有一定溢价，而且除了武钢股份，预计其余钢铁企业明年盈利都可能面临大幅下调风险。

对于长材，申银万国认为长材品种的供需情况好于板材品种。由于长材产品的供需情况比板材更加合理，在前期市场恶化时其产量调整也更加充分，长材比例较高的区域性公司机会更大。后期的国家刺激经济和季节性恢复施工对长材（特别是建筑钢材）的需求刺激力度更大；莫尼塔发现，螺纹线材的产成品和原材料库存已经明显降低，而与此相对应，板材的库存仍然较高。

## ■ 评级追踪 | Rating

代码	名称	机构名称	研究员	研究日期	最新评级	上次评级
600875.SH	东方电气	联合证券	杨军	20081205	2_增持	3_中性
000024.SZ	招商地产	中信证券	王德勇	20081203	1_买入	3_持有
000778.SZ	新兴铸管	国信证券	郑东	20081203	1_推荐	3_中性
002254.SZ	烟台氨纶	申银万国	王立平	20081203	2_增持	3_中性
600795.SH	国电电力	长城证券	张霖	20081203	1_推荐	2_谨慎推荐

代码	名称	机构名称	研究员	研究日期	最新评级
----	----	------	-----	------	------