

# 六大行业期待新成长周期

## 电力行业 龙头企业价格明显低估

□申万证券研究所 杨明

截至 2005 年底,全国发电装机容量达到 50841 万千瓦,同比增长 14.9%。其中,水电达到 11652 万千瓦,约占总容量 22.9%,同比增长 10.7%;火电达到 38413 万千瓦,约占总容量 75.6%,同比增长 16.6%。

从电力生产情况看,2005 年全国发电量达到 24747 亿千瓦时,同比增加 2804 亿千瓦时,增速 12.8%,与 2004 年相比回落了 2.4 个百分点。

### 重工业电力需求增速减缓

近两年,我国国民经济各

产业用电需求发生的变化主要表现在第一产业和居民生活用电增速 2005 年相比 2004 年有所提高,而重工业电力需求增速有放慢趋势。预计 2006 年全年电力需求增速为 11.05%,与去年的 13.59%增速相比有所下降,主要是由于重工业耗电增速放慢所致。如果考虑结构性调整的因素,居民和农业用电的增长速度可能超过预期,因此,2006 年实际电力需求量可能高于预测。

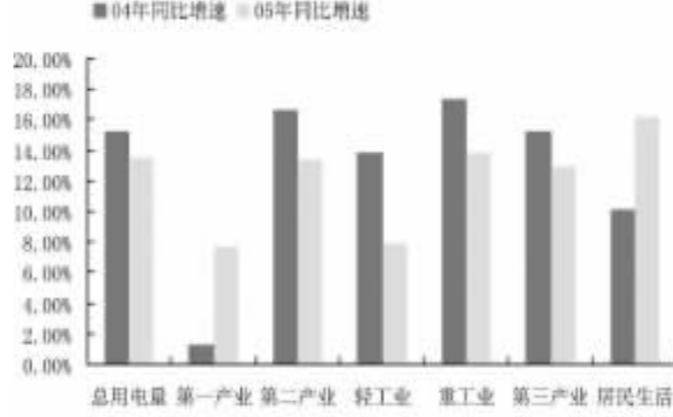
### 煤电联动构成投资机会

二次煤电联动正进入分省测算阶段,预计时间正在临近。

由于 2004 年 12 月至今,电煤价格包括运价上涨累计幅度较大,因此二次煤电联动价格上调幅度可能会高于原先市场的预期,但最终上调的幅度和时间还有很大的不确定性。

电力行业短期的投资机会还有来自煤炭市场价格的调整,根据 CEIC 统计数据,2004 年、2005 年煤炭行业固定资产投资连续超过 60%,简单测算到 2006 年初,扩建项目(18 个月)投产,短期内产能会释放。2005 年大秦线和侯月线的扩能,运力增长约 1.2-1.5 亿吨。今后煤炭运力仍将保持稳定增长,预计年均增长在 1 亿

近两年各产业用电量比较



吨左右,增幅 7%-8%。从煤炭价格季节性的角度考虑,二季度供热逐步停止,来水增加导致水电比重上升,

煤炭需求增速面临短期下降,市场价格下调的可能性非常大。至于年末是否翘尾还有待观察。

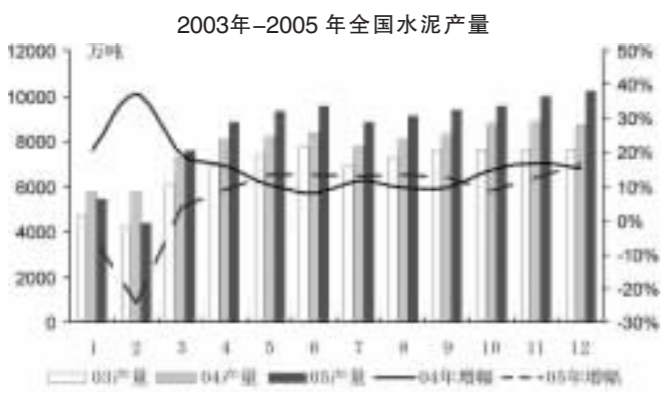


## 电力行业:G 长电

2005 年,公司所属装机容量为 691.5 万千瓦,其中包括葛洲坝电厂 271.5 万千瓦和三峡电厂 6 台机组 420 万千瓦。全年发电 387 亿千瓦时,同比增长 8.31%。目前,公司 2006 年是否继续收购三峡总公司机组的不确定性较大,但 2007 年底之前将收购不少于两台。2006 年即使不收购机组,公司的业绩仍能保持稳定增长。增长主要来自电价上调在 2006 年全年产生效应、三峡电站在 2006 年汛后水头抬高导致的利用小时数上升、2005 年新收购的机组在 2006 年全年发挥效用这三个方面。而 2006 年 1 月,30 亿短期融资券发行将降低公司财务费用。同时,补贴收入计

入方法的调整属于一次性影响,2006 年将恢复到主营收入 8.8%-9%左右的水平。公司是国内唯一拥有建行股权的上市公司,目前持有 20 亿股,潜在收益约 30 亿元,按当前股本计算对 EPS 影响约 0.37 元。

## 水泥行业 走过艰难待黎明



□申万证券研究所 林珍

2005 年水泥产量 10.60 亿吨,同比增长 9.3%,增速比上年回落 3.2 个百分点;工业总产值 2683.84 亿元,销售收入 2608.35 亿元,产销率达 98.37%,销售款回收率达 87.97%;全行业实现利润 80.5 亿元,同比下降 38%,亏损面从 2004 年的 27.67% 上升到 2005 年的 35.95%,全行业经历了经营最困难的一年。

### 企业亏损面扩大

2005 年水泥产量平稳小幅增长,全年产量约 10 亿吨,增幅基本和 2004 年持平,价格全年在低位徘徊。相对而言,东北、西北属于高价区,华北、中南属于中价区,华东地区价格最低。

受宏观调控影响,固定资产投资下降,重点工程(如水利设施、基础设施建设)等工期拖后直接影响了水泥企业大客户的需求,很多企业被迫寻求

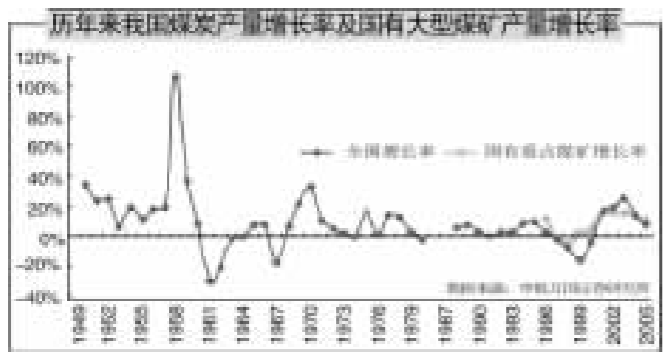
房产等民用客户,使得销售量、价、回款期都大打折扣。煤电价格持续走高使得全行业利润大幅降低,企业经营困难,亏损面扩大。

### 发展新农村迎来机遇

2005 年水泥行业的低谷运行给 2006 年带来结构调整的大好时机,随着企业并购重组的进行,行业集中度将逐步提高。这种变化不仅来自于国内企业间,近期外资的高歌猛进也给整个进程添加了催化剂,具有行业龙头和区域优势地位的企业将成为外资收购的主要对象。

而政府主推的“新农村”建设带来的新增道路、房屋、电站水坝、城际客运专线等建设不仅可以消化现存 30% 的剩余产能,也给特种水泥提供了消费对象。目前经济相对落后但发展潜力和增幅巨大的中西部是主要受益对象,当地的水泥企业将有 3 年的发展良机。

## 煤炭行业 向稳固发展回归



□申万证券研究所 牟其峥

2005 年原煤产量增加,增幅回落。行业平均收入同比增长 27% 左右,平均净利润同比增长 13% 左右,较 2004 年出现明显的业绩增速回落,随 GDP 的增速同步变化,也预示着煤炭行业由高速增长向稳固发展的回归。

2006 年一季度煤炭生产继续平稳增长,供需大体平衡,进口快速增长,出口和去年同期相比呈现萎缩态势,煤炭市场价格延续了去年末的发展趋势,继续高位运行,并有 5% 左右的小幅攀升。

“十一五”煤炭供应规划,首要将是 13 个大型煤炭基地的建设,其所含主要矿区 40 多个,拥有煤炭探明储量 6900 亿吨,现有煤炭生产规模 10 亿吨左右,约占全国产量 50%。到 2010 年生产规模将达到 15 亿吨左右,占全国

产量的 70%。“十一五”期间规划新开工煤矿建设中,绝大多数在这些大型煤炭基地内。

预计到 2010 年,煤炭生产能力要达到 21 亿吨-22.5 亿吨,若考虑安全技术投入的最佳状况则预计可达 23 亿吨-24 亿吨,届时将形成 5-7 个亿吨级大型煤炭企业集团,13 大煤炭基地将承担 60-70% 的产量。

预计 2006 年国内煤炭价格将不再呈现大幅上涨,动力煤重点合同价格预计平均涨幅在 5% 左右,冶金煤除劣质煤外将出现一定的价格下跌。但是,基于煤炭对我国能源的战略意义和产业整合,煤炭价格将稳居高位,随着行业集中度的逐步提高而稳中有升。

当然,在基本缓解了能源紧缺局面之下,煤炭以及伴随着的电力和钢铁等基础原材料的供需都进入一个过渡时期,供需将维持基本平衡。

## 石化行业 上下游公司苦乐不均

□申万证券研究所 黄美龙 俞春梅

截至 4 月 24 日,石油化工业公布 2005 年年报共有 13 家公司,占行业比重 52%。从已公布公司年报数据看,受油价高企影响,整个石油化工业依然处于高位运行,2005 年行业业绩表现良好。13 家公司加权平均主营业务收入为 658.5 亿元,同比上涨 33.9%,其中中国石化主营业务收入 7991 亿元,为国内收入最高的公司。13 家公司实现的加权净利润为 31.5 亿元,同比增长 12.8%,平均每股收益为 0.421 元,同比上涨 12.7%。行业加权平均净资产收益率为 16.9%。

中国三大石油公司 2005 年盈利均出现较大幅度增长。中国石化实现净利润 1333.6 亿元(每股收益 0.75 元),同比增长 28.4%;中海油实现净利润 253.2 亿元(每股收益 0.62 元),同比增长 57%,中国石化实现净利

石油化工业各年度收入和利润指标

Table with 5 columns: 2002年, 2003年, 2004年, 2005年. Rows include 石油和化学工业, 石油和天然气开采, 原油加工及石油制品制造.

润为 395.58 亿元(每股收益为 0.456 元),同比增长 22.6%。

炼油行业出现巨额亏损。2005 年中国炼油行业亏损 191 亿元。纯炼油公司石炼化 2005 年亏损 7.27 亿元。中国石化、上海石化和扬子石化及中国石化等公司的炼油业务也出现较大幅度的亏损。

化工板块下降趋势得到确认。典型的石化公司如扬子石化 2005 年盈利同比下降 24.8%。

炼油业务能否复苏取决于执行新的成品油定价机制结果。3 月 26 日发改委分别上调汽油和柴油零售中准价 250 元/吨和 150 元/吨,并出台了原油特别收益金制度、成品油联动制度、弱势行业的补贴制度等配套政策。新的定价机制最终目标是实现国内和国际成品油价格的接轨及定价的市场化,但国内成品油价格上调过程对国内炼油行业短期的盈利也有重大影响。

## 汽车行业 今年有望实现全面增长

□申万证券研究所 王智慧

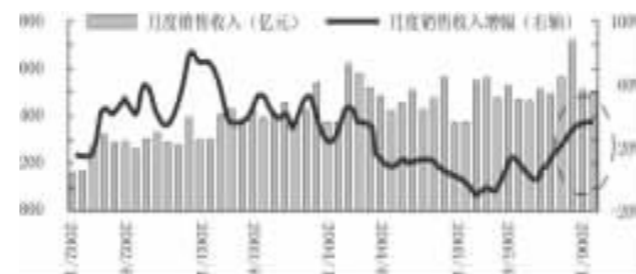
2005 年对于乘用车,尤其是轿车而言是一个底部调整、蓄势发展的一年。大部分时间内,终端消费市场被悲观气氛所笼罩,车型的好坏成为决定厂商成功与否的几乎唯一因素。

### 市场竞争加剧

上海通用税前利润由 2004 年的约 79 亿元下滑到 2005 年的约 51 亿元,从而拖累 G 上汽业绩下滑 40% 以上。而长安福特的新车投放和网点扩展速度限制了其 2005 年的销量增长,尽管这种情况在 2005 年底出现了改善。而微型客车行业残酷的价格战使得长安汽车曾经的高收益业务——微车业务几近亏损,因此,长安汽车 2005 年业绩将下滑 80% 以上。一汽轿车凭借 Mazda6 的旺销,实现了 2005 年业绩的微弱增长。

越野行业 2005 年依然保持快速增长,江淮瑞风在 2005 年超过了别克 GL8 成为

汽车整车行业月度销售收入增长趋势



行业冠军,促使公司业绩增长 50% 以上。

大客产销在 2005 年实现了平稳增长,龙头公司的市场领先地位进一步确立,并且宇通客车、金龙汽车等厂商实现了批量出口,金龙汽车还从恢复了对子公司金龙联合和苏州金龙的控制力中获益。

重卡和轻卡行业在 2005 年的走势差别较大,相关公司的业绩表现也大相径庭。东风汽车 2005 年的轻卡销量增长 25%,远高于行业 7% 的增速。经营轻卡和重卡业务的福田汽车公司,由于重卡销量大幅度下滑,导致 2005 年出现

大幅度的亏损。

### 行业迎来转折期

在整车行业,盈利能力提升的基础是销售收入的增长。从月度趋势看,行业销售收入同比增幅在 2005 年 3-5 月份达到低点,其后开始缓慢攀升,至 10 月份以后快速攀升。预计 2006 年轿车销量增长 30% 以上,汽车行业销量增长约 20%,汽车行业收入将增加 18%,利润总额将增长 6%,而 2006 年 1 季度收入和利润总额的增长幅度都将在 50% 以上。汽车行业及主要重点上市将在 2006 年迎来普遍的业绩增长。

## 钢铁行业 迎接新一轮上升周期

□申万证券研究所 朱立斌

受到 2005 年第四季度钢价大幅下挫的影响,钢铁上市公司当期业绩大幅下滑,同比下降幅度最大超过 300%;宝钢、武钢、鞍钢受到整体上市的影响,2005 年业绩同比有所上升。预计钢铁行业 2006 年进入底部区域,2007 年是行业的中长期底部,经过两年的收购整合,2008 年将进入新的上升周期。

2006 年钢铁行业迅速进入周期底部后,随着外资的介入,市场化收购兼并加快,经过两年的整合后钢铁产能将

部分钢铁公司去年情况一览 (单位:亿元)

Table with 5 columns: 公司名称, 04年净利润, 05年净利润, 05年第四季度净利润, 05年净利润增长幅度. Rows include G宝钢, G武钢, 马钢股份, G鞍钢, G新钢钒.

调整到供求基本平衡的状态。随着 2008 年以后我国工业化进程的深化和需求增速回升,钢铁行业很有可能重新进入上升周期,并且随着行业集中度的提高,未来行业盈利的稳定性也得以提升。

目前钢材流通市场库存

处于半年以来的低位,国际国内价差不断拉大,市场已经摆脱了恐慌性下跌阶段,市场价格已经企稳不断反弹,武钢、鞍钢 3 月定价都上调了 10% 左右,宝钢二季度也上调了 10% 以上,预计 2006 年上半年钢材价格呈小幅向上震荡的局面。

## 行业重点公司点评

### 石化行业:中国石化

内部整合后,目前国内 A 股真正意义的石化股只剩下中国石化。中国石化 2006 年将有以下亮点:1、受益于国内成品油定价机制的改革。2005 年受国内成品油价格管制影响,中石化炼油业务实际亏损在 300 亿元以上,随着国内原油特别收益金制度建立、成品油价格联动机制建立和下游行业补贴政策措施的到位,中国成品油价格存在逐步上调可能,公司炼油毛利存在复苏机会。2、发现迄今为止国内规模最大、丰度最高的特大型整装海相气田—普光气田。探明储量 2510.71 亿立方米,技术可采储量 1883.04 亿立方米。从全年情况来看,由于新成品

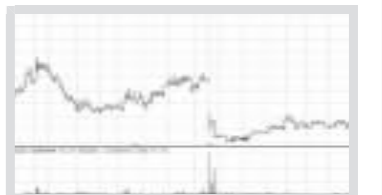


油定价机制出台,中国石化炼油板块巨额亏损局面将收到遏制,勘探板块和销售板块也将继续保持良好态势,而这些板块业绩上升将远超过化工板块利润可能的下滑,中国石化 2006 年盈利有望继续增长。

### 汽车行业:G 上汽

2005 年,公司实现销售收入 63.89 亿元,同比下降 14.71%;实现净利润 11.05 亿元,同比下降 44.16%。

2005 年,由于配件价格的继续下滑和钢材等主要原材料价格上涨,公司主营业务毛利率下降为 18.17%,毛利率水平较 2004 年下降 28%,营业利润也由 2004 年的 5.43 亿元下降至 1.73 亿元。2003 年以来,随着上海通用销量及利润水平的高速增长,上海通用 20% 股份贡献的投资收益成为上海汽车的主要利润来源,在 2004 年上海汽车净利润中占到 70% 左右。2005 年,由于整车价格下滑和原材料价格的上涨,虽然上海通用销量同比增长 34% 至近 30 万辆,但其利润



总额却下滑 36% 至 51 亿元。总体来看,上海通用投资收益的大幅下滑成为上海汽车利润大幅下滑的主要原因。

公司 2006 年底将推出自有品牌项目,由于公司产品定位于中高档轿车,预计作为公司第一款自主品牌车型,公司产品被消费者熟悉和接受将有一段较长时间,2006 年对公司利润贡献将极其有限。

### 钢铁行业:G 宝钢

公司 2005 年实现每股收益 0.72 元,主营收入、主营业务利润、净利润同比分别上升 115.9%、54.5% 和 38.4%。

2006 年是公司的调整年。一方面公司继续理顺整体上市后的协调运作,另一方面加大新项目的投入和达产。2006 年预计资本支出 194 亿元,续建三热轧、高合金钢铁改造、马迹山码头扩建项目;对宽厚板、1800 冷轧板、不锈钢热轧、合金钢棒材、中口径直缝焊管工程进行达产工作。2006 年毛利率保持低位,但逐季回升。公司二季度价格上调 20%,即使 2006 年铁矿石 FOB 价格上涨 20%,一季度业绩也是年内低点,二季度盈利大幅提升。下半



年随着不锈钢和汽车板项目达产,也将贡献部分盈利。

2006 年公司致力于成为全球最具有竞争力的钢铁企业,并坚持外延和内涵能力的协调发展,聚焦于汽车板、电工钢、不锈钢、高合金钢等战略产品的发展,保持国内板材市场的领先地位,对公司长期发展保持乐观。

### 水泥行业:G 海螺

公司是中国水泥行业的龙头企业,虽然其所处的华东地区现行水泥价格属于全国的低点,但其优良的资产价值和管理能力仍具备很强的竞争力。公司 2006 年将通过新增水泥产能,收购省内水泥资产提升公司整体的盈利能力。



### 煤炭行业:G 国阳

G 国阳是国内无烟煤的龙头企业,将在年内收购集团下属多家煤矿,预计一期收购产能涉及约 600 万吨;公司及集团在煤炭深加工及高效循环利用方面多有成效,是国家的重要试点企业。预计 2006 年无烟煤价格维持稳定,产量有所增加,公司治理逐渐透明,后续扩张可期。

