

## ■ 观察 | Observation

行业无转机

## “两色”板块齐下跌

□本报记者 丛榕

昨日午后市场急跌,收盘时申万行业指数涨少跌多,而且上涨行业的涨幅均不超过1%。下跌行业中有色金属和黑色金属跌幅最大。分析人士指出,从基本面看这两个行业仍处于最艰难的时期,短期内不存在反转的可能。

## “两色”跌幅最大

昨日黑色金属、有色金属行业指数分别下跌了2.50%、2.32%,在所有申万一级行业指数中跌幅最大。黑色金属板块中,承德钒钛、唐钢股份封住跌停,邯郸钢铁下跌了8.78%,权重股宝钢股份跌幅为1.87%;有色金属板块中,锡业股份下跌了9.36%,南山铝业、云南铜业分别下跌了7.80%、5.22%。

对于有色金属行业,上海证券分析师认为,有色金属主要下游产业如汽车和地产减产消息频传,需求萎缩持续,行业基本面恶化,大部分子行业产品价格继续下跌。预计2009年1季度,需求萎缩情况可能加剧,金属价格难以获得提振。在行业景气低迷中,年报关注重点应从利润表转向资产负债表,现金流充沛的,有较佳资产负债结构的公司将有更好的生存机会和更高的发展。

华泰证券认为,目前金属价格距离2001年的价格低点还有一定的幅度,主要有色金属产品价格依然在成本线以上,有色金属的供给将不能得到有效的限制。

钢铁行业的情况略好,至少价格上已经企稳。国泰君安指出,国内钢价已经止跌企稳,一是因为前期钢企掀起的大规模减产风暴初见成效,供求状况短期好转;二是市场信心有所恢复,一度中断的下游需求开始释放,流通环节和终端客户重拾“蓄水池”功能。

但是业绩上看,钢铁行业仍未现扭转迹象。国泰君安分析师指出,11月钢铁行业再现全行业亏损,亏损额(127.7亿元)环比10月份翻了一番还多,主要是源于部分钢厂的出厂价下调相对滞后,而原材料成本维持高位。这一现象在12月仍然存在,加上可能的存货跌价损失,扭亏基本无望。

瑞银证券指出,投资者可能对铁矿石和焦煤价格的下行程度吃惊,同时即使在钢价较低情况下废钢价格的反弹也可能令投资者惊讶。分析师认为并购活动可能会重新开始,但估值水平下降,显示出“收购”比“新建”更具吸引力。

事实也证明钢铁行业处于整合高峰期。昨日唐钢股份公告,公司将以换股形式吸收合并邯郸钢铁、承德钒钛,不过昨日唐钢股份和承德钒钛封住跌停,邯郸钢铁下跌了8.78%。

## 3G概念成热点

昨日仅5只行业指数上涨,其中两只信息设备和信息服务,二者涨幅分别是0.69%和0.24%。分析人士指出,由于3G牌照发放日益临近,3G板块也成为资金炒作的对象。

国都证券指出,3G牌照发放后,电信投资的恢复性增长将在未来几年内集中体现,通讯设备行业受益明确。由于通讯设备行业内的上市公司仍以需求型为主,电信投资的增加将直接拉动上市公司的产品需求和业绩增长。未来通讯设备板块上涨的动力将来自于真实的业绩,因此从电信投资的规模大小和设备厂商的受益顺序考虑,分析师认为主设备厂商是最大的受益者,光纤光缆子行业仍然维持较高的景气度,而网络优化和支撑、增值服务等厂商则存在一定的不确定性。

代码	名称	最新价	涨跌	涨跌幅(%)	年初至今涨跌(%)
801100.SI	信息设备(申万)	631.88	4.34	0.69	-56.99
801150.SI	生物医药(申万)	1844.35	9.39	0.51	-43.25
801220.SI	信息服务(申万)	1150.95	2.74	0.24	-54.44
801060.SI	建筑建材(申万)	1725.35	1.74	0.10	-52.18
801070.SI	机械设备(申万)	2016.74	1.40	0.07	-55.53
801140.SI	轻工制造(申万)	903.92	-1.13	-0.12	-65.33
801110.SI	家用电器(申万)	963.14	-2.20	-0.23	-55.52
801130.SI	纺织服装(申万)	999.98	-3.31	-0.33	-61.67
801020.SI	采掘(申万)	2495.57	-10.14	-0.40	-67.59
801090.SI	机械设备(申万)	1298.68	-7.15	-0.55	-68.87
801080.SI	电子元件(申万)	616.23	-3.78	-0.61	-65.06
801160.SI	公用事业(申万)	1523.38	-9.28	-0.61	-55.18
801120.SI	食品饮料(申万)	2290.56	-17.73	-0.77	-58.38
801230.SI	综合(申万)	797.35	-7.47	-0.93	-65.06
801200.SI	商业贸易(申万)	2131.32	-20.85	-0.97	-57.85
801190.SI	金融服务(申万)	1489.59	-16.59	-1.10	-65.37
801210.SI	餐饮旅游(申万)	1224.21	-16.06	-1.30	-68.42
801010.SI	农林牧渔(申万)	1097.61	-17.52	-1.57	-45.00
801030.SI	化工(申万)	1530.40	-24.32	-1.60	-63.95
801170.SI	交通运输(申万)	1527.99	-30.28	-1.61	-68.11
801180.SI	房地产业(申万)	1681.18	-30.70	-1.79	-63.78
801050.SI	有色金属(申万)	1353.26	-36.50	-2.32	-76.88
801040.SI	黑色金属(申万)	1968.08	-50.99	-2.50	-70.32

代码	名称	最新价	涨跌	涨跌幅(%)	年初至今涨跌(%)
801813.SI	小盘指数(申万)	1266.03	13.16	1.05	-52.38
801863.SI	新能指数(申万)	1195.77	0.57	0.05	-61.18
801831.SI	高市盈率指数(申万)	807.21	-3.27	-0.4	-60.94
801841.SI	高股息率指数(申万)	1251.29	-7.75	-0.62	-63.87
801822.SI	中市盈率指数(申万)	1216.03	-8.57	-0.7	-62.59
801851.SI	亏损股指数(申万)	973.55	-7.32	-0.75	-57.03
801812.SI	中盘指数(申万)	1372.11	-10.68	-0.77	-61.33
801832.SI	中市净率指数(申万)	1884.91	-17.87	-0.94	-63.60
801811.SI	大盘指数(申万)	1366.97	-17.73	-1.11	-64.22
801843.SI	低价股指数(申万)	130.34	-1.61	-1.22	-75.37
801833.SI	低市盈率指数(申万)	2922.64	-36.54	-1.23	-52.09
801834.SI	低市盈率指数(申万)	2284.05	-29.23	-1.26	-57.61
801852.SI	微利股指数(申万)	855.57	-10.99	-1.27	-58.01
801835.SI	绩优股指数(申万)	1986.25	-26.16	-1.3	-67.74
801823.SI	低市盈率指数(申万)	2566.26	-34.42	-1.32	-67.86
801842.SI	中价股指数(申万)	1485.05	-20.40	-1.36	-58.80
801821.SI	高市盈率指数(申万)	619.79	-11.10	-1.76	-62.56

本版文章均摘自相关研究报告,未经作者核实,仅供参考,风险自担。

□国泰君安 王威

2008年发电行业(主要指规模占据主导地位的火电行业)的盈利情况已经恶化至多年来最差水平。2009年上半年电力需求仍处于探底回升过程之中。随着经济回升趋势的出现,2009年下半年电力需求增速将出现回升,预计全年电力需求增速将在6%-7%之间。目前来看电力股2008年及2009年PE、PB都不显低廉,但恶劣经济环境下的盈利回升趋势将使电力股具备超越市场的条件。

## 我国电力需求波动性大

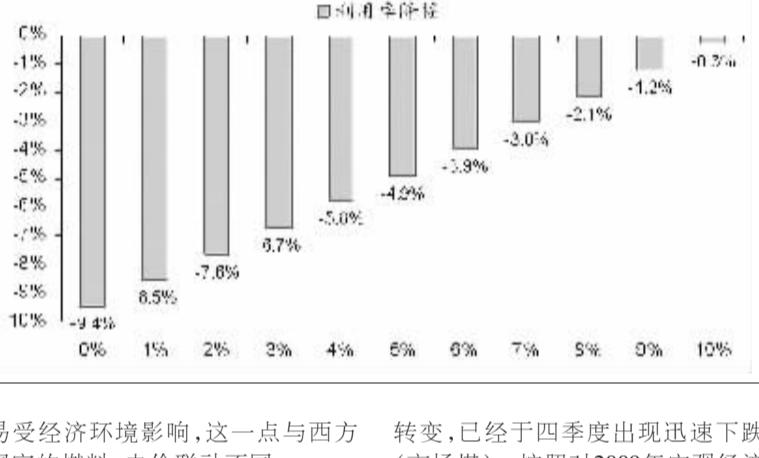
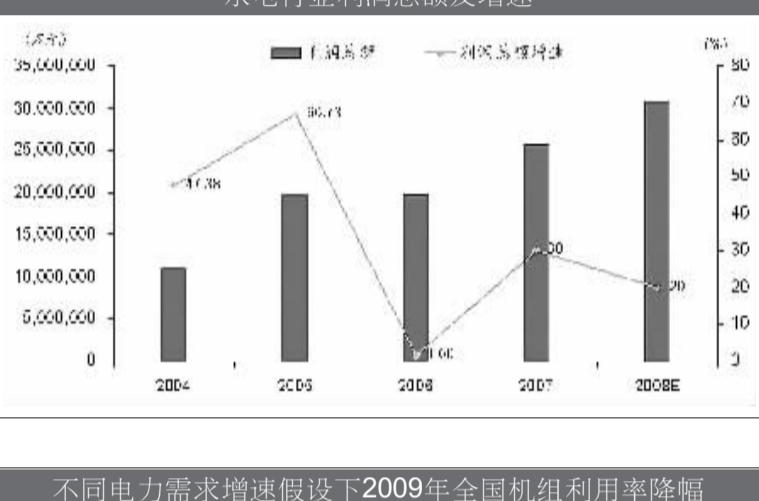
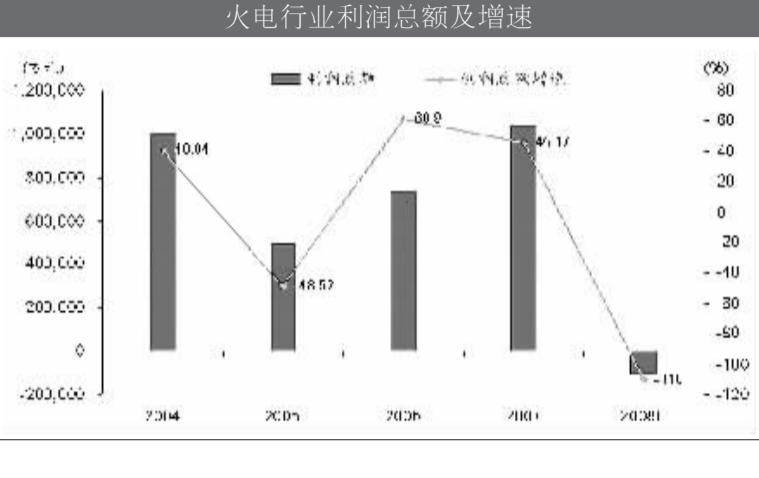
经济发展阶段的不同,导致电力需求结构的不同。我国正处在工业化的中后期,重化工业进程尚未结束。不考虑短周期的经济波动,未来5-10年我国仍将处于工业化未完成阶段。因此,中期来看,我国的电力需求仍将体现出弹性系数较高、波动性较强的特点。

我国电力消费结构中,工业用电始终占据70%以上比例。而随着重化工业进程的推进,重工业中钢铁、有色、建材、化工等高耗能行业的周期性传导至电力需求上,工业用电中的重工业用电占比呈现出明显的周期性波动趋势,全社会电力需求亦随之呈现部分周期性特征。

## 电价传导机制不畅

近年来煤炭价格持续上涨,电力新机组造价却呈现逐年降低并走稳的趋势,此消彼长之下,即使火电行业的能源利用效率在不断提升,煤炭成本在总成本中的比重仍将不断上升。因此,煤炭价格的波动对火电行业业绩的影响越来越大,煤炭行业的周期性特征亦随之传导至火电行业。

煤炭价格上涨的同时,我国的上网电价形成机制尚未得到完善。在最终的合理电价形成机制到位之前,理论上来讲我国的上网电价按照煤电联动规则来执行。但是煤电联动政策不完善之处很多。首先,联动周期太长,在煤价波动幅度巨大的时期,就容易损害到发电企业的利益;第二,政策执行不够坚决,容



易受经济环境影响,这一点与西方国家的燃料-电价联动不同。

## 电力需求将回升

煤炭价格在经历了2008年的非理性上涨后,随着供求关系的急剧

## 煤炭价格见顶回落

## 火电行业景气周期有望到来

右)再下跌20%以上,而2009年重点电煤合同价格维持在2008年实际执行价格水平上,则2009年重点合同电煤与市场煤价格将实现接轨甚至倒挂。

电力需求方面,受国际及国内经济环境影响,我国经济自2008年三季度起出现明显减速迹象,电力需求增速随之出现连续下降趋势。随着四季度大规模刺激经济措施的陆续出台,我国经济有望在2009年二、三季度之间见底。基于以上判断,我们认为2009年上半年电力需求仍处于探底回升过程之中(2008年上半年基数较高的因素亦需要考虑),随着经济回升趋势的出现,2009年下半年电力需求增速将出现回升,预计全年电力需求增速将在6%-7%之间。

按照较为中性的预计,2009年火电企业的综合煤炭成本将较2008年下降10%左右。在此假设下,火电行业业绩将出现大幅度回暖,有望接近2007年全行业水平。

## 火电景气周期有望到来

在大宗商品价格持续上涨的通胀周期前半期,发电行业容易“受伤”,而到了后半周期,易于得到较高的盈利回报。以周期性相对较强的火电公司为例,典型的火电公司,如果规模保持不变,则理论上其盈利增速较高的时期往往是在通胀周期的后半部分,即上游大宗商品价格开始回落而电价已经上调(虽然滞后)的时期,与此对应的通胀周期的前半部分其盈利能力则受到持续侵蚀。唯发电行业的“周期性公用事业”属性中的公用事业部分决定了典型的发电公司很难有类似于其他周期性行业的持续的盈利高增长阶段,因为电价始终是掌控于政府手中。

进一步观察,自2003年以来,电力生产行业的盈利周期性规律与煤炭行业基本呈现负相关关系,这可以用煤电联动政策执行周期过长来解释。煤价的波动性渐强,导致火电行业毛利率波动性甚至超过一些强周期性行业。根据我们的判断,煤炭行业景气度已经见顶回落且下行周期将持续至2010年

方能见底。分析可知,如果电价不进行下调,则火电行业景气周期将开始回升,直至煤炭行业景气度(发电机组利用率的继续下滑对火电行业景气度的拖累作用远小于煤价下跌带来的拉动作用)。如果电价因煤价下跌过快或过多而出现下调,则火电行业的景气回升将再次被人为延缓(对于股票投资来说,毋须真的等到电价下调的时点,下调的预期即可影响对电力股价值的判断)。

## 重点公司推荐

国电电力(600795):公司2008年机组利用率降幅已超行业平均水平,2009年继续超平均水平的下降概率较小。由于坑口电厂占比较高、合同煤比例较低,公司2008年综合煤价涨幅高于全国火电行业平均煤价涨幅。但2008年四季度开始,煤炭市场价格开始大幅下跌并逐渐向坑口价格传导,公司2009年业绩将明显受益于此。公司2009年将有大同三期、瀑布沟等项目投产,控股装机容量将增长15%以上,在大型电力公司中成长性突出。

华能国际(600011):公司20