

投资策略专题报告

警惕周期性行业的下行风险

武幼辉 投资策略 研究员 广发证券发展研究中心行业研究部

电话: 020-87555888-393

eMail: wyh6@gf.com.cn

周期性行业的估值修复

我们判断整体市场和周期性行业的行情均属于估值修性反弹。从去年底至今,绝大部分行业08年和09年的业绩均明显下调,估值向上修正成为市场回报的主要贡献部分。此外,去年行业跌幅越大、今年涨幅越大的特征,使得本次行情更像存货回补带来的生产企稳一样,是较为典型的超跌反弹。

周期性行业的下行风险

在估值修复性行情下,估值约束成为重要的限制条件。我们认为市场和周期性行业的下行风险在于:

首先,库存的回补只能带来短暂的产能利用率上升,但在需求仍然保持非常低迷走势的情况下,这一过程难以持续。根据我们对上、下游行业的生产、需求与库存等的跟踪研究,大部分行业仍然面临需求萎缩下的产能过剩压力,行业盈利会受到持续冲击(详见第二部分)。

其次,由于基本面限制,我们判断行业向上的估值空间受限。历史上来看,虽然估值往往构成市场回报的主要力量,但业绩的压力放大了估值的影响,基本面仍然起到决定作用。

其三,由于估值空间受到限制,则判断市场的合理估值水平至关重要。我们在年度策略报告中基于三届断EDM模型得到市场09年合理点位是2400点,在目前指数逐渐接近这一位置的时候,我们建议投资者开始谨慎。

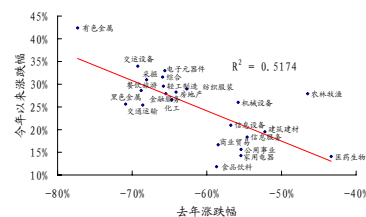
其四,回调时点的判断,我们在之前的报告中认为3月份可能构筑压力,许多投资者也作此念。但市场的最终走势往往和大多数人想法相异。因此,不排除市场提前回调的可能性。

我们建议降低周期性行业的配置比重

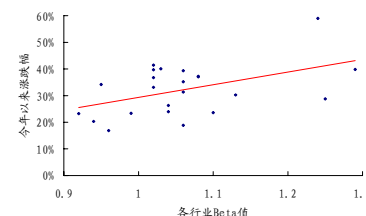
在市场由资金快速推高的过程中,我们无法判断最终的高位。但我们开始建议投资者逐步降低周期性行业的配置比重,转向更为稳健的防御性行业。我们相信,在基本面仍然可能恶化的情况下,投资者应该重新加大防御性行业的配置比重。

基于未来的盈利状况,我们建议近期超配的行业:建筑建材、铁路设备、造纸、食品饮料、医药、电力、券商,警惕部分缺乏基本面支撑的行业(有色、煤炭、钢铁等)。

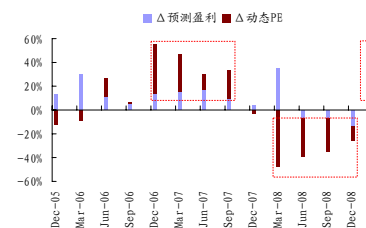
今年以来行业表现和去年表现负相关



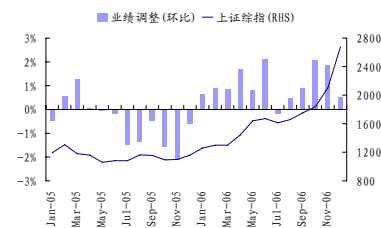
今年以来行业表现和 Beta 值相关



业绩调整放大估值



业绩调整影响市场



目录索引

主要结论与建议	3
一、估值修复下的估值约束	4
（一）周期性行业的估值修复	4
（二）“去库存化”的冲击并未结束	5
（三）上行中的估值约束	7
（四）我们建议降低周期性行业的配置比重	8
二、部分行业观点	9
（一）干散货运输市场（研究员：黄永琳）	9
（二）煤炭（研究员：林红垒）	10
（三）化工（研究员：曹新、吕丙凤）	11
（四）有色（研究员：黄勇）	11
（五）钢铁（研究员：冯钢勇）	14
（六）水泥（研究员：谢永元）	15
（七）汽车（研究员：汤俊）	16
（八）房地产（研究员：沈爱卿）	17
（九）家电（研究员：周瑾）	19

主要结论与建议

自去年年底以来的市场反弹，主要是由周期性行业所带动的。从防御到周期转换的过程在于，最初是部分中、上游行业的存货出清带来原材料回补与生产企稳，使得原材料价格短期回升；然后是流动性指标超出预期、经济预期小幅改善以及陆续出台的政策提振市场信心，周期性行业开始出现大面积反弹。

但总体来看，我们判断整体市场和周期性行业的行情均属于估值修性反弹。从去年底至今，绝大部分行业08年和09年的业绩均明显下调，估值向上修正成为市场回报的主要贡献部分。此外，去年行业跌幅越大、今年涨幅越大的特征，使得本次行情更像存货回补带来的生产企稳一样，是较为典型的超跌反弹。

在估值修复性行情下，估值约束成为重要的限制条件。我们认为市场的下行风险在于：

首先，库存的回补只能带来短暂的产能利用率上升，但在需求仍然保持非常低迷走势的情况下，这一过程难以持续。根据我们对上、下游行业的生产、需求与库存等的跟踪研究，大部分行业仍然面临需求萎缩下的产能过剩压力，行业盈利会受到持续冲击（详见第二部分）。

其次，由于基本面限制，我们判断行业向上的估值空间受限。历史上来看，虽然估值往往构成市场回报的主要力量，但业绩的压力放大了估值的影响，基本面仍然起到决定作用。

其三，由于估值空间受到限制，则判断市场的合理估值至关重要。我们在年度策略报告中基于EDM模型得到市场09年合理点位是2400点，在目前指数逐渐接近这一位置的时候，我们建议投资者开始谨慎。

其四，回调时点的判断，我们在之前的报告中认为3月份可能构筑压力，许多投资者也作此念。但市场的最终走势往往和大多数人想法相异。因此，不排除市场提前回调的可能性。

在市场由资金快速推高的过程中，我们无法判断最终的高位。但我们开始建议投资者逐步降低周期性行业的配置比重，转向更为稳健的防御性行业。我们相信，在基本面仍然可能恶化的情况下，投资者应该重新加大防御性行业的配置比重。

基于未来的盈利状况，我们建议近期超配的行业：建筑建材、铁路设备、造纸、食品饮料、医药、电力、券商，警惕部分缺乏基本面支撑的行业（有色、煤炭、钢铁等）。

一、估值修复下的估值约束

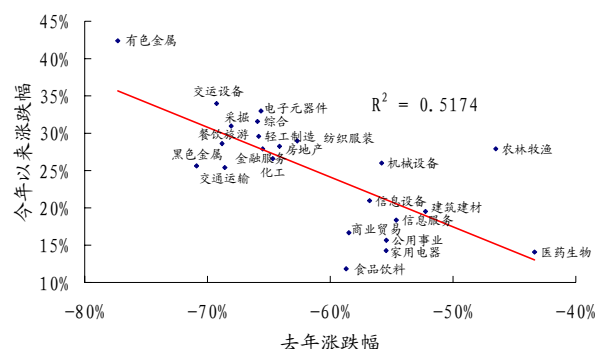
（一）周期性行业的估值修复

我们在之前的月度策略报告（见《2009年2月A股策略：反弹延续，隐忧尚存》）中的分析表明，周期性行业的强劲表现主要源于估值修复，存货出清、产业规划等事件构成了导火索，但并非决定性因素。

其一，我们观察今年以来各行业的涨幅，结果表明其与去年跌幅显著负相关（相关系数超过50%）。有色、汽车等去年跌幅最大的行业，今年表现最好；而类似医药等去年防御性极佳的行业，今年表现最差。涨幅居后的行业，全部都是非周期性行业。

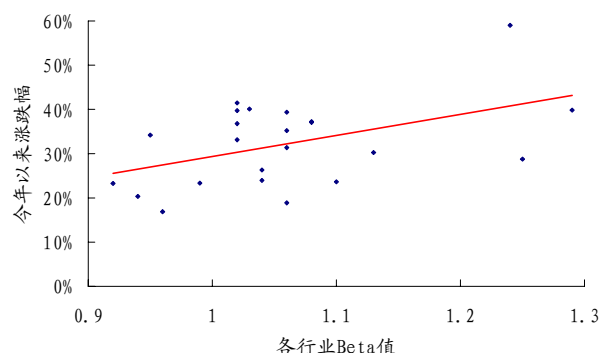
其二，我们观察到，各行业的表现与Beta值正相关。Beta值越大，则超越大盘的可能性越大。特别是，当Beta值高于1.1时，所有的行业均取得大于0的实际收益。

图1：今年以来行业表现和去年表现负相关



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：今年以来行业表现和Beta值相关



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

与此同时，在市場上漲的過程中，絕大部分行業08和09年的業績預測均遭遇下調。其中，周期性行业下调的幅度更大，有色、地产、化工、机械、钢铁等幅度均在5%左右；相比之下，电力、建筑建材、食品饮料、医药等非周期性或者政策明确受益的行业业绩下调较少，电力、建筑建材等甚至出现上调。

在周期性行业股价大幅上涨的情况下，今年以来行业涨幅与业绩被调低幅度出现了负相关。这显示，行业表现的核心决定力量是估值修复。典型如，有色行业业绩下调幅度最大，但市场表现最佳，这已经很明显显示了流动性膨胀带来的估值提升。

表 1: 今年以来绝大多数行业的业绩均遭遇下调, 周期性行业更为明显 (可比上市公司的一致预期)

	净利润预测 (2008 年 12 月 31 日)		净利润预测 (2009 年 2 月 13 日)		今年以来业绩调整		今年以来 涨跌幅
	2008E	2009E	2008E	2009E	2008 调整	2009 调整	
公用事业	-71.49%	155.63%	-72.65%	172.67%	-4.09%	2.30%	18.88%
建筑建材	26.11%	41.62%	15.96%	56.82%	-8.05%	1.81%	23.63%
食品饮料	29.41%	34.92%	20.35%	43.43%	-7.01%	-1.14%	16.88%
医药生物	44.99%	30.74%	45.05%	28.64%	0.04%	-1.56%	20.34%
信息设备	11.87%	34.28%	10.93%	32.70%	-0.84%	-2.00%	26.29%
采掘	6.14%	17.42%	6.71%	14.29%	0.54%	-2.14%	39.86%
金融	24.51%	12.64%	22.86%	11.64%	-1.32%	-2.20%	28.77%
交运设备	-5.75%	18.60%	-8.76%	19.55%	-3.19%	-2.41%	39.38%
农林牧渔	24.63%	34.07%	21.06%	34.31%	-2.86%	-2.69%	34.19%
轻工制造	7.58%	23.67%	4.60%	23.73%	-2.77%	-2.72%	36.80%
电子	-4.33%	22.75%	-6.52%	22.07%	-2.30%	-2.84%	40.09%
餐饮旅游	43.46%	23.17%	38.26%	23.89%	-3.62%	-3.07%	39.72%
纺织服装	0.07%	12.12%	-1.20%	10.01%	-1.27%	-3.12%	37.23%
信息服务	5.36%	13.81%	1.75%	13.90%	-3.43%	-3.35%	23.26%
钢铁	3.38%	-5.59%	-0.90%	-5.05%	-4.14%	-3.59%	30.24%
商业贸易	26.77%	22.01%	22.03%	21.39%	-3.74%	-4.23%	23.96%
综合	954.76%	43.54%	913.59%	42.71%	-3.90%	-4.46%	41.47%
机械	-22.81%	49.01%	-26.60%	49.50%	-4.91%	-4.60%	31.36%
家用电器	18.19%	23.75%	11.75%	24.51%	-5.45%	-4.87%	23.35%
化工	-31.22%	59.94%	-35.16%	60.87%	-5.73%	-5.18%	35.21%
交通运输	-7.86%	0.90%	-11.89%	-1.06%	-4.38%	-6.23%	33.14%
房地产	32.40%	36.17%	23.38%	31.20%	-6.81%	-10.21%	37.07%
有色金属	-26.80%	4.03%	-31.66%	-1.39%	-6.63%	-11.50%	59.02%
全部 A 股	6.88%	18.15%	4.47%	17.22%	-2.26%	-3.03%	24.40%

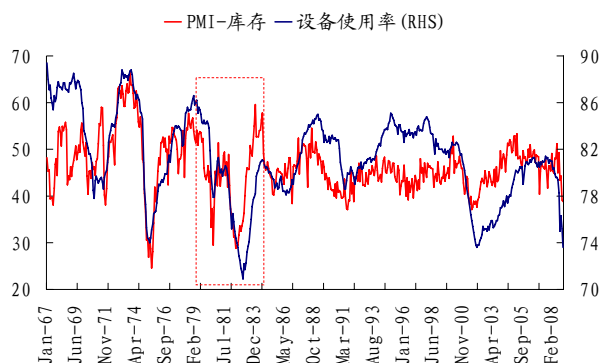
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(二) “去库存化”的冲击并未结束

我们认为, 前期企业的库存状况有所改善, 但压力尚存。

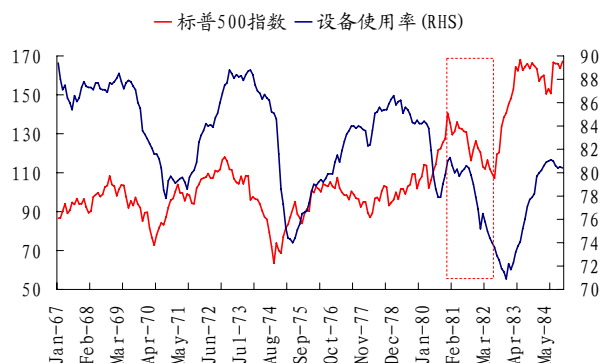
从逻辑上来说, 库存是总需求波动的传导机制, 而非原因。由于库存回补, 我们判断目前整体工业以及部分行业的产能利用率可能有所回升, 带动生产企稳。但如果终端需求持续低迷, 则企业的产成品库存可能重新向上, 并减少原材料库存和生产。在这一过程中, 股价表现有所不同。我们观察美国 1980-1982 年间, 库存的快速清理导致股市和产能利用率回升, 但需求不振使得库存再次向下, 并压低股市和产能利用率。由于总需求还将面临向下的压力, 我们认为目前工业原材料的生产与价格回暖的持续性需要观察。

图3：库存清理有助于产能利用率回升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图4：股市提前反应产能利用率



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

从库存清理的过程来看，理论上说，最好的阶段是产成品降低、原材料回补与新订单上升。在微观领域，我们发现只有极少数行业符合这些条件（造纸、交通和食品饮料）。

表 2：各行业 PMI 指数对比

	产成品		原材料		新订单	
	12 月	1 月	12 月	1 月	12 月	1 月
石油加工及炼焦业	50	53.8	38.9	49.8	43.6	46.2
化纤制造及橡胶塑料制品业	46.7	48.4	35	39.9	29.4	22.6
化学原料及化学制品制造业	50	54.5	43	46.3	35.3	42
有色金属冶炼及压延加工业	65	52.6	42.5	42.3	19.6	36.4
黑色金属冶炼及压延加工业	37.5	40.9	35	39.1	53.9	65
金属制品业	21.1	23.8	18.4	26.2	25.8	30.1
非金属矿物制品业	59	54	43.6	44.7	31.4	29.3
电气机械及器材制造业	38.4	48.9	38.4	44	45.5	52
专用设备制造业	45.6	42.8	36.8	41.1	27.4	47.4
木材加工及家具制造业	54.5	54.7	18.2	36.3	18.9	38.9
造纸印刷及文教体育用品制造业	42.6	37.1	46.3	51.7	43.6	61.6
交通运输设备制造业	42.3	37.8	42.3	45.2	31.6	53.5
纺织业	50	56.2	40.5	35.3	26.8	15.2
服装鞋帽制造及皮毛羽绒制品业	41.9	38.6	38.7	30.8	41	33.6
食品加工及制造业	50	42.3	50	52	45.7	62.4
饮料制造业	50	42.2	50	52.4	61.9	71.1
烟草制品业	35.7	35.8	53.6	60.5	50.7	83.6
医药制造业	50	43.3	50	50	55.6	42.5
通信设备计算机及其他电子设备制造业	36.5	36.6	38.5	34.4	31.7	35.1

数据来源：中采咨询，广发证券发展研究中心

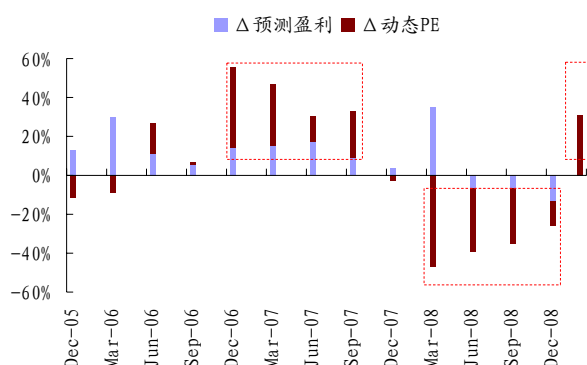
这显示，微观领域的库存状况可能并不如我们想象的那么乐观。一方面，很多行业仍然需要经历“去库存化”过程；另一方面，需求的疲软将限制行业复苏的空间。此外，目前部分行业（比如钢铁）开工率上升而需求可能低于预期，接下来仍然面临考验。

（三）上行中的估值约束

如果周期性行业的反弹是由估值修复而非基本面改善所触发的，我们可以大致判断这一情形的持续空间和时间。

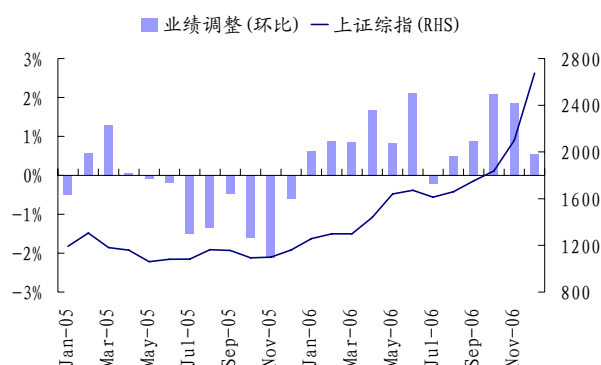
我们认为，如果基本面导致业绩仍然还会向下调整，则市场上行将会受到估值约束。06年前后，在业绩还未形成趋势性上调的时候，估值向上空间有限，使得市场难以出现持续的上涨行情；而在07年，市场业绩不断上调，带动估值随之膨胀；经过这一过程之后，估值向下修正成为08年市场大跌的主因。由此可见，一个重要的结论是，业绩的压力放大了估值的影响，基本面仍然起到决定作用。

图5：06年前后，在业绩还未形成趋势性上调的时候，估值向上空间有限



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

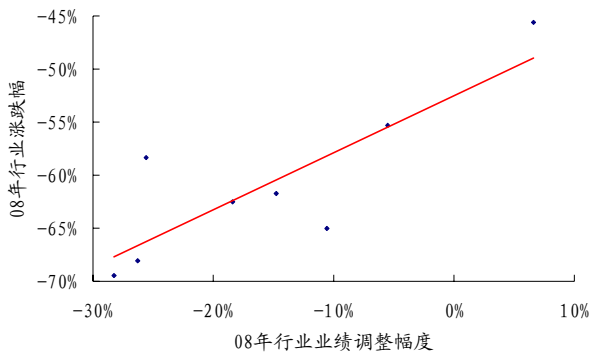
图6：06年前后，在业绩还未形成趋势性上调的时候，市场向上空间有限



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

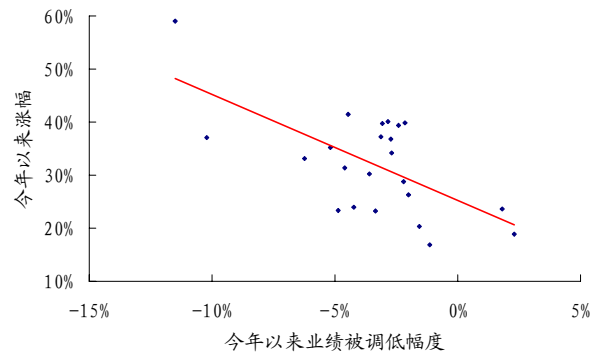
目前，市场估值重新开始向上大幅修正，但这一修正可能建立在08年估值大幅下降的基础上；与此同时，上市公司业绩向下调整。具体来看，今年以来行业表现和业绩调整负相关，这和08年的情形明显相反。因此，如果周期性行业的业绩仍然有向下调整的动力，则上述情形将是难以持续的。同样的道理，对于整个市场来说，也存在这一风险。

图7：08年行业表现和业绩调整正相关



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图8：今年以来行业表现和去年表现负相关



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（四）我们建议降低周期性行业配置比重

由于估值空间受到限制，则判断市场的合理估值至关重要。我们在年度策略报告中基于EDM模型得到市场09年潜在点位是2400点，在目前指数逐渐接近这一位置的时候，我们建议投资者开始谨慎。

关于回调时点的判断，我们在之前报告中认为3月份可能构筑压力，许多投资者也作此念。但市场的最终走势往往和大多数人想法相异。因此，不排除市场提前回调的可能性。

在市场由资金快速推高的过程中，我们无法判断最终的高位。但我们开始建议投资者逐步降低周期性行业的配置比重，转向更为稳健的防御性行业。我们相信，在基本面仍然可能恶化的情况下，投资者应该重新加大防御性行业的配置比重。

基于未来的盈利状况，我们建议近期超配的行业：建筑建材、铁路设备、造纸、食品饮料、医药、电力、券商，警惕部分缺乏基本面支撑的行业（有色、煤炭、钢铁等）。

二、部分行业观点

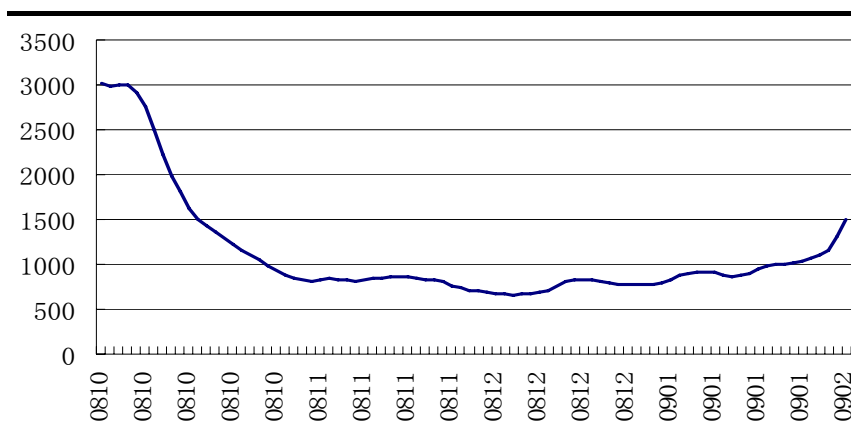
（一）干散货运输市场（研究员：黄永琳）

近期BDI指数出现回暖，从年初的不到800点反弹至今，目前已经企稳在1000点以上，这个结果与我们之前在年度策略报告中的预计一致，一方面，BDI指数在800点左右运营船东并不能盈利，随着恐慌情绪的逐渐释放，指数出现修复性反弹；另一方面，在中国铁矿石库存下降到一定程度后，矿石进口量的增加使得BDI出现明显反弹，12月份我国进口铁矿砂3453万吨，较10月份的3062万吨增加了400万吨左右。但是展望全年，干散货运输需求仍不乐观，根据CLARKSON的近期预计，2009年全球干散货海运需求同比将下降4%。

运力方面，干散货船订单数量仍旧不容小视。根据CLARKSON的统计数据，干散货船订单量截至2008年底达现有船队总量的70%，订单数量十分巨大。从未来的订单交付情况看，2009年交付的订单较2008年增加1.66倍，2010年交付的订单更是较08年增加3.51倍。虽然目前订单撤单现象屡见不鲜，但是我们判断这些撤单多影响的是2010年以后交付的运力。首先，预计09年、10年交付的运力，船东已支付的款项占船价的比重较大，弃单成本相对较高，其次，2009年、10年交付的运力，相对来说是较早签订的合约，新船造价较2010年之后交付的造价要低，弃单的比例相对较小，即便假设2010年交付的运力仍有40%左右的撤单比例，届时的新船交付运力也将达6330万载重吨，规模与2009年基本相当。

从长期看，我们认为在大量订单交付的供给压力下，BDI的反弹高度将受到压制，干散货运输市场将伴随着需求的逐步回暖，陷入缓慢消化前期巨量运力订单的漫长时期。

图9：BDI走势图（2008年10月至今）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

(二) 煤炭 (研究员: 林红垒)

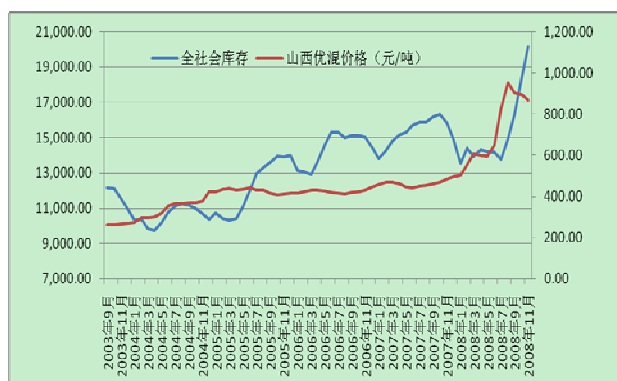
1、全社会煤炭库存变化:

从2003年9月份以来全社会煤炭库存变化情况来看,规律较为明显:每年的第四季度库存开始大幅回落,从次年的二季度开始回升。这是因为第四季度是全年最冷的时期,煤炭消费量最大,而等到次年的二季度开始天气转暖,煤炭需求开始下降,因而煤炭库存开始上升。2008年二季度煤炭库存并没有表现出往年的特征,这与地震及奥运因素导致的全国运力紧张有关。

煤炭库存的下降在于下游行业转暖之后对煤炭需求增大,首先使得冶金、电力行业、港口煤炭库存大幅下降,进而增大向煤炭企业采购,使得煤炭企业煤炭库存下降。即在经济转暖时,煤炭库存下降的次序为 电力、冶金 —— 港口 —— 煤炭企业。

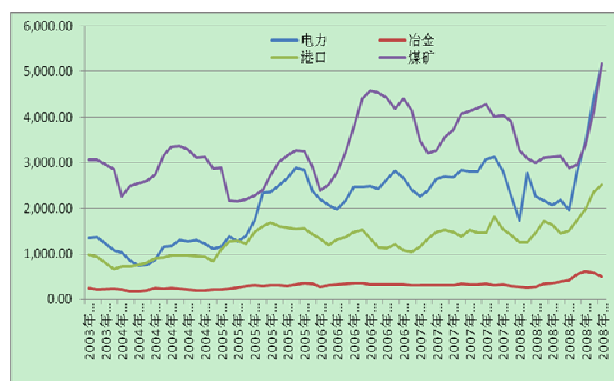
2009年随着宏观经济的下滑,煤炭下游电力、钢铁等行业对煤炭需求将保持低迷,但随着各主要产煤省份限产及对小煤矿治理力度加大,煤炭产量也将持续回落,这将使得煤炭企业库存上升有限。

图10: 全社会煤炭库存变化



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图11: 各环节煤炭库存的变化



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2、生产和盈利什么时候能恢复或者有起色? 为什么?

煤炭的生产成本相对固定,行业盈利主要考虑两大要素:销量及价格。作为最上游的基础能源的煤炭行业,转暖只能静待宏观经济好转。下游的钢铁、电力行业产品产量的增长对煤炭需求增加。煤炭价格也只有需求旺盛之后才有上涨可能。动力煤价格目前仍小幅上涨,但是考虑到季节因素,出去可比性较差的2004年和2008年,按具有比较意义的2005—2007年价格走势来看(如下图所示,相对于各年1月份价格的增长比率),每年四季度与次年一季度都是价格较为坚挺时期,但到二季度开始随着天气转暖对于煤炭需求的下降使得煤价开始走弱。预计2009年二季度由于季节、宏观经济等因素影响,动力煤价会继续下跌。

（三）化工（研究员：曹新、吕丙凤）

大多数企业一季度库存见底，磷肥和玻纤库存消化需持续到二季度。受四季度开工率下调、企业降价销售、部分企业节前集中采购等因素综合影响，国内大多数企业库存消化将在一季度见底，但磷肥和玻纤业库存消化可能需持续到二季度。据我们调研，湖北宜化高价硫磺库存已消化完毕，高价DAP库存约20万吨，云天化的库存则更高。在从2月份开始的高出口关税限制下，磷肥行业的库存消化只有等待政府的政策扶持。玻纤行业由于一季度处于需求淡季，库存还有进一步增加的可能，但二季度随经济逐步好转，库存将逐步降低。但消化库存只是一种短期行为，伴随着国内化工企业自2005年以来的大规模扩张，在产品出口受阻、下游需求恢复缓慢的双重挤压下，在“去库存化”之后消化过剩才能是国内化工企业必须面临的一个长期问题。

企业一季度开工率环比普遍好于去年四季度，尤其是农化类企业。受春耕马上来临影响，目前国内大型尿素企业都保持满负荷生产，去年四季度限产严重的磷肥、复合肥企业开工率也有了大幅度提高，但硫酸钾企业仍以停产为主，各厂家主要以销售库存为主。原材料方面，去年四季度黄磷开工率一直维持在10%左右，经过几个月消化，目前供应有点偏紧，价格有所上涨，但这种状况将随春季开工率的上升有所好转，价格也将有所下降；硫磺企业虽然开工率环比上升，但开工率总体仍不高，需求总体保持冷清；磷矿石企业主要以消化库存矿石为主，国内只有少数矿山开工。

原材料企业开工率整体较低，表明下游企业仍在陆续消化前期库存，随着下游“去库存化”的结束及春耕的来临，我们预计4月份后原材料企业开工率会逐步上升。

整体来看，企业库存的降低是企业主动降低开工率的结果，下游需求无实质性好转、需持续跟踪终端需求恢复情况。受春耕来临季节性因素影响，化肥、农药等农化产品下游需求与四季度环比出现大幅增长，但乙烯、三苯、煤化工、磷化工、聚氨酯、化纤等化工产品的下游需求并没出现实质性好转，建议重点跟踪需求刚性较强的农化产业、持续跟踪汽车、建筑、房地产等终端行业下游需求恢复情况。

（四）有色（研究员：黄勇）

1、库存仍在增加

自09年年初以来，金属价格有色反弹，但与LME的库存也在显著增加，反映出金属市场供应过剩的局面还在增加。而去年四季度由于金属价格急跌而造成需求真空（在价格急跌过程中，产业链的上下游均既接不到订单，同时又不敢下订单，导致正常的消费需求也被抑制）逐渐恢复，短期内下游厂家补充库存，造成金属现货市场有所紧张，但长期来看，整体需求依然低迷。当前市场的供需主要仍是由生产厂家主动减产停产而达到的脆弱平衡状况，因此在未来需求回暖之前，价格已经在成本线附近徘徊的基本金属价格很难出现大涨或大跌。不过，值得注意的是，在各金属品种中，铅的库存增加量是最小的（相对于其他金属库存成倍的增加，铅的库存自08年低位以来只增

加了33%左右），可见铅的供应过剩程度也是最小，一旦金属消费市场回暖，铅价很可能最早反弹。

图12: LEM铜价及库存 单位: 美元/吨、吨

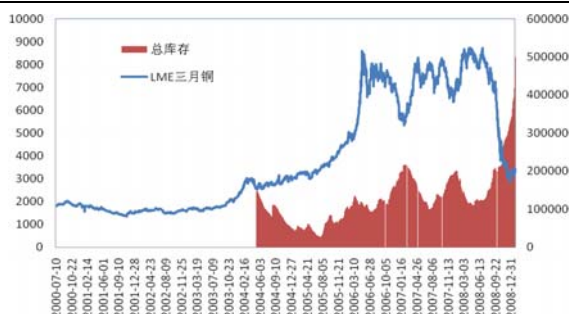


图13: LEM铝价及库存 单位: 美元/吨、吨



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

图14: LEM铅价及库存 单位: 美元/吨、吨

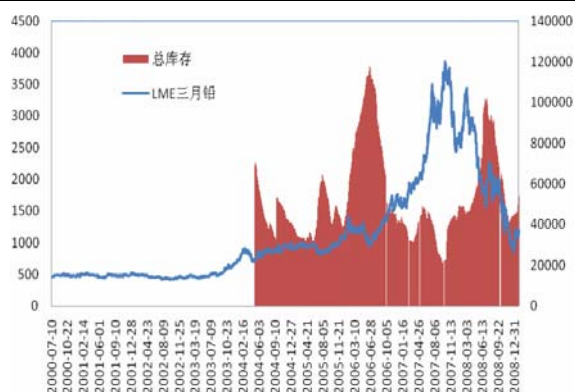
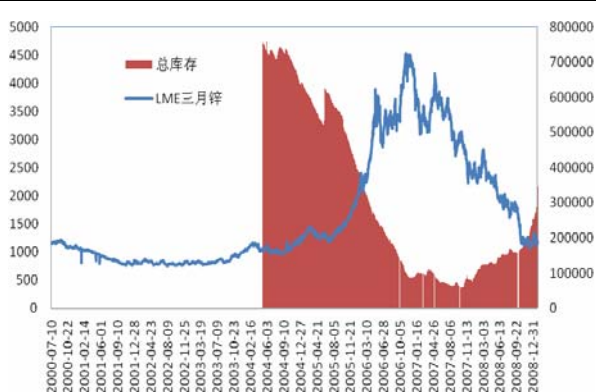


图15: LEM锌价及库存 单位: 美元/吨、吨

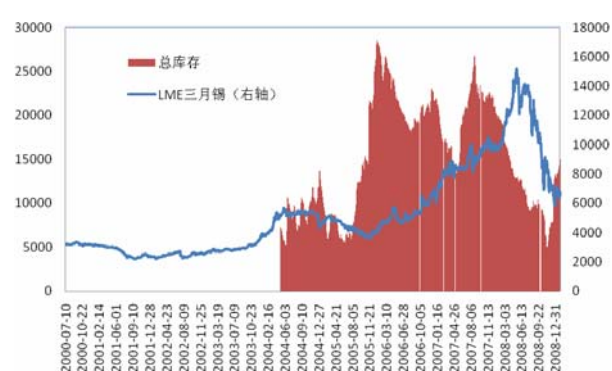


数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

图16: LEM镍价及库存 单位: 美元/吨、吨



图17: LEM锡价及库存 单位: 美元/吨、吨



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表3: LME各金属价格和库存变动

	价格		库存	
	自 09 年初以来涨幅	自 08 年最低值以来增幅	自 09 年初以来涨幅	自 08 年最低值以来增幅
铜	5.69%	20.88%	46.81%	358.56%
铝	-8.34%	8.20%	21.39%	205.38%
锌	-7.81%	10.80%	36.75%	292.78%
铅	9.17%	39.84%	19.82%	32.11%
锡	-3.01%	15.64%	15.58%	198.17%
镍	-10.98%	29.83%	6.52%	94.42%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

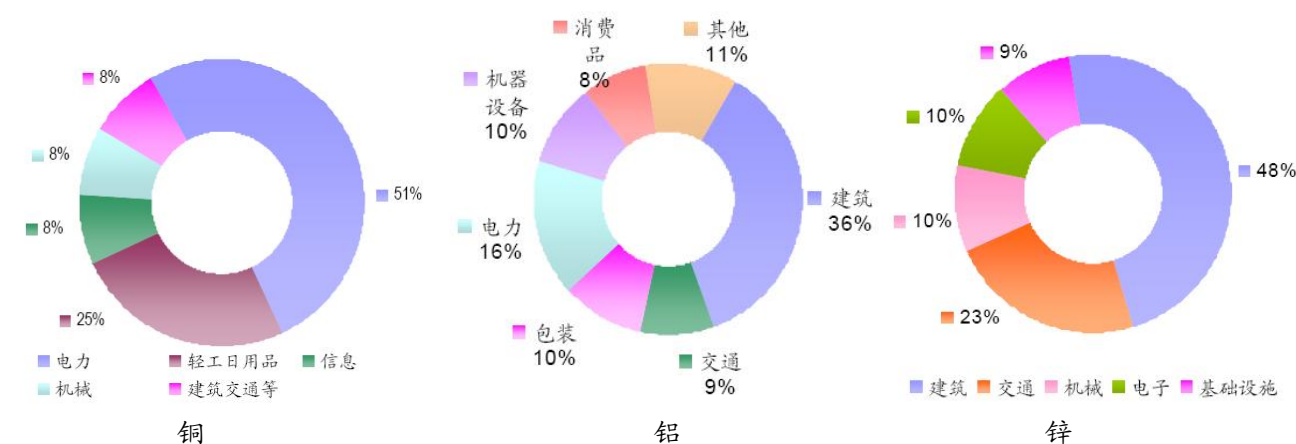
2、需求依然低迷

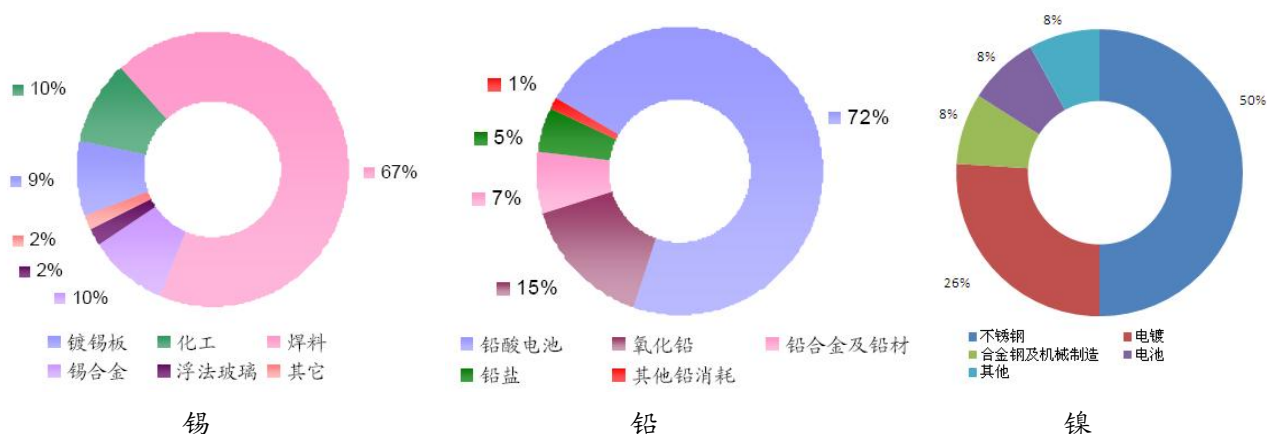
从中国各金属品种的消费结构来看,对金属消费影响最大的下游行业主要在于电力、房地产(建筑)、汽车、家电等行业。而据我们行业研究小组预计,09年国内房地产施工面积将负增长10%~20%、家电产量增长在-5%~10%之间,汽车产量可能保持4%左右的增长,机械的增量为10%,最乐观的是电网建设投入可能增加21%左右。据此估算,2009年国内铜消费增长在6%左右(增长主要来自电网改造),铝消费增长-7%,锌消费增长为-5%;而锡、铅、镍的消费则主要取决于电子行业、铅酸蓄电池行业、不锈钢行业的恢复程度。

3、投资建议:持有

我们维持行业“持有”评级,建议重点关注因金融危机而日益凸显投资价格的黄金矿业公司,尤其是国内黄金矿业公司中唯一的主要利润几乎全部来源于黄金的山东黄金,以及经营稳健、抗风险能力强的海亮股份。同时提醒投资者注意短期市场波动风险。

图18: 中国各金属品种消费结构





数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

(五) 钢铁 (研究员: 冯钢勇)

1、钢铁产量增幅明显放缓

2008年我国和全球经济都出现明显下滑, 钢铁需求压力较大, 钢铁行业已告别高速增长时代, 进入调整期。

从2008年9月份开始, 粗钢产量开始出现负增长, 12月粗钢3779.16万吨, 同比减少10.5%。2008年粗钢产量5.00亿吨, 同比增长2.25%, 钢材产量(含重复材)5.82亿吨, 同比增长3.01%。

我们认为钢铁行业已进入低增长时期, 预期2009年一季度钢铁需求不容乐观, 乐观情况下二季度有所好转, 下半可能好于上半年。2009年粗钢产量可能保持2%左右的微幅增长, 2010年增速可能维持5%左右的低水平。

2、钢铁总需求仍处于较低水平

从2000年至2007年, 我国钢材表观消费量一直保持15%以上的高速增长。然而进入2008年, 钢材内需不足、出口受阻使表观消费量大幅下滑。

据测算, 2008年钢材表观消费量(含重复材)约为5.38亿吨, 同比增长仅为3.64%, 为近10年以来最低水平, 需求萎缩之快, 超出了预期。

我们预计乐观情况下, 未来两年需求增速可能继续保持5%以下的低速增长。若宏观经济增速低于预期, 不排除出现负增长的可能性。

钢铁下游行业中, 基建、铁道、资源与能源等少数行业需求明显放大, 但房地产、机械、汽车、家电等行业需求下滑明显, 目前这些行业需求尚未出现改观。

3、钢材库存水平处于合理区间

一般情况下钢材主要品种社会库存水平为600~900万吨。2008年2月底, 社会库存达到1002.76万吨的近年来最高水平, 2008年下半年行业景气度逐步下滑, 经销商开始迅速清理库存, 2008年11月底, 社会库存降至575.13万吨的低水平。从12月份开始, 经销商在钢价低位逐步屯货增加库存, 进入2009

年1月份，社会库存快速增加，2月初已达到941.74万吨。社会库存的增加表明经销商对钢价后市持较乐观态度。

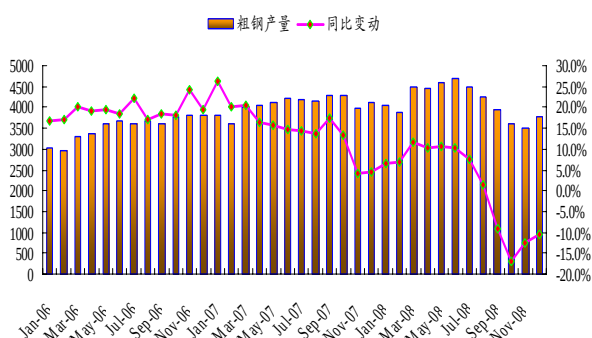
钢材在弱市中滞销，大中型钢厂库存也不断攀升，2008年8月份大中型钢厂库存升至949万吨，2008年第四季度多数钢厂都在艰难地消化库存，目前钢厂库存已降至700万吨左右。

4、钢铁行业投资机会

我们认为虽然目前行业基本面未见实质性改善，但有三类企业值得关注：

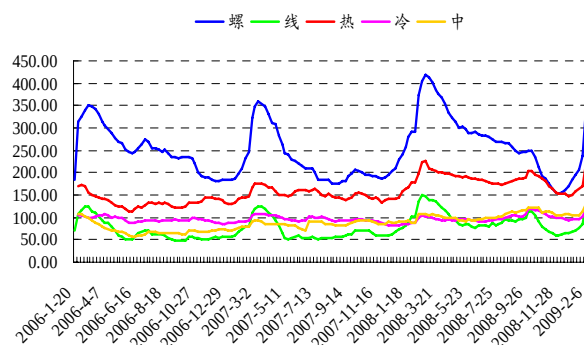
(1) 盈利较为确定的行业龙头：武钢股份、鞍钢股份；(2) 特色型建筑用材钢铁企业：华菱钢铁、西宁特钢；(3) 受益于并购重组的企业：韶钢松山（建材比重高）、柳钢股份（建材比重高）、酒钢宏兴、莱钢股份、济南钢铁。

图19：2006年至今我国月度粗钢产量变动情况（单位：万吨）



数据来源：我的钢铁网，广发证券发展研究中心

图20：主要钢材品种社会库存变动情况（单位：万吨）



数据来源：我的钢铁网，广发证券发展研究中心

（六）水泥（研究员：谢永元）

全国水泥产量由2000年的5.97亿吨增至2007年的13.6亿吨，复合增长率达到11.8%。2008年由于房地产投资和工业投资下降抑制水泥需求，全年实现水泥产量13.88亿吨，同比增长2.41%。水泥行业需求增速下滑明显。

2009年国家4万亿投资计划将刺激水泥需求。据我们估算，铁路和公路等交通基础设施建设将增加拉动水泥需求1.1亿吨，新农村建设将增加水泥需求约2500万吨，而工业投资下降和房地产开发减少将减少水泥需求约3000万吨。总体看，2009年水泥需求比2008年增加约1-1.3亿吨，全年水泥产量约15亿吨，水泥需求增速将有所回升。但是，随着基础设施建设、经济适用房建设加快和提前实施，意味着未来这方面的需求增速会减弱，对水泥需求增速会下降。因此，从中长期来看，水泥行业进入低速增长时期。

受近年水泥行业景气回升影响，水泥行业投资逐步加温，2008年全年水泥行业完成投资额1051亿元，同比增长60.8%。根据水泥协会的统计，截至2008年9月各地区在建生产线208条2008年前9个月已开工建设的新线有208条，投产后将新增熟料产能24177万吨，折合水泥产能约3.5亿吨；其中2008年投产120条新线，新增水泥熟料产能14334.4万吨，水泥产能约2亿吨；另外1.5亿吨将于2009年三季度前陆续投产。由于受国家4万亿投资带来的需求方面的乐观预期，不少企业加快了产能扩张的步伐，我们认为2009年水泥投资仍将维持在高位，这将进一步对2009年和2010年的供给造成压力。今后几年水泥产能增长都将保持高位。

因此，我们认为2008年是水泥行业的一个景气高点，今后几年受行业产能增长过快和需求增速下滑的影响，水泥行业景气将下行。当然，4万亿投资计划将减缓行业景气下行的激烈程度，但可能会延长调整的时间。

（七）汽车（研究员：汤俊）

汽车行业的库存主要包括企业库存与经销商库存。从历年的汽车企业的产销情况分析，行业的厂家库存基本保持在合理水平。2008年受到宏观经济的影响，下半年汽车市场销量增速出现下滑，面对需求的放缓，汽车企业在年底进行了明显的限产，行业全年的产销率为100.38%，厂家库存情况相对2006年与2007年有了明显的减少。

在汽车厂商库存控制的同时，经销商的库存也相对2007年有所下降。我们以乘用车（不包括交叉型乘用车）为例，2008年厂家共销售568.39万辆，其中出口27.82万辆，国内上牌503.67万辆；而2007年厂家共销售531.01万辆，其中出口22.15万辆，国内上牌460.64万辆。

我们认为面对汽车市场需求放缓，行业对市场的把握已经日益理智，不会出现像2005年市场的盲目投产而导致市场价格大幅下调的情况。我们维持在2009年行业策略报告的分析结论，我们判断今年上半年国内的需求将继续下滑，但是到了下半年随着经济的好转需求将逐步回升。同时在明年经济增长的驱动力来自于政府投资的情况下，我们认为行业中商用车的需求将先于乘用车好转。对于商用车各细分行业，我们认为受益于“汽车下乡”的微型车市场和受益于城市公共交通系统建设的大中客市场均将表现出相对平稳的增长。而受到今年排放标准切换带来的透支需求的重卡行业将在明年一季度继续保持下滑的趋势，随着各项工程投资类项目的起步，预计第二季度的需求将开始好转；对于乘用车行业受益于1.6L以下排量车型的购置税减半的推动，行业在该排量区间有较大车型储备的企业销量将受到政策利好的推动。

图21：2008年1-12月汽车行业的产销率

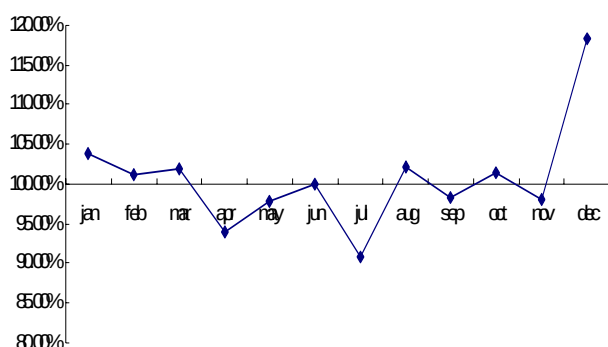


图22：2007-2008年各月份汽车行业库存及其他的数量（厂家销量扣除上牌数以及出口数）



数据来源：汽车工业信息网，广发证券发展研究中心

（八）房地产（研究员：沈爱卿）

房地产的现状是：尽管潜在需求巨大，但是房价很高，这使得有效需求不足，成交量持续低迷，导致了短期的供过于求。

1、现状：房价太高。

表 4：根据房价收入比得出的房价理论降幅

项目	全国	上海	北京	广州	深圳	天津	重庆	杭州	青岛	南京	武汉
2006 年	7.16	11.57	10.14	7.91	7.29	9.00	4.62	8.83	7.37	6.90	7.94
2007 年	7.40	12.21	14.06	9.84	10.77	9.54	5.56	9.90	8.29	7.31	8.87
2008 年	6.69	11.01	14.98	7.51	9.49	9.25	5.15	10.61	7.06	6.30	8.73
房价降幅(房价收入比降到 7)	n/a	36.4%	53.3%	6.8%	26.2%	24.3%	n/a	34.0%	0.8%	n/a	19.8%
房价降幅(房价收入比降到 8)	n/a	27.4%	46.6%	n/a	15.7%	13.5%	n/a	24.6%	n/a	n/a	8.4%
房价降幅(房价收入比降到 06 年的水平)	n/a	n/a	32.3%	n/a	23.2%	2.7%	10.3%	16.8%	n/a	n/a	9.1%

数据来源：广发证券发展研究中心（详情请参考广发证券 2009 年房地产投资策略报告）

表 5：全国及部分城市月供占月收入的比重

项目	全国	上海	北京	广州	深圳	天津	重庆	杭州	青岛	南京	武汉
城镇家庭月可支配收入（元）	3,849	6,685	5,697	6,623	9,089	4,356	3,501	5,786	4,746	5,404	4,061
首付 20%，30 年期月供	1,321	3,489	4,373	2,551	4,419	2,065	924	3,146	1,717	1,746	1,817
月供占月收入的比重（30 年期）	34.3%	52.2%	76.8%	38.5%	48.6%	47.4%	26.4%	54.4%	36.2%	32.3%	44.8%
房价降幅（使得月	n/a	-4.2%	-34.9%	n/a	n/a	n/a	n/a	-8.0%	n/a	n/a	n/a

供占50%)(30年期)

首付20%，20年期
月供

月供占月收入的比
重(20年期)

房价降幅(使得月
供占50%)(20年期)

1,661	4,388	5,500	3,208	5,557	2,596	1,162	3,956	2,159	2,196	2,285
43.1%	65.6%	96.5%	48.4%	61.1%	59.6%	33.2%	68.4%	45.5%	40.6%	56.3%
n/a	23.8%	48.2%	n/a	18.2%	16.1%	n/a	26.9%	n/a	n/a	11.2%

表6: 全国及部分城市住房购租比

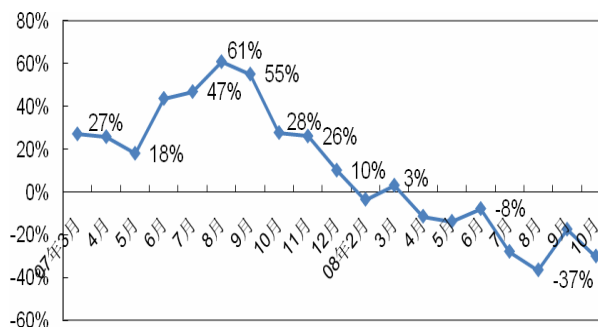
项目	全国	上海	北京	广州	深圳	天津	重庆	杭州	青岛	南京	武汉
租金涨幅	5.5%	10.6%	4.6%	3.8%	9.3%	0.8%	7.0%	6.4%	16.1%	3.9%	0.2%
房价涨幅	19.1%	17.5%	66.8%	16.7%	40.5%	24.9%	24.9%	48.3%	20.7%	15.0%	44.6%
购租比	226	213	319	225	257	248	233	279	208	221	289
房价降幅 (购租比 下降到 200)	11.5%	5.9%	37.3%	11%	22.2%	19.3%	14.3%	28.3%	3.8%	9.7%	30.7%
房价降幅 (购租比 下降到 250)	n/a	n/a	21.6%	n/a	2.8%	n/a	n/a	10.3%	n/a	n/a	13.4%

数据来源: 广发证券发展研究中心(详情请参考广发证券2009年房地产投资策略报告)

2、结果: 销售低迷、短期供大于求。

2008年11月底, 全国商品房空置面积1.36亿平方米, 同比增长15.3%, 增幅比10月提高2.2个百分点。其中, 空置商品住宅7,084万平方米, 同比增长22.9%, 增幅提高4.9个百分点。

图23: 商品住宅销售低迷



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图24: 商品住宅空置面积持续上升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3、主要城市库存情况分析——短期供大于求

表 7: 主要城市库存消化时间

城市	商品住宅可售面积 (万平方米)	月销售面积	库存消化时间(月)
上海	833	80	10.4
北京	1,307	109	12.0
广州	175	49	3.6
深圳	591	36	16.5
重庆	1,449	101	14.3
杭州	393	26	15.1
南京	608	57	10.6

数据来源: 各地房管局网站, 广发证券发展研究中心

数据来源: 注1: 上海和深圳为一手住宅可售面积, 广州和南京为可售住宅面积, 北京为可售期房面积, 杭州为商品房可售面积, 重庆为一手房可售面积。

注2: 北京和深圳为08年11月销售面积, 广州和杭州为08年12月销售面积, 上海和南京为09年1月销售面积, 重庆为08年月平均销售面积。

4、何去何从

走势一: 调整期加长, 房价缓慢下降, 2010年底或2011年开始慢慢复苏。国家一方面希望开发商降价, 一方面出台政策刺激成交量, 但是这些政策出台的早了一点, 因为房价刚在全国范围内开始下降。这些政策给了开发商希望, 可能不利于房地产市场结束调整。

走势二: 调整期缩短, 在政策大力刺激下, 经济企稳, 房地产开始复苏。在大量强有力的政策刺激下, 比如购房退税、购房送户口等等重型政策, 房价慢慢企稳, 在经济企稳后(一般估计是下半年), 房地产市场今年底慢慢复苏。

(九) 家电 (研究员: 周瑾)

1、行业需求下滑明显, 销售下滑和价格战已明显侵蚀部分企业利润; 经济危机的蔓延导致国内电器消费2008年10月后进入不振状态, 出口在10月份已陷入负增长。

表8: 国内限额以上企业的销售增幅(%)

	1 季度	前 2 季度	前 3 季度	10 月	11 月
家用电器和音像器材	22.5	18.3	19.6	0.8	7.5

数据来源: 国家统计局

2008年底，需求减少和大宗商品的大幅降价，使得经销商压缩库存、谨慎下单，制造商出货量和生产随之迅速减少。预计2009年电器多数细分产业仍出现5%至10%的负增长。

表 9：我国主要电器 2008 年生产的增长率（%）

	前 3 季度	10 月	11 月	12 月	全年
家用洗衣机	16.1	-0.5	-10.7	5.1	11.1
家用电冰箱	3.5	3.1	-4.9	28.6	8.0
房间空气调节器	1.1	-22.9	-23.0	-31.4	-4.9
彩色电视机	16.6	-3.2	-17.6	-2.9	6.0

数据来源：国家统计局

随着存货计提跌价准备增加、计提坏账准备增加和营销管理费用相对增加，部分家电企业业绩明显逊于预期。国内、外企业纷纷修正原先业绩预告。

华帝业绩修正：2008年3季度报告中原预计全年净利润1037万元-1926万元，目前已修正为-900 万元至-1050 万元之间；

德豪润达：2008 年 3 季度报告中原预计全年净利润 600 万元-1500 万元，目前已修正为-5800 万元至-6300 万元之间；

九阳股份：2008 年度归属于母公司所有者的净利润为2.8亿-4.4亿元，目前已修正为2.2亿元-3.5亿之间。

日本三菱电机：2008 年 3 季度报告中原预计全年净利润 1200 亿日元，目前已修正为 100 亿日元。

韩国 LG 显示公司：2008 年 4 季度净利润-6,840 亿韩元，2007 年 4 季度为 7,600 亿韩元

瑞典伊莱克斯：2008 年 4 季度净利润-5.16 亿瑞典法郎，2007 年 4 季度为 14.5 亿瑞典法郎。

美国开利：2008 年 4 季度营业利润 1.6 亿美元，2007 年 4 季度为 2.8 亿美元。

收入、利润的下滑程度主要取决于供需、上下游博弈和企业自身战略（比如对于收入、利润的取舍）。因而，没有下游支持的部件企业下滑更为明显。以 LCD 显示屏制造商友达光电为例，2008 年 4 季度财务数据，销售额下降 61.5%。相比之下，LG 显示公司销售额只下滑 3.8%，三星 LCD 部门的销售额只下滑 5.6%。

目前，部分企业采取关闭生产线（松下）、裁减人员（伊莱克斯）、撤出卖场（国内某空调大企）等措施以应对。

2、库存逐步下滑，在建工程和经营网点费用将形成企业现金流和利润的重要压力

电器产业成品库存一般为 2、3 个月（空调行业由于处于淡季而会达到 4、5 个月）。考虑到 2008 年 10 月以来急剧的生产调整，目前库存逐步下滑，下滑幅度的最大值预计在 2008 年 4 季度已经出现。

以空调为例，制造商由于凉夏而在 2008 年 5 月份迅速减少生产，10 月份后由于经济危机更加大力减少生产，2008 年 12 月库存只有 2007 年同期的一半左右。

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

相关研究报告

2009 年 2 月 A 股策略：反弹延续，隐忧尚存	武幼辉	2009 年 2 月 9 日
2009 年 A 股策略：再通胀孕育机会	策略组	2009 年 12 月 16 日

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
200120

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。