

2011 年 11 月 1 日

盈利增速显著下滑

3 季度企业盈利回顾

3 季度企业盈利增速显著下滑，低于我们的预期。下滑的主要压力来自于毛利率水平的下降。我们认为价格水平在一定程度上掩盖了需求走弱的程度。随着总需求的回落，未来企业盈利增长的压力可能转向收入的下滑。我们认为 3 季度企业盈利增速的下滑仅是本轮调整的开始。未来两个季度的企业盈利可能出现同比负增长，从而对 A 股市场形成较大压力。

- 非金融行业 2,120 家可比公司前三季度营业收入同比增长了 17.95%；归属母公司股东净利润 6,365 亿元，同比增长了 15.15%，增速显著放缓于前两个季度。从单季度业绩看，3 季度营业收入同比增长 26.46%，但归属母公司股东净利润同比增长仅为 6.12%，大幅低于我们的预期。
- 毛利率大幅下降是 3 季度 A 股非金融行业盈利能力下降的主要原因。3 季度 A 股非金融行业的毛利率为 18.3%，较去年同期下降了近 1 个百分点，降幅达到 5%。环比较 2 季度的 18.7% 也下降了 0.4 个百分点。
- 我们认为，3 季度价格因素可能已经在很大程度上掩盖了需求走弱的程度，即强劲的收入增长在很大程度上是得益于价格上涨的因素。4 季度价格回落已成定局，企业毛利率下滑速度可能有所趋缓，但相应的营业收入大幅下滑不可避免。从这个角度看，企业盈利增速持续下滑趋势可能才刚刚开始。
- 从行业情况来看，交运设备、机械设备、轻工制造、信息设备、电子等几乎所有的中游行业均出现了盈利负增长。公共事业和交通运输亦出现下滑。随着总需求的进一步回落，未来盈利下滑的趋势可能进一步蔓延至上游及下游行业。
- 我们预计今年 4 季度和明年 1 季度非金融上市企业盈利可能出现同比负增长。压力将主要来自于需求减弱所带来的收入增速降低。盈利能力方面则可能在需求减弱的情况下受到一定的影响，但在商品价格环境偏于正面的环境下，毛利率水平应该不会延续剧烈下滑的态势。
- 从大势判断的角度，我们坚持对 A 股市场的谨慎观点。企业盈利的下滑将部分抵销原有的估值方面的优势。同时一般规律和历史经验都证明即使流动性存在边际改善，但在企业盈利显著下滑的阶段资本市场难言底部。

张戢, PhD

(8610) 6622 9075

jian.zhang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300209060306

*樊菲菲为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

3 季度企业盈利增速大幅放缓

截至 10 月 31 日，全部 A 股上市公司 2011 年三季报公布完毕。非金融行业 2,120 家可比公司前三季度营业收入同比增长了 17.95%，归属母公司股东净利润 6,365 亿元，同比增长了 15.15%，增速显著放缓于前两个季度。

从单季度业绩看，3 季度营业收入为 46,906 亿元，同比增长 26.46%，符合我们的预期。在继 2 季度盈利下滑的基础上，A 股非金融行业 3 季度盈利水平没有像工业企业利润出现小幅上涨，而是持续下滑。实现利润总额 3,240 亿元，同比增长 7.83%，归属母公司股东净利润 2,328 亿元，同比增长仅为 6.12%，大幅低于我们的预期。上市公司业绩下滑趋势已经形成，且下滑的速度和幅度远超我们的预期。

图表 1.A 股非金融行业三季度财务数据汇总

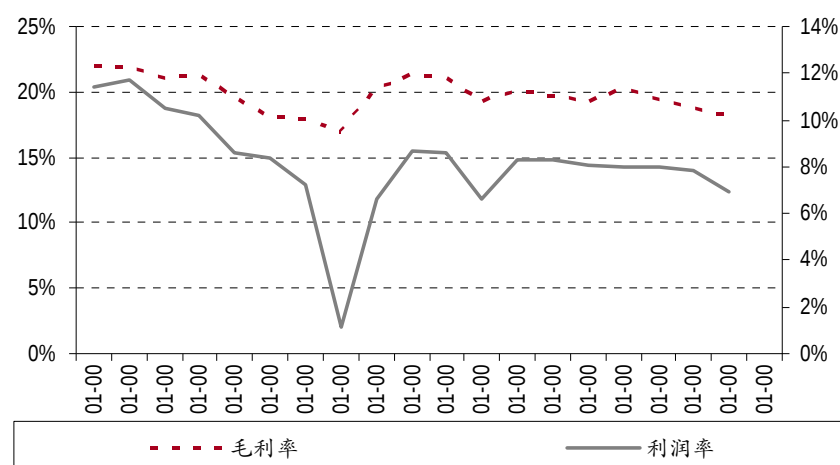
(人民币, 亿元)	2010 年 前三季度	2011 年 前三季度	同比 (%)	2010 年 3 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	115,738	136,513	17.95	37,090	46,473	46,906	26.46	0.93
营业成本	79,925	106,059	32.70	29,938	37,753	38,342	28.07	1.56
营业税金及附加	3,527	4,811	36.40	1,253	1,759	1,680	34.09	(4.50)
销售费用	3,425	4,270	24.68	1,320	1,442	1,532	16.00	6.23
管理费用	3,939	4,986	26.60	1,536	1,765	1,857	20.87	5.17
财务费用	979	1,238	26.42	315	437	510	61.73	16.70
资产减值损失	245	374	52.28	59	195	108	83.10	(44.53)
营业利润	7,421	8,765	18.11	2,886	3,488	3,106	7.65	(10.94)
营业外收入	467	519	11.18	122	217	205	67.31	(5.86)
营业外支出	192	177	(7.65)	88	69	71	(19.43)	2.57
利润总额	7,696	9,107	18.33	3,005	3,636	3,240	7.83	(10.90)
所得税	1,542	1,924	24.72	576	791	622	7.89	(21.41)
净利润	6,153	7,183	16.73	2,428	2,845	2,618	7.81	(7.98)
归属母公司股东的净利润	5,527	6,365	15.15	2,193	2,529	2,328	6.12	(7.95)

资料来源：万得资讯，中银国际研究

毛利率大幅下降是 3 季度 A 股非金融行业盈利能力下降的主要原因。3 季度 A 股非金融行业的毛利率为 18.3%，较去年同期下降了近 1 个百分点，降幅达到 5%；环比较 2 季度的 18.7% 也下降了 0.4 个百分点。A 股非金融行业的毛利率水平从 2010 年 4 季度有所反弹后，进入 2011 年连续 3 个季度下降。税前利润率水平也从去年同期的 8.1% 降至今年的 6.9%，降幅达到了 14.7%。利润率在过去 4 个季度中维持 7.8%-8.0%，截止到今年 3 季度骤降至 7.0% 以下。毛利率的大幅波动拖累了 A 股非金融行业的盈利能力。

我们认为，3 季度价格因素可能已经在很大程度上掩盖了需求走弱的程度，即强劲的收入增长在很大程度上是得益于价格上涨的因素。4 季度价格回落已成定局，企业毛利率下滑速度可能有所趋缓，但相应的营业收入大幅下滑不可避免。从这个角度看，非金融上市企业的盈利增速持续下滑趋势可能才刚刚开始。

图表 2.3 季度 A 股非金融行业毛利率大幅下降



资料来源：万得资讯，中银国际研究

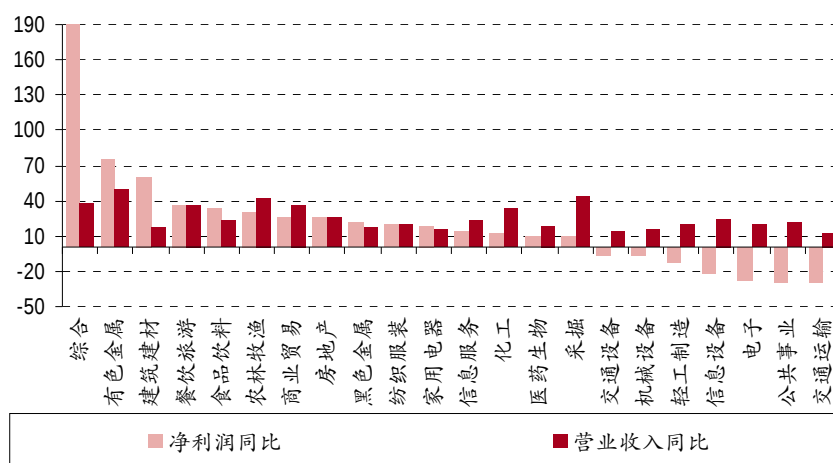
从行业情况来看，交运设备、机械设备、轻工制造、信息设备、电子等几乎所有的中游行业均出现了盈利负增长。公共事业和交通运输亦出现下滑。其中，信息设备、电子设备、公共事业以及交通运输四个行业的同比下降水平均超过了 20%。中游行业盈利水平的集体下滑拖累了整个 A 股非金融行业的业绩状况。3 季度，盈利增速较快的行业主要分布在原材料以及下游消费品行业，其中，有色金属、建筑建材、餐饮旅游、食品饮料以及农林牧渔等行业的利润增速都超过了 30%。这在一定程度上说明了，上市公司 3 季度在通胀的持续压力下，上游成本价格的上涨以及下游需求放缓同时挤压中游行业的盈利能力。随着总需求的进一步回落，未来盈利下滑的趋势可能进一步蔓延至上游及下游行业。

图表 3.3 季度分行业盈利增速情况

(%)	2 季度同比增长	3 季度同比增长	环比增长	占比
农林牧渔	41.27	30.24	3.56	0.94
采掘	0.84	9.40	14.62	26.42
化工	15.75	12.42	(10.52)	12.17
黑色金属	(28.58)	21.03	(39.80)	2.00
有色金属	127.49	75.59	(19.22)	4.04
建筑建材	33.85	59.78	(18.99)	7.34
机械设备	20.68	(7.29)	(27.49)	6.60
电子	10.56	(27.04)	(32.16)	0.85
交通设备	10.67	(6.17)	(21.92)	6.15
信息设备	18.93	(22.33)	(19.11)	0.98
家用电器	28.18	17.84	(8.97)	2.22
食品饮料	41.90	33.26	(6.08)	3.48
纺织服装	69.61	20.12	12.17	1.33
轻工制造	3.79	(13.45)	(21.15)	0.73
医药生物	21.20	9.58	(14.45)	3.33
公共事业	22.98	(28.49)	(7.17)	3.57
交通运输	(29.15)	(28.91)	36.76	8.78
房地产	29.87	25.46	(32.60)	4.17
商业贸易	33.59	25.82	(25.03)	2.14
餐饮旅游	28.46	36.43	7.57	0.48
信息服务	36.87	13.44	(18.90)	1.68
综合	193.92	189.82	(24.54)	0.60
A 股非金融行业	13.71	6.12	(13.26)	100.00

资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 4.3 季度分行业收入与盈利增速情况



资料来源：万得资讯，中银国际研究

盈利增速下滑的趋势仍将延续

由于3季度上市公司的毛利率以及利润率的大幅下降,我们调整了上市公司4季度以及明年的盈利预测。我们预计今年4季度和明年1季度非金融上市企业盈利可能出现同比负增长。压力将主要来自于需求减弱所带来的收入增速降低。盈利能力方面则可能在需求减弱的情况下受到一定的影响,但在商品价格环境偏于正面的环境下,毛利率水平应该不会延续剧烈下滑的态势。

图表 5.核心宏观经济指标假设

(%)	GDP	CPI	PPI
1Q11	9.7	5.2	7.0
2Q11	9.5	5.9	6.9
3Q11	9.1	6.3	7.2
4Q11E	8.9	4.6	5.6
1Q12E	8.8	4.3	4.2
2Q12E	8.7	4.1	3.3
3Q12E	8.5	4.3	4.2
4Q12E	8.3	5.0	5.2

资料来源:统计局,人民银行,中银国际研究

图表 6.工业企业盈利预测

(%)	主营业务收入 同比增长率	利润总额 同比增长率	毛利率	利润率
1Q11	31.0	34.3	18.7	6.0
2Q11	28.6	24.9	18.2	6.2
3Q11	30.6	28.6	17.8	5.9
4Q11E	13.5	9.5	18.0	6.4
1Q12E	13.1	6.5	17.8	5.7
2Q12E	15.2	12.8	17.8	6.1
3Q12E	20.6	22.1	18.0	6.0
4Q12E	23.5	25.0	18.2	6.5

资料来源:万得资讯,中银国际研究

图表 7.A股非金融行业盈利预测

(%)	主营业务收入 同比增长率	利润总额 同比增长率	毛利率	利润率
1Q11	29.7	24.1	19.4	8.3
2Q11	25.6	18.4	18.7	8.0
3Q11	26.5	7.8	18.3	6.9
4Q11E	7.9	(1.0)	18.6	7.3
1Q12E	7.5	(3.9)	18.3	7.1
2Q12E	9.6	2.4	18.3	7.3
3Q12E	15.1	11.7	18.5	6.7
4Q12E	25.1	26.6	18.6	7.4

资料来源:万得资讯,中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371