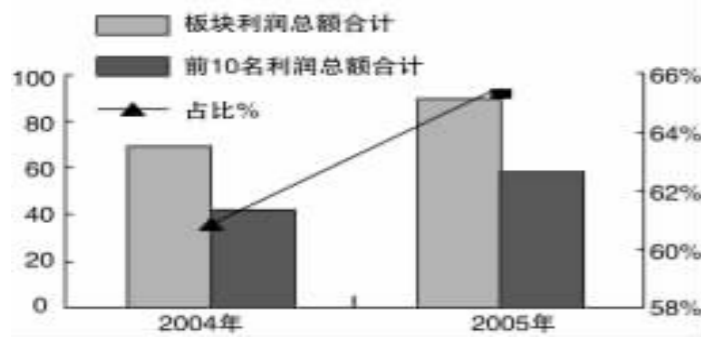


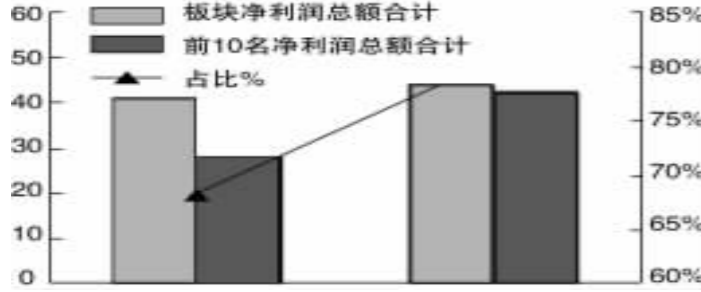
# 五大行业集中度提高

## 房地产业 调控逼高产业集中度

### 利润总额表现的集中度上升



### 净利润总额表现的集中度上升



□国信证券 方薇

目前,沪深证券市场房地产上市公司近100家,已有80%的上市公司公布了2005年年报,剔除新转型公司,真正有可比性的只有64家。

#### 四大经营特点

从2005年年报看,有可比性的房地产上市公司经营呈现如下特点:

- 1、主营收入同比减少5%,而主营业务利润同比增长10%。
- 2、利润总额同比增长15%,比主营业务利润增长高出5个百分点。
- 3、净利润同比增长7%,低于利润总额增长。
- 4、行业集中度提高。

从利润总额看,前10名利润总额合计58亿元,占房地产上市公司利润总额合计的66%集中度上升5个百分点;从净利润看,净利润

前10名利润合计42亿元,占房地产上市公司净利润总额的81%,集中度上升13个百分点。

2005年是房地产调控政策频出的一年,我们对未来房地产行业总体判断是:房地产调控将是一种常态,商品房市场不会发生逆转;行政手段将掌握在松紧适度的范围内以维持GDP增长和就业。房地产投资的主要风险是,一旦全国或某城市房地产价格上涨偏离政府目标,政府会“老调重弹”,以及加强政策法规的执行力度,进而对房地产市场和投资者心理产生影响,从而导致股价波动。

#### 行业仍将加速调整

从中央层面看,短期内再出台新的严厉调控政策的可能性较小,而主要体现在已颁布政策的执行上,特别是加强销售环节的管理和检查,未来房地产调控将主要体现在地方政府根据当地房

地产市场的实际情况出台相应的措施。未来一切政策的基点仍是要保持行业健康稳定的发展,在目前政策环境下,行业仍将加速调整,优势企业会在行业“洗牌”过程中获得超常的发展机遇,全国房地产价格会保持稳中趋升的态势。但部分城市房价上涨较快,可能会导致房地产消费信贷政策的调整。

中长期看,可能出台的政策有物业税,方向是先试点、后推广,加重养房成本、减少流通环节费用。

据分析,相当一部分人将享受免税或退税的待遇,开征物业税房价将大跌的说法难以成为现实;真正面向大众需要很长时间;其次,房地产消费信贷政策仍有调整的余地,例如首付比例、贷款利率、贷款条件,主要看不同区域房地产市场的实际情况;再次,可能出台商品房预售合同联机备案和实名制购房制度。

行业重点公司点评

## 地产:G万科A(000002)

G万科A主营房地产开发,是中国内地最大的房地产上市公司,年销售商品房面积超过230万M<sup>2</sup>,业务涉及深圳、上海、北京、武汉、南京等20大城市,公司跨地域经营管理能力强,品牌优势明显,领导富于开拓精神。公司土地储备丰富,预计未来3年主业将保持30%以上速度增长。



## 地产:G招商局(000024)

G招商局主营房地产开发,兼营公用事业等。截止2005年末,公司已支付地价的土地储备400多万平方米,这还未考虑漳州5平方公里土地储备,每股土地储备居业内前茅;另一方面,公司已有出租物业44.55万平方米,2006年还将增加7.9万平方米,此外,公司在2005年底收购富城(中国)有限公司80%股权,该公司正在开发的南京金融中心写字楼项目建筑面积11.8万平方米,预计2007年后公司出租物业超过60万平方米,这些物业出租毛利率较高,出租利润加园区供电供水



利润每年能给公司贡献0.3元/股左右的利润,使公司保持较强的抗风险能力。公司未来成长性良好。

## 家电:G浙阳光(600261)

G浙阳光作为全球节能灯生产龙头,未来将继续市场份额的快速提升,领先的设备研发能力、关键原材料生产能力、优良的产品品质是这一成长过程的坚实基础。

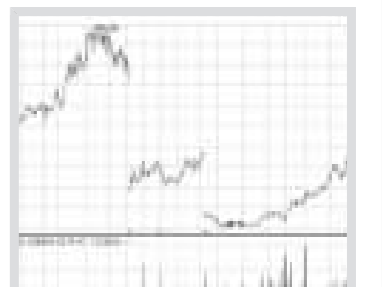
预期2010年公司在全球节能灯销量达到8亿只,占全球市场份额将达到30%-40%。预期公司未来3年收入和净利润分别保持40%和30%以上的增长。2006、2007年每股收益0.85、1.17元,公司具



有较好的成长性和在行业内具有领先的竞争优势。

## 零售:苏宁电器(002024)

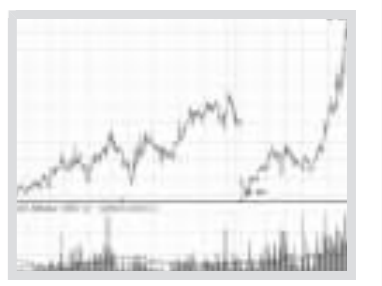
截至2005年三季度,国美和苏宁的销售额在渐渐接近,但国美的净利润却为苏宁的两倍。这其中主要原因是苏宁电器保守的会计政策和前期扩张费用的充分消化,因此未来两年苏宁电器内生增长的空间依然很大,而国美受制于高基数和新进城市的培育,业绩增速将有所下降。我们认为国美和苏宁电器仍是行业中最为领先的两位竞争者。



## 机械:G重机(600150)

G重机是我国最大的低速船用柴油机生产基地,国内市场份额65%左右。受我国造船量快速增长的影响,低速船用柴油机需求迅速上升,出现明显供不应求,其价格也大幅上升。随着公司产量和生产效率的不断提高,公司近年来经营业绩快速提升,2003、2004和2005年公司净利润分别同比增长344%、81%和64%,保持高速增长态势。

另外,为配合我国世界造船第一大国的规划,满足国内造船厂的需求,提高国产船用柴油机装配比例,公司制订了长远的产能扩张计划,计划产能增加300万马力,由目前的100万马力提



高到2015年的400马力,并且在新生产基地将提高单机生产功率以满足船舶大型之需要。随着我国造船量的快速增长,公司未来有望成为全球最大的船用柴油机生产基地,发展前景将十分可观。

## 医药:G天士力(600535)

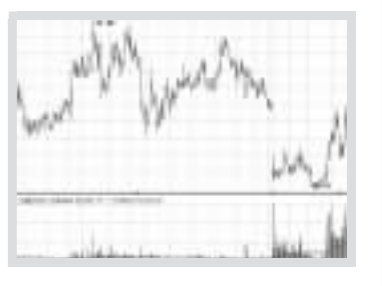
G天士力与国内外科研机构广泛合作,构成了核心机构与外围机构、自主研究与合作研究、基础研究与应用研究相结合的科技创新体系。

公司获得了板蓝根泡腾片和养血清脑丸生产批文2项,申报生产批文7项,取得新药临床批件4项,另有10多个研发项目处在申报临床和临床研究阶段。

主打产品复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、荆花胃康胶丸、丹参总酚酸等均已获得专利权,为我国内外市场的开拓提供了保障。

在生产组织方式和新产品产业化方面有所创新,在生产技术和质量管理方面进行持续改进,先进制造水平得到进一步提升。

总体来说,天士力已形成了以



复方丹参滴丸为核心的较为完善的产品梯队,且产品品牌具有较高的知名度和美誉度,医院营销渠道通畅。未来两年,养血清脑颗粒、荆花胃康胶丸、水林佳、穿心莲内酯等产品有望推动公司持续较快增长。在购买药品研发实力较强的广州天之桥公司后,天士力的新产品储备和后续开发能力大大强化,中药粉针将成为远期又一增长点。

## 机械行业 温和回落

□国信证券 郭亚凌

### 去年:成本上升、效益分化

受钢材、原油、电力、交通、人力资源等价格上涨的影响,05年机械行业的成本有所上升,再加上行业内竞争的日趋激烈,全行业的毛利率继续保持下降趋势,据统计,2005年全行业平均毛利率同比下近0.52个百分点。其中轻纺设备、电机、通用设备毛利率相对下降幅度较大。

而效益方面,2005年效益景气大幅上升的主要为冶金矿山设备(164.56%)、船舶制造业(247.5%)、铁路设备(115.31%)、通用仪器仪表(132.57%)、农业机械(78%)和轴承阀门(57%)等。而集装箱、摩托车、自行车、文化办公用品等子行业相对利润增速较慢或下滑。

上市公司方面,2005年利润大幅改善的主要有广船国际、振华港机、G全柴、平高电气、杭汽轮B、东方锅炉、G天威、G沈机、北方股份、天地科技、西飞国际、洪都航空、G重机等。而利润大幅下降的则主要为上工申贝、贵航股份、苏福马、南方汇通、徐工科技、建设机械等。

### 今年:行业温和回落但继续高位运行

2006年是“十一五”头一年,为保持经济平稳运行,预计固定资产投资增速仍可延续前二年的高速增长态势,回落幅度有限。而人民币升值对我国机电产品出口的影响并未如预期那么大的,预计2006年出口仍将保持高速增长,大幅回落的概率较小。

在投资和出口仍将保持高速增长且温和回落的背景下,我们预计2006年机械增速将温和回落但继续高位运行。

### 效益增长困难大于产销,子行业继续分化

在行业产销温和回落的背景下,受产能扩张影响,机械产品供过于求矛盾在2006年将有所扩展,再加上钢材、有色金属、运输、电力、原油和人力成本的上升,预计2006年行业整体效益增长的困难将大于产销。

在子行业方面,预计2006年铁路设备、船舶、冶金矿山设备、轴承阀门、农业机械仍将保持较高效益景气度,增速仍在30%以上。而石化专用设备、轻纺设备、医疗器械、摩托车、工程机械等行业效益状况可能会扭转下降趋势而逐步回升。

## 家电行业 资源和市场份额向优质企业集中

□国信证券 王念春

家电行业在供过于求、传统产品需求增长放缓、产品同质化这几个难以回避的因素影响下,行业中的企业业绩表现进一步分化,资源和市场份额向优质企业集中。

### 优质公司实力继续展现

从已公布的家电行业上市公司2005年业绩来看,有11家公司净利润下降幅度超过50%,占到已公布年报公司家数的41%。销售净利润1.3%,同比2004年下降2.5个百分点,显示整体盈利能力的下滑。净利润增长幅度超过15%只有8家,占到总数比率

的30%。

在行业处于较好的增长期间,其中的大部分企业运营当中的各种问题会被盈利的较好增长所掩盖。而在行业竞争加剧企业出现分化的过程中,类似资金不足、管理不善、决策失误等问题就突出暴露出来,部分企业不得不选择退出。家电行业内的整合和重组正在不断上演,包括空调、小家电、照明电器等子行业集中度不断提升。

在这个优胜劣汰的过程中,优质公司的实力将进一步突出展现。衡量优质公司的关键点包括:行业中相对竞争优势持续领先能力、产品差异化、技术领先。按照这个标准

来选择,看好G浙阳光和G格力。

### 重点关注三大子行业

分子行业来看,未来将继续重点关注空调、照明电器和小家电行业。

(1)空调行业:2006年内销启动缓慢,外销增长平缓,未来继续市场份额向强势公司集中的趋势。内销三、四级城市将成为重点市场开拓地区,另外中央空调将成为国内公司进一步拓展的主要产品方向。

(2)照明电器:节能、环保是电光源发展的持续主题。全球80%以上的节能灯产自中国,但由于节能灯国家强制性标准的缺失,各企

业产品质量参差不齐,节能灯在国内市场的应用也只局限在东部和沿海地区,行业70%的产品出口销售。

在节能光源对传统产品的不断替代过程中,具备技术储备和研发能力的公司将获得良好的增长空间,并将在未来国内市场的不断规范后获得品牌价值的提升和进入长足的增长通道。

(3)小家电:在市场由分散向品牌集中度提高的变化过程中,优胜劣汰同样会在小家电行业中快速体现出来。具备较好的产品开发和创新能力、强调专业化、产品精细化的公司会获得较好的发展空间和盈利增长。

## 零售业 品牌零售商崛起

家电连锁通路占零售渠道的比例远远偏低

亿元	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E	2010E
家电市场容量	5000	5650	6385	7214	8152	9212
连锁业态	1200	1680	2351	3291	4607	6449
连锁化程度	24%	30%	37%	46%	57%	70%
苏宁销售	200	300	450	650	850	1200
占比	17%	18%	19%	20%	18%	19%

资料来源:国家信息中心及申万研究所

锁、连锁百货和连锁超市。其中家电连锁具有高速增长空间,而连锁百货由于景气性仍在持续,加上大多公司尚未完成股改,因此板块依然有上涨空间,超市类公司受制于租金上升、成本增加及竞争日趋激烈,行业景气性中性,但优质公司仍将通过扩张扩大其自身的市场份额。

### 家电连锁被严重低估

从估值角度看,相较于H股零售公司,A股零售公

司低估幅度在20%左右,特别是家电连锁低估最为显著。连锁百货估值仍具有吸引力,特别是地区性百货龙头,考虑其未来良好的成长性,估值还有进一步的上升空间。

A股连锁超市基本完成股改,考虑大多数公司仍有再融资计划摊薄业绩,估值已基本与H股持平,因此板块估值已无大的吸引力。

中国优质的零售资产价值仍有待投资者认可,渠道、网络和商业地产都是板块可

以享受更高估值的关键因素,投资国内优质的品牌零售商,如苏宁电器、银座股份和大商股份,这是能长期分享中国消费增长的最有效途径。

展望2006年下半年,随着市场目前对零售业公司估值的不断上升,投资机会将来自H股与国内估值的接轨,在上市公司业绩保持平稳增长的背景下,板块整体的上升空间有所减少,但优质公司仍将持续获得市场认可。

## 医药行业 效益趋降 洗牌加速

从盈利能力看,生物制药表现突出;医院市场抗肿瘤、心血管用药和血液系统药等“大病种”药保持高速增长;OTC零售市场中成药份额提升,增长势头明显。

进入2006年,1~3月运行数据显示医药工业收入同比增长22.23%,但利润增长仅为1.16%,生物制药仍表现突出,化学制剂与中药子行业在收入大幅增长的同时利润出现下滑。

影响中国医药经济的主要因素包括研发投入仿制药激增、生产环节产能严重过剩、药品持续降价,以及医

改政策如何重塑医药价值体系等。2006年国家将出台第18次药品降价,并开始打击商业贿赂,将对行业竞争格局产生深远影响,加速洗牌。

### 公司业绩今年将“艰难”增长

在2004年全行业效益大滑坡的背景下,医药上市公司因其行业代表性较弱,整体业绩下降较行业更为明显。因此在较低基数下,2005年总体业绩呈现“恢复性”回升。

目前已公告年报的86家

□国信证券 贺平鸽

### 行业效益趋降

医药行业持续20多年来的效益型高速增长(利润增长>收入增长)态势正在悄然发生变化,2004~2005连续两年的景气趋势(效益增幅<收入增幅)显示,行业已进入平稳增长期,效益水平趋降。

2005年,医药工业实现收入3857亿元,同比增长24.81%;实现利润324亿元,同比增长19.06%。从子行业收入、利润增长情况看,原料药、生物制药表现突出;