

盈利能力恢复推动 09 年业绩增长，上游增长加快

——A 股公司 2009 年年报及 2010 年 1 季报分析

■ 2009 年的业绩增长主要得益于盈利能力的恢复。盈利能力可主要从净资产收益率和销售净利率两方面来衡量。从资产角度，全部 A 股的净资产收益率从 08 年的 12.1% 上升到 13.5%，净资产收益率同比增长 11.9%，另外净资产增长了 13.7%。从收入角度，2009 年全部 A 股的总收入增长率为 1.8%，较 08 年的 16.5% 大幅下降，但销售净利率从 7.8% 回升到 9.5%，同比增长了 22 个百分点。

■ 2009 年 ROE 的回升主要得益于销售利润率的回升、权益乘数的上升和利息负担的下降。通过杜邦分析法对净资产收益率（ROE）进行结构分析，企业可以通过 5 个因素的改善来提高 ROE：1、减少税负；2、减少利息负担；3、提高经营利润率；4、提高资产周转率；5、提高财务杠杆比率。另外，可以从净利润的来源来对非经营性业务带来的净利润进行区分。

■ 假设企业所得税率保持不变，影响 2010 年 ROE 走势的主要是资产周转率和销售利润率，利息负担有少许负面影响，2010 年 ROE 会继续回升。我们基础假定 2010 年总资产周转率回升 6 个百分点，销售利润率回升 1 个百分点，利息负担提高 2 个百分点，那么 ROE 的增长幅度为 17%，加上净资产规模的增长 10-12%，非金融类上市公司的净利润增长率有望达到 27-30%。

■ 上游行业增长加快。根据美林投资时钟，经济复苏的初期，下游行业率先复苏，经济增长的中、后期，上游行业的增长会加快、更为强劲，由此复苏进程的延续也是 1 季度周期性行业增长出现分化的原因之一，上游的有色金属、黑色金属、采掘、交通运输的业绩环比保持了较快的增长，而在 09 年中报中，下游行业的房地产、交运设备、信息设备、化工最先开始复苏。

■ 通过分析 1 季度的行业业绩变化，弱周期性的医药、商业贸易、农业的同比增长较快，营业收入和销售毛利率均出现了提升；金融服务的增长保持稳定；强周期性行业由于基数较低同比增长明显，其中有色金属、黑色金属、交运设备、信息设备、机械设备、交通运输、房地产的营业收入和销售毛利率同比均有明显提升，尤其交通运输、有色金属、黑色金属的业绩环比也有明显增长。综合考虑当前的业绩、估值以及行业的业绩变化趋势，建议投资者关注弱周期性的医药、商业贸易，金融服务中的保险、银行，以及强周期性的交通运输、交运设备、采掘、有色金属。

相关报告：

把握回调中的投资机会——2010 年 5 月 A 股投资策略, 2010.4

风格特征持续，静待趋势性机会——2010 年二季度 A 股投资策略, 2010.3

震荡市中把握结构性机会——2010 年 3 月 A 股投资策略, 2010.2

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。

报告关键点:

2009 年的业绩增长主要是依靠盈利能力的恢复;

2009 年的 ROE 的回升主要得益于销售利润率的回升、权益乘数的上升和利息负担的下降;

2010 年 ROE 的增长幅度有望达到 17%，净利润增长率有望达到 27-30%;

1 季度周期性行业增长明显，上游行业增长加快。

2009 年的业绩增长主要是依靠盈利能力的恢复

2009 年，A 股可比的公司 1593 家上市公司（可比样本为 09 年 1 月 1 日之前上市的公司）的净利润合计同比增长 24.3%，其中非金融类公司的净利润同比增长 24.1%。

2009 年的业绩增长主要得益于盈利能力的恢复。盈利能力可主要从净资产收益率和销售净利率两方面来衡量。从资产的角度，全部 A 股的净资产收益率从 08 年的 12.1% 上升到 13.5%，净资产收益率同比增长 11.9%，另外净资产增长了 13.7%，其中非金融类公司的净资产收益率从 08 年的 9.6% 上升到 10.6%，同比增长了 10.9%。从收入的角度，2009 年全部 A 股的总收入增长率为 1.8%，较 08 年的 16.5% 的增幅有明显下降，但销售净利率从 7.8% 回升到 9.5%，同比增长了 22 个百分点。

Figure 1 2009 年净利润增长分析

同比增长率	2009 年度		2008 年度	
	全部 A 股	全部 A 股 (非金融)	全部 A 股	全部 A 股 (非金融)
净资产收益率(整体法)	11.85	10.88	-28.8	-41.33
营业总收入合计	1.79	0.86	16.5	16.91
营业利润合计	38.2	49.63	-30.19	-46.18
利润总额合计	28.79	29.62	-25.2	-37.64
归属母公司股东的净利润	24.31	24.12	-17.63	-33.13

资料来源：WIND、世纪证券研究所

2009 年销售净利率的回升主要得益于毛利率的回升和财务费用率的下降，而营业费用率和管理费用率有小幅上升，对盈利能力的回升有负面作用。

Figure 2 2009 年与 2008 年的盈利能力比较

2009 年度		2008 年度	
全部 A 股	全部 A 股	全部 A 股	全部 A 股

	(非金融)		(非金融)	
销售净利率(整体法)	9.5	5.9	7.8	5.0
销售毛利率	20.6	20.6	18.22	18.22
营业费用 / 营业总收入	3.93	3.93	3.57	3.56
管理费用 / 营业总收入	8.13	4.79	7.42	4.4
财务费用 / 营业总收入	1.23	1.23	1.41	1.41

资料来源: WIND、世纪证券研究所

通过杜邦分析法对净资产收益率 (ROE) 进行结构分析, 企业可以通过 5 个因素的改善来提高 ROE: 1、减少税负; 2、减少利息负担; 3、提高经营利润率; 4、提高资产周转率; 5、提高财务杠杆比率。另外, 可以从净利润的来源来对非经营性业务带来的净利润进行区分。

2009 年的 ROE 的回升主要得益于销售利润率的回升、权益乘数的上升和利息负担的下降。其背景在于金融危机之后, 2009 年原材料的价格较 2008 年有明显的回落, 尤其是原油、大宗金属, 原材料价格的回落使得销售利润率回升, 另一方面政府实行宽松的货币政策, 09 年新增信贷 9.5 万亿, 利率也降至历史低点, 企业借贷的成本下降, 贷款的融资成本下降也使得企业决定增加贷款比重, 权益乘数上升。另一方面, 税负的加重和总资产周转率的下降对盈利能力产生了负面影响。

2010 年 ROE 的增长幅度有望达到 17%, 净利润增长率有望达到 27-30%。对未来 1-2 年的 ROE 变动进行预测, 上市公司的实际所得税负担会基本保持稳定; 利率环境的改变, 利息负担会逐渐上升, 权益乘数的增长也会减缓不排除出现小幅下降; 比较乐观的是随着营业收入的增长, 企业的总资产周转率会有所回升, 2009 年与 2008 年相差 12.5 个百分点, 还有相当大的恢复空间; 不确定性较大的是销售利润率, 原材料价格的上涨、劳动力价格的上涨、产能过剩的制约、市场竞争的日趋激烈会影响到销售利润率的回升, 但 2009 年相对 2007 年仍然还有 3.1 个百分点的差距, 我们认为进一步出现收敛的可能性居大, 但幅度不会太大。因此, 在预计 2010 年非金融类上市公司的 ROE 时, 假设企业所得税率保持不变, 影响其走势的主要是资产周转率和销售利润率, 利息负担有少许负面影响, 2010 年 ROE 的进一步回升是大概率事件。我们基础假定 2010 年总资产周转率回升 6 个百分点, 销售利润率回升 1 个百分点, 利息负担提高 2 个百分点, 那么 ROE 的增长幅度为 17%, 加上净资产规模的增长 10-12%, 我们估计 2010 年非金融类上市公司的净利润增长率有望达到 27-30%。

Figure 3 2009 年与 2008 年的净资产收益率比较——杜邦分析

因素分解	2009 年度		2008 年度	
	全部 A 股	全部 A 股 (非金融)	全部 A 股	全部 A 股 (非金融)
净资产收益率	13.5%	10.6%	12.1%	9.6%
归属于母公司净利润-扣除非 经常性损益/归属于母公司净 利润	92.5%	87.1%	94.1%	87.9%
归属于母公司净利润/利润总 额	73.5%	71.0%	76.4%	74.5%
利润总额/息税前利润	92.1%	86.0%	88.9%	80.7%
息税前利润/营业总收入	13.2%	8.8%	10.7%	7.3%
营业总收入/平均总资产	19.0%	71.1%	23.1%	83.6%
平均总资产/归属母公司权益	7.4	2.6	6.9	2.5

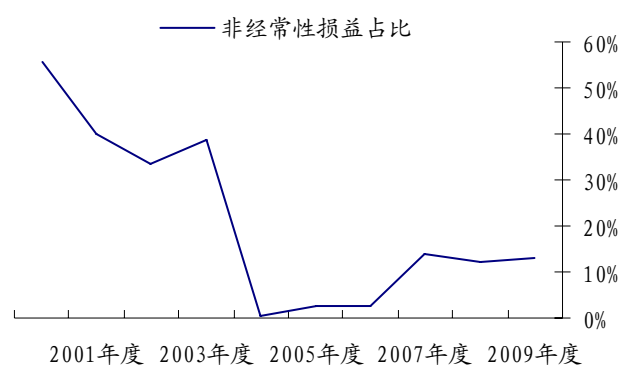
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 2009 年与 2008 年的净资产收益率比较——杜邦分析

	2009 年度		2008 年度	
	全部 A 股	全部 A 股 (非金融)	全部 A 股	全部 A 股 (非金融)
非经常性损益占比	7.5%	12.9%	5.9%	12.1%
税负	26.5%	29.0%	23.6%	25.5%
利息负担	7.9%	14.0%	11.1%	19.3%
销售利润率	13.2%	8.8%	10.7%	7.3%
总资产周转率	19.0%	71.1%	23.1%	83.6%
权益乘数	7.4	2.6	6.9	2.5

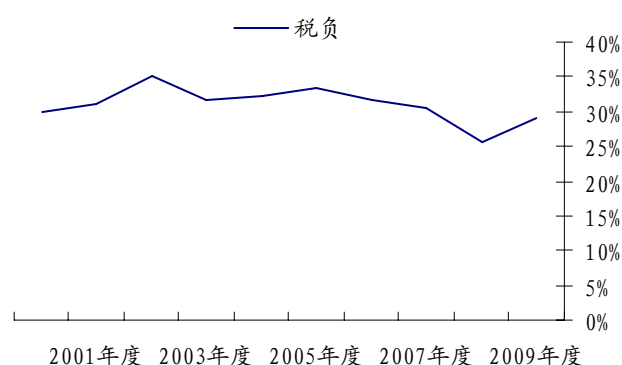
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 5 非经常性损益基本持平



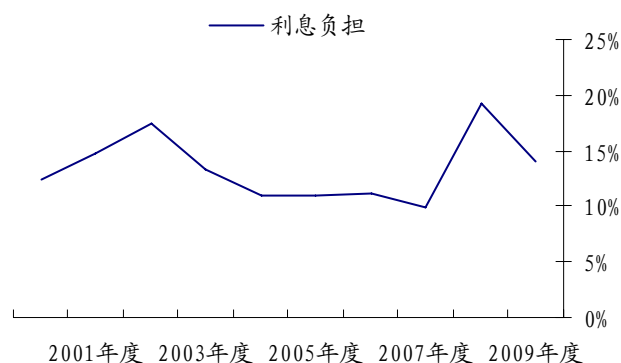
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 6 2009 年所得税负担比重上升



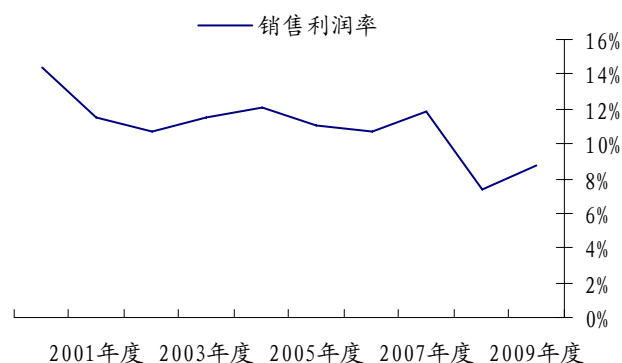
资料来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 7 2009 年利息负担下降



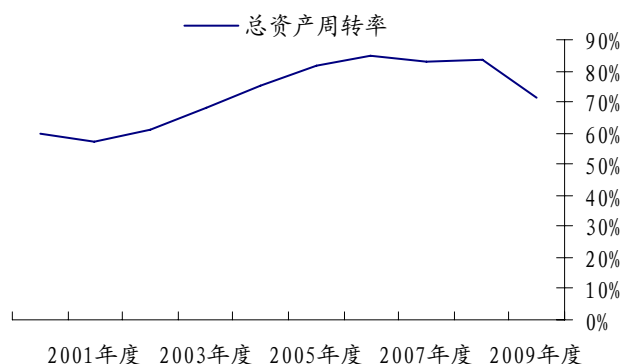
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 8 2009 年销售利润率回升



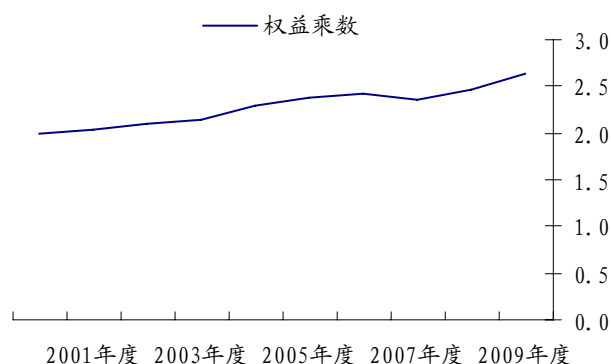
资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 9 2009 年总资产周转率有所下降



资料来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 10 2009 年权益乘数上升



资料来源: WIND、世纪证券研究所

周期性行业增长明显，上游行业增长加快

周期性行业同比增长明显。从1季度业绩同比看，由于09年1季度的基数低的原因，强周期性行业的业绩有大幅的增长，如有色金属、交通运输、黑色金属、交运设备、信息设备、家电、交通运输、房地产，增幅均超过了75%，采掘、化工的业绩增幅在50%左右，弱周期性行业中的医药、商业贸易、农业的业绩同比增长较快，超过或接近了60%。从增长的来源看，强周期性行业中营业收入和销售毛利率均有明显提升的有：有色金属、黑色金属、交运设备、信息设备、机械设备、交通运输、房地产，弱周期的医药、商业贸易、农业的营业收入和销售毛利率也均出现提升。值得注意的是纺织服装、餐饮旅游的业绩同比出现了下滑，分别为-33.3%、-1.7%，其下降的主要原因并非是由于收入和毛利率的变化引起的，其中纺织服装的投资收益同比大幅下降了6.9亿，同期净利润为9.3亿，而餐饮旅游的非经常性损益减少了3600万，同期净利润为1.8亿，。金融服务的同比、环比增长都保持稳定。

行业环比增长出现分化。从 1 季度业绩环比看，强周期性行业中交通运输、有色金属、化工、黑色金属、采掘的净利润增长较快，其中有色金属、黑色金属、采掘、化工主要受益于销售毛利率的环比上升，而交通运输的营业收入、毛利率均有显著改善。弱周期性行业中的农业、食品饮料的净利润环比增长较快。净利润环比有明显下降的行业有纺织服装、房地产、建筑建材、轻工制造、公共事业、信息设备，降幅均超过 20%，主要是由于营业收入的下降造成的，表明这些行业 1 季度业绩环比的下降在很大程度上是由于行业本身特点的影响，如销售、投资的季节性等，因此整体来看无需担心，但具体行业需要具体分析。

上游行业增长加快。我们认为，周期性行业仍然处在业绩上升的过程中，主要表现在 1 季度业绩同比的大幅增长，但随着经济增长的延续，处于产业链不同位置的会开始分化。根据美林投资时钟，经济复苏的初期，下游行业率先复苏，经济增长的中、后期，上游行业的增长会加快、更为强劲，由此复苏进程的延续也是 1 季度周期性行业增长出现分化的原因之一，上游的有色金属、黑色金属、采掘、交通运输的业绩环比保持了较快的增长，而在 09 年中报中，下游行业的房地产、交运设备、信息设备、化工最先开始复苏。

Figure 11 2010年一季度，行业可比上市公司的盈利情况比较

	2010Q1 净利润	2009Q1 净利润	2010Q1 净 利润同比 增长(%)	2009Q4 净 利润同比 增长(%)	Q1 销售毛利 率同比变化 (百分点)	Q1 营业 收入同 比增长	Q1 净利 润环比 增长(%)	Q1 销售毛利 率环比变化 (百分点)	Q1 营业收 入环比
农业	8.11	4.93	64.55	-70.86	1.56	42.05	126.14	1.57	-28.54
采掘	516.18	344.37	49.89	-4.11	-1.78	69.04	45.69	3.81	-7.31
化工	207.69	134.90	53.96	1650.87	-1.68	79.92	68.34	2.60	-1.84
黑色金属	89.08	-41.19	316.25	121.12	5.93	43.22	47.80	1.91	-7.99
有色金属	52.71	-10.51	601.59	120.49	7.78	73.41	116.59	2.31	-12.21
建筑建材	69.31	43.64	58.82	221.98	0.25	35.81	-32.92	0.19	-30.40
机械设备	81.39	46.19	76.21	147.47	2.96	39.35	4.11	4.04	-6.79
交运设备	116.65	32.84	255.23	1904.48	3.51	87.14	20.63	2.81	14.09
信息设备	12.64	6.15	105.67	860.06	0.08	80.74	-72.61	-1.30	-22.49
家用电器	24.86	12.55	98.16	992.17	-0.34	54.73	-11.71	-0.56	9.34
食品饮料	56.48	47.16	19.76	740.91	0.63	24.24	74.70	5.74	20.74
纺织服装	9.31	13.96	-33.31	584.62	0.21	18.37	-59.96	0.35	-20.60
轻工制造	11.34	2.49	355.78	305.57	3.42	33.45	-29.66	2.09	-0.31
医药生物	59.70	36.00	65.83	472.65	2.21	31.40	-12.73	0.77	3.12
公共事业	46.24	35.02	32.05	321.09	-0.06	43.39	-24.73	-0.35	-4.70
交通运输	141.00	31.43	348.65	115.16	9.25	38.01	209.90	10.10	6.53

房地产	89.14	38.03	134.41	80.53	6.34	85.53	-47.52	2.82	-49.26
金融服务	1653.69	1195.15	38.37	213.44	0.09	19.82	31.06	0.38	43.38
商业贸易	48.43	30.35	59.54	423.25	0.48	53.10	28.80	1.11	-5.98
餐饮旅游	1.78	1.81	-1.71	330.49	2.07	25.19	-51.28	-0.24	-37.62
信息服务	14.05	23.81	-40.99	90.22	-6.14	10.73	-21.99	3.87	-7.89
综合	6.54	0.85	670.40	185.87	2.65	41.82	-39.93	-2.42	-25.44

资料来源：WIND、世纪证券研究所

通过分析 1 季度的行业业绩变化，弱周期性的医药、商业贸易、农业同比增长较快，营业收入和销售毛利率均出现了提升；金融服务的增长保持稳定；强周期性行业由于基数较低同比增长明显，其中有色金属、黑色金属、交运设备、信息设备、机械设备、交通运输、房地产的营业收入和销售毛利率同比均有明显提升，尤其交通运输、有色金属、黑色金属、采掘的业绩环比也有明显增长。综合考虑当前的业绩、估值以及行业因素，建议投资者关注弱周期性的医药、商业贸易，金融服务中的保险、银行，以及强周期性的交通运输、交运设备、采掘、有色金属。

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.