

# 上市公司业绩正步入高速增长期

## ——我国上市公司业绩增长的深层因素分析

●国内企业利润拐点在2005年已经出现。2006年预计A股上市公司每股收益同比增长25%以上,上市公司业绩正步入新的高速增长期,未来两年上市公司业绩同比增长将在30%左右。

●宏观经济前景看好是上市公司业绩提升的前提,企业微观环境的改变是上市公司业绩提升的基础,制度创新是上市公司业绩提升的催化剂。

●未来两年上市公司业绩将保持高速增长,国内消费的爆炸式增长、“两税合并”的企业所得税法、新会计准则的实行、人民币的升值,以及制度创新催化作用的延续和强化,都将强烈刺激上市公司价值的提升和业绩的增长。

□平安证券 综合研究所所长 高利

### 一、我国上市公司业绩的发展趋势

1. 我国经济发展态势良好,企业利润拐点已经出现

在经济增长加快、市场需求旺盛和出口强劲增长的背景下,2006年我国工业企业利润增长持续加快,全年实现利润18784亿元,比上年增长31%。在去年工业利润增长持续加快的翘尾因素作用下,2007年一季度工业利润同比增幅预计将达到近40%的较高水平,说明工业企业利润拐点已经在2005年出现。我国目前处于工业化进程中后期,工业投资和利润的增长将在整个工业化进程中持续发展,未来两年将保持40%的增长幅度。

2. 我国上市公司业绩正在步入高速增长阶段

2006年前三季度A股上市公司整体业绩呈现爆发式增长,仅三季度的样本公司每股收益就比2005年全年增长36.17%。我们认为未来两年由于有更多上市公司新发和增发、股权激励、资产注入、整体上市等将要实施,许多增发项目将在未来两年建成并产生效益,同时,新会计准则将于2007年在上市公司推行,“两税合并”的企业所得税也将自2008年1月1日实行,未来两年上市公司每股收益同比将呈现高速增长,年增长率将在25%以上,可能的年增长率在30%左右。

### 二、宏观经济环境向好是企业业绩提升的前提

1. 世界经济发展潜力仍然较大,为我国经济发展提供了条件

虽然美元贬值、油价飙升,使全球经济增长放缓,但世界经济增长趋势依然向好,促进全球经济发展的潜在动力非常强大。有四股密切相连的力量驱动着当今的全球经济:科技创新,尤其是搜集、分析和传输信息的成本大大降低;大量人口融入全球经济,尤其是东亚和南亚的半数人口融入了全球经济;东亚和南亚经济体的“赶超”进程;全球商品、服务和资本市场的整合。

2. 内需拉动为主的新经济增长周期是上市公司业绩提升的前提

在外贸和投资需求维持高位的同时,国内需求已经启动,

内部需求增长将成为未来中国经济新一轮增长的重要驱动力。2006年我国社会消费品零售总额同比增长为13.7%,高于2005年的12.9%。2007年1-2月累计社会消费品零售总额14502亿元,比去年同期增长14.7%。随着全民“医保”和“低保”等社会保障制度的推行,农村消费的启动和城市消费的升级,我国庞大人口的消费市场将带来国内需求的爆炸性增长,从而使我国经济增长进入以内需为主的新一轮经济增长周期。

### 三、企业微观环境的改善是企业业绩提升的基础

按照经合组织2005年对我国国家统计局微观工业数据的分析,在所有制结构方面,我国私营工业企业全要素生产率增长比国家直接控股企业快两倍以上,比国家间接控股企业快至少60%;在产业部门方面,第二产业我国全要素生产率相当高,但是第三产业全要素生产率却较低。下面我们将从市场化进程、制度变革和国有经济战略调整三个方面进行分析,以揭示企业微观环境对其业绩提升的基础作用。

#### 1. 市场化进程对企业业绩提升的基础作用——以装备制造业为例

我国装备制造业的发展是与我国改革开放的市场化进程密切相关的。通过深化市场化改革进程,鼓励国有装备制造企业实行股份制改造,加快建立现代企业制度、完善法人治理结构、转换经营机制、加强内部管理、积极推进企业主辅分离、解决好企业办社会、历史遗留债务等问题;同时,坚持公有制为主体、多种所有制共同发展,鼓励、支持和引导非公有制经济进入装备制造业领域,各种经济成分充分交融,不断提高企业的市场竞争能力,目前较具市场竞争能力的民营和三资企业的收入比重不断上升。

#### 2. 制度性改革对企业业绩提升的基础作用——以金融银行业为例

银行业是我国金融体系的主要组成部分,其改革、开放和发展关系到国民经济全局,决定着国家经济安全,既服务于生产又服务于消费。2006年已经成为

中国银行业改革的标志性事件之一,同时也在事实上成为推动中国银行业全面改革的外部推动力之一。通过改制上市,上市银行在产权制度、公司治理、内控机制、战略合作、队伍建设方面取得了阶段性成果,基本上具备了现代商业银行的外部形态,逐渐从依靠政府扶持、政策倾斜、不良资产剥离和注资等形成价值转向依靠自身竞争力来创造价值过程,资源配置效率正在提高过程之中。

3. 国有企业改革、国有经济战略调整已经逐步步入收获期

国有企业通过现代企业制度建设和企业经营机制的转变,不仅逐步建立了明晰的产权制度,三权分立相互制衡的合理的组织制度和科学的管理制度,还通过各种途径实现国企投资主体的多元化,真正实现政企分开,并有效地解决了国企改组和重组的成本问题。同时也逐步建立健全了企业内部的激励机制,监督机制,创新机制和分配制度等等,国有企业的改革正在步入收获阶段。

### 四、制度创新是上市公司业绩提升的催化剂

近年来,我国通过促进上市公司改善治理结构,建立健全内部控制制度、不断提高信息披露质量,上市公司规范运作水平得到明显提高,经营管理效率将得到提高。一方面,全流通的制度变革有助于推动上市公司经营管理效率的提高;另一方面,上市公司股权激励的逐步实施将有利于进一步完善上市公司治理结构,有利于上市公司经营绩效与投资价值的提升。同时,外部制度性建设也对上市公司业绩的提升起到很大的推动作用。

#### 1. 股权分置改革对上市公司业绩提升的催化作用

股权分置改革的实现,使上市公司价值与股东利益具备了一致性,上市公司的关联股东特别是大股东的“正”潜能可能得到充分发挥。此外,为了大股东和自身利益的经营层会根据公司和大股东战略的需要,从原来的有计划“掏空”上市公司,改变为有计划改善上市公司状况,主要方式包括定向增发,以实现大股东优质资产的注入,甚至优质资产的整体上市;资产重组,以

通过分立和剥离缺乏竞争优势、不能增加股东价值的陷阱业务,兼并收购新的能够增加股东财富的投资机会;关联交易,通过与大股东或关联股东原材料、产成品或资产交易,提升上市公司的业绩。

#### 2. 股权激励制度对上市公司业绩提升的催化作用

股权激励促进了股东与管理层的利益一致问题。因此,股权激励的实施,通过产权纽带提高了经营者对公司利益的关注度,提高了其工作的努力程度,有助于上市公司经营业绩和企业价值的提高,保证了股东和经营者双方利益的增加。因此,随着股权激励办法的出台和实施,上市公司通过价值转移业绩提升将获得新的动力。

#### 3. 外部制度性建设对上市公司业绩提升的催化作用

首先,2005年6月,证监会下发《关于集中解决上市公司资金被占用和违规担保问题的通知》,10月19日,国务院批转了证监会《关于提高上市公司质量的意见》,明确提出控股股东和实际控制人务必在2006年底前偿还所占用的上市公司资金。对于2006年年报来说,最重要的制度驱动因素或将是清欠带来的非经常性损益。

其次,大量优质新股的上市和海外大型蓝筹公司的顺利回归,都将推动我国上市公司整体质量的提升。

#### 4. 资产注入、整体上市等外延式增长方式对上市公司业绩的催化作用

国资委去年12月发布《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》,明确表示将加快推进股份制改革,积极推进具备条件的央企母公司整体改制上市或主业整体上市;鼓励、支持不具备整体上市条件的中央企业,把优良主营业务资产逐步注入上市公司,做优做强上市公司。同时,国家还大力鼓励上市公司兼并收购,新修订的《上市公司收购管理办法》充分体现了鼓励上市公司兼并收购的宗旨。这将使许多绩差上市公司通过并购重组,实现乌鸦变凤凰,业绩很快实现翻天覆地的变化。

### 五、未来我国上市公司业绩增长的几个关键因素

1. 国内消费需求的爆炸式增长将促进相关公司业绩快速增长

从已公布年报和预告扭亏以及业绩预增的上市公司来看,扩大内需政策的带动效应非常明显。大部分预喜公司属于房地产、建材、零售等扩大内需的受惠行业的上市公司,主营业务均出现一定幅度的增长。

#### 2. “两税合并”将大幅度提升上市公司的业绩水平

从总体上看,税改对A股市场属重大利好。按并轨后25%的企业所得税税率估算,考虑到行业性优惠、部分地方性优惠等税收优惠政策措施将仍然存在,税改将可使A股市场全部上市公司净利润提升9%左右的幅度。

#### 3. 新会计准则的实行将提升相关上市公司的估值和业绩水平

会计准则的改变将使得持有上市公司股权的所有者权益大幅增加,上市公司交叉持股的金矿主要体现在沪深本地股中。此外,投资性地产公允价值的计量是会计准则国际化的重要举措,必然导致地产估值标准的国际化接轨,未来以公允价值体现的公司账面净资产,其参考价值大大提高。

#### 4. 人民币升值将促进相关上市公司资产估值和业绩水平提高

2006年A股市场由于人民币升值升值所带来的证券资产价格不断走高,尤其金融、房地产等升值受惠品种,受人民币升值推动趋势更为明显。受汇率变化正面影响的行业和企业主要是非贸易部门和在利率下降中可以获益的企业,以及具有核心竞争力和进一步技术进步的企业的。包括航空、造纸、园区开发、房地产、通信运营、通信设备、石化、投资品,以及地产类的股票将在人民币升值中获得一定益处。

#### 5. 制度创新对上市公司业绩的催化作用也将延续和强化

宏观经济和制度变革是导致上述变化的深层次原因,而包括股改、定向增发、业绩承诺、股权激励、清欠在内的制度性因素已经渗透到了利润表的各个环节。不过,制度创新的力量还是初露端倪。分析结果显示,制度变革正通过资产注入、费用控制等途径逐步抬高上市公司业绩中枢,未来几年业绩也很可能在此基础上持续增长。

### 六、结论

牛市要经历价值挖掘、价值发现到价值创造的过程。相信随着我国上市公司整体质量的不不断提升,业绩高速增长将成为推动我国股市牛市行情延续的根本因素。

(本文由何庆明共同执笔)

### ■信息评述

#### 一季度基金净收益创历史纪录

今年一季度成为基金历史上净收益最高的一个季度。WIND资讯统计显示,截至周三公布季报的37家基金管理公司旗下的203只基金,今年一季度合计获得1062亿元净收益,创下历史最高水平。此前,历史最高纪录是去年第四季度的541亿元。截至目前,基金在一季度的全部收益约等于此前三个季度的基金全部收益。

#### 海通证券:

基金净收益指的是基金在当季度已经结算的所有投资收益。从一季度整个收益状况看,2007年一季度盘面发生了根本性的变化;首先,一改去年四季度的单边牛市走势,一季度呈现震荡向上行情;其次,一季度题材股、低价股取代了去年四季度的权重股、蓝筹股,成为市场追捧的热点,增加了主动型基金业绩超越被动型基金业绩的难度;再次,基金队伍逐步庞大,基金份额稳步增加。

#### 商务部双管齐下刺激内需

商务部市场运行司有关负责人表示,农村消费增长缓慢是我国城乡居民消费发展不平衡的主要矛盾,今后将继续完善农村流通网络,建立适合农村市场发展特点的分销渠道。

#### 天相投顾:

我们在对于农村居民消费的分析中发现,近年农民的边际消费倾向开始迅速提高,在2005年甚至超过了100%。政府在推动农村方面的努力无疑会给农村消费的启动注入新的动力。我们建议投资者重点关注农村居民的几大亮点,主要是电视机在内的传统三大件以及移动电话。

### ■行业评析

#### 建设部:将开展房地产交易秩序专项整治

建设部副部长齐骥在全国社会治安综合治理工作会议上表示,全国建设系统将加强房地产市场宏观调控,并将开展房地产交易秩序专项整治。

#### 天相投顾:

尽管国内房地产市场秩序近年来有所好转,但仍存在以下主要问题:部分开发企业、中介机构采取捂盘惜售、囤积房源等手段哄抬房价;部分房地产开发企业违反有关规定,以认购、认购等形式违规收取费用;部分城市房地产开发公司与经纪人员串通,一些项目炒号现象仍然存在。上述问题的存在严重阻碍了房地产市场持续健康发展,也成为了助推部分地区房价过快上涨、结构性矛盾突出的重要因素。

#### 15家民营石油商今年将获原油进口牌照

商务部政策研究室副主任吴国华周三表示,除了现有5家国有能源巨头之外,中国今年将向15家民营石油公司发放原油进口牌照,以履行中国加入WTO后开放石油市场的义务。

#### 方正证券:

商务部此前公布《原油经营企业管理办法》规定,新的原油进口商必须符合严格的标准,才能获得进口原油的牌照。专家认为,得到进口牌照的民营公司将成为义务战略储备的核心力量之一。根据国家发改委本月公布的《能源发展“十一五”规划》,未来5年内,要加快政府石油储备建设,适时建立企业义务储备,鼓励发展商业石油储备,逐步完善石油储备体系。

### ■外行评点

#### 野村证券 维持中国人寿“买入”评级

野村证券周三表示,中国人寿(2628.HK)去年纯利高于预期,其核心业务及前景均跑赢同业,维持该股“买入”评级。

野村指出,国寿去年纯利200亿元人民币,较该行预测高7.5%,主要由于投资收益超预期强劲。

该行称,虽然公司调整部分假设项目,令内含价值大幅增长53%至1819亿元,高于野村估计18.6%,同时其基本新业务毛利稳步改善。保费收入方面,按中国会计准则则取得14.2%增长,按美国准则增幅更达20.6%,增长趋势令人鼓舞。

### ■股票评级

#### 辽宁成大 广发股权将贡献巨额利润

公司把流通产业作为核心业务,把生物制药作为新兴业务,具备自我发展能力,并对核心业务提供支持;把金融投资、商业投资作为公司主业的支持保障性业务。2007年公司拟完成定向增发,募资所投资项目投产后将巩固在细分行业中的地位,提高公司效益将会起到积极作用。

我们预计广发证券2007年盈利在45亿元左右,我们以成大增发后5.48亿股股本计,金融投资收益对成大2007年每股收益贡献为2.05元;保守预计商业投资收益贡献每股收益0.05元;由于我们前期的盈利预测低估了成大生物业的盈利,上调成大生物对2007年每股收益贡献预测至0.36元,上调成大每股收益至2.46元。同时再次上调目标价57.4-62.3元,维持“推荐”评级。(国信证券)

## 券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:4月11日-4月18日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	4.18收盘价	目标涨幅(%)	2007报告预期EPS	PE	2007一致预期EPS	PE	股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	4.18收盘价	目标涨幅(%)	2007报告预期EPS	PE	2007一致预期EPS	PE
000549	S烽火通信	中银国际	优于大市	4-18	62.6	8.9	603.37	2.54	3.504	2.092	4.26	600270	外运发展	中信证券	推荐	4-16	21	16.3	28.83	0.6	27.167	0.598	26.91
000501	鄂武商A	联合证券	增持	4-15	19.25	12	60.42	0.3	40	0.298	40.5	600585	海螺水泥	中信证券	买入	4-13	50	38.93	28.44	1.8	21.628	1.673	24
600028	中国石化	中信证券	买入	4-16	18	11.4	57.90	0.827	13.785	0.789	14.73	000778	新兴铸管	天相投顾	买入	4-17	14	10.92	28.21	0.56	19.5	0.578	18.06
600005	宝钢股份	招商证券	强烈推荐	4-16	16	10.53	51.95	0.82	12.841	0.756	14.12	000759	武汉中百	广发证券	买入	4-17	18	14.05	28.11	0.33	42.576	0.337	39.7
600290	华电国际	招商证券	买入	4-11	60.48	33.56	50.42	0.71	47.268	0.611	55.07	600036	招商银行	中信证券	买入	4-17	25	19.52	28.07	0.66	29.576	0.67	29.77
002038	双鹭药业	银河证券	谨慎推荐	4-17	49.45	33.36	48.23	0.94	35.489	0.973	54.15	002009	天奇股份	KGI	增持	4-13	23	17.99	27.85	0.48	37.049	0.43	41.86
600725	云维股份	联合证券	增持	4-16	23.4	15.99	46.34	0.5	31.98	0.535	36.32	600059	古越龙山	国都证券	推荐	4-16	35	27.4	27.74	--	--	0.676	40.51
000423	S阿胶	招商证券	强烈推荐	4-18	20	13.69	46.09	0.5	27.38	0.474	28.86	600835	上海机电	民族证券	增持	4-17	26	20.39	27.51	0.62	32.887	0.747	27.65
000825	太钢不锈	中信证券	买入	4-18	36	24.78	45.28	2.01	12.328	1.647	13.68	601988	中国银行	元富证券	买入	4-13	7.2	5.67	26.98	0.23	24.652	0.212	27.06
000651	格力电器	中银国际	优于大市	4-12	30.4	21.1	44.08	1.16	18.19	0.958	22.33	002003	伟星股份	东方证券	增持	4-16	35	27.8	25.90	0.9	30.889	0.869	31.95
000837	泰川发展	中银国际	优于大市	4-17	21.6	15.2	42.11	0.58	26.207	0.412	37.96	000063	中兴通讯	中信证券	买入	4-11	60	48.1	24.74	1.33	36.165	1.439	32.56
002010	传化股份	光大证券	最优	4-17	34	24.34	39.69	0.91	26.747	0.914	26.03	000903	云内动力	海通证券	买入	4-16	25.1	20.17	24.44	0.84	24.012	0.665	27.69
000531	德恒运A	联合证券	增持	4-17	18	13.1	37.41	0.63	20.794	0.663	18.66	600320	振华港机	天相投顾	买入	4-11	22	17.73	24.08	0.65	27.277	0.653	26.61
600029	S南航	中信证券	买入	4-16	10	7.43	34.59	0.181	41.05	0.248	29.98	000919	金陵药业	平安证券	强烈推荐	4-13	13	10.49	23.93	0.515	20.369	0.455	22.66
600519	贵州茅台	国信证券	推荐	4-16	130	96.59	34.59	2.144	45.051	2.161	45.68	601628	中国人寿	东方证券	买入	4-18	44.74	36.58	22.31	0.47	77.83	0.762	49.74
000042	深长城	东方证券	买入	4-11	25	18.66	33.98	1.1	16.964	1.093	17.12	002120	新海股份	银华万国	增持	4-17	44	36	22.22	0.79	45.57	0.682	52.02
600305	恒顺醋业	长江证券	推荐	4-18	25	18.66	33.98	0.502	37.171	0.535	36.32	000001	S深发展A	华泰证券	推荐	4-12	28	22.99	21.79	0.96	23.948	0.956	24
600521	华海药业	招商证券	强烈推荐	4-16	26.4	20	32.00	0.62	32.258	0.596	32.54	600026	中海发展	国泰君安	增持	4-15	22	18.08	21.68	1.2	15.067	1.124	15.8
000729	燕京啤酒	上海证券	强烈推荐	4-12	18.9	14.42	31.07	0.41	35.171	0.319	45.06	002085	万丰奥威	天相投顾	增持	4-17	13.2	10.85	21.66	0.32	33.906	0.321	33.01
000826	合加资源	银河证券	推荐	4-15	18	13.77	30.72	0.346	39.798	0.355	38.94	600867	通化东宝	招商证券	强烈推荐	4-11	20	16.46	21.51	0.088	187.045	0.155	102.07
000157	中联重科	天相投顾	增持	4-16	38	29.1	30.58	1.166	24.957	1.156	24.23	600761	安徽合力	东方证券	增持	4-18	32.33	26.68	21.18	0.86	31.023	0.853	31.97
601318	中国平安	东方证券	买入	4-12	70.33	53.91	30.46	1.18	45.686	1.424	38.73	600062	双鸭山矿业	中信证券	买入	4-18	18.6	15.35	21.17	0.52	29.519	0.483	31.8
000410	沈阳机床	中银国际	优于大市	4-13	27.79	21.4	29.86	0.45	47.566	0.464	47.16	600491	龙元建设	中信证券	买入	4-13	15	12.48	20.19	0.59	21.153	0.574	21.31
000898	鞍钢股份	广发证券	买入	4-13	22.35	17.23	29.72	1.483	11.618	1.532	11.16	000951	中国重汽	中银国际	优于大市	4-16	44.65	37.2	20.03	1.62	22.963	1.443	24.67
000625	长安汽车	兴业证券	推荐	4-13	20	15.52	28.87	0.56	27.714	0.595	26.65												

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直接地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面代表了研究员对股票的认可程度和