

下调业绩预期，重视业绩防御

专题策略研究

2010年5月10日

09年报、10年一季上市公司业绩分析

相关研究报告：

主要观点：

A股09年业绩增长符合预期。A股09年实现归属母公司净利润10808亿元，同比增长27.6%，10年第一季度实现归属母公司净利润3437亿，同比增长63%，低基数效应降低。但09年营收增长仅3.8%，低于08年水平。

报告作者：

国联证券研究所宏观策略组

组长：张鹏

执业编号：S0590208070087

联系人：

李斌

电话：0510-8283 3217

E-Mail: lib@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

金融服务等行业对总体利润的过大贡献掩盖了A股业绩表现中的问题。09年剔除金融、石油石化和电力等行业后，A股净利润增速为19.5%，净利润低于2007年。A股09年ROE为12.61%，相比08年提高0.9个百分点。但从剔除了金融等行业后的情况看，相比08年A股ROE反而是下降0.1个百分点。从季度表现看ROE也逐渐走平，有所下降。

内生性增长对业绩恢复有一定贡献，但主要是其他因素推动A股业绩反弹。扣除金融业后A股09年毛利率为20.38%，上升2.26个百分点的上升，对A股净利率有1.2个百分点的带动。公允价值变动净值、投资收益、资产减值损失对营业利润总额增长贡献分别为15%、8.9%；和58.5%。不过10年一季度的情况较为良好，公允价值收益、投资收益、资产减值损失等因素变动趋向正常，对营业利润影响微乎其微。

我们下调对A股的盈利预测和相应的上证指数运行区间，目标区间为2500-3500。乐观、中性和保守情景下A股盈利预期分别为30%、26%和22%。对应0.8-1的PEG，上证指数中枢位置将调整为2800-3200点，运行空间也相应调整为2500-3500点。

关注毛利率回升和调整后的营业利润增长。我们发现电子元器件、农林牧渔、交通运输、纺织服装等行业业绩复苏明显，而金融、医药生物、食品饮料行业业绩增长稳定，因此它们实现盈利预期的概率相对较大，在弱势市场中，是较好的防御性选择。

目 录

一、 09 年年报及 10 年季报回顾：看上去很美	3
二、 09 年利润来源：非内生增长因素居多	6
三、 调整 10 年 A 股盈利预测及股指运行区间	9
四、 谁在真正增长？	10

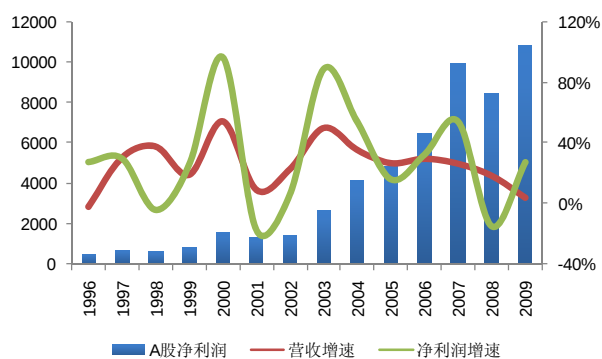
一、09 年年报及 10 年季报回顾：看上去很美

A 股 09 年业绩增长符合预期。A 股 09 年实现归属母公司净利润 10808 亿元，同比增长 27.6%，从总体上看上市公司利润水平超过了 07 年，净利润增速水平与过去 13 年以来复合增长率基本相当。

业绩同比增长的低基数效应显著。从单季来看，09 年第四季度实现归属母公司净利润 2927 亿元，同比大增 4 倍，主要是金融危机时期较低的可比基数所致，10 年第一季度实现归属母公司净利润 3437 亿，同比增长 63%，低基数效应降低。

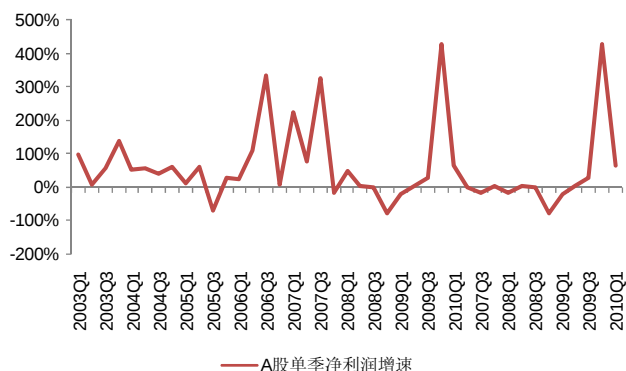
但从营收增长角度来看并不乐观。自 03 年以后 A 股总体营收增长始终不断下滑，09 年营收增长仅 3.8%，远低于 08 年 18.3% 的增长。

图表 1：A 股年度净利润及收入情况，亿元



数据来源：国联证券研究所，Wind

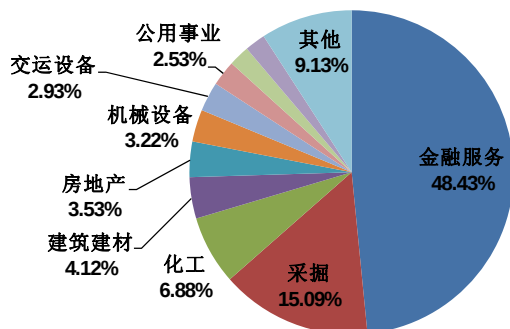
图表 2：A 股单季度利润增速



数据来源：国联证券研究所，Wind

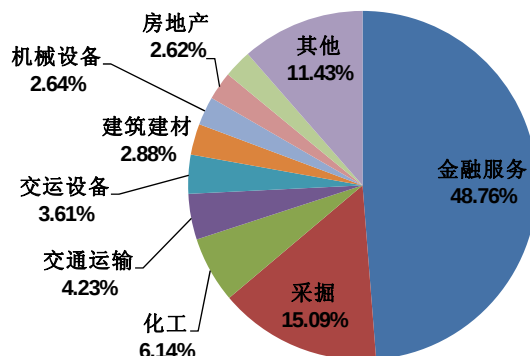
无论从 09 年还是 10 年一季度来看，金融服务业都是 A 股上市公司净利润的最大贡献者。除金融外，我们注意到 10 年一季度采掘、化工等净利润贡献比例稳定，而电子元器件行业 09 年净利润为负。

图表 3: 09 年 A 股净利润行业分布



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 4: 2010 年一季度 A 股净利润分布

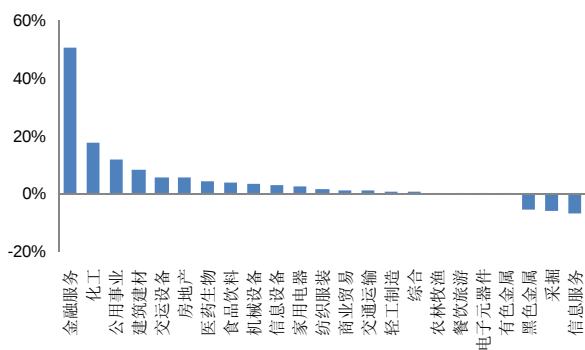


数据来源: 国联证券研究所, Wind

从 09 年新增利润的行业分布情况来看, 金融行业也仍是主要的利润贡献者。09 年同比新增的净利润中, 银行贡献了 50%, 化工、公用事业、建筑建材等利润占比较高的行业同时也是新增净利润的主要贡献者。但是信息服务、采掘、黑色金属行业利润总额同比下降, 对新增利润的贡献为负。

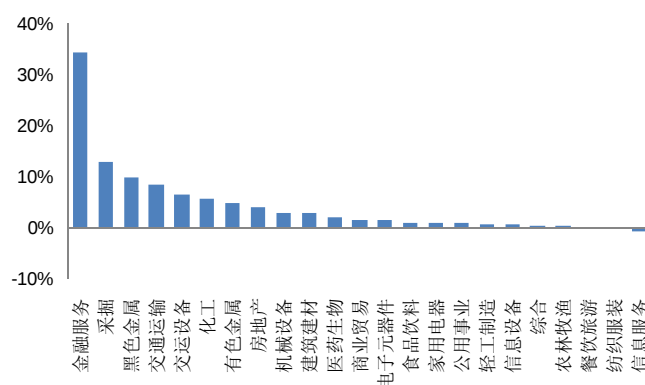
2010 年一季度情况发生一定变化。金融服务同比新增净利润的贡献度下降到 35%, 采掘、黑金、有色等在 09 年利润同比下降较大的行业在 10 年一季度有较好的反弹, 对新增利润贡献较大, 但信息服务业利润额仍处同比下降状态。

图表 5: 09 年 A 股同比新增净利润行业分布



数据来源: 国联证券研究所, Wind

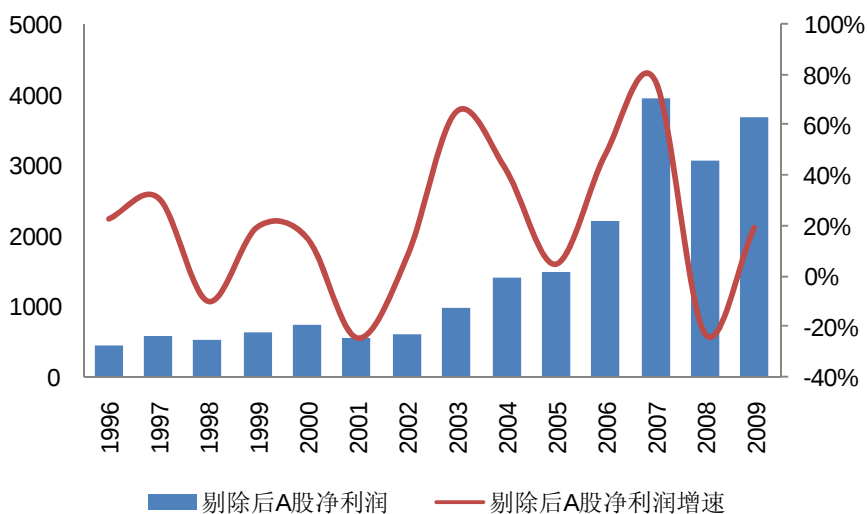
图表 6: 2010 年一季度 A 股同比新增净利润分布



数据来源: 国联证券研究所, Wind

鉴于金融、石油石化和电力等行业对 A 股利润的影响巨大, 我们亦考察剔除这些行业后的 A 股净利润表现情况。对比发现, 09 年剔除金融、石油石化和电力等行业后, A 股净利润增速为 19.5%, 净利润水平低于 2007 年, 其增长情况并不能令人乐观。

图表 7: A 股剔除金融、石油石化和电力行业后的净利润表现, 亿元

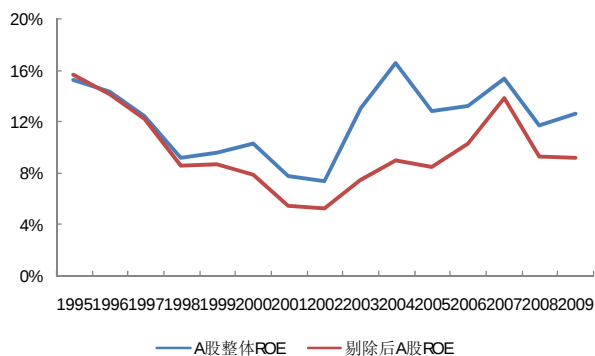


数据来源: 国联证券研究所, Wind

从净资产收益率情况来看, A 股存在隐忧。全部 A 股公司 09 年 ROE 为 12.61%, 相比 08 年提高 0.9 个百分点。但从剔除了金融等行业后的情况看, 相比 08 年 A 股 ROE 反而是下降 0.1 个百分点。

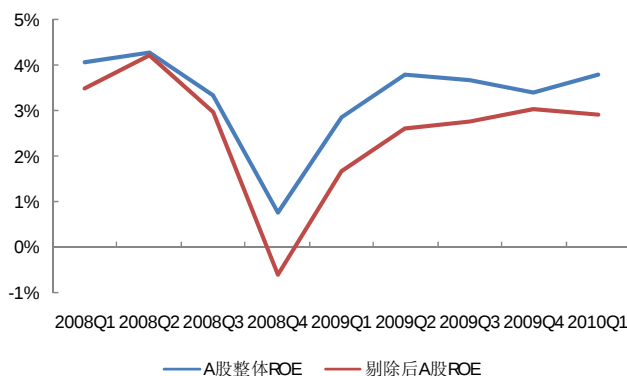
从季度表现看也是如此。自 08 年 4 季度, A 股 ROE 水平开始出现较大反弹后, 但 09 年后半至今, ROE 逐渐走平, 剔除金融、石油石化和电力等行业后, A 股 ROE 水平下降 0.14 个百分点。净资产收益率的下降显示 A 股盈利能力的恢复情况仍无法令人满意。

图表 8: A 股整体及剔除金融、石油石化和电力行业后的 ROE (年度)



数据来源: 国联证券研究所, Wind

图表 9: A 股整体及剔除金融、石油石化和电力行业后的 ROE (季度)



数据来源: 国联证券研究所, Wind

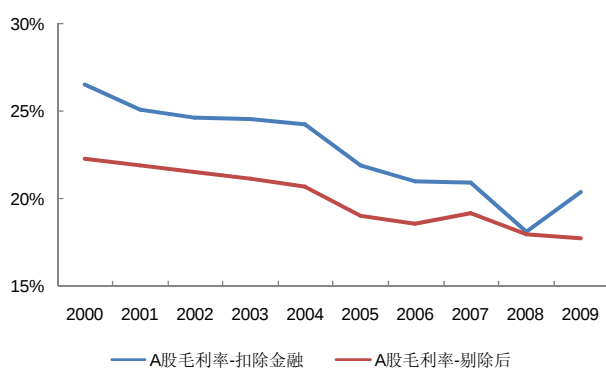
综上所述，我们发现 09 年及 2010 年第一季度 A 股业绩在金融危机后的修复性增长仍存在一定的隐忧。营收增长与利润增长的不匹配、净资产收益率的走平甚至下降，以及金融服务等行业对总体利润的过大贡献掩盖了 A 股业绩表现中的问题。

二、09 年利润来源：非内生增长因素居多

从内生增长因素来看，毛利率上升从而带动销售净利率上升是 09 年及 10 年 1 季 A 股业绩回暖的原因之一，但石油石化、电力等垄断行业影响较大。扣除金融业后，A 股 09 年毛利率为 20.38%，相比 2008 年的 18.12% 有 2.26 个百分点的上升，这对 A 股净利率有 1.2 个百分点的带动，是 A 股业绩在 2009 年有较大幅度回升的重要原因之一。但我们也明显看到，在剔除金融、石油石化和电力等行业后，09 年 A 股毛利率相比 08 年持续下降，净利率反弹力度也明显收窄。从季度来看，2008 年四季度 A 股毛利率水平见底反弹，但到 09 年四季度则有所回落，10 年一季度维持 20% 左右是自 07 年以来的较高水平，就过往波动情况来看，继续弹升的压力开始增大。

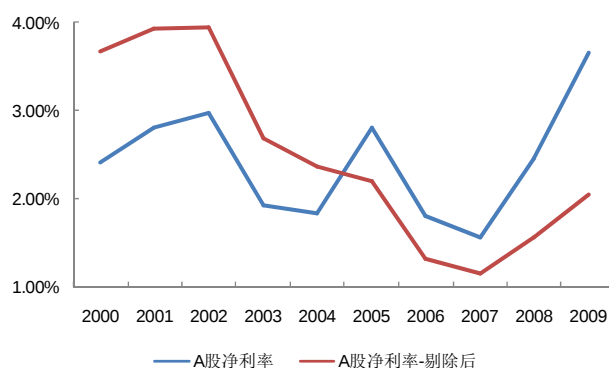
从毛利率和净利率的变化情况来看，内生性增长，即 A 股盈利能力对业绩恢复有一定贡献，但我们同时也看到，对于金融、石化等有中国特色的垄断行业对 A 股整体盈利状况的掩盖影响必须得到足够重视。

图表 10: A 股扣除金融及剔除金融、石油石化和电力行业后的毛利率（年度）



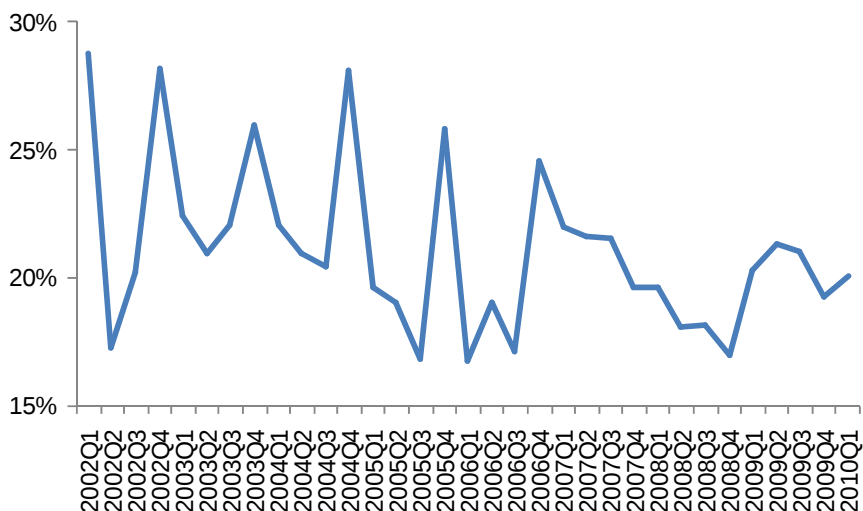
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 11: A 股整体及剔除金融、石油石化和电力行业后的净利率（年度）



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 12: A 股扣除金融后毛利率的季度表现



数据来源：国联证券研究所，Wind

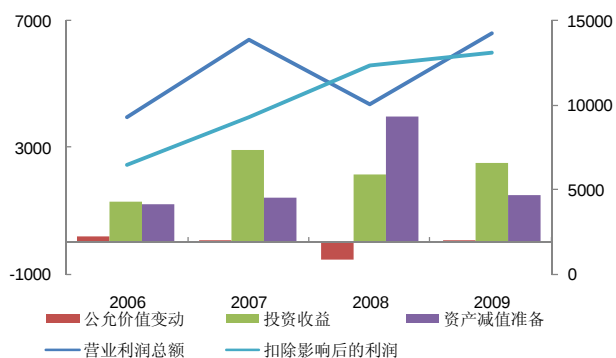
非内生增长的因素占据主要地位。相比 2008 年，A 股 09 年的公允价值变动净值从-531 亿到正 96 亿，对营业利润总额增长贡献达到 15%；投资收益增加 370 亿，对新增利润贡献 8.9%；更重要的是资产减值准备从 08 年的 3990 亿下降到 09 年的接近 1540 亿，对新增利润贡献高达 58.5%。如果扣除以上三项因素对营业利润 82% 的影响，我们会发现 09 年 A 股营业利润相比 08 年只有 6% 的增长，这就与 4% 的营收增长相匹配。

如果考虑扣除投资收益及资产减值影响较大的金融业，我们发现扣除影响后的营业利润有 18% 的增长，相对较好，三项因素对新增营业利润的影响下降到 59%。

很明显，非内生性因素对利润影响仍要达到近 6 成，这说明 09 年 A 股业绩回暖的基础并不牢固。

图表 13: 扣除投资、减值等因素影响后的利润情况，亿元

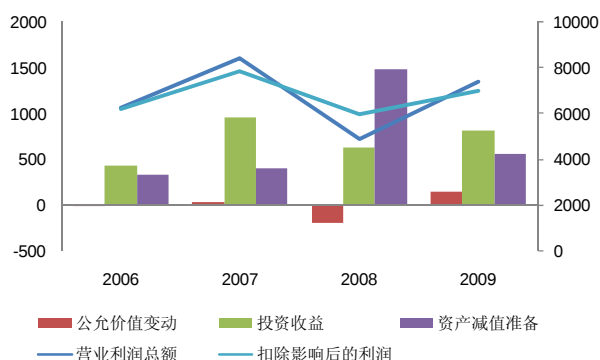
图表 14: 09 年新增营业利润中各因素影响比例



数据来源：国联证券研究所，Wind

注：扣除影响后利润=营业利润总额-公允价值变动净值-投资收益+资产减值准备

图表 15: 扣除投资、减值等因素影响后的利润情况（剔除金融），亿元

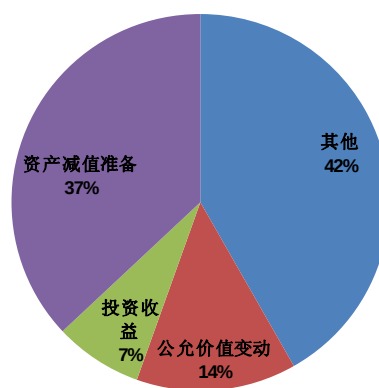


数据来源：国联证券研究所，Wind

注：扣除影响后利润=营业利润总额-公允价值变动净值-投资收益+资产减值准备

数据来源：国联证券研究所，Wind

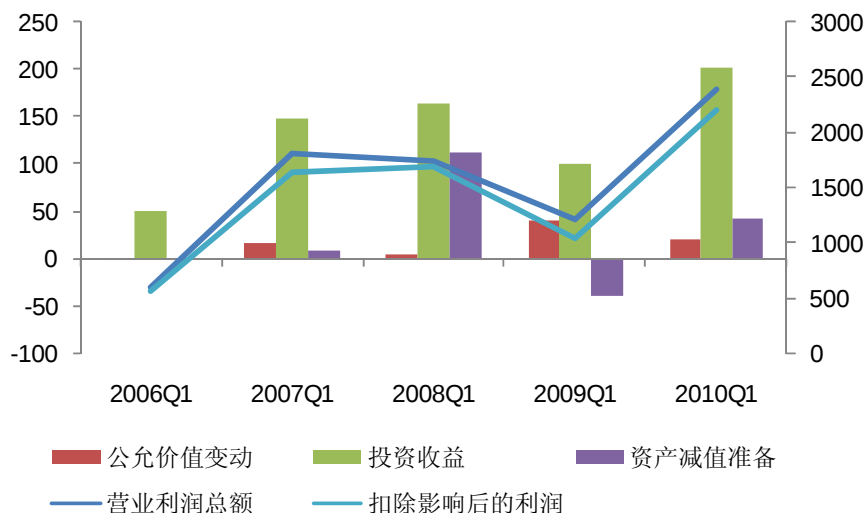
图表 16: 09 年新增营业利润中各因素影响比例（剔除金融）



数据来源：国联证券研究所，Wind

10 年一季度的情况则较为良好。一季度 A 股净利润同比增长 63%，而营业利润和扣除投资收益、资产减值准备等影响后的营业利润增长为 62% 和 68%，两者增长情况相当，说明 10 年第一季度 A 股内生性增长动能有较大幅度的增长，而公允价值收益、投资收益、资产减值损失等因素变动趋向正常，对营业利润影响微乎其微。在剔除金融行业后，营业利润增长幅度达到 100% 左右，更显示实体经济复苏在 A 股业绩上的确体现。

图表 17: 扣除投资、减值等因素影响后的利润情况（剔除金融）



数据来源：国联证券研究所，Wind

三、调整 10 年 A 股盈利预测及股指运行区间

我们在 2010 年的年度策略报告中曾就 A 股盈利水平及相应的上证指数运行空间进行过探讨。我们曾乐观估计非金融企业净利润增长的中性水平在 35%，金融类企业增长 20%，给予 1 倍 PEG 估值，则 A 股市场中枢在 3760 点，其波动范围为（3100，4400）。但是我们发现，这一预期有修正的必要。

一季度中国经济增长有过热倾向，我们认为就全年来看，宏观调控大局不会改变，首先信贷紧缩趋势将延续，信贷支持的固定资产投资增速回落；其次，地产调控力度之大将会是空前的，房地产投资及相关产业全年都将面临较大压力，业绩增速放缓概率较大；最后，管理层主导淘汰落后产能，对于相关的钢铁、水泥等重要行业来说，整合过程中业绩亦会受到一定影响，因此我们将下调 A 股盈利增长。

2010 年第一季度金融类企业净利同比增长 37.9%，我们认为虽然 10 年紧缩信贷、调控房地产市场及清理地方融资坏账等措施会对银行业绩造成一定制约，但在中国宏观经济向好，资本市场稳定的大环境中，金融类企业增长仍将超过我们此前预期，我们上调金融类企业中性增长率为 25%。

2010 年第一季度非金融类企业同比增长仅 28%，低于预期。市场普遍预期 10 年经济增长前高后低，这意味着 A 股企业在余下三个季度的增长情况很难有超预期的表现，如以一季度业绩占全年四分之一计算，则非金融类企业全年增长 25%，接近我们原来的保守预期，我们更新 A 股盈利预期如下：

图表 18： 调整2010年的盈利预测区间

不同情形	大类行业	利润比重构成	盈利增长假设	2010年盈利增长预期
乐观	金融	45%	30%	30%
	非金融	55%	30%	
中性	金融	45%	28%	26%
	非金融	55%	25%	
保守	金融	45%	26%	23%
	非金融	55%	20%	

资料来源：国联证券研究所

根据我们原先判断，市场走势波折的 2002-2005 年上证 A 股市盈率中枢 33 倍，对应当时复合净利润增长率 32%，可见，PEG 水平约为 1。但是，由于信贷收紧同时，资本市场扩容速度加快，造成市场流动性紧张，而股指期货、融资融券的助涨助跌作用也对市场心理造成较大负面影响，投资者趋于谨慎，表现为市场估值中枢不断下移。

综上所述，我们认为如以较为悲观的 0.8 倍 PEG 估值，则上证指数中枢位置将调整为 2800-3200 点，运行空间也相应调整为 2500-3500 点。

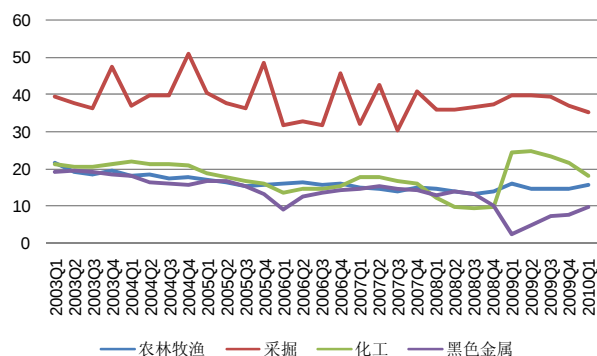
四、谁在真正增长？

从之前的分析可知，由于 08 年金融危机的特殊影响，09 年的 A 股业绩的内生增长动能匮乏。因此我们应对每个行业的利润增长情况进行更细致的分析，以发现真正在 09 年实现业绩恢复增长，并在 10 年第一季度保持良好增长势头的行业。

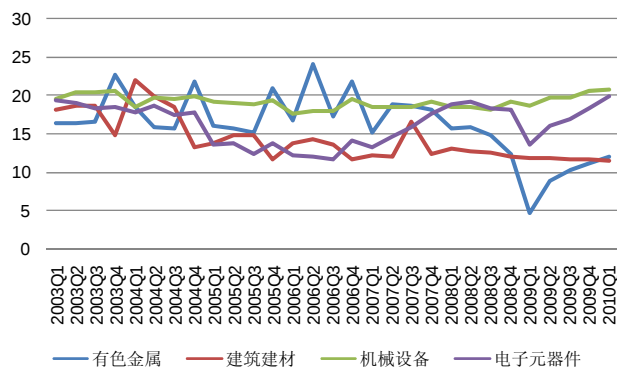
首先从毛利率的角度看，08 年 4 季度开始毛利率回升并且 10 年第一季度仍能保持回升态势的行业应受到关注，符合这一条件的行业包括：电子元器件、黑色金属、农林牧渔、有色金属、食品饮料、交运设备、医药生物、纺织服装、交通运输、地产、金融等。

图表 19：各行业毛利率变化

图表 20：各行业毛利率变化

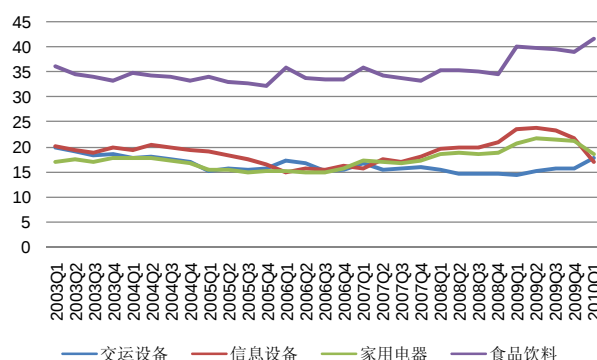


数据来源：国联证券研究所，Wind



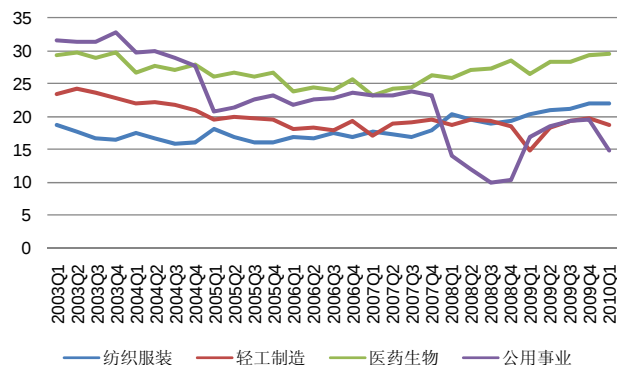
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 21：各行业毛利率变化



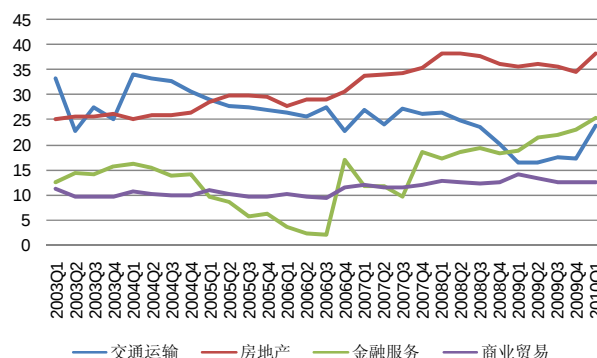
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 22：各行业毛利率变化



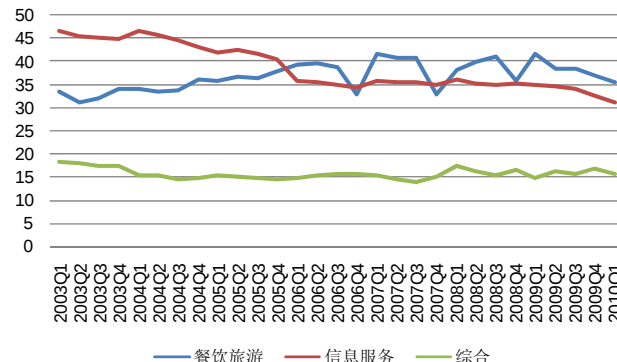
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 23：各行业毛利率变化



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 24：各行业毛利率变化



数据来源：国联证券研究所，Wind

其次，我们更重视剔除了投资收益、公允价值变动收益和资产减值损失影响的利润增长相对更高的行业，我们认为这一方面体现了公司主营业务的确实增长，另一方面则表明该行业在 09 年甩掉了较多资产上的包袱，有利于

未来增长。我们发现结合 09 年年度和 10 年一季度情况，以下行业的增长可靠性更强：**电子元器件、纺织服装、交通运输、农林牧渔、医药生物。**

图表 25： 08-09 年度利润增长对比情况

	08 年营业 利润	09 年营业 利润	同比增长	08 年调整后 的营业利润	09 年调整后 的营业利润	同比增长
采掘	1.81	1.37	-34.15%	1.96	1.29	-24.61%
餐饮旅游	18.75	27.69	29.60%	16.09	20.85	47.67%
电子元器件	-17.96	-20.14	-61.65%	26.99	10.35	12.16%
房地产	358.73	553.85	31.70%	353.53	465.59	54.39%
纺织服装	43.50	83.63	61.05%	37.94	61.11	92.27%
公用事业	-20.38	347.63		-67.34	289.66	
黑色金属	288.88	128.24	-75.16%	476.05	118.27	-55.61%
化工	-228.46	966.99		-44.44	1007.61	
机械设备	338.09	390.18	12.69%	333.63	375.97	15.41%
家用电器	60.39	120.74	65.29%	73.67	121.77	99.93%
建筑建材	331.18	601.39	74.18%	350.00	609.64	81.59%
交通运输	346.48	280.20	-73.32%	545.13	145.45	-19.13%
交运设备	182.76	387.95	80.16%	163.59	294.72	112.27%
金融服务	5118.42	6810.57	-4.75%	6416.54	6111.73	33.06%
农林牧渔	10.48	34.68	138.94%	12.99	31.04	231.08%
轻工制造	42.17	56.09	12.81%	52.27	58.96	33.00%
商业贸易	161.46	205.79	7.03%	173.15	185.33	27.45%
食品饮料	139.37	238.05	60.12%	145.25	232.58	70.80%
信息服务	122.87	198.76	-26.53%	275.35	202.29	61.76%
信息设备	29.18	80.18	108.52%	39.21	81.76	174.77%
医药生物	153.86	266.36	37.08%	170.49	233.71	73.12%
有色金属	135.81	119.58	-33.70%	211.37	140.14	-11.95%
综合	24.04	38.22	90.93%	8.47	16.18	58.99%

数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 26： 09Q1-10Q1 利润对比情况

--	--	--	--	--	--	--

	09年Q1营 业利润	10年Q1营 业利润	同比增长	09年Q1调整 后营业利润	10年Q1调整 后营业利润	同比增长
采掘	463.63	722.21	55.77%	461.20	700.62	51.91%
餐饮旅游	3.72	5.18	39.28%	2.12	3.78	78.42%
电子元器件	-9.78	10.08		-9.08	9.67	
房地产	55.75	134.79	141.78%	45.61	122.28	168.08%
纺织服装	18.16	13.65	-24.83%	9.79	13.32	36.12%
公用事业	51.92	66.30	27.69%	32.29	43.11	33.51%
黑色金属	-41.74	114.96		-84.08	110.94	
化工	184.09	281.68	53.02%	168.38	269.64	60.14%
机械设备	67.68	111.79	65.16%	51.06	106.50	108.59%
家用电器	16.79	23.92	42.45%	17.92	23.67	32.04%
建筑建材	84.92	129.95	53.02%	79.70	130.51	63.74%
交通运输	37.66	189.58	403.40%	22.23	147.87	565.27%
交运设备	50.68	175.71	246.69%	41.30	139.62	238.10%
金融服务	1583.99	2170.58	37.03%	1492.15	2065.17	38.40%
农林牧渔	4.95	10.13	104.76%	3.44	8.12	136.38%
轻工制造	4.76	16.25	240.99%	2.25	15.72	599.98%
商业贸易	45.48	74.03	62.78%	39.52	72.45	83.31%
食品饮料	66.37	88.01	32.60%	63.36	85.51	34.96%
信息服务	61.75	29.81	-51.73%	64.54	35.79	-44.55%
信息设备	7.27	14.34	97.42%	6.71	11.44	70.51%
医药生物	49.66	81.83	64.78%	44.56	74.41	67.01%
有色金属	-9.66	74.75		-25.35	70.55	
综合	1.63	8.68	432.67%	-1.60	1.43	-189.35%

数据来源：国联证券研究所，Wind

综上所述，当我们综合考虑毛利率及营业利润增长质量因素时，我们发现电子元器件、农林牧渔、交通运输、纺织服装等行业业绩复苏明显，而金融、医药生物、食品饮料行业业绩增长稳定，因此它们实现盈利预期的概率相对较大，在弱势市场中，是较好的防御性选择。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。