

企业盈利能力迈入稳步增长阶段

——中国股市已具备持续繁荣的经济基础

□中银万国证券研究所 李慧勇

- 股市的持续繁荣离不开企业盈利能力的稳步提升。自2003年以来,中国企业的资产收益率已经稳步提高到5%以上,不仅高于一年期商业银行贷款利率,也明显高于日本。这使得中国股市对国内外资金的吸引力大幅提升。
- 由于本轮经济周期的平坦性、低通胀性和低利率性,使得即使未来两年经济增长适度回落,对企业业绩的影响也不会太显著。
- 从制度上来说,国资委推进的国有资本预算改革、对经营者的股权激励机制,财政部推进的企业所得税和增值税改革,本质上都有利于维护资本的利益,刺激资本收益的提高。
- 美、日等国的历史表明,能源和资源价格的快速上升,尽管在短期内会增加企业的成本,但是从长期看会通过逼迫企业进行技术创新,促进一国内产业结构的服务化,来大幅度提高企业的业绩。
- 本币的升值过程从长期看也是一国企业效益的提高过程。
- 这些中长期因素的变化都十分有利于中国企业资产收益率的提高,在未来两三年内,中国企业资产收益率仍然能够维持在较高的水平,中国股市的持续繁荣具备了微观经济基础。

决定股市持续繁荣的最重要因素是企业的经营业绩。实际上正是由于企业盈利能力的稳步提升,才造就了20世纪90年代美国近10年的超级牛市,伴随着宏观经济稳定增长和企业经营效率的提高,近年来中国企业盈利能力已经恢复到了一个合理水平,对国内外资金的吸引力开始明显增强。综合分析,在未来两三年内,中国企业资产收益率仍然能够维持在较高的水平(5%左右),中国股市已经具备持续繁荣的经济基础(见图1、图2)。

经济周期中的新变化有利于企业盈利能力的稳定

经济景气是决定企业盈利水平的基本因素。在经济周期的上升阶段,伴随着需求的增长,价格的回升,企业盈利会有明显的提升;在经济周期的下降阶段,伴随着需求增速的放慢,价格的回落,企业盈利也会有明显的下降。我们认为我国经济目前仍处于改革开放以来的第三轮经济周期的繁荣阶段,由于经济周期性规律的作用,经济的周期性调整不可避免。不过,考虑到新一轮经济周期中出现的周期波动的平坦化、低物价和低利率等特征,未来的经济调整对企业盈利的影响会比较有限。

1、经济增长波动趋于平坦化,有助于企业盈利的稳定。从目前看,经济减速的原动力仍然主要来自于宏观紧缩下的固定资产投资减速,但是以下两个方面的因素将在一定程度上抵消投资增速回落对经济增长的不利影响。

首先是世界仍将保持较快的增长。随着中国外贸依存度的提高,中国经济受世界经济的影响也越来越大,尤其是中国新一轮经济周期和世界经济周期呈现出前所未有的同步性(见图3)。世界经济在2002年达到30多年的高点后,仍然保持了较高的景气度,2005年实际经济增长率为4.8%,根据IMF春季报告的最新预测,2006-2007年世界经济增长率仍然能够保持在这一水平。其中作为我国主要出口市场的发达国家经济增长率在3%左右,增长率仍然保持在近30年的平均水平。这将为中国经济提供强有力的外部支撑。

其次消费对经济增长的支撑作用将增强。与前两轮经济周期相比,这一轮经济周期中由于国家一直坚持扩大消费的政策,消费增长的稳定性明显增强。以实际消费增长率为例,1981年-1989年经济周期中,消费的最高增长率和最低增长率差距为10.4个百分点,1990年-1999年经济周期中,消费的最高增长率和最低增长率的差距为9.7个百分点,2000年开始的这轮经济周期内消费最高增长率和最低增长率的差距为3.2个百分点,与前两个经济周期的情况相比,消费增长率的差距明显缩小。从反映消费增长率波动率的波动系数的情况看,这一轮经济周期内消费增长率的波动系数只有0.1,与前两轮经济周期相比有大幅度降低。考虑到“十一五”期间国家将继续实施积极的扩大消费的政策,从改变国民收入分配结构和改善消费环境两个方面,为消费增长创造良好的条件,消费实际增长率仍然能够在8%左右,这将为经济保持较高的景气度提供有力的保障。

2、总体上看并没有出现较高的通货膨胀率,这也减缓了企业

效益的波动。企业收益既取决于总产出的变化,也取决于价格的变化。与过去两轮经济周期中出现的高增长、高通胀相比,这次并没有出现严重的通货膨胀,使得企业盈利的稳定性明显增强。以全面反映全社会物价水平的GDP平减指数衡量,1981年-1989年的经济周期内,最高通货膨胀率为12.1%,1990年-1999年的经济周期内,最高通货膨胀率为20.6%,2000年以来的经济周期中,最高通货膨胀率只有6.9%,除此之外,通货膨胀率基本上维持在2%-3%之间,物价波动的区间收窄,使得物价波动对企业效益的冲击减小。

3、低利率“红利”仍然存在。尽管2004年以来我国已经两次加息,但总体上看我国利率仍处于较低的水平(见图4)。受此影响,企业的平均债务成本不断降低,成为支撑企业业绩增长的一个重要因素。从决定利率的因素来看,我们认为未来一段时间内利率仍将处于较低的水平,低利率仍将为企业的业绩产生支撑。一是物价仍将处于较低的水平。由于各国的货币当局都把防范通货膨胀作为利率政策首要目标,物价是决定利率水平的首要因素。从历次物价上涨的经验来看,拉动我国物价上涨的动力主要是粮食价格和生产品价格价格上涨。从目前的状况看,由于粮食和生产品价格总体都在改善,二者价格再出现大幅上涨的可能性不大,这决定了未来总体物价仍将处于较低的水平。二是汇率政策对利率政策的制约仍然存在。人民币升值过程中吸引了大量的投机性热钱的流入,这些热钱流入的基本目的是为了获得人民币升值的收益,如果利率较高的话,将增加其无风险的利息收入,导致更多的资金流入,增加人民币升值的压力。因此为了减轻人民币升值的压力,我国仍将保持较低的利率。

4、上下游行业之间的利润转移总体上有利于企业盈利的稳定。与以前经济周期的上下游价格基本上同涨同跌,涨幅差别不大相比,这一轮经济周期中呈现出明显的上游价格涨幅高于下游的特点。这既表现在生产资料价格涨幅明显高于消费资料价格涨幅,也表现在生产资料价格内部采掘业(资源品)价格涨幅高于原材料价格涨幅,原材料价格涨幅高于加工工业涨幅。物价变化的这种不同步性使得在价格周期的不同阶段,上下游之间发生方向相反的利润转移。在物价上升阶段,上游行业价格涨幅迅速扩大,利润迅速向上游集中,而下游企业因成本提高,利润受到较大的冲击;在物价回落阶段,上游价格涨幅迅速回落,上游利润增速回落,而下游企业则可能因成本降低而受益。这种转移使得企业利润增长率的整体波动幅度趋于降低。

5、部分产能过剩行业盈利形势趋于好转,对整体盈利影响值得重视。产能过剩造成的价格下跌、业绩下滑是影响企业整体业绩的一个重要因素,值得高度的关注。但我们认为没有必要对产能过剩过于担心。首先,从供给方面看,由于落后产能的淘汰机制一直不是很完善,在部分行业存在大量的已经没有市场的无效产能,这可能导致对现有供给能力的高估;其次,从需求方面看,可能对国内外的需求增长估计不足。以固定资产投资为例,年

初发改委预计的全社会固定资产投资增长率为18%,实际投资增长可能远远超过这一水平。需求的强劲增长将使得供给过剩的情况有明显的缓解。第三,今年以来国家采取了一系列措施来化解产能过剩问题,包括严格控制过剩行业新开工项目、加快淘汰落后产能,积极创造条件消化已经形成的供给能力等,这些措施将加速过剩产能的消化。在这样的背景下,部分产能过剩行业如钢铁供求形势趋于好转,已经出现了价格跌幅缩小、毛利率回升的迹象,这些行业有可能成为推动企业盈利回升的重要力量,其对企业业绩的影响值得高度关注。

经营制度完善和税制改革将提高企业经营业绩

1、激励和约束机制的完善有助于提高企业经营业绩。过去我国企业整体盈利能力较低,很大程度上和国有企业经营目标的多元化、缺乏有效的机制对经营者进行激励和约束有关。随着国有资产管理体制改革的深入和企业经营制度的完善,这些情况正在发生改变,企业盈利能力将进入一个明显提升阶段。

首先,国资管理从资产管理转向资本管理,将从根本上促进国有企业提高经营效益。随着《企业国有资本预算管理条例》的颁布和国有资本预算的实施,我国国资管理将从资产管理向资本管理转变。在竞争性企业,国有股东和其他股东一样以追求资本收益的最大化,要求国有企业上缴利润和红利,这将改变过去国有股东只讲投资、不讲回报的局面,有助于从根本上提高国有企业的效益。目前国有及国有控股企业利润总额占国内生产总值的40%以上,国家股和国有股占上市公司总股本的2/3左右,国有股东追求回报的行为也将明显提升工业企业和上市公司的整体业绩。

其次,经营者激励机制正在形成,有助于提升企业盈利能力。今年以来证监会和国资委相继颁布《上市公司股权激励管理办法(试行)》和《国有控股上市公司(境外)实施股权激励试行办法》,另外适用于境内国有控股公司的《境内国有控股上市公司股权激励办法》也即将颁布。在新的制度框架下,净资产收益率或者净利润增长率等经营指标能否获得股权激励的主要标准,使得经营者的薪酬和企业的经营业绩直接挂钩,这将极大地调动企业经营者的积极性,有助于提升企业盈利能力。

第三,新会计准则提高了会计信息的客观性,有助于企业盈利的稳定和提升。国家财政部今年初颁布了新的会计准则。新会计准则与原先的会计准则相比,最大的变化就是通过一些规定的变更,对企业的利润操纵行为进行了更加严格的控制。企业利润操纵空间缩小,一方面减少了企业盈利的人为波动,使得企业盈利的变动更为稳定。另一方面也使得企业经营者的经营压力加大,有利于企业盈利的提升。

2、税负降低有利于企业业绩提升。过高的税率将降低企业生产经营活动的积极性,不利于经济效率的提高,因此上世纪末以来再次掀起了世界性的减税浪潮。经过近几年的准备之后,目前我国

税制改革已进入加速阶段,新税制实施在望,这将明显提升企业业绩。

(1) 所得税改革对企业业绩的影响。这次所得税改革的主要内容是合并原来分别适用于外资企业和内资企业的所得税制度,具体的内容包括:统一税率、统一税前扣除、调整税收优惠。总体上看,所得税改革将使得企业所得税负担明显减轻。由于缺乏所有企业的数据,这里仅以上市公司为例作一个大致的估计。根据我们的计算,税率降低到25%之后,仍按照75%的征收率估计,上市公司的实际所得税负担率将降低到18.7%。上市公司实际税负将比原来下降6个百分点。在其他条件不变的情况下,企业所得税改革之后,上市公司税后利润将比原来增加8%。

新所得税法的实施时间主要取决于其立法进程。此前由于担

心税制改革之后利用外资会受到冲击,使得立法进程受到一定的影响。目前各方基本上已经达成一致,所得税立法的已经进入最后的冲刺阶段。根据2006年全国人大常委会立法计划,今年8月份将审议企业所得税法。由于前期准备工作比较充分,估计年内企业所得税法通过的可能性较大。此后将提交明年3月份的两会审议通过后从2008年开始实施。从目前的情况看,2008年可能是经济周期性回落幅度比较大的一年,新所得税的实施将起到很好的抑制企业投资回报下滑的效果。

(2) 增值税改革对企业业绩的影响。增值税改革的主要内容是允许企业抵扣外购固定资产所含的进项税额,避免对固定资产的双重征税。

增值税改革对企业经营业绩的影响程度主要取决于两个方面:一是取决于固定资产规模,企业购置固定资产的规模越大,税后利润增加也越多;二是取决于企业的折旧年限。在总的固定资产规模一定的情况下,企业的折旧年限越短,每年税后利润增加的也越多。由于增值税是我国税收的主要来源(占全部税收45%左右),增值税改革将采取循序渐进的方式进行。从行业看,将主要优先在装备制造业、石油化工业、冶金业、船舶制造业、汽车制造业、农产品加工业、军品加工业和高新技术产业等8大资本密集型

行业进行;从地区看,将优先在产业结构偏重型的老工业基地进行。从2004年7月1日开始,增值税改革开始在东北地区试点。从试点的经验来看,允许企业抵扣外购固定资产对当地企业尤其是大型企业的固定资产投资和利润的刺激作用明显。增值税转型接下来有望在中部地区(湖北、湖南、河南、安徽、江西和山西)试行,中部6省的8大行业将从增值税转型中受益。

增长方式转型将改善企业效益

从经济学的角度看,增长方式主要是指生产要素的组合及其利用的方式。增长方式转型就是从粗放型增长转向集约型增长,从数量型增长转向质量和效益型的增长。从这个定义本身来看,伴随着经济增长转型,资本的投资回报也必将上升。

实际上从发达国家经济转型的经验来看,经济转型都带来了企业效益的提升。以日本为例,20世纪80年代日本面临着本币升值和高油价的双重冲击,日本通过提高能源效率、推动产业结构调整以及提高产品附加值率不但成功应对了高油价和高油价对经济的冲击,而且也使得企业盈利明显提高。以企业营业盈余占GDP比重衡量,1990年企业营业盈余占GDP比重为23.7%,在1980年提高了2个百分点。

鉴于经济增长和资源约束之间冲突越来越激烈,我国把转变经济增长方式作为“十一五”期间的六大工作重点之一。从转变经济增长的政策选择看,国家将通过提高资源利用效率、鼓励企业进行科技创新、加快发展服务业来达到增长方式转型的目的。

在政策措施上,国家将通过限制和鼓励两个方面的措施来促进经济增长方式转型。两种政策对企业盈利的长期影响有所不同,但最终都将促进企业盈利能力的提升。

人民币升值有助于提高企业盈利能力

1、人民币升值影响企业盈利的途径。人民币升值影响企业盈利的途径主要包括以下三个方面:

一是通过影响以人民币计价的收入和支出项目、资产和负债项目对企业业绩产生影响。二是通过推高房地产、金融资产价格使相关企业受益。升值导致的资金流入效应和低利率效应将推动股市和房地产价格的上涨,使得房地产和相关企业明显受益。升值对房地产价格、金融资产价格的推动主要通过以下两种效应实现。

(1) 资金流入效应。升值一般意味着国内较好的经济环境和较高的投资回报(真实的投资收益和升值带来的汇兑收益),这将导致外资的大量流入。由于这部分资金对流动性要求较高,往往投入资本市场、房地产市场等流动性比较强的市场,这将推动股市、房地产价格的上涨。

(2) 低利率效应。为了减小升值对国内经济的冲击(1985年-1989年日元升值的情况),或者减小升值的压力,升值期间一般会维持较低的利率,这将降低资金成本,刺激对房地产和其他金融资产的需求,也将推动房地产、金融资产的价格上涨。

(3) 升值之后,进口成本降低,将对国内同类产品产生冲击,导致相关企业业绩下降。

2、从日本的经验看人民币升值对企业盈利的影响。(1) 日元升值对企业盈利的影响。1973年日本从固定汇率制转向浮动汇率制以来,一共经历了三次比较大的升值。每次升值的幅度都在30%以上,持续时间都在3年以上。每次升值对企业盈利的影响均不相同。

第一次升值出现在1975年4季度至1978年3季度,日元升值

幅度(以实际有效汇率计算,下同)为36%。升值期间企业总资产收益率持续上升,从1975年4季度的2%左右提高到1978年3季度的3.5%左右,提高了75%。第二次升值出现在1985年1季度至1988年1季度,日元升值幅度54%。其中升值幅度最大的时期集中在广场协议签订的时期内,在一年时间内日元升值了40%。在整个升值期间总资产收益率呈现先下降再上升的态势。从1985年1季度到1986年3季度,总资产收益率从4%下降到3%,下降了25%。从1986年4季度开始企业总资产收益率开始回升,到1988年3季度,企业总资产收益率达到4.2%,比1986年3季度的低点提高了40%。第三次升值出现在1990年2季度至1995年2季度,日元升值幅度51%。日元升值期间,企业总资产收益率持续回落。从1990年2季度的4%回落到1995年2季度的2.1%,回落幅度近50%。

从日本的经验来看,升值对企业总资产收益率的影响呈现出较大的差别。造成这种差别的原因主要是两个方面:

一是经济增长背景不同。从三次升值时期经济增长率、通货膨胀率以及官方利率(贴现率)的情况来看,通货膨胀率和官方利率均保持了回落的趋势,不同主要表现在经济增长率方面。在1975年-1978年、1985年-1988年日本经济均保持了波动中向上的走势,经济增长率平均在4%以上。较高的经济增长率表明日元升值有较牢固的经济基础,也为企业化解升值带来的不利影响创造了良好的环境,因此企业资产收益率最终得以有明显的提高。与此相反,1990年-1995年日本经济增长率则是大幅度回落,平均增长率只有2%。在这种情况下,日元升值并不反映日本经济本面的要求,日元的升值并不能推动企业盈利能力的提高,只能是加剧企业效益的恶化。

二是升值的方式不同。在1975年-1978年的日元升值过程中,企业资产收益率并没有受到升值的冲击而出现回落,而在1985年-1988年的升值过程中的前半段企业总资产收益率却出现了明显的回落。我们认为这种方式差异主要和日元的升值方式有关。在1975年-1978年日元升值相对比较平稳,使得企业能够通过价格转嫁、降低成本、财务工具等化解企业升值带来的冲击,从而促进企业盈利能力的提高。而在1985年-1988年日元基本上是短时间的幅度升值(1年内升值幅度超过40%),使得企业没有时间和空间应对升值给经营带来的冲击,企业效益出现明显的恶化。

(2) 人民币升值对我国企业盈利的影响。去年7月份我国开始汇率改革之后,人民币升值开始成为影响企业盈利能力的一个重要变量。从国际比较的角度看,人民币升值是会促进我国企业盈利能力的提高呢还是会导致我国企业盈利的大幅下滑?我们觉得可以借鉴日本的经验来回答这个问题。与市场普遍借鉴日本1985年-1988年升值的情况相比,我们觉得中国目前更接近1975年-1978年升值的情形。判断的依据一是汇率升值反映了我国综合国力增强、劳动生产率提高的真实要求,因此汇率升值对出口和经济增长率的影响非常有限。这为企业化解升值带来的不利影响创造了一个良好的外部环境。二是从升值的方式看,我国汇率改革的基本原则是坚持“主动性、渐进性和可控性”,人民币将按照小幅度渐进的方式升值,和1975年-1978年日本的升值方式非常接近。因此在这种情况下,我们认为人民币升值对企业盈利能力的提高影响均不相同。

第一次升值出现在1975年4季度至1978年3季度,日元升值

图1:近年来企业盈利能力持续回升

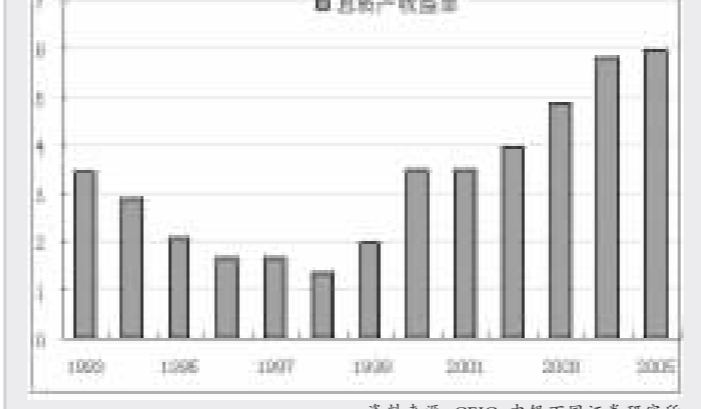


图2:企业净资产收益率国际比较

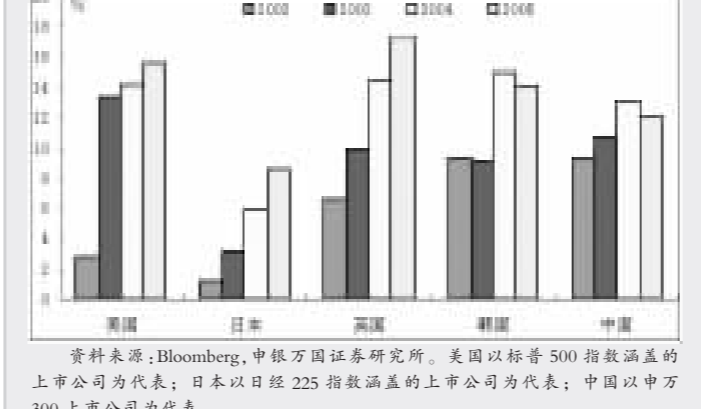


图3:中国经济和世界经济呈现出较强的同步性

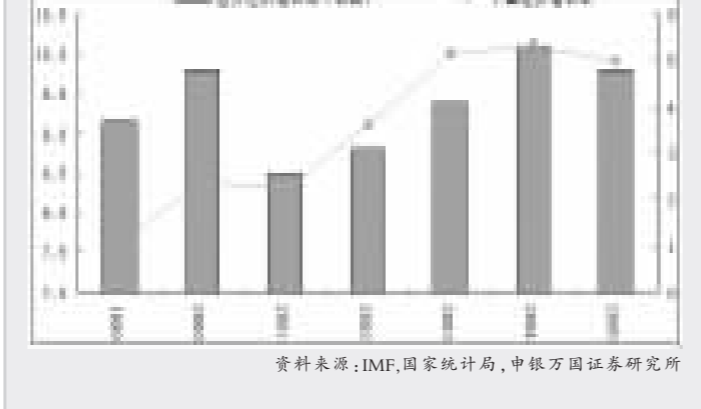


图4:我国贷款利率仍处于较低水平

