

“瞻前顾后”五大行业运行趋势



石化行业:上游喜 下游忧

■申银万国研究所 黄美龙

勘探板块将继续丰收,炼油板块可能处行业谷底阶段,成品油与原油价格倒挂现象将逐步改善

2006年1至6月份,我国石油和化学工业实现销售收入1.95万亿元,同比增长31.6%,其中一、二季度增速基本持平;上半年全行业实现利润总额2199亿元,同比增长28.2%,其中二季度实现利润总额比一季度多135亿元,季度环比成长态势。

利润主要来自上游勘探行业。2006上半年,我国生产原油9166万吨,同比增长2.08%,继续维持小幅增长态势。由于原油价格上涨,上游开采行业利润继续大幅上升。2006上半年,我国石油和天然气开采行业实现销售收入3316亿元,同比增长40.9%,实现利润总额1981亿元,同比

增长48.8%。2006年1至6月份,石油和化学工业全行业实现利润总额的90.1%来自上游的石油和天然气开采行业。

炼油行业亏损继续扩大。2006上半年我国加工原油1.49亿吨,同比增长3.0%,增速继续保持自2005年以来下降趋势。

我国炼油行业二季度亏损187亿元,上半年亏损284亿元,超过去年全年亏损。炼油行业亏损的核心原因是中国成品油价格管制,导致炼厂成本上升超过收入上升,出现巨额亏损基于国内炼油行业大幅亏损及目前国际原油价格仍处于高位,中国成品油价格将面临再次上调压力。

从披露的中报情况来看,中国三大石油公司的利润均呈增长态势。展望后市,我们认为石油公司前景继续看好。原油价格

维持强势,勘探板块继续丰收。我们估计国际原油价格将继续维持高位,如果伊朗核问题恶化,不排除继续创新高的可能。原油价格上涨将使上游勘探行业继续保持高盈利水平。

炼油板块巨额亏损、可能处行业谷底阶段。我们认为,自新成品油定价机制3月26日实质性出台以来,上半年已上调2次成品油价格,估计下半年

还会上调1至2次,成品油与原油价格倒挂现象将逐步改善,成品油价格最终和国际接轨的趋势成为必然,未来用1年左右时间接轨的可能性较大,炼油行业目前正处于行业谷底,未来可能走向复苏。

石化产品毛利可能维持在目前水平。我们估计,如果全球经济不出现明显衰退,则石化产品毛利未来1至2年可能维持在目前水平。

石油和化学工业收入及利润指标

行业	指标	2004年	2005年	1Q2006	2Q2006	1H2006
石油和化学工业	销售收入(亿元)	24,534	33,063	8,822	10,678	19,501
	收入同比增长%	34.08	34.77	31.97	31.32	31.61
	利润总额(亿元)	2,803	3,708	1,031	1,168	2,199
石油和天然气开采	销售收入(亿元)	59.31	32.27	24.78	31.46	28.24
	收入同比增长%	3.697	5.259	1.556	1.761	3.316
	利润总额(亿元)	19.61	42.22	46.55	36.32	40.94
石油和天然气开采	收入同比增长%	1.753	2.920	942	1,039	1,981
	利润总额同比增长%	40.44	66.58	64.60	36.80	48.75
	销售收入(亿元)	7.683	10.374	2.900	3.346	6.246
原油加工及石油制品	收入同比增长%	34.36	35.02	34.14	36.88	35.59
	利润总额(亿元)	208	-189	-97	-187	-284
	利润总额同比增长%	156.47	-191.04	-294.06	-68.57	-366.78

资料来源:中国石油化工经济分析、申银万国证券研究所

钢铁业:整合速度超过预期

■申银万国研究所 朱立斌

新农村建设和建筑用钢需求会有很大增量,钢铁行业毛利率达到了相对高点,龙头企业加快收购兼并步伐

大部分钢铁公司的二季度业绩出现了大幅上升,超出了我们原来的预测。钢铁行业上市公司二季度环比平均上升270%左右,上升幅度最大的超过700%。2006年上半年净利润同比则受到2005年基数较高的影响,大部分上市公司呈负增长。

钢价大幅反弹是业绩上升的主要原因。二季度涨幅最大的依次是中厚板28%、不锈钢板25%、热轧板21%、螺纹钢10%、冷轧板7%。尽管铁矿石二季度长期合同价出现了上涨,但由于海运费的下降,整体对公司业绩影响程度不大。同时,国外钢价大幅上涨为国内钢材出口增长提供良好的外部环境,为二季度国内钢价大幅

反弹作出了贡献。

下半年钢材需求将平稳增长,目前宏观经济运行状况超出原先预期,上半年GDP增长10.9%,固定资产投资增长31.3%。在央行提高贷款利率的情况下,各研究机构对未来经济的看法依然从保守调为中性的。在这样的背景下,国内对钢材需求的增长也保持强劲态势。对建筑用钢需求最大的房地产行业2006年上半年投资增长24.2%,超过了2005年的19.8%增长水平。尽管房地产投资未来将有所放缓,但新农村建设才刚刚开始,对建筑用钢需求将会有很大的增量。我们预计建筑用钢供求平稳,毛利率略有上升。

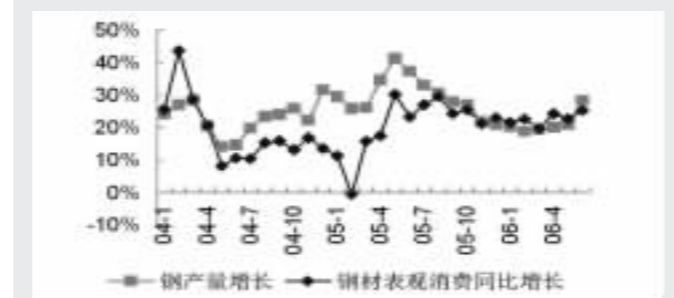
在经过二季度钢价的大幅上涨后,钢铁行业的毛利率也达到了相对高点,6月份单月利润也创出了历史新高。我们预计下半年钢价相对于6月份的高点将会保持平稳回落,下半

年均价基本与上半年持平,在铁矿石现货价格保持稳定且钢材需求有所增长的情况下,我们预期下半年钢铁行业利润与上半年基本持平,全年750多亿元,2007年钢铁行业利润增长10%到825亿元。我们对钢铁板块维持乐观评级。

下半年,钢铁行业整合速度超过预期。外资收购国内钢厂催生国内钢铁行业的重组。随着阿赛洛参股莱钢股份,米塔尔成功收购华菱管线36.67%

股权,国内钢协、钢厂都警觉起来,要求国内钢厂加快自我整合,以防作为国内经济脊梁的钢铁行业落入旁人之手。

国内龙头企业更是加快了收购兼并步伐。宝钢与马钢、八一钢厂签订战略联盟,近期又与济南钢铁进行球团项目的合作,与太钢合作的协议也于近日签署;武钢在去年收购鄂钢后,已经成功重组了柳钢;最近鞍本合并后也准备与福建三钢进行合作。



资料来源:申银万国证券研究所

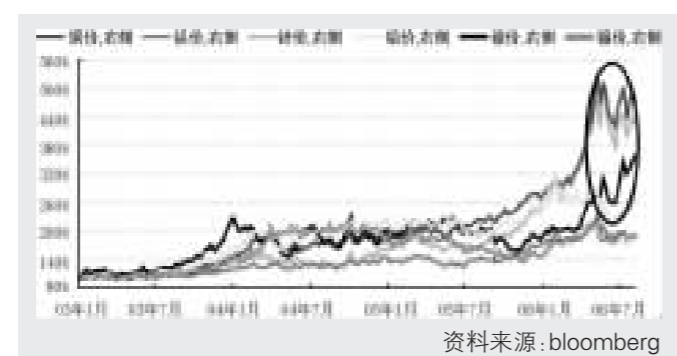
有色金属业:下半年看好锌和金

■申银万国研究所 任云鹤

世界经济增速放缓,商品牛市处于尾声,但锌库存继续下探,有望迎来强劲升势

上半年有色金属重点公司净利润同比增幅显著,主流品种锌、黄金、铜、电解铝四个板块的重点公司业绩平均增幅超过100%。而上述公司业绩增幅的首要推动力自然是金属价格上涨。上半年铜、锌走势最强相对应,上述两个板块重点公司净利润增幅也最为显著(锌、铜公司净利润同比增长分别为299.16%、167.91%)

有色金属公司下半年业绩和股价的表现很大程度上也依赖于对金属价格的判断。对此,我们基本维持年中报告会的观点,即商品牛市处于尾声,但不同商品价格趋势(未来6-18月)将出现分化,看好黄金、锌未来6-18月的表现。之所以判断



资料来源:bloomberg

商品牛市处于尾声,主要是基于世界经济增速放缓,尤其是中国因素减弱(GDP、固定资产投资放缓),而供给在高金属价格的吸引下则呈现较快的增长趋势。

黄金的金融属性趋强,我们认为2-3年内金价将突破1000美元/盎司。从技术上看,金价完成了1980年以来的大级别调整,正步入新一轮的上升周期。从基本面看,美元中期下跌趋势明朗以及全球通胀

压力长期存在,将对黄金的价格形成有效支撑。

我们仍看好锌价走势,并且认为其基本面是大类金属品种中最强劲的。2006年全球将出现超过30万吨的缺口,库存水平年底将接近10万吨。而随着库存低位继续下探,锌价有望迎来强劲的升势。虽然短期锌价将受制于铜价的节奏,但中期将超越铜的表现。

我们认为,下半年铜、铝将

机会、风险并存。铜供需缺口自2004年创下近100万吨的高点后,正逐步缩小,供需格局有转弱的趋势。但目前时点供需仍然偏紧,库存处于地量水平,且2006年全球仍将出现15万吨以上的缺口,因此我们判断铜价仍运行于牛市趋势中,并有再创新高的可能。但从中期看,我们认为铜价继续走牛的基本面有所弱化。铝方面,原材料氧化铝下跌趋势确立,但电解铝复产程度将有限。我们认为国内电解铝产能是过剩的,且产品同质,介入门槛低,因此行业的利润难以长期维持在高水平。此外,国家对电解铝调控已有时日,但效果并不好,最近政府又加大对高耗能产业的限制,下半年产能扩张、现货比例高的公司如焦作、云铝、兰铝值得

关注。而长单比例高的公司在氧化铝、铝价价价跌的情况下,利润空间反而缩小。

银行业:盈利能力大幅提高

■东方证券 顾军雷

A股上市银行2006年上半年盈利同比增长20.3%,全年预计增长25%以上。同时盈利能力(ROE)提升3.1个百分点

A股上市银行2006年上半年披露完毕,其盈利增速远高于市场平均。包括中国银行在内的6家上市银行共实现净利润264亿元,同比增长20.3%,不含中国银行的5家上市银行净利润同比增长34.2%。由于拨备前利润同比增长11.4%,且中期主要银行的拨备覆盖率均没有下降,表明上半年净利润的增长主要依靠主业增长,具有坚实基础。因此仅从上半年拨备前利润达到2005年全年的60.1%和净利润达到2005年全年的69.6%的数据,我们可以推断,A股上市银行全年盈利同比增速达到我们先前估计的25%之上不成问题。

由于中国银行6月份发行大幅提高全样本的净资产,上半年全样本年化净资产收益率比2005年全年有一定下降,但仍达到12%。而年化总资产收益率则上升了0.14%至0.66%,是盈利能力提升的验证。如果剔除中国银行,5家上市银行的年化总资产收益率和净资产收益率均比2005年有所提升,达到0.54%和17.6%。因此,上市银行上半年盈利的增长是有效益的增长。

上半年大部分上市银行的业务指标都继续向

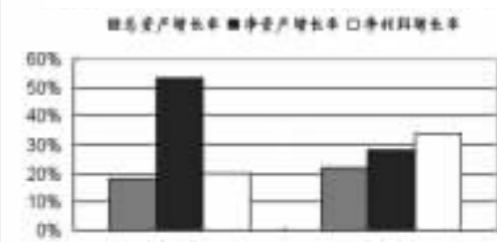
好,显示目前经营环境和增长方式均处于良性阶段。

从银行业务专项指标来看,大部分上市银行的指标仍处于较好水平或继续向好,显示目前经营环境和增长方式均处于良性发展阶段。反映在信贷质量指标的利息回收率上,G浦发最高,为105.04%,其后依次为G招行和G民生,深发展最低。

中期报告显示除中国银行外,主要上市银行的资本充足率均已告急,再融资实施将成为未来两季的市场看点。主要银行已经有希望在本轮再融资之后建立起依靠自身盈利补充资本的机制,本轮再融资将成为这些银行新发展的起点。

自8月初至今,银行板块整体涨幅超过10%,但我们仍然认为,银行经营整体改善和相对比价相左带来的投资机会仍未被充分发掘,市场对宏观调控、升息、供给增加等对银行的负面影响过于夸大,而逆市场而动正是我们投资银行的策略。

2006年上半年A股上市银行规模与盈利双提升



资料来源:东方证券

医药业:严峻政策环境助强者恒强

■申银万国研究所 吴一峰

利润增长来自企业费用压缩;生物制药以近50%盈利增长成为亮点;未来3年行业将出现结构性变化

医药行业政策环境相当严峻。2006年以来,医药行业经历了2月份药品降价讨论、4月份政府反商业贿赂、5月“齐二药”假药事件,政府推出整顿药价八条意见、6月政府对药品加大监管并宣布肿瘤药降价目录,反商业贿赂进入“排查”等一系列医药政策大事件。

从半年报看医药行业呈现两大特点。首先,医药行业收入增速放缓,毛利率继续下滑,利润增长依靠费用压缩。

从目前已经公布的医药类上市公司中报来看,2006年上半年医药上市公司总收入增长10.54%,同比放缓了2.08个百分点,平均毛利率为24.79%,同比下降了2.09个百分点,总体利润增长了8.23%,利润增长主要源于在今年的经营环境下企业费用支出比例较往年有明显下降。

其次,子行业中生物制药成为增长亮点。今年上半年化学制剂行业由于大部分属于处方药在医院终端销售,受行业政策影响最为明显,利润增速明显下滑。

最具亮点的是生物制品行业,中期利润增长与去年同期相比增长接近50%。生物制品行业增长的主要动力在于疫苗和血制品行业景气提升。龙头企业天坛生物和华兰生物的业绩增长分别达到了59%和77%。

未来医药行业将呈现如下发展趋势。我们认为医药行业未来2到3年将发生结构性变化,资源分配将越来越向细分行业中的龙头企业集中。

第一,处方药市场泡沫逐步挤压。今后反商业贿赂将成为长效机制,居间人的

空间越来越窄,产业链利益分配格局重新划分,过去具有优势品种、走学术推广之路的制药企业将在处方药市场强者恒强。A股的处方药强势企业是恒瑞医药、益佰制药、天士力、华东医药等,通化东宝胰岛素用药正在崛起。

第二,OTC市场保持快速发展,药用消费品未来增速惊人。预计未来OTC市场将保持14%到15%的增速,在OTC市场经过长期市场积淀的优势企业将继续保持领先地位,如同仁堂、云南白药等品牌企业。OTC中我们特别关注药用消费品,药用消费品目前市场容量仅20亿人民币,预计在终端网络成倍增长和医药企业按消费品模式运作带动下,未来5年增长幅度超过10倍,市场规模超过200亿元。

第三,有价疫苗前景诱人。疫苗作为疾病防控最有效的手段,随着疫苗生产企业积极介入有价疫苗研发和生产,并从终端拉动市场消费,未来有价疫苗前景诱人,产品创新将决定有价疫苗的盈利能力,天坛生物和华兰生物未来都会有所收获。

第四,医药商业整合速度加快,分享居间人让出的市场份额。医药商业未来几年总体发展趋势是集中度不断提高,整合速度加快。



本版制图:张大伟