

整体拐点未现 行业优势转移

——2007年年报、2008年一季报研究

●2007年四季度不同行业毛利率的变化趋势为我们揭示了在新的宏观经济背景下，上市公司行业增长前景的分化趋势，2008年一季报只不过是这一趋势的延续。其中原材料价格波动与产品价格变化是行业增长前景形成分化趋势的主要原因。

●2008年一季度EPS、ROE分别为0.1176元、4.11%，相比2006年、2007年同期均出现稳定增长，显示上市公司2008年一季度业绩增长具有坚实基础。同时单季整体净利润在2007年第四季度出现下降后，2008年一季度又再现环比增长态势，表明上市公司业绩增长拐点并未形成。

●从2007年年报、2008年一季报情况看，四大因素导致业绩分化：价格传导机制产生结构性影响、雪灾影响逐步消退、投资收益增幅减缓、两税合一利好正在兑现。

●市场特征分析的启示：估值预期支持结构性行情、“估值错配”现象并不严重、市净率高位加大产业资本兑现欲望、经营效率提升空间有限。

◎上海证券研究所

一、2007年年报、2008年一季报披露情况统计

1、2007年第四季度业绩增幅放缓

2007年年报净利润同比增长100%以上有461家、增长50%-100%233家、增长20%-50%290家、增长0-20%245家、下降20%以下92家、下降20%以上232家。

2007年上市公司经营状况良好，每股收益与每股净资产收益率同比分别大幅增长81.51%、112.51%。在主营业务高速增长和股票市场投资收益丰厚的双重因素影响下，整体业绩较2006年呈现49.30%的大幅增长，平均每股收益0.43元，创历史新高。但由于投资收益影响，使得四季度净利润较三季度环比增幅出现负增长，业绩增速放缓。

2、2008年一季度业绩再创新高

2008年一季度净利润环比增长100%以上有174家、增长50%-100%103家、增长20%-50%105家、增长0-20%83家、下降20%以下136家、下降20%以上951家。

2008年一季度EPS、ROE分别为0.1176元、4.11%，相比2006年、2007年同期均出现稳定增长。净利润同比增长22%，显示上市公司2008年一季度业绩增长具有坚实基础。同时单季整体净利润在2007年第四季度出现下降后，2008年一季度又再现环比增长态势，上市公司业绩增长拐点并未形成。

3、2008年中期业绩预告情况统计

截至4月30日，沪深两市2008年中报预告情况分别为：未公告1047家、不确定4家、略减29家、略增98家、扭亏47家、首亏35家、续亏64家、续盈26家、预减38家、预增165家。

二、2007年年报、2008年一季报行业特征分析

1、2007年年报——行业增长分化，抗周期产业占优

从2007年全年每股收益指标看，有色金属、黑色金属、化工、交通运输、商业贸易等行业处于领先地位；从2007年全年每股净资产收益率指标看，生物医药、建筑建材、金融服务、交通运输、有色金属等行业处于领先地位。

从2007年三、四季度上市公司毛利率比较统计看，有色金属、化工等行业2007年四季度毛利率水平处于行业后地位，其中主要原因是相关行业原材料价格上涨以及产品价格波动，显示出以上行业业绩在2008年的增长前景不容乐观；餐饮旅游、信息服务、食品饮料、医

药生物以及金融服务等行业2007年三、四季度毛利率指标排名居前。除了金融服务业，多为消费类抗周期行业，业绩波动具有弱周期特征，表明对2007年下半年以来的通胀因素具有较强的“免疫力”。

2、2008年一季度业绩“靓丽”、证券“分化”、电力“下滑”

2008年一季度净利润环比增长前五行业：采掘、金融服务、生物医药、食品饮料、交通运输；2008年一季度净利润环比下降前五行业：餐饮旅游、公用事业、房地产、纺织服装、信息设备。

煤炭行业内21家上市公司2008年一季度业绩同比均呈增长态势，煤气化、开滦股份、兖州煤业业绩最靓丽，增幅分别高达257%、150%和113%。煤炭行业无疑是一季度业绩最靓丽的行业，采掘业在2007年三、四季度的毛利率变化已初见端倪；银行业的业绩增长势头也相当迅猛，一季报业绩平均同比增长率在50%以上。

证券行业2008年一季度业绩呈典型的分化态势，行业内七家上市公司业绩增长与下滑的数量比为3:4。其中既有中信证券、国金证券业绩同比增长幅度过100%的公司，也出现了东北证券、长江证券等业绩下滑的企业，太平洋一季度业绩甚至巨亏2.5亿元。

受价格管制的电力、石化行业2008年一季度业绩同比下滑明显，电力行业18家上市公司一季度甚至出现了亏损；同样在今年遭遇国际油价“破百”和国内成品油价格高度管制的挤压之后，石油巨头2008年一季度净利润均出现大幅倒退。

三、2007年年报、2008年一季报市场特征分析

1、市场估值预期为新兴市场合理水平

根据2008年上市公司一季报全面披露后的整体业绩水平，按照市盈率整体法，当年一季度x4的数据匹配口径（不调整），全部A股与沪深300指数的静态PE水平分别为27.44倍与26.19倍。结合目前世界上18个主要国家与地区股市的估值水平看，当前全部A股的估值预期处于新兴市场合理水平，与整体比较偏高的位置。

2、大盘股估值水平下降最快

从2007年一季度以来PE值环比情况看，大盘股、中盘股、小盘股指数由于去年四季度市场的调整，PE值分别从39.8、53.81、58.23调整到27.78、48.12、49.93倍，大盘股的估值水平下降更快。全部A股、中小企板、沪深300PE值分别从42.04、59.68、41.1调整到31.27、46.57、28.46倍，沪深300估

值水平下降略快。

3、市盈率“见底”、市净率“下坡”

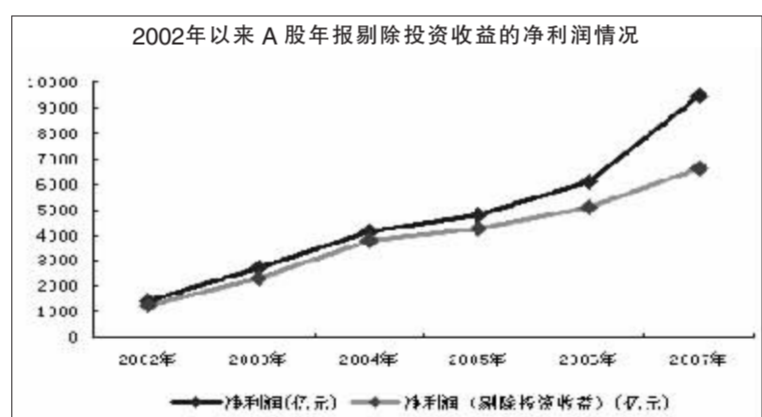
基于2008年一季度上市公司业绩的市盈率水平已经接近22-25倍的历史低位区域，这与占30%权重的金融服务业市盈率进入历史低位有密切关系。值得注意的是，市净率虽然处于“下坡”过程，但仍处于4.18倍的相对高位。

4、净资产收益率徘徊在历史高位

2007年上市公司整体净资产收益率依然处于16%附近的相对高位，主要原因是净利润提升与三大周转率指标（固定资产周转率、流动资产周转率、存货周转率）不断走高。

5、投资收益的“双刃剑”

2007年投资收益成为大多数上市公司净利润的主要“助推器”之一，上市公司去年共创造投资收益2812亿元，占上市公司利润总额的20%以上。但与去年前三季度投资收益占比情况相比，第四季度投资收益增速从209%下降至133%，非金融类公司投资收益增速从168%回落至83%。这与A股市场步入调整期有很大关联，特别是部分上市公司由于投资收益骤降而对2008年中报业绩担忧，投资收益的“双刃剑”效应开始显现。



四、我们的结论

1、行业分化、优势转移

2007年四季度不同行业毛利率的变化趋势为我们揭示了在新的宏观经济背景下，上市公司行业增长前景的分化趋势，2008年一季报只不过是这一趋势的延续。其中原材料价格波动与产品价格变化是行业增长前景形成分化趋势的主要原因。

2008年一季度净利润环比增长前五行业：采掘、金融服务、生物医药、食品饮料、交通运输。采掘、煤炭行业内21家上市公司2008年一季度业绩同比均呈增长态势，产品价格上涨是业绩增长的主要原因；银行业业绩增长势头也相当迅猛，一季报业绩平均同比增长率在50%以上，其中六次加息与两税合一是一重要原因；证券业2008年一季度业绩呈现分化态势，行业内7家上市公司业绩增长与下滑的数量比

为3:4，行业集中度上升与公允价值计量口径变化是证券业业绩分化的重要原因。

2008年一季度净利润环比下降前五行业：餐饮旅游、公用事业、房地产、纺织服装、信息设备。其中公用事业一季度无法转移成本压力是净利润环比下降主要原因；受价格管制的电力、石化行业2008年一季度业绩同比下滑明显；房地产行业一季度销售情况不佳及结算面积减少，是净利润环比下降的重要原因。

2、四大因素分化业绩表现

(1) 价格传导机制产生结构性影响

从2007年年报、2008年一季报情况看，价格传导机制的结构性影响是影响行业盈利能力的最重要因素。一方面，原材料价格上涨是部分行业盈利能力下降的最重要因素。由于化学原料、煤炭、铁矿石等原料价格上涨，使钢铁、电力等相关下游行业承受成本压力，而汽车以及机械设备等行业又在同时承受钢铁行业的成本转嫁压力。而年初的价格干预政策切断了电力、炼油等行业的成本转嫁路径，使得相关行业2008年一季度业绩显著下滑。

另一方面，受成本推动、需求拉动以及出台加速行业内部整合政策的积极影响，具有提价能力的行业随着产品价格提高，盈利能力将显著上升。造纸业、轮胎制造等提价带来的利润上升空间正在逐步显现。

(2) 雪灾影响逐步消退

雪灾对大部分行业的影响只是暂时的，随着灾后重建，产能恢复，3月份灾区企业生产经营逐渐恢复正常，一季度过后不少公司业绩将回归正常。但是由于雪灾引起的运输、产能受阻以及原料价格上涨、销售量下降仍然成为了部分上市公司一季报下滑的重要原因。

(3) 投资收益增幅减缓

对于部分将持有的有价证券以交易性金融资产计量的上市公司，市值损失须计入当期损益，从而可能一定程度上拖累其一季度业绩。而对于持有有价证券以待出

售金融资产来计量的公司，账面浮动盈亏将被计入资本公积，从而对其净资产造成一定影响。2007年上市公司整体投资收益净利润占比20%以上，投资收益增幅减缓成为上市公司去年四季度业绩环比负增长的主要原因。

(4) 两税合一利好正在兑现

两税合一已经对上市公司整体业绩产生了积极影响。已公布季报的数据统计表明，上市公司今年一季度整体业绩显著受益两税合一，净利润总体提升逾10%。但两税合一每家上市公司影响程度不同，逾四成上市公司没有多大影响。有的上市公司享受技术改造国产设备投资抵免企业所得税的优惠政策，其实际税负在新税法施行前低于33%，在新税法施行后低于25%。有的上市公司为高新技术企业，原本税收就低于25%的统一税率，因此两税合一对其没有多大影响；新税法对不同行业影响的程度也有所不同，金融业受益最大，酿酒、通信服务及批发零售等行业也不同程度受益。同时税收因素成为部分上市公司调节2007年、2008年一季度净利润的驱动力。

3、市场特征分析的启示

(1) 估值预期支持结构性行情

2007年上市公司净利润较2006年呈现49.30%的大幅增长，但四季度净利润较三季度环比增幅出现负增长，业绩增速放缓；2008年一季度净利润同比增长22%，单季整体净利润在2007年四季度出现下降后，2008年一季度又再现环比增长态势，上市公司业绩增长拐点并未形成。全部A股与沪深300指数的静态PE水平分别为27.44倍与26.19倍，结合目前世界18个主要国家与地区股市的估值水平看，当前全部A股的估值预期处于新兴市场合理水平与整体比较偏高位。由于短期无法预期使市场估值水平大幅下降的宏观因素出现，因此，目前市场的估值预期不支持市场整体性的大幅上涨，仅支持结构性行情。

(2) “估值错配”现象并不严重

虽然从2007年四季度到2008年一季度，大盘股的估值水平下降速率略快于中盘股与小盘股，但在此期间，大、中、小盘股的趋势基本保持一致，估值错配现象并不严重。因此，未来市场由于估值因素引起的风格变化概率不大。

(3) 市净率高位加大产业资本兑现欲望

虽然目前市场的PE水平已经接近22-25倍的历史低位，但是市净率却处于4倍以上的相对高位。从产业资本的性价比角度来看，较高的市净率无疑会增强其兑现欲望。因此，我们认为，目前市场高市净率现状反映出“大小非”解禁的潜在压力。

(4) 经营效率提升空间有限

虽然目前市场的PE水平已经接近22-25倍的历史低位，但是净资产收益率水平却处于16%左右的相对高位水平，这反映出上市公司目前的经营效率处于历史最好水平。但是从三大周转率指标与毛利率变化看，未来上市公司净资产收益率提升空间已经较为有限。

(执笔：屠骏、杨明)

■信息评述

四川汶川地区发生严重地震灾害

5月12日下午，四川省汶川县发生7.8级地震，上海、宁夏、云南、重庆等10多个省区市均有震感。

国金证券：

地震对通信、电力和交通设施的可能损害将对灾区正常的农业、工业等生产经营工作造成不利影响，但对房屋的破坏将导致灾区的正常生活难以维系。由于受灾群众可能众多，对灾区的营救将对粮食、日用品等产生大量需求；营救工作一段落后，灾后重建将启动，对基础设施尤其是房屋的重建将成为灾后重建的重点。这同今年的雪灾可能不同，当时主要是以电力设施的修复为重点。房屋重建的大量启动将对附近地域的水泥、钢铁等建材行业带来一定正面影响。

由于四川地区是主要的产粮地区，地震灾害对当地农业生产可能产生的破坏以及受灾群众对于大量食品及日用品的需求都将对目前早已绷紧的通胀施加新的压力，而灾后重建的启动也将进一步增加对信贷的需求。我们相信，管理层会像处理今年雪灾的情况一样，适度扩大信贷额度以满足重建需要，今年银行信贷总额规模扩大的可能性有所上升。

国泰君安：

我们认为这次地震对水泥行业的影响可从三个层面来理解：第一，灾后重建驱动对水泥需求，但灾后重建对水泥价格拉动估计不会很大。灾后重建属于政治任务，不可能期望大幅提高水泥价格来获取暴利，不低价供应援助建设就不错了；第二，对水泥生产线的毁坏程度可能会减少部分企业产能供给，但目前无法确定毁坏程度。优化行业供需关系，但对有损坏生产线企业不利；第三，对水泥企业影响因产能受限，更多是受益产能利用率提升带来的单位成本下降和可能的价格上涨。因目前无法测算具体水泥需求量，具体影响无法判断，但我们认为对提升利用率降低单位成本保持积极态度，对短期水泥价格上涨持谨慎态度。可关注水泥上市公司为四川双马和四川金顶，其它建筑类公司有重庆路桥、四川路桥、国栋建设等。

中金公司：

这是一起罕见而重大的自然灾害。毫无疑问，保险公司将承担部分死亡和财产损失的赔偿责任。但由于地震所造成的灾害基本上属于财产保险的除外责任，所以财产保险公司的赔偿金额可能不会非常巨大；而寿险公司需对投保的人员伤亡负赔偿责任，具体金额目前难以确定。上市的主要保险公司均购买了较充分的再保险保障，再保险公司将分担部分甚至大部分损失，所以这次地震将不会损害这些保险公司的财务稳定。

央行年内第四次上调存款准备金率

5月12日，央行发布公告，中国人民银行决定从2008年5月20日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。

光大证券：

本次上调之后，因上调存款准备金率而冻结的资金自2007年以来累计将达到2.83万亿元，其中本次上调冻结的资金约为2078亿元。由于截至2007年12月底，金融机构超额存款准备金率为3.5%，其中有商业银行为2.0%，股份制商业银行为3.7%，农村信用社为8.9%。结合年内前三次上调，本次上调后金融机构超额存款准备金率约为1.5%，其中有商业银行几乎为0，股份制商业银行为1.7%，农村信用社为6.9%。因此，我们认为存款准备金率未来还有上调空间，尤其是对股份制商业银行和农村信用社更是如此。

本次上调我们认为也是为了继续落实政府工作报告中的从紧货币政策要求，尤其是为了抑制物价过快上涨。这一点可从4月份CPI、PPI以及原材料、燃料、动力购进价格指数走势中反映出来。

本次央行上调存款准备金率虽然符合我们之前的预期，但由于我们之前认为央行也有可能加息，我们认为央行没有采取加息的主要原因一方面可能是因为当前通胀主要是输入型的，加息未必起作用，另一方面可能与美联储降息、热钱流入以及人民币升值有关。

如果仅就本次上调的结果而言，对货币信贷、进而对债市资金的影响仍然是有限的。但如果我们注意历次上调存款准备金率所产生的累计效应，则自本次上调起可能已经开始产生作用。主要表现为：(1) 历次上调存款准备金率所冻结的资金累计规模/M0与冻结资金*货币乘数的累计值/M2的比值已经分别达到92.92%和32.47%，这表明上调存款准备金率对货币供应量的累计紧缩效应已经产生作用。(2) 历次上调存款准备金率上调对银行的利润损失累计已经达到2272.19亿，规模明显较大。

4月份贸易顺差反弹至166亿美元

4月份我国出口1187.07亿美元，同比增长21.8%；进口1020.29亿美元，同比增长26.3%。当月实现贸易顺差166.77亿美元。

安信证券：

今年以来，中国出口名义增长率尽管仍然保持在20%以上的水平，但是这主要与出口价格同期出现大幅上涨相关，实际增长率则已经出现显著下滑。一方面，全球制造业价格今年以来均出现显著上涨，从而拉动我国出口价格上涨。另一方面，由于全球经济放缓以及本币升值，我国实际出口量增长速度则不断回落。实际上，4月份出口增长率与前三个月基本持平。如果考虑同期全球通胀压力依然严重，实际出口增长率很可能继续在较低水平。

年初以来进口增长率的大幅上涨则主要由于大宗商品(尤其是原油和铁矿石)价格高涨所导致的，而实际进口增长率则略有回落。考虑到中国是大宗原材料净进口国，因此大宗商品价格暴涨不仅会降低中国的贸易顺差增长，而且会抑制国内需求，降低实际进口数量。这也一定程度与一季度以来实际投资回落以及1-2月份企业盈利增长放缓相吻合。

券商研究机构评级显示最具成长性品种追踪

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
000565	渝三峡A	6	5-8	1328.78	380.04	0.659	2.280	17.533	9.829	3.679	10.864	5.160
600748	上实发展	8	4-30	442.30	206.44	0.615	1.239	20.854	6.365	1.864	13.860	4.428
000718	苏宁环球	6	5-5	316.76	170.25	0.250	1.357	13.623	6.528	2.290	8.068	3.609
000707	双环科技	12	4-29	352.51	143.69	0.560	0.935	17.569	3.709	1.225	13.408	2.906
600509	天富热电	4	4-29	147.83	124.56	0.895	0.319	43.873	12.931	0.604	23.183	13.808
002182	云海金属	8	5-12	148.25	115.91	0.703	0.763	33.177	5.155	1.384	18.284	4.327
000159	国际实业	9	4-29	181.16	115.09	0.677	0.735	26.950	4.099	1.205	16.425	3.280
600067	冠城大通	10	4-29	185.37	114.67	0.245	1.043	10.092	4.021	1.674	6.290	2.496
000410	沈阳机床	13	4-28	158.51	108.99	0.765	0.357	32.223	4.357	0.586	19.638	3.566
600078	澄星股份	5	4-28	183.82	103.91	0.836	0.364	31.472	4.919	0.528	21.715	4.010
600804	鹏博士	6	5-6	223.57	97.73	0.766	0.679	31.781	6.751	1.080	19.988	5.047
600649	城投控股	5	5-5	150.57	86.66	0.610	0.603	24.294	3.399	0.843	17.365	2.843
000792	盐湖钾肥	28	4-28	185.93	85.54	0.840	3.676	25.216	14.897	4.528	20.471	8.622
000069	华侨城A	24	4-28	129.64	84.56	0.615	0.593	25.082	7.312	0.871	17.080	6.745
000978	桂林旅游	11	5-6	124.99	81.96	0.659	0.545	29.756	5.362	0.779	20.797	4.263
002067	景兴纸业	26	4-28	130.40	81.75	0.552	0.474	20.060	1.817	0.695	13.664	1.604
600587	新华医疗	12	4-29	131.01	76.99	0.886	0.506	29.272	2.432	0.692	21.393	2.184

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。同时我们已剔除了因微利、异常预测所引发的异常增长品种。考虑到研究报告的时滞问题，我们只提示近3个月有三篇以上报告的股票进行追踪比较予以提示。

2) 成长性品种弹性较大，在牛市时往往涨幅远超大盘（本模版度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。这些信息上来并未考虑，使用时可结合朝阳永续的一致预期数据库系统（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)