

## 08 各行业利润前瞻 3: 升值的担忧更在股票市场之外

### ——人民币升值对各行业业绩的冲击

2008/02/26

#### 相关研究

《08 各行业利润前瞻 1: 通货膨胀过程中的行业配置思路》

曹光亮/2007-12-15

《08 各行业利润前瞻 2: 所得税改革对各行业利润的影响》

曹光亮/2007-12-15

- 本系列报告的研究目的是探讨 08 年各行业业绩的变动趋势。
- 本系列报告锁定了三个影响行业业绩的主要因素，出口增幅回落（人民币升值速度加快），通货膨胀与所得税改革。本文探讨的是第一个因素出口增速回落（人民币升值速度加快）。
- 从产能调节速度来看，人民币升值难以导致重资产行业出口增速回落。钢铁、塑料制造业出口增速的回落更多为内需扩张的结果，他们不应因升值的忧虑而被错杀。
- 从竞争优势的可复制性来看，人民币升值难以导致资源类、高污染类行业出口增速的回落。这类行业出口增速回落主要因为国内调控导致的供给收缩。而我国调控中行政手段先于市场化手段，因此这类行业凸显的将是结构性投资机会而非利空因素。
- 从价格的传递能力来看，农业（不含畜牧业）、纺织业、非金属制品业、皮革、金属制品业、家具制造、造纸、文教体育用品、橡胶制品将受到冲击。其中非金属制品业、橡胶制品业受到的冲击最为严重，几乎无价格传递能力。
- 总结受到负面影响的行业，它们（未含农业）利润占到全部工业利润的 14.8%，但由于该类行业上市公司较少，所以仅占 A 股业绩比重仅为 1.7%。另一方面，其就业人数却占到全部工业企业的 31.7%。
- 因此，人民币升值带给 A 股市场业绩冲击并不大，但是带来的就业压力（社会稳定）却不容忽视。因此升值的担忧更在股票市场之外。

分析师

曹光亮

(0755) 8249 2672

caogl@lhq.com

## 目 录

一、2008 年市场宏观经济预期及本文研究背景.....	3
二、出口增速回落并不都是坏事—从产能调节速度的差异谈起.....	3
三、资源类、高污染类难受升值影响，出口回落更多预示结构机会。.....	4
四、从价格的传递能力来看，某些定价能力较低的行业将首先受到冲击.....	5
五、升值的担忧更在股票市场之外.....	5

## 一、2008 年市场宏观经济预期及本文研究背景

**出口增幅回落（人民币升值加速）、面临较大通货膨胀压力是市场对 08 年较为一致的预期。**

**本文研究目的人民币升值对各行业的冲击。**

市场对 08 年的中国经济形势有两方面的预期，一是出口增幅回落（人民币升值速度加快），一是 08 年面临较大的通货膨胀压力（尤其能源法的出台与资源品价格机制的改革更强化了这一预期）。

人民币升值导致出口增速回落是人们对明年经济的主要担忧之一。本文从产能调节速度、竞争优势的可复制性、价格传导能力三方面探讨了该因素对于不同行业的影响。

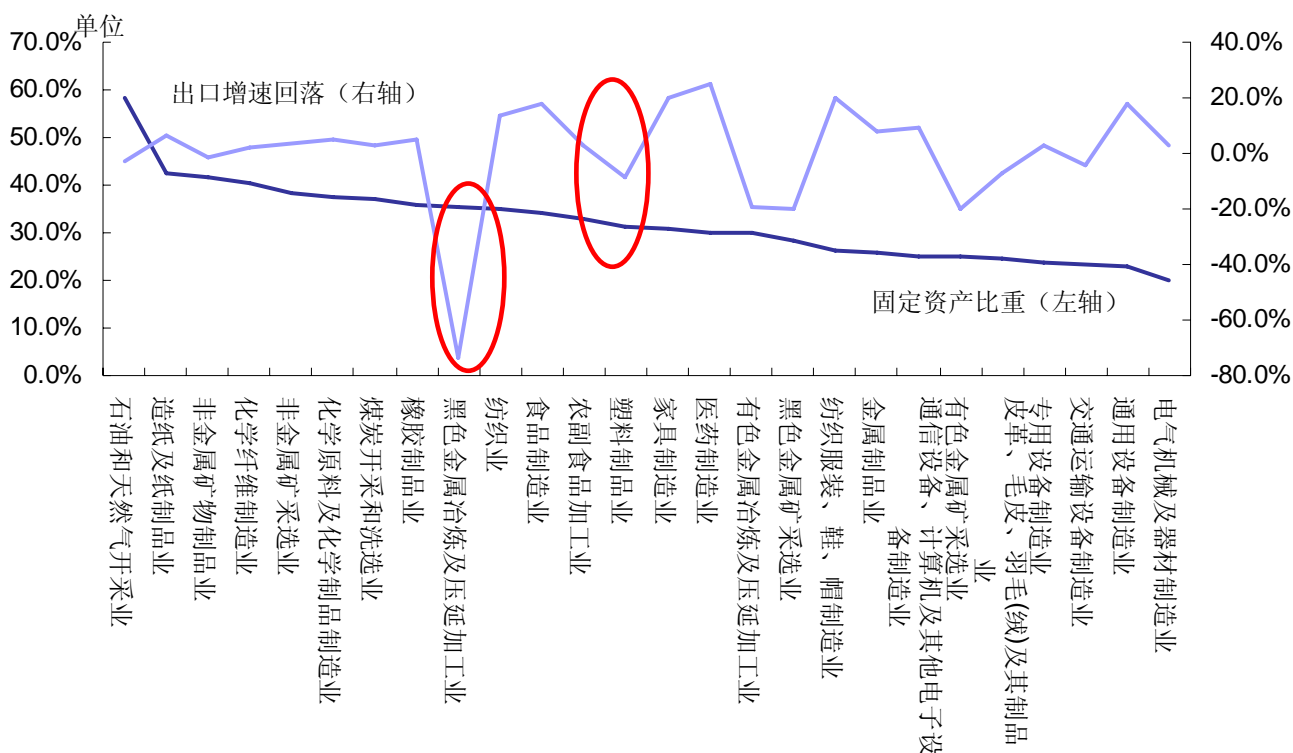
尽管上述三方面并不严格互斥，但由于各有侧重，在研究过程中本文还是将它们并列在一起。

## 二、出口增速回落并不都是坏事——从产能调节速度的差异谈起

**钢铁、塑料出口回落更是由于内需启动**

企业的短期产量决策参照是变动成本，而非总成本。因此短期看来当升值导致企业出口困难时，只要弥补一部分固定成本，企业仍旧愿意强行出口。因此，如果企业的固定成本比重高，那么尽管企业盈利可能因升值而恶化，但我们却很难观测到出口增速的即时回落。

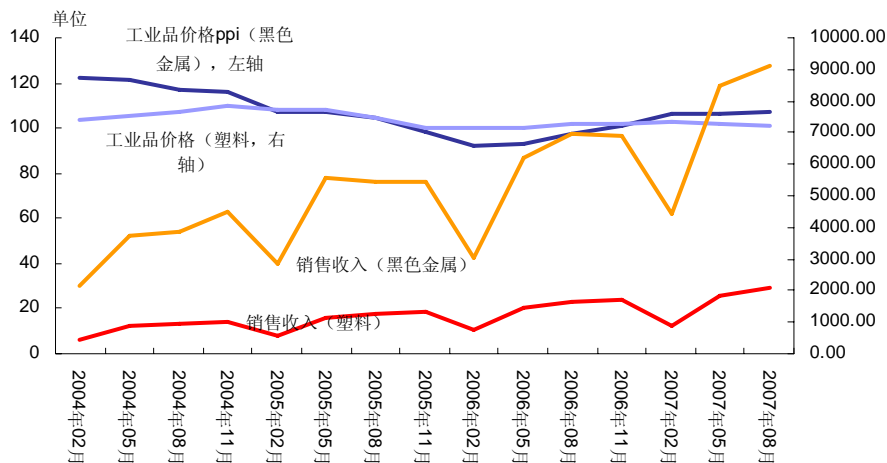
图 1、出口增速回落速度与固定资产比重



数据来源：联合证券研究所。

尽管图 1 中黑色金属压延与制造业与塑料制造业出口增幅回落很快，但是从图 2 中两个行业的 PPI 与销售收入来看，这种回落更多地是内需旺盛的结果。

图 2、黑色金属锻造与塑料制造业 PPI 与销售收入



数据来源：联合证券研究所。

### 三、资源类、高污染类难受升值影响，出口回落更多预示结构机会。

单靠人民币升值难以导致资源类、高污染类行业出口增速的回落。

从竞争优势的可复制性来看，单靠人民币升值难以导致资源类、高污染类行业出口增速的回落。

资源消耗与环境污染将导致大量的外部成本。我国资源、高污染类行业的竞争优势并非来自资源丰富或是技术高明，而是来自外部成本内部化的不充分。大量资源浪费、环境破坏的社会成本转换成企业的竞争优势与利润。尽管难以量化，但结合发达国家的内部化措施来看，人民币升值幅度绝不可能抵消国人不惜破坏未来的竞争“优势”。

这类行业出口增速回落主要因为国内调控导致的供给收缩。由于我国行政手段先于市场化手段，因此这类行业凸显的将是投资机会而不是利空因素。

近期来看，行政关闭、限制出口等手段占据主导地位，将环境指标列入各地政府的考核体系。这将主要体现为供给的突然缩小，从而推动产品价格飙升。比如前期纸制品的涨价，以及近期的黄磷价格飞涨。相应地也产生了银鸽投资、兴发集团等一系列投资机会。我们相信随着节能减排工作的开展，某类产品价格非常而带来的投资机会将继续涌现，这是短期投资机会的所在。

长期来看，此类调控的大背景是政府对于可持续发展战略的追求。其本质解决手段是要对于外部化成本和收益的内部化，统一经济利益相关人与环境利益相关人之间的利益诉求。利用内部化手段将企业侵占的资源、环境等等需要全社会来承担的成本附加给相应企业。比如资源税、生态补偿税、可持续发展基金等手段。此时，在沉重的内部化负担面前微利、低端企业将被淘汰，但产品附加值高、环境保护能力强、资源使用效率高的企业将脱颖而出，进一步提高市场占有率。

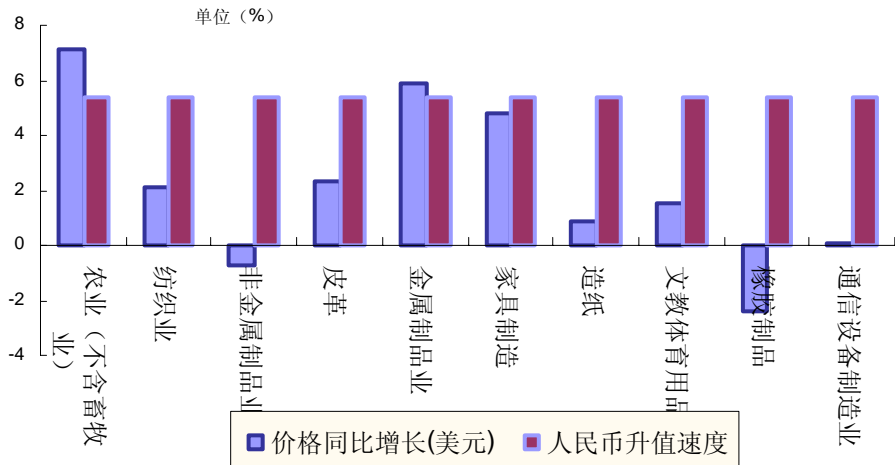
## 四、从价格的传递能力来看，某些定价能力较低的行业将首先受到冲击

已然受到负面冲击的主要行业有：农业（不含畜牧业）、纺织业、非金属制品业、皮革、金属制品业、家具制造、造纸、文教体育用品、橡胶制品

本币升值带给出口交易双方的直接感知就是真实买卖价格的变迁，此举将引发价格的重新谈判。如果卖方具有谈判优势，则升值的负面影响由国外买家承担。如果买方具有谈判优势，则升值的负面影响更多地会由国内卖家承担。

比较 06 年 10 月到 07 年 10 月人民币 5.36% 的升值速度，已然受到负面冲击的主要行业有：农业（不含畜牧业）、纺织业、非金属制品业、皮革、金属制品业、家具制造、造纸、文教体育用品、橡胶制品。其中非金属制品业、橡胶制品业受到的冲击最为严重，几乎无价格传递能力。

图 3、价格传递低于升值速度而受到负面冲击的行业



数据来源：联合证券研究所。

非金属制品业、橡胶制品业受到的冲击最为严重，几乎无价格传递能力。

注：鉴于通信设备制造业盈利对于价格的弹性为负，价格持续下降中的利润扩张是其行业特征故未入选。详见《08 各行业利润前瞻 1: 通货膨胀过程中的行业配置思路》。

## 五、升值的担忧更在股票市场之外

总结受到负面影响的行业，它们（未含农业）利润占到全部工业利润的 14.8%，但由于上市公司较少占 A 股业绩比重仅为 1.7%。因此可以看出，人民币升值对 A 股市场业绩的影响可以说是微不足道。

人民币加速升值对 A 股市场业绩负面影响不大，更直接的担忧将体现在失业率上

但是，这些行业的就业人数却占到全部工业企业的 31.7%，如果人民币加速升值而导致失业率上升，这将会引发 A 股市场什么样的反应，尚值得进一步研究。

## 联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

## 联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

## 深 圳

深圳深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层 邮政编码: 518001

TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 3318

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

## 上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层 邮政编码: 200121

TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

**重要申明** — 本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告为联合证券研究所对研究对象一定时期的分析研究, 其中观点或陈述可能因时间的变化而变化或与事实不完全一致, 如欲了解对该对象最新情况的评述, 谨请参阅本公司最近期相关报告。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。© 联合证券有限责任公司研究所, 2007。版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络联合证券有限责任公司研究所。