

证券研究报告—专题报告

投资策略

财报分析专题二

2011 年 5 月 16 日

相关研究报告:

专题报告

证券分析师: 黄学军

电话: 021-60933142

E-mail: huangxjun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120018

高通胀下盈利和毛利回落, 盈利向金融集中

2010 行业业绩高速增长, 11 年 Q1 增速略有回落

从上市公司的整体业绩来看, 一季度较去年全年增速放缓。2010 年度 A 股可比公司 2023 家, 共实现营业收入 17.3 万亿元, 同比上升 35.6%; 营业利润 2.1 万亿元, 同比上升 38.9%; 归属母公司净利润 1.6 万亿元, 同比上升 39.1%。2011 年 1 季度 A 股可比公司 2103 家, 共实现营业收入 4.8 万亿元, 同比上升 29.1%; 营业利润 0.63 万亿元, 同比上升 27.3%; 归属母公司净利润 0.48 万亿元, 同比上升 25.4%。

从占比情况来看, 上市公司的盈利向金融业等大公司集中, 剔除金融和石油石化的营业收入占比和净利润的占比都下降。从紧对金融服务类有利, 尤其是银行的利差扩大带来的基本面提升, 成本上升对石油石化影响明显。对比 2010 年读和 2011 年 Q1 的情形, 首先是营业收入的占比来看, 金融服务类占整个 A 股的营业收入比从 2010 年的 15% 上升到 2011Q1 的 17%, 石油石化的占比从 2010 年的 19.6% 上升到 21.6%, 同时剔除金融、石油石化的比例从 65.5% 下降到 61.5%。其次从净利润占比来看, 金融服务类的净利润占比从 2010 年的 45% 到 2011 年 Q1 的 50.5%, 出现了较明显的提升, 石油石化的占比从 13% 下降到 12.5%。同时剔除金融、石油石化的比例从 42% 下降到 37%。

10 年净利率上升因费用率下降抵毛利下滑, 高通胀 Q1 净利率回落

10 年三大费用增速慢于主营业务增速, 使得营业利润仍保持快速增长。2010 年度净利率为 6.52%, 相比去年同期上升 0.5 个百分点。11 年 Q1 主营业务收入维持了 10 年的增长态势, 但高通胀下三大费用率的下降难以抵消毛利率下滑, 非经常性损益的增加, 使得 11 年一季度公司净利率略有下降。

资产周转率上升助推 10 年 ROE, 11 年 Q1 金融服务类 ROE 弹升

2010 年度, A 股整体净资产收益率 ROE 为 12.35%, 相比 09 年度 10.15% 大幅上升, 主要原因是资产周转率显著提升。2011 年 1 季度金融服务类公司的 ROE 出现较大幅度的弹升, 而非金融类公司的 ROE 却改变了去年整体上升的趋势, 有所回落。

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, 特此声明。

内容目录

2010 年业绩高速增长，11 年 1 季度增速略有回落	4
2010 年至 2011Q1 上市公司整体业绩增速逐步放缓	4
10 年汽车、金属制品、计算机设备、采掘和运输物流行业高速增长	6
11 年 Q1 汽车服务、金属制品、白色家电、酒店餐饮等保持高速增长	6
11 年 Q1 高速公路、机场、铁路运输、水务和其他采掘净利增速较快	6
10 年净利润率上升，成本上升 11 年 Q1 有所回落	9
10 年净利率回升归因于三大费用增速缓于主营业务增长	9
成本上升 11 年 Q1 净利率有所回落	9
石油石化毛利 10 年下滑明显，11 年 Q1 原油价格(成本)攀升毛利回落	10
10 年航运、显示器材、半导体、水务、化学原料行业盈利能力改善	11
11 年 Q1 环保、其他采掘、传媒、景点、化工新材料行业盈利改善	11
资产周转率上升助推 10 年 A 股 ROE，11 年 Q1 金融服务类 ROE 弹升	12
10 年石油石化 ROE 抬升 A 股整体 ROE，11 年 Q1 金融服务 ROE 弹升	12
10 年交运设备、交通运输、电子元器件等 5 大行业 ROE 上升较大	13
11 年 Q1 纺织服装、综合、食品饮料、化工商业贸易等 ROE 上升快	13

图表目录

表 1: 季度累计利润结构 (单位: 亿元)	4
表 2: 2010 度及 11Q1 业绩增速	5
表 3: 单季利润结构 (单位: 亿元)	5
表 4: 分行业主要业务增长率、毛利率、净利率	6
表 5: 分行业主要业务增长率、毛利率、净利率	8
表 6: 合并利润表 (剔除金融服务类)	10
图 1: 季度累计毛利率	11
图 2: 季度累计净利率	11
图 3: 三费率 (非金融类上市公司)	11
图 4: 石油石化毛利率与石油进口价格	11
图 5: ROE(年化)	12
图 6: 资产周转率 (年化)	12
图 7: 经营净利率 (季度累计)	13
图 8: 权益乘数 (季度累计)	13
图 9: 行业 ROE(季度累计)	13
图 10: 经营净利率 (季度累计)	13

图 11: 资产周转率 (季度累计)	14
图 12: 权益乘数 (季度累计)	14

2010 年业绩高速增长，11 年 1 季度增速略有回落

2010 年至 2011Q1 上市公司整体业绩增速逐步放缓

从上市公司的整体业绩来看，一季度较去年全年增速放缓。2010 年度 A 股可比公司 2023 家，共实现营业收入 17.3 万亿元，同比上升 35.6%；营业利润 2.1 万亿元，同比上升 38.9%；归属母公司净利润 1.6 万亿元，同比上升 39.1%。2011 年 1 季度 A 股可比公司 2103 家，共实现营业收入 4.8 万亿元，同比上升 29.1%；营业利润 0.63 万亿元，同比上升 27.3%；归属母公司净利润 0.48 万亿元，同比上升 25.4%。从去年下半年以来通胀压力大，企业成本上升，并出台一系列紧缩政策抑制通胀的大背景下，大量上市公司业绩“变脸”，尤其是一些中小企业如刚上市的创业板都出现了季度亏损，上市公司整体业绩增速开始回落。

从增速结构来看，2010 年 A 股整体营业收入增长较快，整体增速为 35.6%，石油石化营业收入高速增长，为 42.9%，显著高于金融服务类的 24.32%，但与此相反的是石油石化归属母公司净利润增速为 28.04%，低于金融服务的 29.77%，主要原因是石油石化 2010 年度毛利由 09 年的 29.41%下降为 25.79%。一季度继续维持这种态势，一季度石油石化继续保持高速增长，由于毛利率继续降低至 23.8%，导致石油石化虽然增长速度明显高于金融服务，但是归属于母公司的净利润增速 19.3%仍低于金融服务的 28.6%。

从占比情况来看，上市公司的盈利向大公司集中明显，剔除金融和石油石化的营业收入占比和净利润的占比都下降。从紧对金融服务业有利，尤其是银行的利差扩大带来的基本面提升，油价上涨对石油石化影响明显。首先是营业收入的占比来看，金融服务类占整个 A 股的营业收入比从 2010 年的 15%上升到 2011 年一季度的 17%，石油石化的占比从 2010 年的 19.6%上升到一季度的 21.6%，同时剔除金融、石油石化的比例从 65.5%下降到 61.5%。其次从净利润占比来看，金融服务类的净利润占比从 2010 年的 45%到一季度的 50.5%，出现了较明显的提升，石油石化的占比从 13%下降到 12.5%。同时剔除金融、石油石化的比例从 42%下降到 37%。

表 1：季度累计利润结构（单位：亿元）

行业	营业收入				营业利润				可比公司数	可比公司数
	2010 年报	同比	1Q11	同比	2010 年报	同比	1Q11	同比	2010	1Q11
全部 A 股	172647	35.6%	47947	29.1%	21324	38.9%	6344	27.3%	2023	2103
沪深 300 成分股	131006	36.5%	36827	29.7%	18855	37.4%	5712	27.0%	300	300
金融服务类	25757	24.3%	8116	25.6%	10037	30.7%	3288	29.4%	45	45
石油石化(中石油、中石化，下同)	33786	42.9%	10348	36.7%	2944	30.9%	839	27.8%	2	2
剔除金融服务类	146890	37.7%	39830	29.8%	11287	47.0%	3056	25.0%	1978	2058
剔除石油石化	138861	33.9%	37598	27.1%	18380	40.2%	5505	27.2%	2021	2101
剔除金融、石油石化	113104	36.3%	29482	27.5%	8343	53.6%	2216	24.0%	1976	2056
行业	净利润				归属母公司净利润				可比公司数	可比公司数
	2010 年报	同比	1Q11	同比	2010 年报	同比	1Q11	同比	2010	1Q11
全部 A 股	17417	39.6%	5042	25.2%	16366	39.1%	4770	25.4%	2023	2103
沪深 300 成分股	15102	37.5%	4465	24.7%	14255	36.8%	4239	24.7%	300	300
金融服务类	7839	29.5%	2548	28.5%	7745	29.8%	2526	28.6%	45	45
石油石化	2275	33.5%	629	21.0%	2106	28.0%	575	19.3%	2	2
剔除金融服务类	9577	49.2%	2493	22.1%	8622	48.7%	2244	21.8%	1978	2058
剔除石油石化	15142	40.6%	4413	25.9%	14260	40.9%	4195	26.2%	2021	2101
剔除金融、石油石化	7303	54.9%	1865	22.4%	6516	56.8%	1669	22.8%	1976	2056

资料来源：WIND，国信证券经济研究所 这里的可比统计口径与我们财报分析专题一有所不同在于我们剔除了营业收入为零的公司，下同

单季增速特点来看，剔除金融和石油石化的行业和石油石化行业具有一定的相似性。10 年第一季度主要财务数据同比均处于高位，第二季度开始放缓，石油石化归属母公司净利润同比增幅甚至降为负数。第三季度，石油石化的归属母公司净利润同比增速有所回升，而非金融、石油石化类上市公司仍有所下降，向常态回归。第四季度，石油石化的归属母公司净利润同比增速大幅上升，而非金融、石油石化类上市公司也上升明显。金融类上市公司前三季度同比增幅更加平缓，均在 10% 至 20% 之间，第四季度增长明显，而利润增幅全年稳定在 20% 到 30% 之间。2011 年一季度从营业收入来看，只有金融服务的业绩增速 25.6% 高于去年 1 季度的 19.6%，石油石化何非金融石油石化降幅明显；从归属母公司净利润来看，上市公司一季度的业绩增速均低于去年同期水平，金融服务业为 28.6%，也低于去年的 37.9%。

表 2: 2010 度及 11Q1 业绩增速

项目	金融服务	石油石化	非金融石油石化
营业收入	1 季度同比	19.6%	84.6%
	2 季度同比	11.6%	60.3%
	3 季度同比	19.3%	36.0%
	4 季度同比	45.3%	14.6%
	2010 年度同比	24.3%	42.9%
	11Q1 同比	25.6%	36.7%
归属母公司净利润	1 季度同比	37.9%	60.9%
	2 季度同比	23.3%	-2.1%
	3 季度同比	28.1%	14.7%
	4 季度同比	27.3%	61.5%
	2010 年度同比	29.8%	28.0%
	11Q1 同比	28.6%	19.3%

数据来源：WIND，国信证券经济研究所

表 3: 单季利润结构 (单位: 亿元)

行业	营业收入				营业利润				可比公司数	可比公司数
	2010Q4	同比	1Q11	同比	2010Q4	同比	1Q11	同比	2010Q4	1Q11
全部 A 股	49556	28.9%	47947	29.1%	5438	39.0%	6344	27.3%	2009	2103
沪深 300 成分股	37140	28.3%	36827	29.7%	4653	35.0%	5712	27.0%	298	300
金融服务类	6891	45.3%	8116	25.6%	2396	26.2%	3288	29.4%	45	45
石油石化(中石油、中石化, 下同)	9029	14.6%	10348	36.7%	774	52.0%	839	27.8%	2	2
剔除金融服务类	42666	26.6%	39830	29.8%	3042	50.9%	3056	25.0%	1964	2058
剔除石油石化	40528	32.6%	37598	27.1%	4664	37.0%	5505	27.2%	2007	2101
剔除金融、石油石化	33637	30.3%	29482	27.5%	2268	50.6%	2216	24.0%	1962	2056
行业	净利润				归属母公司净利润				可比公司数	可比公司数
	2010Q4	同比	1Q11	同比	2010Q4	同比	1Q11	同比	2010Q4	1Q11
全部 A 股	4580	41.8%	5042	25.2%	4286	41.4%	4770	25.4%	2009	2103
沪深 300 成分股	3766	37.1%	4465	24.7%	3535	36.0%	4239	24.7%	298	300
金融服务类	1875	26.7%	2548	28.5%	1848	27.3%	2526	28.6%	45	45
石油石化	590	71.5%	629	21.0%	543	61.5%	575	19.3%	2	2
剔除金融服务类	2705	54.6%	2493	22.1%	2438	54.4%	2244	21.8%	1964	2058
剔除石油石化	3990	38.3%	4413	25.9%	3743	38.9%	4195	26.2%	2007	2101
剔除金融、石油石化	2115	50.5%	1865	22.4%	1895	52.5%	1669	22.8%	1962	2056

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

10 年汽车、金属制品、计算机设备、采掘和运输物流行业高速增长

从具体行业来看，10 年整年主营业务收入同比增速超过 50% 的行业依次为：汽车服务（134%）、金属制品（92.9%）、计算机设备（87.5%）、汽车整车（69.6%）、汽车零部件（65.8%）、其他采掘（63.9%）、铁路运输（59.7%）、白色家电（58.1%）、物流（54.5%）、酒店（54.4%）、有色金属冶炼（50.8%）。

众多行业 09 年受金融危机影响较大，10 年的主营业务收入开始复苏，主营业务收入同比增速转负为正，变化幅度较大的行业分布在：其他采掘（10 年 63.9%、09 年-20.4%）、化工新材料（10 年 40.5%、09 年-9.8%）、金属新材料（10 年 40.5%、09 年-21.8%）、金属制品（10 年 92.9%、09 年-48.9%）、显示器件（10 年 30%、09 年-29.5%）、汽车服务（10 年 134%、09 年-10.4%）、航运（10 年 46.4%、09 年-47.6%）。近两年主营业务收入增速之差高达 80% 之上。

11 年 Q1 汽车服务、金属制品、白色家电、酒店餐饮等保持高速增长

11 年 Q1 主营业务收入增速较为明显的行业分布在：汽车服务（144%）、金属制品（83.8%）、港口（62.5%）、白色家电（57.8%）、化工新材料（53.7%）、酒店（57.2%）、餐饮（52.5%）、专用设备（51.1%）、建筑材料（45.7%）。主营业务收入增速为负数的行业分布在：林业（-11.6%）、医疗服务（-11.7%）、园区开发（-10.6%）、航运（-1.1%）。

11 年 Q1 高速公路、机场、铁路运输、水务和其他采掘净利增速较快

11 年 Q1 净利润增速较快的行业分布在：高速公路（39.6）、机场（28.2）、铁路运输（26）、水务（25.6）、其他采掘（24.4）、园区开发（24.2）、饮料制造（22.9）、港口（21.6）、煤炭开采（18）。主营业务收入增速为负数的行业分布在：饲料（-1.2）、景点（-1.8）、显示器件（-6.7）。

表 4：分行业主要业务增长率、毛利率、净利率

行业	主营业 务增长 率(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	主营业 务增长 率(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	主营业 务增长 率(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	主营业 务增长 率(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
	2010 年			2009 年			2010Q4			2009Q4		
林业	-0.20	24.40	3.50	-12.70	20.20	-10.40	21.10	32.00	8.00	-10.40	16.10	-46.70
农产品加工	27.30	5.70	0.30	-4.50	8.70	2.40	-10.70	5.60	-0.90	72.80	8.90	2.30
农业综合	11.30	17.50	8.20	3.00	18.20	6.00	17.10	16.00	6.30	10.90	20.40	4.10
饲料	22.10	10.70	2.50	11.30	9.20	1.90	27.50	10.20	1.80	23.80	7.80	-0.40
渔业	27.80	27.50	14.20	9.90	27.80	10.60	39.10	26.70	18.40	-27.00	22.50	8.00
种植业	30.50	24.40	7.30	20.20	23.80	6.30	32.90	24.70	9.60	46.70	25.30	6.70
煤炭开采	34.90	33.40	16.30	13.30	34.90	16.40	5.90	31.80	14.10	58.40	29.00	11.20
其他采掘	63.90	50.00	25.00	-20.40	43.80	16.50	12.30	45.40	15.50	71.40	47.60	18.50
石油开采	43.80	33.80	10.30	-4.80	37.90	10.40	24.10	32.90	10.20	54.60	33.60	6.60
化工新材料	40.50	20.90	8.80	-9.80	17.70	4.60	36.00	20.90	10.70	23.90	15.50	2.00
化学纤维	39.90	12.90	4.80	-6.60	12.40	3.60	43.20	15.90	5.60	45.10	15.00	5.70
化学原料	32.50	14.00	5.30	-13.00	10.20	-5.20	29.20	17.50	15.90	32.70	11.00	-7.90
化学制品	18.70	20.80	6.10	-7.30	20.60	6.50	28.30	20.40	4.00	19.80	20.90	2.20
石油化工	44.00	19.30	4.10	-7.90	22.70	4.70	10.50	22.10	3.60	48.30	18.10	2.60
塑料	28.90	15.40	5.90	-8.60	14.70	3.00	29.50	16.60	6.70	46.30	16.00	0.60
橡胶	34.90	12.20	2.10	-4.70	20.40	3.60	28.00	13.70	2.10	42.30	25.60	0.40
钢铁	31.50	8.60	2.30	-16.00	7.70	1.10	10.20	8.40	1.50	33.10	8.60	2.00
金属新材料	40.50	18.00	5.60	-21.80	13.90	3.90	32.20	19.70	5.80	14.70	15.80	1.50

有色金属冶												
炼	50.80	11.50	4.50	-5.40	11.20	2.60	23.50	12.50	4.80	73.80	12.80	2.80
建筑材料	33.00	26.30	11.60	14.10	25.10	9.50	48.60	30.50	15.30	22.40	27.30	9.60
建筑装饰	33.70	10.60	2.60	38.00	10.70	2.80	46.40	10.90	2.50	36.00	10.60	2.80
电气设备	27.50	21.40	8.20	8.70	20.60	8.00	37.80	21.50	7.60	10.20	22.30	7.50
普通机械	28.50	23.70	9.50	6.90	21.00	7.50	18.90	25.30	10.60	40.70	22.30	8.30
仪器仪表	32.00	24.70	8.30	2.50	20.00	0.40	26.70	29.40	9.10	29.60	20.50	-1.70
专用设备	31.30	22.50	9.90	21.90	19.50	7.20	27.90	23.40	10.10	35.20	19.50	6.70
金属制品	92.90	16.20	5.60	-48.90	14.90	4.80	72.50	15.90	3.00	43.00	17.50	3.50
半导体	49.60	25.10	11.60	3.50	18.60	-0.10	34.90	25.10	10.50	68.90	22.30	-7.30
其他电子器												
件	28.40	25.30	9.80	-1.50	23.40	5.50	23.50	24.90	9.50	29.40	25.80	5.20
元件	40.80	21.30	9.10	-8.80	19.60	3.10	31.20	22.20	9.10	18.40	20.70	4.00
显示器件	30.00	12.00	-5.10	-29.50	4.90	-27.30	16.30	11.00	-12.40	16.90	9.40	-14.90
非汽车交运	29.70	16.50	5.40	9.80	15.30	5.60	33.00	16.80	4.40	10.20	14.50	5.30
汽车服务	134.00	6.80	1.60	-10.40	11.40	4.30	222.00	7.00	3.00	-7.10	15.20	10.50
汽车零部件	65.80	21.80	11.30	32.00	21.20	9.90	58.70	23.50	11.70	118.00	22.50	11.40
汽车整车	69.60	17.30	5.90	28.60	14.10	4.10	58.70	16.80	4.90	89.80	13.60	4.90
计算机设备	87.50	10.30	3.10	36.80	11.40	3.50	16.60	12.20	3.50	148.00	9.90	3.30
通信设备	17.30	29.70	7.10	16.60	29.20	6.20	31.30	28.60	8.90	14.70	28.90	11.20
白色家电	58.10	20.50	5.50	5.10	24.20	5.60	57.20	20.80	5.40	46.70	23.40	5.50
视听器材	23.50	15.30	1.50	14.20	16.90	1.80	16.80	17.60	2.60	42.20	17.10	3.00
食品加工	26.20	11.40	3.90	11.00	11.70	3.60	35.10	11.30	3.70	26.80	10.40	3.10
食品制造	20.00	29.10	3.50	15.70	33.00	3.00	26.10	27.80	4.20	62.50	30.70	3.10
饮料制造	23.30	55.70	20.00	10.80	54.50	19.50	24.80	56.80	18.90	32.90	55.70	17.00
纺织	24.40	15.70	7.40	7.10	13.30	2.90	23.00	17.30	15.50	31.40	13.60	0.70
服装	30.70	27.60	9.80	3.30	33.20	14.30	38.50	32.20	15.40	14.80	35.90	18.60
包装印刷	17.90	26.00	10.30	4.80	27.70	11.60	19.80	25.40	9.10	16.60	26.00	9.80
其他轻工制												
造	25.20	20.30	4.70	9.50	19.10	4.10	20.60	22.20	2.90	30.80	21.00	5.20
造纸	28.90	17.10	4.10	-4.20	16.60	4.50	33.00	15.50	3.00	31.50	17.60	7.20
化学制药	18.50	34.10	10.80	8.80	34.90	10.10	17.70	33.70	10.90	24.40	37.60	12.80
生物制品	25.40	37.30	16.80	8.40	35.60	24.20	2.10	38.60	15.50	41.30	40.30	29.20
医疗器械	36.60	40.30	15.00	23.70	42.10	17.10	43.60	37.40	13.80	29.30	39.30	16.90
医药商业	31.60	12.30	2.90	21.90	9.90	2.00	26.60	13.80	2.20	24.90	10.50	2.00
中药	17.60	39.50	10.90	19.70	38.60	9.90	19.30	40.30	9.70	22.70	40.10	9.70
医疗服务	13.20	19.60	4.30	16.00	18.10	0.40	-3.80	23.30	4.70	6.40	17.30	-6.50
电力	31.80	15.70	6.70	18.20	18.50	7.80	21.40	14.30	5.90	39.10	18.20	6.10
环保	23.50	22.40	8.50	6.50	23.80	8.30	38.60	23.90	9.50	17.20	26.90	12.00
燃气	44.50	17.60	7.60	-7.60	24.80	9.70	35.60	16.20	5.40	17.90	25.10	7.80
水务	6.40	42.50	33.60	20.00	32.90	22.20	14.90	38.00	25.70	54.10	30.80	22.00
港口	31.80	36.10	23.00	-10.60	36.30	21.10	57.10	27.70	17.40	10.30	34.60	19.50
公交	13.20	23.10	11.90	-13.10	21.70	13.70	13.90	22.00	12.60	-11.70	17.50	18.60
航空运输	56.90	21.60	10.90	-1.90	12.90	4.10	48.60	18.00	6.80	18.80	12.10	1.60
机场	18.90	41.10	28.30	6.00	40.80	24.20	19.40	35.90	26.30	8.30	40.20	23.50
高速公路	18.90	58.10	35.50	8.00	59.80	36.50	19.80	49.80	27.10	15.70	54.30	29.90
航运	46.40	17.10	10.50	-47.60	-4.40	-12.40	22.80	14.30	8.00	-17.40	-3.30	-11.10
铁路运输	59.70	37.10	20.80	4.20	39.80	22.00	44.30	30.70	16.60	25.40	37.50	21.70
物流	54.50	8.30	2.70	-11.20	9.70	2.60	68.60	7.30	2.60	-3.80	8.30	2.30
房地产开发	31.90	37.30	15.60	32.90	34.80	15.40	34.40	38.90	17.00	49.00	33.90	15.70
园区开发	8.10	34.90	17.20	11.20	38.90	20.40	-2.30	37.30	17.50	-32.80	40.70	18.80
零售	26.10	19.10	4.00	13.30	19.00	3.70	29.30	19.20	3.70	33.90	19.60	3.70
贸易	42.30	5.00	1.40	6.40	5.30	1.50	15.10	5.70	1.50	79.90	6.00	1.50
餐饮	38.40	57.40	8.40	11.20	60.90	9.20	107.00	52.40	9.40	2.10	60.10	12.80
景点	36.90	50.20	17.50	13.40	47.80	14.70	66.30	46.90	9.80	-0.30	50.20	1.50
酒店	54.40	68.90	15.50	11.50	56.30	16.40	27.40	68.20	14.10	18.00	55.60	11.30
旅游综合	29.80	23.60	6.80	12.60	27.60	8.20	9.30	22.30	4.70	31.70	25.40	8.50
传媒	30.70	31.10	11.90	10.80	29.60	9.50	35.20	35.10	14.40	7.20	29.20	7.70
计算机应用	24.00	34.90	12.70	14.00	32.60	11.70	18.70	36.20	14.00	29.60	33.00	11.00

通信运营	11.10	29.80	2.10	3.80	33.20	5.90	18.10	27.50	1.10	-59.30	28.00	0.40
网络服务	21.30	29.20	15.30	0.20	28.50	11.00	15.20	29.20	21.80	11.00	23.00	10.30
综合	40.10	14.90	6.90	13.50	15.80	5.60	57.90	17.80	8.70	40.20	17.80	7.30

资料来源：WIND，国信证券经济研究所 这里的净利我们采用的是净利润科目，在专题一里我们采用的是归属母公司净利润科目，下同。

表 5：分行业主要业务增长率、毛利率、净利率

行业	主营业 务增长 率(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	主营业 务增长 率(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	主营业 务增长 率(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	主营业 务增长 率(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
	2010Q4			2009Q4			2011Q1			2010Q1		
林业	21.10	32.00	8.00	-10.40	16.10	-46.70	-11.60	19.80	-6.00	31.90	20.60	1.80
农产品加工	-10.70	5.60	-0.90	72.80	8.90	2.30	28.50	5.50	0.00	66.70	7.60	1.40
农业综合	17.10	16.00	6.30	10.90	20.40	4.10	15.50	19.60	9.00	22.70	19.00	6.60
饲料	27.50	10.20	1.80	23.80	7.80	-0.40	19.70	11.00	1.40	26.90	7.00	-1.20
渔业	39.10	26.70	18.40	-27.00	22.50	8.00	37.50	28.00	10.20	34.20	34.50	15.50
种植业	32.90	24.70	9.60	46.70	25.30	6.70	52.80	25.30	9.20	44.30	30.60	11.70
煤炭开采	5.90	31.80	14.10	58.40	29.00	11.20	40.10	31.40	15.40	53.20	35.20	18.00
其他采掘	12.30	45.40	15.50	71.40	47.60	18.50	31.70	56.80	33.80	100.10	50.80	24.40
石油开采	24.10	32.90	10.20	54.60	33.60	6.60	39.90	32.60	9.10	75.50	35.20	11.10
化工新材料	36.00	20.90	10.70	23.90	15.50	2.00	53.70	24.40	11.40	45.30	19.70	6.50
化学纤维	43.20	15.90	5.60	45.10	15.00	5.70	39.20	14.00	5.50	55.10	11.60	3.30
化学原料	29.20	17.50	15.90	32.70	11.00	-7.90	32.30	16.40	4.20	49.90	12.20	0.60
化学制品	28.30	20.40	4.00	19.80	20.90	2.20	23.50	20.30	6.80	4.10	22.90	8.40
石油化工	10.50	22.10	3.60	48.30	18.10	2.60	35.20	17.10	3.90	92.90	18.10	3.80
塑料	29.50	16.60	6.70	46.30	16.00	0.60	22.20	15.80	8.30	50.60	13.50	3.50
橡胶	28.00	13.70	2.10	42.30	25.60	0.40	28.50	12.00	1.70	57.80	12.10	3.90
钢铁	10.20	8.40	1.50	33.10	8.60	2.00	22.50	8.20	2.30	43.20	9.50	3.20
金属新材料	32.20	19.70	5.80	14.70	15.80	1.50	35.00	16.80	4.00	54.30	15.90	3.90
有色金属冶 炼	23.50	12.50	4.80	73.80	12.80	2.80	29.00	11.90	5.30	74.80	12.00	5.20
建筑材料	48.60	30.50	15.30	22.40	27.30	9.60	45.70	28.20	10.70	29.80	21.80	7.40
建筑装饰	46.40	10.90	2.50	36.00	10.60	2.80	23.80	10.70	2.80	34.30	10.70	2.80
电气设备	37.80	21.50	7.60	10.20	22.30	7.50	19.80	20.50	7.70	17.20	21.10	8.40
普通机械	18.90	25.30	10.60	40.70	22.30	8.30	25.40	22.60	8.30	42.00	21.00	6.10
仪器仪表	26.70	29.40	9.10	29.60	20.50	-1.70	17.50	23.80	4.10	24.10	16.90	0.70
专用设备	27.90	23.40	10.10	35.20	19.50	6.70	51.10	23.50	11.40	58.70	21.30	8.70
金属制品	72.50	15.90	3.00	43.00	17.50	3.50	83.80	18.80	7.30	69.10	10.70	4.80
半导体	34.90	25.10	10.50	68.90	22.30	-7.30	29.50	24.10	11.50	85.70	22.10	9.20
其他电子器 件	23.50	24.90	9.50	29.40	25.80	5.20	37.40	23.40	7.20	29.40	25.00	7.00
元件	31.20	22.20	9.10	18.40	20.70	4.00	22.80	21.10	8.90	51.00	19.70	7.30
显示器件	16.30	11.00	-12.40	16.90	9.40	-14.90	9.80	7.80	-9.60	69.40	8.80	-6.70
非汽车交运	33.00	16.80	4.40	10.20	14.50	5.30	64.40	15.10	6.10	29.80	16.00	5.20
汽车服务	222.60	7.00	3.00	-7.10	15.20	10.50	144.40	5.20	0.70	33.70	9.10	1.10
汽车零部件	58.70	23.50	11.70	117.90	22.50	11.40	24.30	20.40	11.10	148.80	21.10	11.00
汽车整车	58.70	16.80	4.90	89.80	13.60	4.90	31.60	17.30	6.40	96.40	17.40	6.60
计算机设备	16.60	12.20	3.50	148.40	9.90	3.30	6.80	10.70	3.00	202.50	8.20	2.30
通信设备	31.30	28.60	8.90	14.70	28.90	11.20	18.10	29.30	3.60	11.40	30.00	4.10
白色家电	57.20	20.80	5.40	46.70	23.40	5.50	57.80	18.30	4.30	58.70	20.90	4.90
视听器材	16.80	17.60	2.60	42.20	17.10	3.00	6.30	15.60	2.00	48.10	14.80	1.10
食品加工	35.10	11.30	3.70	26.80	10.40	3.10	8.80	13.40	4.30	26.40	13.30	4.10
食品制造	26.10	27.80	4.20	62.50	30.70	3.10	27.90	30.00	2.30	28.80	30.90	2.20
饮料制造	24.80	56.80	18.90	32.90	55.70	17.00	36.00	58.80	24.30	24.10	58.30	22.90
纺织	23.00	17.30	15.50	31.40	13.60	0.70	32.90	18.90	8.10	34.60	14.10	3.30
服装	38.50	32.20	15.40	14.80	35.90	18.60	28.30	28.20	9.20	0.90	33.50	7.20
包装印刷	19.80	25.40	9.10	16.60	26.00	9.80	21.60	24.50	9.70	21.30	26.70	9.00
其他轻工制 造	20.60	22.20	2.90	30.80	21.00	5.20	31.30	17.30	4.90	31.70	16.70	3.80

造纸	33.00	15.50	3.00	31.50	17.60	7.20	22.80	16.40	4.30	37.50	17.00	4.50
化学制药	17.70	33.70	10.90	24.40	37.60	12.80	21.00	31.80	10.90	21.70	34.50	11.00
生物制品	2.10	38.60	15.50	41.30	40.30	29.20	14.70	34.30	15.00	37.40	35.60	17.70
医疗器械	43.60	37.40	13.80	29.30	39.30	16.90	42.10	39.50	15.90	40.40	41.70	16.50
医药商业	26.60	13.80	2.20	24.90	10.50	2.00	19.40	11.80	4.20	49.50	14.10	3.60
中药	19.30	40.30	9.70	22.70	40.10	9.70	26.00	37.80	11.60	21.20	39.50	11.40
医疗服务	-3.80	23.30	4.70	6.40	17.30	-6.50	-11.70	23.90	5.80	34.10	15.70	3.20
电力	21.40	14.30	5.90	39.10	18.20	6.10	22.30	12.10	2.30	45.30	13.60	4.70
环保	38.60	23.90	9.50	17.20	26.90	12.00	22.60	22.70	22.40	14.30	23.60	7.50
燃气	35.60	16.20	5.40	17.90	25.10	7.80	27.60	19.30	9.20	36.50	21.60	10.10
水务	14.90	38.00	25.70	54.10	30.80	22.00	28.20	42.70	27.50	-2.30	39.20	25.60
港口	57.10	27.70	17.40	10.30	34.60	19.50	62.50	29.90	17.20	24.30	37.90	21.60
公交	13.90	22.00	12.60	-11.70	17.50	18.60	16.50	23.10	8.70	0.00	23.90	9.10
航空运输	48.60	18.00	6.80	18.80	12.10	1.60	26.30	18.60	7.10	41.80	18.40	9.20
机场	19.40	35.90	26.30	8.30	40.20	23.50	13.20	42.60	29.30	16.20	43.60	28.20
高速公路	19.80	49.80	27.10	15.70	54.30	29.90	15.40	62.50	36.10	19.70	63.90	39.60
航运	22.80	14.30	8.00	-17.40	-3.30	-11.10	-1.10	7.60	0.60	47.40	14.10	5.40
铁路运输	44.30	30.70	16.60	25.40	37.50	21.70	47.30	40.30	25.90	28.80	44.60	26.00
物流	68.60	7.30	2.60	-3.80	8.30	2.30	38.70	8.00	3.10	60.10	9.50	3.00
房地产开发	34.40	38.90	17.00	49.00	33.90	15.70	-2.30	40.10	15.50	76.80	37.60	15.10
园区开发	-2.30	37.30	17.50	-32.80	40.70	18.80	-10.60	32.30	11.10	68.50	44.20	24.20
零售	29.30	19.20	3.70	33.90	19.60	3.70	26.80	18.20	4.40	25.00	18.70	4.10
贸易	15.10	5.70	1.50	79.90	6.00	1.50	23.30	5.50	2.00	101.70	5.30	2.00
餐饮	107.10	52.40	9.40	2.10	60.10	12.80	52.60	56.10	10.30	13.40	60.40	9.50
景点	66.30	46.90	9.80	-0.30	50.20	1.50	17.70	37.60	3.20	30.00	36.80	-1.80
酒店	27.40	68.20	14.10	18.00	55.60	11.30	57.20	64.90	10.00	20.80	56.20	10.30
旅游综合	9.30	22.30	4.70	31.70	25.40	8.50	24.80	23.90	5.00	39.70	26.70	7.70
传媒	35.20	35.10	14.40	7.20	29.20	7.70	5.90	33.90	14.40	32.40	27.10	8.20
计算机应用	18.70	36.20	14.00	29.60	33.00	11.00	24.80	34.00	9.10	20.30	31.10	8.40
通信运营	18.10	27.50	1.10	-59.30	28.00	0.40	21.40	27.60	0.30	6.50	31.60	2.60
网络服务	15.20	29.20	21.80	11.00	23.00	10.30	23.90	27.70	9.30	17.40	28.00	8.80
综合	57.90	17.80	8.70	40.20	17.80	7.30	48.20	14.10	7.20	39.80	14.60	6.10

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

10 年净利润率上升，成本上升 11 年 Q1 有所回落

10 年净利率回升归因于三大费用增速缓于主营业务增长

从剔除金融企业后 A 股上市公司合并利润表来看，1978 家可比上市公司 2010 年度毛利小幅下降，以第 3 季度最为明显。虽 2010 年度公允价值变动损益和投资收益摊薄了公司业绩，但三大费用增速慢于主营业务增速，在低息环境下尤其以财务费用增速下降最为明显，使得营业利润仍保持快速增长。2010 年度经营净利润率为 6.52%，相比去年同期上升 0.5 个百分点。净资产收益率 2010 年度为 12.35%，相比 09 年度 10.15% 大幅上升，主要原因是资产周转率显著提升。

成本上升 11 年 Q1 净利率有所回落

11 年 1 季度继续维持了 10 年态势，但高通胀背景下三大费用率的下降难以抵消毛利率下滑和非经常性损益的增加，使得 11 年 1 季度公司净利率略有略微有所下降。

表 6: 合并利润表 (剔除金融服务类)

利润表项目	10 年度	09 年度	同比	10Q4	09Q4	同比	11Q1	10Q1	同比
营业收入	146890	106654	37.7%	42666	33700	26.6%	40158	30929	29.8%
营业成本	117772	84845	38.8%	34041	27180	25.3%	32380	24707	31.1%
营业税金及附加	5259	4001	31.4%	1611	1225	31.5%	1495	1122	33.2%
销售费用	5137	4017	27.9%	1513	1177	28.5%	1329	1111	19.6%
管理费用	6329	5106	23.9%	2064	1664	24.1%	1632	1316	24.0%
财务费用	1442	1275	13.1%	385	323	19.2%	403	348	15.7%
资产减值损失	709	548	29.3%	439	383	14.7%	71	45	58.8%
公允价值变动净值	50	139	-64.4%	15	39	-61.8%	12	20	-42.1%
投资净收益	1147	826	38.8%	462	286	61.4%	272	206	32.0%
营业利润	11287	7680	47.0%	3042	2016	50.9%	3091	2471	25.1%
营业外收入	1020	736	38.6%	488	379	28.8%	146	121	20.5%
营业外支出	334	297	12.7%	145	176	-17.6%	43	34	23.5%
利润总额	11973	8120	47.5%	3388	2218	52.7%	3195	2558	24.9%
所得税	2395	1701	40.8%	682	469	45.6%	702	516	36.1%
净利润	9578	6419	49.2%	2705	1750	54.6%	2493	2043	22.1%
净资产	77555	63238	22.6%	76954	62958	22.2%	82450	66323	24.3%
归属母公司净利润	8622	5800	48.7%	2438	1579	54.4%	2244	1841	21.8%
经营性现金流	11937	13070	-8.7%	4657	3837	21.4%	269	915	-70.6%
可比公司家数	1978	1978		1964	1964		2058	2058	
财务指标									
财务指标项目	10 年度	09 年度		10Q4	09Q4		11Q1	10Q1	
毛利率	19.82%	20.45%		20.21%	19.35%		19.37%	20.12%	
经营净利率	6.52%	6.02%		6.34%	5.19%		6.21%	6.60%	
ROE	12.35%	10.15%		3.51%	2.78%		3.02%	3.08%	
资产周转率	80.22%	71.63%		23.44%	22.76%		20.45%	19.71%	
权益乘数	2.36	2.35		2.37	2.35		2.38	2.37	

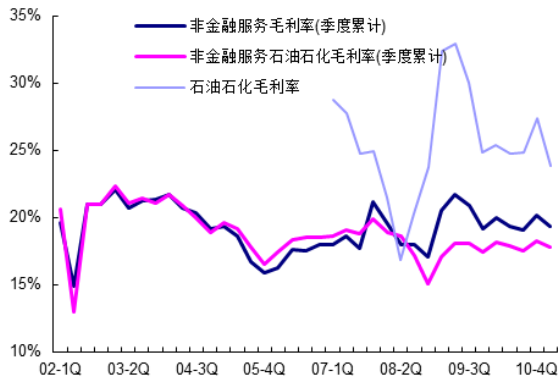
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

石油石化毛利 10 年下滑明显, 11 年 Q1 原油价格(成本)攀升毛利回落

进行分解后发现, 导致 2010 年度上市公司整体毛利下降主要的原因在于石油石化毛利下降幅度较大。分析发现, 石油石化两家公司毛利与原油价格成反向关系, 09 年 1、2 季度原油价格处于低谷, 两大石油公司毛利较高。虽然 2010 年石油石化三大费用显著下降, 但原油价格相比 09 年有所上升, 综合的结果是两家公司的毛利和净利率相比 09 年均有所下降。10 月和 12 月成品油价格上调, 而国际油价并未大幅上升的背景下, 3、4 季度毛利率开始回升。由于今年开春中东北非等地区局势动荡和利比亚战争的爆发使得原油价格走出一波节节攀升的行情, 目前虽然有所回落, 但还是维持在 100 美元以上的高位, 导致了石油石化类公司的毛利率未能保持 10 年 4 季度反弹的趋势, 有所回落。

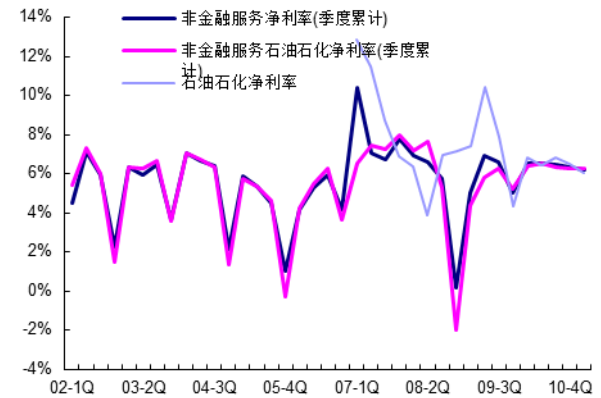
2010 年度, 石油石化三大费用率虽有较大幅度的下降, 但毛利率大幅下降使得经营净利率下降也较为明显。剔除金融、石油石化后的上市公司 2010 年度毛利为 18.01%, 与去年同期的 17.58% 上升 0.43 个百分点, 三大费用率的下降, 使得其经营净利率大幅上升 0.93 个百分点, 为 6.41%。11 年 1 季度非金融服务类公司的净利率略微有所下滑, 受中东北非局势动荡原油价格出现攀升的影响石油石化类公司的净利率出现较为明显的下滑。

图 1: 季度累计毛利率



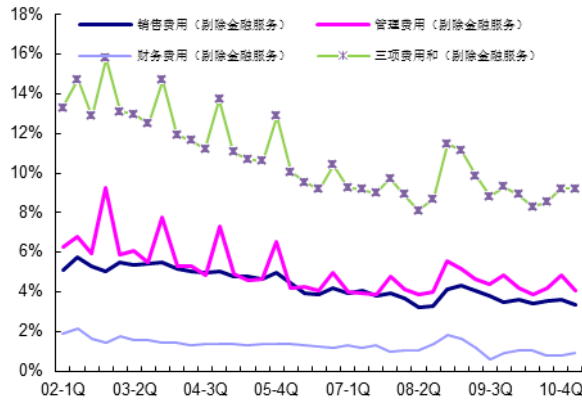
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 2: 季度累计净利率



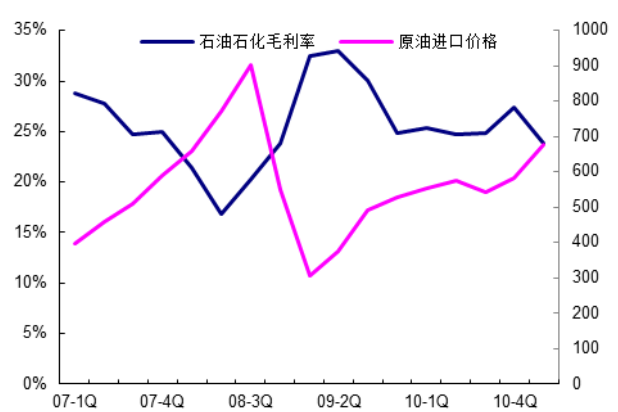
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 3: 三费率(非金融类上市公司)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 4: 石油石化毛利率与石油进口价格



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

10 年航运、显示器材、半导体、水务、化学原料行业盈利能力改善

10 年大部分行业的盈利能力都得到较大幅度的改善, 其中大多属于中游行业, 如航运、显示器材、半导体、水务、化学原料、仪器仪表和航空运输等, 以上这些行业 10 年的净利率相对 09 年增加的幅度分别为: 22.9%、22.2%、11.7%、11.4%、10.5%、7.9%和 6.8%; 10 年的毛利率相对 09 年增加的幅度分别为: 21.5%、7.1%、6.5%、9.6%、3.8%、4.7%和 8.7%。另外偏上游的林业、其他采掘业、渔业等盈利能力相比 09 年也有所上升。而生物制品、服装、通信运营、和园区开发、汽车服务等行业 10 年的毛利率和净利率比起 09 年都有一定程度的减少。

从 1 年第 4 季度各大行业的盈利状况的分析可以看到, 盈利能力改善的行业个数及幅度远大于盈利能力下降的行业个数。其中盈利能力改善最大的行业分别为: 林业、化学原料、航运、半导体、纺织、网络服务、医疗服务和仪器仪表, 这些行业 10 年的净利率相比 09 年增加的幅度分别为: 54.7%、23.8%、19.1%、17.8%、14.8%、11.5%、11.2%和 10.8%; 毛利率相比 09 年增加的幅度分别为: 15.9%、6.5%、17.6%、2.8%、3.7%、6.2%、6%和 8.9%。而生物制品、汽车服务、公交、铁路运输和造纸 4 季度的盈利能力有所弱化。

11 年 Q1 环保、其他采掘、传媒、景点、化工新材料行业盈利改善

11 年 1 季度虽由于三大费用的有效管理,使得行业的净利率在毛利率下滑的局势下仍能有所增加。从同比的角度上来看,盈利能力改善最多的行业依次分布在:环保、其他采掘、传媒、景点、化工新材料、塑料、纺织、化学原料、仪器仪表和建筑材料。这些行业 11 年 Q1 的净利率相比 10 年 Q1 增加的幅度分别为: 14.9%、9.4%、6.2%、5%、4.9%、4.8%、4.8%、3.6%、3.4%和 3.3%; 这些行业 11 年 Q1 的毛利率相比 10 年 Q1 增加的幅度分别为: -0.9%、6%、6.8%、0.8%、4.7%、2.3%、4.8%、4.2%、6.9%和 6.4%。从环比的角度上来看, 11 年 1 季度相比 10 年 Q4 盈利能力得以改善的行业有: 其他采掘、环保、铁路运输、高速公路、饮料制造、金属制品、燃气、机场和化学制品, 这些行业 11 年 Q4 的净利率相比 10 年 Q1 增加的幅度分别为: 18.3%、12.9%、9.3%、9%、5.4%、4.3%、3.8%、3%和 2.8%; 11 年 Q4 的毛利率相比 10 年 Q1 增加的幅度分别为: 11.4%、-1.2%、9.6%、12.7%、2%、2.9%、3.1%、6.7%和-0.1%。而如论是从同比还是环比的角度来分析 11 年 Q1 林业、渔业、园区开发、港口、航运等行业的盈利能力都有所下滑。

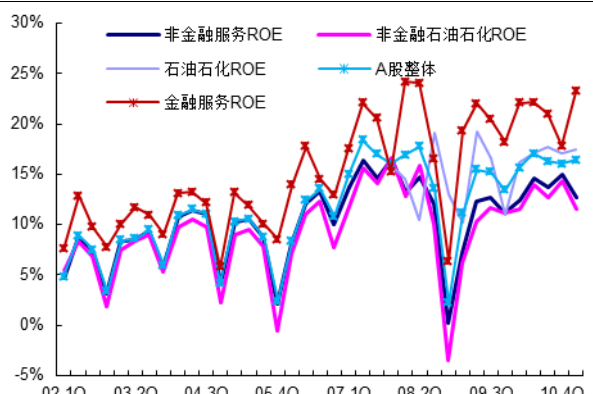
资产周转率上升助推 10 年 A 股 ROE, 11 年 Q1 金融类 ROE 弹升

10 年石油石化 ROE 抬升 A 股整体 ROE, 11 年 Q1 金融服务 ROE 弹升

2010 年度, A 股整体上升公司 ROE 相比去年同期有所上升 2010 年度中石油、中石化 ROE 呈上升趋势, 抬高了 A 股整体业绩, 主要原因是石油石化资产周转率在过去的 2010 年度中大幅提高。剔除金融服务类上市公司自 08 年 4 季度金融危机以来均低于 A 股整体, 但成不断上升趋势。对剔除金融服务类上市公司 ROE 进行杜邦分解后发现资产周转率的变化是导致 2010 年度 ROE 变化的主要原因。自金融危机以来, 我国政府采取了宽松的财政货币政策, 多次调低贷款利率, 在低负债融资成本背景下, 企业权益乘数不断提高, 在 2010 年第 2 季度开始稳定, 2010 年末为 2.37。销售净利率在今年 2010 年度几乎维持不变

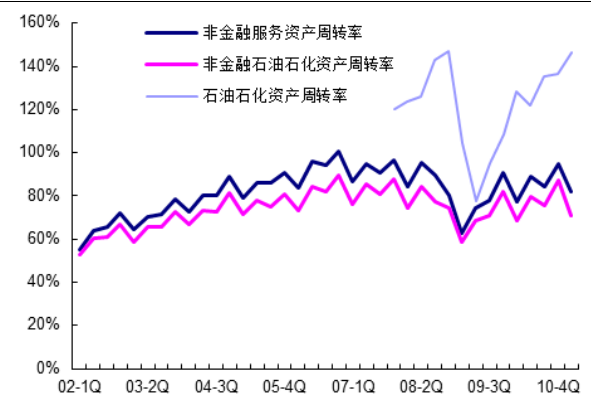
2011 年 1 季度金融服务类公司的 ROE 出现较大幅度的弹升, 而非金融类公司的 ROE 却改变了去年整体上升的趋势, 掉头向下。

图 5: ROE(年化)



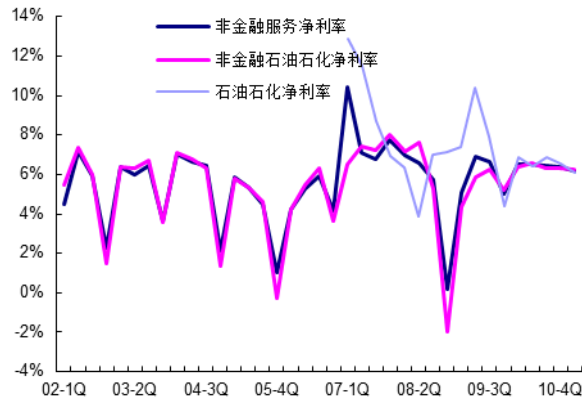
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 6: 资产周转率 (年化)



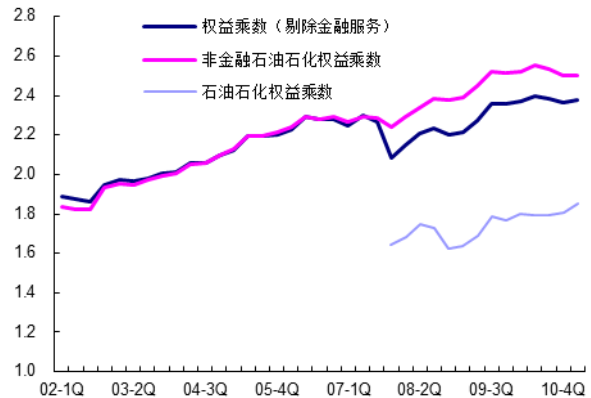
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 7: 经营净利率 (季度累计)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 8: 权益乘数 (季度累计)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

10 年交运设备、交通运输、电子元器件等 5 大行业 ROE 上升较大

从行业 ROE 来看, 前 4 季度上升幅度较大的主要有交运设备、电子元器件、交通运输, 有色金融及黑色金属 5 大行业。

对其进行杜邦分解可发现, 其中交通运输和电子元器件上升的主要原因营业净利润的上升, 交运设备、有色金属和黑色金属主要资产周转率有所上升。ROE 有较大幅度下降的仅有信息服务业, 信息服务业因为经营净利率大幅下降。

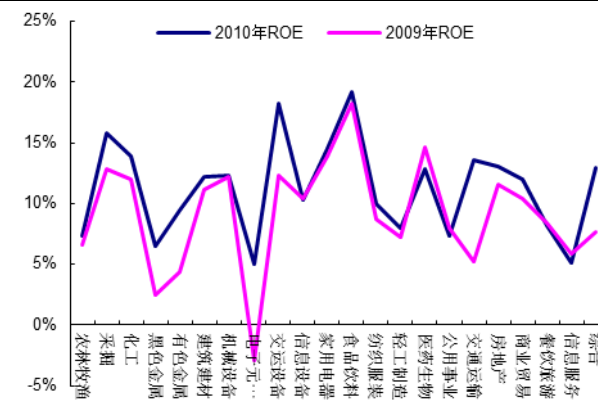
从申万二级行业来看, 10 年汽车整车、航空运输、航运、林业、半导体、化学原料、仪器仪表、其他采掘等行业 ROE 提升幅度较大; 而 ROE 大幅下降的主要有生物制品、农产品加工、铁路运输、食品加工、橡胶等行业。

11 年 Q1 纺织服装、综合、食品饮料、化工商业贸易等 ROE 上升快

11 年 Q1 纺织服装、综合、食品饮料、化工商业贸易等行业 ROE 上升较大。对其杜邦分析可发现, ROE 上升的主要原因是经营净利率的提升; ROE 下降幅度较大的有交通运输、房地产、医药生物等, 下降的主要原因是经营净利率的降低。

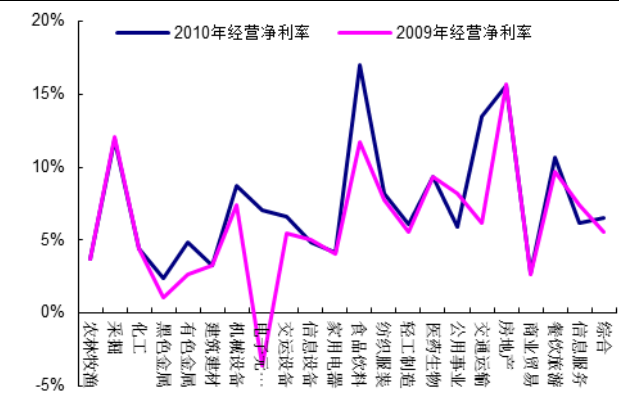
从申万二级行业来看, 环保、化工新材料、金属制品、塑料、纺织、饲料、化学原料等行业 ROE 上升明显; ROE 下降幅度较大的主要有航空运输、园区开发、生物制品、橡胶、汽车零部件等行业。

图 9: 行业 ROE(季度累计)



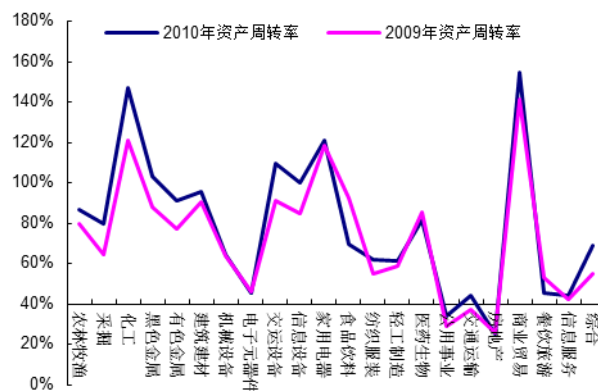
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 10: 经营净利率 (季度累计)



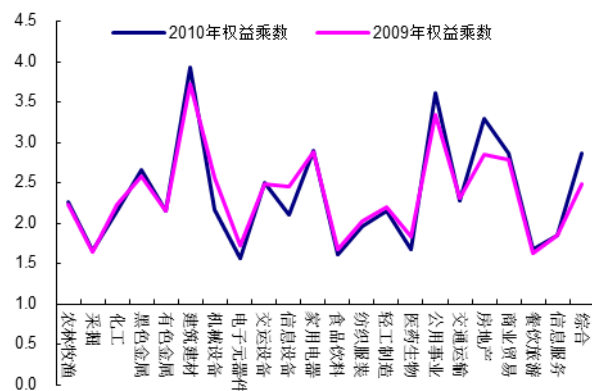
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 11: 资产周转率 (季度累计)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 12: 权益乘数 (季度累计)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观			固定收益			策略		
周炳林	0755-82130638		李怀定	021-60933152		黄学军	021-60933142	
林松立	010-66026312		侯慧娣	021-60875161		林丽梅	021-60933157	
崔 嵘	021-60933159		张 旭	010-66026340		技术分析		
			刘子宁	021-60933145		闫 莉	010-88005316	
交通运输			银行			房地产		
郑 武	0755- 82130422		邱志承	021- 60875167		方 焱	0755-82130648	
陈建生	0755- 82133766		黄 飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678	
岳 鑫	0755- 82130432		谈 焯	010- 66025229		黄道立	0755- 82133397	
高 健	0755-82130678							
周 俊								
机械			汽车及零配件			钢铁		
郑 武	0755- 82130422		左 涛	021-60933164		郑 东	010- 66025270	
陈 玲	0755-82130646					秦 波	010-66026317	
杨 森	0755-82133343					郭 莹	010-88005303	
商业贸易			基础化工			医药		
孙菲菲	0755-82130722		张栋梁	0755-82130532		贺平鸽	0755-82133396	
祝 彬	0755-82131528		陈爱华	0755-82133397		丁 丹	0755- 82139908	
田惠蓝	0755-82133263		罗 洋	0755-82150633		杜佐远	0755-82130473	
			吴琳琳	0755-82130833-1867		谭权胜	0755-82136019	
			梁 丹	0755- 82134323				
石油与石化			电力设备与新能源			传媒		
			杨敬梅	021-60933160		陈财茂	021-60933163	
			张 弢	010-88005311				
有色金属			电力与公用事业			非银行金融		
彭 波	0755-82133909		徐颖真	021-60875162		邵子钦	0755- 82130468	
谢鸿鹤	0755-82130646		谢达成	021-60933161		田 良	0755-82130513	
						童成敦	0755-82130513	
通信			造纸			家电		
严 平	021-60875165		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
程 锋	021-60933167		邵 达	0755-82130706		黄海培	021-60933150	
计算机			电子元器件			纺织服装		
段迎晟	0755- 82130761		段迎晟	0755- 82130761		方军平	021-60933158	
黄 磊	0755-82151833		高耀华	0755-82130771				
欧阳仕华								
农业			旅游			食品饮料		
张 如	021-60933151		曾 光	0755-82150809		黄 茂	0755-82138922	
建材			煤炭			建筑		
马 彦	010-88005304					邱 波	0755-82133390	
						刘 萍	0755-82130678	
新兴产业			研究支持			量化投资产品		
陈 健	010-66022025		沈 瑞	0755-82132998		焦 健	0755-82133928	
李筱筠	010-66026326		雷 达	0755-82132098		阳 瑾	0755-82133538	
			袁 剑	0755-82139918		周 琦	0755-82133568	
			余 辉	0755-82130741		赵学昂	0755-66025232	
			王越明	0755-82130478		邓 岳	0755- 82150533	
基金评价与研究			量化投资策略			量化交易策略与技术		
杨 涛	0755-82133339		葛新元	0755-82133332		戴 军	0755-82133129	
康 亢	010-66026337		董艺婷	021-60933155		黄志文	0755-82133928	
刘舒宇	0755-82133568		程景佳	010-88005326		秦国文	0755-82133528	
彭甘霖	0755-82133259		郑 云	021-60875163		赵斯尘	021-60875174	
李 腾	0755-82130833-6223		毛 甜	021-60933154		徐左乾	0755-82133090	
刘 洋	0755-82150566					李杨之		
潘小果	0755-82130843							

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骝	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	