

盈利增速下滑确定下提高防御性

——2008年5月份A股市场投资策略

●盈利趋势:剔除石油石化和电力行业,上市公司2007年业绩增长为72.8%,2008年一季度利润增速为50.5%,下降明显。从结构上看,成本上升(包括费用管理和毛利率挤压)和投资收益缩水是导致企业盈利增速放缓的主要原因,企业收入增长尚没有明显放缓迹象。未来盈利下降风险来自于需求端(主营业务收入增速下滑)和成本端(能源成本压力是否向中下游制造业传导)的挤压。

●投资建议:美国经济数据、国际大宗商品价格和中国食品通胀预期好转对A股短期反弹又添利好因素,建议在反弹中继续关注高Beta板块和大盘蓝筹股:金融(尤其是证券、保险)、地产、钢铁以及A-H溢价较小的个股。中期来看,我们认为需求放缓和原材料价格上涨使企业未来盈利仍将继续面临下调风险,依然应该对反弹空间保持谨慎,建议超配防御性板块,例如零售、白酒、房地产、通讯设备等。

○中金公司研究部

一、上市公司盈利增速放缓趋势明确

1、盈利增速放缓趋势已现,炼油和电力行业业绩大幅下滑承担了高通胀带来的企业成本压力

A股公司2007年年报以及2008年一季度披露完毕,盈利增速放缓趋势已现。按可比口径公司数据,2007年上市公司整体净利润同比增长49.5%,其中非金融类公司业绩增长仅为37.4%;而2008年一季度业绩增速显著下滑,上市公司整体净利润同比增长仅17.8%,而非金融类公司业绩同比更是出现负增长-1.6%。

业绩下滑的主要原因来自于炼油和电力行业盈利大幅下滑。由于国家对成品油和电力采取了严格的限价措施,因而相关企业承担了高通胀带来的企业成本压力。其中,中石油和中石化一季度盈利同比下降30%-65%,电力行业盈利更是同比下降75%。如果剔除石油石化和电力行业,其它行业整体净利润增长仍高达50.5%,这主要得益于银行、地产、煤炭、化工和交通运输等行业的大幅增长。显然一些行业的业绩增长是在资源价格(主要是成品油和电力)扭曲情况下获得的。但是即便如此,与2007年全年72.8%的增速相比,仍有不小幅度的回落。

另外,服务业一季度盈利同比增长仍高达57.8%,而非服务业盈利却同比下降10%,这表明服务业在通胀上升和需求放缓环境下,盈利增速下滑的风险要远远小于非服务业。

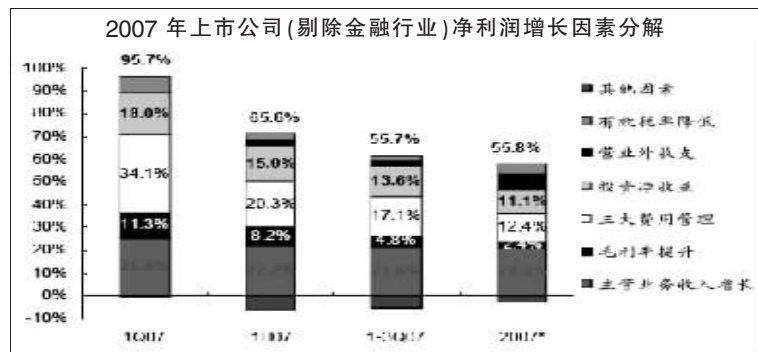
2、盈利增长预测下调

与2007年年报相比,各个可比口径公司2008年一季度业绩增长均出现不同程度的下滑,其中石化和电力行业下滑幅度较大,而银行业业绩增长依旧保持强劲。在年报季报披露期间,我们的行业分析师对盈利预测进行了修正,根据最新的盈利预测,2008年中金覆盖上市公司净利润增长25.3%,比去年的31.6%下调了6个百分点。分行业来看,保险、证券、航空、电力、传媒和石化下调幅度较大,而化工、农业和煤炭行业盈利预测上调幅度较大。

3、成本上升(也包括资源价格扭曲)和投资收益缩水是导致企业盈利增速放缓的主要原因,未来盈利下降风险来自于需求端(主营业务

收入增速下滑)和成本端(能源成本压力是否向中下游制造业传导)的挤压

2007年净利润高速增长主要还是来自于中国宏观经济的快速增长,固定资产保持高位,出口增速回落尚不明显和消费增速提升,上市公司的主要利润贡献仍然来自于主营业务。根据我们对2007年以来各个季度净利润增长的因素分解来看,主营业务收入增长的贡献保持稳定,而毛利率提升和投资收益贡献逐步减弱。2008年一季度业绩增长中,毛利率和投资收益贡献为负。



从净利润增长因素分解来看,除了主营业务收入增长贡献保持稳定外,其它各个因素的贡献变化趋势比较明显(见上图):

(1)成本上升压力明显。首先,三大费用管理的贡献逐步减小,表明费用管理难度加大,各项费用尤其是人工成本和财务费用压力加大。销售及管理费用增速逐步加快,2008年一季度这两项费用同比增长率达到20.8%,远高于2006年、2007年的水平。其次,毛利率水平开始受到挤压,毛利率改善贡献对净利润增长的贡献也从2007年一季度的11.3%下降到全年的2.4%。2007年非金融类公司毛利率提升0.3个百分点(如果考虑中石油的影响,则毛利率提升0.5%),毛利率提升对业绩增长的贡献不断下滑,显示从2007年下半年开始的通货膨胀压力正在逐步侵蚀企业的毛利率。分行业来看,房地产、交通运输、电子元器件、传媒和酒店旅游等行业毛利率上升幅度显著,均超过2%,产品价格回升是主要原因;而石油、有色金属、农业、煤炭和电力等行业毛利率水平则出现下降,其中环保及安保成本上升使采掘业毛利下降,食品通胀使畜牧屠宰等单纯的农产品加工制造业毛利率受到挤压。

(2)投资收益增速放缓趋势已现,一季度转为负增长。随着2007年四季度股市步入调整,上市公司来自证券市场的投资收益迅速缩水,投资收益增速从一季度的280%放缓至全年的113%,同时投资收益对净利润增长的贡献也从18%回落至11%。2008年一季度股市继续大幅调整使上市公司持有的金融资产大幅缩水,全部上市公司公允价值变动损失达到200亿元,真正实现投资净收益608亿元,两者合计增长-35%。非金融类上市公司公允价值变动损失和投资净收益合计增长-4%,对净利润增长的贡献为负。

2007年底非金融类上市公司合计持有可供出售金融资产1700亿元(其中账面浮盈约1000亿元),经过一季度的大幅下跌,这部分金融资产缩水500亿元,目前账面公允价值1200亿元,缩水幅度达28.7%。

二、股市运行趋势展望

1、短期反弹又添利好因素:美国经济数据、国际大宗商品价格和

中国食品价格

美国宏观经济数据和海外市场最近表现将给A股目前的反弹增添动力。首先,美国上周最新公布的一季度GDP增速为0.6%,超出市场预期0.4%,市场认为美国衰退连续两个季度负增长的可能性在减小。同时4月份就业数据好于市场预期,失业率从5.1%下降至5.0%。其次,美联储上周降息25个基点,并在公告中不再使用“增长下调的风险”等字眼,预示短期内进一步加息的可能性较小。由此带动石油、黄金和其它大宗商品价格回落,市场的通胀担忧因此有一定的缓解。第三,尽管盈利下调,美国股市自4月初以来的一季度业绩报告披露期间表现先抑后扬,其它海外市场也延续反弹趋势。标普500在4月份上升6.9%,纳指上升6.5%,香港恒生指数和H股指数分别上升21.1%和14.8%。短期来看,美国经济数据和海外市场表现对A股投资者的信心有正面推动作用。

在A股投资者普遍对国内通胀形势和调控政策担扰忧情况下,4月份CPI通胀数据可能会给市场信心带来鼓舞。商务部全国食用农产品4月份平均价格比3月份环比下降1.6%,据此估计食品类CPI可能环比下降1.6%,即同比上升20%。4月份CPI有望低于上个月的8.3%。中金宏观组预计4月份CPI上升8.0%,比3月份略有放缓,而5月份有望进一步降至8%以下。

在政府推出限售股转让指导意见和印花税法下调之后,市场情绪得到稳定,政府前期各项针对市场流动性的举措和态度(包括新基金和再融资)的累积效应也正在显现。

上证指数从4月22日的盘中低点2990点起反弹已超过20%,沪深300相对2008年市盈率从18倍上升至22倍,目前市场预期沪深300的2008年和2009年盈利增长为27%和20%。中金公司研究覆盖的266家上市公司2008年和2009年盈利增长为25%和21%,相对2008年市盈率为22.6倍。尽管A股处在季报之后的业绩真空期,但A股盈利增速中长期下滑趋势十分确定。如果大盘指数2008年动态市盈率超过25倍,估值压力将会再次加剧。

2、中期警惕盈利下滑风险带来的估值压力

面对今明两年A股上市公司盈利增长趋势,我们对股市中长期

走势保持谨慎。在通胀压力仍然高企形势下,国内货币政策将继续偏紧,宏观调控目前仍以控制物价上涨为主要目标之一,需求放缓和原材料价格上涨使企业盈利继续面临下调风险。根据我们对需求放缓(主要来自出口、固定资产投资和消费)和成本上升(主要来自原材料成本上升)所做的量化分析,预计在当前宏观预期下,2008年和2009年非金融行业盈利增长分别为17.1%和7.0%,可能下调幅度分别为6.4和6.6个百分点。如果考虑极端宏观条件下(例如全球通胀失控情况发生)的悲观情景假设,并且进一步考虑到劳动力成本和政策成本(例如节能减排、环保成本)的上升以及能源政策可能的调整对企业盈利带来的影响,盈利下调空间有可能更大。

美元短期止跌并不会改变在供应紧张和需求拉动下国际能源价格的基本格局,中国进入高通通胀和经济/盈利增速下滑趋势仍将加快,外需恶化对中国经济带来的周期性压力将进一步加剧。美国一季度经济数据并没有改变宏观预期对美国

经济走势的基本判断:房价调整远未结束,私人消费和投资下滑,就业市场前景难以显著改观。美国经济在二季度转为负增长,其经济放缓对包括欧洲和日本在内的其它主要经济体的影响将逐渐显现。因此,到目前为止,中国出口面临的负面影响还没有完全显现,同时美国宽松的货币政策为今后全球通胀压力的持续埋下了伏笔。

3、投资建议

美国经济数据、国际大宗商品价格和中国食品通胀预期好转对A股短期反弹又添利好因素,我们建议投资者在反弹中继续关注高Beta的板块和大盘蓝筹股:金融(尤其是证券、保险)、地产、钢铁等板块以及A-H溢价较小的个股。最近市场关注电煤问题,短期内对煤炭板块有抑制作用,但对电力行业利好。

在关注短期反弹的同时,投资者应提高防御性配置以应对今后盈利下滑带来的估值压力,并对大盘反弹空间保持谨慎,建议超配:

(1)房地产行业相对于制造业而言,盈利受到通胀带来的成本上升挤压较小;经过前期的宏观调控之后,房价继续上涨势头已经得到抑制,销售量出现萎缩,股价调整较深已低于NAV,平均折价15%;负利率环境下房地产市场的吸引力在上升,加上通胀环境之下租金呈上涨趋势,提升租金回报率都会在一定程度上对房价形成支撑;我们认为随着成交量回暖,房地产板块近期有望出现超越大盘的表现,建议重点关注龙头公司,因其盈利确定性较大。

(2)相对防御性板块,例如零售、白酒等行业未来盈利的确定性较高。

(3)通讯设备行业,关注行业重组带来的机会。

信息评述

全国经济体制改革工作会议召开

2008年全国经济体制改革工作会议在湖北武汉召开,国家发展改革委副主任要求认真贯彻落实党的十七大精神,在新的历史起点上开创改革开放新局面。

海通证券:

今年是改革开放30周年,当前我国经济社会发展进入了一个新的关键时期,呈现出一系列新的阶段性特征,对深化改革扩大开放提出了新的要求:要着力推进中国国有企业改革和国有经济战略性调整;深化资源要素价格改革;深化财税、金融、投资体制改革;加快社会体制改革,加快涉外经济体制改革,以完善内外平衡、互利共赢、安全高效的开放型经济体系。

4月份宏观经济数据前瞻

国金证券:

在非食品价格同比增速保持不变的假设下,利用商务部和农业部的价格指数预测CPI,结果分别为7.91%和7.97%。但考虑到目前物价上涨扩散的情况,我们认为非食品价格可能加速上涨。假设非食品价格加速上涨幅度同上月一致(造成CPI同比多增0.15个百分点),同时考虑到模型的误差,我们认为4月份CPI同比增速可能在8.2%左右,可靠区间为8.0%-8.3%。

由于CPI仍将处在高位,而且过去一直保持稳定的粮食价格近期也出现了上涨。虽然粮价上涨目前还仅见于南方,而且南方特别是广东地区受到香港影响较大,香港粮价上涨对广东的影响不容忽视,但这种情况的出现本身就会增加人们对粮食供给和粮价的担忧,并且增加政府控制通胀预期的难度。另一方面,PPI持续高涨也加大了全面通货膨胀的风险,CPI再次回升的可能性仍然存在,通货膨胀的形势依然十分严峻。

我们认为4月份PPI同比增速仍将加快,这是因为:一是价格扩散仍将延续,二是4月份钢材价格仍然有所上升,三是国内原油价格同比增速仍将加快,四是煤炭价格仍在上涨。综合来看,4月份PPI增速可能达到8.3%。

根据PPI同工业企业利润增速之间的关系,我们建立模型预测4月份工业企业利润同比增长将达到20%,剔除石化行业后同比增长29%。

其它数据方面,我们认为出口增速将有较为明显的回落,进口增速将有所回升;货币供给增速和贷款增速可能回升;消费增速将略有回落;投资增速可能继续加快。

行业评析

医药行业2008年首季盈利增长36%

从92家医药类上市公司2008年一季度报看,医药行业收入增长加速,第一季度收入同比增长19.7%;盈利增长依然维持了较高的水平,利润总额增长33%,归属与母公司的净利润增长36%。

光大证券:

从基本面,季报数据确立了2008年医药行业全年高速增长趋势,我们维持行业2008年净利润增长30%的预测,同时我们初步预测2009年医药行业盈利增长将平稳回到20%。我们认为医药行业在未来6个月内增长明确,并且增幅也是相对明确。新医改”或成为投资催化剂(最近安徽阜阳”手足病”事件也许会加速”医改”出台进程)。从估值看,目前医药行业2008年动态PE30x,2009年动态PE25x,医药行业短期估值合理,并不显著高估。从相对估值水平看,医药行业和沪深300相对估值比在1.38中位值附近。基于基本面和估值判断,我们维持医药行业”增持”评级

我们认为医药行业在二季度主要是配置价值。医药股在这轮调整中明显抗跌,如果二季度大盘出现反弹,医药板块很难成为反弹龙头。同时医药行业也面临估值压力,尤其是长期增长水平和高估值的矛盾,因此需要时间来缓解估值压力。我们强调二季度医药行业精选个股配置,重点强调行业配置价值,而非进攻性品种。我们重点推荐:康缘药业、南京医药、三九医药、双鹤药业、海正药业。

农林渔行业以资源致胜

联合证券:

1. 我们认为农业板块后期有望继续保持良好表现:一方面是粮食涨价预期将令农业板块受到市场高度关注,尤其当前粮价是在国家有力的政策调控下维持的稳定,回归到合理水平应该无需等待太长时间。另一方面,涨价带来的好处将不断显现,使行业基本面和投资价值都得到改善。因此,我们维持行业”增持”评级,但提醒需要注意各子行业的机会差异。

2. 此轮粮食涨价的基本面因素主要有三个方面:1)生物燃料赋予了粮食能源属性,使粮食供给进一步趋紧,并且粮价与能源价格关联度加大;2)库存创下新低,限制了供给弹性;3)各国贸易保护政策助长了全球结构性失衡,预计2009年或2010年粮食价格将达到新的高点,此后有望开始走缓。

3. 涨价导致粮食单位产值上升,新增产值将在产业链中进行再分配,从而促使新投资机会的出现。其中农业资源所有者、与生产相关的服务业以及成本转嫁能力强的行业都将在涨价过程中成为主要受益者。

4. 目前国内对农业资源价值的相关研究不多,该领域存在更多未被充分挖掘的机会。发达国家农业用地价格已经普遍有了较大幅度的上涨,但由于国内农业用地没有自由交易市场,它们的价值未能得到有效体现,因此给未来提供了更多的提升空间。

5. 根据我们的研究,一些上市公司拥有的农业资源具有很高的价值,与股价相比也有较大幅度的溢价。主要推荐的高资源价值公司有:北大荒、绿大地、永安林业,以及东方海洋、好当家、獐子岛等企业。

6. 农业板块中也看好服务业中的农产品、万向德农、中牧股份等公司;具有较强议价能力的番茄酱龙头中粮屯河、新中基以及水产饲料的通威股份也都是不错的投资品种。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

(统计日:4月22日至5月6日)

股票代码	股票简称	近3月预测数量	最新预测时间	2008E净利润同比(%)	2年复合增长率(%)	2007年PE/G	2008年一致预期			2009年一致预期		
							EPS	P/E	P/B	EPS	P/E	P/B
600216	浙江医药	11	4-24	1200.96	294.12	0.696	1.637	15.737	7.826	1.958	13.155	4.907
600673	东阳光铝	4	4-23	770.66	275.31	0.748	0.926	23.654	4.193	1.402	15.623	3.306
002001	新和成	14	4-29	1260.38	269.82	0.785	2.856	16.714	10.937	3.082	15.492	7.853
600748	上实发展	8	4-30	437.29	201.23	0.680	1.280	21.747	6.734	1.815	15.337	4.679
000718	苏宁环球	6	5-5	316.76	170.25	0.280	1.322	15.640	7.370	2.240	9.228	4.098
000707	双环科技	12	4-29	348.80	143.04	0.544	0.930	17.057	3.586	1.221	12.991	2.810
000159	国际实业	9	4-29	181.16	115.09	0.667	0.735	26.556	4.038	1.205	16.185	3.232
600067	冠城大通	9	4-29	186.00	114.79	0.286	1.043	11.770	4.690	1.674	7.335	2.911
600290	华仪电气	9	4-22	166.30	113.03	0.885	0.813	37.860	15.101	1.374	22.405	9.021
600963	岳阳纸业	5	4-30	111.17	108.07	0.805	0.531	43.261	3.308	1.113	20.659	2.851
600078	澄星股份	5	4-28	198.79	107.85	0.821	0.381	30.645	4.982	0.543	21.487	4.044
002182	云海金属	7	4-24	175.47	106.13	0.801	0.812	32.530	5.351	1.321	19.999	4.529
002146	荣盛发展	4	4-22	122.13	100.32	0.369	0.792	16.636	4.774	1.426	9.239	3.481
002018	华夏化工	17	4-22	190.05	99.69	0.792	1.399	23.581	7.775	2.103	15.689	5.647
600804	鹏博士	5	4-30	223.57	97.73	0.816	0.839	27.403	6.931	1.240	18.546	5.045
600141	兴发集团	10	4-25	187.15	96.79	0.840	1.045	28.245	5.898	1.422	20.758	4.593
600649	原水股份	4	4-30	146.77	87.25	0.533	0.620	20.790	2.986	0.888	14.528	2.477
000978	桂林旅游	23	4-29	135.57	82.63	0.671	0.570	29.194	5.473	0.799	20.826	4.334
000792	盐湖钾肥	26	4-28	171.64	81.96	0.878	3.543	26.194	15.158	4.507	20.592	8.731
000069	华侨城A	23	4-28	119.11	81.77	0.713	0.568	29.406	8.222	0.845	19.766	7.600
002097	山河智能	20	4-24	93.92	81.63	0.757	1.048	31.685	6.534	1.755	18.914	4.856
002067	景兴纸业	12	4-28	135.04	78.48	0.654	0.470	22.961	2.067	0.740	14.588	1.811

说明: 1) “最具成长性”是资本市场关注的永久主题,我们试图筛选出A股中未来两年最具成长性的品种,我们以次年净利润同比增长率、两年复合增长率以及PE/G来进行筛选。 2) 成长性品种弹性较大,在牛市时往往涨幅远超大盘(本模版按2006年初筛选的股票池在2006年度全年收益超过大盘70%以上),但一旦市场走熊往往跌幅也大于大盘。 3) 在利用该模版进行筛选时,不应该只考虑成长性指标的大小,还应注意研究报告的时滞、各期上榜品种的调整变化状况等。这些信息上并未考虑,使用时可结合朝阳永续的一致预期数据查询系统(CONSENSUS DATA)和上市公司盈利预测系统(GO-GOAL)进一步挖掘研究。 (数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)