

# 目标锁定六大行业

中国资本市场  
2006秋季报告 · 行业篇

银行

## 领军蓝筹 长期持有回报丰厚

在资产和存贷款规模增长上,上市银行今年呈现前松后紧的趋势,三季度上市银行贷款增长普遍缓慢,招行、浦发、民生和中行的贷款增量都明显低于前两个季度,华夏银行的贷款则出现了下降。

今年上半年的贷款高增长已足以保障上市银行今年利润的大幅提高,第四季度加大放贷力度对全年利润贡献有限,加上部分上市银行的再融资尚未实施,资本充足率的压力仍然存在。预期四季度上市银行对信贷增长的自主控制仍将较为严格。

央行今年两次提高贷款基准利率使银行的贷款平均利率明显提高,收入基础得到巩固,今年的

两次加息对上市银行存贷款利率差的正面影响将逐步体现。此外,货币市场利率的走高也将提高商业银行业务的利息收益。

加息对实际贷款利率的影响通常要低于基准利率的上升幅度,股份制商业银行在贷款利率上浮幅度上一直处于相对较低的水平,但工行、中行等大型银行由于其市场地位,在利率的谈判能力上处于优势地位,基准利率上升给其带来的受益相对中小银行将更加明显。

今年以来,在宏观调控的大背景下,尽管部分上市银行的不利贷款或逾期贷款上升,但整体而言,上市银行的资产质量仍呈现稳中有升的格局,三季度公布

中信建投证券研究所 余闰华

资产质量信息的上市银行的不利贷款率都保持稳定或有所下降。由于不良贷款增长有限而拨备计提继续提升,上市银行的拨备覆盖率普遍有所提高,进一步强化了抗风险能力。过去的两年内,招商、浦发等上市银行保持了很高的拨备计提比例,目前的拨备压力已大大减轻,从而为净利润的加速增长创造了良好的条件。

9月份以来银行板块再次成为拉动市场、频创新高的主要动力,此轮的银行股行情的直接驱动因素来自于H股市场上的中资银行股的股价飙升,我们认为,目前这种预期已经被前段时间市场银行股股价的进一步拉升大部分消化,加上中资银行H股的潜在上涨幅度已较有限,对

内地银行股的推动作用也将有所减弱。

我们认为,银行股的机会不是短期的,而是长期存在的,商业银行中间业务的发展潜力巨大,上市银行致力于结构转型的力度会加大;综合经营带来的机会将逐步反映到业绩上;金融创新产品会产生对大盘蓝筹股的需求,银行股望仁不让。在这些因素的共同作用下,整个银行板块的价值提升前景是十分明朗的。

随着市场的升势趋于温和,市场投资理念将发生转变,银行业作为业绩稳定增长、抗周期性逐渐体现的投资品种,将越来越受到投资者的重视,长期持有优质银行股将获得丰厚的回报。

电力

## 价值相对低估 可以长期持有

中信建投证券研究所 殷亦峰

2006年全国电力供应能力持续增强,供需紧张形势明显缓解,缺电范围明显减小,程度明显减轻。前三季度,全国发电量达到20111亿千瓦时,比上年增长12.9%,由于长江流域和云南来水偏枯,水电发电量增速较低(见表一)。

受经济持续快速增长的拉动,2006年前三季度全社会用电量达到20758亿千瓦时,同比增长13.70%,全年保持快速增长(见表二)。

截至今年前三季度,全国新增发电装机容量为6008万千瓦,是历史上电力生产增长速度最快的时期,预计2006年新增发电装机容量达8000多万千瓦,2006年全国发电装机容量达到6亿千瓦。随着大批电源项目的建成投产,电力供需矛盾相对缓和,发电设备利用小时数有所回落。

预计2006年全社会用电量增长13.50%,2007年将达到12%左右,2007—2008年将形成总体平衡,部分地区有所富余的局面。

我们预计2006年利润总额增长率为10%—15%,在竞价上网政策出台前煤电价格联动机制继续有效的前提下,我们认为电力行业效益能够继续保持10%以上增长。

对电力行业评级:增持  
理由:1、油价继续上涨空间有限,2006年电力行业上市公司效益有所增长。

2、由于电力生产与消费是同时完成的,尽管机组发电利用小时数下降,导致电力行业景气度下降,但煤炭行业景气度下降得更多,电力行业上市公司未来几年效益仍能提高。

3、在电力市场供大于求时,如果竞价上网,由于大型发电集团机组容量大、运营效率高,加上电力行业上市公司是大型发电集团中比较好的资产,竞价上网后的上网电价未必低于目前的上网电价。

4、目前电力行业上市公司股价下跌较多,按电力行业重置成本估值,已具备投资价值。电力行业上市公司股票价格的涨幅取决于新增发电能力产生的利润,电力行业指数上涨10%是可以预期的。

5、大型电力公司机组容量大、运营效率高,电价政策变动对公司的影响相对有限。大型电力公司通过经营地域多元化,会降低单一市场电价变化对公司整体经营的影响程度。

由于一半左右的电力行业上市公司拥有大型发电机组,总股本远大于小型电力行业上市公司,具有新增发电能力的公司大多为大型电力行业上市公司。所以在2006—2010年可长期持有大型电力行业上市公司。

重点关注:国电电力、桂冠电力、华电国际、华能国际、漳泽电力、粤电力和长江电力

名称	1—9月(亿千瓦时)	增长率%
发电量	20111	12.9
水电发电量	2880	6.4
火电发电量	16795	14.5
核电发电量	402	-0.8

名称	1—9月(亿千瓦时)	增长率%
第一产业	628	9.86
第二产业	15574	13.88
第三产业	2110	11.78
城乡生活	2445	15.31

## 汽车 把握产业转型期

中信建投证券研究所 宋炳坤

从完整产业链的角度看,汽车行业应包括三块:汽车零部件(前端)、汽车整车(中端)和汽车服务业(后端)。在目前的二级市场上,汽车整车制造业务类股票占据绝对的主角地位,汽车零部件股票和汽车服务业股票则尚未引起足够的关注。我们认为2007年汽车行业的投资机会是把把握产业转型期的机会。

在汽车整车中,作为终端消费品的乘用车与作为生产资料的商用车有着明显的区别,对价格、外观、油价等因素的敏感程度也不同。商用车的需求刚性而稳定,乘用车需求的波动性更强,体现在上市公司业绩上,分别呈现为稳健性和波段性。

虽然今年轿车销量和利润增幅高达40%以上,但这主要是因为去年一季度的基数过低。考虑到轿车行业赢利的上下游议价能力以及刚刚开始出现的战国时代竞争格局,我们认为轿车行业未来处于波动中的下行空间,更多的是阶段性的交易机会,是战术性品种。

重点关注:有后续车型供应和低基数的乘用车企业,如长安汽车、一汽夏利

求的稳定增长和竞争格局的相对垄断,让我们对其业绩的稳定性持乐观态度。另一方面,极高的性价比优势使得国内的商用车企业具有出口潜力。双市场引擎带来商用车股票业绩的超预期增长和价值重估,我们认为商用车行业是战略性品种,适合稳定收益型的投资者买入并持有。

重点关注:中国重汽、宇通客车、江铃汽车

汽车整车除了内在的增长外,外延式的扩张所带来的投资机会也不可忽视,主要包括兼并收购和整体上市两种途径。对于兼并收购与重组,内在的盈利压力与外资的大力推动是汽车企业不断进行整合的动力,我们认为行业的并购重组刚刚开始,其发展途径也将从目前“大鱼吃小鱼”的吞并模式逐渐发展到强强联合的大型汽车集团。

重点关注:上海汽车  
在汽车产业链的三个板块中,我们当前最看好汽车零部件,依托于整车配套市场,零部件厂商获得规模效应,依托于维修服务市场,零部件厂商获得了更多的利润来源,从竞争方面看,汽车零部件行业都有几家龙头企业,格局稳定。

重点关注:宁波东睦、威孚高科和IPO新股万丰奥威

## 石化 盈利有望改善 关注优势公司

中信建投证券研究所 杨伟

三季度已经披露完毕,正如大家所预期的那样,炼油行业继续全行业亏损,而化纤行业反弹显著。在原油到炼油,再到石化产品与化纤的产业链中,炼油仍是承担政策性亏损的环节。8月底以来国际原油价格从78美元/桶的价格迅速回落,三季度炼油行业的亏损小于预期。

展望四季度,炼油行业将开始复苏。10月份以来原油价格继续下降,人民币升值也降低了国内炼厂的采购成本。我们估计年内象征性地下调柴油油价的可能性较大,这种调整对炼油行业而言较为温和。如果发改委出台成本+利润的新的定价机制,炼油行业的利润增长将更加可靠。

中石化:不宜继续追高  
中石化是从炼油行业复苏中受益最大的上市公司,预计四季度公司炼油板块不会新增亏损,四季度业绩将好于三季度。自股改复牌以来,中石化的涨幅已经达到45%(股改除权价53元,目前768元)。我们认为推动中石化上涨的动力主要有三方面:第一、大盘蓝筹股溢价。由于股指期货有望在明年推出,抢购对市值影响较大的大盘蓝筹股是机构投资者应对估值期货的必然反应。中石化A股占A股市场总市值的权重仅次于工商银行和中国银行,中石化目前的价格应该含有大盘蓝筹股溢价。第二、公司基本

面分析,上海石化炼化油业务与中石化同步扭亏,公司中间化学品与聚烯烃业务今年贡献的EPS相当可观。8万吨乙二醇预计明年一季度开始投产,330万吨柴油加氢装置预计年底即可完工,明年即可释放产能。中间化学品与聚烯烃业务明年盈利可望进一步增加。炼油业务盈利有望改善。

我们认为中石化再次提起股改动议的可能性较大,从长期看,上海石化价值被低估,值得重点关注。

化纤行业:投资热点仍集中在江南高纤与新乡化纤等  
三季度显示化纤行业亏损额大幅下降,10月份化纤行业个股市场表现活跃。受益于粘胶短纤价格上涨的新乡化纤月涨幅高达41.67%。江南高纤月涨幅也达28.80%。我们认为化纤行业四季度业绩将继续增长,但大多数公司的盈利绝对值较低,还不足以吸引投资者,投资热点仍集中在江南高纤与新乡化纤等为数不多的优势公司上。

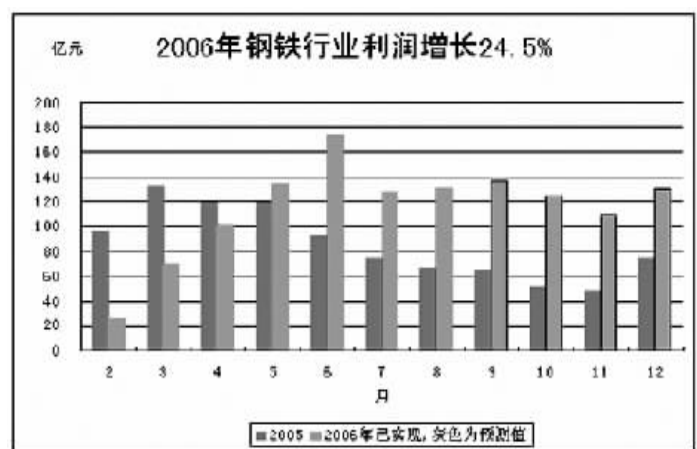
上海石化:可重点关注  
从基本面分析,上海石化炼

证券代码	证券简称	2006年三季度EPS	2005年三季度EPS	每股净资产(元)	净资产收益率	2006EPS预测
600028	中国石化	0.39	0.306	2.4	14.24	0.56
600143	金发科技	0.67	0.461	3.6	18.55	0.95
600075	新疆天业	0.34	0.385	2.78	12.34	0.60
600299	迎新材料	0.38	0.54	3.31	11.5	0.62
600871	S仪化	0.032	-0.168	2.09	1.52	0.06
000698	沈阳化工	0.196	0.174	3.31	5.92	0.29
000949	新乡化纤	0.0852	0.03	2.69	3.16	0.15
600527	江南高纤	0.15	0.2	1.41	10.35	0.25

钢铁

## 竞争力继续增强 利润增幅可观

中信建投证券研究所 曲丽



中国粗钢产量从2002年到2005年的4年是高速增长期,我们预测2005年到2008年粗钢产量增速将从27%下降到11%。目前国家对钢铁企业新建或改扩建项目审批非常严格,2006年1—8月,钢铁行业的固定资产投资同比下降了1.4%,几乎成为唯一的固定资产投资下降的行业。

2005年是粗钢产量增量较高的一年,达到7690万吨,2006年粗钢产量增量预计不会超过7000万吨。这与年初掌握的数据较为吻合,我们认为2007年增加5700多万吨,2008年增加5000多万吨,2007年、2008年仍有较大的供求缺口。

出口单价开始上升说明我们的出口是主动型而非被动型。主动型出口是指国外钢材价格较高,出口可以获得更高利润。被动型是指国内产能过剩,企业被迫以低价卖到海外。观察钢材、钢

绳、钢坯、钢锭等26种钢材的出口,发现除了钢绳出口由年初到9月是降价之外,其他三大类都有所上升,9月钢材平均吨出口价格比今年1—5月的出口单价上涨了17%。钢锭去年1—9月平均出口单价3042元/吨,今年9月已经涨到4876元/吨,上涨了60%。板材、管材、铁道器材、其他钢材今年9月单月水平基本上超过了去年1—9月的

平均出口价格。出口单价上升表明出口品种、质量档次提高。我国目前主要出口地仍然是亚洲地区,欧美还处在开拓市场阶段,9月以来出口单价的回升与实际亚洲价格走势略有不同说明品种档次提高是造成单价上升的主要原因之一。

根据每个月出台的盈利数据,我们调高今年的行业利润增长幅度到20%—30%。如果2007年全球经济不出现大的波动,2007年钢铁行业利润增长幅度约为20%—70%。2007年我国钢铁企业竞争力继续增强,品种结构继续优化,行业利润约有10%的自然增长,而缺口引起的全年均价上涨大约在100—300元/吨左右,假设2007年成本小幅增加,由于2006年1—9月全国钢材平均吨利润为273元,因此2007年全行业利润增幅约为20%到70%。2007年成本上升的假设是因为我们预测铁矿石价格有

可能小幅上涨,而粗钢产量增长的瓶颈会致使新投产轧材项目的原料供应不足。

钢铁行业上市公司盈利展望  
全行业的复苏使得大部分上市公司的业绩都保持较好水平且呈现增长态势,因此我们全面看好钢铁股的投资价值。从2006年情况看,规模小的企业如韶钢松山今年利润增长最快,预计增长幅度为260%左右。济南钢铁和唐钢股份今年盈利增长将超过行业平均水平,分别达到30%—45%左右,其中唐钢值得重点关注。

大企业盈利较稳定,对钢材价格弹性反应要慢些,盈利增长将低于行业水平。济南钢铁明年普板停产,全部改为生产品种板和高附加值中厚板,利润将有较大增长。在行业发展方向明朗的情况下,三大钢铁股宝钢、鞍钢、武钢的投资价值也非常明显,明年可获得行业平均增长水平。现在不锈钢消费增长势头十分强劲,我们看好不锈钢的盈利前景。

## 关注整体上市和优质资产收购

中信建投研究所 钱宏伟

港口:吞吐量将进入平稳增长期

随着港口吞吐供求关系的缓解,货源竞争逐渐加剧,港口业的资产整合开始加速,具有较强集团实力的港口企业通过各种方式实现整体上市,如天津港、上港集团等。邻近腹地的企业则通过建立战略合作避免重复建设和恶性竞争,提高综合竞争力,如大连港和锦州港的战略合作等。

港口上市公司主营收入增速从前几年的25%下降到2005年的16%左右,收入和利润的环比增速下降更为明显。虽然港口行业将进入平缓增长期,但随着全球制造业向中国转移,作为有限资源的港口公司将保持较高的盈利水平。

建议关注具有整体上市可能的企业和估值过低的企业,前者通过整体上市可快速增长,后者可获得较为稳定持续的回报。

重点关注:天津港、盐田港和深赤湾

航运:运价高于预期

随着宏观调控和节能政策的推行,中国对初级产品的需求增速将趋于平缓。在此背景下,全球干散货运价仍然存在调整压力,但会明显好于先前预期。如果未来油价下跌,散货业务盈利有望保持较高水平。

重点关注:中海发展、中远航运、南京水运

航空:景气将触底

航空业投资机会仍将依赖于运力扩张、航油价格和人民币汇率变动三个要素,整体上对该行业投资持谨慎乐观态度。

运力扩张方面:客运市场较为理想,货邮运仍面临较大的压力。  
航油价格方面:国际油价存在下跌的可能,但空间较有限。  
汇率方面:人民币汇率升值的空间将进一步扩大,对航空业构成长期利好。

今年三季度航空公司盈利能力大幅增长,很大程度上依赖于年内两次航油附加费的上调。航空业景气将在2006年底触底。

机场:经营将维持较高的稳定性

机场行业仍维持较高的经营稳定性,三大业务指标——旅客吞吐量、货邮吞吐量及航空起降架次在旺盛的航空需求和运力扩张下,仍将维持比较理想的增长速度,但行业两级分化的格局仍将存在,枢纽机场的优势将更加突出。

随着业务规模的扩大,成本控制能力成为公司盈利增长的重要保证,也直接决定了公司的估值水平。相对而言白云机场成本控制略显不足,厦门机场优势相对突出。机场板块整体上市和资产注入将解决行业特有的关联交易问题,并给公司估值带来积极的变化。深圳机场定向增发解决了公司飞行区资产统一问题,但2007年受制于跑道能力限制和空管政策,业务增速难以保持2006年的超高水平;上海机场整体上市将解决浦东和虹桥同业竞争问题,有利于弥补2008年因浦东飞行区扩建工程带来的利润下滑风险;白云机场将融资收购部分集团飞行区资产。

公路:计重收费、资产收购是热点

从已实行计重收费的上市公司看,计重收费对单车收入的提升作用在10%以上,货车比例大的可达30%以上。目前尚未实施计重收费但有计重收费计划的公司有福建高速、现代投资。

路产收购是公路公司最常用的扩张策略,目前正在进行或者有较大明确的资产收购计划的公司有深高速、福建高速、山东高速。

公路行业未来三年增长率在20%左右,合理的市盈率为12.13倍左右。

重点关注:深高速、赣粤高速、福建高速、山东高速