

行业整合凸显强者地位

2006年,各项产业政策相继发布出台,电力、医药、有色金属、煤炭、钢铁、建材、家电等行业都面临着加快洗牌的市场环境,企业间的并购重组也在迅速蔓延。产业升级背景下的优胜劣汰、集团(公司)内部整合、对外扩张的提速……行业年报业绩也由此彰显“强者恒强”这一定律。

有色金属行业:双重手段抵御价格波动

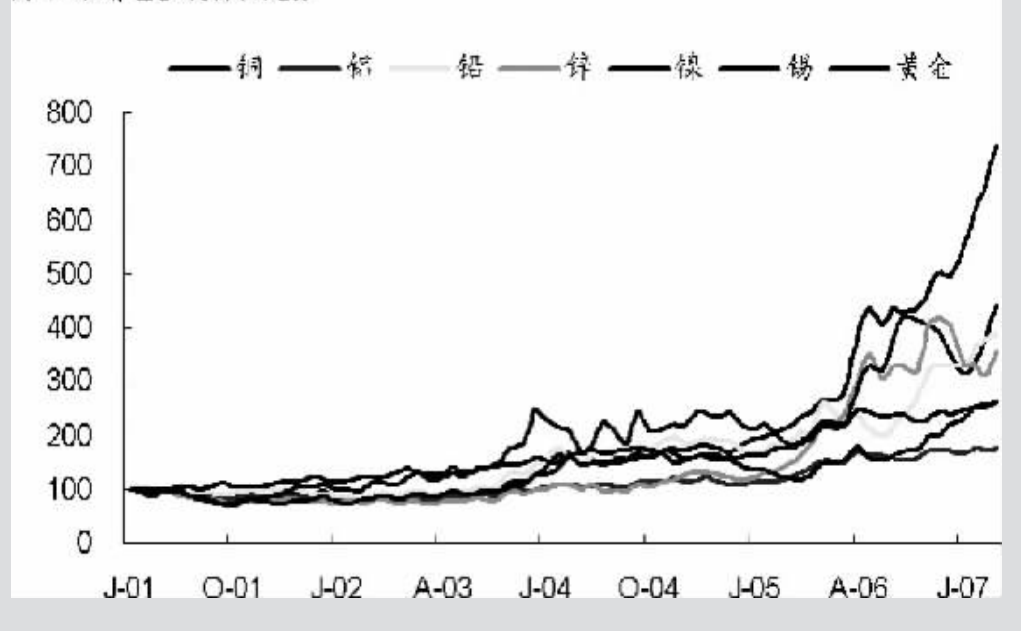
□东方证券 施卫平

2006年,全球金属价格飙升,激发有色金属股大牛市。据统计,LME市场上各金属现货价格涨幅依次为:锌涨幅137.04%,铜涨幅82.72%,镍上涨64.50%,铝上涨35.37%,铅涨幅32.08%,锡涨幅18.93%,黄金上涨123%。与国际市场相应,国内生资市场价格也出现一定上涨,但由于人民币升值等因素,涨幅相对小于国际市场,各金属上涨幅度依次为:锌上涨99.89%,铜上涨77.51%,镍上涨51.84%,铅、铝涨幅分别为31.84%和21.33%;锡仅为3.62%。

业绩增长呈梯形排列

与金属价格走高相对应的是,国内有色金属行业上市公司盈利水平(以息税折旧摊销前利润EBITDA指标衡量)也出现大幅增长。增长的第一梯队为:锌行业平均EBITDA增幅193.79%,铜行业增幅96.88%,铝行业增幅81.82%。第二梯队为:镍行业增长50.22%、黄金业增长41.74%。锡行业2006年业绩同比下降,增幅为-15.87%。其他品种代表上市公司如稀土高科

图1. 各有色金属价格走势



EBITDA增幅为143.73%、宝钛股份增幅84.81%、厦门钨业增幅42.50%、高新张铜增幅16.88%。

在金属价格走高的背景下,各上市公司表现各有千秋:一方面,从各公司所处的产业链位置

看,处于行业最上游的拥有资源优势的企业,最大限度地分享到了金属价格上涨所带来的高额暴利。如江西铜业、稀土高科等;另一方面,下游加工型企业通过技术创新,提高产品技术含量,将金属价格上涨的不利因素成

功转嫁至消费者。做得较为突出的有宝钛股份、厦门钨业等。

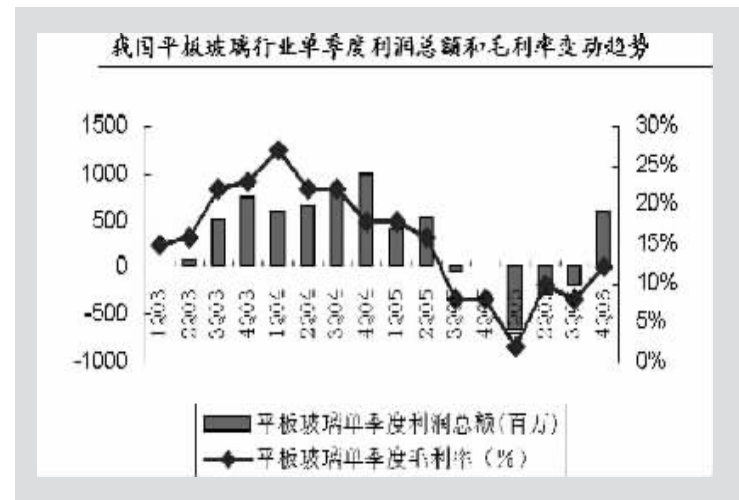
关注三类成长性公司

2006年以来,资产注入与技术创新成为保证未来增长的强势支持。一方面,政府提出未

来将实行一矿一证、杜绝私采滥挖、小规模开采等措施,有利于矿产资源进一步向大型企业集中。从中、下游看,国家通过提高有色金属冶炼行业的准入条件来限制产能的扩大,只能是打击了行业内的中、小型企业,从而提高了龙头企业的市场份额;另一方面,作为纯粹的有色金属加工型企业,只有通过细分市场、提高产品技术含量、生产高附加值的产品,才能成功地将金属价格上涨的压力向下游客户转嫁。

2006年以来,有色金属行业上市公司正利用国内外有利的生产和政策环境,通过资本市场不断实施扩张,以加强矿山资源,扩大产能,提高产品技术含量等手段,为公司未来的增长打下坚实的基础。具有矿山资源注入型、产能扩大型、技术创新型等三种特征的上市公司成长性更为看好。而在未来两年,从公司盈利的角度看,具有矿产资源注入预期的公司,如云南铜业、山东黄金、中金黄金等;成本下降产能扩张的公司,主要是铝行业公司,如焦作万方、包头铝业等;高技术含量、逐步进入市场的公司,如高新张铜等,都值得看好。

建材行业:景气相继复苏



□东方证券 罗果

行业复苏和并购重组仍是水泥业两大投资主题。水泥上市公司2006年年报显示:龙头公司海螺水泥、华新水泥和冀东水泥的2006年度净利润分别同比增长251%、104%和58%,2006年水泥销量分别增长33%、34%和24%。量增和价升是上市公司利润增长的两个主要因素。2006年,中国水泥产量达12.04亿吨,较2005年增长19.07%;出口水泥1941万吨,较2005年增长70.65%,出口熟料1672万吨,较2005年增长55.06%。行业实现利润150.38亿元,较去年同比增长92.58%,水泥产量、利润再创历史新高。中国水泥行业的供求状况得到进一步改善,行业景气加快复苏,产量较快增长,水泥市场价格全年低开高走,经济效益创历史新高。

2007年,随着宏观调控的深入,固定资产投资将回归理性,但投资总量和投资规模仍然较大,尤其是中部崛起政策的落实,社会主义新农村建设,以及华东、华南城际铁路建设加速,对水泥市场需求的拉动作用明显。随着占总产能50%的小水泥的逐步退出,水泥市场的供求关系会得到进一步改善,水泥行业集中度将得到快速提高,龙头公司对市场的控制力度加强,水泥行业的周期性将大幅度减弱。预计未来两三年水泥行业将处于持续稳步复苏的过程。

玻璃行业经营困境有望缓解。由于新增产能较多,造成供过于求的现象;再加上行业分

散、无序竞争和劣质低价产品的冲击,自2006年初以来玻璃售价始终低迷,虽然2006年4月份以后,价格略有上升,但进入7月份玻璃售价再度下滑,2006年浮法玻璃平均售价同比下降约6%。再加上2006年重油、煤、电等原材料价格持续上涨的影响,截止到2006年12月,全国平板玻璃制造业总体亏损3.3亿元。

然而,国家行业调控将是平板玻璃行业面临好转的主要原因,调控整合将有利于龙头公司进一步做大做强。可以预计,经过这几年的行业发展整合后,玻璃行业将形成7至8家优势企业的寡头竞争局面。

目前,平板玻璃均价高出去年同期近15%,预计2007年上游平板玻璃原燃料成本压力会趋于缓解,但景气能否明显回升以及回升的幅度,取决于六部委联合出台的《关于促进平板玻璃产业结构调整若干意见》能否得到有效落实。由于行业调控政策出台往往是行业拐点出现的前兆,可预计2007年平板玻璃行业的经营困境有望缓解;2008年,平板玻璃行业经济效益可能出现恢复性增长。平板玻璃行业龙头公司将在行业拐点出现时得到最大受益。2007年的主要投资机会还将存在于一体化综合实力较强的龙头公司,如金晶科技、南玻A、福耀玻璃等,而并购整合也将成为投资热点,符合这一主题的公司则有耀华玻璃、洛阳玻璃、方兴科技和耀皮玻璃等。

家电行业:龙头公司率先走出行业困境

□申银万国 付娟

截至4月26日,已有24家家电类上市公司公布了2006年年报。平均主营业务收入同比增长15.3%,平均净利润增长54.8%,加权平均净资产收益率从4.71%提升至7.04%。经历了2004年和2005年的低迷,家电行业已经适应了不利的生存环境,龙头公司更是在激烈的竞争中不断巩固自己的强者地位。

白电行业:冰箱的高增长对冲空调的低增长

2006年度,空调内销延续负增长,销量为2580万台,同

比减少2.66%。然而,进入2007冷冻年度以来,空调内销出现回暖迹象,2006年8月至12月,同比增11.7%。空调外销为2769万台,同比增长7.17%,销量首次超过内销,依然延续外销强于内销的增长势头。其中,出口美国、欧洲及日本的空调占出口总量的59.29%。

2006年已然成为冰箱行业的春天。内外销均表现出色,其中外销量为1738万台,同比增长26.71%,加速增长的势头在2007年年初延续;内销量1959万台,同比增长35.56%。驱动2006年冰箱市场趋旺的因素,有庞大婚庆市场的支撑,有2005年受资本市场影响的容

声、美菱等品牌的恢复性增长,更有城市家庭的二次更新以及农村市场的消费启动,冰箱将先于空调成为下一轮农村市场启动之先驱。

黑电行业:平板化时代,竞争格局不稳

2006年,国内共生产彩电8613万台,同比增长10.3%。平板电视尤其是液晶电视发展迅速。2006年,液晶电视年产量达到2037万台,同比增长102.5%,其中约七成用于出口。

虽然平板电视的国内外需求偏旺,然而,国内电视机厂商所面临的生存与竞争环境仍然不容乐观。外资品牌的价

格下调空间仍然较大,国际市场的知识产权竞争和环保壁垒以及反倾销风险并存,核心技术研发的成功尚需时日,这些因素使得黑电行业的竞争格局并未稳定,市场集中度远远低于白电。2007年,仍然看淡黑电行业,微薄的净利润率难以在短期内有所起色。

龙头公司增长并不囿于行业困境

原材料价格上涨、人民币升值等行业运行的负面因素,已经不再是家电企业的压力,而转化为龙头公司提升盈利水平的动力与机会。

首先,原材料价格大幅上涨的恶劣环境下,弱势品牌被

淘汰的速度加快,龙头公司的市场份额持续增长,“强者恒强”的竞争格局日趋稳定;其次,成本控制的压力使家电制造商摒弃价格竞争手段,竞争更为理性而有序;再次,成本压力是行业所共同承载的,这使空调行业的一次性提价在2006年得以实现,这场利润保护的更大意义则在于,空调企业积极地调整产品结构,推动了整个行业向高端倾斜,从而使得利润率不降反升;最后,同样面临成本压力的国际白电巨头也有控制成本而转移产能的需要,大量的OEM和ODM订单向设计、制造、工艺、质量均处于国际先进水平的国内龙头公司转移。

电力行业:五大集团领衔结构调整

□东方证券 袁晓梅

2006年,我国电力行业销售收入20808亿元,同比增长20%。上市公司中,15家主要火电公司2006年年报数据显示,除广州控股以外,其余14家火电公司的主营业务收入都有不同程度的上升,包括广州控股在内的火电公司的主营业务收入平均增长18%,主营业务收入增幅与行业平均水平相当。

“水”、“火”盈利相左

五大集团下属旗舰上市公司主营业务收入的增加,对于行业的景气度尤其具有风向标意义。其中,大唐发电主营业务收入同比增长幅度达到38.02%,华能国际和华电国际主营业务收入同比增长10.10%和19.83%,国电电力主营业务收入同比增速达到19.83%。火电行业上市公司主营业务收入、主营业务利润以及净利润同比大幅增长的主要原因在于:下游电力需求旺盛,上市公司资产规模的增长迅猛,以及二次煤电联动直接增利。

证券代码	证券简称	L营业收入 YoY	L主营业务利润 YoY	营业利润率 YoY	净利润 YoY
000890	金新能源	71.21%	119.68%	219.81%	218.87%
000767	漳泽电力	33.11%	53.41%	-7.06%	47.86%
600011	华电国际	10.10%	18.58%	15.18%	16.54%
601991	龙源电力	38.02%	39.59%	19.69%	14.68%
000531	明星电力	3.26%	12.76%	13.78%	13.58%
000800	华能国际	2.20%	23.94%	43.84%	13.17%
600098	广州控股	-2.70%	4.89%	6.34%	13.03%
600027	华电国际	13.76%	14.37%	9.40%	10.53%
600886	国电电力	37.96%	23.70%	23.12%	8.22%
600798	国电电力	19.83%	17.98%	8.44%	7.53%
000027	华电国际	0.53%	-5.02%	-4.34%	6.29%
000539	粤电力A	4.43%	8.12%	7.51%	6.23%
600780	国电电力	3.74%	6.90%	2.98%	4.60%
600726	华电国际	14.12%	3.60%	-3.15%	4.24%
600021	上海电力	20.41%	29.88%	10.80%	1.77%
	平均	18.00%	24.82%	24.41%	25.82%

而相较于火电公司盈利能力有所提升的情况,2006年多数水电公司受全国多数流域来水情况不佳的影响,盈利能力受到了相当的影响。其中,较具代表性的是长江电力,公司由于遭遇百年不遇的枯水,来水量比正常

年份下降三分之一,导致公司营业利润下降10.67%。但是,公司通过兑现部分投资收益,保持了净利润的小幅增长。总体而言,水电公司的成本压力较小,大型水电对异常气候变动造成业绩压力的承受能力较强。

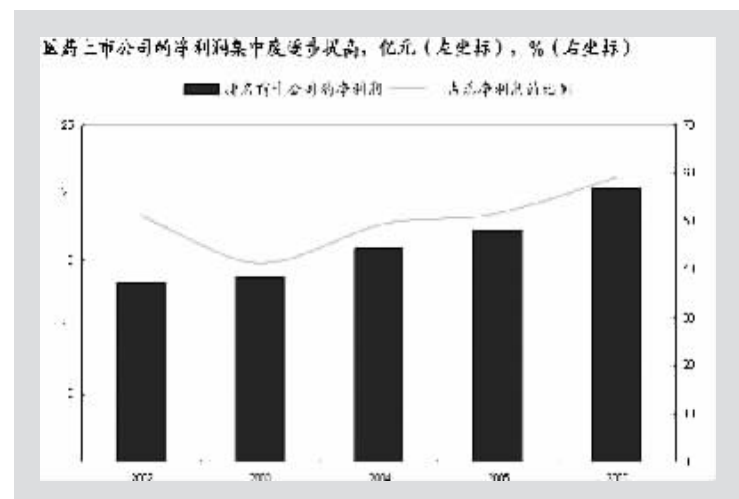
行业集中度仍将提高

2007年电力行业发展呈现三大特征。供需形势将进一步缓和,火电利用率有望在2007年用电高峰季节的8至9月份呈现触底

回升态势,但是,由于行业增长质量的提升,结构的优化,价格政策的适时调整,行业景气有望领先利用率的回升而启动回升。预计2007年全国新增电力装机容量9200万千瓦,火电利用小时将在5278小时左右,2008年新增装机容量6200万千瓦,火电利用小时重新恢复到5500小时以上。

行业集中度提高,五大集团在“十一五”期间仍有极强的扩张冲动。其中,华能、国电、华电、大唐等四大电力集团在“十一五”期间装机容量规模分别计划增长85%、100%、55%和92%。目前,920,647万千瓦处理背景下,行业内购并整合成为大势所趋。“十一五”末期,五大集团占到全国电力装机容量的比重仍将进一步提高。

医药行业:药品降价加剧整合



□东方证券 徐军

2006年医药行业的生产、销售保持较快增长。全年累计实现工业销售产值5200亿元,增长19.0%。全年医药工业平均产销率为95.1%,比2005年同期高0.8个百分点,处于历史的较高水平。但2006年医药行业盈利能力下降,医药行业的毛利水平已从2002年的35.1%下降至2006年的30.0%。2006年医药上市公司运营状况和整个行业的情况基本相符。2006年主营业务收入达到1038亿元,同比增长15.9%,处于历史上较高的水平,但毛利率呈持续下降的趋势,从2002年的32.9%下降到2006年的25.3%。由于受到行业不利因素的影响,净利润近年来处于停滞不前的地步。

“全民医保制度”的建立将对医药行业发展构成长期利好。为降低药价和治理药品生产和流通各个环节混乱现象,2007年国家相关部门不仅连续对原有的药

品管理办法进行了修订,还制订出台了新的管理制度、规则。2007年初广东省开始试点挂网招标,“挂网招标”除了要降低药价外,还将以“二票制”对药品交易价格和票据流向进行监管。

目前中国的医药企业规模小,产品差异性不大,行业的集中度低,医药企业处于低水平且激烈的竞争中。我们预计中国医药行业未来几年总体发展趋势,是集中度不断提高,整合速度不断加快。事实上,近年来医药行业利润不断集中的趋势已经十分明显。另外,目前药品降价和整顿医药流通体制更加剧了整合趋势。

上市公司中,2007年行业的景气依然较好的子行业包括:医药商业、医药保健品、以及生物制药行业。其中具有竞争优势的子行业龙头企业,有恒瑞医药、东阿阿胶、上海医药、华东医药及天坛生物等公司,将享受行业增长,并有机会提高在子行业中的份额。