

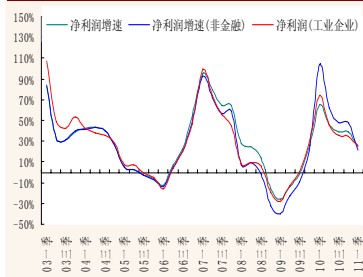
策略研究

成本压制业绩增长，新一轮去库存化已开始

2011年5月3日

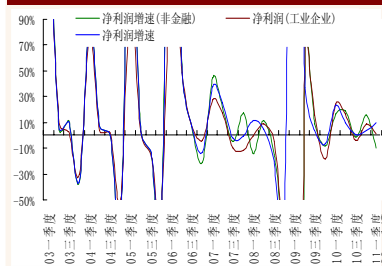
A股上市公司2010年报及2011年一季度报分析

业绩同比高增长，增幅回落



资料来源：WIND、招商证券

环比增速回落明显



资料来源：WIND、招商证券

相关报告：

1、《A股上市公司10年三季报分析_业绩同比高增长，存货创历史新高》2010/11/2

2、《中游行业表现亮眼、二次去库存压力显现_A股上市公司10年中报分析》2010/9/1

肖群稀

0755-82944676
xiaoqx@cmschina.com.cn
S1090511040032

景志钟

0755-82960739
jingzz@cmschina.com.cn
S1090511040003

国际大宗商品价格持续上涨，使得国内通货膨胀高居不下，国内大力控制通胀将使得名义增速逐渐回落；原材料价格的上涨也加大了上市公司成本压力，侵蚀了利润。2010年上市公司业绩的高增长很大程度是依靠通胀导致的虚高因素，2011年上市公司的业绩增速将继续收窄，预计全年增长20%-25%。

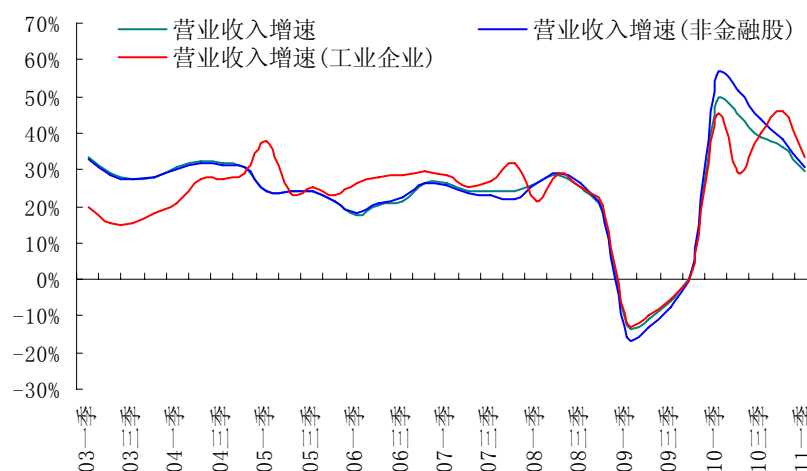
- **2010年的企业盈利增速已成“强弩之末”。**虽然2010年企业盈利依然保持了39%的高增速，但这是在名义经济增速接近14%的情况下实现的。也就是说，2010年企业盈利的提高很大程度上是依靠通货膨胀导致的虚高因素。
- **2011年一季度，非金融类上市公司盈利环比下降10%。**2011年一季度上市公司净利润同比增幅收窄至29%，环比来看，较2010年第四季度增长10%，其中，金融业环比增长37%，非金融类公司环比下降10%。
- **成本压力下，上市公司盈利能力下降。**从毛利率水平来看，2010年基本上已经见顶。环比来看，2011年一季度较2010年第四季度下降一个百分点，这直接导致了企业盈利能力的下降和业绩增速的收窄。2010年，ROE由2009年的12.5%提高到14.6%，这很大程度上是依靠较高的通胀水平实现的，名义增速的下降是预期中的事情，在这个过程中，企业盈利的增速将下降得更快。环比已经出现这种趋势，2011年一季度，ROE由2010年第四季度的3.56%下降至为3.1%。
- **新一轮去库存化已经展开。**2010年，非金融类上市公司的存货同比增幅高达36.7%，存货总量创历史新高。2011年一季度，这一增速回落至33.9%。存货作为顺周期的产物，在经济扩张的时期，上市公司大量储备物资扩大生产，随着宏观经济增速的回落，由于需求减少，上市公司进入新一轮去库存化周期中。
- **上市公司投资增速下降。**随着政府财政刺激政策的退出和对房地产行业的调控带来的房地产投资增速的下降，2010年以来上市公司的投资增速持续下行。2011年一季度上市公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流同比增速下降至7%，而在2007年高点的时候，这一数字曾一度达到30%以上。
- **环比来看，净利润增速和盈利能力均有所改善的行业主要集中在上游能源原材料行业和下游消费品行业，包括有：石油石化、钢铁、煤炭、机械、食品饮料和医药。**
- **预计2011年上市公司盈利增速将在20%-25%之间。**国内通货膨胀高居不下，控制通胀成为宏观调控的首要任务，这必将使得宏观经济增速一定程度上回落；另一方面，原材料价格的上涨也加大了企业的成本压力，侵蚀了利润。2011年上市公司的业绩增速或将大幅回落，预计全年增速在20%-25%之间。

一、A 股上市公司盈利增幅收窄

2010 年上市公司盈利增速依然保持了较高的水平,但这是在通货膨胀率达到 4.6%的情况下实现的。2010 年,可比的 1690 家上市公司实现营业收入 16.4 万亿元,同比增长 35.9%,实现属于母公司所有者的净利润 1.46 万亿元,同比增长 39.2%。非金融类上市公司的营业收入同比增长 38.2%,净利润同比增长 50.7%;上市公司中的工业企业营业收入增长 38.5%,净利润增长 43.4%。

2011 年一季度,通胀继续攀高的背景下,上市公司业绩同比增幅大幅收窄。2011 年一季度,可比的 1782 家上市公司实现营业收入 4.6 万亿元,同比增长 28.9%,实现属于母公司所有者的净利润 4198 亿元,同比增长 24.2%。非金融类上市公司的营业收入同比增长 29.8%,净利润同比增长 21.3%;上市公司中工业企业的营业收入同比增长 31%,净利润同比增长 25.3%。

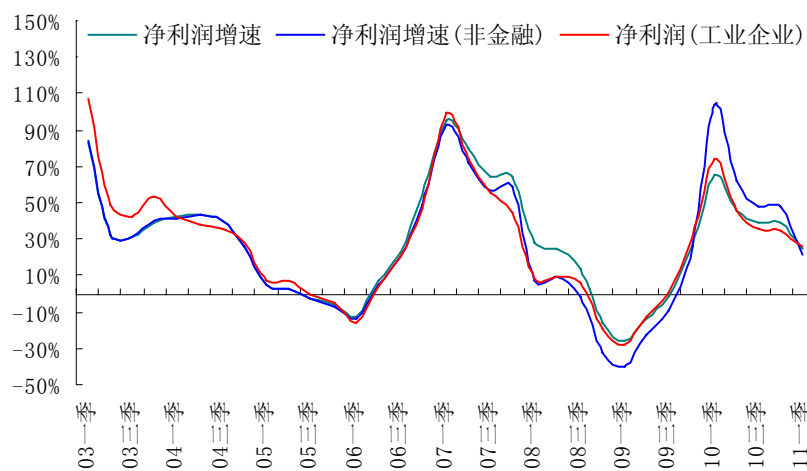
图 1: 各报告期营业收入同比增速: 逐渐收窄



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

说明: 图中, 10 中期指的是上半年, 10 三季度指的是 10 年前三季度, 10 年报指的是全年的数据

图 2: 上各报告期净利润同比增速: 逐渐收窄



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

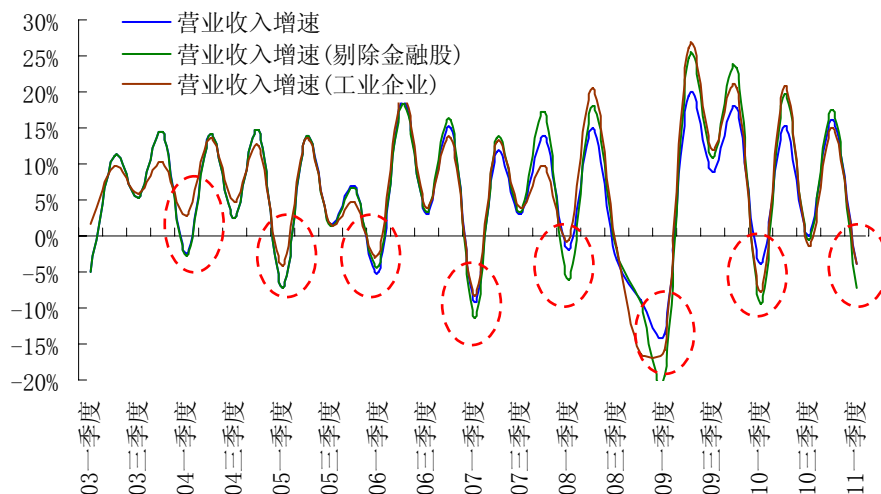
说明: 图中, 10 中期指的是上半年, 10 三季度指的是 10 年前三季度, 10 年报指的是全年的数据

环比来看，业绩收缩的趋势更明显。

2010 年第四季度，上市公司营业收入环比增长 16.2%，净利润增长 4%；主要贡献来自于非金融类上市公司，其营业收入增长了 17.6%，净利润增长了 15.4%；金融类上市公司营业收入增长了 8.3%，净利润下降 8.1%。

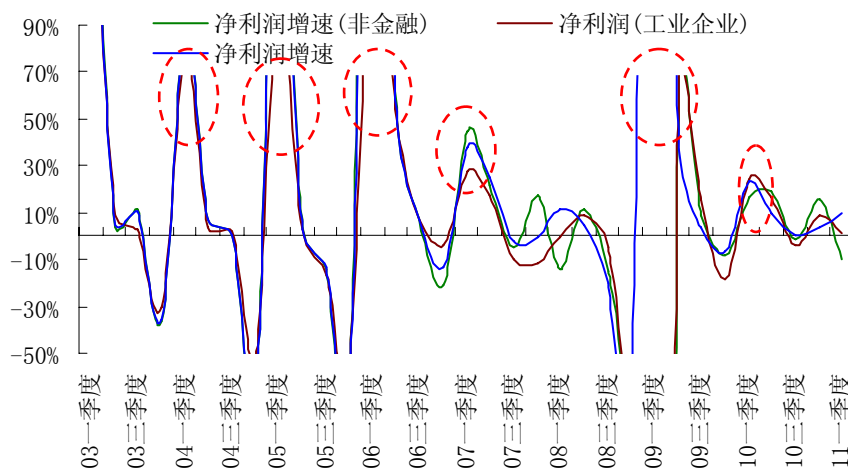
2011 年一季度，上市公司营业收入环比下降 3.8%，净利润环比增长 10%。非金融类上市公司业绩大幅回落，营业收入下降 7.3%，净利润下降 10.1%。金融类上市公司的营业收入增长 18%，净利润环比增长了 37%；

图 3：2010 年营业收入单季度环比增长 16%，2011 年一季度单季环比下降 4%



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 4：2011 年一季度较上年第四季度净利润环比增 10%，非金融类公司环比降 10%



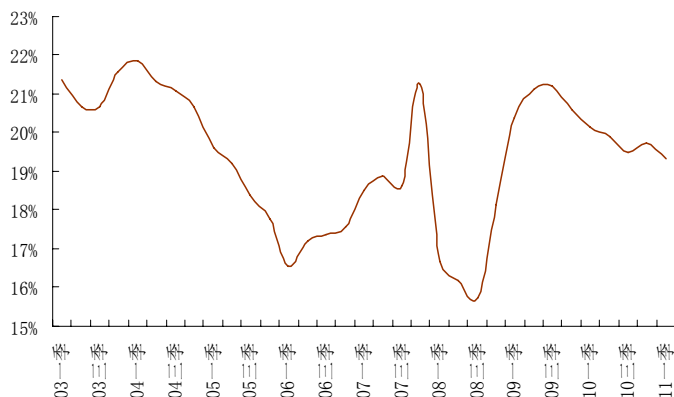
资料来源：WIND，招商证券研发中心

二、上市公司盈利能力分析

1、成本上升过快，毛利率水平下降

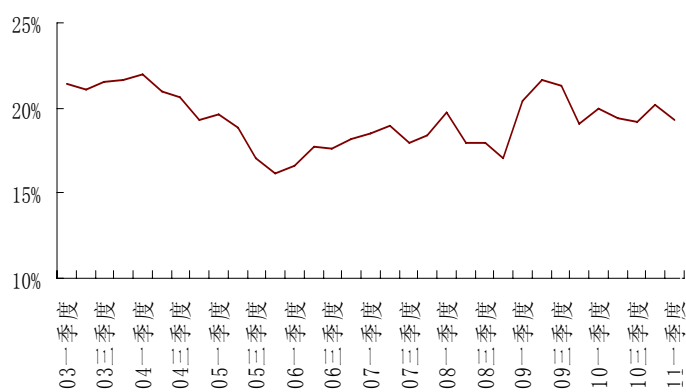
非金融类上市公司的毛利率水平在2009年中期达到历史高位后，逐季缓慢回落。2010年、2011年一季度上市公司的毛利率均接近20%。环比来看，2011年一季度较2010年第四季度下降近一个百分点。

图5：各报告期，毛利率水平处于下降的趋势中



资料来源：WIND，招商证券研发中心

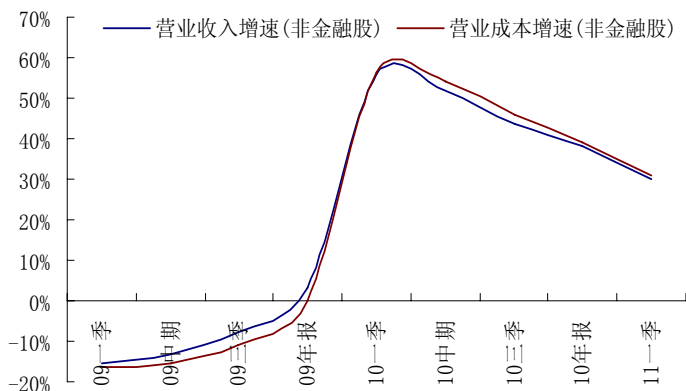
图6：2011年一季度较2010年第四季度下降近一个百分点



资料来源：WIND，招商证券研发中心

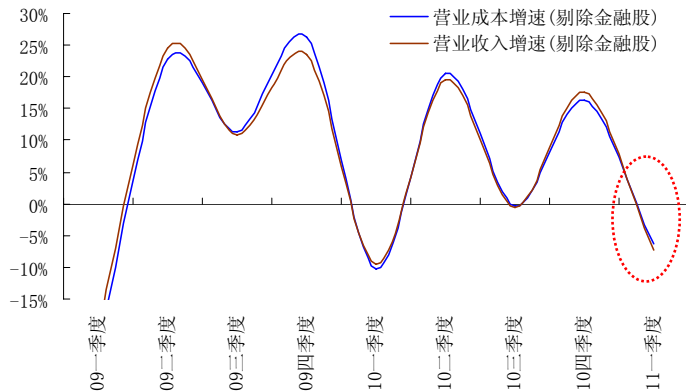
由于国际大宗商品和原材料价格的快速上涨，上市公司营业成本上升的速度始终快于收入增长的速度，这是毛利率水平下降的主要原因。2010年，非金融类上市公司的营业收入同比增长38.1%，营业成本同比增长39.2%，2011年一季度，两项指标分别增长29.8%和31%。环比来看，2011年第一季度较上年第四季度分别有所下降，但收入下降的幅度大于成本下降的幅度。

图7：10年以来收入同比增速一直略低于成本同比增速



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图8：2011年一季度单季收入环比降幅略快于成本环比降幅

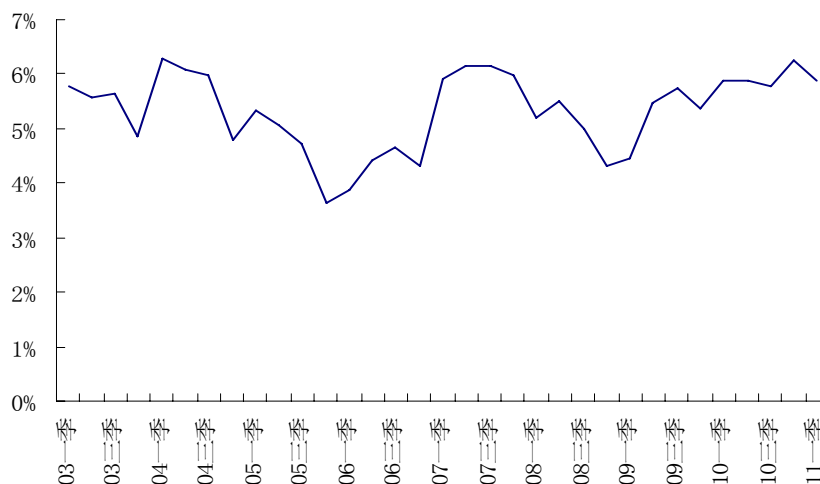


资料来源：WIND，招商证券研发中心

2、2011年一季度销售净利率开始下降

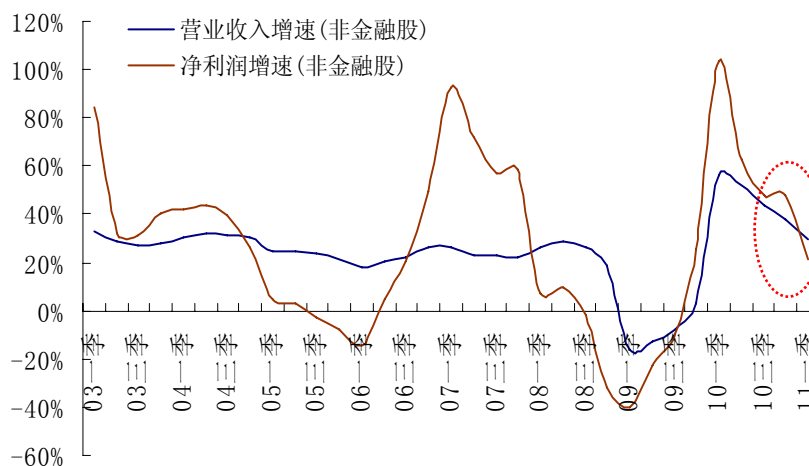
2010年，上市公司销售净利率同比由5.4%大幅提升到6.3%；2011年一季度上市公司销售净利率同比由5.9%下降到5.5%。净利润增速慢于营业收入的增速是2011年一季度销售净利率下降的主要原因。

图9：各报告期销售净利率



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图10：利润增速慢于收入增速是2011年一季度销售净利率同比下降的主要原因

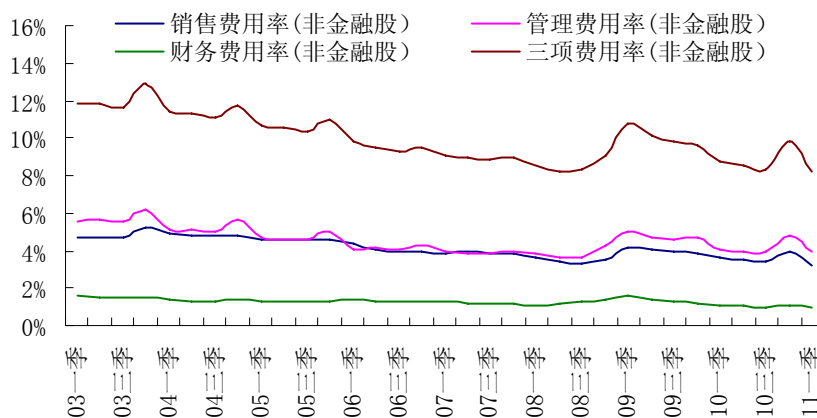


资料来源：WIND，招商证券研发中心

3、三项费用率持续下降

三项费用率处于下降的趋势中。三项费用中，财务费用率一直相对稳定，销售费用率、管理费用率2010年短暂回升后，2011年一季度继续回落。我们并没有看到由于人力资本成本上升带来管理费用率大幅上升的情况。

图11: 三项费用率处于同比下降的趋势中

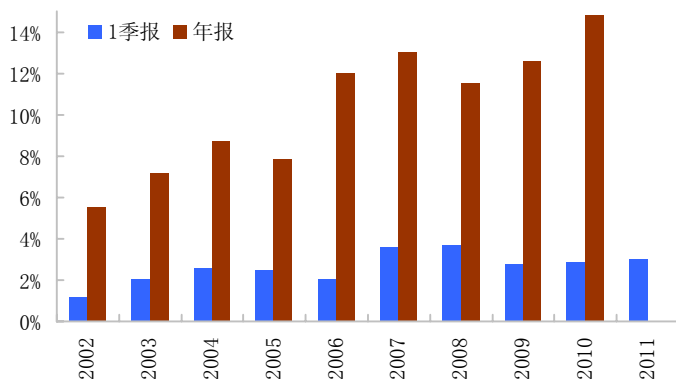


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

4、ROE或已见顶

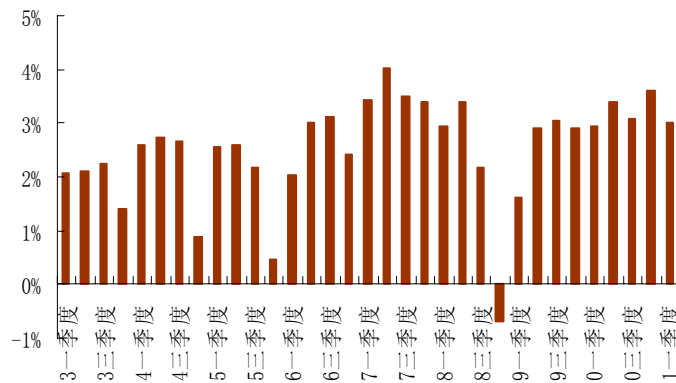
2010年, 上市公司的ROE水平由2009年的12.5%大幅提高到14.6%。但是, 2010年上市公司盈利能力的提高很大程度上是依靠通货膨胀导致的虚高因素。名义增速的下降是预期中的事情, 在这个过程中, 企业盈利的增速将下降得更快。所以, 从企业盈利能力ROE来看, 2010年基本上已经见顶。环比的数据已经可以看见这种趋势, 2011年一季度, 上市公司的ROE由2010年第四季度的3.56%下降至3.1%。

图12: 2010年ROE同比或已见顶



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图13: 2011年一季度单季度ROE环比下降至3.1%



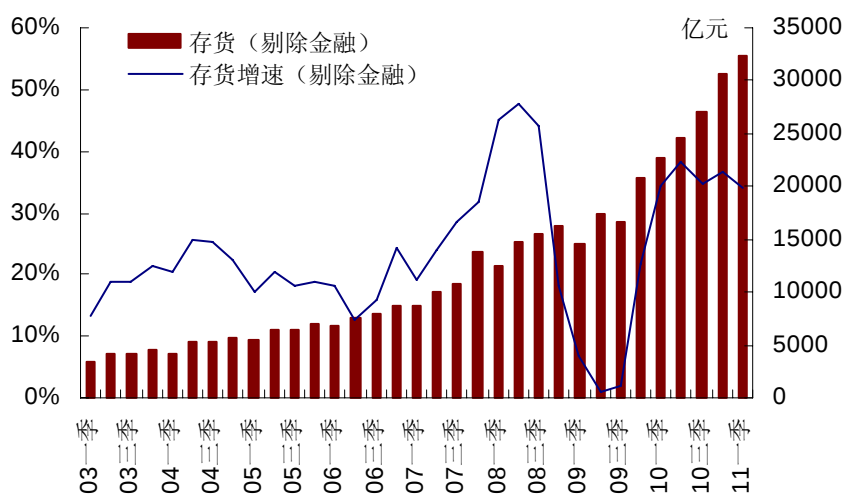
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

三、重要财务指标揭示

1、新一轮去存货化开始

2010年，非金融类上市公司的存货同比增幅仍高达36.7%，存货总量创历史新高。2011年一季度，存货同比增速回落至33.9%。存货作为顺周期的产物，在经济扩张的时期，上市公司大量储备物资扩大生产，在经济下行的周期中，由于需求减少，上市公司开始进入新一轮的去库存化周期中。

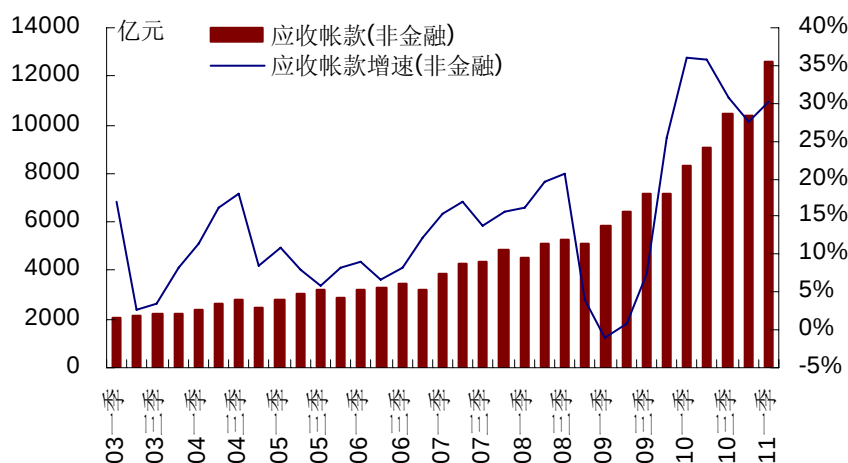
图 14：新一轮去库存化已经展开：存货同比增速回落



资料来源：WIND，招商证券研发中心

2010年上市公司应收帐款同比增长27.3%，规模较2010年前三季度还有所回落；2011年一季度，上市公司应收账款同比30.3%，规模创新高，这是上市公司新一轮去库存化开始的佐证。

图 15：2011年一季度上市公司应收帐款同比大幅增长

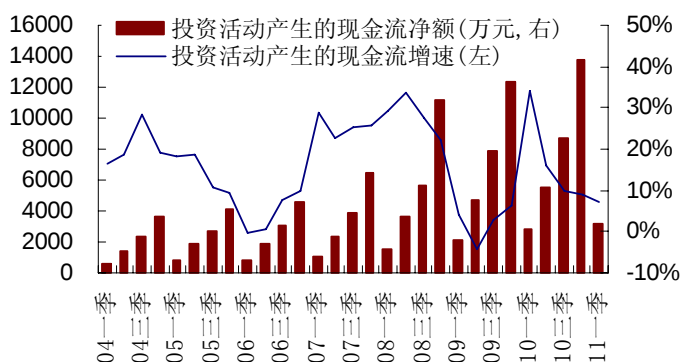


资料来源：WIND，招商证券研发中心

2、投资增速下降

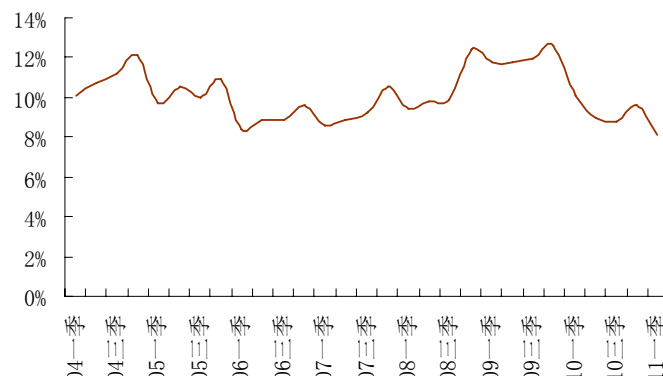
随着政府财政刺激政策的退出和对房地产行业的调控带来的房地产投资增速的下降，2010年以来上市公司的投资增速持续下行。2011年一季度非金融类的可比上市公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流同比增速下降至7%，而在07年高点的时候，这一增速曾一度达到30%左右；上市公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流占营业收入的比也回落至8%。

图 16：固定资产投资现金流同比增幅收窄



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 17：固定资产投资现金流占营业收入的比缓慢下降

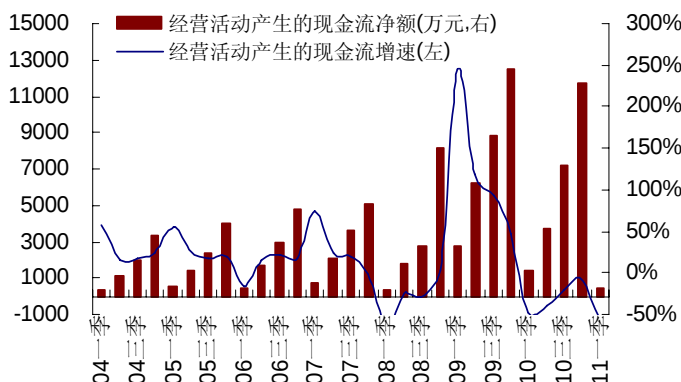


资料来源：WIND，招商证券研发中心

3、经营性现金流大幅减少

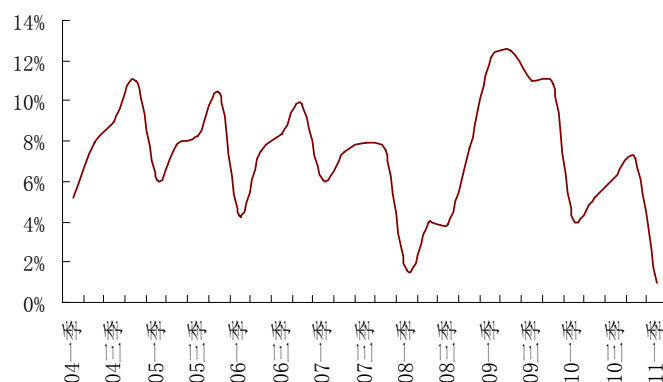
2010年上市公司经营活动净现金流同比略有下降，2011年一季度，该指标同比大幅下降了50%。随着去库存化的深化，上市公司的现金流状况可能会有所改善。

图 18：2011年一季度经营性现金流同比下降50%



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 19：经营性现金流占营业收入的比大幅下降



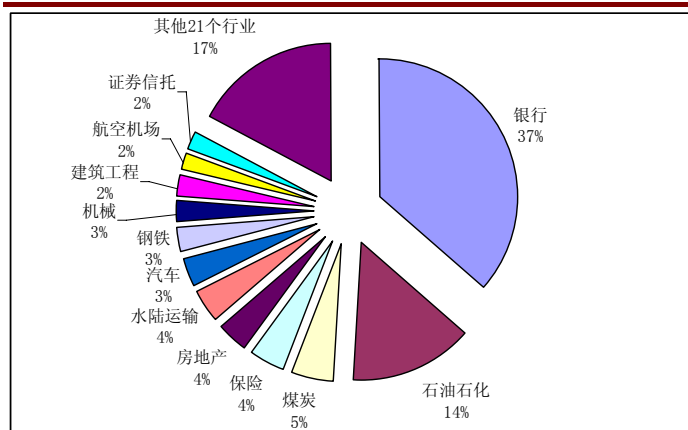
资料来源：WIND，招商证券研发中心

四、各行业业绩分析

2010 年，净利润增量贡献率靠前 10 个行业是：银行（37%）、石油石化（14%）、煤炭（5%）、保险（4%）、房地产（4%）、水路运输（4%）、汽车（3%）、钢铁（3%）、机械（3%）和建筑工程（2%）。

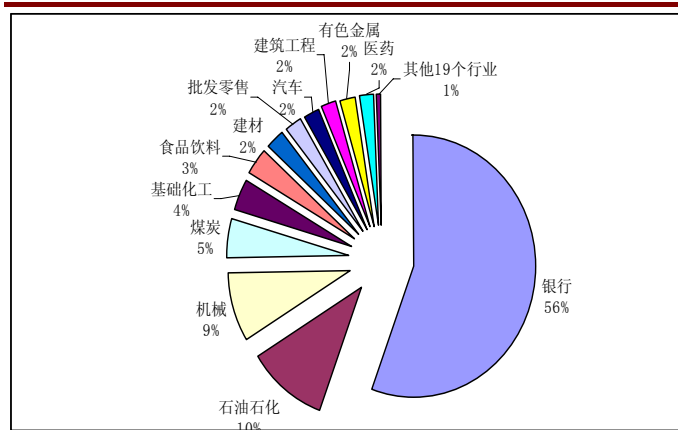
2011 年一季度，净利润增量贡献率靠前 10 个行业是：银行（56%）、石油石化（10%）、机械（9%）、煤炭（8%）、基础化工（4%）、食品饮料（3%）、建材（2%）、批发零售（2%）、汽车（2%）和建筑工程（2%）。

图 20：上市公司 2010 年净利润增量贡献率



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 21：上市公司 2011 年一季度净利润增量贡献率



资料来源：WIND，招商证券研发中心

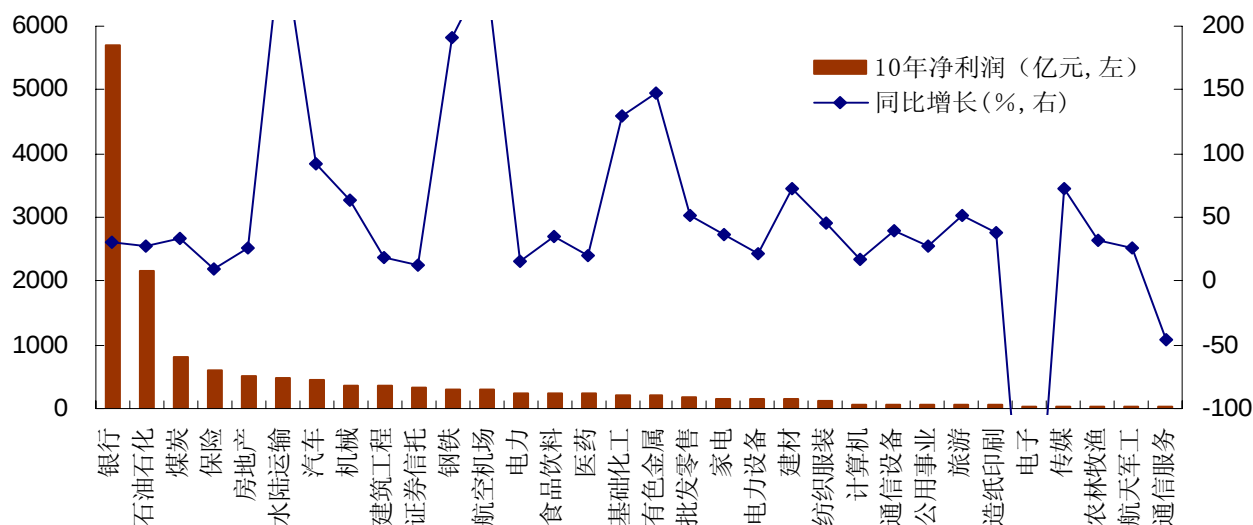
1、关注净利润环比大幅增长的行业

2010 年，净利润同比增长较快的行业有：水陆运输（271%）、航空机场（243%）、钢铁（190%）、有色金属（147%）、基础化工（130%）、汽车（91%）、建材（72%）、传媒（72%）、机械（63%）和旅游（52%）；同比出现负增长的行业有电子（-268%）和通信（-46%）。

2011 年一季度，净利润同比增长较快的行业有：建材（117.8%）、纺织服装（112%）、机械（105%）、传媒（71%）、基础化工（66%）、家电（52%）、食品饮料（40%）、公用事业（35%）、银行（32%）和有色金属（28%）；同比出现负增长的行业有：通信服务（-42%）、电力（-36%）、农林牧渔（-24%）、钢铁（-10%）、电子（-9%）、电力设备（-7%）、航空机场（-5%）、房地产（-4%）、证券信托（-2%）和保险（-1%）。

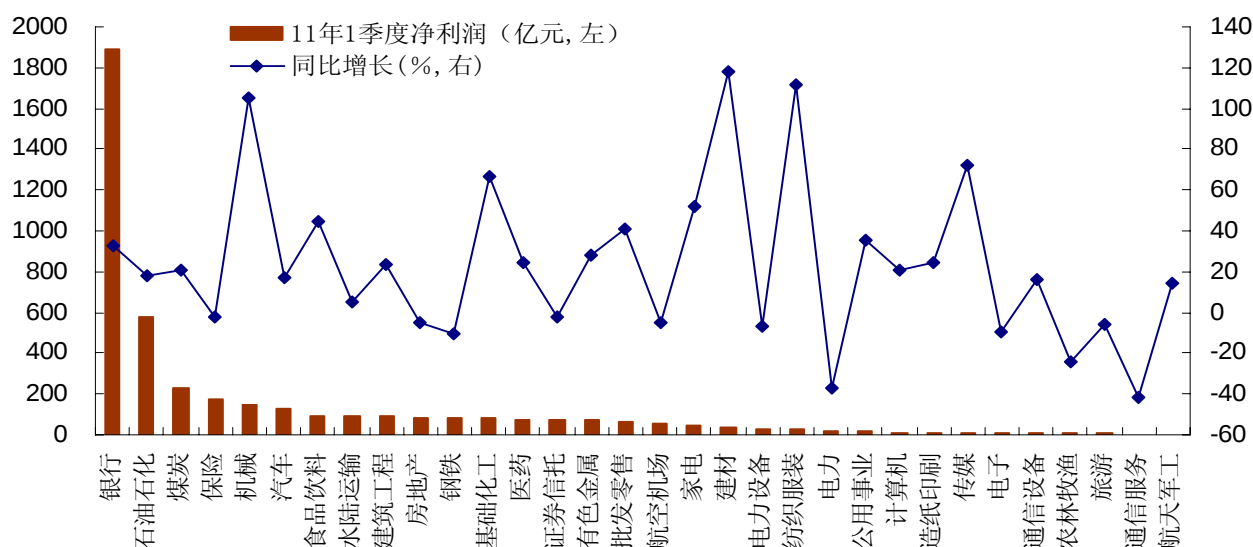
环比来看，绝大多数行业 2011 年第一季度净利润较 2010 年第四季度都出现了不同程度的下滑，实现正增长的行业集中在能源原材料和下游消费品行业，包括：石油石化（5.7%）、煤炭（24%）、钢铁（54%）、有色（10%）、机械（38%）、医药（10%）、食品饮料（48%）、零售（4.5%）、汽车（4.9%）、家电（1.5%）和保险（2%）。出现负增长的行业有：通信设备（-75%）、航天军工（-70%）、房地产（-66%）、旅游（-66%）、电力（-63%）等。

图 22: 2010 年各行业净利润同比增速排名情况



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 23: 2011 年一季度各行业净利润同比增速排名情况



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

表 1: 上市公司各行业净利润单季度环比增速 (%)

行业	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1
石油石化	-63	-3.4	-21	-14	-7.3	-26	88	-17	-21	72.7	-8.3	-31	44.3	9.0	5.8	-0.9	5.7
煤炭	-61	10.4	7.7	-13	47.4	39.4	17.0	-55	59.7	-7.0	6.7	-14	43.1	7.5	3.9	-13	24
钢铁	0.4	27.3	-26	2.6	23.3	57.0	-48	亏损	续亏	续亏	扭亏	-45	43.9	22.1	-64	32	54
基础化工	-3.2	54.7	-0.6	-8.8	6.0	39.0	-34	亏损	扭亏	137	-24	-58	30.6	-4.1	-8.9	113	-12
建材	-48	228	-4.6	4.3	-4	100	-13	-61	-34	329	11.9	-2.2	-48	106	15.4	70	-44
有色	-20	53.1	-40	-26	-0.6	18.4	-42	亏损	扭亏	-376	99.7	-35	90	1.0	1.65	23	10
造纸	61.3	74.6	-18	-4.4	26.1	16.4	-31	亏损	扭亏	300	47.2	11.4	-40	20.0	-11	91	-44
汽车	110	54.4	-26	4.5	14.4	5.0	-65	亏损	扭亏	143	36.1	6.8	26.1	4.3	-5.3	10	4.9
电力设备	-67	53.7	-3.6	164	-64	3.5	-0.4	-37	-22	61.0	-5.7	14.6	-34	37.1	1.42	3.0	-33
机械	-11	56.5	21.5	-5.2	-25	29.3	-17	-34	-43	51.9	6.8	-0.6	-37	60.8	-6.6	-4.0	38
航天军工	-46	143	-37	71.3	-17	11.1	5.7	35.1	-80	210	27.0	129	-78	219	-38	120	-70
建筑施工	-75	232	51.5	50.8	-78	102	-63	31.0	-18	64.8	-3.0	32.4	-34	46.1	-45	120	-31
家电	扭亏	77.8	-9.6	-9.8	25.5	36.1	-33	亏损	扭亏	145	-17	16.2	-14	53.9	3.3	1.1	1.5