

今年 A 股整体业绩增幅将达到 40%

——从上市公司中报业绩预告估算全年业绩增长

●中报超预期完全值得期待。截止到8月13日已经披露中报的494家公司中可样本为467家的公司业绩增长幅度达到90.74%，我们测算了包含和不含预增公司中前10家公司的两种情况，预计中报增幅分别为70%—80%和40%，而且后面一种情况是相对保守的极端情况。估计今年中报增幅将达到我们测算的上限80%左右。

●在计算全年业绩增幅时的两种逻辑假设。一种是不考虑红筹回归的存量部分业绩计算，一种是考虑红筹回归。在不考虑红筹冲击情况下，计算下半年利润时又选择了三种情形假设，取2003—2006年的均值、和上半年相等以及去年的数值，分别推算全年利润；考虑红筹冲击，也按照增幅均值和去年较低的极端情况进行计算。

●全年业绩40%的增幅有依据。存量部分业绩增长幅度估计在30%—50%的区间中。去年利润规模居前的几家公司增幅较低，按照这个相对保守的情况来设计，今年全年业绩增长也将达到30%下限，这种情况出现的概率应该是比较低的。因此，我们认为即使考虑红筹回归进程加快，今年全年整体业绩增幅也将达到40%左右。

○海通证券研究所

我们选取的样本是截止到7月30日公布中报业绩预告的736家公司，在整体A股中占比50.27%，有比较好的代表性，基本上可以反映出A股上市公司业绩的实际面貌。从业绩预告分类看，预增公司占到了样本的45%，如果再加上预告扭亏、续盈和略增公司，则预计业绩增长公司占到了样本的66%。

我们把不同业绩预告类型的公司作为独立的板块来加以考察，对比不同板块净利润总和在整体A股中的占比，发现预增板块在整体A股上市公司中占据了较大利润，预增板块的2006年中报、三季报和年报分别占整体A股利润的53%、47%和56%。可以说，预增板块是A股公司总体利润的主要来源，而该板块也在较大程度上决定了整体上市公司业绩的增长率。今年中报预增板块的优秀业绩完全可以从预告中体现出来，整体上市公司的业绩走向也基本上可以确定。

一、业绩估算

1、业绩估算的假设逻辑

在估算2007年上半年以及全年利润之前我们先假设的逻辑梳理一下。预增板块无疑是决定着A股业绩的主要核心，我们着手对该板块先作重点分析，从这个板块入手来推算，这是第一个逻辑。

在这个逻辑下面，我们还有两种假设。一种假设是按照业绩预告的增幅上限来计算，一种是按照业绩下限来计算，得出一个利润的上限。在此基础上，我们再对剩下没有公布业绩预告的731家公司作两种假设，一种假设是其利润水平和上年保持不变，另一种是预告业绩的上市公司合计净利润占总体净利润的比重假设为52.99%（该数字为2003年来以上板块合计净利润在总额中占比的平均值），按此比重来推算全部A股利润。

第二个逻辑就是把把这个特殊群体除去后来重新审视余下公司的业绩增长情况。因为这个群体数量虽少但在整体中所占权重却很大，在很大程度上可能掩盖了权重较小但数量庞大的其它公司的真实状况。

上面是估算2007年上半年整体A股利润的两个逻辑，在估算下半年以及进一步计算全年利润的时候，我们遵循了这样的思路：

一是只考虑现有的存量部分，这是针对大权重红筹回归而言的。小权重股的扩容对于市场业绩来

说影响较小，可以忽略，但是如果红筹股在下半年密集回归，则可能影响整体A股利润水平。因此，暂时以不考虑红筹回归的存量部分为一个思考逻辑来判断今年全年业绩增长态势。在这样的思路下，我们又采取了三种情形假设：一是按照2006年下半年是上半年利润的113%来计算2007年全年业绩将达到多少；二是简单认为上下半年业绩相等来计算全年业绩；三是按照2003年以来下半年是上半年83%的平均值来计算全年业绩。

二是考虑红筹回归的增量冲击。相对于现有公司来说，红筹业绩在整体A股中的权重是相当大的，对业绩增幅会有举足轻重的影响，就是比较目前预增板块前10家公司也是微不足道的，因此，这样的逻辑就是要考察红筹回归可能带来的较大增量部分的利润影响。

2、第一种逻辑下面的业绩估算。按照各个公司预告业绩增幅上限来计算，预增板块最大可实现1657亿元利润，这是一种激进估算；如果按照预增公告底线50%增幅来计算，最小可实现1378亿元利润，这可以认为是保守的估计方式。不过，从连续公布的中报情况来看，仍然有部分公司公布的业绩超越了预告上限，我们对这种情况无法估计，只能忽略。

我们也计算了其它业绩预告板块的利润，略增、扭亏、不确定、预减、略减、首亏和续亏各个板块的利润分别为38.14、7.6、2.11、和-13亿元。这些板块虽然也有403家和预增板块的333家基本相当，但是利润规模却和预增板块相比较相当小，不仅和整个预增板块不能相提并论，而且和利润前10家公司也难以比拟。我们取一个固定的合计数值来计算。

这样，按照预增板块中报业绩的上限和下限，分别在假设1—没有业绩预告的731家和去年上半年持平，以及假设2—按照预增板块自2003年以来在总体利润里占比平均值来推算全部利润情形下计算出四种A股今年中报的利润情况。

按照以上的推算，今年中报整体A股利润增幅落在32.82%—88.38%之间，这样的区间显然仍然比较宽泛。相对悲观的增长是在30%—50%，乐观的增长是在60%—90%。考虑到陆续公布的中报很多业绩优秀公司都超过了业绩预告的上限，接近乐观估计的可能性将更大些，估计全体A股中报业绩增幅

会落在70%—80%的区间。

那么，全年的利润情况又如何呢？按照现有存量（包括小权重股的扩容）公司的全年业绩进行估算，三个假定条件分别是：1、取2006年下半年占上半年113%的比例，推算出今年全年的业绩；2、假定今年下半年和上半年持平；3、以2003年以来下半年占上半年的比重平均值83%来推算全年业绩。在这里我们需要注意的，我们不仅计算了上半年同比可能的增幅，也推算了环比增幅。从数据对比上可以比较明显地看到今年上半年优秀业绩的预期是建立在去年上半年基数相对偏低基础之上的，而环比说明了去年下半年基数上升之后的情况。因此，在对全年业绩的估算时需要考虑这个因素。

在不考虑红筹回归的增量冲击下，全年的利润情况在几种情形假设下增幅落在5%—74%的区间里，显然这个区间也过于宽泛。我们首先排除极端的两种情形，一种是预增板块上半年业绩底线50%的增幅和按照下半年是上半年83%的水平估算，另外一种预增板块继续保持52%的在总体利润里的占比和按照下半年为上半年113%的水平估算。可以认为这两种基本上已经是极极端的情况，前一种是最悲观的估计，而后一种是最乐观的估计。把这两种情况给予排除，那么全年利润增幅将落在15%—63%区间里。如果进一步考虑，影响下半年业绩的因素仍然比较复杂，但是向乐观方面靠拢的概率会更大些，我们倾向于落在30%—50%的区间中。

3、第二种逻辑下面的业绩估算。预增前10家公司是一个特殊的权重群体，在某种程度上它们的业绩掩盖了数量众多但权重较小公司的真实状态，所以我们将除去这个特别群体然后再来考察。

按照每家公司公告的乐观状态估计，除去前10之后的预增板块利润增幅达到了165%！这样的数据是相当喜人的。但是由于去年基数较低缘故，这样的增幅程度在一定意义上只能作为参考。那么，在估算全部A股上半年利润的时候，我们只能采取相对保守的方式来估算。因为除去前10之后的利润在整体中的占比较小，只有15%左右，不能以前面的占比方式倒推全体利润，否则很可能会产生巨大偏差。因此，用假设没有公告业绩预告的731家公司和去年上半年利润持平的保守方式来推算，这应该视为相对悲观的预测。在这样状况下，预

测结果是今年上半年除去前10之后的利润增幅在18%—42%之间，这应该是比较极端的情形。

我们接下来估算除去前10之后的全年业绩增幅。以较为保守的假设进行估算，再按照前文的三种情况，加上考虑到我们设计的这种情况是相对保守的悲观状态，因此，20%—30%的增幅应该是比较合理的，而且这种估计仍然是比较保守的。

在这样的估计下，非权重公司的业绩增长也同样值得期待。不过需要指出的是，对于除去前10的余下大部分公司来说，业绩所占权重较小，波动也可能比较厉害，中报优秀不能完全视同年报也一样优秀。

4、红筹回归可能大变量。红筹回归将给A股现有利润状况带来如何影响呢？从目前状态来看下半年可能回归A股市场的红筹股和H股的历年利润情况可以非常清楚地看到，2006年中石油一家公司的利润就相当于去年所有A股公司利润总和的36%，相当于除去前10的非权重公司利润总和的59%！这样的比重对现有A股公司利润将产生巨大影响。

我们来举个例子。如果排除红筹的存量公司今年业绩增长假定是50%，假定2007年只有中石油一家回归到A股，而中石油维持近4年平均业绩增幅33%的水平，那么整体业绩增幅为45%；如果按照去年中石油业绩增长6%的增幅计算，那么整体业绩增幅为38%。中石油一家就可能对整体上市公司构成较大的业绩波动影响。作一个极端的假设，中石油、中移动、中国电信、建设银行、中海油、中银香港、中国网通、中国神华这8家红筹股和H股都回归到A股的话，那么，我们去年利润总和基本上和去年全体A股公司相当了。笔者再以计算中石油的方式估算一下，按照4年平均增长30%计算整体增幅为40%；如果按照去年8%的增幅推算则整体增幅为30%，数据波动相当大，这样一个简单的测算就足以说明红筹回归对现有存量部分的冲击。

那么，在红筹股和H股的回归增量冲击下，整体A股业绩增长率能否保持前面所讨论得出的较大难度增长的结论呢？这可能有些困难了。这些利润规模较大，而且充分享受国民经济高速增长的行业龙头企

业经营业绩要超预期增长可能有一定的难度，要出现上半年存量部分公司业绩增幅超过40%甚至更高水平的概率还是相对比较低的。那么，我们可以在某种程度上认为红筹回归会减低存量部分的业绩增速。

从2006年的一个数据我们也可以得出相似的结论。2006年6月恢复IPO之后陆续有中国银行、大秦铁路、中国国航、工商银行、招商轮船、大唐发电、广深铁路等红筹股或H股登陆A股市场。2006年报同比增长幅度达到44%，而新增利润部分有28%是2006年新上市的股票贡献的，其中上述7家红筹股和H股贡献了26%的新增利润。这7家个股的业绩增幅37%要略低于总体水平，这也反映出红筹股回归对整体业绩增幅有一定的衰减作用。

二、结论

1、中报的优秀

截止到8月13日已经披露中报的494家公司中可样本为467家，这467家业绩增长幅度达到90.74%，无疑这接近1/3的样本告诉我们，今年我们面对的是一张A股公司优秀的中报。从业绩预告提供的信息我们也完全可以得到相同的答案。预增板块中的前10家公司是一个特殊的群体，在整体A股中所占利润比重较大。我们测算了包含和不含这10家公司的两种情况，预计中报增幅分别为70%—80%和40%，而且后面一种情况是相对保守的极端情况。可见，中报的超预期完全值得期待，估计增幅将达到我们估计的上限80%左右的水平。

在这里我们也作了一个对比，将预增前10的公司、除去前10之外的预增公司以总股本加权来编制指数，与上证综指的表现进行对比。从“5·30”以来，预增前10的这个特殊群体较其它预增股有较大幅度的领先，而且这种状况在近一、两周内有加速趋势，很明显和其它个股形成了背离。这反映出市场对于中报的超预期增长有较好的正向反馈，该群体也得到了较大程度的认可。

2、年报会怎样？

全年业绩增幅会落在哪个区间必须考虑红筹股和H股的回归进程。如果我们把现有公司（包括陆续上市的小权重个股）视为存量部分，而即将回归的红筹股和H股视为增量部分，那么可以得出存量部分业绩增长的幅度估计在30%—50%的区间中。

但是，我们必须考虑增量部分对业绩增幅的冲击，这取决于红筹股和H股的回归进程。由于红筹公司利润规模较大、基数高，要出现超过存量部分增幅的难度较大。换句话说，红筹公司有可能减低整体业绩增幅。存量部分假定增幅为50%，而上述8家红筹股和H股都回归的话，今年全年业绩增长也将达到30%的下限，这种情况出现的概率应该是比较低的。因此，我们认为即使考虑红筹回归进程加快，今年全年整体业绩增幅也将达到40%左右。

（执笔：吴一萍、陈久红、张冬云、黄泽丰）

■信息评述

《公司债券发行试点办法》颁布实施

8月14日，中国证监会正式颁布实施《公司债券发行试点办法》，此次正式出台的《试点办法》全文共六章三十二条。

国信证券：

《试点办法》拓宽了企业直接融资渠道，有利于资本市场的平衡发展。该办法比较灵活；对是否有担保没有要求，对资金用途没有具体规定，甚至可以采用一次核准多次发行方式。办法中专门引进债券受托管理人制度，同时还建立债券持有人会议制度，对债券持有人的权益保障有所加强。

公司债在试点阶段可能首先面对上市公司，我们估计上市公司发债规模可能在2000亿到3000亿之间。根据我国目前企业债的情况，我们估计公司债的期限结构从5到15年的可能性比较大。

公司债现在也面临一些问题；公司债在交易所上市的可能性比较大，而由于历史原因，银行还不能进入交易所，同时保险公司也不能够买无担保公司债。因此公司债很有可能面临当时分离债的债券部分所面临的问题。估计在这些问题没有得到解决之前公司债的规模不会迅速扩大，这样对债券市场的影响也应该不大。

申银万国：

从目前市场情况看，由于债券市场环境偏弱，收益率持续大幅提升，目前一级市场10年期企业债收益率接近5.2%，15年的企业债达到5.5%，再加上发行手续费和担保费（1%），实际公司债的发行成本将接近贷款利率，因而对公司债的发行方来说，目前并不具有较强的发行动力。另外一方面，从投资机构来说，目前保险公司是企业债主要投资机构，由于公司债并不要求担保，但保险公司目前并不能投资无担保的公司债，这会限制市场对公司债的需求。从上市市场看，如果公司债仅仅在交易所上市，那么作为公司债另外的一个大的投资主体——商业银行将不能参与进来，也会限制市场需求。因而短期内，公司债的规模可能不会大幅扩张。

联合证券：

据悉，继《试点办法》颁布后，监管部门还将就公司债券所涉的申报文件目录、募集说明书制作、债券持有人会议、债券受托管理协议和债券受托管理人执业规范等方面，陆续出台5部左右的配套准则、范本和规范性文件。

限定公司债在交易所交易，势必影响公司债的发行总规模与流动性。因为目前债券市场的交易主体还是银行，而保险公司也只有少数能在交易所中进行交易。此外，当前我国处于加息周期，通过债权方式融资就意味着需要发行人支付更高的融资成本。对于我国企业债市场而言，目前企业债的发行人大多集中于具有垄断性质的基础性产业，存在较好的盈利预期。因此，在现有投融资条件和市场环境之下，对于这部分企业而言，公司债市场的吸引力并不强烈。而同样的信用级别，同一类发行人发行债券，公司债与传统的企业债市场之间并不具有明显的投资优势，除非发行人给予更高的利率水平，因此与企业债市场的比价效应也限制了公司债的投融资规模。目前《试点办法》没有强制要求提供担保，这对于通过间接融资渠道获取资金相对困难的中小企业而言具有一定吸引力。但是如果不提供担保，意味着发行人需要给予更高的信用溢价水平，成本提高一定程度之后自然限制了发行人的融资热情。而且根据目前的规定，部分大机构尚无法投资于无担保的企业/公司债券。故而在发行人与投资者范围都受到限制背景下，很难看到公司债会在短时间内大规模扩容。

7月份消费零售数据公布

国家统计局于14日公布了社会消费品零售数据。7月份社会消费品零售同比增长16.4%，较上半年15.4%的水平提高1个百分点；较上月16%的增速提高0.4个百分点。

安信证券：

消费持续高速增长与劳动力市场的紧张以及由此导致的居民收入增长是一致的，从CPI细项数据来看，7月家庭服务和加工维修服务价格同比上涨6.6%，继续保持高位，显示劳动力市场的紧张程度并没有减弱迹象。

从消费零售的细项数据来看，增长较快的有粮油类、肉禽蛋类、家具类、建筑及装潢材料类、金银珠宝类和汽车类。其中粮油类和肉禽蛋类消费的高增长可能主要来自于同期价格的大幅上涨，扣除价格影响后与前期并没有太大差异。从7月份的消费细项来看，进一步结合今年上半年的消费数据，可以看到，在住户部门消费总量加速的同时，其在汽车和住房相关消费等方面的开支占比出现了进一步的上升（该项占比数据上次显著上升发生在2003年前后），这暗示我国需求结构的变动仍然在继续发展。

申银万国：

消费加速并不是偶然的，其背后原因至少有以下三个方面：一是在经济高速增长、企业效益明显提高支撑下，城乡居民收入增长速度稳步提高；二是国家继续贯彻扩大消费政策，对消费的扶持力度明显加大；三是股价和房价上涨带来的正向财富效应，刺激了居民消费。未来这三大因素仍将存在，同时物价上涨预期也会刺激消费增长，消费加速增长态势有望继续维持。预计全年社会消费品零售总额增长16%左右，达到1997年以来的最高水平。

东方证券：

就社会消费品零售总额名义同比增长速度看，自去年3月份以来就呈不断上升趋势，而近几个月这一趋势更加明显。但是在扣除价格因素后，社会消费品零售总额实际增速在去年3月份有一个明显跃升并达到13.3%高位后，直到去年10月份以前都保持在13%左右的高水平，而在去年底却出现快速下滑，今年前6个月实际增速与去年3—10月份相比并没有明显差异，总体看并没有出现加快趋势，而是保持在相对平稳的水平。再考虑到7月份CPI指数进一步大幅走高，因此可以认为当前名义增速的加快很大程度上是由价格因素引起的。基于目前增长趋势，预期8月份社会消费品零售总额名义同比增长仍会在16.5%左右。

券商研究机构首次关注上市公司追踪

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布时间	2007报告预期		2008报告预期		2007—致预期		2008—致预期		目标价	8.14收盘价
						EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE		
002150	江苏通润	兴业证券	无	新股研究	8-9	0.722	62.188	0.86	52.209	0.733	58.72	0.878	49.025	34.4	44.9
600736	苏州高新	海通证券	买入	点评报告	8-8	0.43	39.767	0.71	24.085	0.436	39.157	0.738	23.164	22	17.1
600360	华微电子	天相投顾	买入	点评报告	8-8	0.663	36.335	0.832	28.954	0.689	35.197	0.956	25.377	31.5	24.09
600269	赣粤高速	海通证券	买入	点评报告	8-7	0.82	21.159	0.93	18.656	0.835	20.798	0.908	19.126	20	17.35
002162	斯米克	中信证券	无	新股研究	8-7	0.2	--	0.28	--	--	--	--	--	--	--
000528	柳工	东方证券	增持	点评报告	8-1	1.03	29.67	1.2	25.467	1.058	28.89	1.296	23.576	29.98	30.56
002160	常铝股份	兴业证券	无	新股研究	8-1	0.3	--	0.38	--	--	--	--	--	--	--
600612	第一铅笔	中金公司	推荐	一般个股报告	7-31	0.36	63.667	0.58	39.517	0.352	61.619	0.543	39.963	--	22.92
600765	力源液压	中金公司	审慎推荐	深度报告	7-31	0.67	59.09	0.9	43.989	0.668	57.68	0.906	42.528	--	39.59
000837	秦川发展	中信证券	买入	深度报告	7-25	0.38	43.211	0.55	29.855	0.362	44.449	0.539	29.843	19.25	16.42
002141	赛胜超微	广发证券	卖出	深度报告	7-25	0.36	73.389	0.51	51.804	0.354	72.896	0.506	51.027	10.8	26.42
000708	大冶特钢	东方证券	买入	深度报告	7-24	0.76	19.605	0.97	15.361	0.76	19.5	0.97	15.278	19	14.9
002148	北纬通信	中信证券	无	新股研究	7-23	0.672	93.304	0.756	82.937	0.708	85.715	0.879	69.068	--	62.7
002149	西部材料	兴业证券	无	新股研究	7-23	0.34	155.559	0.41	129	0.336	143.221	0.432	111.169	--	52.89
600363	联创光电	中投证券	中性	点评报告	7-20	0.18	56.056	0.24	42.042	0.18	53.833	0.24	40.375	8.4	10.09
002145	中核钛白	中信证券	无	新股研究	7-18	0.28	106.714	0.39	76.615	0.292	102.099	0.371	80.451	--	29.88
600522	中天科技	中金公司	审慎推荐	深度报告	7-18	0.293	49.522	0.39	37.205	0.314	45.151	0.468	30.316	--	14.51
600487	亨通光电	中金公司	推荐	深度报告	7-18	0.475	35.789	0.606	28.053	0.499	33.546	0.623	26.874	--	17
002142	宁波银行	中信证券	无	新股研究	7-18	0.34	82.5	0.47	59.681	0.358	77.142	0.518	53.31	--	28.05

说明：“首次关注”品种由于市场认知度不高往往非对称信息体现得较为

明显，在知情者交易向公众化交易过渡过程中黑马频现。我们从两个角度追踪它们的动向，一是利用机构研究

报告明示出具的“首次关注”为筛选逻辑，但应注意到的某机构出具的首次关注品种可能已是其他机构

已纳入关注范畴的品种；二是从全部卖方机构的研究成果中筛选出一个周期内第一次被机构纳入研究关注

范畴的品种（即首篇报告）。（数据来源：上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com）