

日期：2009年9月3日



李剑峰 屠骏
021-53519888-1972
Lijianfeng86@hotmail.com

总体向好下行业冷热不均 产能过剩带来结构性机会

■ 主要观点：

数据回升态势明朗

在四万亿投资计划以及十大产业调整振兴规划的带动下，工业总体呈现回升态势。PMI 反映后期工业的回升态势将得以持续，但将主要受到出口的制约。随着出口恢复时点的提前，工业生产也将获得新的支撑。但出口恢复到前期 15-20% 的增长水平还有相当距离，对工业的制约影响仍将存在。

结构忧虑犹存

7 月份 PPI-RMPPI 缺口由 6 月份的 3.45% 进一步上升至 7.90%，工业企业利润累计同比增速也由 6 月份的 -21.2% 收窄至 -17.3%。预计 PPI 同比增速在 8 月份触底之后，9 月份将会出现反弹，由此将带动工业企业总体盈利继续恢复。预计上市公司三季度盈利环比仍将上升，增速可能较二季度有所下降。当市场估值回归到合理水平时，业绩复苏预期的结构性修复将为市场带来新的机会。未来银行业三季度业绩环比增速、房地产行业 9-10 月的销量以及有色金属、钢铁行业产能与需求将成为我们关注的重点。

分行业表现冷热不均

轻工业行业运行向好趋势日益明朗；机械工业固定资产投资增幅持续高增长；建材业生产总量继续稳步回升，产品出厂价格有升有降，生产经营环境仍没有根本好转；钢材产量居高不下，库存仍在高位；化工行业投资结构不合理，部分产品面临产能过剩状况，未来风险或有加剧。纺织、服装鞋帽、木材加工、造纸、石油加工、化纤行业的盈利恢复情况较好。

抑制产能过剩带来结构性投资机会

产能过剩行业投资依然较快，产能过剩依旧严重。国务院常务会议研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设的问题。市场对于政策调整的关注会因此由前期的货币政策领域扩展至财政政策领域，在信贷政策紧缩仍将延续的情况下，两者的叠加效应会带来较大冲击。抑制过剩产能的最终目的是为了经济的平稳健康发展，同时也将带来结构性投资机会。

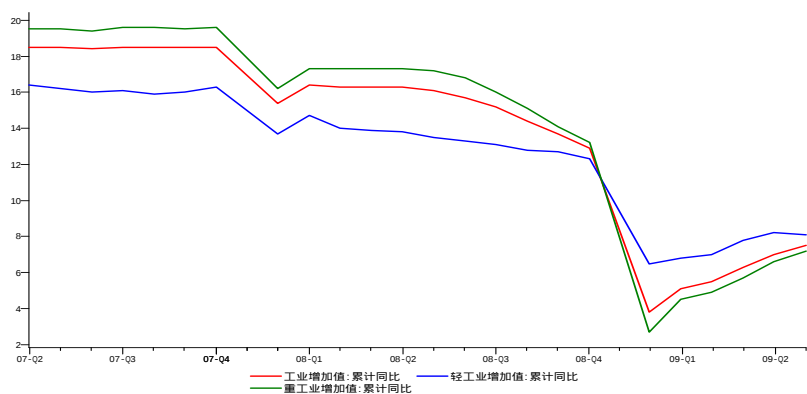
继 8 月 28 日和 8 月 31 日工信部分别公布 1-7 月份工业总体运行情况 & 工业利润情况后，9 月 1 日和 9 月 2 日工信部又陆续公布了钢铁、纺织、船舶、机械、建材、轻工、石化和有色金属等行业的运行情况。数据显示，我国工业呈现企稳回升态势，但后期走势将受制于出口恢复情况。同时，分行业的表现不尽相同，产能过剩行业问题依旧严重。

一、总体回升态势明朗 后续受制出口复苏

1、工业总体回升态势明朗

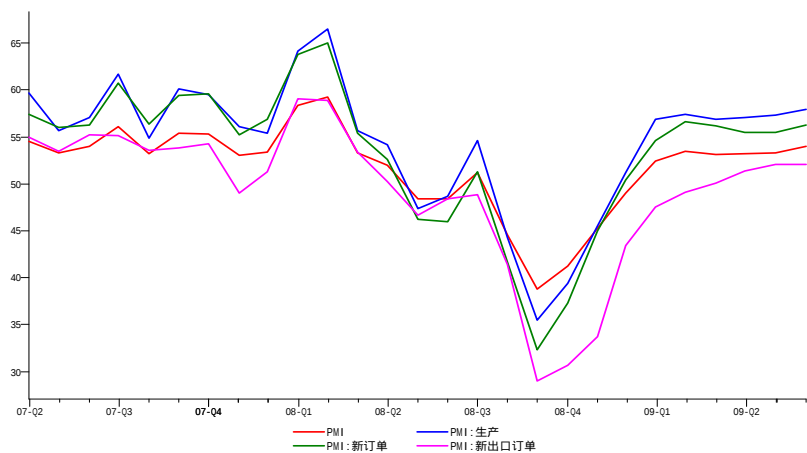
从工业增加值累计同比增速情况看，自年初触及底部后，在四万亿投资计划以及十大产业调整振兴规划的带动下，我国的工业总体呈现回升态势。并且，从反映制造业景气程度的 PMI 指数看，后期工业的这种回升态势将得以持续。

图 1 工业增加值呈现回升态势



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 2 PMI 预示工业后期向好趋势



数据来源：Wind 上海证券研究所

2、后续表现受制出口复苏

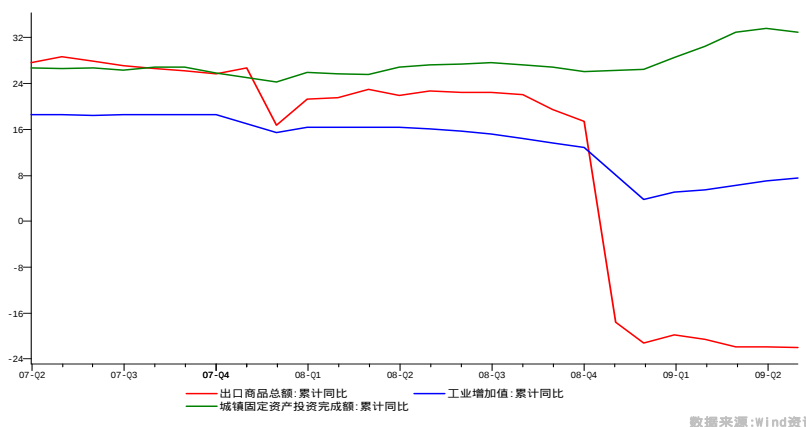
虽然回升的态势将延续，但是工业的后期走势将主要受到出口的

制约。从图 3 可以看出，工业的恢复与投资的高增长密不可分。虽然年内投资增速依旧会维持在高位，但前期的高增长将不可持续，那么出口将成为制约工业后期走势的主要因素。

随着美国经济的好转，日、欧的经济恢复步伐也将有所加快，可以判断我国出口总体走势也将逐渐向好。另外，考虑到去年第四季度出口大幅下滑导致的定基数较低的原因，第四季度，甚至在第三季度末，我国出口将重现同比正增长。随着出口恢复时点的提前，国内的工业生产也将获得新的支撑，从而改善今年以来工业对投资和回补库存的过度依赖局面。

但我们认为虽然出口恢复的时点将提前，但是恢复到前期 15-20% 的增长水平还有相当距离，因此，出口对工业的制约影响仍将存在。

图 3 出口恢复将制约后期工业走势



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 上海证券研究所

二、总体盈利继续恢复 关注结构性忧虑

7 月份 PPI-RMPPI 缺口由 6 月份的 3.45% 进一步上升至 7.90%，工业企业利润累计同比增速也由 6 月份的 -21.2% 收窄至 -17.3%。我们预计工业品出厂价格指数 (PPI) 同比增速在 8 月份触底之后，9 月份将会出现反弹，PPI-RMPPI 缺口进一步扩大，由此将带动工业企业总体盈利继续恢复。

1、业绩环比增长持续

1-7 月，全国 22 个地区规模以上工业实现利润 11107 亿元，同比下降 17.3%，降幅比上半年收窄 3.9%，其中 7 月份实现利润 2165 亿元，同比增长 3.3%。近七成工业行业盈利状况进一步好转。这与 2009 年上市公司中报数据反映的业绩变化趋势基本一致：全部 A 股净利润同比下滑 14.58%，加权平均每股收益 0.19 元，较上年同期的 0.23 元同比下降 18%，净利润环比继一季度增长后，二季度持续增长

36.27%，单季盈利能力逐步好转。

从上市公司盈利恢复行业特征看，盈利曾经被价格扭曲的行业、受益于大规模经济刺激计划的行业、资产减值损失影响消除的行业和上游原材料价格低位运行且下游需求回暖的行业利润提升程度最大。石化、石油、房地产、保险、有色、汽车和化纤等行业共同占据利润占比提高榜前 15 名。1-7 月，石油和化工行业累计共实现工业增加值同比增长 8.3%，比上半年加快 0.5%。1-7 月份，化工行业增加值同比增长 9.4，比上半年加快 0.9%。石油化工行业业绩回升趋势相对稳固。

2、结构分化中的忧虑

我们对上市公司三季度业绩的总体预期是：与年初的低谷相比，超预期的货币投放所带来的经济复苏已经初显成果。目前无论是 PMI 等领先指标，还是工业增加值等同步指标，都已经表明我国经济开始企稳复苏，由于各行业去年三季度景气均处于高点，因此今年前三季度业绩同比大比例报忧应属意料之中，三季度盈利环比仍将上升。

但由于政策驱动力度下降，三季度净利润环比增速可能较二季度有所下降，同时上市公司内生盈利能力能否真正恢复，还有待检验。其中结构性忧虑只要有三点：

第一，来自银行的忧虑。虽然商业银行在上半年投放了巨量的信贷，但由于净息差的收窄，商业银行“以量补价”的策略积极效应不明显。我们预计银行息差第二季度基本见底，下半年会回升。货币政策短期内出现大调整的可能性比较小，但如上调存款准备金率对银行盈利不利。同时上半年资产高速扩张将使中小银行在下半年产生融资需求。我们预测银行业三季报预计同比增长 2%左右，环比增长 1%左右。相对于二季度 6%的环比增长，在全部 A 股净利润占比达 30%的银行业三季度环比增速的回落将成为全部 A 股三季度净利润环比增速放缓的重要原因。

第二，来自房地产行业的忧虑。作为国民经济的支柱产业，上半年房地产市场经历了迅速反弹，为全年业绩乃至明年上半年业绩打下了良好的基础。但是，下半年信贷收紧的预期以及楼市成交量下降的压力也成为行业未来发展的不确定因素。9-10 月商品房销量数据将会对市场对经济复苏预期构成重要影响。

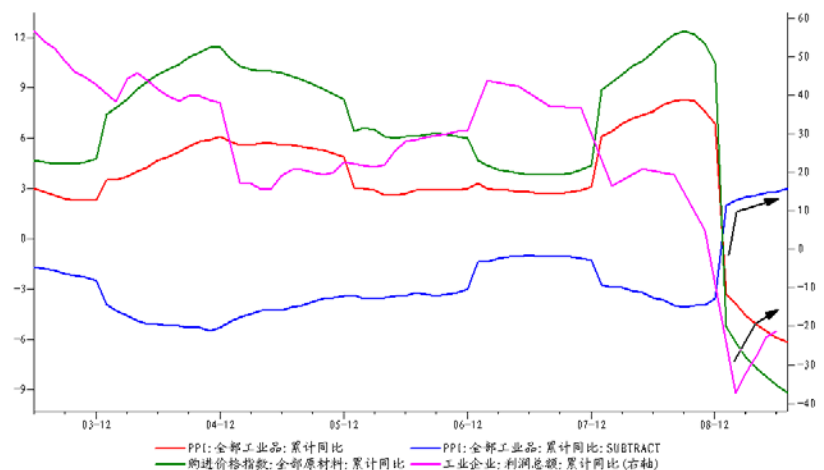
第三，来自钢铁、有色行业的忧虑。1-7 月重点统计的大中型企业粗钢产量小幅下降，同比下降 1.8%，但地方中小企业产量大幅增加，同比上升 23.2%。从品种情况看，螺纹钢、线材、中小型材、铁道用钢和焊接钢管等品种受投资拉动影响，需求有所增长，产量增幅较大；而中厚板、中厚宽钢带、冷轧薄宽钢带等品种由于需求下降、出口减少，供需矛盾较为突出，产量下降较大。1-7 月，十种有色金

属产量为 1392 万吨，同比下降 4.3%，降幅比 1-6 月份收窄 0.8%。受产品价格下跌及需求放缓等因素影响，钢铁、有色等行业上半年业绩普遍亏损，相关公司前三季业绩频频“报忧”，虽然环比业绩复苏的势头已经形成，但产能与需求的矛盾是否对钢铁、有色金属行业业绩复苏构成负面影响值得关注。

3、修正预期 业绩复苏成为驱动力

综合上述 1-7 月规模以上工业实现利润情况，以及上市公司中期及三季度业绩表现及预期，我们认为目前市场的调整压力主要来自于前期对经济复苏超乐观预期的修正，流动性担忧只是催化剂，当市场估值回归到合理水平时，市场将获得强劲支撑。业绩复苏预期的结构性修复将为市场带来新的机会。未来银行业三季度业绩环比增速、房地产行业 9-10 月的销量以及有色金属、钢铁行业产能与需求将成为我们关注的重点。

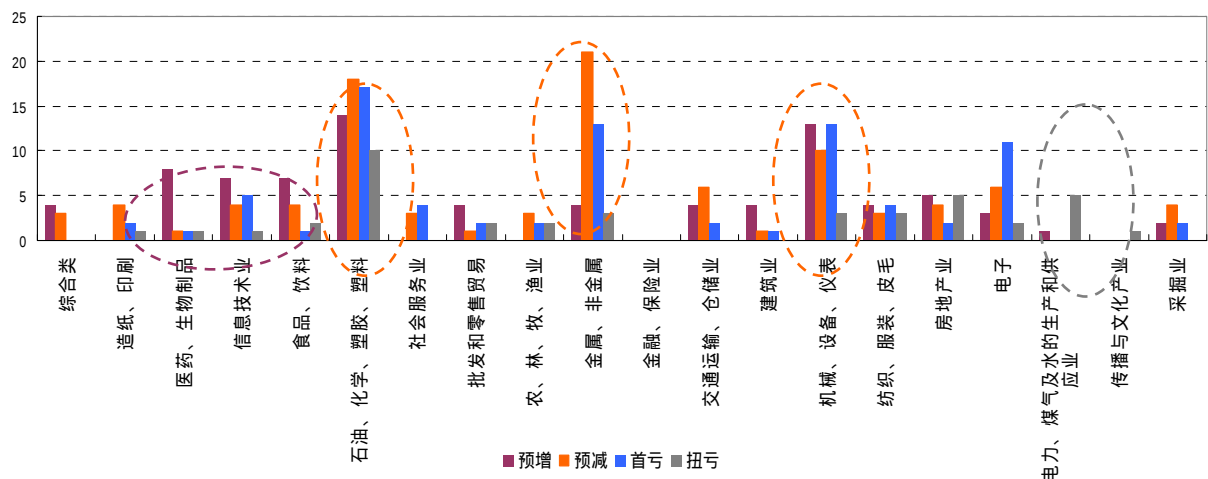
图 4 PPI-RMPPI 缺口扩大带动工业利润恢复



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 上海证券研究所

图 5 三季度行业业绩预警情况



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

三、分行业表现冷热不均

虽然工业总体呈现向好趋势，但是分行业表现不尽相同。数据显示，轻工业行业运行向好趋势日益明朗；机械工业固定资产投资增幅持续高增长；建材业生产总量继续稳步回升，产品出厂价格有升有降，但企业生产经营环境仍没有根本好转；钢材产量居高不下，库存仍在高位；而化工行业由于投资结构不合理，部分产品面临产能过剩状况，未来风险或有加剧。

船舶行业：工业总产值、出口交货值保持两位数增长，但增幅继续呈现下降趋势；新承接船舶订单同比继续减少，手持船舶订单出现连续 10 个月下降，金融危机对船舶行业的影响进一步显现，经营形势未见明显好转。

纺织行业：生产与投资持续回升，出口依然下滑，但是国内外的最新经济数据已显示宏观经济的复苏趋势不断增强，为纺织行业的企稳回升起到了重要的支撑作用。

钢铁行业：钢铁需求有所上升，市场需求有所增长，钢材价格明显上升，行业运行状况也有所好转，但库存仍处于较高水平。

有色金属行业：工业生产企稳回升，有色金属产品价格震荡上行，有色金属企业总体实现扭亏为盈。

石化行业：低位运行，企稳回升趋势放缓，原油天然气开采业和炼油业继续稳步回升，但化工行业回升势头明显趋缓。行业企稳回升的基础仍很不稳固，需求相对不足仍很严重，大部分产品价格低位徘徊趋势不变，投资结构不合理现象较为突出，出口形势仍非常严峻。

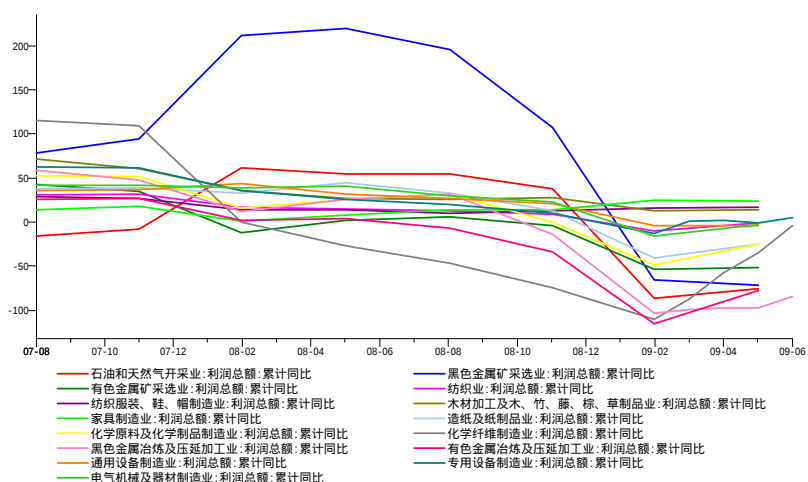
轻工业：工业总产值增速与产销率环比提高，出口交货值走势趋稳。

建材行业 :生产总量继续稳步回升 ,主要产品出厂价格有升有降 ,但建材出口继续下降 ,能源购进价格回升 ,企业生产成本上升 ,建材企业生产经营环境仍没有根本好转。

机械行业 :主要经济指标同比呈稳步回升态势 ,出口交货值继续下降 ,出口降幅有所收窄。从主要产品产量看 ,继续呈现冷热不均的形势。受国家政策带动 ,农机、汽车产品产销两旺 ,大型机械供不应求 ,部分高技术产品畅销。产品价格总体呈下调之势 ,且下降幅度加大。固定资产投资高速增长。

如图 5 所示 ,纺织、服装鞋帽、木材加工、造纸、石油加工、化纤行业的盈利恢复情况较好。

图 6 各行业的盈利恢复情况



数据来源:Wind 上海证券研究所

四、抑制产能过剩带来结构性投资机会

数据显示 ,产能过剩行业投资依然较快 ,产能过剩依旧严重。随着近期市场形势好转 ,一些地方盲目上项目、扩大产能的倾向又有抬头。

据有色行业协会数据 ,有色行业冶炼项目投资热度不减。1-7 月 ,有色金属工业(不包括独立黄金企业)新开工项目投资额为 1514 亿元 ,增长 24% ,同比上升 10.5 个百分点。铜冶炼新开工项目投资额 98.3 亿元 ,同比增长 120.5%;铅锌冶炼新开工项目投资额 186 亿元 ,增长 101.8%。预计今年新增氧化铝产能 300 万吨 ,电解铝产能 200 万吨;新增铜冶炼产能 5 万吨;新增铅冶炼产能约 20 万吨 ,锌冶炼产能约 30 万吨。

据石化协会数据，1-7月，化工行业投资同比增长29.7%，其中，无机酸、化肥、农药、橡胶制品等投资增速在36.2%-43.4%之间，磷肥行业增速达到97.1%，地方投资项目趋同问题突出。

同时，建材、机械、轻工等行业也反映了类似问题。

上周的国务院常务会议研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设的问题，提出要重点加强对钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等行业的发展指导。在当前货币政策已开始动态微调以及外围经济逐渐好转、出口有所恢复之际，市场对于政策调整的关注会因此由前期的货币政策领域扩展至财政政策领域，从而继续受到来自政策方面的冲击。而且，在信贷政策紧缩仍将延续的情况下，两者的叠加效应会给市场带来较大冲击。

不过我们也应看到，抑制过剩产能的最终目的是为了经济的平稳健康发展，将有利于资产市场的中长期发展。同时，这也将带来结构性投资机会。抑制及淘汰过剩产能的有效途径之一就是兼并重组，建议关注管理层重点提及的相关行业的龙头上市公司。

分析师承诺

分析师 李剑峰 屠骏

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。