

银行业保持高速增长 证券保险受累股市低迷

申银万国证券研究所 姚晨曦 孙健 余斌

2008年上半年,金融业各细分行业的中期业绩差异明显。银行方面,利润依然保持了快速增长,同比增速达到70%,宏观经济环境变化

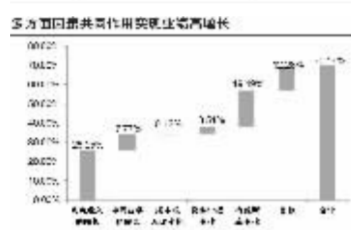
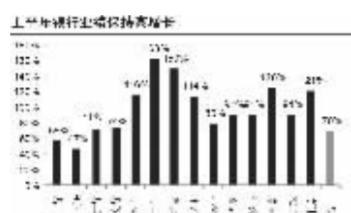
银行业

上半年银行的业绩依然保持了高速增长的趋势,14家上市银行净利润较去年同期增长近70%,有近一半的银行净利润同比增速超过100%。资产规模扩张、利差扩大、中间业务收入占比提高、成本收入比下降以及拨备计提力度的相对减小,依然是推动业绩增长的主要动力。此外,两税合并后税率的下降也一次性贡献了约20个百分点的利润增速。同时,银行的资产质量继续得以改善,大部分银行都实现了不良余额和比例的双下降,仅小部分银行不良贷款余额有小幅上升。

不过,出色业绩的背后也存在一定的隐忧。一方面,存款定期化所带来的资金成本上升使大部分银行的利差在2季度都出现了小幅下降,并制约了净利息收入的增长;另一方面,宏观经济环境的改

给公司业绩所带来的冲击尚未显现;证券信托方面,资本市场的走弱加速了相关公司的业绩分化,过度依赖自营业务的公司业绩表现较差;而保险公司方面,在实现保费收入快速增长的同时,业绩却由于权益投资的损失出现了明显下滑。

变给资产质量所带来的压力在逐渐增加,银行开始加大减值准备的计提力度。我们认为,下半年这种情况还会延续,并将给银行的业绩带来一定的压力。与中期相比,3季度以及全年的净利润增速将会有所下滑,但仍能维持60%和50%左右的较快增长。



银行资产质量继续得以改善

Table with columns for '不良贷款余额(百万元)', '不良贷款率', and '变化' for various banks like 工行, 建行, 招商, etc.

资料来源:各银行08年中报、申万研究

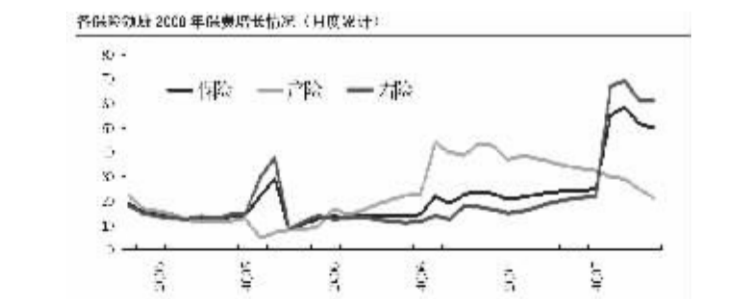
保险业

保险业是由长周期因素所决定的长期增长行业,城市化、人口红利、家庭小型化以及居民收入增长,使国内保险业目前处于深度不断提高的黄金阶段。2008年上半年,寿险行业总保费收入为3860亿元,同比增长64%,增长较快的主要原因是银行保险的爆发式增长(同比增速达到153%),同时,个人寿险也保持了稳定的发展态势,同比增速达到25%。而最核心的价值驱动动力——期缴,继2007年实现50%的高增长后,今年上半年仍有40%的增速。业务规模的发展表

明,保险业正处于价值快速积累阶段。

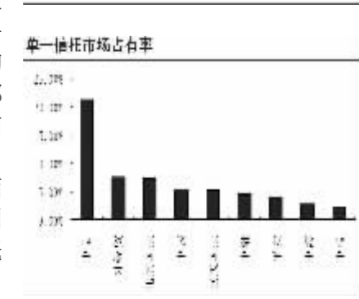
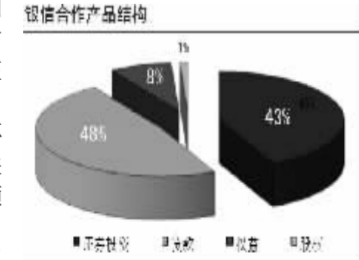
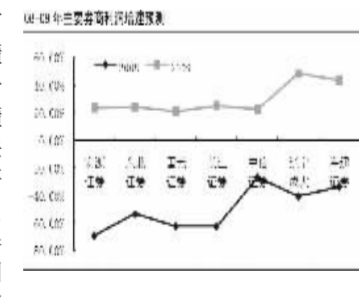
近期,三大寿险公司陆续公布了2008年中期业绩。由于市场低迷,都遭遇了比较严重的权益损失,年初的浮盈几乎损失殆尽,部分公司甚至进入了浮亏状态。由于仅剩的浮盈很少,估计保险公司的业绩压力将在下半年达到最大。

相对较高的存款利率和较低的短期投资端预期,使目前保险产品的预期利润率受到严重压制,这很可能是最差的阶段。未来伴随企业债的放开、通胀率的缓解以及股票市场的回稳,市场对于保险公司盈利性的担心最终将得以消除。



证券信托业

2008年上半年券商业绩同比大幅下滑,经纪业务和自营业务成为拖累业绩的两大因素,但资产管理业务同比上升和税率下降在一定程度上缓冲了业绩波动。从个体券商看,中信、海通等去年完成再融资的券商,其业绩表现远好于行业平均水平,原因主要在于:经纪、投行、资管业务市场份额进一步向大券商集中、利息收入增厚、自营规模控制以及对少数股东权益的收购。与此同时,盈利模式单一的中小券商在市场占有率下降和一系列新政策的双重挤压之下,其业绩出现了明显下滑。



我们判断,下半年券商的经营环境将比上半年更为严峻,建议重点关注券商IPO的相关进展、创新业务预期是否明朗化。

上半年信托公司业绩出现明显分化,一些专注于信托本源业务的公司业绩同比去年出现了较大幅度的增长。不过,证券市场大幅波动使部分以自营业务为主要盈利模式的信托公司业绩出现了明显下滑。

从全年看,建议重点关注政策面的积极变化(如信托公司PE业务指引等)以及新银信合作征求意见为信托公司带来的业务机遇。

销售增速下滑 房地产业现金偿债能力依旧严峻

申银万国证券研究所 殷姿 江征雁

上半年全国商品房销售增速明显下滑

今年上半年全国商品房的销售情况并不理想,但是下降幅度相对较小。据中房网数据统计,全国商品房销售面积为2.59亿平米,同比萎缩7.2%,销售额为10325亿元,同比下降3%。从一二线城市来看,以北京、上海、深圳、广州等为代表的线城市受市场影响较为明显,今年上半年商品房成交量和成交额都出现了不同程度的大幅下滑。北京商品房销售面积为457万平方米,同比减少47.14%,销售额为562亿元,同比减少39.68%;深圳商品房销售面积为147万平方米,同比减少60.62%,销售额为181亿元,同比减少63.31%;上海市场目前供需矛盾仍然较为突出,成交量下降相对较小,价格依然保持平稳,今年上半年上海商品房销售面积为1229万平方米,同比减少18.45%,销售额为1031亿元,同比减少5%;广州销售面积为386万平方米,同比减少27.24%,销售额为349亿元,同比减少15.12%。相对于一线城市,二三线城市的销售萎缩情况也出现了蔓延的趋势,单月销售面积也出现了逐渐下降的情况。

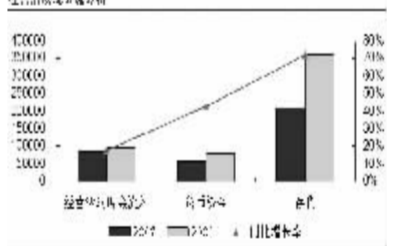
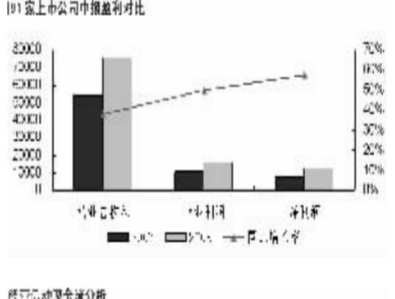
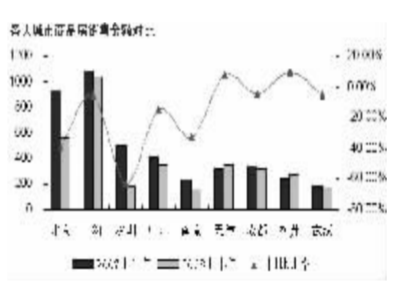
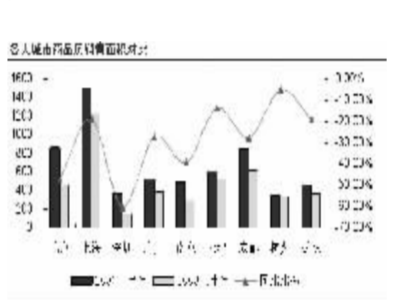
上半年上市公司营业利润仍保持高增长

由于项目结算时点的差异,大部分上市公司依靠去年良好的预售收入保证了今年上半年业绩的快速增长。根据已经公布的中报的房地产上市公司统计,营业收入同比增长38%,营业利润同比增长50%,净利润同比增长58%。毛利由去年的32%上升到了40%。毛利和净利润的大幅上涨主要得益于去年房价的大幅提升。但是,令人担忧的是,一方面上半年反映上市公司上半年销售回款的经营活动的现金流入为830.57亿元,同比上升18%,说明上市公司的销售情况依旧好于行业的平均水平,在整体销售萎缩的情况下,上市公司的市场份额进一步扩张,意味着以中小公司为代表的其他公司,整体的库存上涨压力远远大于上市公司;另一方面,上半年行业手持的现金为815.9亿元,同比上涨43%,占资产总额的比重为13.54%,同比上涨4个百分点,存货总额为3594亿元,同比上涨72.32%,经营活动的现金净流入为-266亿元,而去年同期为-65亿元,说明上市公司上半年的现金流也在加大。上市公司的资产负债率较去年的61%下降至57%,行业的整体现金偿债能力和经营状况依旧严峻。

下半年行业和上市公司经营情况展望

我们认为,下半年行业面临的情况将更为严峻。市场的销售情况可能进一步恶化,而大幅的存货累计所造成的偿付压力使得公司的现金流将进一步恶化。我们认为,一线城市下半年的销售仍将保持大幅萎缩状态,预计九大城市(北京、上海、天津、杭州、南京、武汉、成都、深圳和广州)的销售面积同比将萎缩46%左右,销售均价同比下降7%左右,销售额同比下降50%左右;剩余城市的销售萎缩将呈现逐步蔓延的趋势,下半年销售面积萎缩23%,销售额下降15%;全国下半年销售面积将萎缩27%,销售额下降28%。

上市公司方面,由于去年积累的预收款依旧可以给予公司业绩增长以一定的保证,预计申万重点公司全年的主营业务收入为1470.17亿元,同比上涨58%,净利润为253亿元,同比增长为56%。



农业:业绩增幅“领跑”各行业

天相投顾 王魏峰

中报披露以来,农业板块业绩增幅一直居各行业首位,这引起了投资者对该板块的普遍关注。以天相行业分类,农业板块目前共有44家公司,截至8月27日,已有33家公司披露了上半年财务报告,33家公司上半年营业收入合计240.29亿元,较去年同期增长33.6%,实现归属母公司所有者的净利润合计12.77亿元,较去年同期增长176.28%,增速较一季度明显加快。

披露中报的农业板块公司中,88%的公司上半年实现盈利,79%的公司上半年归属于母公司所有者的净利润实现增长,这两个数字均高于市场整体水平,其中15家公司归属母公司所有者的净利润增速在50%以上,天邦股份、登海种业等11家公司归属母公司所有者的净利润实现翻倍。可见无论从整体来看,还是从个股层面来看,农业板块上半年经营业绩均好于市场整体水平。

从驱动因素来看,营业收入增长、费用率下降、营业外收入大幅增长和所得税率下降是推动农业板块业绩大幅增长的主要四个方面。

得益于消费旺盛下需求的稳步增长和上市公司不断扩大经营规模,披露中报的农业板块公司上半年营业收入大幅增长33.6%。但是,由于农产品价格不断上涨,企业成本同时也大幅

上升,披露中报的农业板块公司上半年营业成本增幅高达33.47%,因而整体毛利率水平基本和去年同期持平。个股方面,毛利率较去年上升和下降的公司分别有17家和16家,几乎各占一半,显示众多农业板块公司面临着成本上升的压力。

披露中报的农业板块公司上半年三项费用较去年增长25.6%,增速远低于营业收入的增长速度,三项费用率由去年同期的15.02%下降0.9个百分点至14.12%,拉动净利润增长约67%,其中三项费用之中的管理费用增幅最低,对净利润增长的贡献也最为明显。

营业外收入的大幅增长也是推动农业板块业绩增长的一个重要因素。披露中报的农业板块公司上半年营业外收入共计7.96亿元,较去年同期大幅增长150%。由于农业板块整体盈利规模偏小,这一项为净利润贡献了约10个百分点的增速。

披露中报的农业板块公司上半年所得税共计1.7亿元,同比增长了64.38%,远低于利润总额144%的增长速度。受益于企业所得税率下调,披露中报的农业板块公司上半年实际所得税率由去年同期的16.09%降至10.83%,这一项拉动净利润增长约15个百分点。此外,投资收益上半年也表现为大幅增长,对业绩增长也有一定贡献;由于持有其它公司股票,二级市场的股价波动给持股公司带来一定浮亏,但是数额较小,对整体业绩影响甚微。

煤炭、电力、化肥:冰火两重天

国泰君安证券研究所 魏涛 王威 金润 张林昌

对宏观经济的悲观预期与市场制度的担忧导致A股市场持续下跌,但上市公司的业绩及其预期才是决定中长期股价的基础。2008年上市公司中报基本披露完毕,本文为煤炭、电力、化肥等行业及重点上市公司中报业绩进行分析,并展望下半年业绩情况。

煤炭:煤价上涨带动利润翻番

综合产地与中转地价格计算,上半年煤炭价格上涨幅度约为80%-140%。煤价上涨带动整个煤炭行业处于景气高位,各项财务指标趋好。截至8月26日,已有18家上市公司公布中报(中国神华尚未公布)。数据显示,已公布中报的煤炭上市公司营业收入较去年同期增长58.6%,营业成本较去年同期增长52%,毛利率有所提升达到39%,利润翻番。

根据安监总局的数据,1-6月份全国煤炭销量同比增长10.68%,行业收入增长主要是由煤炭价格的上涨所贡献。市场煤比例较高(相对于合同煤)的公司中报业绩增长飞快,以焦煤及无烟煤为主的上市公司比以动力煤为主的上市公司中报业绩更好。

煤炭企业(包括上市公司)的成本增长也不可小觑,行业成本增长48.6%,略小于收入增长的54%。除了环保成本、资源成本的增加以外,人工成本及材料等的增加也较为显著。

如果2008年年中市场价格增长是年初价格的100%,下半年市场煤维持目前水平,通过简单计算可知下半年市场煤的均价仍有33%的涨幅。如果2009年市场煤仍维持目前水平,2009年全年煤炭加权均价仍有14%-15%的上涨。

下半年值得跟踪的是下游需求的回落。二季度以来,火电发电量同比增速下降明显,最近钢材价格的回落也反映了钢铁行业景气度的下滑,下游需求仍有回落趋势。

限价政策是否会延续至2009年,有赖于年末对煤炭供需的紧张状况的判断。国家8月20日起对烟煤征收10%的出口暂定关税,国家延续对煤炭出口的抑制政策,预计未来煤炭出口配额将继续下降。不过,出口限制对国内煤炭供给方面的影响相对较小,预计全年出口占产量小于2%。长期来看,资源税改革有利于促进煤炭资源的合理开发和利用,势在必行。但是,目前资源税改革尚缺乏契机,限价措施下使得煤炭企业尚不能够化解资源税改革带来的成本上涨。

电力:全年业绩有望回升至微亏

截至2008年8月24日,已有25家火电公司公布2008年中报。数据显示,已公布中报火电上市公司实现税后利润合计1.7亿元,较2007年同期下降95%。

电价受管制下,煤价大幅上涨是行业利润大幅下降的主要原因。综合合同煤与市场煤价涨幅,2008年上半年火电行业综合到厂煤价涨幅约30%-35%。考虑到市场煤价涨幅最为显著的时段是6-7月,预计

8-12月煤价同比涨幅将略高于1-7月,因此,全年火电综合用煤价格预计上涨35%左右。

市场煤价的大幅上涨带来一连串超出预期的情况。首先是煤炭供应量和煤炭质量出现问题,这是全国多个省份因火电机组缺煤停机或出力不足导致限电;此外,火电行业经营状况将导致在建机组投产进度、拟建机组建设进度放慢,由此带来2009年下半年至2010年新机组投产进度慢于预期,届时局部地区出现“缺电”可能性上升。

2008年7月1日和8月20日,发改委先后两次调升上网电价,合计约0.037元/千瓦时(税前),幅度约11%。经测算,两次电价调整约可覆盖2008年煤价上涨的70%,但2006年二次煤电联动至2007年底的煤价涨幅仍无法覆盖。另外,两次调价都在下半年,因此,2008年火电行业利润虽然有望回升至盈亏平衡附近或微亏,但仍处于极度不合理的低水平。按照两次调价后的电价水平和煤炭限价政策下的最高煤价做静态计算,2009年火电行业利润总额有望接近2007年水平,但由于煤价处于高位且燃料成本在火电成本中所占比例已由60%上升至接近75%,火电行业利润对煤价极为敏感,综合煤价出现微小涨幅就将带来火电行业利润的显著下降,因此,四季度的煤价走势及年底签订的2009年合同煤价是必须关注的关键变量。

化肥:半年报利润增长35%

根据中报披露,上半年A股19家化肥上市公司实现收入298亿元,同比增长38.1%;利润总额47.4亿元,同比增长35.9%;实现净利润30.9亿元,同比增长40.6%;实现平均净资产收益率10.11%,平均每股收益0.374元。总体而言,上半年化肥上市公司取得不错的经营业绩,收入和利润增幅都超过35%。收入大幅增长主要来自产品价格上升,出口大幅增加,以及国内氮肥需求平稳;净利润增长除了来自主营业务自身增长外,今年开始实施的企业所得税从3%下降为25%也做出一定贡献。

化肥上市公司上半年总体毛利率为24.59%,与去年同期基本持平。其中钾肥公司毛利率略有上升,盐湖钾肥一季度毛利率较去年同期提高12.4个百分点,但由于二季度向集团缴纳矿产资源费导致中报毛利率同比仅上升2.6个百分点。磷肥公司也略有上升,六国化工中报毛利率同比提高1个百分点。氮肥公司中大比例毛利率得到提升,少数公司出现了下降。

下半年是化肥需求淡季,氮、磷肥的主要原材料煤炭、磷矿石、硫磺仍在上涨或处于高位,成本难以有效下降,而产品价格由于出口受阻及季节性因素影响,相比上半年特别是二季度会有下滑,因而下半年氮、磷、钾肥盈利都将弱于上半年,相关公司经营效益预计将低于上半年。国内钾肥上半年实现价格较低,不足3000元/吨,目前市场价格已达4700元/吨,远高于上半年,我们认为政府不会对钾肥限价,待钾肥价格明朗后有进一步上涨要求。下半年国内钾肥实现价将高于上半年,相关公司经营效益也将显著好于上半年。

已公布半年报的18家煤炭上市公司财务数据及行业1-5月财务数据

Table with columns for '已公布中报的18家煤炭上市公司' and '统计局煤炭采选行业数据' for 2007 1-6月, 2008 1-6月, 2007 1-5月, and 2008 1-5月. Rows include 营业收入, 营业成本, 销售费用, 管理费用, 财务费用, 经营利润, 利润总额, 净利润, etc.

数据来源:中经网,国泰君安证券研究所

已公布半年报上市公司财务数据及火电行业1-5月财务数据

Table with columns for '已公布中报的24家火电上市公司' and '统计局火电行业数据' for 2007 1-6月, 2008 1-6月, 2007 1-5月, and 2008 1-5月. Rows include 主营业务收入, 主营业务成本, 管理费用, 财务费用, 利润总额, 税后利润, etc.

数据来源:天相投资分析系统,国家统计局,国泰君安证券研究所