# 经济增速下行背景下的行业选择

**对于中国来说，2008年是极不平凡的一年，诸多事件接连不断地发生。中国经济前景也变得扑朔迷离，而资本市场在大小非解禁、再融资、国际经济冲击等因素作用下不断下跌。越是悲观恐慌，我们越是要抓住经济基本面，排除杂音和主观偏好的干扰。本轮经济发生转折的一个主要原因是通货膨胀，高成本产生通货膨胀。我们对高成本的原因进行分析，指出高成本是我国经济必须面对的事实，高成本对我国经济产生负面影响，经济增速下行就是一个必然的结果。在经济下行周期中，寻找确定成长或盈利的行业就是投资关键。**

**循此思路，我们选择的行业投资标的是：化学药品制剂制造业、化学药品原药制造业、卫生材料及医药用品制造业、饲料加工业、谷物磨制业、植物油加工业、屠宰及肉类加工业、电子器件制造业、通信设备制造业、广播电视设备制造业、铁路运输设备制造业和输配电及控制设备制造业。**

⊙海通证券研究所

**一、中国经济进入高成本时代**

价值低估的资源、廉价劳动力等铸就了中国在国际竞争中的“比较优势”，出口和投资驱动中国经济保持多年的高速增长。然而，今天我们这一比较优势正在逐渐丧失，经济发展所需的资源越来越多地依赖进口，甚至包括我国最丰富的能源品种——煤炭。而这些资源的国际定价权不受我国左右，近年来“中国买什么，什么就涨价”正是这一现状的最好反映。再加上国内劳动力价格上升，低成本正在成为过去时，中国经济进入高成本时代。

1、高成本之一：能源和原材料

近期，我国原材料、燃料、动力价格指数不断攀升，2008年5月份为111.9，接近2004年10月份114.2的前期高点。能源和原材料价格高位运行局面将长期持续。

能源方面，7月份燃料动力类购进价格指数为130.1，连续四个月超过120，处于非常高的水平。需要注意的是，这些数据是在我国价格管制背景下取得的。

原材料方面，价格上升最明显的是黑色金属材料类，7月份购进价格指数为126.9，也是连续四个月超过120。最新的铁矿石谈判结果是铁矿石价格继续大幅上涨，作为中国钢铁企业代表的宝钢集团接受澳大利亚必和必拓和力拓的价格涨幅，这将导致未来黑色金属材料类购进价格指数继续大幅上升。

2、高成本之二：劳动力成本

新劳动法的实施使企业用工成本大幅增加，但我们认为提高劳动者的工资待遇是必需的。首先，2007年我国劳动者工资收入占GDP比重仅为11.95%，而发达国家这一比例通常是50%-60%，相比之下我国存在非常大的提升空间。随着社会财富总量的增加，让更多民众享受改革发展的成果是一个必然的趋势，也是社会稳定的基础，提高劳动力工资待遇势在必行。其次，生活资料价格的急剧上升必然要求提高劳动者工资收入。近年来我国CPI不断上行，最近虽然略有下滑，但绝对水平仍然偏高。考虑到成品油和电力价格调整以及未来继续调价的预期、全球农产品库存消费比降到近几十年来的最低点，未来我国CPI高位运行局面难以改变。而CPI上涨必然要求提供劳动者的工资收入，因为如果正常的生活消费需求无法满足的话，生产活动的开展就无法保证。

**二、高成本的成因以及对我国经济的冲击**

1、粗放型经济造成的资源供求关系紧张以及投机需求共同促成高成本

虽然一直倡导经济发展模式转型，但是不可否认的现实是：我国经济依然是粗放型经济，对资源和环境消耗极大。我国是一个资源比较稀缺的国家，在经济发展之初，这种稀缺并没有造成严重后果。

但是，各种因素随着时间推移发生了翻天覆地的变化：第一、经过30多年的改革开放，我国经济总量已经位列世界前茅，再加上选择的是粗放型模式，对资源的需求量极其庞大，再也不像改革之初那样对世界需求影响微小；第二、多年的开采利用使得我国本来就比较少的资源显得更为稀缺，绝大部分经济发展所需资源需要依靠进口来满足。从全球来看，资源供求关系因为中国经济发展发生了巨大变化，这种变化是当前国际石油和其它大宗原材料价格不断上涨的主要原因之一。但由于这些资源的产地和定价权都在国外，因此政府无法再通过压制资源价格而保持原来的“比较优势”，或者即使压制也无法长期持续，高成本时代必然到来。

紧张的供求关系是国际大宗商品价格走高的基础，但目前如此高的价格水平不能简单归结于此，投机需求在大宗商品价格上涨过程中发挥了重要作用。多年来世界范围内宽松的货币政策使得全球流动性过剩，过多的货币追求相对过少的商品，显然的结果就是商品价格上涨。国际大宗商品价格是以美元计价的，而美元贬值使得国际大宗商品价格更高。

2、高成本对我国经济的冲击

高成本时代的到来将给中国经济造成巨大冲击，首先是总需求因为高成本而受到负面影响，其次是企业利润因为高成本而压缩，企业整体盈利能力下滑。

高成本对工业总需求的影响，我们用工业产品产销率来间接衡量工业总需求的变化情况。如果工业总需求越旺盛，工业产品产销率的数值越高；如果工业产品总需求下滑，那么工业产品产销率将下降。从最近的走势来看，工业产品产销率下降趋势非常明显，这表明工业需求在下降。也许有人说需求总量还在增加，但是我们更看重的是相对于供给关系。从数据来看，高成本对工业总需求的负面影响比较明显。

高成本对企业盈利的影响，我们用工业增加值增速来间接衡量工业企业利润的变化情况，增加值越高，利润越高。相对于2007年的数据来说，2008年的数据有所下滑，6月份增速与5月份持平。从长期趋势来看，工业增加值增速曲线的斜率向下，也就是说未来可能继续下滑。这仅是一个技术性的判断，根据企业实际经营情况来看，工业增加值增速前景也不容乐观。我国工业产品大都处于全球价值链的低端，竞争激烈、不断上升的成本无法通过提高价格来转嫁或者提高价格就会造成总销售量的下滑。无论是哪种情况，工业企业利润增速整体下滑格局都难以改变。很显然，高成本压缩我国工业利润是一个必然的结果，而目前可能只是一个开始。如果全球经济持续低迷、总需求进一步下滑，那么工业利润的下滑幅度可能更大甚至可能为负。

**三、经济下行周期中的确定性增长产业**

经济步入下行周期并不意味着所有行业的景气状况都是下降的，寻找景气度上升的行业和不受经济下行影响的行业自然就成为投资的中心任务。

我们从销售收入增长率、毛利率和资金利润率三个维度对工业行业景气状况进行考察后发现，上游和有刚性需求支撑的中下游行业的景气状况在下行周期中依然上行。

上游行业继续保持较高的景气度主要是因为产业链的传导时滞，但不断上涨的价格将会对下游需求产生负面影响。从7月份PPI的构成来看，生产资料中居于下游位置的加工工业的产品价格上涨已经难以持续，涨幅也远远小于居于上游的采掘工业的产品价格涨幅。这样，下游需求就无法长期承载上游采掘工业产品的价格上涨，资源类产品价格上涨将难以持续。事实上，国际大宗商品价格指数（CRB）的连续回落说明金融市场已经对此作出提前反应。国际大宗商品市场价格下跌以及不断上涨的产品价格对下游需求的累积负面效应将使得上游行业景气度见顶回落。

如此，受经济下行影响比较小的有刚性需求的中下游行业就更值得引起重视。如下游的医药制造业（细分行业的投资优先次序为：化学药品制剂制造业、化学药品原药制造业和卫生材料及医药用品制造业）、农副食品加工业（细分行业的投资优先次序为：饲料加工业、谷物磨制业、植物油加工业和屠宰及肉类加工业）和中游的通信设备、计算机及其它电子设备制造业等行业（细分行业的投资优先次序为：电子器件制造业、通信设备制造业和广播电视设备制造业），以及受固定投资驱动的未来成长确定的铁路运输设备制造业和输配电设备制造业。

**四、高成本、经济增速下行时的行业投资选择**

从确定性成长出发，我们选择的行业投资标的是：化学药品制剂制造业、化学药品原药制造业、卫生材料及医药用品制造业、饲料加工业、谷物磨制业、植物油加工业、屠宰及肉类加工业、电子器件制造业、通信设备制造业、广播电视设备制造业、铁路运输设备制造业和输配电及控制设备制造业。

（执笔：刘铁军、黄泽丰）

# 产业结构调整的轨迹与投资对策

⊙国海证券研究所

**一、产业结构调整的轨迹**

影响本轮经济周期调整的外因是以美国为主的经济状况的恶化导致我国外需疲软，而国内无法消化过剩的产能最终导致产业结构调整。产业结构调整本身是非常复杂的，各产业之间的供求状况变化是相互作用的。

1、出口增速回落考验“出口依赖型”的中国经济

由于中国改革开放初期注重重化工业的投入和吸引外资，一度扭曲了人工、土地、资金、资源、能源等价格，但是市场经济规律和对外开放步伐加快必然要带来传统产业转型。

国家近年来通过一系列的宏观与产业政策调控加速了传统产业转型进程，主要表现在2005年7月实行人民币有限浮动汇率制度、2008年实施新的劳动合同法、市场化改革土地交易方式、提高货币利率、渐进式的改革能源价格形成机制、提高资源税费以及减少或取消出口退税甚至加收出口关税等一系列措施，直接导致企业生产成本明显提高。在出口贸易增速明显放缓情况下，传统粗放式经济面临产业转型。

2、基础原材料产业面临紧缩政策和下游需求放缓的双重压力

目前房地产行业步入周期性调整迹象明显，房地产市场的变化直接导致银行信贷资金流向房地产行业的增速明显下降，而治理通货膨胀与经济过热成为银行信贷规模收缩的另一个根本目的。此外，电力行业先行调整导致有色金属等行业先于其它基础原材料产业调整、钢铁行业进入调整也不可避免、高企的石油价格对煤炭、化工、汽车等产业影响很大、水泥建材受房地产行业景气预期影响产量出现同比回落、

3、PPI指数暴涨压缩制造业利润空间

7月份工业品出厂价格同比达到10%，其中生产资料出厂价格指数更是同比接近12%。而对生产价格指数影响较大的采掘业出厂价格同比上涨34%，原料工业价格指数也超过同期生产价格指数，这些数据显示制造业正面临成本快速上涨的巨大压力。加工价格出厂价格指数涨幅明显落后，说明制造业无法顺利转移成本快速上涨压力，制造业利润受到严重挤压。

**中国作为全球增长最快的经济体，近年来确实带动了全球经济的飞快发展。但作为反映经济晴雨表的中国资本市场自2007年下半年以来却出现了典型的泡沫破灭迹象，资本市场财富严重缩水。笔者试图从产业调整角度阐述影响资本市场的最基本因素——经济基本面正在发生的变化，旨在通过分析产业结构调整的轨迹，捕捉证券市场调整的脉络。**

**二、主要工业处于产能释放期为中国产业结构调整创造了条件**

2003年以来中国固定资产投资名义增长率一直保持在24%以上，高峰时期达到53%，其增长速度一直保持在比GDP高出1倍以上。中国要继续保持经济健康稳定增长所需要的基础工业投入应该是可以满足的，至少目前正处于产能释放期为中国经济适当调整奠定了基础，也为中国产业结构调整创造了条件。以采掘业上市公司为例，采掘业总计38家上市公司，首发上市募集资金高达2223亿元，通过增发募集资金为61亿元，远远超过其它行业募集资金数量。而且这些资金主要是近年来募集的，这些募集资金形成的产能将陆续进入释放期。但是过剩产能本身是一把双刃剑，当依赖的出口贸易放缓情况下这些本应该通过外贸消化的产能也将构成巨大的压力，需要通过产业结构调整进行转型。

**三、本轮产业结构调整的投资对策**

实际上这一轮产业结构调整周期可以说绝大部分行业都会受到影响，只是调整的时间和调整深度不同而已。尤其是基础原材料、制造业和房地产行业受到的影响最大，而这些产业的调整又会反作用于银行、石油、煤炭、电力、运输等行业。但是对食品饮料、农林牧渔、造纸以及其它服务业影响相对较小。

谈投资对策必须要回答这轮产业周期性调整的性质和时间问题。笔者认为本轮产业周期调整的外因是出口需求增速下降，内因是治理通货膨胀下的紧缩政策。紧缩政策可以根据通货膨胀的实际情况进行调整，属于可控的。但是出口需求增速问题是不能有效控制的，与国外市场环境有关，短期内也不能通过内需和投资来消化。因此，归根结底本轮经济周期调整结束的时间变数在于出口环境的变化，尤其是美国经济状况的根本好转是中国本轮经济周期见底的明显标志。整体上看，本轮经济调整是健康的，最有可能实现产业结构调整的“软着陆”。

鉴于以上分析，笔者认为现阶段投资仍然以谨慎为主，值得重点关注的行业主要包括新能源、医药、商业、食品饮料等受周期性调整影响较小的行业。尽量规避房地产、建材、钢铁、煤炭以及制造业等面临产业结构调整带来的市场压力。

（执笔：朱生球）

# 大股东减持承诺将提振市场信心

⊙齐鲁证券研究所

自6月18日三一重工控股股东三一集团首先发布延期减持承诺提示公告后，截至8月18日，已经有26家公司相继发布了控股股东减持承诺公告。大小非减持给市场带来的悲观预期是2008年市场低迷不振的一个重要因素，而26家公司相继公告的控股股东减持承诺从一定程度上起到了提振市场、稳定人心的作用。

**一、公告减持承诺后短线股价有所走强**

受减持承诺的影响，前期发布减持承诺公告的个股表现较为抢眼，其中最为突出的是鼎立股份。该股在公告后3日、5日涨幅分别高达33.28%和42.02%，此外还有三家较早发布减持承诺的公司公告后3日涨幅也超过了10%。近日发布公告的公司在公告当日虽然表现逊色，但其公告日当天相对大盘的涨幅也是较为明显的。

另外，从公告日后3日与5日涨幅对比看，部分公司5日涨幅较3日涨幅有所回落，并且较晚发布公告的公司在公告日后股价也出现了一定的回落，这也暗示市场仍然被短期投机氛围所笼罩。在大盘未企稳情况下，控股股东的减持承诺只是给投资者带来短线的投资机会。

**二、承诺最低减持价格较当前股价有较高溢价**

目前已经发布大股东延期减持承诺公司中，大多数公司大股东均承诺了限售股延期减持的期限，锁定时间为两年或三年，并且在公告中承诺了限售股减持的最低价格。从大股东承诺的最低减持价格与公告日前一交易日的收盘价对比可见，最低减持价格均远远超过公告前一交易日收盘价。有5家公司最低减持价与收盘价相比溢价率超过100%，其中差价最小的是中航精机，溢价率为46.48%，差价最大的是西飞国际，溢价率高达275%。这从一定程度上反应了公司控股股东对公司未来经营业绩稳步增长的信心，也增强了投资者对其预期的看好。

当然，作为投资者来说，只有大股东高减持价格和公司业绩高增长同时具备，才会真正增强投资者的投资信念。

（执笔：张雷、王霄雯）

公告减持承诺后公司股价走势 (%)

| 股票名称 | 公告日期 | 当日涨幅 | 相对大盘涨幅 | 公告后3日涨幅 | 公告后5日涨幅 |
|---|---|---|---|---|---|
| 鄂尔多斯 | 0815 | 0.37 | -0.18 | - | - |
| 东方集团 | 0814 | 3.89 | 4.27 | -7.91 | - |
| 新疆城建 | 0812 | 7.56 | 8.08 | 5.85 | -9.97 |
| 中国船舶 | 0807 | 4.69 | 4.38 | -7.61 | -10.35 |
| 中船股份 | 0807 | 6.54 | 6.24 | -6.87 | -13.17 |
| 上海物贸 | 0805 | -1.98 | -0.12 | 3.73 | -14.57 |
| 用友软件 | 0804 | -3.61 | -1.46 | -9.02 | -11.34 |
| 升华拜克 | 0802 | 2.10 | 4.24 | -9.00 | -17.03 |
| 卧龙电气 | 0802 | -0.26 | 1.88 | -1.81 | -10.97 |
| 东方明珠 | 0801 | 1.83 | 0.89 | 0.84 | 10.55 |
| 新和成 | 0815 | -5.01 | -5.56 | - | - |
| 丽江旅游 | 0814 | 3.73 | 4.11 | 0.60 | - |
| 超声电子 | 0808 | -5.65 | -1.18 | -15.12 | -10.56 |
| 中天城投 | 0807 | 7.17 | 6.87 | -4.96 | -14.98 |
| 中天城投 | 0805 | -5.96 | -4.10 | -0.77 | -12.00 |
| 江苏通润 | 0807 | 6.76 | 6.46 | -8.43 | -10.54 |
| 三一重工 | 0618 | 10.01 | 4.77 | 11.51 | 13.70 |
| 有研硅股 | 0623 | 5.08 | 7.60 | 15.86 | 9.45 |
| 黄山旅游 | 0624 | 8.24 | 6.70 | 13.30 | 6.30 |
| 鼎立股份 | 0624 | 10.08 | 8.54 | 33.28 | 42.02 |
| 中航精机 | 0625 | 9.96 | 6.32 | 3.52 | 2.25 |
| 西飞国际 | 0628 | 6.38 | 6.82 | 4.93 | 8.57 |
| 百利电气 | 0701 | -0.98 | 2.11 | 5.25 | 9.36 |
| 金晶科技 | 0701 | 0.89 | 3.98 | 8.90 | 13.67 |
| 苏宁电器 | 0701 | 0.00 | 3.08 | 1.21 | 6.58 |
| 伟星股份 | 0702 | 5.11 | 5.11 | 7.20 | 6.80 |

■信息评述

## 上调上网电价 电力行业复苏趋势确立

国家发展改革委发出通知，决定自8月20日起，将全国火力发电企业上网电价平均每千瓦时提高2分钱，销售电价不做调整。

**银河证券：**

7月1日和此次累计的上网电价调整基本可以保证火电企业保持必需的现金流，同时也基本可以保证重点火电公司扭亏为盈，是国家对火电行业进行的又一次政策扶持。虽然此次调整暂未涉及销售电价，但是我们认为电价是资源价格形成机制改革中的重要一环，这一次的调整是逐步上调电价的其中一步。预计2009年一季度是再次上调上网电价的较优时点，上调幅度预计为5%。

**安信证券：**

从行业相对优势变化角度出发，我们预期电力板块的表现将继续优于大市。对电煤价格的限制我们相信仍是现阶段特殊条件下的临时措施，由于市场价与合同价格的差异巨大，我们预期恢复煤电联动是最终理顺价格机制的合理方式。在这一过程中，合同煤占比高的电煤企业如中国神化、中煤能源等具有更高的安全边际。此次销售电价不调整，故对主要用电行业如有色、钢铁、化工等暂时无影响。

**兴业证券：**

我们应该清醒地认识到，电价调整对电力企业盈利能力的恢复只是一个“充分条件”，而其“必要条件”则是煤价的理性回归。我们总体对电力行业的判断仍然是长期看好，无论是行业自身供需，还是企业盈利都将是一个逐步好转过程，而这种趋势或许在奥运会之后会变得更加明确。作为长线投资，我们仍然重点推荐兼具稳定性和成长性的国电电力。同时从现阶段估值角度来看，广州控股、深圳能源等PB在1.3倍左右，也有一定投资机会。

**光大证券：**

能源价格改革的总方向是要按照市场规律与国际接轨，但考虑到电力行业对国民经济的重要性，以及未来煤价走势，我们认为电价调整将分几次完成，电价回归需要2-3年时间。随着电价逐步上调，电力行业将逐步走出全行业亏损的境地，其盈利能力逐步回归到合理水平。由此将为火电行业整体带来交易性投资机会。

**国泰君安：**

本次电价上调并未向下游产生传导效应，电网企业因此将暂时承担相当的成本上升。如果电力真实需求在前7个月基础上进一步回落，意味着经济“着陆”的来临。煤炭供需关系宽松，燃料成本压力减轻会在相当程度上抵消电力需求的减少，电力行业处境可能更加“松弛”。无论从重置成本还是业绩稳定性、成长性角度考虑，国电电力仍然是推荐首选。同时亦建议关注极低估值的国投电力、深圳能源、广州控股，水电公司仍首选长江电力。

**申银万国：**

我们认为扭曲价格的校正没有结束，同时电力需求增速下降带来燃煤需求增速下降，使得燃煤供需偏紧格局得到一定程度的缓解，行业将会尽快恢复到合理的资本回报率水平。电力企业通过煤电联营，加强其对燃煤成本的控制能力，使得其盈利能力的确定性增强。我们维持对行业的“看好”评级，建议买入长江电力，增持国电电力、华能国际、国投电力、桂冠电力、粤电力、华电国际。

**联合证券：**

电力行业未来趋势将逐渐转好，我们认为应选择龙头电力公司，推荐国电电力、华能国际、深能源。就电价上调事件的催化剂效果而言，对上调电价敏感度高的公司受益最大，即净利率低的非龙头小电力公司，周二市场已表现出小公司涨幅大于龙头公司。但是这只是短线资金推动的短期现象，从投资价值而言无疑应选择龙头公司。

## 强势个股机构最新评级(8月20日)

| 个股简称 | 个股代码 | 评级机构 | 最新评级 | 08EPS预测 | 机构估值 | 最新收盘 | 目标空间 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 海螺水泥 | 600585 | 中信证券 | 买入 | 3.08 | 50.00 | 28.60 | 74.83 |
| 金龙汽车 | 600686 | 中投证券 | 增持 | 0.82 | 12.00 | 7.63 | 57.27 |
| 通化东宝 | 600867 | 招商证券 | 买入 | 0.80 | 24.00 | 13.46 | 78.31 |
| 厦门空港 | 600897 | 安信证券 | 增持 | 0.82 | 18.00 | 16.29 | 10.50 |
| 中国神华 | 601088 | 中信证券 | 买入 | 2.05 | 41.25 | 28.76 | 43.43 |
| 焦作万方 | 000612 | 渤海证券 | 买入 | 1.77 | 16.90 | 14.05 | 20.28 |
| 中色股份 | 000758 | 中投证券 | 买入 | 0.80 | 15.00 | 9.79 | 53.22 |
| 中鼎股份 | 000887 | 国金证券 | 买入 | 0.59 | 19.30 | 12.49 | 54.52 |
| 东信和平 | 002017 | 中信证券 | 增持 | 0.50 | 7.22 | 6.48 | 11.42 |
| 大立科技 | 002214 | 安信证券 | 增持 | 0.57 | 17.00 | 12.04 | 41.20 |

## 热门板块机构调研深度透析(8月20日)

| 板块名称 | 市场表现 | 调研结论 | 评级/机构 | 关注个股 |
|---|---|---|---|---|
| 银行业 | 在利好消息推动下，银行股成为早盘带动股指反弹的主要力量之一。 | 在国内经济保持较快增长推动下，银行业2008年高增长依然可期。更重要的是，目前银行股的负面因素已经被市场充分挖掘，随着政策调控的放松，银行业有望率先受益。较低的估值水平则是银行股的价值支撑。 | 中信证券/强于大市 | 华夏银行 浦发银行 |
| 证券业 | 昨日证券板块表现强劲，券商股一度全线涨停。 | 各种创新业务正在成为券商新的盈利点，而未来随着资本市场制度建设的推进，证券业面临着良好的发展机遇。在短期规避风险的同时，可长期关注具有资本优势和业务多元化优势的上市公司。 | 海通证券/中性 | 中信证券 海通证券 |
| 地产业 | 房地产股成为市场大涨的领头羊，其中中粮地产等二三线房企成为领涨板块。 | 旺盛的需求和供给相对不足使房价出现大幅调整的可能性比较小，今明两年将是房企业绩释放高峰期。不过短期内宏观调控对房地产企业的压力不容忽视，但调控也给了业内龙头提高行业集中度的机会。 | 联合证券/增持 | 中粮地产 泛海建设 |

数据由“证券通(http://www.cnsec.com)”提供。

本版投资建议纯属个人观点，仅供参考，文责自负。读者据此入市，风险自担。本版作者声明：在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系