上海证券交易所红利指数专栏

上证红利指数行业分布及其投资价值分析

上证红利指数挑选在上证所上市的现金股息率高、分红比较稳定、具有一定规模及流动性的50只股票作为样本，以反映上海证券市场高红利股票的整体状况和走势。上证红利指数样本股具有比较独特的行业分布特征，本文将对其中权重较大的几个行业的未来行业动向和投资价值进行分析，以求从行业研究的角度把握上证红利指数的投资价值。

按照申万行业（二级）分类，2006年6月30日上证红利指数成份股行业分布中权重最大的三个行业是钢铁、石化和电力，合计权重为56.38%。

表：上证红利指数成份股的行业分布（2006-6-30）

行业名称	权重	行业名称	权重	行业名称	权重
钢铁	32.17%	专用设备	2.10%	计算机应用Ⅱ	1.22%
石油化工	14.20%	路桥Ⅱ	1.73%	纺织	1.10%
电力	10.01%	汽车零部件Ⅱ	1.60%	贸易Ⅱ	0.94%
汽车整车	9.85%	饮料制造	1.40%	通信设备	0.75%
银行Ⅱ	4.57%	包装印刷Ⅱ	1.37%	电气设备	0.71%
服装Ⅱ	4.07%	种植业	1.34%	水路运输Ⅱ	0.64%
水务Ⅱ	3.43%	元件Ⅱ	1.32%	真空器件Ⅱ	0.52%
房地产开发Ⅱ	3.34%	煤炭开采Ⅱ	1.24%	其他轻工制造Ⅱ	0.39%

数据来源：Wind 资讯

钢铁行业：价值低估，即将进入并购时代

（华泰证券研究所 马克明 张驰飞）

要点：

今年年初到六月中旬，国内钢材市场价格持续上涨，行业效益虽然同比依然处于负增长，但环比效益有较大幅度提升。

目前仍然存在一些不确定因素，可能会增加下半年行业运行压力，如即将实施的钢材出口退税下调的政策、人民币持续升值等。国内钢材市场价格六月中旬以来出现回落，预计短期内将会继续调整，但并不具备持续大幅走低的基础。

当前国内钢铁上市公司价值低估，行业内公司市净率普遍低于1.0倍，大部分上市公司的吨钢市值低于1500元/吨，吨钢市值远远低于实际吨钢的投资额，钢铁公司极具投资价值。

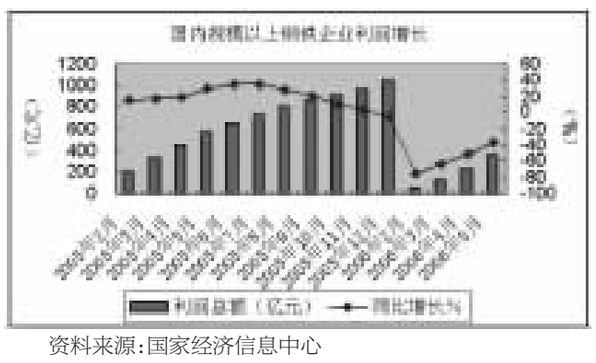
钢铁公司价值低估的背景为并购重组创造了有利条件，2006年钢铁行业的投资主题之一仍将是并购重组，并购将会使行业生产效率显著改善，行业估值水平整体提升。

钢铁上市公司2004年以来的平均股息率超过5%，超过国内A股2%左右的平均水平。派发股利的钢铁上市公司占行业总数的比例在70%左右，超过A股市场50%左右的平均水平。

基本面中长期看好

国内钢材市场价格2005年3月底开始从历史高位步入下降通道。2006年2月，在国际钢材市场需求强劲、国内固定资产投资高速增长等因素影响下，国内钢材市场价格持续上涨，整体行业效益虽然同比依然处于负增长，但环比效益有较大幅度提升。今年前五个月钢铁行业实现利润总额356亿元，与去年同期563亿元相比下降36.8%，但从月度数据来看，今年三月份以来行业利润逐月增长（如图1）。从目前行业复苏的趋势来看，预计8月份利润将恢复同比增长。

图1 2005年以来规模以上钢铁企业利润增长图（注：利润数为年内每月累计增长数）



资料来源：国家经济信息中心

出口方面，今年以来，国际钢材市场整体需求旺盛，钢材价格持续攀升，而国内钢材价格在经历去年大幅下跌后，与国际钢材价差拉大，价差达50-100美元/吨，因此带动国内钢材出口增加，进口下降。1-5月，我国共出口钢材1268万吨，同比增长35.1%，进口钢材774万吨，同比下降27.6%，极大改善了国内钢铁市场供求关系。

固定资产投资方面，今年1-5月，全国城镇固定资产投资完成25443亿元，同比增长30.3%，同期工业生产增速也十分强劲，一些主要用钢行业如汽车、工程机械等增长幅度均在30%以上，拉动了钢材需求增长。

钢铁生产方面，1-5月份，全国粗钢产量增长18.64%，比去年全年增幅回落了6个百分点，同时产能的扩张速度也开始放缓，今年前5个月钢铁行业全部固定资产投资同比增长仅8.5%。

短期来看，目前存在的一些不确定因素可能会增加下半年行业运行的压力。即将实施的钢材出口退税下调的政策，可能会抑制钢材出口，人民币的持续升值可能会刺激钢材进口，这都将影响国内钢材市场的供需平衡。此外，也要警惕我国出口钢材由于数量增加、产品附加值低下，有可能会引起国际贸易摩擦。

6月中下旬开始，国内钢材市场价格再度回落，上海钢铁电子交易市场未来三个月的远期交易价格也处于跌势，反应了市场对这些不确定因素的预期。国内钢材市场价格短期内将会继续调整，但并不具备持续大幅走低的基础。

中长期来看，随着国际钢铁行业调节市场供需、稳定价格的能力逐步增强，国内外钢铁市场互动性增加，国内钢铁行业需求持续旺盛、行业内部维持市场动态平衡的能力进一步加强，我们有理由对2007年的行业发展保持乐观。

价值低估带来投资机会

钢铁行业作为传统成熟的资金密集型行业，其有形资产价值随技术进步而贬值的速度并不迅速，资产质量相对比较稳定，可以认为钢铁企业的净资产是自身价值的底线。在证券市场上，如果钢铁上市公司的股价跌破净资产，说明钢铁股价值被低估，在并购市场上，每股净资产也成为产业资本并购的价格确定基础。

从目前行业的整体估值来看，国内钢铁行业的估值偏低。钢铁上市公司平均市盈率不到8倍，大多数上市公司的市净率不足1倍（见表1），低于国外同行业主要公司平均1.2-1.5倍左右的市净率，考虑到中国正处于重工业化阶段，钢铁需求较为旺盛，国内钢铁公司仍具有良好的发展前景，国内钢铁公司的价值被严重低估，这也说明了钢铁行业极具投资价值。

表1 国内主要钢铁上市公司吨钢市值、PB值（股价取自2006年7月19日收盘价）

	股票代码	股价（元）	总股本（万股）	总市值（万元）	2005年产量（万吨）	2005年吨钢市值（元/吨）	PB（2006年一季度）
G宝钢	600019	4.08	1,751,200	7,144,896	2200	3248	0.97
G武钢	600005	2.6	783,800	2,037,880	1050	1941	1.07
G首钢	000959	2.8	231,043	646,920	500	1294	1.15
G鞍钢	000898	5.6	296,299	1,659,274	1200	1383	
G韶钢	000717	3.18	134,112	426,476	360	1185	0.71
G唐钢	000709	3.45	226,630	781,874	850	920	0.8
G新钢钒	000629	3.27	169,890	555,540	420	1323	0.84
G八一	600581	2.74	58,958	161,545	200	808	0.8
G包钢	600010	2.3	286,039	657,890	450	1462	0.95
G邯钢	600001	3.44	226,305	778,489	600	1297	0.97
南钢股份	600282	3.79	93,600	354,744	320	1109	0.86
G安钢	600569	2.24	201,824	452,086	500	904	0.82
G华菱	000932	3.67	219,576	805,844	750	1074	0.87
G太钢	000825	5.49	129,140	708,979	480	1477	0.93
G马钢	600808	2.58	645,530	1,665,467	1000	1665	
G济钢	600022	3.74	94,000	351,560	650	541	1.34

资料来源：华泰证券研究所 聚源数据

从吨钢市值来看，除宝钢、武钢、马钢外，大部分公司的吨钢市值在1500元/吨以上（股价选择时点不同，吨钢市值会有一定的变化），而目前的产业投资中，吨钢实际投资额应在3000-4000元左右，如2005年1月南钢股份增发项目宽中厚板工程项目投资33.8亿吨，年产宽中厚板120万吨，吨钢材投资2818元；马钢新建500万吨项目投资205亿元，吨钢投资4100元。

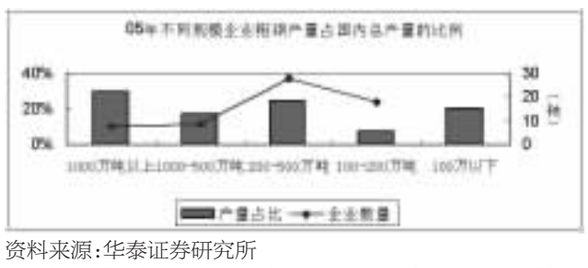
上市公司的吨钢市值远远低于实际吨钢的投资额，说明了权益资本低于重置成本，即与其投入巨大的成本在市场上重新购建一个钢厂，远远不如在资本市场上直接收购一家钢铁公司。如再投资建立一家G韶钢、南钢股份此类年产钢300万吨左右的钢铁企业，重置成本在100-120亿元左右，但如果按照吨钢市值1500元/吨左右来计算，意味着仅需40-50亿元就可收购这类钢铁企业。同时，在目前钢铁行业产能扩张较快的情况下，资本市场的并购不会引发总量的增长和产能的过剩。

并购重组带来投资机会

钢铁业的发展反映了了全球工业并购史的变迁，全球钢铁工业几次大规模的购并浪潮，分别确立了美国、日本、欧洲的钢铁强势地位，出现了巨型的钢铁企业。垄断利润推动着成熟市场上钢铁企业之间的联合，而资产低估则驱动新兴市场的并购。

目前我国钢铁行业产业集中度极低，如图2所示，2005年我国八家千万吨级企业粗钢合计产量占国内粗钢总产量的29.4%，宝钢作为全国最大的钢铁企业，2005年的产量尚不足全国总量的7%。而从国外来看，韩国浦项一家占本国总产量的66%，日本新日铁和JFE占本国总产量的56%，美国的美钢联和纽科两家公司产量占本国总产量的40%，我国钢铁产业集中度远远落后于发达国家的水平。

图2 2005年不同规模企业粗钢产量占全国总产量的比例



资料来源：华泰证券研究所

国内钢铁行业在多次错过整合的时机后，如今作为最大的新兴市场已经成为国际巨头竞相抢购的战场，国内的行业重组变得迫在眉睫。当前钢铁行业价值低估的背景也为并购重组创造了有利条件。行业集中度的提高能够有效解决产能过剩问题，避免潜在产能的释放导致企业利润的摊薄和资产效率的降低。同时，也能在一定程度上改善原材料谈判影响力、资源利用水平以及环保投资等诸多方面的问题。在资本市场上，行业的整合也能增强投资者对行业发展的信心。

2006年钢铁行业的投资主题之一仍将是行业并购重组，行业的并购将会使目标公司生产水平得到改善，价值提升，进而收购公司做大做强，价值得到提升，然后行业集中度得到提高，生产效率显著改善，行业的估值整体提升。

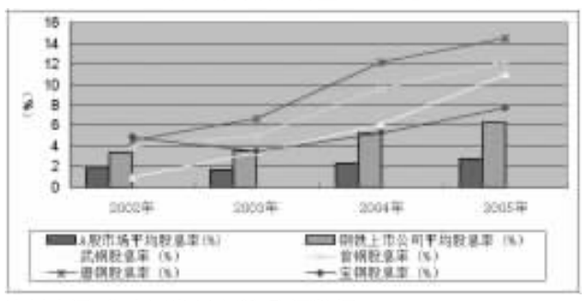
值得注意的是，并购重组的投资价值并不一定只有在整合之后上市公司的业绩中体现出来，并购的概念也能带来一定的投资机会，如2006年1月27日米塔尔向阿塞洛所有股东发布了全面要约收购计划，要约收购价格约折合为28.21欧元/股，相对阿塞洛过去1年平均股价溢价约55%，相对阿塞洛净资产溢价约42%，即收购市净率达到1.42倍。这个方案的公布使世界上大的钢铁公司的估值大幅度提高，POSCO和NUCOR公司等钢铁公司的股票价格均出现了上涨，阿塞洛更是上涨了50%左右。

钢铁股股息率远高于A股平均水平

2004年以前，国内A股市场的股息收益率普遍偏低，维持在1-2%左右，近几年来上市公司股息收益率有所提高。从市场层面看有两个因素：一是随着企业利润增长，上市公司分红总量有所提高；二是随着股票指数下跌，股票市值缩水，估值水平降低导致股息率提高。

统计显示，钢铁类公司在高股息收益板块中占据了领先的位置，钢铁股在各行业中的分红收益率基本处于最高点，当然也远超过了国内A股平均股息率水平。如图3所示，近四年来的钢铁上市公司平均股息率水平始终高出A股市场平均股息率2-3%，而钢铁行业中分红较高的四家上市公司，唐钢、首钢、武钢、宝钢的股息率又远远超出行业平均水平，2005年平均达到10%左右，唐钢更是高达14.52%。

图3 A股市场与钢铁行业平均股息率比较

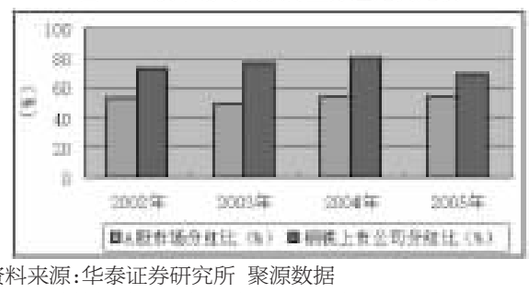


资料来源：华泰证券研究所 聚源数据

在未来的分红承诺上，已进行股改的钢铁股大股东的分红承诺派息率基本都在50%以上。分红承诺中派息率最高的是G首钢：自非流通股获得流通权之日起三年，现金分红金额不少于当年实现的可分配利润的80%。G宝钢的未来分红承诺是2005-2007年度利润分配方案中现金股利不低于每股0.32元人民币。

在上市公司的分红占比比较中，每年有现金分红的钢铁类公司的数量比例也远高于A股平均水平，如图4所示，2002年以来，国内A股市场现金分红的公司占总上市公司的比例一直维持在50%左右，而钢铁类上市公司的这一比例保持在70-80%左右。

图4 A股市场与钢铁行业分红比例比较



资料来源：华泰证券研究所 聚源数据

国外的相关研究表明，低市盈率、高股息率的公司一般具有超额收益率，随着近年来价值投资理念在我国证券市场的普及和深入，钢铁类上市公司或许可以成为投资者不错的选择。

石化行业：上游高速增长，下游盈利好于预期

（申银万国证券研究所 黄美龙）

2006年1~5月份我国石油和化学工业实现销售收入1.57万亿元，同比增长30.6%，比1~3月份增速下降1.3个百分点；实现利润总额1777亿元，同比增长27.3%，增速比1~3月份上升2.5个百分点，继续保持良好态势。

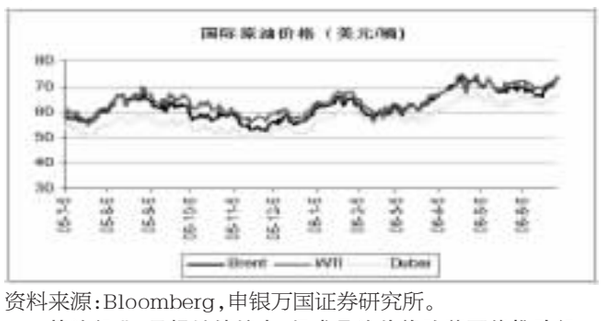
2006年5月份，整个石油和化工工业行业首先利润总额398亿元，同比增长55%，其中358亿元（占90%）由石油和天然气开采行业实现。2006年1~5月份石油和化学工业全行业实现利润总额的91.1%来自石油和天然气开采行业。可见，全部石油和化学工业的利润绝大部分来自上游的石油开采行业。今年以来，由于油价上涨，上游石油开采行业利润同比增速一直保持在50%以上。

石油开采业：油价3季度有望超80美元/桶，行业利润继续大幅上升

2006年2季度原油价格创历史新高：3季度可能超过80美元/桶。2006年2季度，全球原油价格继续呈明显上升态势，全球各主要油种（WTI、Brent、Dibai现货均价分别为70.06、69.16、64.36美元/桶）平均同比上涨34%，环比上涨约11%。

我们认为3季度油价可能继续创新高，除全球原油供应偏紧的格局没有根本改变等基本面原因外，还有一些因素可能对油价构成支撑：一、全球紧张的政治局势，包括中东冲突可能升级、朝鲜试射导弹、伊朗核问题等；二、目前美国已经进入夏季驾车旅游的旺季，需求的旺盛导致成品油库存的下降，引发市场供需紧张；三是飓风问题，去年的两次飓风给美国墨西哥湾的炼油设施造成重大创伤，今年预计会有13次飓风，市场正在等待其来临。短期利空油市的因素已经很少，我们认为油价的强势可能会维持2-3个月，在未来的一个季度里可能会创出80-85美元/桶的新高。从更长时间来看，主要全球经济不出现明显的衰退，未来2~3年原油价格仍可能保持高位。

2006年1~5月石油和天然气开采业实现利润总额1619亿元，同比增长50.2%，占整个石油和化学工业全行业实现利润总额的91.1%。由于3季度原油价格可能继续创新高，估计行业利润将加速增长。



资料来源：Bloomberg，申银万国证券研究所。

炼油行业：亏损继续扩大，但成品油价格改革可能推动行业开始复苏

2006上半年我国加工原油1.49亿吨，同比增长3.03%，但由于成品油价格调整幅度和时间滞后与国际原油价格，在国际原油价格大幅上涨的境况下，国内炼油毛利再次大幅恶化。炼油行业亏损继续扩大。我国炼油行业2006年4月份亏损59亿元、5月份亏损65亿元，前三个月平均每月亏损32.5亿元。到7月中旬，我国汽油、柴油和煤油出厂价仍比国际价格低1000元/吨以上。

我们认为，中国与3月26日上调成品油价格，并同时出台原油特别收益金制度、弱势行业补贴制度、运输部门价格和油价联动机制等配套政策，表明中国成品油定价机制改革大幕正式拉开。此后5月份一次性上调汽柴煤油价格500元/吨（历史上单次调整幅度最大），显示政府在成品油价格改革方面的决心。

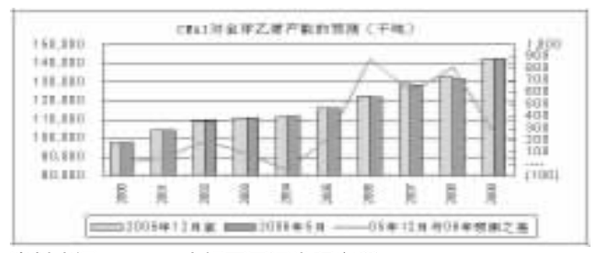
我们估计，如果原油价格不出现明显回调，国内成品油价格未来1~2个月再次上调5%~10%的概率较大，并且，未来1年逐步接轨的概率也比较大。因此，有可能，目前就是国内炼油行业的最低谷时期，随着成品油价格的逐步接轨，国内炼油行业可能逐步复苏。

下游石化行业：盈利好于预期

由于伊朗等中东地区的乙烯装置推迟投产，全球乙烯产能增长低于预期。据CMAI06年5月份预测的2006全球乙烯产能增长591万吨（5.1%），比2005年底预测的产能增长656万吨低。而全球经济增长导致全球乙烯中准开工率继续保持高位水平。

全球石化产品价格如乙烯、合成树脂、合成橡胶、中间石化产品价格继续保持在历史高位附件，没有出现明显下降迹象，甚至有些产品价格还创出历史新高。当然，由于原油价格上涨导致石化产品的成本上升，化工毛利离2004年3季度高点是汇率20%左右水平，但绝对毛利水平仍处于历史上较好水平上。

我们认为，主要全球经济不出现明显衰退，石化毛利将会继续保持在目前较好水平上，化工行业周期性运行趋势好于预期。



资料来源：CMAI，申银万国证券研究所。

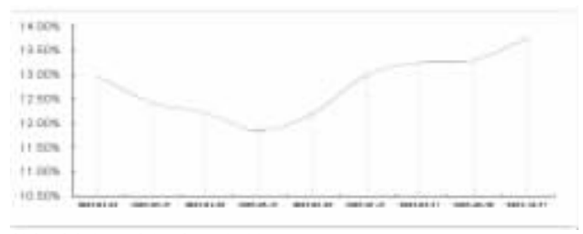
电力行业：毛利率稳定提高，重点公司已被低估

（国金证券研究所 张帅）

毛利率稳定提高、行业经营情况稳定

2005下半年以来，火电行业毛利率如预期逐步回升，从2005年5月份的11.84%增加到2006年5月份的13.75%，稳步提高。

图表1：火电行业毛利率变化趋势



数据来源：国金证券研究所

今后一段时期，毛利率将继续回升，但煤价上涨的长期刚性和电力供需紧张形势的缓解决定了行业不可能回到2003年底30%以上的水平，更多的是恢复性增长，毛利率回升到一定程度后稳定，行业内公司将获取平均收益。

从机组利用小时和电煤价格两方面看，目前的趋势将会保持：

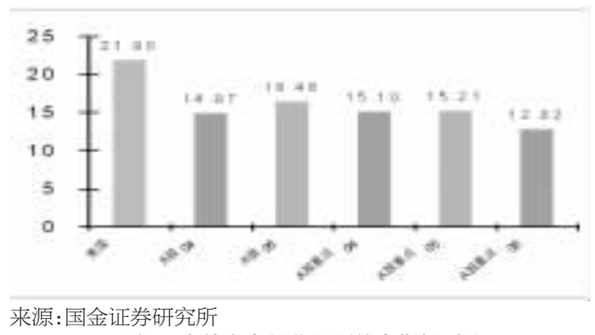
●目前，断言全国装机过剩为时尚早，虽然2006年电力供需紧张形势大大缓解，但区域性、季节性缺电仍存在，因此，机组利用小时不会有大的变化；

●虽然电煤供应在短期内会受煤炭行业安全整顿的影响，但铁路运输紧张局面的缓解将使电煤供应环境逐渐变得宽松，因此，电煤价格也不会有大的变化。

行业估值偏低

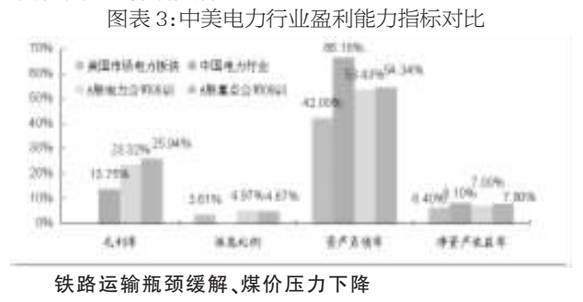
从市盈率指标看（见图表2），目前，A股主流公司按2005年盈利测算的加权PE为16.48倍，重点电力公司2005年市盈率为15.2倍，根据2006年盈利测算的PE为12.82倍，而美国市场电力板块市盈率为21.9倍。另一方面，从图表3可见，与美国市场的电力行业上市公司比较，A股电力行业在毛利率、派息比例和净资产收益率这三个指标上表现都不错。因此，目前A股电力行业的估值偏低。

图表2：电力行业市盈率比较



来源：国金证券研究所

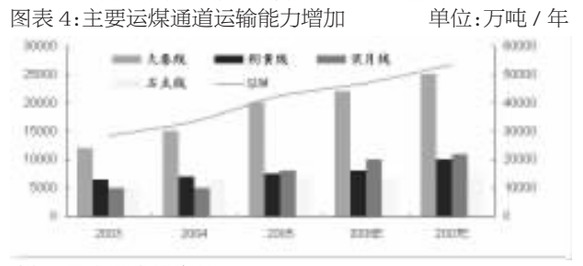
图表3：中美电力行业盈利能力指标对比



铁路运输瓶颈缓解、煤价压力下降

铁路运输为目前电煤运输的重要途径，根据运输距离不同铁路运输成本在电煤终端价格中所占比重有所不同：

图表4：主要运煤通道运输能力增加 单位：万吨/年



来源：国金证券研究所

国铁运费大约0.18~0.19元/吨公里，基本固定，而价格管制的直接结果就是供给不足，2004年以来的电煤紧张很大程度上应归结为铁路运力不足，因此，铁路运输的核心问题不是运输成本的波动，而是请车满足率的变化。

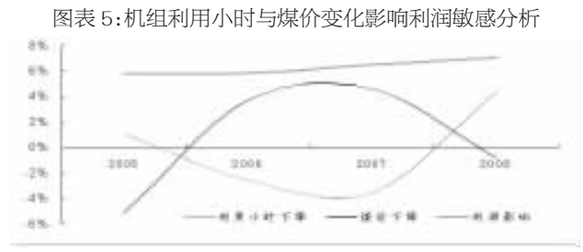
目前，电煤运输的主要通道包括北通道的大秦线、朔黄线，中通道侯月线和南通道的石太线，其中，大秦线2亿吨重载改造已经完成，其他三条运煤专线亦有不同幅度的运能扩张。随着电煤运力的增长，煤价压力有望得到缓和。

装机规模扩张维系收入提高

大型IPP占有扩张的优势，装机增长迅速。因此，尽管机组利用小时在下降，但过去一段时间的数据表明，装机规模的扩张一定程度上弥补了其对电力公司收入的负面影响，维持了盈利能力的稳定增长。

综合来看，影响电力行业的三大因素是利用小时、煤价、电价。其中，利用小时数下降程度低于原有预期，运输缓解和中间费用的减少对煤价形成向下的压力，而电价方面，7月份开始的电价上调在相当程度上提高了电力公司的边际收益。

图表5：机组利用小时与煤价变化影响利润敏感分析



来源：国金证券研究所