

2008年04月28日

成本和需求仍将是未来的主要担忧

——2008年4月28日策略周报

指数	周末收盘	一周涨幅
上证180指数	8492.51	16.51
上证国债指数	113.17	0.08
上证综合指数	3557.75	14.96
申万300指数	3557.75	14.96
深证成份指数	13104.95	16.05
香港国企指数	14402.79	13.63
香港恒生指数	25715.6	6.27
香港红筹指数	5851.5	4.43

策略研究小组

分析师

朱康平
zhukangping@sw108.com
陈 李
chenli@sw108.com
徐 妍
xuyan@sw108.com
安 昀
anyun@sw108.com

联系人

戴卉卉
(8621) 63295888×410
daihuihui@sw108.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 63295888
申银万国证券研究有限公司
<http://www.sw108.com>

● 结论或投资建议：

需求下滑和成本上升在上市公司一季报中有明显体现。我们认为未来一段时间，这二者对业绩的影响不会很快消除，甚至可能有所强化。

● 原因与逻辑：

截至2008年4月25日，共有626家上市公司公布08年一季度数据。

需求下滑和成本上升在上市公司一季报中有明显体现。虽然同比来看，主营收入和主营利润仍在上行。但如果观察环比数据，我们发现经过季节调整后，主营业务收入环比增速在06年一季度持续的上升趋势以来，第一次出现下滑，同时也伴随着主营利润的环比增幅的明显下滑。

从未来一段时间来看，我们认为影响一季度业绩的因素并不会很快得到消除，甚至会有强化的风险。首先，对电价、油价等价格的管制，很大程度上将上游价格的上升对下游成本的压力控制在中游领域。因此，中游领域实际上是代替下游行业承担了大部分压力。而当受管制行业由于迫于亏损压力，采取主动减产措施时，不排除放开价格管制的可能，下游企业将面临更大的成本压力。

一季度需求的减少更多体现的是雪灾对经济的影响。季度调整后的出口增速并没有出现明显的下滑趋势。从PMI新出口订单指数来看，1-2月份指数有明显的降低，3月份反弹。因此，最快从二季度开始，我们将有可能看到出口数据的下滑。美国次级债危机对美国金融行业与实体经济造成的损失还在释放。一方面，我们将直接面临美国对中国产品的需求的减少。同时，在弱势美元下，其他一些出口导向的发达国家经济受压，也将进一步减少它们对中国产品的进口需求。

● 有别于大众的认识：

同比来看，主营收入和主营利润仍在上行。但我们发现经过季节调整后，主营业务收入和主营利润环比增速的趋势开始发生改变。

焦点事件 需求和成本仍将是未来的主要担忧

市场表现与估值 政策利好，报复性反弹

各类资产价格跟踪 基金转债上升，国债小幅调整，回购保持稳定

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

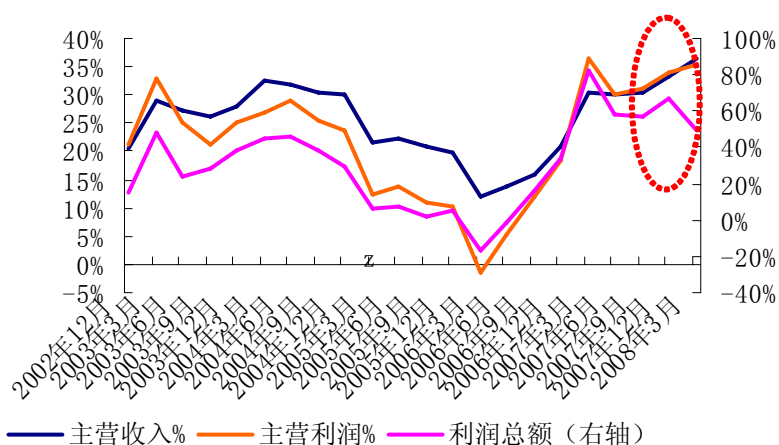
1. 焦点：需求和成本仍是未来的主要担忧

截至2008年4月25日，共有626家上市公司公布08年一季度报数据。以06年年报来看，这626家共占上市公司利润总额的40%，因此，样本具有一定的代表性，在帮助我们了解上市公司盈利的变化趋势，尤其是在观察08年一季度上市公司盈利的结构性变化方面，能够提供一些十分的信息。

受一二月份南方雪灾、美国次级债危机、高企不下的通胀等因素影响，市场普遍预期一季度盈利增速将明显下滑。

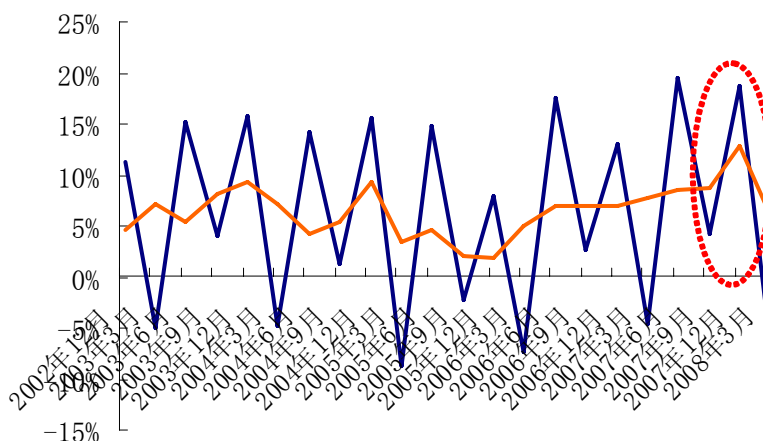
从已公布的一季度业绩来看，市场的担忧正在得到证实。我们看到，受需求下滑和成本上升影响，上市公司主营收入和主营利润增速首次出现下滑。虽然同比来看，主营收入和主营利润仍在上行。但如果观察环比数据，我们发现经过季节调整后的主营业务收入环比增速在06年一季度持续的上升趋势以来，第一次出现下滑，同时也伴随着主营利润的环比增幅的明显下滑。

图1：同比来看，主营收入和主营利润趋势仍向上（不包括金融、采炼油、电力）



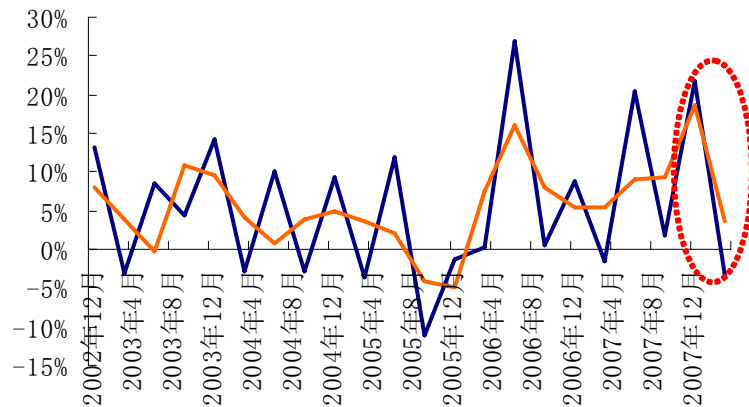
资料来源：申银万国证券研究所

图2：但主营收入环比增速首次下滑（不包括金融、采炼油、电力行业）



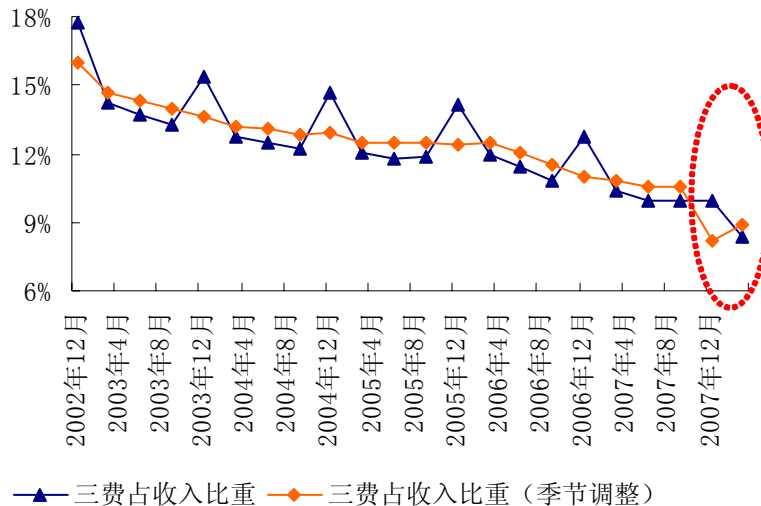
资料来源：申银万国证券研究所

图 3：同时伴随着主营利润环比增幅的下滑（不包括金融、采炼油和电力行业）



资料来源：申银万国证券研究所

图 4：费用占比已处于历史低点，难再改善



资料来源：申银万国证券研究所

除主营业务之外，我们看到费用占比已经处于 02 年来的历史低位水平，难以再有压缩的空间，甚至出现上升的趋势；再加上一季度股市调整带来的投资收益的锐减。因此，一季度利润总额同比出现下滑。626 家上市公司利润总额同比增幅为 50%，扣除金融行业，同比增幅 40%，如果扣除金融行业和采炼油、电力行业，则为 49%。

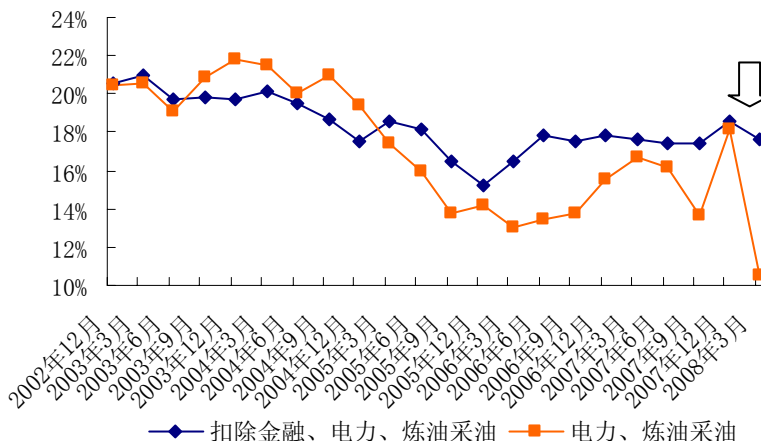
从未来一段时间来看，我们认为影响一季度业绩增速下滑的因素并不会很快得到消除，有些因素甚至会有强化的风险。

首先，一季度对电价、油价等的管制，很大程度上将上游价格的上升对下游成本的压力控制在中游领域。因此，电力、炼油行业实际上是代替下游行业承担了大部分压力，一季度毛利率锐减；而下游制造业毛利率则受相对小的冲击。

比如火电行业，当发电企业无法转嫁煤价上涨带来的成本增加，形成了越发电越亏损的局面时，我们将很可能会看到大量火电企业开始关停机组，主动性减产。因此，为了确保电力供应，不排除放开价格管制或者再次煤电联动的可能。而一旦电价上调，

由于管制所形成的对电力行业的毛利挤压将很快向下游行业释放，下游企业将面临更大的成本压力。

图 5 未来担忧 1：假如价格管制放开，上游毛利挤压向下游传导

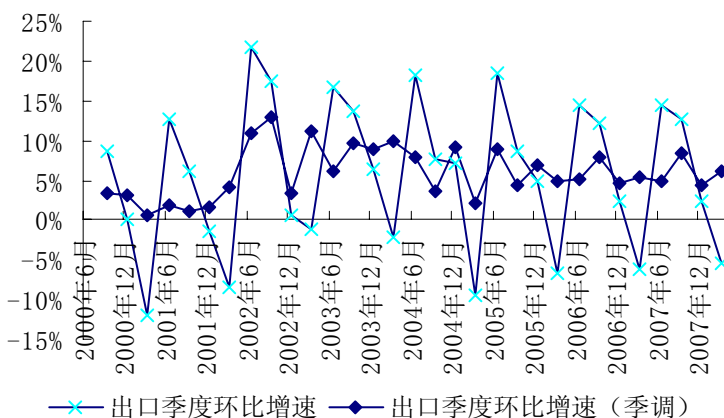


资料来源：申银万国证券研究所

我们认为一季度需求的减少更多体现的是雪灾对经济的影响。从出口数据来看，季度调整后的出口增速并没有出现明显的下滑趋势。因为第一季度的出口数据反映的是前几个月也就是去年下半年的订单情况。而一季度的订单将最快在二、三季度的出口增长中进一步显现。从 PMI 新出口订单指数来看，1-2 月份指数有明显的降低，3 月份反弹。因此，最快从二季度开始，我们将有可能看到出口数据的下滑。

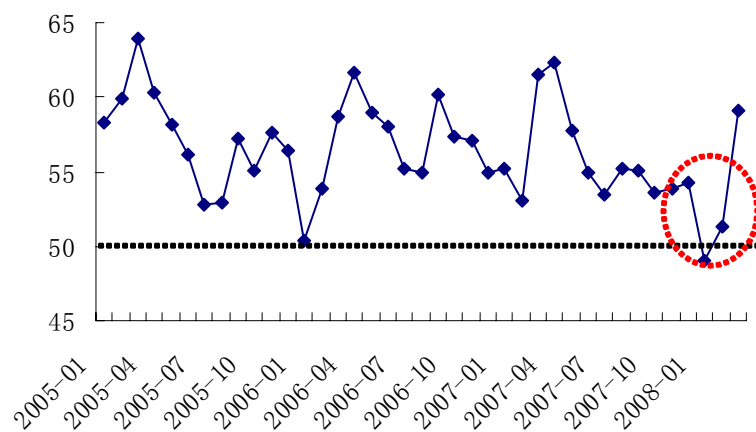
美国次级债危机对美国金融行业与实体经济造成的损失还在释放。一方面，我们将直接面临美国对中国产品的需求的减少。同时，在弱势美元下，其他一些出口导向的发达国家在国际市场上受到来自美国的竞争，导致经济受压，也将进一步减少它们对中国产品的进口需求。

图 6 未来担忧 2：美国经济衰退带来出口下滑



资料来源：申银万国证券研究所

图 7 PMI 新出口订单指数



资料来源：申银万国证券研究所

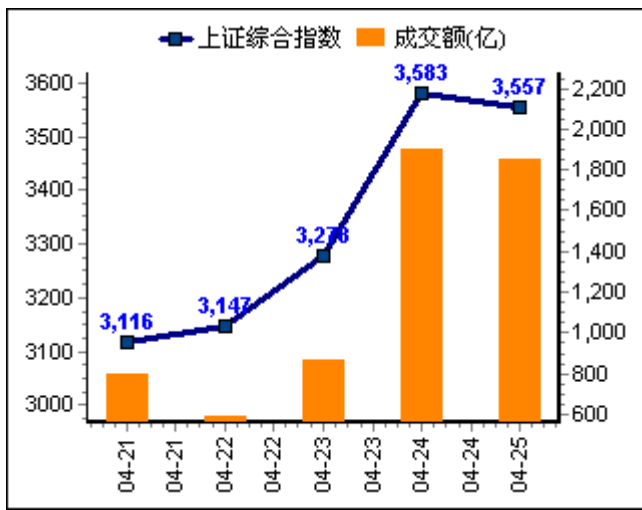
结论：需求下滑和成本上升在上市公司一季报中有明显体现。我们认为未来一段时间，这两者对业绩的影响不会很快消除，甚至可能有所强化。

2. 市场表现与估值

市场表现:政策利好, 报复性反弹

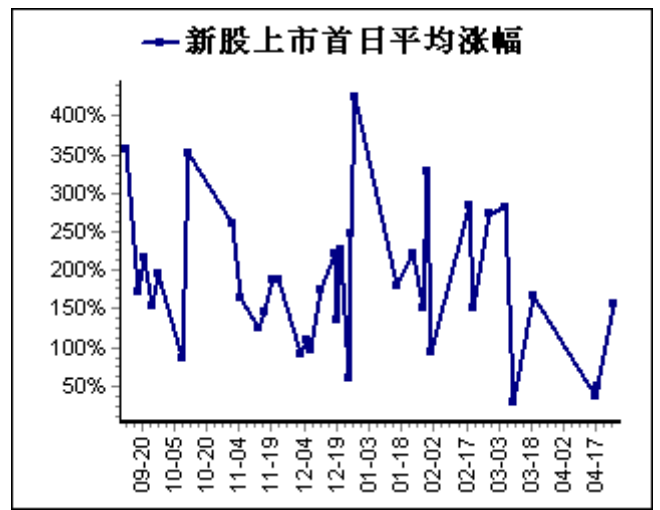
本周受大小非减持控制以及印花税下调双重利好刺激, 股指报复性反弹, 3000点成功考验。所有行业指数本周均上涨, 由证券领头的金融服务和估值较低的黑色金属涨幅最前。从风格指数来看, 最具估值优势的低市盈率股和中市盈率股反弹幅度最大, 由金融服务和黑金金属居多的大盘股指数涨幅也靠前。

图 1: 本周 A 股市场报复性反弹



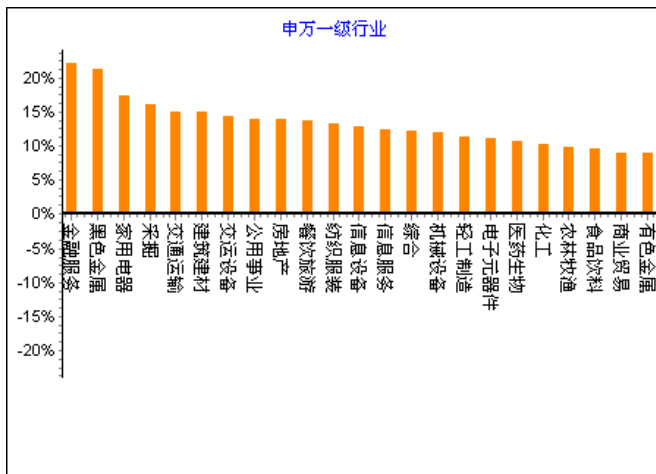
数据来源: 申万研究

图 2: 本周新股上市涨幅回升



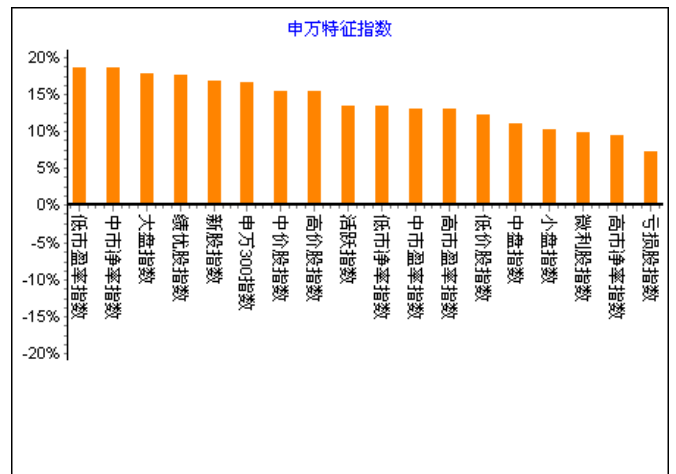
数据来源: 申万研究

图 3: 本周申万行业指数普涨, 由证券领头的金融服务和估值较低的黑色金属涨幅最前



数据来源: 申万研究

图 4: 本周申万风格指数普涨, 最具估值优势的低市盈率股和中市盈率股反弹幅度最大



数据来源: 申万研究

本周申万重点公司盈利及评级调整

简称	申万二级 行业	研究员	调整前 EPS	调整前 EPS	调整前 EPS	调整前	调整后 EPS	调整后 EPS	调整后 EPS	投资
			预测 07 年	预测 08 年	预测 09 年	评级	预测 07 年	预测 08 年	预测 09 年	评级
中金岭南	有色金属冶炼	任云鹤	1.588	1.25	1.41	中性	1.647	1.250	1.410	中性
海螺型材	建筑材料	林珍	0.31	0.46	0.53	增持	0.303	0.46	0.53	增持
攀钢钢钒	钢铁	王世杰	0.35	0.58	0.77	增持	0.289	0.464	0.569	增持
中色股份	有色金属冶炼	任云鹤	0.651	0.778	0.897	增持	0.867	0.778	0.897	增持
北新建材	建筑材料	林珍	0.356	0.348	0.4	中性	0.351	0.348	0.4	中性
太钢不锈	钢铁	王世杰	1.3	1.5	1.65	增持	1.228	1.5	1.65	增持
鞍钢股份	钢铁	王世杰	1.19	1.5	1.8	买入	1.04	1.5	1.8	买入
华菱管线	钢铁	王世杰	0.62	0.83	0.96	中性	0.589	0.83	0.96	中性
东方钨业	金属新材料	王世杰	0.202	0.177	0.204	中性	0.205	0.177	0.204	中性
安泰科技	金属新材料	王世杰	0.329	0.444	0.651	增持	0.344	0.444	0.651	增持
中科三环	金属新材料	王世杰	0.242	0.339	0.431	中性	0.323	0.339	0.431	中性
西山煤电	煤炭开采	詹凌燕	0.874	1.29	1.808	买入	0.874	1.591	2.224	买入
新海股份	其他轻工制造	周海晨	0.381	0.675	1.064	增持	0.381	0.528	0.709	增持
包钢股份	钢铁	王世杰	0.22	0.3	0.34	增持	0.272	0.387	0.446	增持
华能国际	电力	杨明	0.513	0.422	0.519	增持	0.513	0.196	0.219	中性
宝钢股份	钢铁	王世杰	0.82	1.15	1.37	买入	0.726	1.15	1.37	买入
济南钢铁	钢铁	王世杰	0.98	1.23	1.4	增持	1.023	1.23	1.4	增持
三一重工	专用设备	胡丽梅	1.837	2.385	2.722	增持	1.837	1.997	2.545	买入
中国联通	通信运营	付娟	0.266	0.27	0.31	增持	0.266	0.26	0.269	增持
黄山旅游	景点	陈海明	0.374	0.634	0.853	买入	0.32	0.59	0.829	增持
包钢稀土	金属新材料	王世杰	0.795	1.065	1.229	增持	0.763	1.065	1.229	增持
兖州煤业	煤炭开采	詹凌燕	0.516	0.875	1.091	买入	0.516	0.992	1.279	买入
南钢股份	钢铁	王世杰	1.049	1.28	1.4	增持	1.1	1.28	1.4	增持
平高电气	电气设备	矫健	0.69	0.553	0.821	增持	0.69	0.57	0.794	增持
美克股份	其他轻工制造	周海晨	0.212	0.309	0.47	增持	0.212	0.27	0.403	增持
好当家	渔业	赵金厚	0.32	0.407	0.559	增持	0.32	0.41	0.56	增持
中铁二局	建筑装饰	金溢彦	0.416	0.768	1.004	买入	0.416	0.768	1.004	买入
非汽车交运设										
广船国际	备	胡丽梅	1.85	2.286	2.585	买入	1.85	2.288	2.589	买入
青岛海尔	白色家电	付娟	0.5	0.79	1.08	买入	0.481	0.66	0.8323	买入
华新水泥	建筑材料	林珍	0.966	1.209	1.898	中性	0.719	1.209	1.898	中性
马钢股份	钢铁	王世杰	0.33	0.402	0.474	增持	0.366	0.402	0.474	增持
广电网络	网络服务	万建军	0.216	0.878	1.142	买入	0.216	0.408	1.142	买入
亚泰集团	建筑材料	林珍	0.513	1.503	0.778	中性	0.424	1.503	0.778	中性
国投电力	电力	杨明	0.523	0.368	0.417	中性	0.523	0.332	0.379	中性
宜华木业	其他轻工制造	周海晨	0.455	0.682	0.908	中性	0.455	0.56	0.8	中性
中国神华	煤炭开采	詹凌燕	0.994	1.598	2.084	买入	0.994	1.519	1.985	买入

市场估值状况：A股报复性反弹，A-H溢价上升

本周由于股市大幅反弹，全市场PE、PB大幅回升。本周又有多位申万分析师下调盈利预测，因此申万重点公司估值水平上升很快。本周A股市场明显强于H股市场，A-H溢价在经历了一个月的连续回落后大幅回升，但两市相关性继续下降。

图 1：本周 A 股市场加权市盈率（扣除亏损股）上升



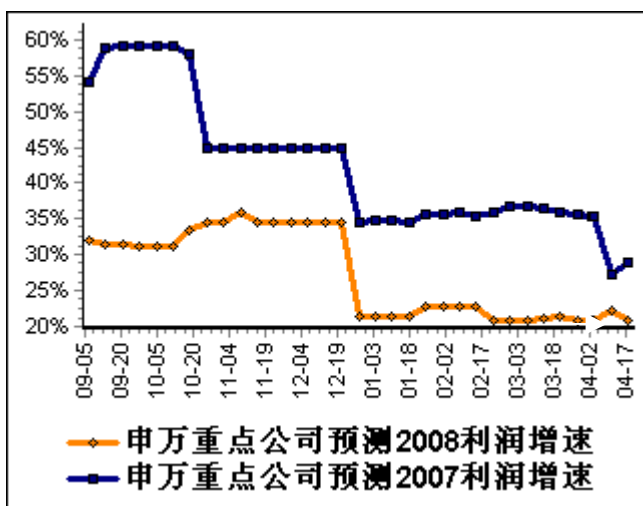
数据来源：申万研究

图 2：本周 A 股市场加权市净率（扣除亏损股）上升



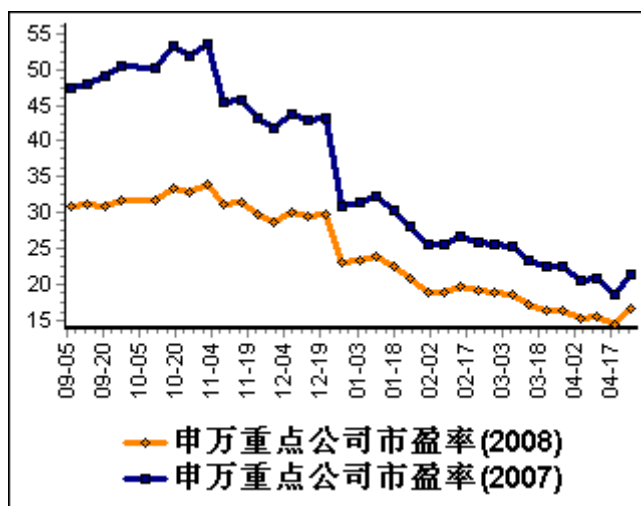
数据来源：申万研究

图 3：本周申万重点公司预测利润增长速度分化，07 年略有上升，08 年下降



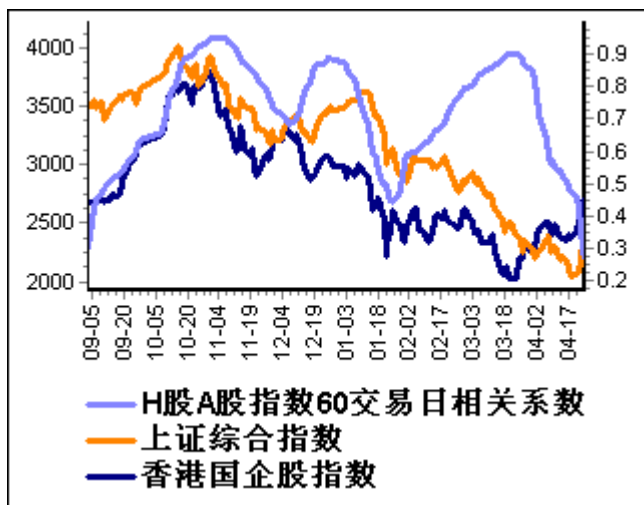
数据来源：申万研究

图 4：本周申万重点公司估值水平有所上升



数据来源：申万研究

图 5: H 股市场涨幅小于 A 股市场, 两市相关性继续下降



数据来源: BLOOMBERG

图 6: A 股大幅反弹, 本周 H 股与 A 股溢价水平大幅回升



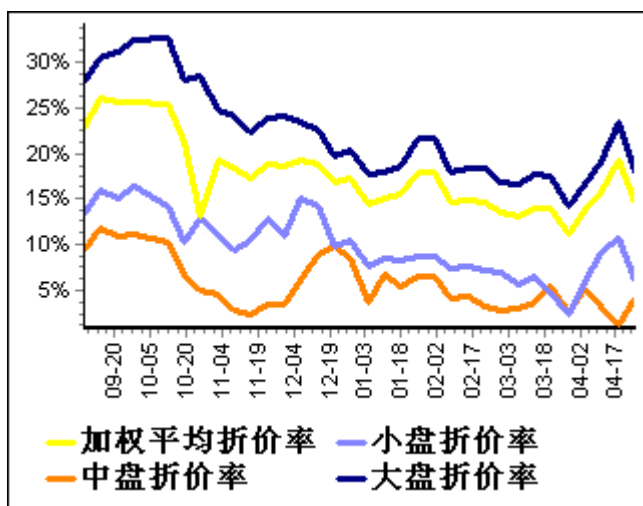
数据来源: 申万研究

3. 各类资产价格跟踪

基金转债上升，国债小幅调整，回购保持稳定

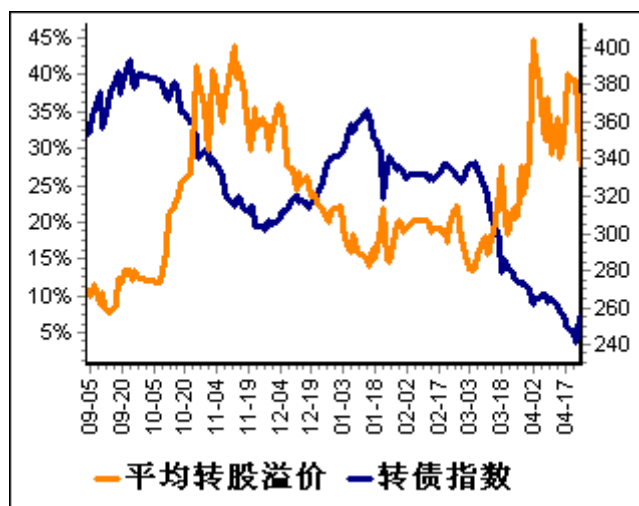
本周受股市利好刺激，封闭式基金市场表现优秀，基金折价率大幅下降，转股指数也大幅反弹，不过溢价率波动较大。本周国债市场小幅调整，市场交投气氛比较清淡，周五中长期国债几乎没有成交。银行间7天回购利率一直保持在2.70%-2.90%左右的水平。本周央行提高了公开市场回笼力度，净回笼资金达到1600亿元，央票招标利率继续保持稳定。

图 1：本周封闭式基金折价率有所下降



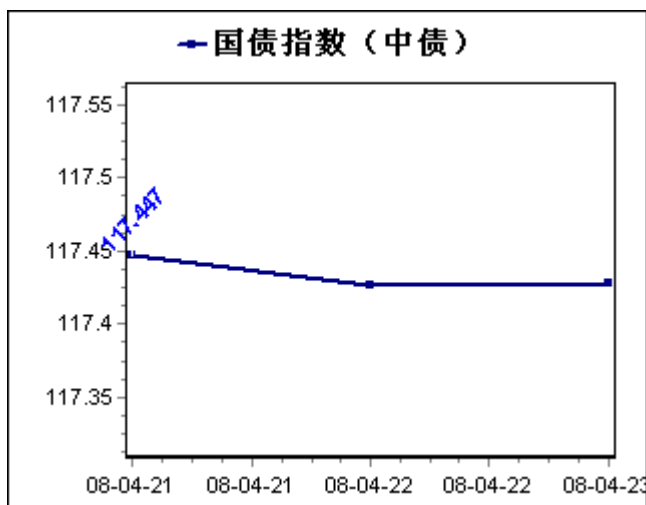
数据来源：申万研究

图 2：本周转债市场上升，转股溢价波动较大



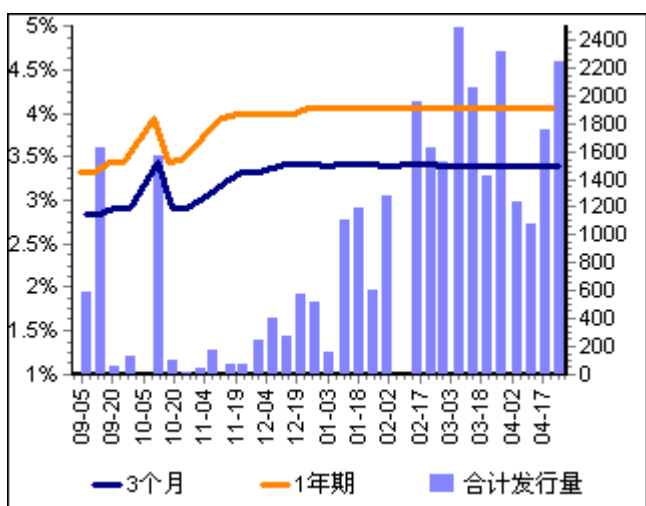
数据来源：申万研究

图 3：本周交易所国债市场小幅下降



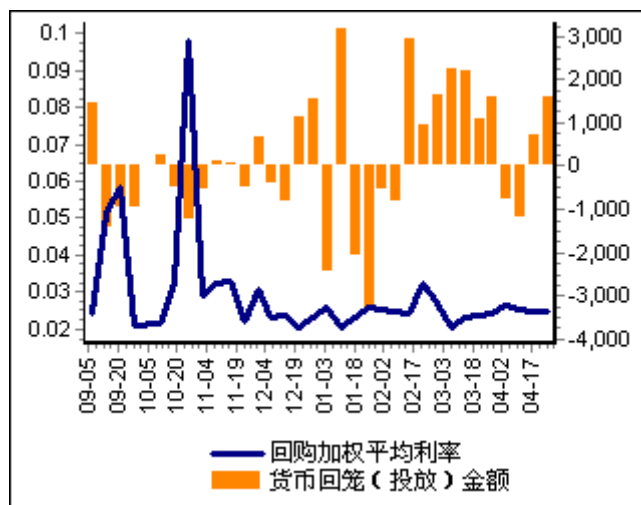
数据来源：申万研究

图 5：本周票据发行比上周力度较大



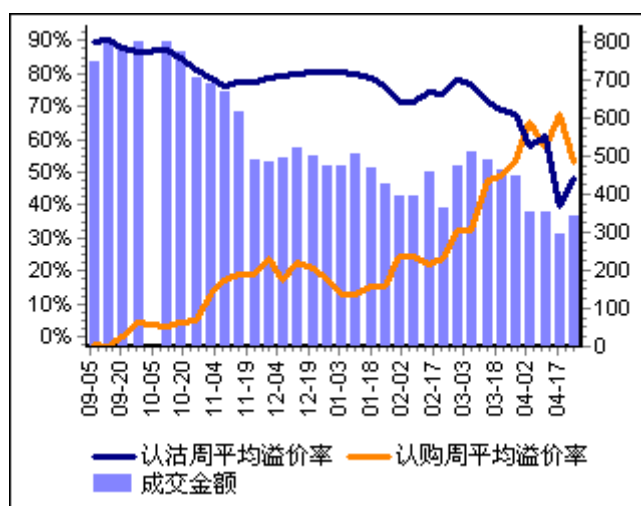
数据来源：申万研究

图 4：本周回购利率保持平稳



数据来源：申万研究

图 6：权证交易情况



数据来源：申万研究

信息披露

分析师承诺

陈李，徐妍，安昀，朱康平，戴卉卉：策略。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

法律声明

本报告仅供申银万国证券研究有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。