

2008.08.04

周期性行业反思（上）—策略观点 PK

✍ 章锦涛

张林昌

☎ 21-38676898

21-38676702

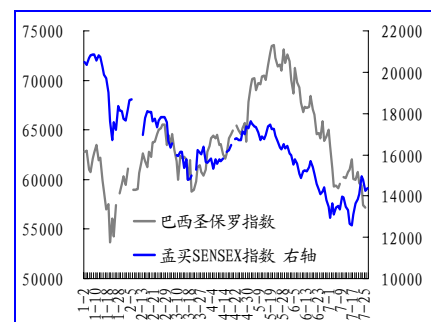
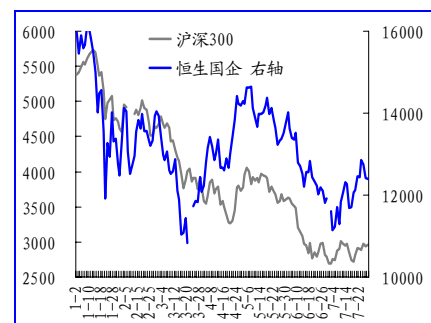
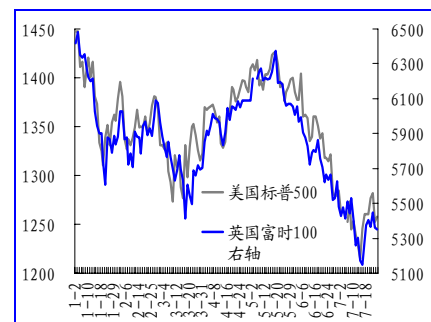
✉ zhangjintao@gtjas.com zhanglinchang@gtjas.com

本报告导读：

- 综合了市场主要的看法和思路,对五大周期性行业自下而上的分析
- 行业配置结论与中期策略基本一致

摘要：

- 下半年的策略报告中，我们遵循成本压力的思路，减配：造纸，钢铁，基础化工，有色，建材五大周期性行业。
- 本次报告中我们翻阅了市场大部分的中期策略报告，汇总了各家之言，将对这几个周期性行业所有的看多、看空观点进行比较分析；在下次月报中，我们会对比以往宏调时这些周期性行业的表现，来和现在进行比较，经过横向和纵向的分析比较，我们最终是希望对这几个周期性行业进行排序。
- 我们对钢铁行业供需数据进行仔细的分析后，认为行业供需平衡非常脆弱，未来两年我国钢铁行业产能很可能会超出预期，而其他的看多理由（国际钢价高于国内钢价、钢铁股估值国内外已经接轨）对行业利好作用很有限。
- 在上半年国际有色价格比较坚挺的背景下，国内有色股下跌了47%；我们发现2000年后至今，美元能够解释70%的工业金属价格，能够解释85%的原油价格。
- 从长期看，有色与原油的价格走势非常一致（甚至超过美元与原油），我们判断美元下半年可能会反弹，从而导致原油和有色价格开始下跌，形成中期头部，实际上从过去几周看，有色和原油价格已经开始大幅调整了。
- 国家对2010年造纸行业总产能的限制，尽管可能执行上有风险，但至少延缓了行业景气度下降的时间，加上人民币对一揽子货币的持续升值有利于缓解进口木浆成本的压力，因此部分景气的纸种存在被错杀的可能。
- 下半年，基础化工行业面临成本压力加剧，下游需求减缓，出口政策不确定等诸多负面影响因素，行业整体投资需要谨慎。但该行业子行业众多，局部机会仍然存在。
- 如果水泥行业每年的淘汰落后产能能够实现的话，08年新增产能是小于新增需求的，不过这个前提是规划政策能够完全实现。09年，如果宏观经济低于08年的话，水泥需求会进一步减少，那么即使考虑落后产能的淘汰，水泥行业也可能供过于求。
- 7月外围市场比较一致的特征是受国际油价和大宗商品价格的回落，各国能源和材料行业都大幅下跌，而防御性的医疗保健、日常消费、公用事业，工业都基本跑赢了市场指数。
- 我们8月仍然维持中期策略的配置建议：超配轻成本压力，并带有弱周期的防御型行业。
- 如果市场反弹，建议关注保险证券作为市场放大器的作用；同时建议特别关注国际油价以及谷物价格下跌受益的石化以及食品饮料行业。



相关报告

成本压力加剧，背靠防御度过寒冬—08年下半年行业配置报告

(08.06.30)

高油价影响尽现—6月行业配置策略

(08.06.02)

1. 中期行业配置回顾—轻成本+弱周期

1.1. 配置线索回顾—企业如何应对成本压力

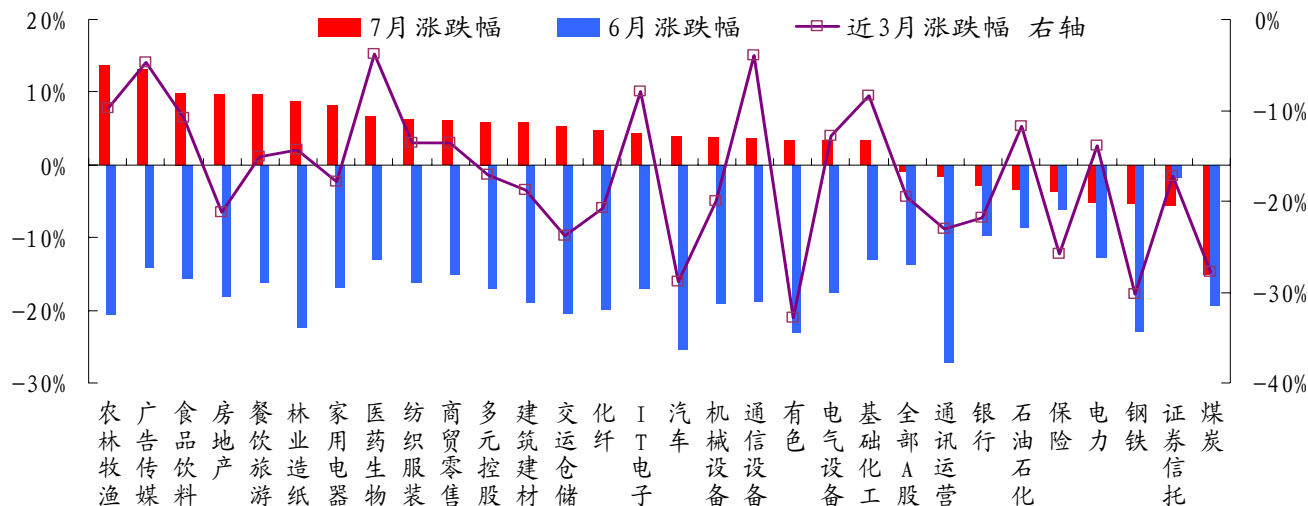
整体经济周期下行，但国际大宗商品价格仍在高位，国内原材料燃料动力购进价格指数节节攀升。在宏观需求回落情况下，企业面对的成本压力究竟有多大成为我们考虑的主要问题。我们在 08 年下半年行业配置报告《成本压力加剧，背靠防御度过寒冬》中，测算了各个行业在面对煤、电、油、人力成本上升，利润可能被侵蚀的程度，并对美、日、韩历史上面对成本冲击下各个行业的盈利情况和资本市场表现做了经验总结。

以此为指导，对 08 年下半年，我们的行业配置思路是：超配轻成本压力、弱周期的防御型行业，同时注意把握政策博弈的机会。建议超配行业主要是：通讯设备与服务、医药、商贸零售、传媒、旅游酒店、服装、食品饮料、电气设备、机场公路铁路、石油石化、电力。

1.2. 行业表现回顾—奥运行情

在月初创出新低后，7 月市场微幅上涨，沪深 300 指数上涨 5.28%。农林牧渔、广告传媒、食品饮料、房地产、餐饮旅游等涨幅居前，而煤炭、证券信托、钢铁、电力、保险、石油石化等跌幅居前。行业的市场表现，呈现大盘股企稳，一些奥运相关概念股得到追捧的特征。值得注意的是上半年表现较好的煤炭行业连续两个月出现大幅调整，市场开始担心在需求回落和政策约束下，煤炭行业景气度可能从高点回落。而房地产行业出现了超跌反弹。

图 1：行业涨跌幅表现（从左到右按 7 月涨跌幅排序）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所，数据截至 7 月 25 日，行业涨跌幅以数据截止日前推相应交易日计算。

2. 五大周期性行业自下而上的分析

我们在中期策略报告中已经详细分析了各行业的成本压力，在这次报告中，我们汇集了各家机构的主要观点，并详细分析了各行业未来的供需状况，在下次报告中，我们希望能从历史的角度来分析各个行业在面临宏观调控的背景下的表现情况。

我们这次从五个方面来对这几个行业进行分析比较：供需情况，成本压力，产品提价能力，子行业多样化，估值在历史的水平。

表 1: 各行业综合评价

	成本压力	行业供需	提价能力	子行业多样化	估值处在历史的水平
钢铁	★★	★★	★★	★	★★★★★
有色	★★★★★	★	★	★★★★★	★★★★★
基础化工	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★
造纸	★★★	★★★★★	★★★★★	★★★	★★
建材	★	★★★	★★★	★★	★★★

注：红星越多分别表示成本压力越小，行业供需越紧张，产品提价能力越强，子行业差异度越大，估值水平越低；我们会在下月的报告增加评价的维度，从而综合得出行业顺序

资料来源：国泰君安研究所

2.1. 钢铁：产能存在超预期可能，供需状况脆弱

钢铁行业今年以来下跌 53%，跌幅超过指数 8 个百分点，是五大周期性行业中跌幅最多的。

对未来钢铁行业的判断，市场主要有四条看多的理由，我们认为除开第一、二条（淘汰落后产能，出口大量增长导致国内供需紧张）理由以外，其余理由对行业实质上的利好非常有限。

表 2: 市场关于中国钢铁行业看多看空主要理由

看多观点 1: 淘汰落后产能，减少供给。	十一五期间淘汰落后产能生铁 1 亿吨，成品钢产能 5500 万吨，08 年计划淘汰炼铁 3706 万吨，炼钢 3820 万吨。
看多观点 2: 钢铁出口仍然有增长的空间	出口关税的上调，已经表明国家对行业出口的政策，更多的钢铁出口不符合国家的产业政策。
看多观点 3: 国内钢材价格与国际钢材价格差距较大。	出口通畅，价差才能发挥作用，水泥、大米，玉米国内外均长时间维持相当的价差。
看多观点 4: 钢铁股的估值已经基本上与国际接轨。	国际钢铁股今年以来表现很不错，而我国钢铁股大幅下跌，相较之下钢铁股估值大幅接近，不过其它国家的钢铁公司对铁矿石的依赖程度更小；国内其它行业里水泥、建筑、保险等行业都有公司估值已经低于 H 股。

资料来源：国泰君安研究所

我们总结了各家机构关于供需的预测，并对其中的数据进行了仔细的分析，认为未来两年我国钢铁行业产能很可能会超出预期。

现在大家对下半年宏观经济下行并无异议，因此需求的减缓毫无疑问，但是我国的钢铁行业恰逢国家施行节能减排的环境，产能的增速并不能十分确定。

我们分析了各家机构对未来供需数据来源发现，现在机构所用数据，大都是根据国际钢铁协会的数据，而钢协的分析方法我们并不了解，如果这个产能预测过低的话，供过于求的情况就会出现（比如一些非钢协的小产能，就很可能没有统计入钢协数据）。

在供需分析思路中，国际钢铁协会给出的数据是，08、09 年中国耗钢量分别为 4.55 亿吨、5 亿吨，同比增长 11.46%、9.89%，粗钢产量 5.38 亿吨，5.86 亿吨，同比增长 9.8%，9%，其余的各家机构分析数据与此并无大的差异。

00-07 年年中国钢铁产量平均增速为 21.36%，07 年增速也有 15.7%，而预测值认为 08、09 年增速仅为 9%，下降幅度很快；此外，08 年上半年行业固定资产投资增速上升为 23%，而 07、06、05 年行业固定资产投资增速分别为 12%、-2.5%、27.5%，投资增速从 06 年开始再次提速，因此未来两年产能压力较大。

产能增速降低到 9% 左右只能依靠淘汰落后产能，国家规定在十一五期间淘汰炼钢产能 5500 万吨，占 07 年产能的 10%，如果这个政策能够完全落实，并能够很好的控制新增的产能，那么预测值才有可能实现。

即便供给的故事能够在节能减排的落实下讲好，未来中国宏观经济尤其是固定资产投资下降的幅度（上半年房地产投资还起了很大的拉动作用，下半年可能无法维持）很可能会超出市场的预期，那么需求的增速也可能会低于市场预期，好不容易供需平衡的钢铁同样会面临供过于求的局面。因此综合两个角度，我们认为钢铁行业现在供需平衡的局面非常脆弱，下半年行业的局面可能会有所恶化。

表 3：市场关于中国钢铁需求的分析：分歧在口径，结论数据差距很小

分行业需求分析	分行业分析，建筑（包括房地产与基础建设）、机械、轻工三大行业耗钢量 08（09）年分别增长 11.9%（5.9%），17.4%（12.5%），7.3%（6.0%），总体未来两年耗钢量增速 12.7%，8%。4.96 亿吨，5.36 亿吨。口径是粗钢。
国际钢铁协会数据	08、09 年每年中国耗钢量为 4.55 亿吨，和 5 亿吨，分别同比增长 11.46%，9.89%。口径钢材。
国际投行估计	08、09 年中国需求量为 4.87 亿吨，5.35 亿吨，同比增长 13.1%，9.9%。口径粗钢。
总结	如果将每吨粗钢产量折合 0.934 吨钢铁产量，那么国际投行的数据与钢铁协会数据完全吻合，分行业分析方法中 08 年的需求数据有 3% 的偏差。

资料来源：各券商策略报告

表 4：市场给出的中国 07-09 年粗钢产量：数据分歧不大

国内机构	4.89，5.37，5.8 亿吨，分别增长 9.7%，8.0%
国际钢铁协会：	4.9，5.38，5.86 亿吨，分别增长 9.8%，9%
国际投行估计	4.88，5.4，5.94 亿吨，分别增长 10.6%，10%
总结	对未来数据，基本上围绕国际钢铁协会给出的预测值在上下波动。

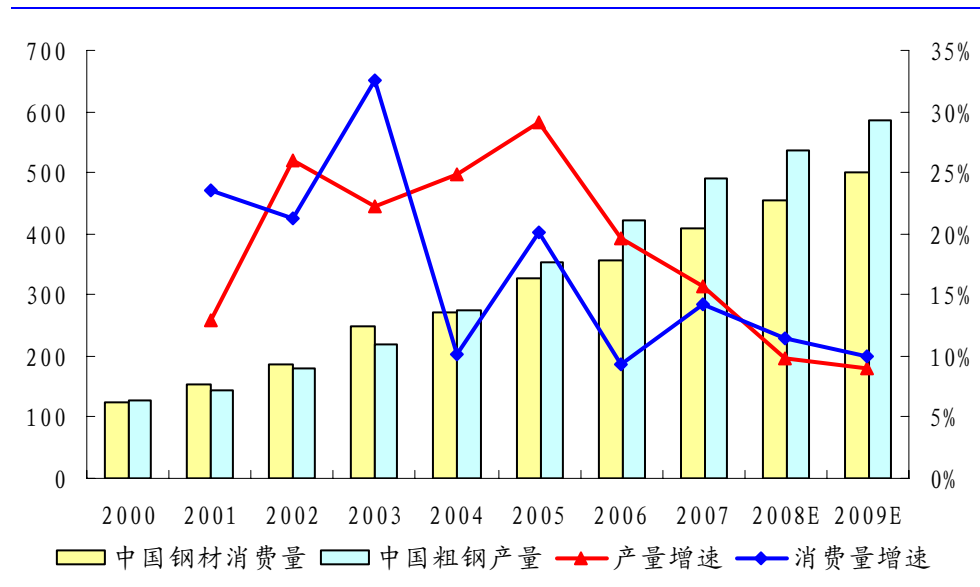
资料来源：各券商策略报告

表 5: 未来中国供需的判断:

	06	07	08E	09E
中国粗钢产能	490	559	615	666
中国粗钢产量 (百万吨)	423.06	489.66	537.65	586.03
折合钢材产量 0.934 折	395.13	457.34	502.16	547.36
中国钢材需求	357.40	408.30	455.10	500.60
出口	37.73	49.04	47.06	46.76
产能利用率	86.34%	87.60%	87.42%	87.99%
产量增速	19.69%	15.74%	9.80%	9.00%
需求增速	9.36%	14.24%	11.46%	10.00%
出口占产量比例	9.55%	10.72%	9.37%	8.54%

资料来源: 国际钢铁协会, 国泰君安研究所

图 2: 按照预测值, 未来两年消费量增速会超过产能 (产量) 增速



数据来源: wind 资讯, 国泰君安研究所

2.2. 有色金属: 美元反弹、油价下跌拖累有色价格

上半年国际有色价格居高不下, 铜铝都创出了历史新高, 国际有色股票表现也非常出色。但与此相反, 国内有色行业上半年大幅下跌了 47%, 跌幅与上证指数相当。

在 08 年中期的策略报告中, 主要卖方的分析师都同意有色整体性的机会消失, 而个别品种或者个股或许还存在机会。

表 6: 从报告题目发掘观点

来源券商	中期策略报告题目	各题目的内在含义是:
中信	关注品种, 优选个股	整体性的机会已经没有了, 挑挑个股吧
安信	成本上升, 盈利面临回落	企业盈利不看好, 要涨只能依靠估值, 要跌的理由很多
中投	有色行业步入防御阶段	周期性行业开始防御, 明显不看好
联合	继续把握局部精彩	行业整体不会精彩的

平安 较大不确定因素下捕捉投资机会 行业风险很大，个股机会看你本事
 国君 价格的波动蕴含投资机会 中期价格波动，长期还是向下

资料来源：各券商策略报告

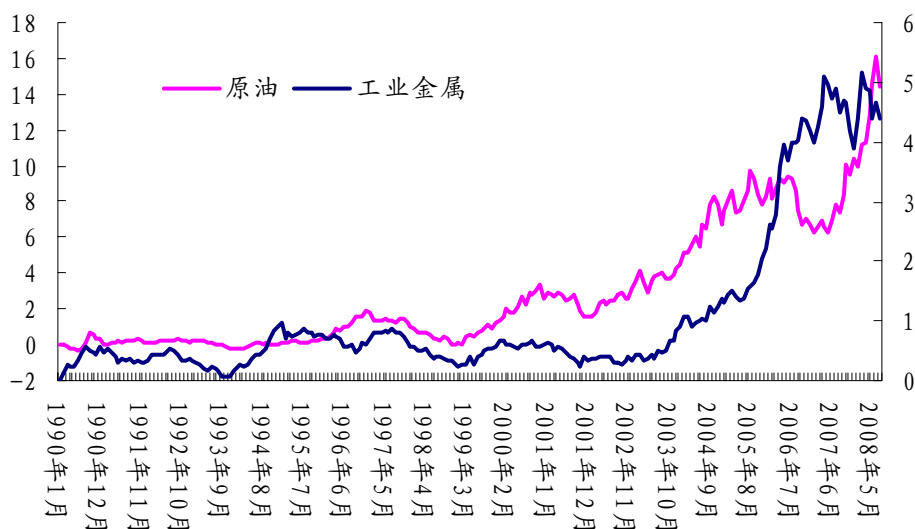
表 7: 有色品种看多、看空的理由

品种	看多理由	看空理由
铜	交易所库存很低，国际铜公司股价表现很好。	世界经济大幅放缓，需求下降；美元反弹；中国成本提升，上市公司业绩表现不好。
铝	中国电力供应紧张，电解铝产能增幅放缓；南非造铝电力紧张。	供给短缺是一次性冲击，原铝的产能增长较快，生产成本提升。
铅、锌	行业整合；低于生产成本以后，下跌空间有限。	价格下跌趋势已成；产能逐步投产以后未来两年供需过剩。
黄金	世界通胀继续，保值价值存在。	美元走强。

资料来源：各券商策略报告

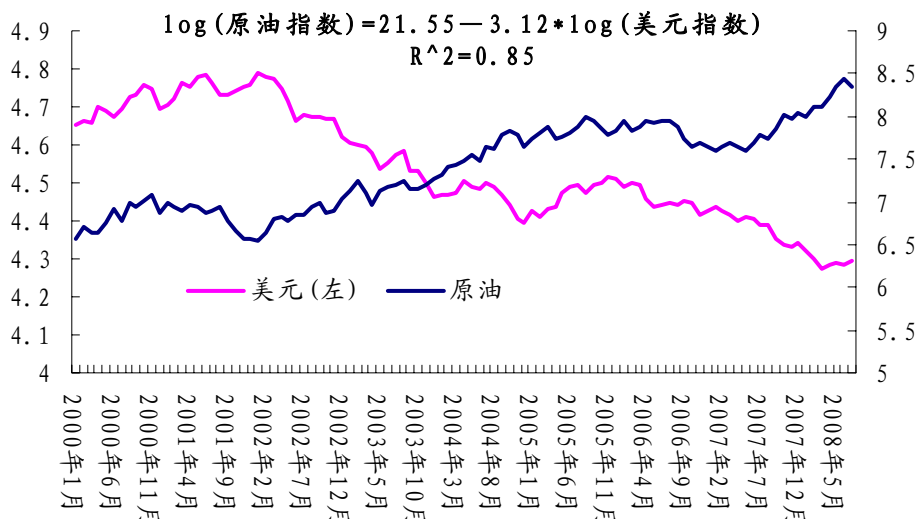
经过我们测算，2000 年后至今，美元能够解释 70% 的工业金属价格，能够解释 85% 的原油价格。事实上，从长期看，有色与原油的价格走势更加一致，我们判断美元下半年可能会反弹，从而导致原油和有色价格开始下跌，形成中期头部，实际上从过去几周看，有色和原油价格已经开始大幅调整了。

图 3: 原油和工业金属长期走势是非常相似



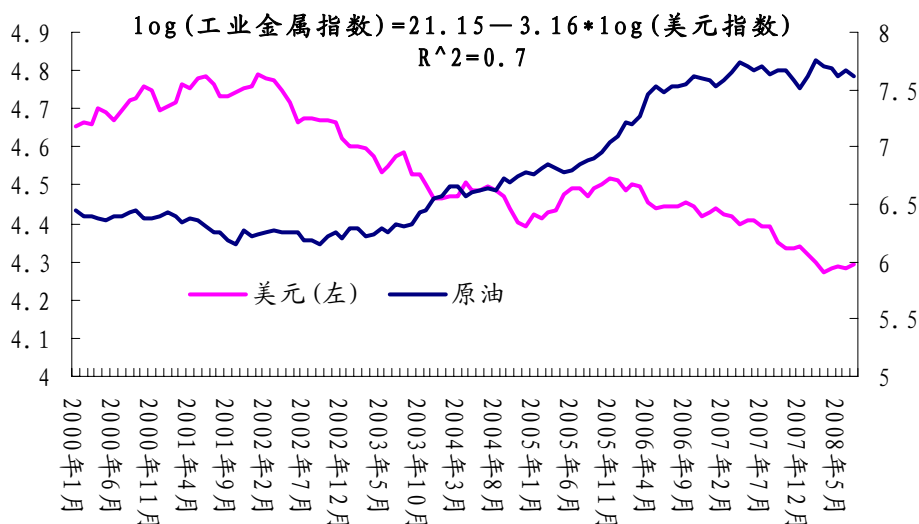
数据来源：bloomberg，国泰君安研究所

图 4: 00 年后美元能够解释 85%的原油走势



数据来源: bloomberg, 国泰君安研究所

图 5: 00 年后美元能够解释 70%的工业金属走势

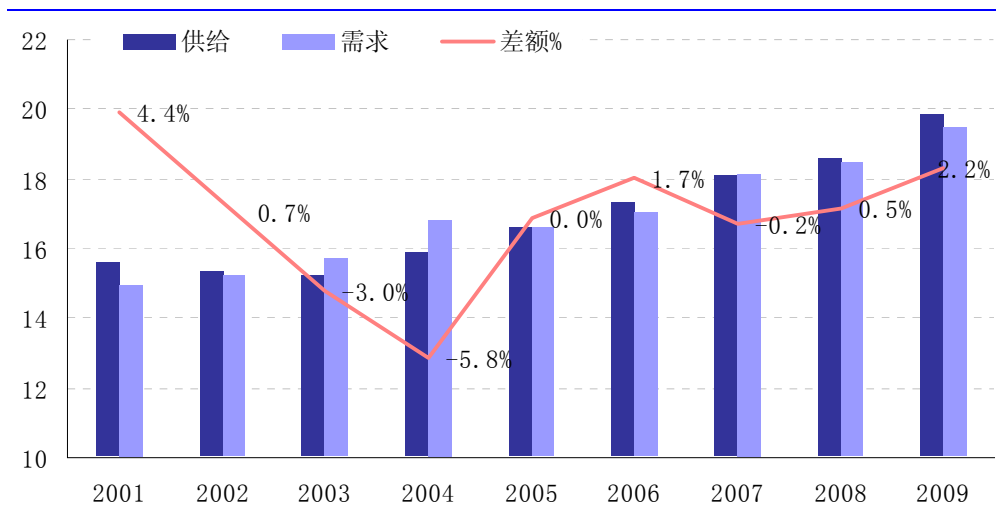


数据来源: bloomberg, 国泰君安研究所

铜: 低库存为价格提供支撑

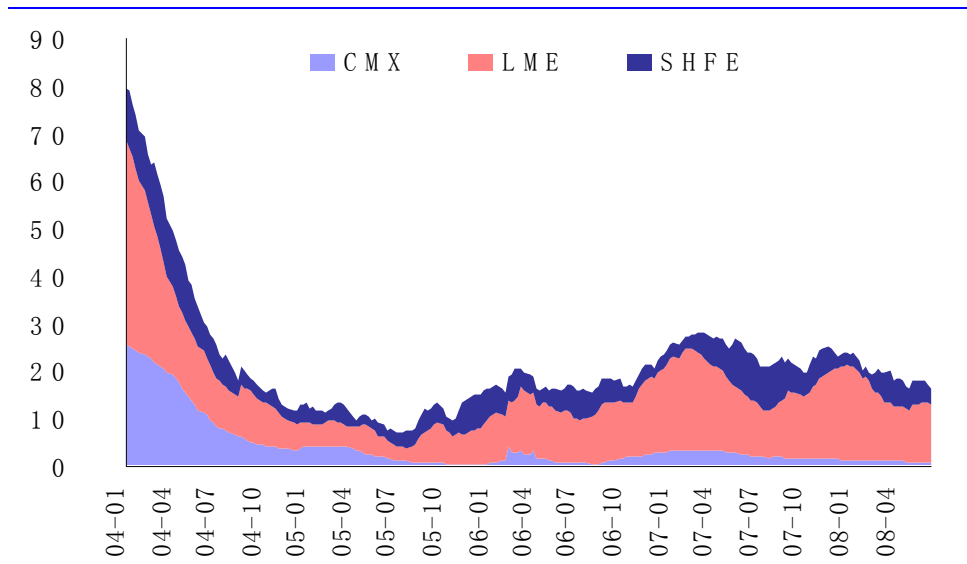
随着中国经济的放缓,除了铜的部分需求在电力设备,这块的需求将继续增长,其他的各个部分的需求增速都有所下降,根据我们有色研究员的供需数据,未来两年铜会从供不应求变为供过于求。值得庆幸的是,全世界三大交易所的库存一直比较低,因此对铜价会有一些支撑。

图 6：未来两年铜的基本面会从供不应求转为供过于求



资料来源：国泰君安证券研究所有色行业中期策略报告

图 7：交易所的铜的库存仍然很低



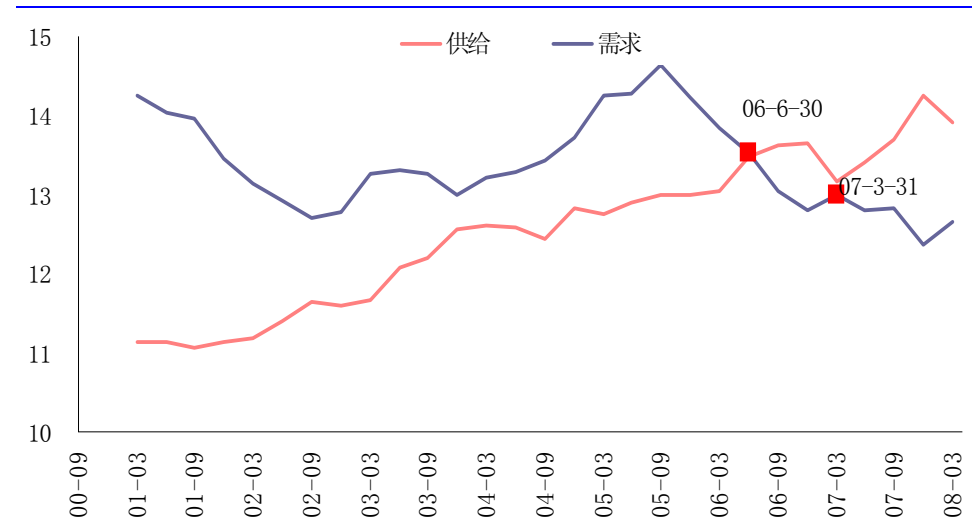
资料来源：国泰君安证券研究所有色行业中期策略报告

铝：供给短缺是一次性的冲击

上半年铝最大的故事就是，中国和南非的电力供应紧张问题，然而随着时间的推移，中国雪灾导致的电力问题或者缺煤导致的缺电都会逐步得到解决，南非电力也在逐步恢复中。

根据 IAI 的统计，原铝的产量逐渐丰富，国内在建拟建产能超过 500 万吨，09 年中国产能为 2090 万吨。国内原铝供给的逐渐丰富使供给的故事在下半年很难再讲下去。

图 8: 氧化铝已经供过于求 (单位: 千万吨)



资料来源: 国泰君安证券研究所有色行业中期策略报告

2.3. 造纸—产业政策执行力度维持行业景气程度

与其他行业一致, 国家在 07 年下半年《关于印发节能减排综合性工作方案的通知》规划十一五期间淘汰落后造纸产能 650 万吨, 占十五末产能的 9.3%。

此外, 07 年 10 月, 发改委颁布《造纸产业发展政策》规划十五末产能不能超过 9000 万吨, 而估计 06 年的产能约是 7000 万吨 (其他行业没有对 2010 年的总产能进行过限制)。

也就是说如果未来政策执行完全的话, 每年的产能增速仅为 6.5% 左右, 而 01 到 07 年中国纸消费增速复合增长 12.05%, 生产增速 14.87%, 从这个量级上看, 产能的限制将为未来造纸行业提供一定的安全边际。

由于这个政策并没有严格责权利的分配, 行业存在风险在于: 国家对新产能的控制比规划松, 导致产能大幅扩张超出预期。因此我们认为国家的发展政策延缓了行业从景气顶点下滑的速度, 但是没有改变方向。

而对于 07 年高速增长的固定资产投资可能会导致 08、09 年产能过剩的问题, 虽然没有具体各分部的投资增速数据, 但是从具体项目投产的情况来看, 主要是制浆和林业的投资增速较快。

影响造纸行业盈利两个重要的因素在于:

进口木浆价格: 下半年人民币对美元升值速度将有所放缓, 同时美元会出现一定的反弹, 因此综合来看, 人民币对一揽子货币仍然将继续升值, 这很有利于缓解行业进口成本的压力。

煤电油人力成本上升: 中期策略报告中, 我们分析各行业成本压力, 如果不提升产品价格, 造纸行业成本压力处在较高水平, 在煤价上涨 20%, 电价上调 5%, 人力成本上升 10%, 成品油价提升 30% 的前提下, 造纸行业 07 年税前利润下调 14%, 作为高耗能行业之一, 国内成本的提升, 是我们中期策略将造纸行业放入减配的重要理由。

综合两项来看, 造纸成本压力应该好于其它四个行业。

表 8：综合结果大致相同：铜板纸、文化纸最看好；白卡纸短期谨慎，中期向好；箱板纸和新闻纸关注走出低谷的契机和时间

	国泰君安	申银万国	中信	国信
文化纸	落后产能淘汰严重，利于价格强势	受益环保，仍有涨价可能。	09 年产能释放，需求稳步增长	中低档文化纸因草浆原料关闭供给短缺
白卡纸	08 年下半年产能投放很多	需求旺盛，新产能逐步投产	产能有限扩张，需求快速增长	产能释放，景气略微下滑
铜板纸	08、09 年无新产能，可以继续看好	短期涨幅较大，下游出现抵制情绪	长期需求稳定，短期受奥运拉动大	景气会持续处在高位。
箱板纸	大企业产品结构调整，整体机会不大	大幅扩产导致行业景气度下滑	08 中期产能释放，出口需求萎缩。	景气下降，关注大企业限产协议效果
新闻纸	仍处在化解成本压力阶段	提价转嫁成本，开始走出低谷	07 年产能释放，暂时无新产能，供过于求	景气回升，但是产能压力存在

资料来源：各券商中期策略报告

经过以上分析，我们认为国家对 2010 年造纸行业总产能的限制，延缓了行业景气度下降的时间，加上人民币对一揽子货币的持续升值有利于缓解进口木浆成本的压力，因此部分景气的纸种存在被错杀的可能。

2.4. 基础化工—细挑子行业

08 年下半年，基础化工行业面临成本压力加剧，下游需求减缓，出口政策不确定等诸多负面影响因素，各家机构的中期策略报告中也多次提到“不确定”“经济放缓”“政策影响”等词汇，因此行业整体投资需要谨慎。但该行业子行业众多，各子行业与经济相关度不同，受政策干预的程度也不一样，可以认为该行业是周期性行业中个股机会最多的行业。

表 9：各家机构主要观点

	国泰君安	申银万国	中信	国信
看好子行业	煤化工，钾肥，磷矿，	化工新材料，钾肥，氮肥，PVC	钾肥，氯碱，有机硅，改性塑料	煤化工，钾肥，氮肥磷肥中的部分，下游公司
投资线索	资源+消费类必须品行业	高油价受益+节能减排	资源品价格上涨+行业结构变化+产业升级	资源+技术优势

资料来源：各券商中期策略报告

不出意外的，各家机构均采取了看好上游+下游，摒弃中游的思路，而且大都看好与农业相关的化肥以及煤化工行业。

钾肥—还有人不好看么？

综合各家机构的观点，可以认为钾肥现在已经是市场观点最一致的行业之一。

短期来看，现在国际市场的钾肥价格仍然在持续攀升中，国际钾肥价格仍在持续的攀升中，巴西、印尼等国已经接受了 1000 美元/吨的价格，IPC 也表示将于第 3 季度分别装运 2 批 2-3 万吨粉状氯化钾到亚洲，价格为 CFR1000 美元/吨。由此来看，国际市场氯化钾价格在年内达到 1000 美元/吨几乎是没有任何悬念。

中期来看，全球剩余产能的 72% 集中于加拿大 PotashCorp 公司，调控力非常强。同时，国际寡头供应商为维持全球钾肥供给相对紧张的局面，还会继续维持较低

的开工率。

主要问题在于：市场投资品种过于单一，好公司只有盐湖钾肥、冠农股份，中信国安，而且盐湖还在停牌。

磷矿石—比磷肥更好投资

受磷肥需求旺盛的拉动，加上一季度云南电力紧缺，黄磷价格 08 年来持续上涨，由于煤价的持续上涨，云南电力企业发电小时数不容乐观，下游磷肥的需求仍然将继续，但是与磷肥相比，磷矿石的成本压力更小（没有硫磺成本压力），而且定价能力更强，同时下游磷肥关税放开以后，如果出口畅通，国内需求必定大幅增加，上游需求也必定增大；如果需求不如预期，产能过剩，上游企业受负面影响也 smaller。

煤化工—中国特色投资主题

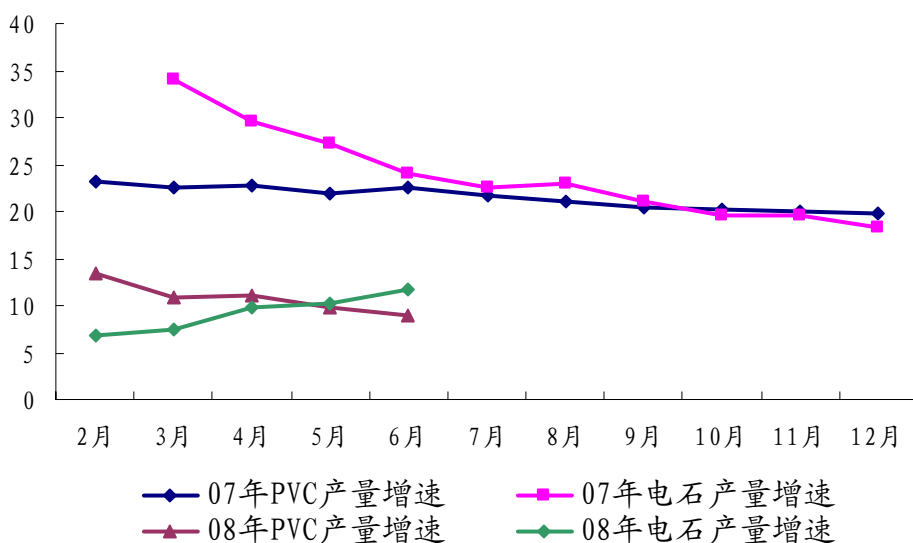
1、煤炭焦化及后续电石乙炔化工

看好理由：技术成本优势明显，以电石价格 3700 元/吨（含税）、乙烯价格 16000 元/吨（含税）计算，电石法 PVC 成本为 7209 元，而乙烯法成本为 10423 元，成本打了 7 折，电石法 PVC 工艺比乙烯法生产工艺更为简单。

不看好理由：焦炭价格不断上升，以及 07 年以来国家对电石产业多次进行节能减排的产业政策，08 年以来我国电石价格不断攀升，压缩了电石法生产 PVC 的企业利润；PVC 行业需求减缓明显，可能面临供过于求得局面

尽管有新的技术，但是这种新技术的壁垒并不突出，导致行业产能的快速增长，同时经济下滑需求减少，行业面临供过于求，需要谨慎，但仍可以看好西部地区一些具有成本、资源优势的一体化企业。

图 9：08 年来 PVC 和电石的产量增速均大幅下滑，PVC 需求可能有所减缓



数据来源：bloomberg，国泰君安研究所

2、煤气化后利用合成气生产多种化学品

看好：由于下游产品同质化程度非常高，生产成本的提升决定了企业的竞争力，

看好拥有煤炭资源以及技术领先的企业。

问题：煤气化只是一种技术，最终企业盈利除了技术水平以外，还需要考虑气化后的化学品的市场情况。

3、煤直接间接液化生产燃油烯烃

看好理由：成本低，以神华联产的 30 万吨煤制烯烃设备为例，吨煤加 250 元，成本仅为 4316 元/吨，相当于原油在 40 美元/桶时的制造成本。

问题：项目投资金额大，技术壁垒高，二级市场可投资标的的不多

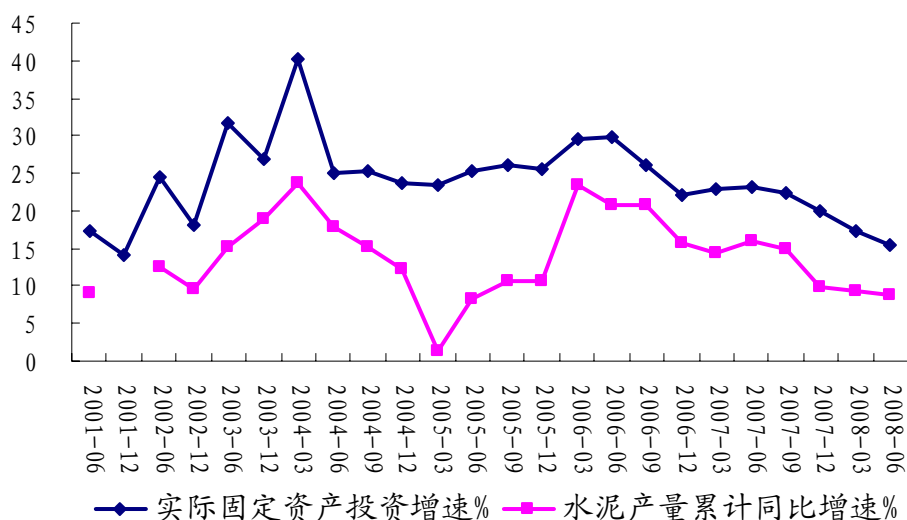
2.5. 建材：成本压力影响最大

水泥一需求下滑风险长期存在，成本压力排名第一

市场普遍预期中国水泥需求能够维持 10% 左右的增速，我们认为实际需求增速会低于市场预期，并在下半年体现更为明显，粗略估计 08 年需求为 7000 万—1 亿吨。

水泥需求是一个与固定资产投资密切相关的行业，由于上半年房地产的固定资产投资增速仍然超出预期，而房地产投资金额占总固定资产投资金额比例为 25.8%，比 07 年底 24.3% 还略有提高，但是由于行业的景气度已经大幅下滑，如此快速的投资增速无法维持，我们预期下半年整体固定资产投资增速会继续下滑。因此水泥需求下半年也会受到更大影响。

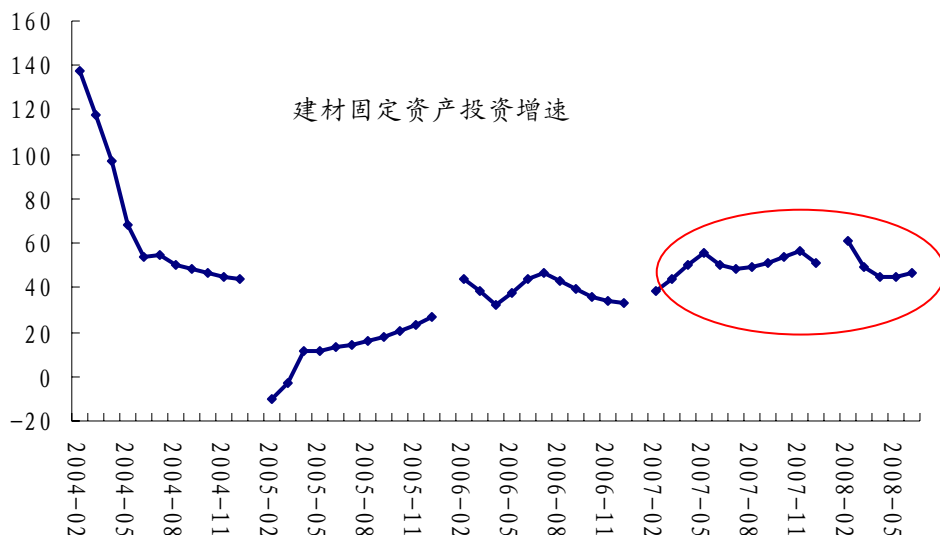
图 10：实际固定资产投资增速与水泥产量增速的关联度是很高的



数据来源：wind，国泰君安研究所

从水泥供给的角度，如果没有节能减排的政策指导意见，水泥行业必定是供过于求的，从行业的固定资产投资增速来看（07、08 投资增速维持 50% 左右），未来 1、2 年产能投放很快，预计每年新增产能能够有 1 亿吨左右投产。（产能的投放上各家机构数据不一，没有见到自下而上的具体产能预测，因此 1 亿吨是略微偏少的水平）。

图 11: 建材固定资产投资增速 07、08 年都维持高位



数据来源: wind, 国泰君安研究所

在发改委制定的十一五淘汰落后产能的规划中,要求在十一五期间淘汰 2.5 亿吨水泥熟料产能, 07 年淘汰了 6000 万吨左右(研究报告给是 5000—7000 万吨),也就是说未来 4 年, 每年淘汰 5000 万吨左右。

在综合考虑水泥需求和供给以后,发现如果每年的淘汰落后产能能够实现的话, 08 年新增产能是小于新增需求的, 不过这个前提是淘汰落后产能能够完全实现。09 年, 如果宏观经济低于 08 年的话, 水泥需求会进一步减少, 那么即使考虑落后产能的淘汰, 水泥行业也可能供过于求。

玻璃—基本面弱于水泥

市场分析师对玻璃行业普遍看淡,认为基本面差于水泥行业,我们完全认同市场的观点,并总结几条重要的看空理由:

据我国建筑玻璃与工业玻璃协会统计,2007 年我国新投产浮法玻璃生产线 19 条,新增产能 6260 万重量箱,相比 2006 年有所放大。而协会统计的在建浮法玻璃生产线 30 条,产能规模达到 11350 万重量箱,玻璃企业处于新一轮产能大幅扩张期,而从 08 年数据来看玻璃行业的产销率在持续下降。

图 12: 07 年玻璃行业新增产能高于 06 年

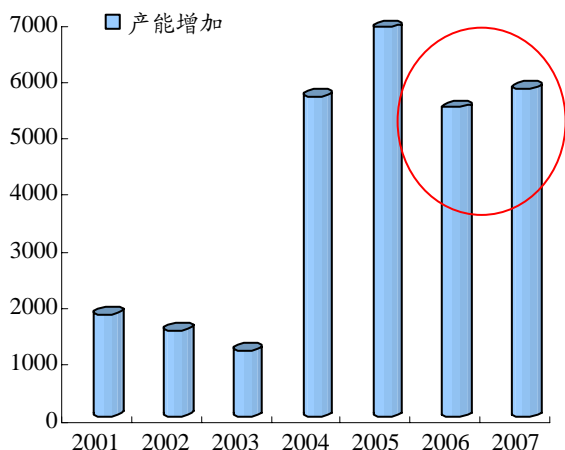
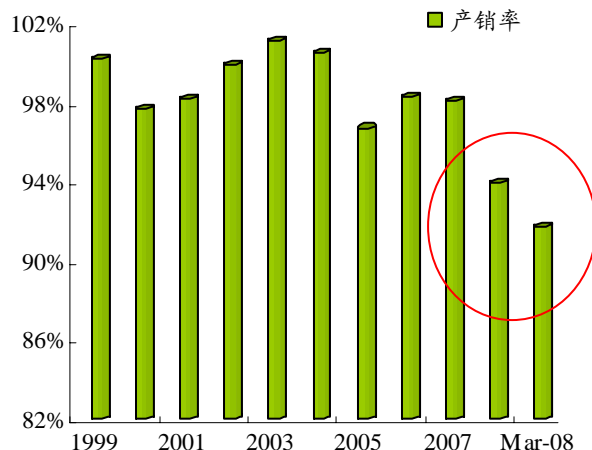


图 13: 玻璃行业产销率持续下降



数据来源：国泰君安证券研究所建材行业中期策略报告

与水泥行业相同，下半年固定资产投资继续恶化会影响到玻璃行业的需求。在淘汰落后产能方面，国家对玻璃行业的淘汰力度远小于水泥，整个十一五期间，平板玻璃减排产能为 3000 万箱，07 年淘汰 600 万箱，预计未来 4 年平均每年淘汰 600 万箱，这个规模仅占 07 年新增产能的 10%。

玻璃行业成本压力很大，但是行业上半年仍然没有提价，说明行业当前的议价能力很弱。

图 14：上半年玻璃价格有所下降

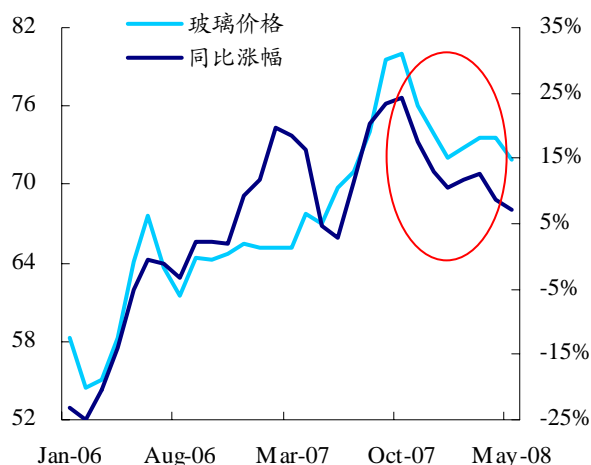
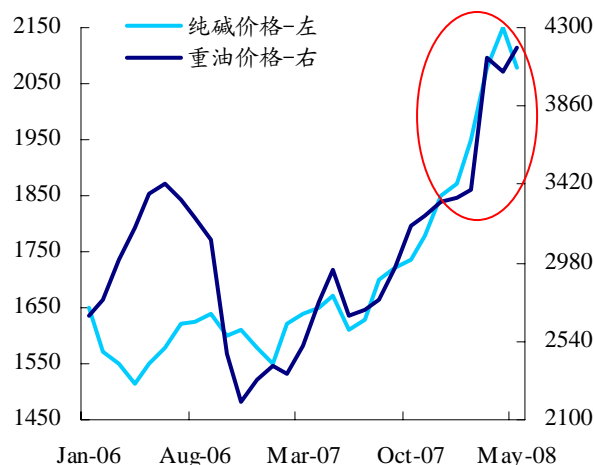


图 15：上半年玻璃成本大幅提升



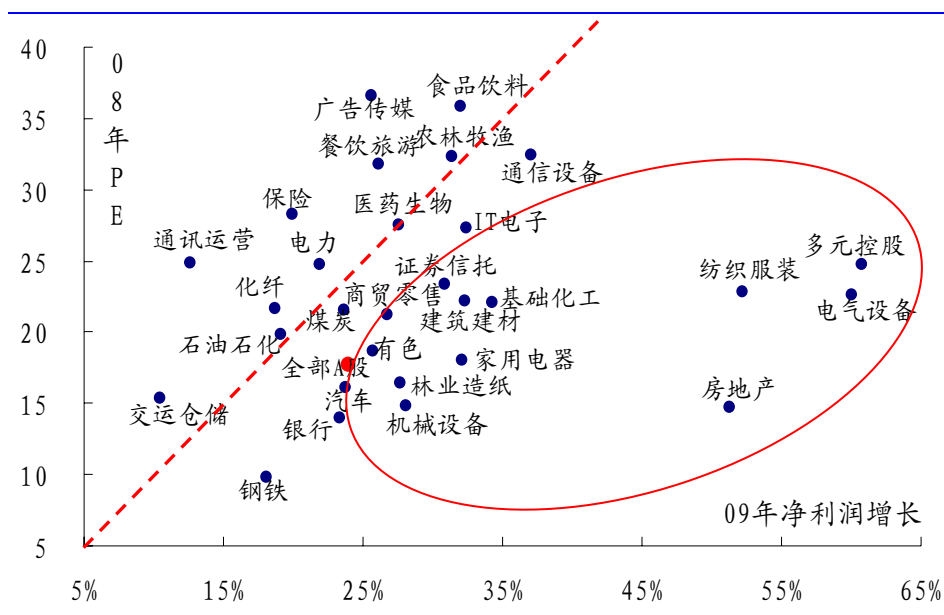
数据来源：国泰君安研究所建材行业中期策略报告

3. 行业配置参考因素—估值、大小非、业绩预期、资金、外围市场行业表现

3.1. 市场整体估值水平略有回升—强周期行业相对估值水平最低

根据 WIND 市场一致预期，比较 08 年预测市盈率与 09 年预测净利润增长率可以发现，市场整体估值水平 08 年预测市盈率大体在 17.74 倍。处于红线右下方行具有相对净利润增速的估值优势（但市场一致预期的净利润数据对基本面的反映可能滞后于市场）。其中，**房地产、电气设备、多元控股、纺织服装、机械设备、钢铁、家电、林业造纸、银行**等行业较具相对估值优势（PEG 水平在 0.6 以下）。

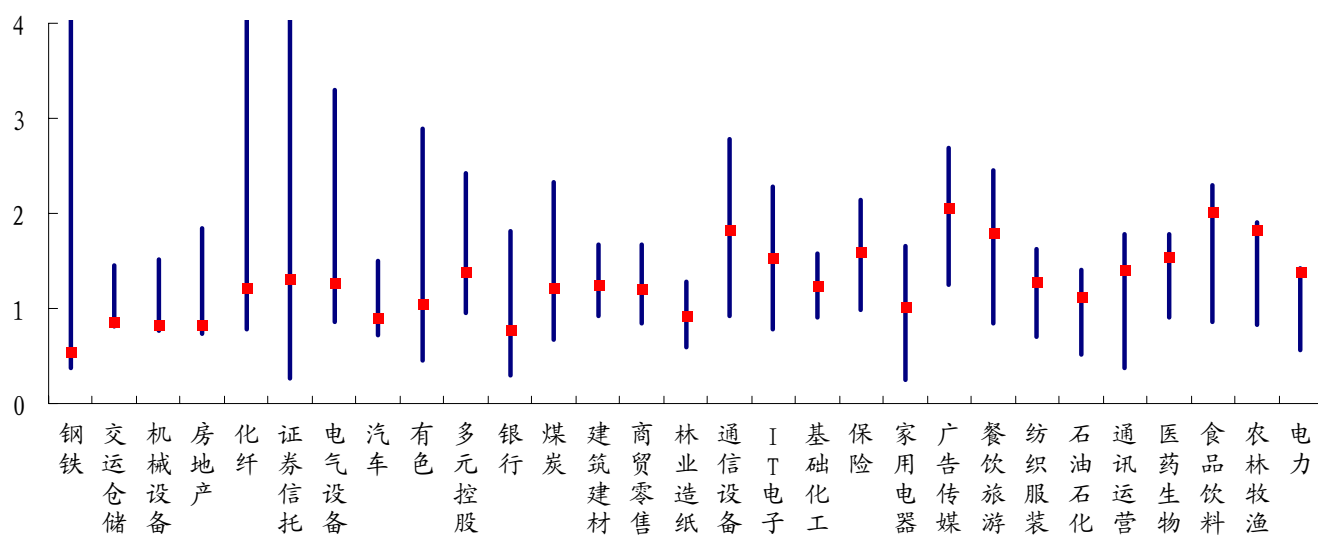
图 16: 行业相对估值比较 (房地产、电气设备、服装等较具相对估值优势)



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所, 数据截至 7 月 25 日, 红线为 PEG=1, 剔除行业可比期内无数据样本公司, 主要包括亏损类公司和无卖方研究员预测公司

考虑弱势市场下的估值情况, 我们对比了各个行业目前的相对市盈率 and 相对市净率及其历史波动水平。按目前相对市盈率与历史最低水平相对位置关系排序, 钢铁、交运仓储、机械设备、房地产、化纤、证券信托、电气设备等行业处于相对历史估值水平偏低位置 (周期性行业为主), 而电力、农林牧渔、食品饮料、医药生物、通讯运营、石油石化等行业处于相对历史估值水平偏高位置。按目前相对市净率与历史水平比较, 银行、汽车、房地产、保险、化纤、有色、钢铁等处于偏低位置, 而食品饮料、基础化工、医药生物、农林牧渔和电气设备等行业处于偏高位置。综合看来, 房地产、钢铁、银行、化纤、汽车、有色、证券信托等行业估值水平相对偏低。

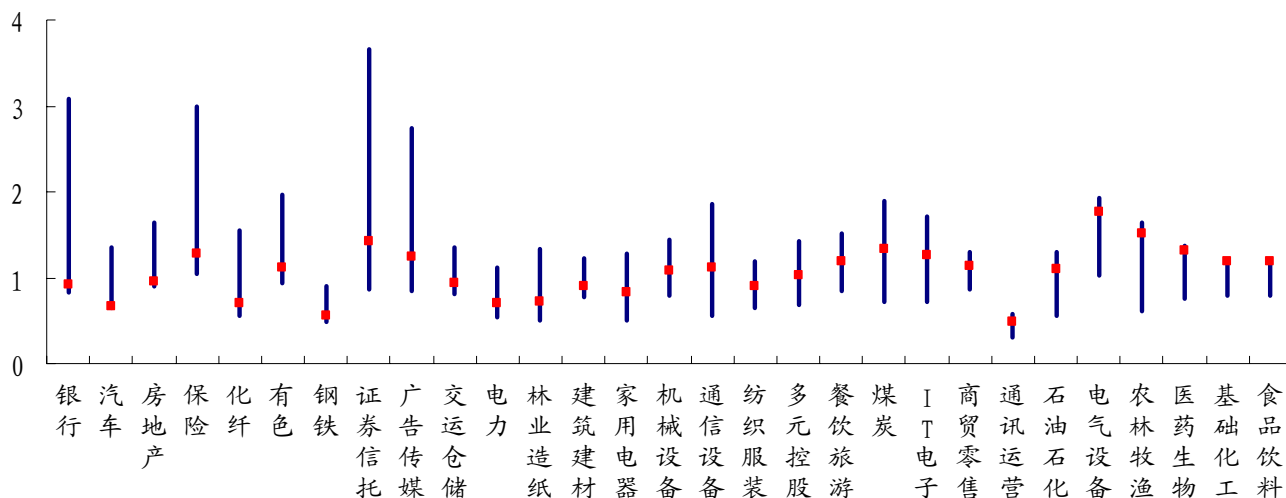
图 17: 行业历史相对市盈率比较 (按目前相对市盈率与历史最低水平相对位置关系排序)



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所, 数据截至 7 月 25 日, 相对市盈率=行业市盈率/市场总体市盈率, 以剔除市场整体估

值水平变动影响，

图 18: 行业历史相对市净率比较（按目前相对市净率与历史最低水平相对位置关系排序）



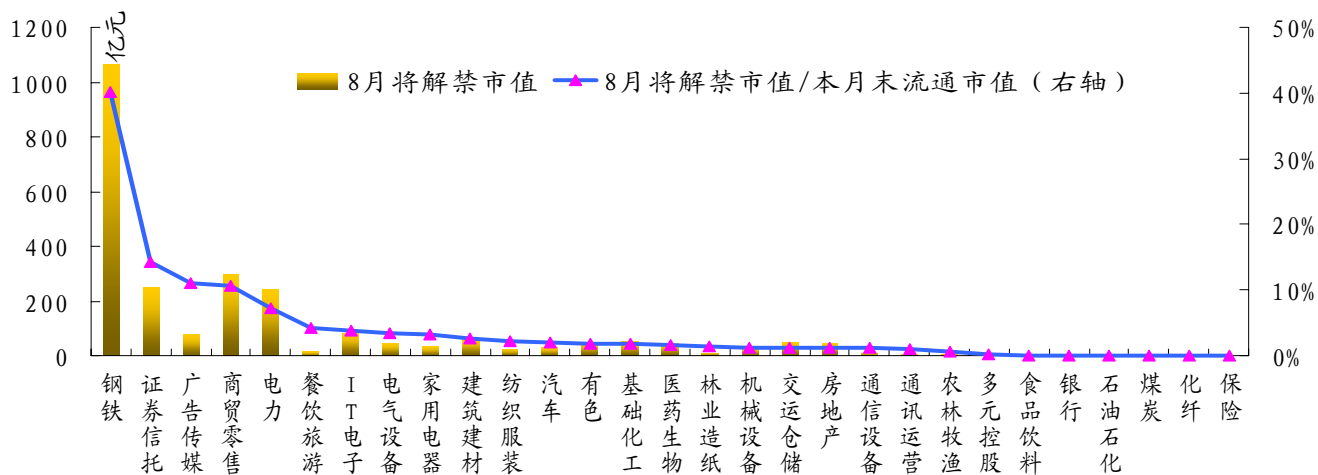
数据来源：WIND，国泰君安证券研究所，数据截至 7 月 25 日，相对市净率=行业市净率/市场总体市净率，以剔除市场整体估值水平变动影响

3.2. 限售股解禁：钢铁、航运、证券等行业解禁压力较大

按照 7 月 25 日的收盘价计算，8 月份市场整体解禁规模达到 2521 亿，是下半年解禁压力最大的一个月。但按证监会规定：上市公司的控股股东在该公司的年报、半年报公告前 30 日内不得转让解除限售存量股份。8 月份是半年报公告密集期，由此限售股解禁的压力可能后移。

从行业来看，解禁规模绝对数量较大的是钢铁、商贸零售、电力、证券信托等。其中，宝钢有约 1023 亿的了解禁规模，中信证券有 244 亿的了解禁规模，苏宁电器有 197 亿，中能股份有 140 亿。从相对流通市值的了解禁压力来看，钢铁、证券信托、广告传媒、商贸零售、电力等行业解禁压力较大。

图 19: 各行业限售股解禁压力对比（从左到右按 8 月份解禁压力高低排序）

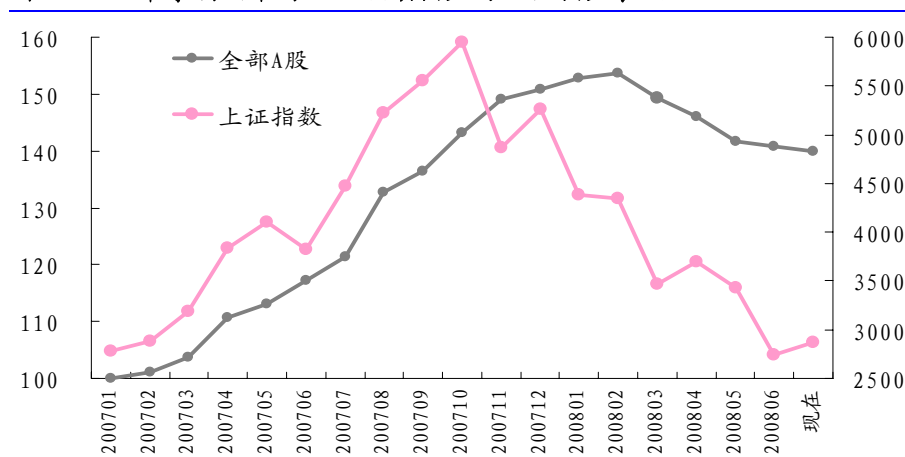


注：数据来源：WIND，国泰君安证券研究所，市值以 7 月 25 日收盘价计算

3.3. 08 年业绩一致预期继续走低

观察我们构建的 A 股及各行业 08 年净利润市场一致预期指数，**全部 A 股 08 年净利润市场一致预期指数继续下调**，反映了市场对上市公司业绩的持续担忧。

图 20：08 年净利润市场一致预期指数与上证指数表现



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所，数据截至 7 月 25 日，上证指数为月收盘数据，市场一致预期指数以 07 年 1 月为基期=100，本月一致预期指数=当月预测 08 净利润/上月预测 08 净利润)*上月指数，计算得出。下同

根据各个细分行业的一致预期指数，我们也刻画了其变动情况（见附图）。最新的 08 年业绩市场一致预期变动情况：

能源原材料中，煤炭业绩预期继续上升；基础化工、造纸、建材、农林、钢铁、化纤业绩预期保持稳定；而电力、有色（驰宏锌锗、山东黄金业绩预期大幅下调）、石化继续下调预期。

中游加工制造行业中，汽车、电气设备（对东方电气的业绩预期继续大幅下调）行业业绩预期继续下调，家电、通信设备、IT 电子业绩预期也略有下调，机械设备行业业绩预期出现上调（主要是徐工科技因为资产注入提升了业绩预期）。

消费服务类行业中，医药、通讯运营、交运仓储、商贸业绩预期保持稳定，纺织服装、食品饮料、旅游传媒（歌华有线、中视传媒、华闻传媒业绩预期都出现明显下调）业绩预期下调。

大金融行业中，银行业绩预期保持稳定，房地产、保险业绩预期略有下调，证券信托业绩预期继续大幅下调。

图 21: 煤炭业绩预期继续上升, 石化、电力预期继续下调

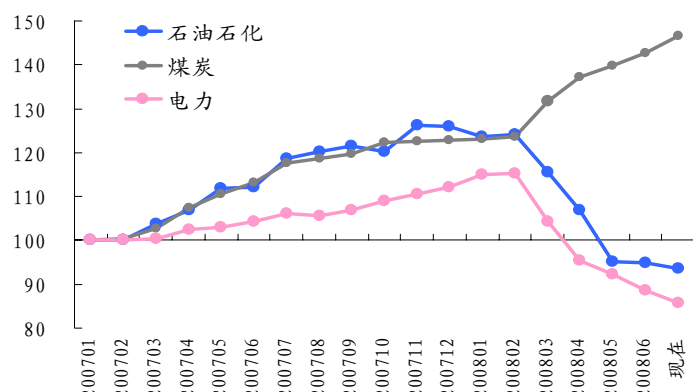


图 22: 钢铁、基础化工业绩预期平稳, 有色大幅下调

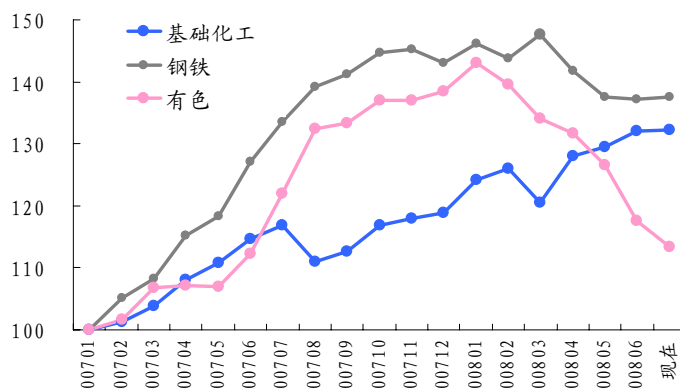


图 23: 农业、建材、造纸、化纤预期相对稳定

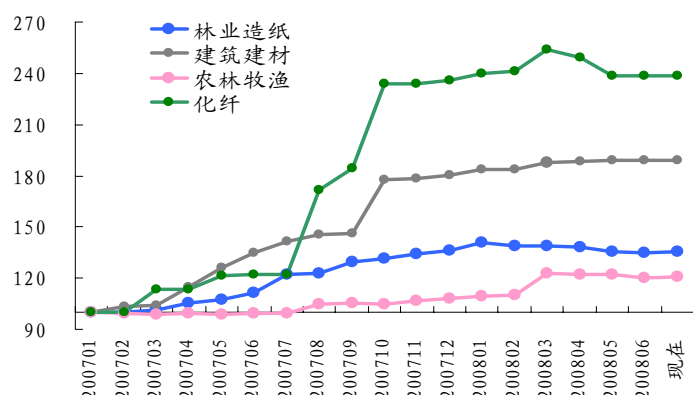


图 24: 机械业绩预期平稳, 电气设备、汽车预期下调

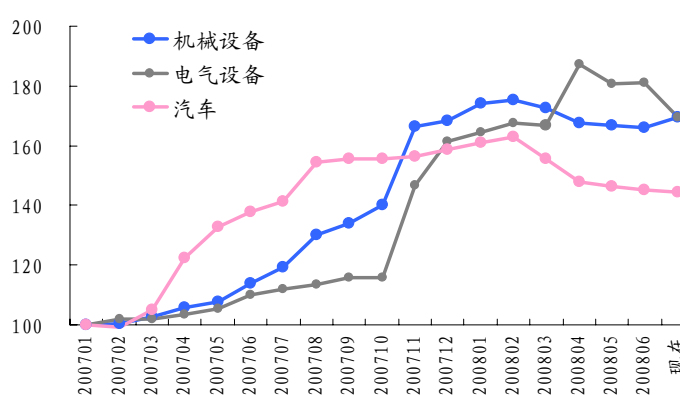


图 25: IT 电子、通信设备、家电预期略有下调

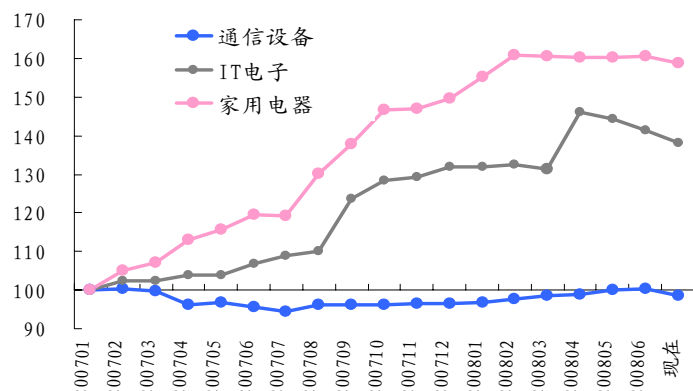


图 26: 食品饮料预期略有下调, 医药预期平稳

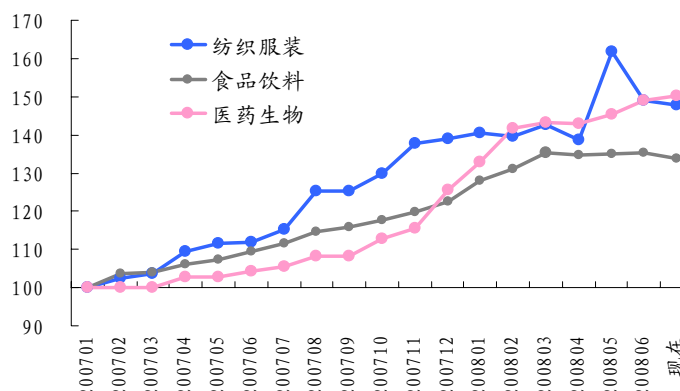


图 27: 通讯运营、交运仓储、商贸零售业绩预期稳定

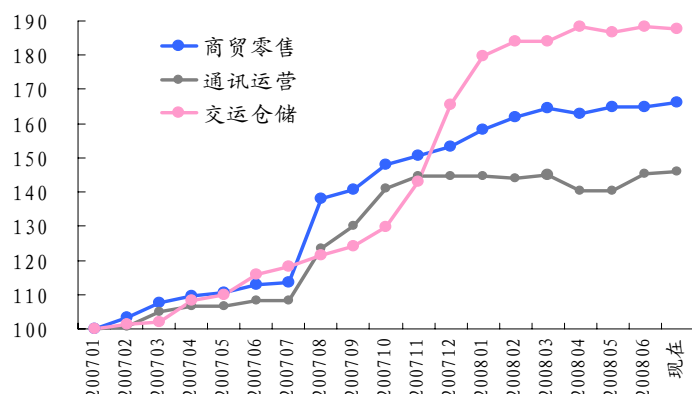


图 28: 餐饮旅游、广告传媒业绩预期下调

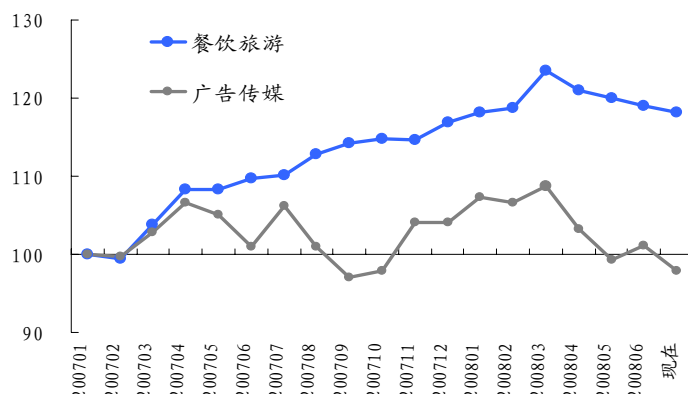


图 29: 银行业绩预期稳定, 地产业绩预期上调

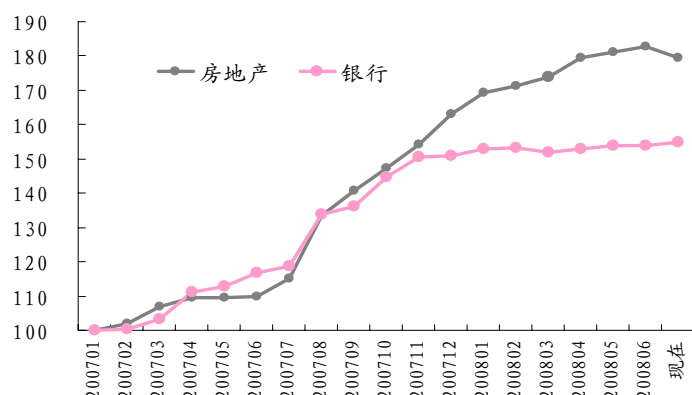
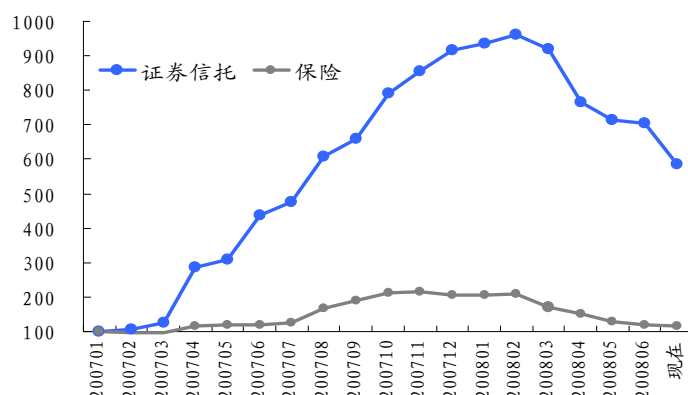


图 30: 证券信托业绩预期大幅下调, 保险略有下调

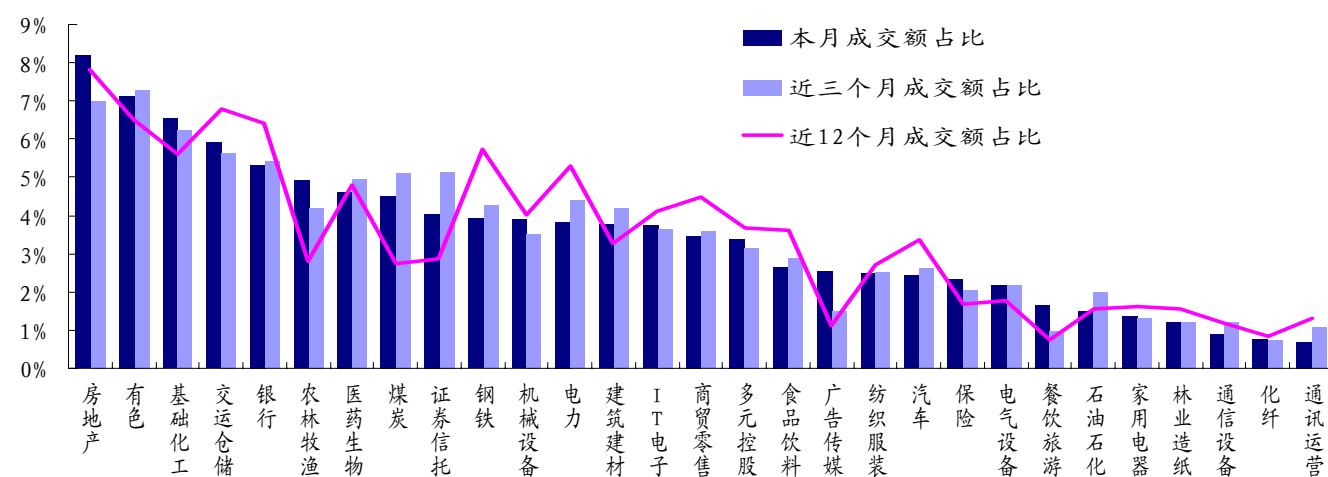


数据来源: WIND, 国泰君安证券研究所

3.4. 行业资金相对流动: 餐饮旅游等行业资金持续流入

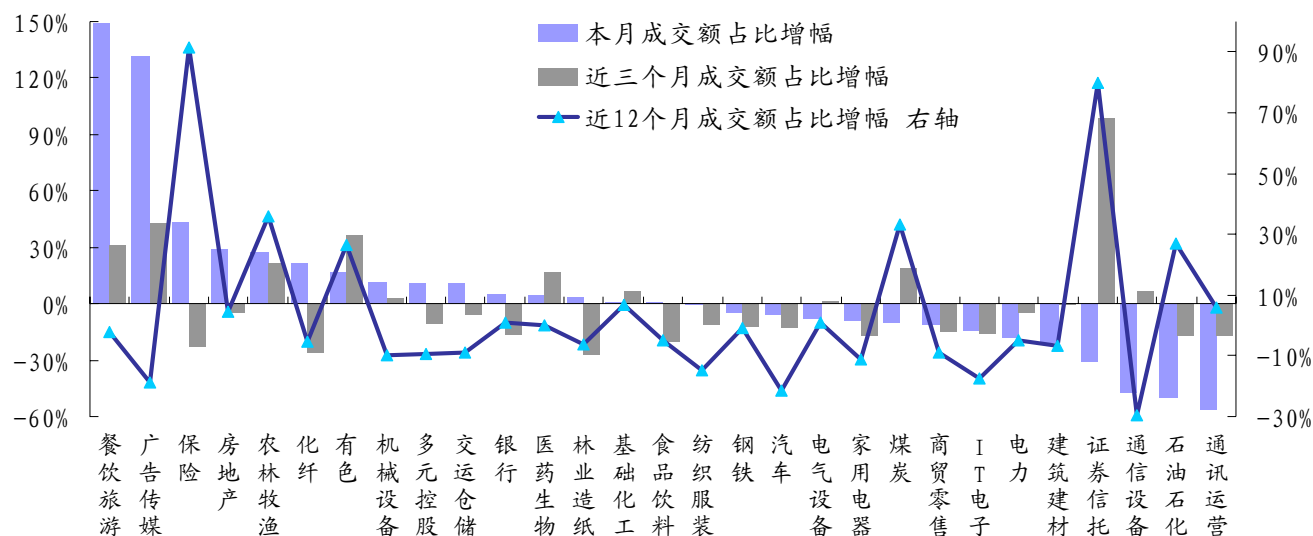
为对场内资金行业板块间流进行跟踪, 我们构建了分行业的年度与月度的成交金额占比对比图、以及成交额占比增幅对比图。综合考虑了符合“本月成交占比增幅 >0 ”, 且“本月行业成交额占比增幅 $>$ 最近12月行业成交额占比增幅”两个条件后, 本月, 资金持续的强势流入的行业板块依次为: 餐饮旅游、广告传媒、保险、房地产、化纤等。

图 31: 分行业年度与月度成交金额占比 (从左到右按本月成交额占比排序)



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所，成交额占比=行业成交额/市场整体成交额，剔除不具可比性个体，下同

图 32：分行业年度与月度成交额占比增幅对比（从左到右按本月成交额占比增幅排序）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究所，成交额占比增幅=当期成交额占比/上期成交额占比-1，剔除不具可比性个体

3.5. 外围市场行业表现：能源和材料行业领跌

随着 A 股市场与外围股市关联度的不断提高，为跟踪对比外围市场行业表现情况，我们增添了有代表性的外围股市行业表现情况，供投资者参考。

外围市场比较一致的特征是受国际油价和大宗商品价格的回落，各国能源和材料行业都大幅下跌，而防御性的医疗保健、日常消费、公用事业，以及受益于原材料价格下跌，减轻成本压力的工业基本跑赢了市场指数。

图 33：美国：防御类行业表现较好，能源、材料领跌

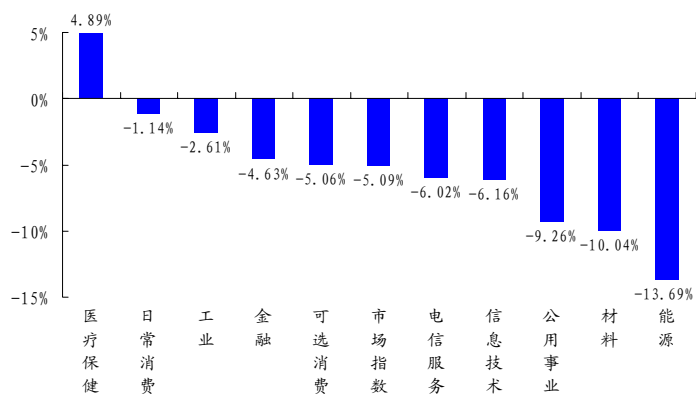
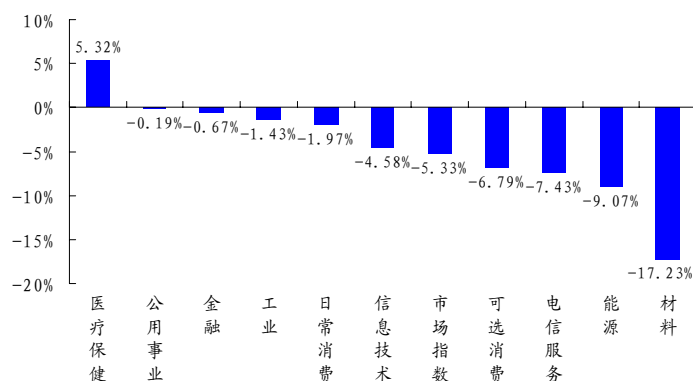
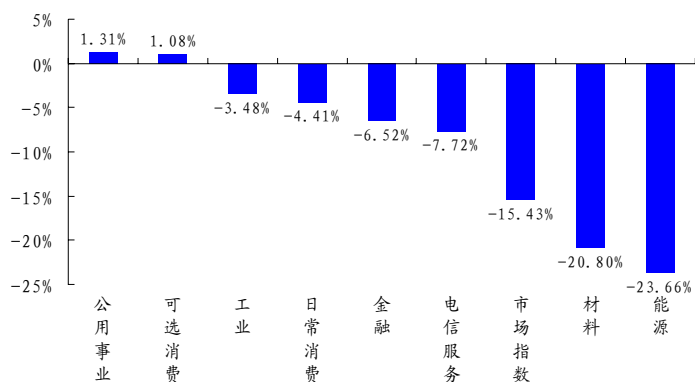


图 34：英国：医疗保健、公用事业表现较好



数据来源：彭博，国泰君安证券研究所，数据采用 MSCI 市场与行业指数，本月涨跌幅由 7 月 25 日收盘指数比去 6 月 25 日得出，部分国家行业数据有缺失，下同

图 35: 巴西: 公用事业、可选消费表现较好



数据来源: 彭博, 国泰君安证券研究所

图 36: 澳大利亚: 工业、金融表现较好

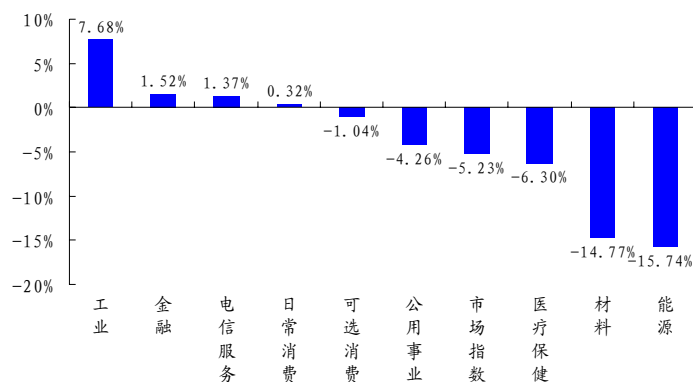
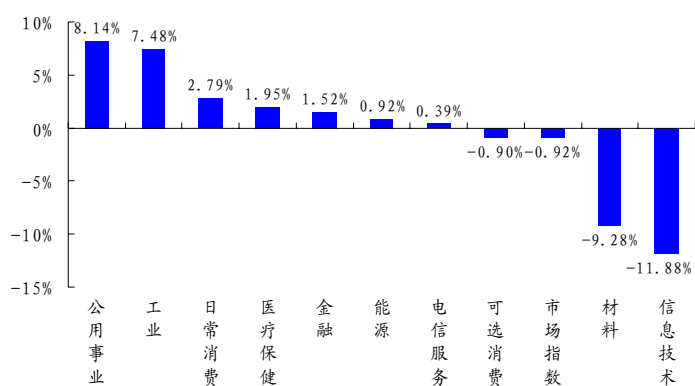
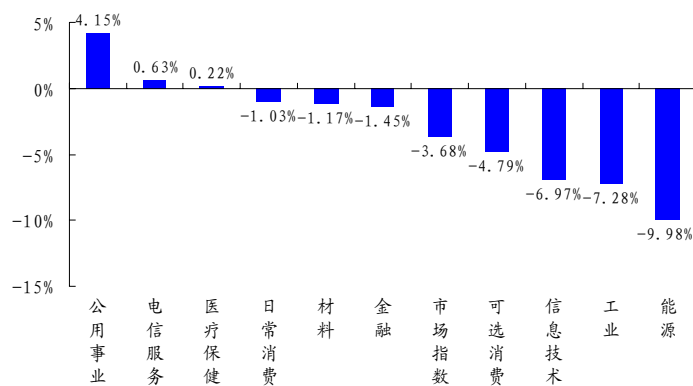


图 37: 印度: 公用事业、工业表现较好



数据来源: 彭博, 国泰君安证券研究所

图 38: 日本: 公用事业、电信服务表现较好



4. 关注受益国际石油、谷物价格下跌的石化食品饮料行业

我们 8 月仍然维持中期策略的配置建议：超配轻成本压力，弱周期的防御型行业。如果市场反弹，建议关注保险证券做为市场放大器的作用。同时建议特别关注国际油价以及谷物价格下跌受益的石化以及食品饮料行业。

表 10: 8 月配置与中期策略基本一致:

超配	平配	减配
医药	家用电器	造纸
传媒	农林牧渔	基础化工
通讯服务及设备	电子信息服务及设备	钢铁
商贸零售	银行	建筑建材
服装	保险	有色金属
食品饮料	证券	化学纤维
旅游酒店	房地产	汽车及零部件
电气设备	机械设备	航运
机场公路铁路	煤炭	
石油石化	纺织	
电力		

注：排名不分先后

数据来源：国泰君安证券研究所

表 11: 8 月十大金股

股票名称	08 年 EPS	09 年 EPS	简要推荐理由
双汇发展	1.14	1.41	稳定增长路径清晰，猪肉价格回调带来毛利率上升，明年资产注入预期强烈。
九阳股份	1.7	2.3	小家电行业龙头，未来成长高速可期待，近期豆浆机新产品上市。
金发科技	1.21	1.53	国内改性塑料龙头，产销量继续高速增长，油价下跌有助减轻成本压力，业绩保持稳定增长。
国电电力	0.21	0.33	09 年 PE 低于行业平均水平，业绩波动幅度相对较小
中兴通讯	1.30(摊薄后)	2.10(摊薄后)	运营商资本开支提速。未来 2-3 年中兴面临高速增长期，国内业务迎来收获，海外业务扩张加速，盈利前景的清晰度在提高。
绿大地	1.05	1.55	行业景气向上，产品涨价，业绩有超预期可能。
思源电气	1.08	1.48	多项业务稳定增长，电力电子业务很可能超预期，2010 年主要增长来自 110KV 和 220KV 的 GIS 产品。
中国平安	2	2.2	各种负面因素或传言不至于影响公司的发展根基，体现核心竞争力的个险业务质量仍然是业内最优质的，中期业绩仍可能有适当的成长。
青岛啤酒	0.63	0.92	长期行业销量增长，行业集中度上升带来净利上升。进入消费旺季，啤酒大麦价格可能回落，区域强势带来销售净利率上升。
张江高科	0.47(摊薄后)	0.70(摊薄后)	业绩增长比较稳定，租售并举，资金压力较小。投资企业 09 年进入收获期。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：(0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：(010) 59312799

国泰君安证券研究所网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com