

招商证券研发中心
策略组、宏观组、公司行业部
86-755-82943202
zhaojx@ccs.com.cn

2008年01月30日

雪灾下的中国经济和 A 股市场

中国本次冰雪灾害分布图



数据来源:《财经》,招商证券

雪灾对各行业影响

- ✓ **电力:** 受灾省份用电占 53%, 1 月用电将下降 6%
- ✓ **能源:** 1 亿吨的公路煤外运受阻, 煤价看涨预期增强; 电荒和雪灾增加柴油发电需求
- ✓ **交通:** 客运影响大于货运, 对全年总量影响 2-3%
- ✓ **农产品:** 生产受损尚可控, 运输不畅加大销区价格压力
- ✓ **电力设备:** 将受益于灾后受损线路的大规模修复
- ✓ **钢铁:** 淡季产销影响有限, 灾后重建将拉动价格再度上涨
- ✓ **有色金属:** 限电断电影响铜铝产量
- ✓ **建筑:** 灾后将受益于基础设施投资力度的加大
- ✓ **机械:** 工程机械行业受益
- ✓ **保险:** 理赔主要影响财险, 但对 08 保费收入可能有促进作用
- ✓ **旅游:** 静态影响 1-2%, 全年影响基本可以忽略
- ✓ **家电:** 大部分主流渠道已做好节前备货

内容摘要:

- **暴雪+冻雨: 50 年一遇。** 2008 年 1 月 10 日以来, 半个中国、14 个省(区、市)陆续遭遇了历史罕见的暴雪、冰冻袭击, 并且受灾区域仍存在扩大可能。冰雪造成部分地区电力中断、交通系统大面积瘫痪、春运返乡旅客大量滞留途中、农产品与食品价格暴涨、供水供气难以维持的困难局面。未来三天, 南方大部地区仍将维持阴雨雪天气, 未来十天仍为多阴雨雪天气; 且暴雪停止后仍需数日来除却冻冰。
- **预计断电限电和交通阻塞将对 08 年 1 月份工业生产造成较大影响,** 2 月份也会受到一定影响; 同期的固定资产投资、消费也会受到相应影响。不过这两个月是传统上的生产淡季, 且可通过灾后加班弥补, 全年而言影响有限, 而灾后重建将导致之后投资以及工业生产出现报复性的增长。**08 年 1-2 月份 CPI 破 7 几成定局,** 由于蔬菜等生活必需品不能及时供给, 灾区及周边输送区的价格可能会有较大的涨幅, 不排除 CPI 突破更高水平的可能性。我们曾指出, 由于外部经济环境的恶化, 国内经济调控将在 2008 年下半年放缓。但如果灾情进一步加重, 为支持灾后重建工作, 信贷控制解冻的时间点可能提前。
- 资本市场对重大的自然灾害一开始往往反应不足, 但随着灾情的持续与恶化, 投资者对风险的过度担忧极易引起股票市场的恐慌性抛售; 不过短期冲击过后, 股票市场基本上都能回升到下跌的开端。**A 股市场近期的调整已经一定程度上反应了雪灾的影响。**但在内忧外患夹击之下, 市场高估值基础正处于开始松动的微妙时刻。我们对政府化解此次雪灾抱有强烈信心, 但如果灾情持续甚至恶化, 应提防可能出现的恐慌性抛售, 而这种恐慌性抛售一旦**出现必将构成绝佳的买点。**
- 从投资策略上看, **灾情持续阶段煤炭、工程机械将从中略微受益,** 而**电力设备、铁路设备、钢铁、建材等行业将成为灾后重建的受益者。**雪灾导致煤炭运输瓶颈, 提高煤价上升预期(但可能受到管制)。同时, 灾后对电力输送系统、铁路电气化系统必将进行重建与更新, 灾区也将出现大量的基建需求, 电力设备、铁路设备、钢铁、建材等行业将成为受益者。

正文目录

一、灾情简介.....	3
二、雪灾对中国经济的影响.....	4
三、雪灾对 A 股市场的影响.....	5
四、雪灾对各行业的影响.....	6
1、电力：受灾省份用电占 53%，1 月用电将下降 6%（彭全刚）.....	7
2、能源：1 亿吨的公路煤外运受阻，煤价看涨预期增强；电荒和雪灾增加柴油发电需求（卢平、裘孝峰）.....	8
3、化工：灾区企业生产短期受影响有限，灾后将加班弥补（张志宏）.....	9
4、交通：客运影响大于货运，对全年总量影响 2-3%（姚俊、纪敏）.....	9
5、农产品：生产受损尚可控制，运输不畅加大销区价格压力（朱卫华、黄璐）.....	10
6、电力设备：将受益于灾后受损线路的大规模修复（王鹏）.....	12
7、钢铁：淡季产销影响有限，灾后重建将拉动价格再度上涨（张士宝）.....	12
8、有色金属：限电断电影响铜铝产量（赵春）.....	13
9、建筑：灾后将受益于基础设施投资力度的加大（王小勇）.....	14
10、机械：工程机械行业受益（刘荣）.....	14
11、保险：理赔主要影响财险，但对 08 保费收入可能有促进作用（罗毅）.....	14
12、旅游：静态影响 1-2%，全年影响基本可以忽略（苏平、林周勇）.....	15
13、家电：大部分主流渠道已做好节前备货（毕岩）.....	15

图表目录

图 1：中国本次冰雪灾害分布图.....	3
图 2：全国降水量预报图（0130-0131）.....	3
图 3：全国积雪深度示意图（0129）.....	3
图 4：灾后固定资产投资增速与贷款余额增速.....	5
图 5：1998 年洪水造成的恐慌.....	6
图 6：2003 年 SARS 造成的恐慌.....	6
图 7：南宁、郑州食糖价格走势.....	11
表 1：主要受灾地区灾情概述.....	4
表 2：全社会用电量分布.....	7
表 3：2008 年 1 月考虑受灾影响的用电量.....	8
表 4：14 个省份受天气因素陆路运输遭受的影响.....	10
表 5：雪灾对电解铝产量的影响.....	13

一、灾情简介

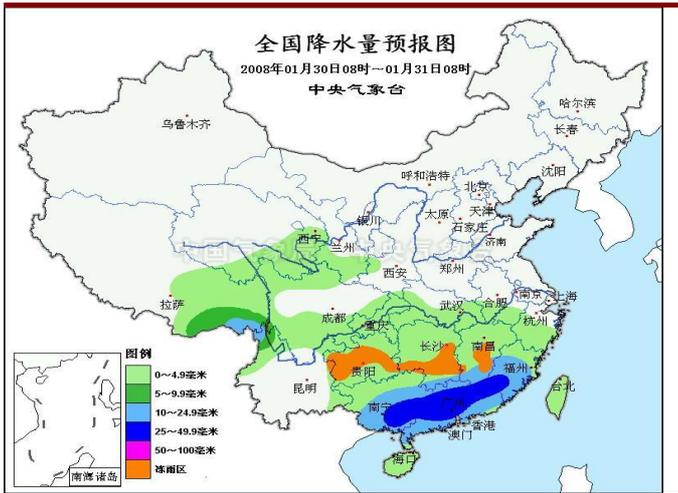
2008年1月10日以来，半个中国陆续遭遇了50年一遇的暴雪、冻雨袭击。低温、雨雪和冰冻天气到目前为止已覆盖安徽、江西、河南、湖南、湖北、广西、重庆、四川、贵州、云南、陕西、甘肃、青海、新疆等14个省（区、市），并且受灾区域仍存在扩大可能。目前长江中下游沿江地区普遍积雪达30厘米。

图1：中国本次冰雪灾害分布图



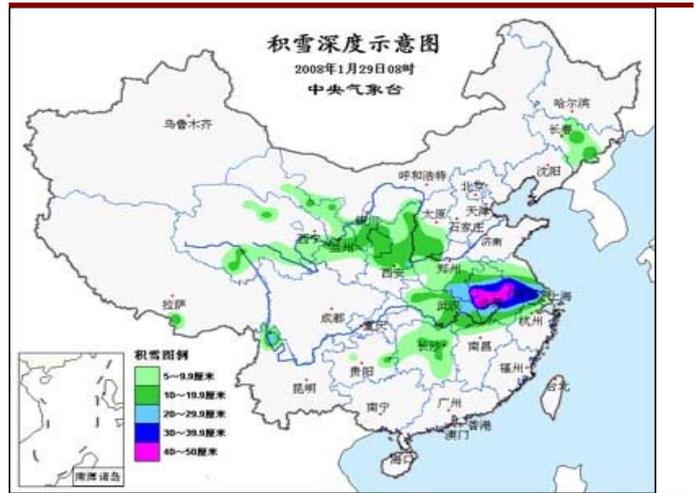
数据来源：《财经》，招商证券

图2：全国降水量预报图（0130-0131）



资料来源：中央气象台，招商证券研发中心

图3：全国积雪深度示意图（0129）



资料来源：中央气象台，招商证券研发中心

由于本次雪灾发生在应对经验不足的南方，并且多数受灾区伴有冻雨现象的发生，冰冻强度甚至超过北方，从而出现路面结冰、电网铁塔等被水凝拉断的现象。这进而造成部分地区电力中断、交通系统大面积瘫痪、春运返乡旅客大量滞留途中、农产品与食品价格暴涨、供水供气难以维持的困难局面。据电监会消息，目前已经有17个省（直辖市、自治区）出现拉闸限电，全国最大电力缺口接近4000万千瓦。灾害天气还加剧电煤短缺状况。截至目前，全国电煤库存约2142万吨，不到正常存煤的一半。而由于物资运输中断相关地区的生产和生活也受到了影响。

根据民政部救灾救济司提供的数字显示，截至 28 日 14 时，1 月 10 日以来的雨雪天气过程已造成 7786.2 万人受灾，因灾死亡 24 人；本次雨雪灾害还造成农作物受灾面积 4219.8 千公顷；倒塌房屋 10.7 万间，损坏房屋 39.9 万间；因灾直接经济损失 220.9 亿元。本次雪灾将考验中国的应急机制和政府的统筹协调能力。

表 1: 主要受灾地区灾情概述

地区	灾情概述	受灾人口	经济损失	出行指南
湖南	遭受 1954 年以来罕见的冰冻灾害，5 人因雪灾死亡；京珠高速湖南段 4 万人滞留；京广线湖南段铁路供电中断。28 日，长沙遭遇入冬最大降雪。雪凝范围创造历史纪录；雷山县与世隔绝 10 余日，面临断粮；41 个市县停电；遵义 30 万人用水困难。 宣布进入大面积一级停电状态	2915 万人	104.7 亿元	京广线部分列车将停运(附车次)；湖南到广东交界口已经封闭，预计 2 月 3 日后恢复通行。
贵州	武汉市城区积雪达 21 厘米，10 余万人无水可用；湖北多处供电线路断线。	1018.2 万人	18.26 亿元	贵州省境内多条铁路中断，大量旅客出行受阻。
湖北	多次降雪致灾涉及到洛阳、信阳、平顶山、驻马店、新乡、濮阳、安阳等省辖市的二十二个县。降雪持续时间之长、强度之大，为几十年来罕见；万余房屋倒塌。	1441.9 万人	45.3 亿元	湖北境内主线公路通行基本正常；武汉天河机场航班 29 日正常起降。
河南	4 天雨雪量创 24 年最高值；电力供应紧张，本地发电创最高纪录；28 日，上海站地区滞留旅客超过 7 万人。	6.29 万	6284 万元	河南交通基本恢复正常，3 日内各方向车票较紧张。
安徽	遭遇 1984 年来第二大区域性暴雪；七家机场全部关闭，陆空水路交通全面受阻。	704 万人	16.02 亿元	连霍高速公路安徽段全部封闭；
上海	十五个市(州)七十个县(市、区)四百零九万多人受灾，六千多间农房被损坏。			所有窗口停售长途火车票；
江苏	杭嘉湖地区中到大雪，局部暴雪。		1.9 亿元	大桥、高速陆续开通
四川	房屋倒塌 2512 间，房屋损坏 2.73 万间，农作物受灾面积 334 千公顷。	409.08 万人	6.53 亿元	成都车站迎来售票高峰，候车时间恢复。
浙江	因道路冰冻造成出行被困 80.4 万人；倒塌居民住房 666 户 2767 间；部分路段被冰雪阻断。	3000 万人	超过 60 亿元	杭州停售除动车组外火车票；
江西	时隔 17 年后大范围降雪；16 条 35 万伏以上输电线路断线。	1000 余万人	26.8 亿	高速公路和民航全部封闭
广西	目前广州地区各大火车站滞留旅客总数已超过 50 万人；遭遇近年来最严重缺电局面；蔬菜羊肉价格继续飙升。	596.4 万人	18.5 亿元	广西通往贵州道路出口因雨雪全部封闭
重庆		467 万人	5.68 亿	至 30 日,将有 9 趟旅客列车陆续停运 1-3 天不等。
广东			9 亿	京珠高速公路广东段韶关以北北行方向仍有约 7 公里车辆滞留；广州站暂停售火车票。

数据来源: Sina, 招商证券

灾情的缓解一方面依靠政府与民众的积极抢救，更关键的是取决于天气何时好转。

据中央气象台预报，未来三天，南方大部地区仍将维持阴雨雪天气，湖南江西浙江部分地区未来三天将有大雪及暴雪；江南南部、华南北部和西部的部分地区有大雨，局部地区有暴雨；青藏高原东部、西北地区东南部、西南地区等地的阴雨雪天气仍将持续。

预计未来十天，青藏高原、西北地区东部、江汉平原、江淮、江南、华南以及四川盆地、贵州、云南北部地区多阴雨雪天气，大部分地区气温将比常年同期偏低 1℃ 左右。

预计即使暴雪停止，亦需数日来除却冻冰。

二、雪灾对中国经济的影响

自然灾害对真实经济的影响是比较清楚的。通常像水灾、雪灾、台风之类的自然灾害会导致设施的破坏，同时导致正常的生产无法进行。这会影响当期的经济活动，工业生产、投资、消费都会受到不同程度的影响。

雪灾对工业的破坏性主要在于整个货运体系以及电力供应方面的负面影响。货运体系的瘫痪使得工业品原材料、能源的输入变得困难，也影响了正常的销售行为。这些都会影响正产的生产行为。

雪灾对农业的影响更加直接。农业基本上还是靠天吃饭，寒冻天气对蔬菜、粮食等的生产都构成较大的影响。

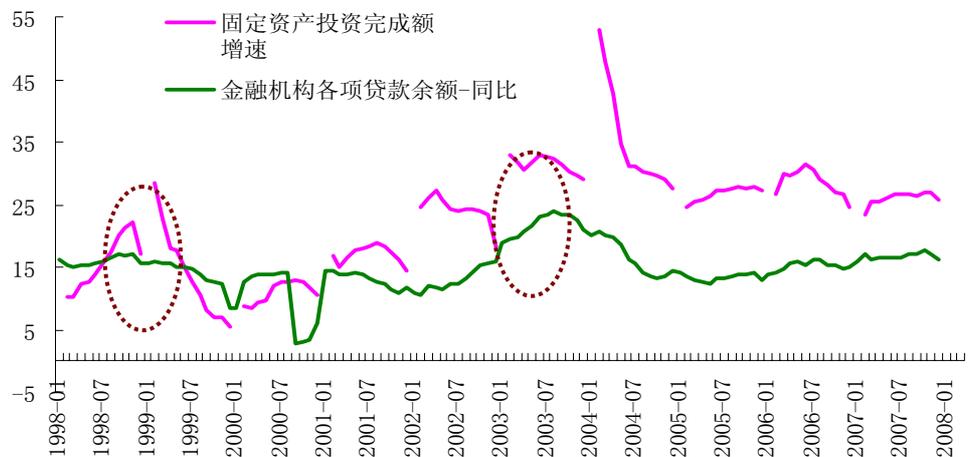
目前的寒冻天气可能还要延续半个月，这使得 2008 年 1 月份的工业生产会受到较大影响，同时 2 月份也会受到影响。由于 1、2 两个月份的数据是同时公布的，这会影响到 3 月份公布的 1-2 月份累计的工业生产的增速。同期的固定资产投资也会受到影响。

从物价指数来看，货运体系的破坏使得各种产品的供应成为较大的问题。但是由于需求依然存在，像蔬菜等生活必需品的价格可能会有较大的涨幅。2008 年 1-2 月份，CPI 破 7 几成定局。不排除突破更高水平的可能性。

自然灾害造成的损失需要灾后重建工作来弥补。这会导致之后的投资以及工业生产出现报复性的增长，直至生产恢复到正常水平。而部分产品的物价水平将在绝对水平上都有所回落。

一个值得注意的问题是信贷控制。我们曾指出，由于外部经济环境的恶化，国内经济调控将在 2008 年下半年放缓。但是由于灾后重建工作需要信贷的支持，所以，如果灾情进一步加重，为支持灾后重建工作，调控解冻的时间点可能提前。

图4：灾后固定资产投资增速与贷款余额增速



数据来源：wind，招商证券

三、雪灾对 A 股市场的影响

资本市场对重大的自然灾害一开始往往反应不足。《股票作手回忆录》中曾描绘 1906 年旧金山大地震时的美国股市：“这是一场可怕的大灾难。但是股市开盘时只下跌了几点。多头力量正在发挥作用，大众从来不会独立对消息做出反应。第一天或第二天，华尔街不注意这次地震。”但随着灾情的持续与恶化，投资者将深切感受到生命和财富的脆弱性，对风险的过度担忧极易引起股票市场的恐慌性抛售。1998 年长江洪水，A 股市场下跌约 25%，上证指数在九江决口之日暴跌 8.36%；2003 年 SARS，A 股市场下跌约 15%。不过可以肯定的是，大的自然灾害对股市的冲击多是短期而且是恐慌性的。灾害过后经济仍将复归原有增长轨道，重建需求甚至将拉动经济短期景气，而股票

市场基本上也都能回升到下跌的开端。

图5: 1998年洪水造成的恐慌



资料来源: wind, 招商证券研发中心

图6: 2003年SARS造成的恐慌



资料来源: wind, 招商证券研发中心

A股市场近期所发生的这次调整,自然应主要归因于次贷危机引发全球金融市场动荡的拖累,也要归因于针对通胀而采取的价格管制、信贷控制等政策,或者归因于中石油的价值回归压力,以及中国人寿限售股解禁及中国平安再融资的冲击。不过有意思的是,这次调整开始的时间及强度看起来竟然与雪灾相当一致——例如,1月28日灾情最为严重,当天A股市场即在周边股市跌幅有限的环境下,经历了6%以上的大跌——A股市场的投资者应当也感受到了这次50年一遇的雪灾的破坏性。

但股票市场走势是否已经对这次灾情做出充分反应?我们认为还有待观察。毕竟从高点下来,处于估值高位的A股的调整幅度并不比H股多。而根据我们的观察,主流研究机构可能也未开始对此做出充分分析。如果灾情就此稳住,那么1月28日的走势可以看作对雪灾的充分反应。但如果灾情持续甚至再度恶化,电力和食品供应短缺局面无法得到缓解,那么就应当提防市场发生重大自然灾害之下容易出现的恐慌性抛售——特别是在内忧外患夹击之下,A股市场的高估值基础已经开始松动的微妙时刻。

我们这周的投资策略已经讨论了雪灾的影响。这里有必要再次强调,中国素有抗击自然灾害的丰富经验与强大能力,我们对政府化解此次雪灾抱有强烈信心。根据我们与各行业的沟通结果,此次雪灾对中国经济及具体行业的影响实际上相当有限,甚至可能成为管理层放松信贷与价格管制的契机。可以肯定的是,只要短期内A股市场因雪灾出现非理性恐慌抛售,必将构成绝佳的买点。

从投资策略上看,灾情持续阶段煤炭、工程机械将从中略微受益,而电力设备、铁路设备、钢铁、建材等行业将成为灾后重建的受益者。雪灾导致煤炭运输瓶颈,提高煤价上升预期(但可能受到管制)。但如果A股市场因雪灾出现恐慌,煤炭行业可能也难独善其身。同时,灾后对电力输送系统、铁路电气化系统必将进行重建与更新,灾区也将出现大量的基建需求,电力设备、铁路设备、钢铁、建材等行业将成为受益者。

四、雪灾对各行业的影响

与本次雪灾相关的行业有电力、电力设备、煤炭、交通、农业、钢铁、保险、旅游,我们建议回避相关受灾企业,关注除雪受益的机械,灾后重建对电缆、钢铁、建材等产品的阶段性需求拉动。而通过此次雪灾暴露出来我国铁路、公路以及电力系统的脆弱性可能会促使政府加大对相关设备的投入,对铁路设备、电力设备构成利好

1、 电力：受灾省份用电占 53%，1 月用电将下降 6%（彭全刚）

从全社会用电量来看，居民用电只占到 11%，其余用于工业生产，因此断电限电对工业企业会造成重大影响。

表 2：全社会用电量分布

全社会用电量	亿千瓦时	32458	14.42	100%
第一产业用电量	亿千瓦时	860	5.2	3%
第二产业用电量	亿千瓦时	24847	15.7	77%
其中：轻工业	亿千瓦时	4502	9.8	14%
重工业	亿千瓦时	20064	17.3	62%
第三产业用电量	亿千瓦时	3167	12.1	10%
城乡居民生活用电量	亿千瓦时	3584	10.6	11%

数据来源：招商证券

根据目前的新闻报导，全国已经有 13 个省份出现拉闸限电，我们判断受到暴风雪不利影响的主要是电网企业和火电企业：

（1）电网企业固定资产受损，售电量减少

- ①由于暴风雪影响，主要受灾省份的输电塔倒塌，输电线路断裂，资产损失较大；
- ②由于冰冻影响，一些 500 千伏主要线路发生跳闸等自保护动作，造成不同电网之间失去相互支援能力，用户用电受到限制；
- ③根据报导，目前电力系统已经启动用户侧管理，主要是保证居民用电和主要工业用电，对于高耗能用电适当进行控制。

（2）火电企业由于煤炭供应不上，发电量受到影响

由于暴风雪封路，一些高等级电气化铁路受到影响，公路运煤基本停滞，减少了电煤供应。全国已经有 4000 多万千瓦火电机组因为缺煤停机备用。

（3）水电机组不受暴风雪影响，由于火电机组停机，来水较多的水电企业受益最大。

（4）主要受灾省份用电测算：

由于气温下降，我们判断居民用电会有一定程度增加，工业用电会由于供电不足而出现下降，对几个主要受灾省份的测算如下：

受灾省份的用电量占全国用电量的 53%，按照上述用电比例，假设受灾省工业用电下降 20%，居民用电增加 30%，其他省份用电量不变，可以算出 2008 年 1 月的用电量，比 2007 年同比下降 5.92%。

2007 年 1 月用电量占全年用电量的 7.66%，按此计算，由于受灾影响的用电量下降 0.45%。如果考虑悲观一些，可以判断导致全年用电量增速少增长 0.5 个百分点。2007 年全年用电量增长 14.4%，暴风雪灾害的影响相对较小。

表 3: 2008 年 1 月考虑受灾影响的用电量

2007 年 1 月	用电量 (亿度)	用电比例	2008 年 1 月考虑受灾影响的用电量
全国合计	2642	100.00%	2486
北京市	62	2.34%	62
天津市	42	1.59%	42
河北省	161	6.09%	161
山西省	110	4.16%	110
内蒙古	89	3.39%	89
辽宁省	116	4.39%	116
吉林省	40	1.53%	40
黑龙江省	57	2.15%	57
上海市	93	3.51%	82
江苏省	242	9.15%	215
浙江省	176	6.66%	157
安徽省	64	2.40%	56
福建省	78	2.95%	78
江西省	44	1.65%	39
山东省	215	8.13%	215
河南省	152	5.75%	135
湖北省	80	3.04%	71
湖南省	73	2.76%	65
广东省	242	9.18%	216
广西区	54	2.06%	48
海南省	9	0.32%	9
重庆市	40	1.50%	35
四川省	94	3.55%	83
贵州省	55	2.10%	49
云南省	58	2.20%	58
西藏区	0	0.00%	0
陕西省	59	2.22%	59
甘肃省	50	1.90%	50
青海省	23	0.88%	23
宁夏区	37	1.40%	37
新疆区	29	1.09%	29

数据来源: 招商证券

(5) 对我们重点推荐公司的影响

对于近期重点推进的公司, 我们进行了电话调研, 公司表示暴风雪对公司的负面影响不大, 有些甚至是正面的:

长江电力: 长江电力的发电量不受影响, 只是由于部分外送线路出现故障, 限制向广东、上海等地送电, 但是由于华中很多火电机组停机, 这部分电量可以在本地消化。

桂冠电力: 桂冠电力 1 月份发电量截止目前创造历史最好水平。对于火电机组缺煤停机, 公司认为对自身正面影响较大, 有利于公司多发电。

国电电力: 公司在暴风雪灾害比较严重的地区没有火电机组, 所以经营不受影响。公司在四川大渡河流域的水电机组由于当地火电机组缺煤、二滩水电站送出受限, 可以获得更多的上网电量。

2、 能源: 1 亿吨的公路煤外运受阻, 煤价看涨预期增强; 电荒和雪灾增加柴油发电需求 (卢平、裘孝峰)

煤炭: 目前的受灾情况: 山西有 1 亿吨的公路煤外运受阻, 北方煤通过秦皇岛中转后主

要困难在于运输上。预计重新启动中小煤厂尚需时间，短期内难以恢复。

由于目前主要上市公司产能核定，并且合同煤占比大只能通过春节加班加点形式扩大供给，但由于目前电煤价格受到限制，量的提升对短期业绩贡献不大，但由于用量紧张会增加煤价长期看涨的预期。

石油：在目前电荒和雪灾的情况下，部分企业和单位为了保证正常运营，加大了柴油发电的力度，这进而增加了成品油淡季的需求，使得国内为迎接旺季到来的库存积累受到了影响，我们相信如果二季度国际油价维持在目前水平的话，国内可能再现油荒，从而迫使管理层上调油价。

3、 化工：灾区企业生产短期受影响有限，灾后将加班弥补（张志宏）

化工：雪灾对湘潭电化、六国化工、四川美丰等的经营造成了短期影响，其中湘潭电化将停产半个月左右，加上原料碳酸锰、硫酸处于高位运行，受到的影响较大。四川美丰主要是下属的贵州化肥厂因电力供应不足而减产，其四川、甘肃等的生产主基地则未受影响，而贵州化肥厂的产能、利润占公司总比例较小，因此影响并不大。六国化工的主要生产地安徽省受到暴雪影响，合成氨、煤炭等主要原材料供应不足及价格上涨，使得公司本部和子公司部分装置稍有减产。

总体来看，由于本次雪灾持续时间有限，加上多数公司均表示会在复产后通过加班生产、多发货等方式挽回损失，因此我们认为总体影响不大。

而非受灾地区的化工企业反而因受灾地区企业停、减产导致部分化工产品出现价格上涨而受益，如目前 PVC 已出现小幅上涨，但我们认为相对受益也较为有限，一旦受灾地区的化工厂负荷率逐渐上来，相关产品价格将重新趋于稳定。

4、 交通：客运影响大于货运，对全年总量影响 2-3%（姚俊、纪敏）

雪灾致使交通陷入瘫痪，关键是能源、食品运输不畅对经济带来的影响。就交通系统本身来说，铁路系统的瘫痪主要是电力供给问题，公路、航空是路面冻冰问题。

（1）对客运的影响大于货运；

（2）对于全年各类交通运输总量的影响约 2-3%（注意，不是增速的影响）；事实情况应好于此估计；

（3）对于公路的影响，主要集中于受天气影响较大的省份，如江西、湖南、安徽等会有一定影响；影响体现在可能会有 1 个月左右的流量下降，而在路面损坏方面，影响很小；

（4）对于铁路的影响，主要体现于南方地区的电气化客运，铁道部下 3 大上市公司，“广深铁路”所受影响相对较大，主要是广坪一线，而“大秦铁路”和“铁龙物流”的影响不大。

但对客运来讲，即使过年不回家，仍会有推迟回家的考虑，因此全年的影响不会太大。

表 4: 14 个省份受天气因素陆路运输遭受的影响

		全国占比	全年占比	全社会占比	全年影响
公路	货运量	38%	8.5%	73%	<2%
	客运量	46%	8.3%	91%	<3.3%
	货物周转量	41%	7.5%	11.3%	<0.35%
	客运周转量	42%	8.5%	52%	<1.8%
铁路	货运量		7.5%	14.5%	<1%
	客运量		8.5%	6.3%	<0.5%
	货物周转量		7.5%	25.6%	<1.9%
	客运周转量		9%	34.5%	<3%

数据来源：招商证券

5、农产品：生产受损尚可控制，运输不畅加大销区价格压力（朱卫华、黄璐）

我们认为，此次雪灾造成运输不畅、继而农产品结构性短缺的影响，比它造成农产品减量的影响更大。

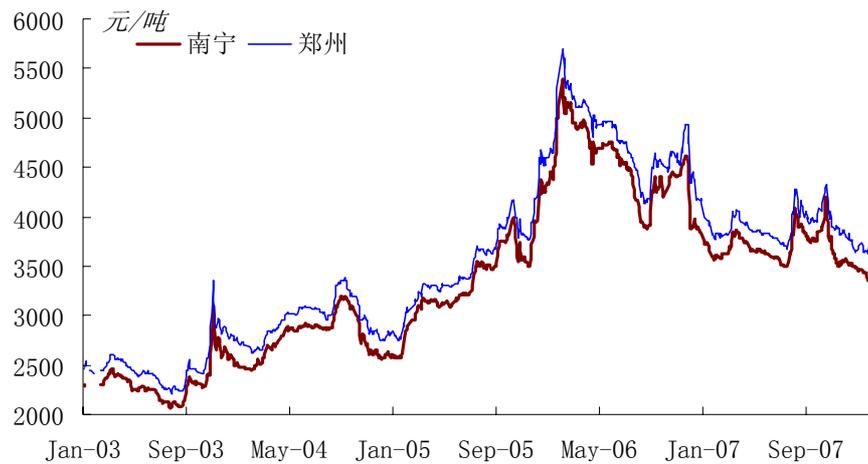
（1）农产品生产环节有受损，尚在可控范围内

- ✓ 农业部消息，截至 1 月 29 日上午，全国 16 省（区、市）因低温冻害作物受灾 1.03 亿亩，其中成灾 5301 万亩，绝收 1103 万亩。我们估计绝收面积占冬小麦 2.5% 的种植面积，影响全国粮食总产 0.7%。而对于黄河流域来说，前期恰恰是瑞雪兆丰年，大雪有助于杀灭病虫害，利于小麦增产。两处均衡结果，我们认为粮食产量负面影响应在极低水平。
- ✓ 南方蔬菜种植有所受损，部分蔬菜大棚被积雪压塌，军民在抢救蔬菜。
- ✓ 冻雨对广西甘蔗生长造成影响，部分地区尚未采收的甘蔗糖分减少 1~1.5 个百分点，但协会预期 07/08 榨季全国食糖产量将达到 1350 万吨，加上进口将略大于需求，本榨季从 11 月 1 日开始，到 1 月末已完成绝大部分的榨糖任务，所以受损的甘蔗比例不大。

（2）运输不畅将加大销区价格压力

- ✓ 运输不畅，引爆南方部分地区玉米价格，近两周累计涨幅在 100 - 200 元/吨，甚至出现部分准备不足的饲料企业被迫停产的现象。
- ✓ 受暴雪影响，从 27 日开始，广州市场食品价格直线飙升，其中蔬菜价格涨幅惊人，主要由北方供应的大白菜价格三天时间身价暴涨近 300%。武汉遭遇持续冰冻大雪天气，小白菜价格从降雪前的每公斤 2 元左右逐渐上涨到目前的 8 元左右。
- ✓ 受暴雪影响，部分湖南输港生猪被困路途中，并有生猪被冻死。
- ✓ 食糖价格方面，产区南宁市场价格还在一路下行，销区郑州市场价格已经连续两日上行

图7: 南宁、郑州食糖价格走势



数据来源: 招商证券

(3) 国家为了稳定农产品供求, 多项政策并举:

- ✓ 生产环节积极救灾抢收, 为保证春播, 武汉市农业部门与市财政部门联手, 免费向全市面积共 7000 亩的 4 个快生菜基地提供种苗, 集中育种。
- ✓ 开通农产品“绿色通道”, 1月29日, 国家发改委、财政部联合发出通知, 要求各地全面清理涉及鲜活农产品销售环节的收费, 要求 2008 年 1 月 26 日至 2 月 5 日期间, 鲜活农产品销售环节的集贸市场管理费、个体工商户管理费等行政事业性收费一律减半收取。批发市场或农贸市场, 对涉及销售鲜活农产品的车辆入场费等经营服务性收费, 在现有价格水平上一律减半收取。为确保“绿色通道”畅通, 湖北境内的高速公路也推出了对装运鲜活农产品和救灾物资车辆“一律免收通行费”的举措。
- ✓ 对重要商品及服务实行临时价格干预, 国家发改委、商务部发出通知, 上海市、安徽、山东等省积极推进, 措施主要是提价申报和调价备案, 干预的范围主要是粮食、食用植物油、猪肉和牛羊肉、牛奶、鸡蛋等重要的居民基本生活必需品。

附: 上海市提价申报和调价备案企业目录

一、提价申报企业

- 1、上海良友(集团)有限公司
- 2、上海嘉里食品工业有限公司
- 3、上海嘉里粮油工业有限公司
- 4、光明乳业

二、调价备案企业

- 1、联华超市股份有限公司
- 2、华联超市股份有限公司
- 3、农工商超市(集团)有限公司
- 4、上海家得利超市有限公司
- 5、锦江麦德龙现购自运有限公司
- 6、上海联家超市有限公司(家乐福)家乐福中国区总部
- 7、上海易初莲花连锁超市有限公司
- 8、大润发有限公司

- 9、上海欧尚超市有限公司
- 10、上海世纪联华超市发展有限公司
- 11、沃尔玛华东百货有限公司
- 12、特易购商业（上海）有限公司
- 13、好又多咨询管理服务（上海）有限公司
- 14、上海易买得超市有限公司
- 15、华联吉买盛购物中心有限公司

6、 电力设备：将受益于灾后受损线路的大规模修复（王鹏）

华中、华东地区遭受入冬以来强降雨雪低温气候袭击，由于输电线路覆冰覆雪严重，致使这些地区的电力设施不同程度受损，甚至导致电网供电全部中断。特别是贵州，风雪严重损坏了电网，全省41个市县受到停电影响。湖南电网遭受50年一遇的冰冻、雨雪天气影响，有27条500千伏线路发生故障，目前还有多条线路处于停电除冰检修状态，电网故障从高压向低端蔓延。安徽、浙江等省雪灾严重，造成华东电网公司网内多条线路跳闸，目前正在紧急抢修。

此次雪灾对电网系统进行了考验，对电网公司加强电网安全运行和抗灾害的能力提出了更大的要求。受灾地区各省网公司将受损线路进行大规模修复，对电缆、绝缘子等设备的需求加大。这将进一步带动电网建设投资力度。

7、 钢铁：淡季产销影响有限，灾后重建将拉动价格再度上涨（张士宝）

本次雪灾可能影响到的钢厂有9家：华菱、武钢、新钢、安阳、宝钢、马钢、韶钢、南钢、杭钢。根据我们电话调研了解的情况，目前正是钢铁生产淡季，华菱影响稍大些外，其余影响较小。

（1）对生产的影响

据我们估计，上述9家钢厂08年钢铁计划产量8600万吨左右，占08年钢材产量15%左右，若停产1天减少钢铁产能24万吨（8600/360）。

按钢厂正常煤库存10-15天计算，若本次雪灾持续时间不超过2周对钢铁厂生产影响甚微，若持续3周，假设这些钢厂高炉全部停产，将减少167万吨铁产量，将影响产量2%左右。

（2）对销售的影响

①交通受阻，钢厂库存上升，销量短期内减少。随着春节前后运输恢复正常库存将降到正常水平。大雪封路，钢厂的产品公路发货几乎停止，铁路也受到保春运及电煤影响发运量较少，去广州、昆明方向发货停止。北方钢厂钢材南下受到影响，所以南方的三钢、柳钢将从产品价格短期内上涨中相对受益。

②建材价格：在受灾期间因为供给减少将出现上涨局面，随着天气转暖，钢厂产能恢复正常、到货增加短期内恢复平稳甚至下降，之后灾后重建价格再度上涨。

③灾后重建将对建材、钢缆等需求增加

✓建材受益公司主要有：三钢闽光、新华股份、柳钢股份、马钢、华菱、莱钢

✓考虑到本次雪灾对电缆、输电铁塔和景区观光缆车用电缆的大面积破坏，灾后重建贵绳股份、宁夏恒力、法尔胜、新钢股份等公司将需求突发需求中受益

(3) 对业绩影响

若雪灾持续3周左右，则：对08年1季度业绩影响在5%以内；对08年全年业绩影响在2%以内；若雪灾在2周内停止，影响可以忽略不计。

以武钢为例，此次雪灾，武汉积雪30cm，受此影响，武钢进出物资受到一定影响：

①原燃料方面：洗煤库存降到10万吨（每天用量1.5-1.6万吨），比正常库存17-25万吨降了7-15万吨，仅能维持5-6天生产，若恶劣天气超过库存补给，公司可能停一个高炉（3-7天，武钢最小高炉2200m³，减少生铁产量2-4.5万吨）报公司董事长待审批，董事长将与铁道部协调后决定是否高炉停产；

②在产品销售方面，厂内存货比正常36万吨上升了5万吨，向广州、昆明方向因保春运而停运武钢产品。但公司产能开工较足，中间坯及半成品较多，07年销售钢坯22万吨，即使停1高炉对产量影响甚微；销售方面，随着春节前后运输恢复正常库存将降到正常水平。

8、 有色金属：限电断电影响铜铝产量（赵春）

雪灾对有色金属的影响主要体现在电力供应和交通运输上，在用电方面，国内两大铜冶炼企业江西铜业和安徽铜陵有色金属集团正遭受小面积电力中断，影响了生产，用电大户电解铝方面受灾区电解铝07年产量为662万吨，占全国总产量的52.7%，受灾区日产量预计为1.68万吨，目前受灾区电解铝正处于限电阶段，1季度产量将出现环比下降，如果雪灾天气继续，我们预期天电解铝产量最大应影响不超过2万吨。

表 5：雪灾对电解铝产量的影响（单位：万吨）

地区名称	07年产量	同期比(%)	雪灾区每天产量预测
全国合计	1256	34	3.81
上海			
江苏	9.8	41	0.03
浙江	9.8	35	0.03
安徽			
江西			
河南	306.2	45	0.93
湖北	40.1	36	0.12
湖南	19.1	61	0.06
广东			
广西	31.8	30	0.10
重庆	11	6	0.03
四川	51.4	23	0.16
贵州	75.5	31	0.23
受灾区合计	662.5		1.68

资料来源：中国金属网，招商证券研发中心

交通运输方面，交通运输堵塞对有色金属公司的影响主要体现在原材料库存的不足和成品库存的积压上，造成短期内生产受限，交通运输对有色金属公司均存在一定的影响，

对灾区内公司影响更大。

雪灾天气对金属行业产量将产生一定的影响,具体的量化估计主要看未来恶劣天气的持续情况,但是另一方面,受天气影响供给减少,以及灾后重建的预期,有色金属期货价格出现上涨的态势,短期对有色金属公司算是一定的利好。

9、 建筑：灾后将受益于基础设施投资力度的加大（王小勇）

本次雪灾对建筑板块的影响不大：

- (1) 春节前后是建筑行业的传统淡季,根据历史统计资料来看,建筑业 1~2 月固定资产投资都较低,很多建筑企业已经考虑到了春节的影响;
- (2) 对于本次雪灾而言,由于是 50 年一遇的灾害,属于不可抗力因素,在雪灾期间建筑工地考虑到工人的安全问题都会采取停工的措施,对此引起的合同工期延长等问题,建筑企业可以要求相应的工期顺延;
- (3) 由于本次雪灾造成的道路、桥梁、房屋等发生的损害,我们认为,灾后的重建工作基本上属于一些合同金额较小的业务,对于上市公司影响不会很大;
- (4) 本次雪灾暴露的交通脆弱性问题将促使国家进一步加大对交通运输等基础设施的投资。2008 年铁道部确定投资 3000 亿元于铁路建设。

10、 机械：工程机械行业受益（刘荣）

- (1) 从销售来看,这次雪灾对中部地区 1、2 月份的销售影响较大,但 1-2 月份原本就是销售淡季;年底各工程机械企业主要是为 3、4 月份的旺季销售做准备,雪灾可能会对生产和运输造成短暂影响。
- (2) 雪灾后的重建将会拉动对工程机械产品的需求,受益的产品包括装载机、汽车起重机、平地机和推土机,中部地区的上市公司三一重工和中联重科可能会因此受益。随着雪灾后工程施工的恢复,三月份工程机械行业将迎来销售高峰。
- (3) 综合正负两个方面的影响,雪灾对机械行业的影响不大。

11、 保险：理赔主要影响财险，但对 08 保费收入可能有促进作用（罗毅）

因为雪灾还未结束,所以无法统计具体的保险赔付支出,粗略的估算一下保险需要额外进行的赔付支出：

寿险业务：仅限于人身与医疗保险,而本次雪灾当前尚没有造成大规模的人员伤亡,所以我们认为对寿险业务的影响可以忽略不计,也就是说对中国人寿的影响很小。

财险业务：稍微大些,车辆的毁坏,财产的损失,可能都会构成一定的额外赔付。

上市公司：经过初步估计,可能对中国平安与中国太保构成 1 亿元左右的额外支出,而对净利润的负面影响应该在 1 亿元以下,对于太保的净利润影响为-1.5%,而平安的影响为-0.9%左右。

这是针对负面影响，但是本次的雪灾对未来财险的销售可能有较大的促进作用。如果可以推出及时的财险产品，让投保人避免灾害的伤害，相信财险产品的销量应较为客观，因此我们上调平安 08 年财险保费收入 3%，太保的财险保费收入 2.5%。我们对国寿与平安维持推荐的评级，太保维持中性的评级。

12、 旅游：静态影响 1-2%，全年影响基本可以忽略（苏平、林周勇）

本次雪灾对旅游行业的影响主要体现在春节黄金周期间国内旅游规模及收入将大幅度下降。从历史数据看，春节黄金周期间，国内游客规模、收入占全年的比重约在 5.5-6%。本次雪灾受影响最大的是长江流域的 14 个省，我们估计这些省春节旅游占全年国内旅游的比重约 1-2%，因此静态的看，本次雪灾对全国国内旅游规模及收入的影响约 1-2%。但从以往历次突发事件对旅游业的影响来看，旅游业在事件过后都能够快速复苏。由于本次雪灾发生在旅游淡季，本来在全年所占比重就不大，考虑到旅游旺季到来后的补偿效应，更重要的是，在居民收入持续快速增长的背景下，旅游行业已经进入加速发展阶段，这样一个大的背景决定了本次雪灾对旅游业全年的影响将十分有限。

上市景区公司中，主要景区公司峨眉山、桂林、丽江都不在受灾省区，受到的负面影响十分有限，黄山 1 月中上旬游客同比增长，临近月底随着雪灾加重，景区经营受到了一定程度的负面影响。由于本次灾情发生在最淡的季节，从全年角度看，对旅游企业的负面影响基本可以忽略

13、 家电：大部分主流渠道已做好节前备货（毕岩）

经过对几大生产企业的电话调研，汇总情况如下：

- (4) 生产方面：由于生产原材料有一定储备(两周左右),目前影响有限，如恶劣天气持续时间较长，则受灾严重地区的工厂生产会受到影响，但是由于几大企业均在全国布局多处生产基地，可以进行地区调节。
- (5) 销售方面：空调做为产品淡季期影响最小，其他产品年前为销售旺季，受灾地区有影响。但由于绝大部分主流渠道已做好春节前的备货，所以总的影影响相对有限。

总的来说，对全年指标影响不大。

研究员简介

赵建兴：厦门大学管理学硕士，四年证券从业经验。《做多中国崛起，穿越理性繁荣》在2007年深交所第九届会员单位研究成果评选中获投资研究类一等奖。

鲁信文：财政学硕士学位，13年证券从业经验。1992-1994年就职于《海南日报》，1994年至今就职于招商证券，1998年进入研发中心。

王晶晶：华中科技大学管理学硕士，2007年7月加盟招商证券研发中心。

胡鲁滨：北京大学中国经济研究中心经济学硕士，2007年7月加入招商证券研发中心。

投资评级定义

公司短期评级

强烈推荐：预计未来6个月内，股价涨幅为20%以上

推荐：预计未来6个月内，股价涨幅为10-20%之间

中性：预计未来6个月内，股价变动幅度介于±10%之间

回避：预计未来6个月内，股价跌幅在10%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数

中性：行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数跟随综合指数

回避：行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

免责声明

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。