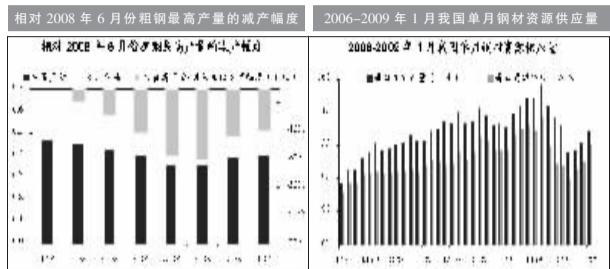


近看这波始自去年11月触底后沪深股市的反弹行情,从建材、钢铁到家电、有色金属、汽车……,特点有序轮换,似有一只“无形的手”在推动,热点演进图与“去库存化”的行业行走路线竟然惊人地一致。

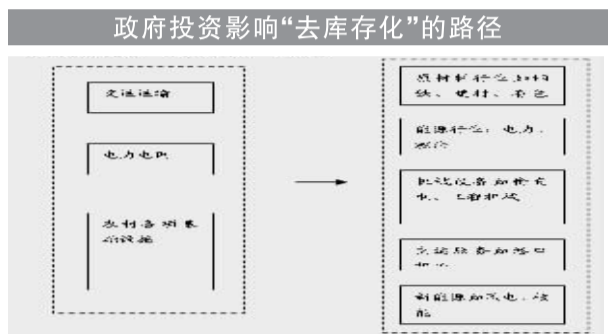
从2008年第四季度开始的剧烈的“去库存化”波动,因影响到上市公司的计提减值准备、导致毛利率下降、产量下降、存货周转率下降等因素,而将直接影响上市公司年度业绩的波动。截至2月9日,在25家预告全年业绩下滑的有色金属企业中,有10家的业绩下滑原因中提到计提资产减值准备,这与“去库存化”利害攸关。进而,企业经济数据的好转隐忧深重,“去库存化”自然还是“罪魁祸首”。放眼望去,受终端需求疲软的影响,滞缓的产成品库存调整、依然较高的投资,决定了经济离供需平衡点还有距离,2010年前期望世界经济复苏无疑只是一个善良的愿望。现实地考虑,或许只有产能利用率的有效调整,才是“去库存化”的最终解决办法。

路漫漫 “去库存化”艰难行程刚过半

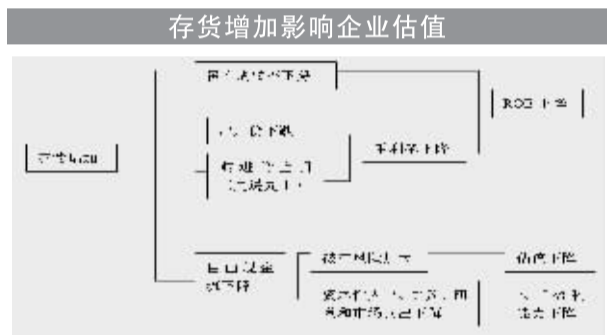
海通证券 陈露



从2008年10月-2009年1月份,我国粗钢单月日均产量分别为116万吨、117万吨、122万吨、129万吨(图4),产量反弹加快,说明钢铁“去库存化”已经取得成效。



钢铁、建材、有色金属等的国内消费端,为公路、铁路、机场、住房以及基础设施建设等方面,对4万亿政府投资拉动效应的预期及4万亿进入实施阶段,带动了相关行业产量与价格的企稳。



企业名称	总产能(万吨)	减产或计划减产	备注
中国铝业	400.00	关闭72万吨产能	氧化铝产能411万吨,约占总产能的38%;减少电解铝产能约72万吨。
魏城铝业	25.00	关闭4万吨产能	
魏城铝业	15.00	关闭近5万吨产能	
中孚实业	30.00	已关闭5万吨产能	25万吨新产能投产期延至明年。
龙盛铝业	60.00	可能关闭部分产能	
晋钢铝业	40.00	观望	
云南铝业	40.00	观望	
信发铝业	104.00	尚未计划减产	
山东魏桥	75.00	部分减产	据我们了解应该是全部停产。
总计	789.00	86.00-120.00万吨	电解铝行业减产较多,我们预计未来统计在內的电解铝产能能力为60万吨左右。



2008年第四季度,中国经济出现大幅波动,GDP增速从第三季度的9%直落到6.8%,相当程度上是短期剧烈的“去库存化”所导致的。

链接

同上年周期相比,去年四季度经济“超调”是因为供给冲击和需求冲击的联合作用。供给冲击来自大宗商品价格泡沫的破灭;需求冲击主要表现为金融海啸后外需的急剧萎缩。之所以“超调”,是因为新增了一个供给冲击。供给冲击和需求冲击影响的持久性大不一样。供给冲击方面,当商品价格泡沫破灭以后,供给冲击造成的后果是“去库存化”。最近的一些指标可能表明,“去库存化”似乎取得了显著的进展。需求冲击的后续影响将更为持久,消费和投资信心的下降,企业和居民资产负债表的调整将面临一个较长时期。在外需大幅下降的情况下,要求内需恢复以弥补需求缺口,而经济结构性矛盾决定了这将经历一个艰难而较长的过程。

一次大的周期性调整往往就是一个需求冲击,产成品去库存化是典型经济周期库存调整的主要内容。本次经济调整与一个典型经济周期有两个不同:一是商品价格泡沫破灭导致的供给冲击,二是此次经济下行中,投资增速的下降并不显著。

滞缓的产成品库存调整、依然较高的投资增长速度,依旧疲软的终端需求,决定了经济离供需平衡点还有距离,现在就谈经济复苏,无疑是个善良的愿望。进一步看,4万亿投资中大多属于生产型投资,已经出台的产业振兴规划大部分都是供给管理、而非需求管理政策,我们暂时还看不到需求恢复的触点。

实体经济方面,1月CPI小幅回落,2月份将现负增长;PPI继续回落,预计2月份PPI将继续下降,但工业品实际出厂价格已经触底;PMI指数有所回暖,但趋势待定;电力生产和消费增速均出现大幅下降,这说明经济下滑态势没有明显好转;进口大幅下滑,出口难言好转。

——海通证券 陈露 陈勇 刘铁军 李明亮 汪晖 《复苏仍在远处》

商业周期很大程度上是个存货周期。纵观30年来的中国经济,在1978年-1998年整个时间段上,存货投资基本是“逆周期”,而随着中国市场化程度的提高,1999年以后,存货投资越来越表现为与成熟市场经济体相同的“顺周期”特点。即,在经济上升期,总需求旺盛,原材料和制成品价格持续上涨,企业存货水平会显著增加;反之,在经济下行期,存货减少。存货投资的剧烈变动,构成了中国宏观经济波动的一个重要原因。那么,在经济景气向下行阶段转换的过程中,存货投资会经历从积累到清理的剧烈调整,我们称之为“去库存化”。

短期剧烈的“去库存化”波动

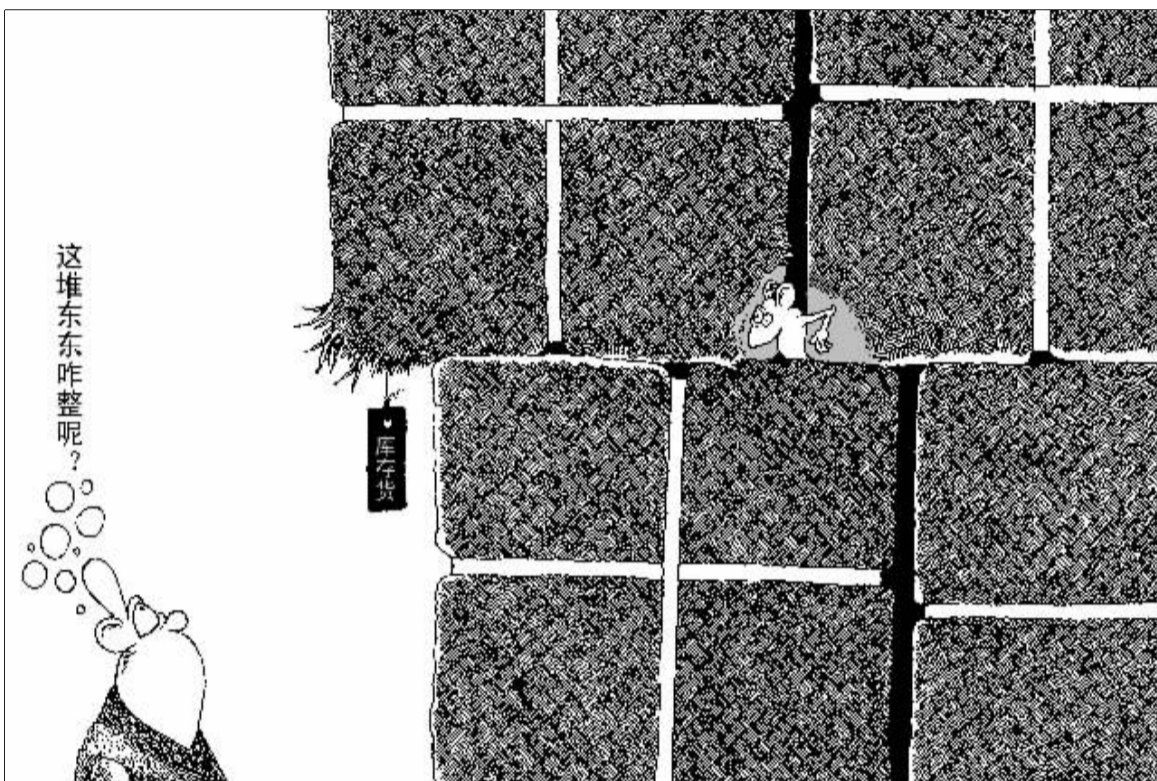
2008年第三季度以来,全球经济金融高台跳水太过迅猛,中国经济形势出现快速逆转,企业根本来不及做好准备,累积了高价的高存货。为了降低损失,企业需要快速削减过高的存货水平,进行了剧烈的存货调整。中国人民银行调查的5000户企业数据显示,2008年7月至2008年8月,5000户企业存货余额增加了58%;且在去年8月达到最高点755亿,而到9月份,存货投资比上月大幅减少638亿元,至11月份存货投资已转为-448亿元。其中,原材料存货的调整尤为剧烈,9-

从支出法GDP构成来看,国内生产总值包括最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口三大部分,其中,资本形成总额包括固定资产形成总额和存货。可见,存货是GDP的重要组成部分。中国GDP增速从去年第三季度的9%直落到6.8%,相当程度上是短期剧烈的“去库存化”所致。

11月份5000户企业原材料存货余额减少255亿元,占同期存货减少额的55%。

从支出法GDP构成来看,国内生产总值包括最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口三大部分,其中,资本形成总额包括固定资产形成总额和存货。可见,存货是GDP的重要组成部分。尽管从2000年以来,存货在GDP总量中的占比下降,但存货的调整依然是经济波动的重要因素。剧烈的存货调整会加剧经济和价格的波动,降低生产和进口速度,导致周期转换时的产出波动强于真实需求波动。2008年第四季度,中国经济出现大幅波动,GDP增速从第三季度的9%直落到6.8%,相当程度上是短期剧烈的“去库存化”所导致的。

从这一轮的“去库存化”过程来看,由于和大宗商品价格的剧烈波动高度相关,因此“去库存化”首先发生在钢铁、石化、有色金属等原材料和能源行业。伴随着以原油为代



表的国际大宗原材料商品价格的大幅下跌,上游大宗原料库存迅速贬值,进口量随着减少。以铁矿石为例,2008年10月份以来进口铁矿石量急剧下降,到12月,港口接卸进口铁矿石2650万吨,同比下降22.8%,为2008年内新低。同时,钢铁价格大幅下跌,2008年第四季度,钢铁行业亏损额达到476.35亿元。

而原材料价格的暴跌,促使产成品价格也一落千丈,且随着需求的锐减,以机械、化工为代表的中游行业开始大幅度调整存货。以磷肥为例,从10月以来,整个磷肥的价格也一落千丈,下降幅度超过1500元。最后,各大商城纷纷大折扣促销,服装等消费品也加入了清仓大甩卖的行列。企业大量削减存货的过程对价格形成了巨大冲击,导致企业利润和工业增加值增速的大幅下滑,造成经济的硬着陆。

“去库存化”有个漫长的过程

“去库存化”不仅是短期的一个消除存货的过程,也是一个产能利用率调整的过程。而后者是存货调整的根本办法。决定产能利用率高低的最终因素是终端需求,只有终端需求恢复了,产能利用率才能回升,而产能利用率的回升则标志着“去库存化”过程的完成。

“去库存化”是在短时间内数量调整的方法。伴随着企业库存的削减,1月份以来,诸多产品价格企稳,PMI指数和工业增加值增速出现了小幅回升。PMI指数中,新订单指数大幅回升,2009年1月新订单指数为45%,比上月回升7.7个百分点;原材料库存指数也有所回升。但是,产成品库存指数继续快速下跌,反映出产成品库存的调整依然剧烈。工业增加值增速的小幅回升是由原材料行业拉动的,而中下游行业增加值增速继续下行,这代表着供求在低迷状态下暂时趋于平衡,但终端需求仍在继续萎缩。尽管1个月的数据尚不能太明确地说明问题,但我们依然可以初步判断,最痛苦的高价原料和高成本产品的去库存化过程进入了中期阶段。

从数据来看,“去库存化”效果较显著的领域,主要集中在投资相关型行业,比如钢铁、水泥、有色和工程机械等,因为这类行业库存消耗的效果比较容易体现。以钢铁为例,2月10日那一周,钢铁的社会库存大幅增长21.26%,周环比增长10.19%。2月份,武钢热轧板和冷轧板的价格均上调了将近500元/吨,冷轧无取向硅钢上调了

700元/吨。钢铁、建材、有色金属等的国内消费端,为公路、铁路、机场、住房以及基础设施建设等方面,对4

“产能利用率的降低,就成为了“去库存”的最终办法。然而,产能利用率的下降反过来也会抑制企业投资的意愿,强化民间自主投资下滑的趋势,从而加剧内需的疲软。从这个意义上说,产能利用率的再度回升,需要等待外部需求的回暖,我们因此预期经济复苏依然遥远。”

万亿政府投资拉动效应的预期及4万亿投资逐渐进入实施阶段,带动了相关行业产量与价格的企稳。然而,钢铁、建材等行业是中国产能严重过剩的领域,也是受到房地产和制造业等产业链下游需求制约的行业,在下游需求萎靡的情况下,原材料行业难以仅靠政府投资而真正走出低迷。

再看中下游行业,大量中下游产品的库存消化就没有原材料行业那么容易,尤其是中下游行业的产成品库存。由于终端需求不畅,产成品库存仍在历史高位。考虑到2009年出口形势恶化、消费与民间自主投资需求下滑,产成品的去库存化进程将比较漫长。同时,中下游的库存调整将制约上游的去库存水平,因为即便企业消化了库存原材料,终端需求的不畅仍将抑制其对于上游产品的需求。

从较长的时间来看,产能利用率调整是进行存货周期调整的根本办法。1990年代以后,中国告别了短缺经济,产能开始出现过剩现象,特别是2000年以后,工业产能过剩情况更为严重。在外部需求旺盛和国内投资高涨的时候,严重过剩的产能依靠出口和投资来解决。当然,这不是一种好的经济增长模式。但目前,在外需严重萎缩和国内自主性

投资不足的情况下,严重过剩的产能基本无法消化,于是,产能利用率的降低就成为了“去库存”的最终办法。然而,产能利用率的下降反过来也会抑制企业投资的意愿,强化民间自主投资下滑的趋势,从而加剧内需的疲软。从这个意义上说,产能利用率的再度回升需要等待外部需求的回暖;而外部需求的回暖,则在于以美国为代表的西方工业国家经济的复苏,我们预期这将在2010年之后,因此,经济复苏依然遥远。

以有色金属行业为例,有色在下游房地产、汽车、家电、电力等行业增速下滑的态势下,出现需求疲软的局面。有色金属的价格大幅下跌,有色金属企业被迫减产以降低产能利用率。以电解铝为例,电解铝企业停产能力在60万吨左右。

回顾1996年到2000年的存货投资变化,我们看到,在存货投资成本大幅上升后,企业猛烈地压缩存货。1996年和1997年两年存货投资年增长-1.2%和-6%,1998年和1999年则为41%和37.2%的连续两年大幅度存货下降。2000年存货投资更是在绝对量上出现了负增长。本次经济调整的严重程度高于当时,因此,“去库存化”将是一个漫长的过程。

“去库存化”攸关企业短期估值

从2008年第四季度开始的剧烈的“去库存化”,将对2008年工业行业及公司的年度业绩产生重要影响,这表现在四方面:

一是计提资产减值准备,这对企业的当期盈利造成非常大的压力。截至2月9日,在25家预告全年业绩下滑的有色金属企业中,有10家的业绩下滑原因中提到计提资产减值准备,这与“去库存化”利害攸关。

二是毛利率。由于原材料成本高企而产品价格急剧下跌,不少企业陷入高买低卖的境地,毛利率大幅下降甚至为负。库存量越大同时“去库存化”越快的行业,2008年四季度的业绩会越难看。

三是产量下降。为了尽快消化库存,企业需要通过降低原材料采购来消化高价原材料库存,同时,降低产量来消化产成品的存货,这将影响到企业的总产值。

四是存货的积压将导致存货周转率下降,企业生产性现金流下降或不足,从而对企业估值形成压力。

“去库存化”推动行业表现各异

去库存的过程,实际就是寻求供需再平衡的过程。从中期看,“去库存化”要么是需求回升,要么是降低产能利用率。不同的行业在去库存化过程中,调整速度是不同的。从直观来说,去库存的速度取决于两个方面:存货数量和存货周转率。

根据Wind资讯数据统计,2008

“从去年11月以来的市场反弹行情伴随着“去库存化”过程展开,从行情的发展,我们可以看出,工业行业中“去库存化”效果显著的公司,其股票往往走出了较好的反弹走势。”

年三季报中,沪深两市78%的上市公司库存超过去年同期,其中,341家公司存货较年初增加50%,133家公司存货翻了一番。23个行业中,只有家电业库存下降11.5%,其余各行业库存均有所上升。这其中,增加额最大的4个行业依次为房地产、钢铁、化工和建筑建材;而增幅最大的4个行业则为公用事业、钢铁、建筑建材和商业贸易。

从存货周转率来看,年均存货周转率最快的工业行业,依次是建材、石油开采、煤炭、钢铁、化工、有色金属、汽车、纺织服装、家电。从产能恢复的情况来看,以钢铁行业为例,从2008年10月-2009年1月份,我国粗钢单月日均产量分别为116万吨、117万吨、122万吨、129万吨(图4),产量反弹加快,说明钢铁“去库存化”已经取得成效。

在结合价格调整幅度和产业链位置等情况考虑,我们认为,短期内“去库存化”最显著的行业是钢铁、家电、建材;其次是石化化工、有色金属和煤炭;再者是汽车;最慢的是房地产。

从去年11月以来的市场反弹行情是伴随着“去库存化”过程展开的,从行情的发展我们可以看到,工业行业中“去库存化”效果显著的公司股票往往走出了较好的反弹走势。