

行业篇

房地产:优质公司盈利前景仍看好

□渤海证券 曹旭特

房地产行业新一轮调控由北京、深圳的房价飞涨所引发,国务院近期出台了促进行业健康发展六项措施,2006 年下半年将是各地方政府和相关部门根据措施的指引,出台细则并落实的过程,但由于中国各区域市场发展的不平衡,调控政策的出台将更有针对性。调控将使行业的供给总量、供给结构和需求层面因素发生变化达到平抑房价的目标。首先看供给总量,加大供给从根本上改善供求关系,但在土地升值加速的背景下,开发商为达到利润最大化囤积了大量土地,最近五年全国完成土地购置面积 16.7 亿平方米,仅完成开发面积 9.3 亿平方米。本次调控措施中提出要制止开发商的这种囤地行为,形成市场的有效供给,但出台具体可操作性措施的难度较大,相应监管也很难落实。改善供给结构表现为通过

住房建设规划的制定和实施,重点发展中低价位、中小套型普通商品房和廉租房。中低价商品房和经济适用房对高价房有一定的比价效应,能够起到缩小级差地租的作用;中小户型也可以通过降低总价帮助消费者形成有效需求;廉租房建设的具体落实受各地方政府利益和财政支出能力的制约,落实的难度较大。总而言之,由于房地产建设的较长周期,在短期内很难形成有效供给,下半年市场的供给总量和结构不会发生明显改变,调控供给更着眼于长期。既然短期无法改变供给,对房价的抑制只能通过需求侧的控制来达到。需求层面中投资或投机需求是导致高价房的重要原因,也是不合理的对行业产生隐患的需求,未来政策可能会更多考虑投机购房的特征,出台有针对性的税收和金融政策,比如征收消费税和个人转让房产所得税,延长营业税征收期限以及提高多套购房

和高端产品的首付比例。我们认为这些政策将明显优于加息,因为其能够在挤出不合理需求的同时,保护正常的消费需求。平抑房价是政府的终极目标,也是各界达成的共识,如果后期出台的数据表明控制房价仍未达到理想效果,上述调控措施的力度将加强,直到房价稳定,但全国房价下调的可能性很小。2004 年、2005 年完成开发面积分别增长 11.4% 和 5.2%, 商品房施工面积增长 19.2% 和 17.1%。这些先行指标预示未来供给增加仍较为有限,房价下跌的基础并不存在,只是个别城市房价环比存在窄幅波动的可能。相对房价而言,销售受到的负面影响可能会更加明显,受调控措施的震慑,投机购房者的挤出和正常消费者的观望,短期需求将受到压制。但市场潜在需求巨大,预期的稳定或政策落实的不到位可能导致后期需求的延期释放和投机行为的回归,年底市场销

售又存在反弹的可能。尽管在调控背景下,一些优质公司凭借自身特有资源仍能保持较强的盈利能力,万科分散系统性风险和多年来形成的专业开发经验是抵御行业调控的最有力武器,突出的融资能力也将帮助公司在行业整合加速背景下通过规模扩张实现盈利的持续增长;华侨城已将其旅游地产盈利模式成功复制到北京、上海、成都,对可开发资源的较强获取能力是其获得超额利润的保证,但占一定比重的高端产品可能在税收方面给公司盈利带来一些不确定性;张江高科的发展模式基本不受行业调控政策影响,公司凭借张江园区的业已形成的集聚效应和完善产业链,对高科技企业产生较强的虹吸作用,原有客户依赖性的增强和新客户的不断进驻成为公司物业出租率和租金水平提升的持续动力,而公司通过与集团关联交易实现外延式发展的战略目标日益清晰,业绩增长有望加速。

银行业:未来 5 年稳定增长无悬念

□中信建投 余国华

上市银行 2005 年报和 2006 年一季度报显示,主要上市银行在保持了较高成长性的基础上,资产收益能力稳步上升,资产质量保持稳定。2005 年招行、民生、浦发、华夏等上市银行乃至支行贷款规模增长幅度都高于 20%, 而建行仅增长 10.2%。由此可见,股份制银行从这几年国有商业银行机制转变过程中获取了极大的商机。但不应忽视的是,国有商业银行在变更后所获取的能量将使股份制银行蚕食的步伐放慢,增速趋于平缓,而国有商业银行因拥有众多资源有望获取再生的良机。根据目前股份制商业银行资产增速下降局面

的分析,我们判断留给股份制快速蚕食市场的时间剩下不到两年,此后的市场将从目前混同的竞争状态过渡到差异化竞争。银行股的市场地位将日益强化,长期看好银行的投资价值。随着中国证券市场的演进,市场对银行股的看法也在不断调整中,从当年位列五朵金花之一,到 2004 年末在大行上市和再融资压力的作用下被普遍回避,直到 2005 年二季度开始,银行股的投资价值才逐渐被市场重新认识,特别是去年三季度到今年一季度末,银行股成为市场的领涨品种,其中有多方面原因,包括(1)行业比较价值,周期性行业波动显著情况下银行

的防御性得以体现;(2)外资参股推动国内银行业资产的吸引力上升;(3)中资银行在香港从折价预期到溢价的现实;(4)稀缺性:银行股是垄断性行业+市场稀有品种;(5)股改效应:股改除权后估值水平降低。(5)基本面因素:上市银行继续保持较高增长速度,信贷结构调整初见成效,2006 年信贷增速有望回升等。目前来看,银行股在经历了一定程度的调整后,其防御性和基本面的稳定因素有望转变为支撑其股价重拾升势的驱动因素。宏观层面中国经济高速增长前景明朗,“十一五”期间投资需求保持旺盛,银行融资基础地位不会动摇。我们认为中资银

行在未来 5 年内保持稳定增长没有悬念,此外商业银行业务的发展潜力巨大,上市银行致力于结构转型,综合经营带来的机会将在未来业绩中逐步得到反映。金融创新产品创造出对大盘蓝筹股的需求,银行股则当仁不让,因此银行股长期的投资价值无法动摇。在继续认同招行先进的盈利模式、民生锐意进取的一贯作风的同时,我们近期看好浦发银行和华夏银行复牌后的表现,浦发银行风格谨慎,盈利能力突出,花旗控股广发可能发生变数大大增加了其增持浦发并在经营管理中发挥更大作用的机会,而华夏银行基本面特别是资产质量处于持续改善中,德意志银行入股后其经营管理水平的提高值得期待。

汽车行业:盈利回暖 整体复苏

□长江证券研究所 姜雪晴

今年 1-4 月汽车行业需求旺盛,累计销售汽车 240.67 万辆,同比增长 33.48%,其中乘用车销量为 171.89 万辆,同比增长 49.79%,商用车销量为 68.78 万辆,同比增长 4.92%。在需求增长的同时,行业盈利出现明显回暖。1 季度汽车工业重点企业累计实现主营业务收入 1587.25 亿元,同比增长 32.55%,利润总额 7.14 亿元,同比增长 1.04 倍。行业盈利的好转说明汽车行业从 2004 年宏观调控以来所出现的盈利大幅下滑状况已开始明显好转。我们预计 2006 年汽车行业销量增长 20% 左右,预计行业利润增长 10% 左右。从各子行业来看,轿车行业盈利开始好转。1-4 月轿车销量为 120.62 万辆,同比增长 61.27%,远超出市场预期。轿车价格表现相对平稳,下降幅度趋

弱。在需求旺盛情况下,轿车库存明显减少。1 季度重点轿车企业毛利率达到 17.47%,是 2004 年第四季度以来最好的一个季度。行业盈利能力的反转说明行业开始复苏。我们认为今年轿车需求的旺盛主要是城镇居民人均收入的持续增长、车价的相对平稳、消费需求的梯度作用所导致的。我国轿车行业上次景气周期是从 2001 年开始复苏,到 2002 年、2003 年的繁荣,到 2004 年在宏观调控下出现衰退,上次的繁荣在消费区域上表现为一线城市,在消费群体上表现为富裕人群。而此次消费需求旺盛主要由二、三线城市带动起来。二、三线城市的需求放量,而一线城市平稳增长,共同推动此次需求的增长。预计 2006 年轿车销量增长 30% 左右;轿车行业利润增长 10-15%。上市公司中我们看好 G 上汽和 G 长安。重卡行业和大客行业一直是

我们所重点跟踪和看好的两个子行业,由于重卡、大客行业目前已初步具有垄断特点,市场集中度较高,竞争格局相对稳定,产品降价压力相对较小。我们认为行业内龙头企业能够获得超过行业增长的收益,投资机会明确,继续推荐。1-4 月重卡累计销量为 99431 辆,同比下降 4.02%,数据显示重卡已有明显复苏迹象。2006 年重卡行业将出现恢复性增长,上半年基本保持平稳,但下半年将出现同比大幅增长,全年呈现前低后高现象,预计全年增幅在 15% 以上,相关上市公司均将受益;“十一五”期间重卡行业仍然会有稳定的需求,2008 年重卡行业将迎来新一轮增长高峰。重卡子行业中我们看好东风汽车、G 重汽、G 威孚、湘火炬。我们认为大客行业未来几年仍能保持平稳增长,且大客的出口能提升龙头公司的业绩。我们仍然看好 G 宇通和 G 金龙。

电力行业:二次联动提升预期

□恒泰证券 王永明

电力行业持续快速增长。长期来看,“十一五”期间,第一产业、第三产业和居民消费在 GDP 中的比重将不断提升。与美国等发达国家的电力需求结构相比,我国现阶段第一产业、第三产业和居民消费的电力需求占比在电力市场中明显偏低,需求仍有相当的增长空间。今年前三个季度,全国累计发电量为 6068.26 亿千瓦时,比 2005 年同期 5449.28 亿千瓦时,增幅为 11.4%,仍然保持较快增长。但随着大批电源项目的建成投产,电力供需矛盾相对缓和。一季度平均利用小时数为 1,251 小时,同比降低 62 小时。其中,水电设备利用小时数同比增加 11 小时;火电设备利用小

时数同比降低 90 小时。预计下半年发电设备利用小时数继续回落,电力供需矛盾在 2006 年将趋于缓和。煤电二次联动迫在眉睫。从物价走势来看,CPI、PPI 低位徘徊的走势,给调整公用事业价格形成机制、理顺能源价格提供了有利的条件。去年两部委联合颁布触动煤电联动的条件是(1)到厂煤价超过 10%;(2)联动周期不少于 1 年。目前距第一次“煤电联动”已经过去 1 年,2005 年煤炭价格持续走高,价格年末相对于年初增长 20% 以上,煤电二次联动基本具备条件。此外,国家发改委近日公布的铁路运输费用上调和价格调整,进一步影响煤炭资源。我们认为,煤电联动机制的启动已迫在眉睫。据测算,燃料成

本每变动 25.8 元/吨标煤,发电企业的燃料成本将增加 0.01 元/千瓦时。因此,如果上网电价上调 0.01 元/千瓦时或以上,电力企业的业绩将出现恢复性上升。煤电二次联动将整体提升电力企业的经营业绩,对于国电电力、G 华能、G 漳电、G 长电等成本控制能力较强的优势企业则更为有利。受贷款利率上调的负面影响,电力企业固定资产投资规模庞大,一般负债率较高,利息成本的波动对经营业绩会造成一定的影响。4 月 27 日央行上调贷款基准利率 0.27%,直接增加了上市公司的财务费用,降低了公司经营利润。从资产负债结构来看,长源电力、黔源电力、G 九电等负债率较高的公司所受影响更大。

医药行业:部分子行业将成为亮点

□华云俊

国家统计局的最新数据显示,2006 年一季度,医药工业收入继续保持超过 20% 的高速增长,但利润却停滞不前,盈利能力下降明显。在子行业中,生物制药行业成为唯一的亮点,1-3 月利润总额同比增长 73%。化学原料药行业利润同比增长 1.45%,0.25%,而化学制剂行业利润总额同比下降了 29.9%。医药工业整体利润总额与 2005 年同期基本持平。十一期间,政府将继续加大卫生事业的投入,完善公共卫生和医疗服务体系;深化医疗卫生体制改革,合理配置医疗卫生资源,整顿药品生产和流通秩序,培育现代中药产业;大力发展生物产业,提高重大传染病的防控力度。因此,

2006 年我国医药制造业将继续保持较高的增长速度,子行业如中药、生物制药如疫苗、诊断试剂等及相关上市公司将有所受益。由于行业面临较大规模的药品降价、取消医院加价等流通体制改革、人民币升值等多种负面因素,2006 年医药行业的盈利增长面临考验。2006 年,我们对医药行业的投资评级为中性,对成长性突出,受国家政策支持的生物制药行业的投资评级为谨慎增持。2006 年行业政策的变化有可能对相关上市公司带来负面影响。医药行业的特点决定了各子行业以及各公司差别较大。我们建议长期关注发展态势较好子行业中的龙头企业。这些重点子行业中,龙头企业都在 20 倍左右,且长期增长可期。我们认为正在构筑核心

竞争力并因此获得细分行业龙头地位的医药投资价值较高。中长期持有持续稳定增长的中药品牌企业,波段持有研发模式和梯队领先的化学制药企业将获得较好的投资收益。重点推荐疫苗龙头天坛生物、诊断试剂龙头科华生物、现代中药龙头天士力。另外,具有较强品牌优势的中药企业如同仁堂、云南白药、东阿阿胶等在激烈的市场竞争中可保持较高的定价能力,肿瘤用药龙头恒瑞医药、特色原料药龙头,研发创新能力强,毛利率高的龙头企业海华药业和具有明显研发创新优势的现代制药,还有股改资产注入的国药股份,非处方药的龙头江中药业、三精制药,血液制品龙头华兰生物等也具有投资价值,均可长期关注。

有色金属:价格仍将走牛

□光大证券研究所 衡昆

对比 1994 年、2004 年和目前宏观调控的具体政策内容以及相应的宏观经济环境,我们认为这一轮调控更加难以对经济趋势产生方向性和根本性的影响。经济未来趋势仍将是:增长率高位小幅波动(10%左右)、通货膨胀稳步下降、企业盈利能力高位下滑、消费强劲增长、顺差依然巨大、汇率持续升值。而且,在中长期内,实体经济面的基本趋势和市场重估的基本趋势都不会受到根本影响。这使得我们相信有色金属作为重要的基础原材料,未来两年的消费增长仍可保持在历史平均水平之上。另外,统计数据表明,受工业化和城市化等的推动,本轮包括中国等在内的发展中国家对有色金属的消费具有较强的刚性。而且,对远期价格走势的观察亦表

明,市场参与者已开始接受较高的价格。因此,价格的持续高企并未对消费构成实质性影响。另外,在剔除通货膨胀后,目前的价格与历史高点相比仍有相当大的距离。我们认为随着消费企业清库行为的结束,全球有色金属消费增长仍可保持于较高水平。至少在 2006 年,由于缺乏矿山设备、品位下降、矿山事故和罢工等而导致的供应中断仍将会持续。加上库存普遍处于较低水平,这使得我们相信有色金属价格 2006 年仍将是一轮牛市。伴随着大量资金涌入商品期货市场,价格的短期波动也更加频繁。但这不会影响我们对价格长期趋势的判断:金属锌、铜和黄金具有最好的基本面;随着铝价的高企以及氧化铝价格的逐步回落,国内电解铝企业的盈利状况正在稳步好转,行业复苏可望持

续到 2007 年。未来两年,国内有色金属相关企业的盈利表现将会明显好于市场预期。目前国内主要有色金属上市公司的估值水平普遍不高,股价存在不同程度的低估,“恐高”大可不必。我们对有色金属行业的投资评级仍然为“向好”,建议增加对该行业的配置比例。我们建议重点关注金属锌、铜、电解铝和黄金等子行业,“买入并持有”应是最好的投资策略。我们在 4 月初建立了“光大有色金属行业配置指数”,该指数 4 月份的绝对收益率为 34.5%。目前,我们最新的投资组合为:G 中金(权重 25%,评级“最优-1”)、G 包铝(权重 20%,评级“最优-1”)、G 宝钛(权重 20%,评级“最优-1”)、G 江铜(权重 20%,评级“最优-2”)和 G 宏达(权重 15%,评级“优势-1”)。(张勇军整理)

六大行业成为机构关注焦点

网上嘉宾
行业答疑摘录

游客 1575 等问:你对电力行业研究结论非常好,想请问一下,二次煤电联动时间如何?水电+电网的小企业前景如何?水电行业的前景比火电好?为什么火电没有发挥像中石化的重任?

姚伟:二次联动 6 月份可出台,最晚 7 月初实施。地方小水电公司多数盈利不佳,生存、发展前景不明,总体不看好。电力行业整体透明可期,长期业务与定价大家分歧不大,但行业属性与中石化差距很大。长电长期业绩增长需大量资本投入做保证,2006 年因没有新增机组收购业绩几无成长,短期业绩吸引力不大。但长电长期价值不可否认,2007 年收购三峡机组后每股收益有 20% 左右增长,长期看好。

游客 176 问:天山股份估值大约多少?水泥行业下半年还有希望么?

杨昕:对天山股份的投资应该要放长远些,1.5 倍 PB 以下都值得长期投资。预计水泥行业转暖的局面下半年仍将持续。

游客 5613 问:牛市中,券商以及券商概念股是可以相当看好的。不过,近期大盘调整,这类股票都有较大幅度的调整。这是底部介入的良机吗?

梁静:对,我很认同你的观点。在行情、制度变革、上市地的助推下,证券行业业绩将爆发式增长,其中优质券商将获得更多机会。因此,我们维持对行业增持的评级。市场调整应是介入良机。

游客 5613 问:嘉宾对房地产行业怎么看?

高卫民:房地产行业近期由于受到宏观调控影响有所震荡,我们认为这次调控对整个行业的业绩增速会有所影响,但全年来看,该行业的行业前景还是较为良好,尤其是像万科、金融街这样的龙头企业,其规模化的优势将更为显现。

游客 2316 问:前段时间在您全球工业展会上做的报告,比较看好中国有色行业的发展,并认为中国将是全球有色产品消费的最重要动力。请问您比较看好国内哪些有色品种的上市公司未来发展呢?

周明:我个人看好的是具有资源优势或是技术优势的企业,例如钛行业、钨行业、铝深加工行业以及钨资源行业。

游客 6816 问:房地产股中哪些品种受宏观调控影响较小?

孙建平:首先,从行业细分看,是园区类和出租类公司,如 G 金融街、G 张江,从公司看,是具有强大资源获取能力和整合能力的优势开发商,主要是央企,以我们推荐的 1+3(万科、中粮、招商、侨城)为代表。

游客 6473 问:请问您最看好的哪两个行业和哪两只股票?

李迅雷:金融和地产是我看好的两个行业,其中金融类中最看好证券行业,比如像吉林敖东(广发的第二大股东),地产类中,比较看好拥有土地资源的上市公司。

谢荣兴:非常同意。我看好证券类上市公司。地产看好土地资源最多的 G 泛海。

游客 9129 问:机场股后市机会如何?

李迅雷:前一阶段进攻性品种比较猛烈,下阶段防守性品种可能比较有表现的机会,如机场等。

游客 5738 问:公用事业板块在本轮行情中涨幅不大,回调幅度比较大,这类股票基金为什么不看好?以后防御品种还有机会吗?

张长虹:到目前为止,本轮的行情仍然是进攻型行情,因此,基金和市场所选择的股票也是具有进攻精神的股票。另外,在过去五年的防御型市场中,公用事业股跌幅度最小,因此在本轮行情启动之初,它的上涨的动力也相对较弱。但是作为一轮牛市行情,市场都有轮涨的机会,公用板块中,也有一些可作为进攻型投资的品种,值得关注。(张勇军整理)



报告会现场嘉宾风采 本报记者 徐汇报