

再库存接近尾声，关注收入增长的恢复

- 2009 年 A 股业绩中报分析

- 2009 年上半年，A 股可比的公司 1580 家上市公司盈利同比下降 13.7%，但中期盈利降幅较一季度的-25.1%大幅收窄，收窄主要有两方面的原因：一是营业收入的降幅收窄；二是投资收益和公允价值变动收益占利润总额的比重由一季度的 18.8%增至 21.5%。
- 上半年非金融类上市公司净利润同比下降 23.1%。从单季看，二季度业绩同比下降 8%，较一季度的同比下降 39.8%大幅收窄，环比增长 70.7%，环比回升的主要原因是：一是营业收入的增长和毛利率的提升；二是费用率的下降；三是投资收益的明显提高。毛利率提升的主要原因是大宗商品价格下降引起的。
- 二季度上市公司的盈利状况得到了明显改善，同比下降 2.76%。动力主要来自于原材料价格下降带来的成本的削减和资产负债表的修复，而不是收入的增长，销售毛利率、费用率、投资收益都基本恢复到了 07 年的水平，原材料价格也出现回升之势，未来盈利改善会更多依赖营业收入的增长。
- 制造业现金流状况有改善。经营性现金流净额与营业收入比为 15.5%，处于近三年的最高水平。我们认为，2009 年上半年，去库存不是现金流状况改善的主要原因，因为上半年的库存调整并没有想象中剧烈，原材料价格的下降是现金净流入增加的主要原因。
- 根据美林投资时钟揭示的行业表现与经济周期的一般规律，以及中国此轮经济复苏中基建投资和政策刺激驱动的特点，我们认为当前的盈利复苏主要按照以下主线展开：一是利率敏感型，受益于宽松货币政策和充裕流动性，如房地产、金融、汽车；二是基建投资受益型，部分中上游行业受益于基建投资的拉动，复苏早于一周期的周期，如建筑建材、交运设备、信息设备、化工，而黑色金属、有色金属环比虽有所改善，但复苏仍然不明显，盈利仍处于周期低谷；三是政策刺激型，受益于政府积极财税政策的行业，如家用电器、汽车；四是防御性，受益于必需消费的稳定增长，如医药、食品饮料、餐饮旅游、轻工制造。

相关报告：

货币政策“动态微调”解读，2009.08

震荡市中关注风格转换——2009 年 9 月 A 股策略

李镜池

+86 755 83199429

lijc@csc.com.cn

分析师申明

本人，李镜池，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

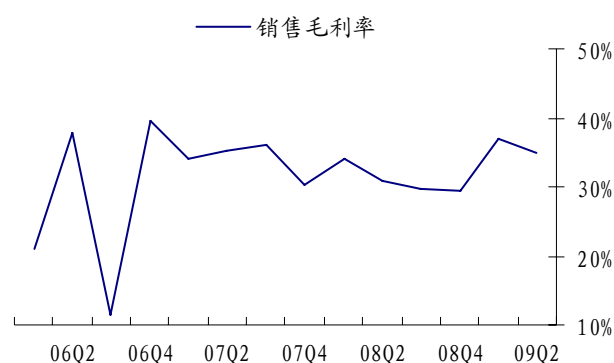
本文对整个A股上市公司、非金融类上市公司、申万一级行业的中期和单季度业绩分别进行了比较分析。观察行业复苏的线索。

二季度盈利回升明显，未来盈利的改善更多依赖营业收入的增长

2009 年上半年，A 股可比的公司 1580 家上市公司盈利同比下降 13.7%，主要原因有：一是营业收入同比下降 10.8%，二是三项费用明显增长，费用率增长 1.9 个百分点。但上半年盈利降幅较一季度的-25.1%大幅收窄，同比收窄主要有两方面原因：一是营业收入的降幅收窄，从一季度的-12.5%收窄至中期的-10.8%；二是投资收益和公允价值变动收益占利润总额的比重由一季度的 18.8%增至 21.5%，投资收益对上市公司利润起到了增厚作用。

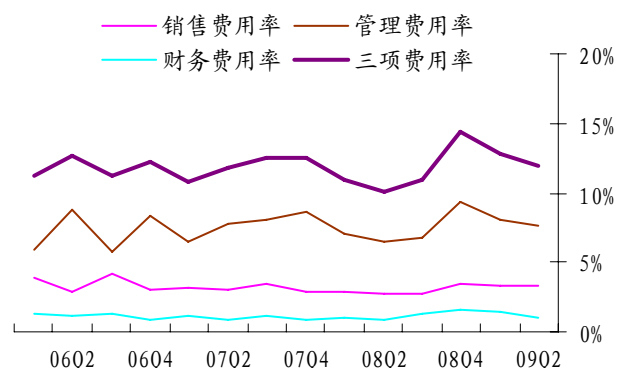
从单季度看，二季度上市公司盈利回升明显，同比下降 2.76%，环比增长 36.2%。二季度的盈利同比较一季度的同比下降 25.1%大幅收窄，回升幅度达到 22.3 个百分点。盈利环比大幅改善的主要原因有：一是营业收入增长 19.2%；二是费用率的下降，三项费用率下降了 0.8 个百分点；三是投资收益的大幅增长，占利润的比重从 14.9%提高到了 22.4%。我们认为，09 年二季度上市公司营业收入降幅收窄，费用率明显下降，投资收益的规模回升明显，销售毛利率处于较高水平，盈利状况得到了明显改善。销售毛利率、费用率、投资收益都基本恢复到了 07 年的水平，未来盈利改善更多是依赖营业收入的增长。

Figure 1 销售毛利率回升到 07 年的水平



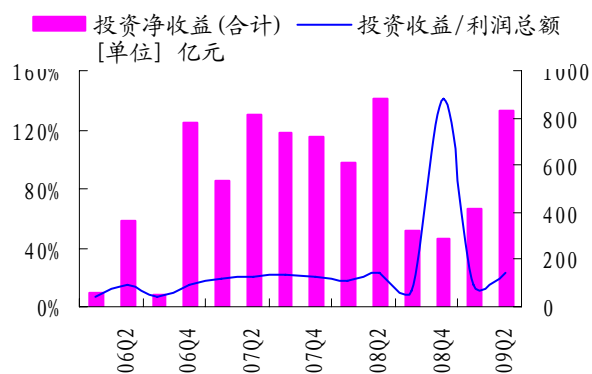
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 三项费用率回落到了 07 年的水平



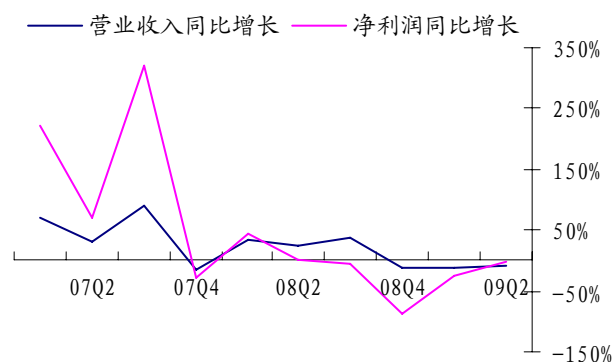
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 3 投资收益的规模回升到 07 年的水平



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 4 二季度营业收入负增长 9.3%



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 5 2009年中期和二季度, 可比上市公司整体财务数据比较 (单位: 亿元 % 百分点)

	2009H1	2008H1	同比增长(%, 百分点)	2009Q2	2009Q1	2008Q2	2009Q2 同比	2009Q2 环比
利润表 (成长能力)								
营业收入	50041.68	56108.37	-10.81	27215.71	22825.97	30015.62	-9.33	19.23
营业成本	32119.35	37997.78	-15.47	17697.77	14421.57	20768.41	-14.79	22.72
销售费用	1646.15	1562.36	5.36	888.89	757.26	799.28	11.21	17.38
管理费用	3934.73	3785.03	3.95	2090.07	1844.66	1934.66	8.03	13.30
财务费用	600.86	532.46	12.85	282.34	318.52	278.13	1.51	-11.36
投资净收益	1239.97	1498.41	-17.25	828.81	411.16	884.10	-6.25	101.58
公允价值变动净收益	146.58	-245.04	159.82	37.95	108.63	-40.75	193.13	-65.06
营业利润	6288.34	6838.64	-8.05	3607.88	2680.47	3399.01	6.14	34.60
净利润	5039.30	5838.02	-13.68	2922.02	2117.28	2986.03	-2.14	38.01
归属母公司股东的净利润	4753.71	5507.39	-13.69	2740.92	2012.79	2818.75	-2.76	36.18
盈利能力								
净资产收益率-摊薄	6.45	8.22	-1.77	3.72	2.76	4.21	-0.49	0.96
销售毛利率	35.83	32.29	3.54	34.97	36.82	29.28	5.69	-1.85
销售费用率	3.29	2.78	0.51	3.27	3.32	2.66	0.60	-0.05
管理费用率	7.86	6.75	1.12	7.68	8.08	6.45	1.23	-0.40
财务费用率	1.20	0.95	0.25	1.04	1.40	0.93	0.11	-0.36
三项费用率	12.35	10.48	1.87	11.98	12.79	10.03	1.95	-0.81
销售净利率	10.07	10.40	-0.33	10.74	9.28	9.94	0.80	1.46
收益质量								
经营活动净收益 / 利润总额	75.89	78.61	-2.72	72.69	80.20	70.86	1.83	-7.51
价值变动净收益 / 利润总额	21.85	14.31	7.54	24.53	18.59	18.51	6.02	5.94
所得税 / 利润总额	21.93	20.70	1.23					
现金流状况								
经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入	11.88	12.49	-0.61	13.42	10.07	14.53	-1.11	3.35
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入	105.34	106.08	-0.74		107.72	104.93	-104.93	-107.72

偿债能力

资产负债率	85.85	84.19	1.66
-------	-------	-------	------

营运能力

存货周转率	1.85	2.40	-0.55
应收账款周转率	6.79	7.99	-1.20
固定资产周转率	1.18	1.52	-0.34
总资产周转率	0.10	0.13	-0.03

每股指标

每股收益 EPS-期末股本摊薄	0.19	0.23	-0.04	0.11	0.08	0.12
每股现金流量净额	-0.20	-0.01	-0.19			
每股经营活动产生的现金流量净额	0.24	0.30	-0.05			

资料来源：WIND、世纪证券研究所

说明：1、可比样本均为08 年7 月1 日之前上市的公司，下同；

2、绝对数的同比增减数据是百分数，比率的同比增减数据是百分点，下同；

3、销售毛利率的计算中，包括了所有公司，而金融公司有营业收入项，但没有营业成本项，因此毛利率结果有失真。

制造业盈利回升明显，再库存过程结束，现金流改善

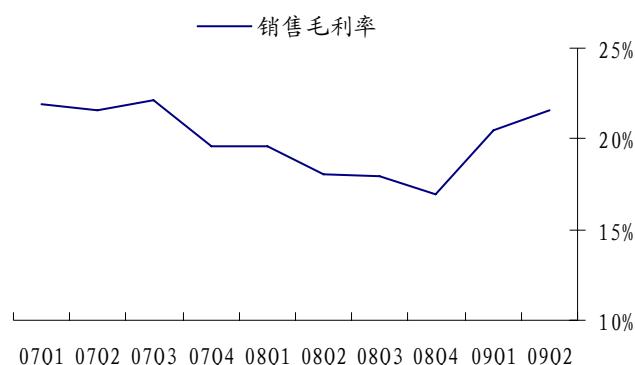
上半年非金融类上市公司净利润同比下降 23.1%。2009 年中期，按可比公司计算，金融服务业营业收入占比达到 18.9%，净利润占比达到 53.3%，对上市公司净利润的影响非常大。如果剔除金融服务业，上半年制造业可比公司净利润同比下降 23.1%，要大于全部 A 股 13.7%的降幅，净利润同比下降的主要原因有：一是营业收入同比下降 13.0%，二是三项费用明显增长，费用率增加 1.9 个百分点。从单季看，二季度业绩同比下降 8%，较一季度的同比下降 39.8%大幅收窄，同比回升幅度达到 32 个百分点，环比增长了 70.7%，环比回升的主要原因是：一是营业收入的增长和毛利率的提升，分别为 24.6%和 1.1 个百分点；二是费用率的下降，三项费用率下降了 1.2 个百分点；三是投资收益的明显提高。而毛利率提升的主要原因是大宗商品价格下降引起的。

再库存接近尾声。我们看到非金融类上市公司的库存水平在 08 年三季度达到高点，主要是由于当时原材料价格的高涨刺激了企业的囤积行为，第四季度经历了快速的去库存化，库存到达低点，但去库存化的程度并没有想象中大，比三季度下降了 10.4%，之后 2009 年上半年总需求的回暖也体现了部分重建库存的需要，连续 2 个季度库存水平出现回升，环比回升的幅度分别为 0.9%、3.8%。从同比看，目前的库存

水平已经回升到了比正常略高的水平，在制造业公司营业收入同比下降 13% 的情况下，存货同比上升了 1.9%。因此，我们认为制造业上市公司再库存的过程已经基本完成，未来企业继续补充库存的速度取决于终端需求的情况以及其对产品和原材料价格的判断。在对终端需求谨慎乐观的前提下，我们认为未来 2 个季度库存水平的波动会减小，可能缓慢上升。

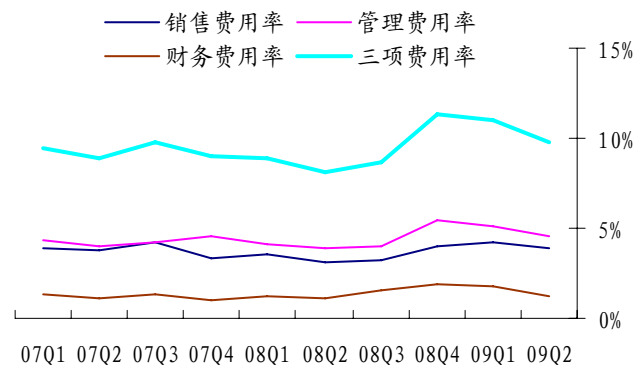
同样，我们认为，09 年二季度非金融类上市公司的营业收入降幅收窄，销售毛利率回升，费用率明显下降，盈利状况得到了明显改善。销售毛利率和费用率都基本恢复到了 07 年的水平，未来盈利的改善更多的是依赖营业收入的增长。

Figure 6 制造业毛利率回升到 07 年的水平



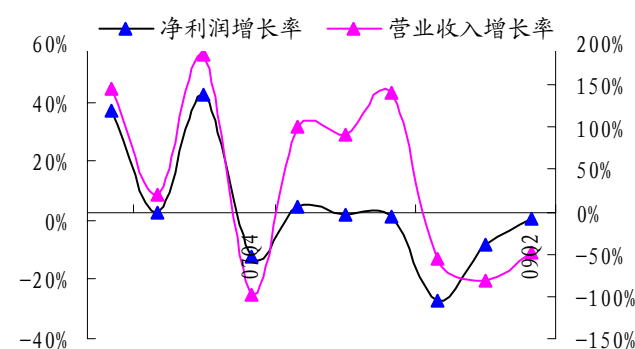
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 7 三项费用率基本回落到了 07 年的水平



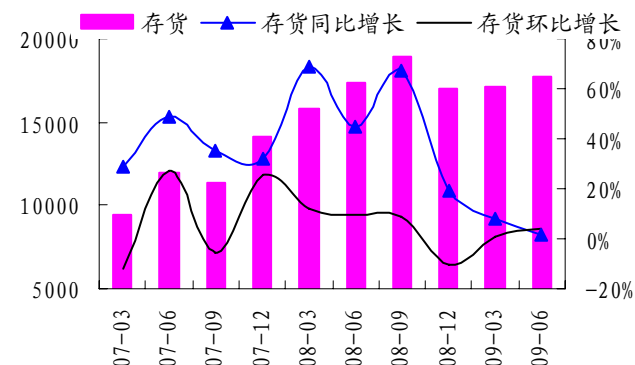
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 8 二季度营业收入同比下降 11%



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 9 二季度存货同比增长 1.9%，环比增长 3.8%

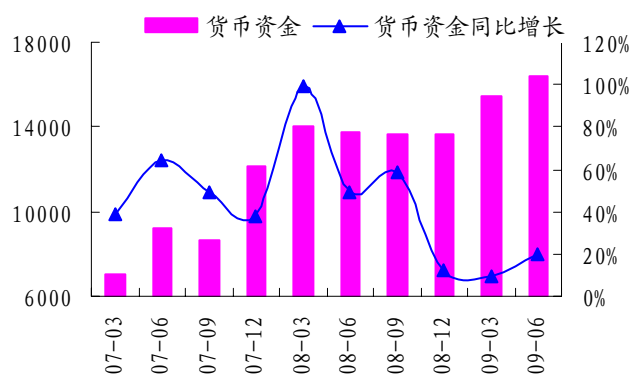


资料来源：WIND、世纪证券研究所

制造业现金流状况有改善。09 年中期，制造业的货币资金规模有明显提高，同比增长 19.8%。经营性现金流净额与营业收入比为 15.5%，处于近三年的最高水平。我们认为，2009 年上半年，去库存不是现金流状况改善的主要原因，因为上市公司上半年的库存调整并没有想象中剧

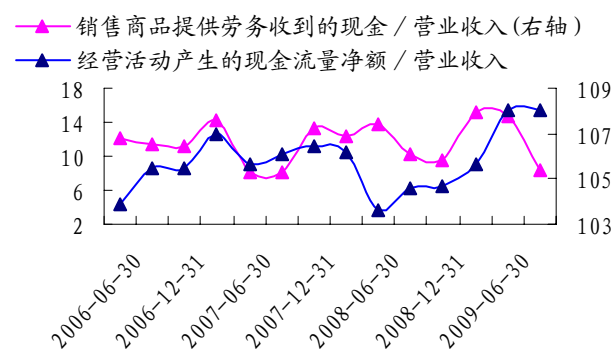
烈，一、二季度收入同比虽是负增长但库存同比均是正增长，环比也是小幅正增长，因此，我们认为，原材料价格的下降降低了企业的营业成本和现金流出，引致企业的现金净流入增加。从营业收入的现金流入看，收入的现金流质量略有下降，但还在正常区间。

Figure 10 09 年中期货币资金同比增长 19.8%



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 11 经营性现金流净额与收入比处于较高水平



资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 12 2009 年中期和第二季度，非金融类可比上市公司财务数据比较 (单位：亿元 % 百分点)

	2009H1	2008H1	同比增长 (%,百分点)	2009Q2	2009Q1	2008Q2	2009Q2 同 比	2009Q2 环 比
营业收入	40641.06	46724.66	-13.02	22542.52	18098.54	25316.43	-10.96	24.55
营业成本	32078.22	37947.23	-15.47	17678.42	14399.80	20742.98	-14.77	22.77
销售费用	1641.48	1557.78	5.37	886.55	754.93	796.87	11.25	17.44
管理费用	1962.56	1868.67	5.02	1038.60	923.97	983.29	5.62	12.41
财务费用	599.74	530.89	12.97	281.80	317.93	277.26	1.64	-11.36
投资净收益	316.14	395.10	-19.99	216.16	99.98	234.33	7.75	116.21
公允价值变动净收益	86.42	-20.33	525.11	45.94	40.48	-25.50	280.18	13.51
营业利润	2975.35	3478.12	-14.46	1853.38	1121.97	1771.95	4.60	65.19
净利润	2463.79	3168.42	-22.24	1554.78	909.00	1666.77	-6.72	71.04
归属母公司股东的净利润	2213.69	2876.82	-23.05	1396.05	817.64	1517.81	-8.02	70.74
盈利能力								
净资产收益率-摊薄	4.17	6.01	-1.84	2.63	1.56	3.17	-0.54	1.06
销售毛利率	21.07	18.79	2.28	21.58	20.44	18.07	3.51	1.14
销售费用率	4.04	3.33	0.71	3.93	4.17	3.15	0.79	-0.24
管理费用率	4.83	4.00	0.83	4.61	5.11	3.88	0.72	-0.50
财务费用率	1.48	1.14	0.34	1.25	1.76	1.10	0.15	-0.51
三项费用率	10.34	8.47	1.87	9.79	11.03	8.13	1.66	-1.24
销售净利率	6.06	6.78	0.00	6.90	5.02	6.58	0.31	1.87

资料来源：WIND、世纪证券研究所

盈利复苏的主线

2009 年中期，利润占比最高的三个行业分别是金融服务、化工、采掘，分别为 53.3%、16.9%、8.5%，三大行业合计利润占比达到了 78.7%，比 08 年同期提高了 12 个百分点，说明当前业绩复苏的结构性差异较明显，大多数行业的利润并没有得到明显恢复。

具体到申万行业分类的 22 个一级行业，从中期业绩同比看，采掘、公共事业、信息设备、食品饮料、医药生物、建筑建材有明显的增长，而黑色金属、有色金属、交运设备、交通运输、商业贸易出现了较大幅度的下降。从二季度环比看，建筑建材、机械、交运设备、信息设备、房地产、餐饮旅游、综合的收入环比增长的势头较强劲，毛利率的环比变化为正或变化不大；化工、轻工制造、公共事业、黑色金属、有色金属的毛利率环比回升明显，收入环比也有一定增长；农业、采掘、商贸的毛利率环比出现了一定的下降，尤其采掘，但收入增长也较明显，对业绩的影响不一。

Figure 13 2009 年中期和第二季度，行业可比上市公司财务数据比较

	09H1 净利润	08H1 净利润	H1 净利润同比增长(%)	H1 销售毛利率同比变化 (百分点)	H1 营业收入同比增长	Q2 净利润环比 增长(%)	Q2 销售毛利率环比变化 (百分点)	Q2 营业收入环比
农业	14.04	15.28	-8.16	0.60	-9.16	98.07	-3.30	35.80
采掘	406.19	229.16	77.25	15.43	-26.46	-21.06	-14.88	54.53
化工	804.82	800.95	0.48	4.05	-18.95	242.82	15.23	4.93
黑色金属	-72.92	392.35	-118.58	-9.04	-30.40	-24.61	4.05	10.13
有色金属	10.09	155.67	-93.52	-7.15	-31.57	296.83	7.67	15.10
建筑建材	123.87	100.28	23.53	-1.27	42.52	83.82	-0.49	45.15
机械设备	110.70	115.66	-4.29	1.13	-8.21	79.00	0.73	34.04
交运设备	89.71	119.85	-25.14	0.31	-0.34	92.45	1.28	38.56
信息设备	26.52	16.66	59.19	3.92	4.71	249.31	0.16	33.70
家用电器	44.24	37.34	18.48	2.79	-9.68	151.90	1.70	34.68
食品饮料	86.19	68.75	25.36	4.26	3.54	-17.26	-0.95	8.13
纺织服装	27.17	31.11	-12.68	0.84	-4.37	14.23	0.37	17.94
轻工制造	13.54	29.36	-53.89	-1.62	-12.14	344.70	5.62	19.32
医药生物	83.65	69.00	21.23	0.18	4.92	10.01	1.30	9.72
公共事业	97.34	26.30	270.16	6.24	7.31	90.31	2.58	10.34
交通运输	98.52	389.66	-74.72	-8.39	-29.81	104.28	-0.94	3.16
房地产	139.26	117.66	18.36	-2.07	17.02	160.04	1.24	89.35
金融服务	2540.02	2630.57	-3.44		0.18	12.53		-1.15
商业贸易	61.91	76.52	-19.09	0.57	-11.63	6.95	-1.97	11.33
餐饮旅游	5.99	6.01	-0.29	2.42	2.46	147.62	0.71	40.80
信息服务	50.31	49.95	0.72	-0.78	69.23	9.47	-0.91	5.35
综合	7.98	9.14	-12.62	-0.38	-4.77	764.70	2.18	37.00

资料来源：WIND、世纪证券研究所

根据美林投资时钟等揭示的行业表现与经济周期的一般规律,以及中国此轮经济复苏中基建投资和政策刺激驱动的特点,通过分析上半年尤其二季度的业绩增长情况,我们认为当前的盈利复苏主要按照以下主线展开:一是利率敏感性行业,受益于央行宽松货币政策和充裕流动性,如房地产、金融、交运设备(汽车);二是基建投资受益型,部分中上游行业受益于基建投资的拉动,复苏早于一般的周期,如建筑建材、交运设备、信息设备、化工,而黑色金属、有色金属环比虽有所改善,但复苏仍然不明显,盈利仍处在行业周期的低谷;三是政策刺激型,受益于政府积极财税政策的行业,如家用电器、交运设备(汽车);四是防御性,受益于必需消费的稳定增长,如医药、食品饮料、餐饮旅游、轻工制造。

对于未来的行业盈利变化,我们认为,当前中国经济还处于复苏阶段,消费增长的稳定和投资增长的恢复是其主要特征,投资增长有望从基建投资向民间投资转变,受益于民间投资的部分中、上游行业和下游消费品行业的业绩会继续提高。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.