

行业业绩高增长仍将持续

□东方证券研究所 冯玉明

尽管 2006 年各行业利润呈普遍高速增长态势，但由于部分行业增长率之所以很高是受到 2005 年基数低的影响，因而，更有意义的是分析不同行业对市场总体每股加权收益增长的贡献度，由此来看，对 2006 年上市公司总体利润增长贡献度最大的十个行业分别是石油化工、有色金属冶炼、金融服务、房地产、商业贸易、食品饮料、电力、建筑材料、信息服务和路桥；其贡献率分别为 16.47%、13.62%、9.78%、4.77%、4.56%、4.49%、4.27%、3.88%、3.67%和 3.59%。

企业利润增长将维持 30%

目前行业增长趋势仍将保持在较长时间维持：

一方面，参照国际的经验，由于中国经济发展的模式和增长路径与日本、韩国有很大的相似之处，从二者在相同阶段的经验可预期，在未来 5 年甚至更长时间内，中国企业的利润率仍能保持在高位，销售收入仍会保持高速增长，这将使企业及上市公司利润继续保持高速增长。未来 5 年左右，也将是中国从工业化进程成熟阶段向实现工业化过渡的阶段，机器设备等高端制造业产品将逐步成为中国最具有全球竞争力的产品，中国企业在全球的竞争地位将继续显著提高，这也意味着中国企业有理由获得更高的收益率。

另一方面，基于我们模型的预测，企业和上市公司的利润率变化和盈利增长同一时期内的资本形成缺口显著负相关。所谓资本形成缺口是指一段时期内经济增长达到潜在产出时所需的资本形成

与实际的资本形成之间的差距，如果缺口比较大，供需关系会趋紧，企业的盈利能力就会提高。根据估计，今年经济增长速度不会低于去年，如此，资本形成缺口将会比去年下降，企业的总利润率会稍高于去年，而总利润的增长仍会维持在 30%左右。

利润率变化透露行业热点

对于各行业未来的增长，短期内可以关注不同行业总利润率指标的变化，因为单纯的利润增长会受到上年同期基数大小的影响，而且当前的高增长并不意味着未来的高增长。但是，如果企业的总利润率是提高了，说明企业的盈利能力在增强，未来的盈利增长速度就会比较快。

从今年 1-2 月份的数据看，在工业企业行业中，利润率处于下面三种情形的行业值得关注。一是利润率近一段时间持续上升并达到高位的行业，包括非金属矿物制品业、专用设备制造业和交通运输设备制造业。这三个行业 1-2 月份利润的同比增速分别高达 118.9%、76.7%和 68.4%。二是利润率过去一段时间持续上升，最近两个月在高位企稳或有下降的行业，包括煤炭开采和洗选、电力、热力的生产和供应两个行业。这两个行业在 1-2 月份利润总额的同比增速也分别高达 57.2%和 66.7%。三是利润率从底部开始持续回升一段时间的产业，包括化学原料及化学制品制造业、橡胶制品业、石油加工、炼焦及核燃料加工业。1-2 月份，化学原料及化学制品制造业、橡胶制品业利润同比增速分别达到 80.1%和 64.9%；石油加工、炼焦及核燃料加工业则从去年的亏损转为大幅盈利。

各行业每股加权收益的增长及对总体加权收益增长的贡献

单位：%

代码	每股加权收益增长	05年净资产收益率	06年净资产收益率	对总体每股加权收益增长贡献度
石油化工	23.0	16.9	18.0	16.47
有色金属冶炼	132.1	13.5	24.2	13.62
金融服务	50.3	14.2	14.6	9.78
房地产	51.4	6.8	8.8	4.77
商业贸易	83.9	6.6	11.0	4.56
食品饮料	89.0	7.1	12.3	4.49
电力	17.3	9.2	10.2	4.27
建筑材料	175.6	3.9	9.8	3.88
信息服务	54.1	4.9	7.0	3.67
路桥	43.5	7.4	10.1	3.59
专用设备	68.3	8.0	12.2	3.51
电子元器件	整体扭亏	-0.2	6.7	3.31
汽车及零部件	67.4	5.1	6.8	3.04
化学制品	55.5	9.5	13.6	2.82
钢铁	4.7	14.5	14.4	2.54
化学纤维	整体扭亏	-5.5	0.9	2.18
纺织服装	75.0	4.2	7.1	1.99
信息设备	整体扭亏	-0.7	2.1	1.99
建筑装饰	78.9	5.0	8.4	1.68
家用电器	56.2	4.5	6.9	1.41
农林牧渔	192.9	1.6	4.7	1.37
电气设备	25.6	14.1	15.1	1.28
港口	13.9	13.1	12.8	0.97
食品加工制造	121.1	5.4	11.3	0.94
塑料	207.5	4.1	11.7	0.82
除电力外的其它公用事业	19.3	7.0	8.1	0.56
公路运输	32.9	8.8	10.9	0.55
综合	104.0	1.8	3.6	0.50
金属新材料	177.2	1.6	4.1	0.49
化工新材料	21.9	14.2	14.9	0.48
非汽车交运设备	55.2	3.6	4.7	0.41
机场	10.9	12.1	12.4	0.40
轻工制造	9.7	6.5	7.1	0.30
普通机械	15.1	3.9	4.5	0.23
餐饮服务	11.4	8.4	8.8	0.20
金属制品	1.0	19.0	17.1	0.06
仪器仪表	27.8	1.5	1.9	0.02
水路运输	0.2	21.7	19.3	0.02
医药生物	-4.1	5.1	4.9	-0.23
橡胶	-36.4	8.7	5.5	-0.26
化学原料	-40.4	4.4	2.6	-0.64
航空运输	亏损加大	-7.0	-7.7	-0.79
煤炭开采	-9.8	16.5	13.6	-1.24
全部	33.3	9.4	11.4	100.00

注：本表计算的只是 2005 年年底前已经上市的公司 资料来源：Wind，东方证券研究所

钢铁行业：重回增长之路

钢铁公司 2006 年净利润及增长幅度 (单位:亿元)

公司名称	06 年净利润	05 年净利润	06 年净利润增长幅度	05 年净利润增长幅度
宝钢股份	130.10	34.81%	2.72%	
武钢股份	38.97	50.61%	-9.23%	
鞍钢股份	68.45	17.07%	229.17%	
马钢股份	22.77	-20.36%	-20.05%	
攀钢钒钛	8.15	-1.58%	0.40%	
韶钢松山	4.17	-85.64%	205.93%	
太钢不锈	24.24	-22.98%	212.04%	
华菱管线	10.68	-45.54%	95.19%	
济南钢铁	10.15	3.09%	22.52%	
抗钢股份	2.19	-68.33%	3.55%	
唐钢股份	14.29	14.12%	25.95%	
邯钢钢铁	8.95	-1.52%	-0.91%	
安阳钢铁	5.57	-40.84%	28.54%	
南钢股份	3.89	-71.59%	-5.09%	
酒钢宏兴	4.45	-32.99%	-3.14%	

资料来源：申银万国证券研究所

□申银万国研究所 朱立斌

受 2006 年二季度后钢价逐步回暖上升的影响，钢铁上市公司 2006 年业绩出现止跌企稳的迹象，同比下降幅度最大的在 20%左右；同比上升幅度最大的超过 200%。从数据上来看，已经完成整体上市的公司如宝钢、武钢、马钢、邯钢钢铁业绩稳定或略有下滑；年内完成整体上市的鞍钢、太钢业绩增幅明显，同比增长超过 200%；而其他一些公司由于规模扩张和费用计提的影响，业绩变化不均。

2007 年预计利润增长 15%

2007 年上半年钢价上涨，预计下半年将保持平稳。受供求基本面支持，未来两年钢铁产量增速回落，今年上半年基本没有新增的热轧及冷轧产能释放，下半年一些产能的释放也都集中在三季度中后期。总体来说，下半年钢价平稳，同时，市场库存处于合理位置支持钢价上涨，而今

年铁矿石长期合同价格上涨也支持钢厂上调钢价。

钢价的坚挺使得钢铁行业的毛利率也达到了相对高点，2007 年钢铁行业利润总额也创出了新高。2006 年钢铁行业利润 888 多亿元，我们预期 2007 年钢铁行业重点公司利润增长 15%到 1021 亿元。钢铁行业已重回到增长的道路。钢铁上市公司业绩从同比增长速度来说，2007 年一季度业绩出现大幅增长，净利润环比增长 300%以上，而且随着二季度钢价的上涨，前二季度盈利同比增长数据继续回暖。在钢铁行业 2007 年产量增量放缓的情况下，钢铁上市公司作为国内钢铁行业整合和规模经济提高的受益者，业绩继续上升，平均业绩增长率为 40%。受惠于所得税制改革，2008 年钢铁上市公司平均业绩将继续保持 25%的增速。

退税下调不改行业向好

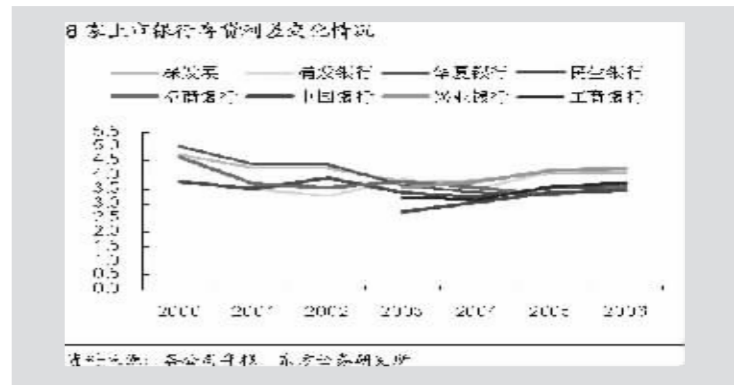
尽管不少业内人士认为，

出口退税率政策将使国内钢材供应量大幅增加，令国内钢价不断走低，影响钢厂利润，但是，影响钢材出口量变化的关键是国内外价格走势，以及国内外市场供求。

由于受到国家的宏观调控，未来两年钢铁产量增速回落，在需求保持旺盛的前提下，从供给上看，国内市场均衡向供给方倾斜，国外钢铁行业整合度超过中国，国外的供求也是基本平衡的。因而国内下调出口退税的成本基本上能够转移给国外下游用户。所以，在国内外钢材供求都偏紧的情况下，此次下调或取消退税政策不会给国内钢价带来大幅振荡，预计未来出口量增幅下降，出口绝对量及钢材价格继续稳定甚至小幅增长。

钢铁行业投资中首选龙头企业；宝钢、武钢、鞍钢；第二类是潜在被收购及低估公司，如八一钢铁、韶钢、济钢、马钢、包钢、唐钢、西宁特钢等。

银行业：经营业绩亮点纷呈



□东方证券 顾军蕾

8 家上市银行的年报已公布完毕，2006 年度上市银行的经营业绩十分出色。

2006 年：年报凸现四大亮点

利差扩大和规模增长推动净利润收入增长。8 家上市银行存贷利差平均提高 12 个基点，息差平均提高 9 个基点。8 家上市银行贷款规模(平均余额)同比增长 8.4%，除两家大银行之外的 6 家银行贷款规模同比增长 25.4%。有利的行业环境推动上市银行收益大增，净利润收入同比增长 30%(简单平均)，这也是拨备前利润增速同比增长 32%的主要原因。

资本市场活跃促进非息收入比重提升。2006 年度，上市银行的非息收入均有较大增长，简单平均年增长率高达 61%。资本市场的活跃是提升银行非息收入的推动力：短期融资券的发行带来银行顾问咨询费的增加；基金发行、证券交易的活跃提升银行代理和托管收入；银行卡业务增长的贡献也较为突出。由于银行业在中国资本市场的核心地位，金融市场的繁荣在“脱媒”的同时也为银行带来了其他业务收入的拓展空间。

税收因素将于 2008 年显现，但部分银行已开始享受税前抵扣的好处。年报显示，民生银行、中国银行、工商银行和招商银行均获批准享受实际员工工资税前抵扣的政策，从而有效降低了实际税率。8 家上市银行 2006 年度平均有效税率为 31%，比 2005 年降低了 9 个百分点。预计到 2007 年，由于向新税法过渡的因素，大部分银行均可以享受这一政策优惠，使投资者提前享受到税收返还。而 2008 年，新税法实施后法定税率将降低到

25%，大部分银行的有效税率还将进一步降低。

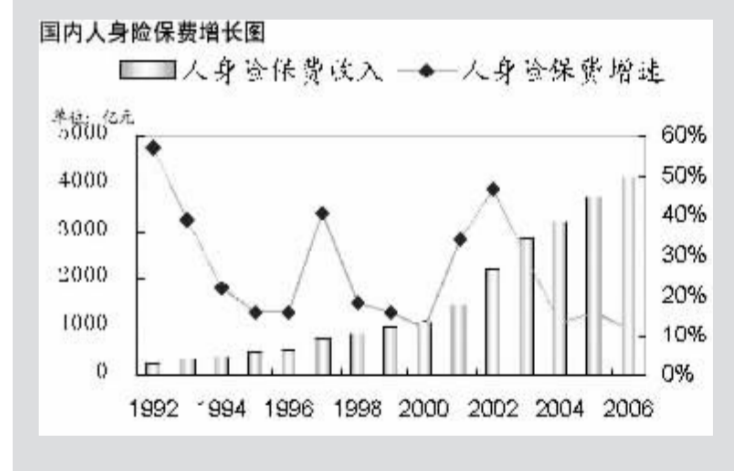
新会计准则对于大部分上市银行的影响不大。由于上市银行在 2006 年起开始执行金融工具计量暂行规定，对于债券投资已实行重新分类并追溯调整，因此在 2006 年报，大部分银行已将追溯调整的影响反映到期初未分配利润中，且总体看，这一变更的影响并不大。同时，从 2003 年开始，上市银行已普遍按照国际会计准则进行补充审计，有效弥补了国内报表信息的不足。因此，2007 年新会计准则的实施对于上市银行的影响十分微小。

2007 年：关注风险累积因素

2007 年，总体看，上市银行面临的经营环境仍较为良好，但需要关注可能出现的过热势头及相应调控措施。2006 年以来的三次加息及六次调升准备金率对于经济和金融环境的累积效应也需要密切观察，后续进一步的紧缩型货币政策仍随时可能发生。但如前几次的结构性加息难以实质缩小银行的利差空间，流动性充裕也将刺激银行的放贷冲动，在没有负面因素出现之前，这将意味着银行的利息收入增长仍可持续。而资本市场的活跃以及各银行对于收费业务的重视和倾斜也将持续推进银行的非息收入增长。

2007 年上市银行仍将面临估值稳定后的深入挖掘。一方面，业绩的大幅增长逐步反映在估值的提升中，使得投资者开始更加关注上市公司除利润之外的竞争力因素，另一方面，银行面临的竞争环境也将日益复杂，只有选择最善于控制经营风险的银行才是更为安全和正确的选择，大银行如中国银行，以及有特色的小银行，如招商银行、浦发银行值得关注。

保险业：前景依然诱人



□东方证券 王小星

2006 年国内保险公司总保费收入达到 5641.4 亿元，同比增长 14.4%。其中，人身险实现保费 4132.01 亿元，同比增长 11.67%，在总保费中占比 73.24%；财产险保费收入 1509.43 亿元，同比增长 22.6%。在人身险中，寿险保费收入 3592.64 亿元，同比增长 10.65%；健康险保费收入 376.9 亿元，同比增长 20.86%；意外险保费收入 162.47 亿元，同比增长 14.89%。

尽管 2006 年保险行业总保费达到两位数的增长，但是相对于 14.97% 的名义 GDP 增长率，还略显逊色，使得整体保险深度不升反降。这一情况在寿险方面特别明显。由于增速低于 GDP，寿险深度从 2005 年的 1.78% 降低到 1.71%。实际寿险深度与理想寿险深度之间的缺口，从 2005 年的 14.27% (1.78%-2.08%) 大幅拉升到 2006 年的 26.81% (1.71%-2.34%)，不得不说，2006 年寿险增幅低于预期也低于 2005 年，是令人失望的。

虽然 2006 年寿险行业的发展受到种种因素的干扰，但长期而言，这些干扰因素不会长期存在。随着股市今后可能呈现温和提升

或者曲折前进的态势，对于年金的支持政策的陆续到位，都可预见保险行业发展前景依然诱人，其主要动力将来自：庞大的人口规模、较快的老龄化趋势与较高的储蓄率；我国经济持续发展、居民收入不断提高；以《国十条》为代表的政策法规大力支持；保险功能和作用不断拓展，风险保障意识将得到根本性加强，“从摇篮到坟墓”的终身福利系统的瓦解；投资环境改善和投资回报率的显著提高等。

由此，我们认为此前使用的寿险深度模型依然适用。根据实际情况，我们对模型做了两处调整：一是使用 GDP 名义增长率，即 2010 年前 CAGR11%，2020 年前 9%，2030 年前 7%。对比人世五年以来 CAGR13.78%，以上假设并不过分。二是在模型中强调“寿险深度缺口”，即实际寿险深度与理想寿险深度之间的缺口，从 2006 年该缺口扩大到 26.8%，且今后这一缺口将长期存在。主要是因为结构调整和其他因素影响下，寿险保费收入或难达到理想的增长速度。稳妥起见，我们假设 2010 年、2020 年和 2030 年的寿险深度缺口都为 35%，未来国内寿险行业将享有 15 年左右的高增长长期 (CAGR15%-20%)。

石化：逐渐走出行业亏损低谷

□东方证券 王晶

中国石化是目前资本市场上惟一一家石油化工一体化龙头企业，目前炼油能力排名世界第三位；乙烯产能排名世界第四位；成品油销售网络不断完善，自营加油站数量达到 2.8 万座，排名世界第三位，中国石化已成为世界级规模的一体化能源化工公司。中国石化 2006 年销售收入快速增长，四季度原油价格的快速回落是导致综合毛利率略有下降的主要原因，预计炼油板块的减亏和所得税并轨将使中国石化 2007、2008 年业绩继续保持 30%左右的增长。

上海石化作为中国石化旗下的大型炼化一体化企业，因具有得天独厚的地理优势，在国内未来石化产品需求快速增长的情况下，原油价格的适度回落将使上海石化从中受益。

进入 2007 年以来，国际油价出现了探底回升的走势，在最低跌至 52.5 美元/桶左右后，受伊核问题紧张和美国馏分油库存下降等因素的影响，又冲高至 65 美元/桶上方。从宏观经济形势来看，预计 2007 年世界经济仍可以维持 4.9% 的增长水平，基本与 2005 年持平，在这一前提下，原油的需求仍将保持快速增长。美国

能源署预计 2007、2008 年全球原油新增需求稳步增长，约为 130-150 百万桶/天左右，与此同时，全球剩余产能仍然维持在 250-300 百万桶/天的水平，处于近 10 年的低位，在供给相对刚性以及欧佩克国家对油价仍有较强话语权的情况下，未来 2-3 年国际原油价格将维持在景气高位，但平均水平缓慢回落。

从国内天然气情况来看，“十一五”期间仍将保持较快的需求增速，资源的短缺和国际比价较低决定了天然气价格长期上涨的趋势，且得到国家发改委等相关部门的认同。我们预计国内油气开采行业

的盈利水平将长期维持在较高水平。

从全球炼油产能投放来看，相对于需求仍然略显不足。目前全球炼油能力约 42.6 亿吨/年。由于环保等原因，2006 年全球原油需求增速 200 万桶/天，但原油加工能力增长不足 100 万桶/天，炼厂开工率提高，炼油行业迎来“黄金岁月”。未来全球炼油在建产能仍集中在亚太和中东地区，至 2010 年前增加约 3 亿吨炼油能力，平均每年增加 200 万桶/天，基本与需求量相当。但由于国内的特殊情况，在原油价较高的情况下，兼顾考虑下游利益，炼油行业的利润仍然不能摆脱受政策调控的尴尬境地，但随着原油价

格的适度回落，整个行业将摆脱 2004、2005 年的低谷，逐渐走出全行业亏损的低谷。

2004 年以后，随着世界经济好转，乙烯需求出现了较大幅度增长，但产能的投放明显慢于预期，2003、2004 年全球乙烯产能的增速仅为 1.6% 和 0.7%，高油价和 中东产能投放速度的放缓延长了本轮石化行业的景气周期。若世界经济不出现大的下滑，预计到 2010 年世界新增供给略大于新增需求，但考虑到中东产能能否如期投放仍有很大不确定性，届时出现产能相对严重过剩的概率很低，因此没理由对石化周期过分悲观。