



策略研究

2012.01.04

从戴维斯双杀到戴维斯双击



钟华



021-38674602



honghua008457@gtjas.com

编号

S0880511010056

本报告导读：

摘要：

- 在我们自上而下的预测模型中，非金融服务上市公司的业绩预测是在营业总收入的预测以及毛利率和净利率的预测基础上推算而得。所需要的宏观预测来自国泰君安宏观团队，累计营业总收入增速的预测跟 GDP、工业增加值等相关；毛利率的预测跟 CPI-PPI 之差相关。
- 根据我们的预测，净利润增速可能于 2011 年四季度见底，之后逐步回升，我们对于 11 年四季度和今年各个季度的单季度净利润增速的预测分别为-32%、-10%、3%、23%、20%。进一步对盈利预测进行敏感性分析，如果经济下滑低于我们的预期，CPI 与 PPI 剪刀差较小，那么 2012 年的盈利的增速可能高于我们的预测值，达到 18%。
- 由于利润增速领先或者同比于估值的变化，因此在三四月份见到利润增速底部之后，估值也将跟随回升，A 股市场将经历从 11 年的戴维斯双杀到 12 年戴维斯双击的过程。
- 我们的盈利预测观点的修正：三季报公告结束后，我们当时的观点认为由于去年四季度净利润的基数较高以及目前来看尚未出现各行业基本面的反转，预计四季度净利润增速将进一步下滑，认为 12 年一、二季度可能是净利润同比增速的底部。鉴于 PPI 下滑幅度超预期，使得毛利率见底的时点可能早于我们之前的预期，我们修正之前的观点，认为 A 股利润增速的底部可能已出现在 11 年四季度，之后逐步回升。
- 我们与市场的不同：市场一致预期除金融上市公司单季度净利润增速见底的时间为 2012 年一季度或者二季度，我们认为单季度净利润增速的底部出现在 2011 年四季度。最核心的不同在于：我们认为在通胀下行的过程中，PPI 下行的速度要远快于 CPI，因此非金融上市公司的毛利率将出现回升。
- 从利润增速见底回升的幅度来看，回升幅度最大的是之前增速下滑速度最快、幅度最大的行业，在 PPI 快速下滑过程中最不利的行业是中游原材料行业以及下游的可选消费，这些行业在利润增速见底之后，回升幅度也是最大的。

策略团队：

钟华：

电话：021-38674602

邮箱：zhonghua008457@gtjas.com

时伟翔：

电话：021-38674603

邮箱：shiweixiang007983@gtjas.com

张晗：

电话：021-38676675

邮箱：zhanghan@gtjas.com

陈思翀：

电话：021-38674878

邮箱：chensichong010546@gtjas.com

江亚琴：

电话：021-38674622

邮箱：jiangyaqin008083@gtjas.com

解静：

电话：010-59312711

邮箱：xiejing008484@gtjas.com

尹为醇：

电话：021-38674936

邮箱：yinweichun010845@gtjas.com

相关报告

《策略一周：勇敢的心》

2011.12.18

《增量资金的博弈正式开始》

2011.12.01

《大民生，小牛市》

2011.11.17

《政策不确定性已彻底消除》

2011.11.08

《股市底部还远吗》

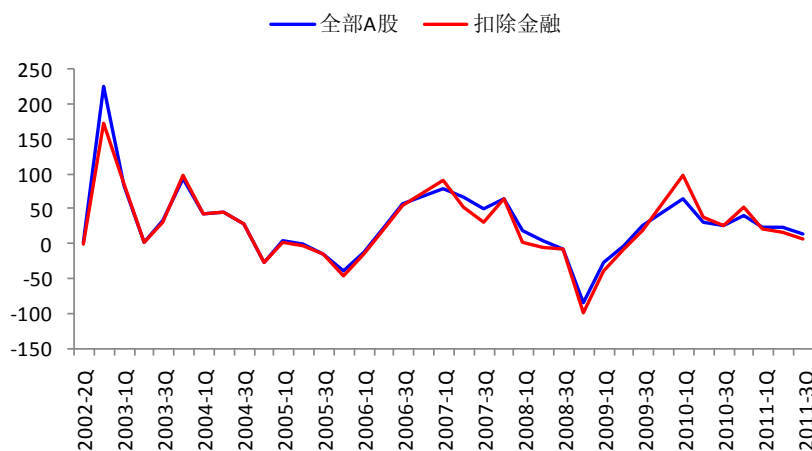
2011.10.23

年底都要做总结，作为策略研究员，每年年底我们都要对当年整体市场的盈利状况进行回顾，对下一年的盈利趋势进行预测，记得在 11 年初，我们对于市场的利润增速的预测为 19%（假定是 GDP 增速 10%，PPI 6%），并进行了敏感性分析，指出如果考虑到 GDP 假如在宏观调控下增速仅为 9%，PPI 4% 的情况下，全年净利润增速将为个位数，这意味着上市公司 2011 年某个单季度至少增速为负。当然现在来看，我们当时的预测比较客观，但是站在 11 年初的时点，我们算是全市场最悲观的预测，倍感压力。做预测总是很困难，尽管如此，我们还是要给出我们对于 2012 年整体市场的盈利预测。

1.2011 年盈利增速逐季下滑

截止 11 年三季度，全体 A 股上市公司实现净利润 15813.5 亿元，按照可比公司口径，同比增长为 13.74%，扣除金融及石油石化 A 股上市公司净利润增速为 8.09%，呈现加速下滑态势。全体 A 股一、二、三季度单季度净利润增速分别为 24.83%、23.2%、13.74%，逐季下滑。中小板和创业板上市公司净利润增速大幅下滑，均呈个位数增长，其中，中小板的净利润增速从 17.71% 下降到 8.53%，创业板从 14.09% 下降到 6.62%。

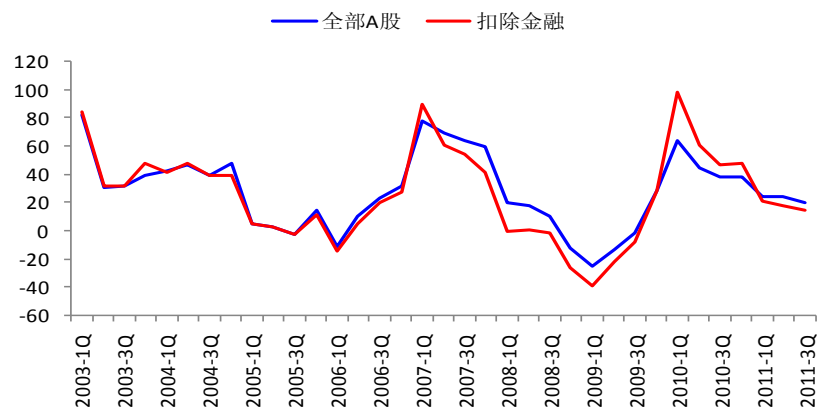
图 1：2011 年单季度净利润增速逐季下滑



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

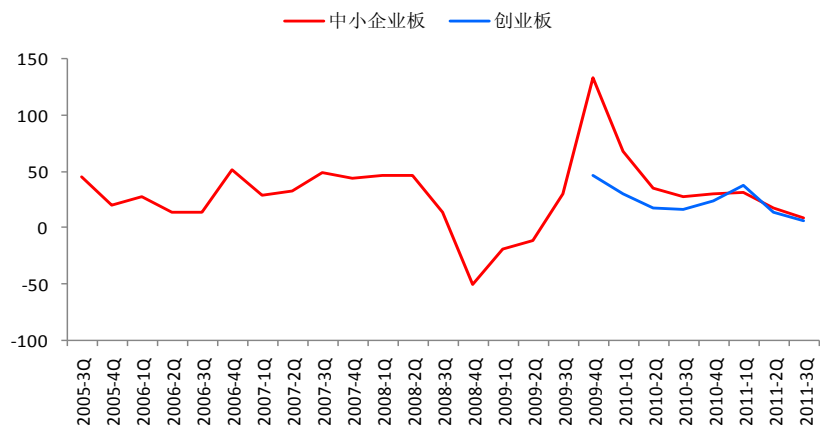
注：剔除 06 年和 09 年四季度两个奇异点，这两年由于基数较低，净利润增速值非常大，不便于观察趋势

图 2：02 年至今 A 股净利润累计增速周期波动



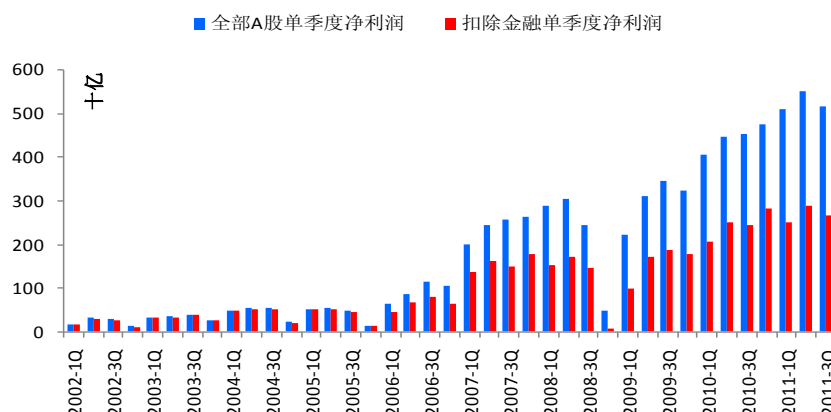
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 3：2011 年中小板和创业板净利润增速亦逐季下滑



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 4：每年二、三季度是盈利高点，一、四季度为盈利低点



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

从上中下游的分项来看，中游制造、下游消费、大金融和除金融之外的服务业的利润增速下降非常明显，上游的采掘和原材料利润增速略有反弹。我们在中报分析专题中，曾提示过下游行业如此高的净利润增速可能难以继续维持，三季度中下游利润增速的放缓符合我们之前的预期。

表 1: 上中下游净利润同比增速

	20101Q	20102Q	20103Q	20104Q	20111Q	20112Q	20113Q
全部 A 股	65.16	31.67	27.47	41.69	24.83	23.21	13.74
除金融及石油石化	111.11	58.35	30.52	50.08	21.44	21.35	8.09
中小企业板	64.26	34.2	26.78	29.49	20.73	17.71	8.53
创业板	32.37	17.1	21.38	23.52	36.96	14.09	6.62
上游采掘	57.45	18.49	24.14	68.4	16.69	4.5	10.27
中游原材料	195.75	49.3	-4.84	60.61	28.29	23.8	35.01
中游制造	179.47	84.81	57.41	40.74	32.23	14.82	-8.03
下游消费	49.74	26.88	15.52	22.63	38.46	35.1	16.6
大金融	41.03	20.47	26.28	28.72	26.66	32.15	20.74
除金融服务业	84.01	75.65	124.51	105.24	8.45	-2.94	-13.6

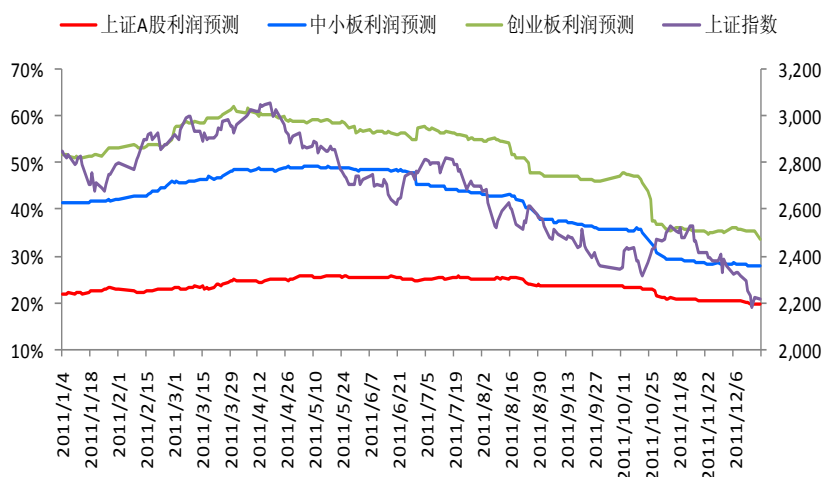
数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

注: 中游原材料包括化工、钢铁、有色、建筑建材; 中游制造包括机械设备、电子元器件、交运设备、信息设备; 下游消费包括家用电器、食品饮料、纺织服装、轻工、医药生物; 大金融包括地产和金融服务; 除金融的服务业包括交通运输、商业贸易、餐饮旅游、信息服务(交运占比较大)。

2.2011 年四季度盈利增速将见到底部, 2012 逐渐回升

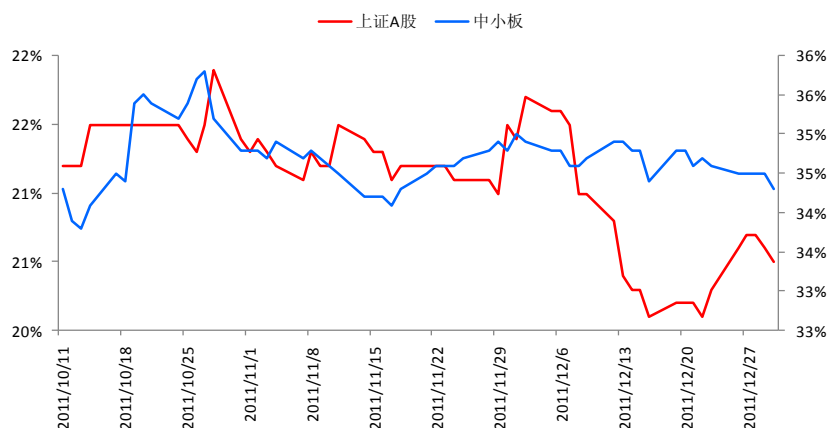
对于 2012 年盈利, 我们分别从自上而下和自下而上两个角度来预测。其中, 自上而下的模型, 我们分为非金融服务上市公司和金融服务上市公司分别预测(金融服务上市公司参考国泰君安银行团队的盈利预测)。自下而上的预测采用行业研究员的预测的加总。但分析师个股的盈利预测往往具有滞后性以及易受主观影响, 因此只做参考。

图 5: 分析师个股的盈利预测具有滞后性且易受市场影响(预测 11 年净利润)



数据来源: 朝阳永续, 国泰君安证券研究

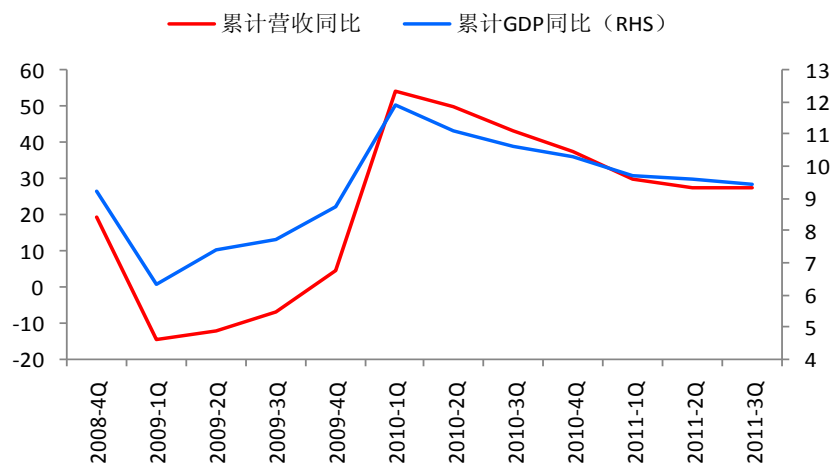
图 6：自下而上 2012 年市场盈利预测



数据来源：朝阳永续，国泰君安证券研究

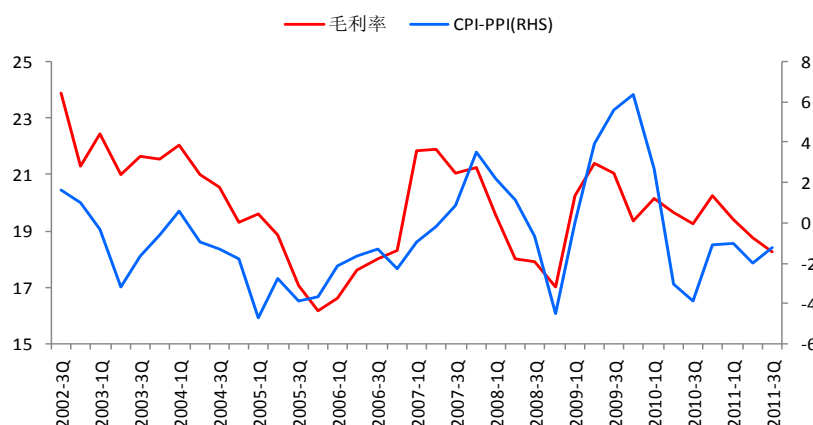
在我们自上而下的预测模型中，非金融服务上市公司的业绩预测是在营业总收入的预测以及毛利率和净利率的预测基础上推算而得。累计营业总收入增速的预测是建立在国泰君安宏观团队对 GDP 以及消费、投资、净出口的判断基础上，由于累计营收的拟合效果较好，因此我们先预测累计营收的增速，然后再还原出单季度的值；毛利率的预测跟 CPI-PPI 之差相关，由于三项费用季节性波动较大，每个季度的值相对较稳定，进而由毛利率的值推算净利率，由此算出非金融服务上市公司单季度净利润。

图 7：08 年后营业总收入跟经济最相关



数据来源：WIND，国泰君安研究所

图 8: A 股扣除金融的毛利率跟 CPI-PPI 之差相关



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

注: CPI 和 PPI 均为季度均值

截止 2011 年三季报, 全部 A 股扣除金融前三季度单季度净利润增速分别为 21.32%、15.39%、8.09%。从自上而下的预测模型来看, 净利润增速可能于 2011 年四季度见底, 之后逐步回升, 我们对于 11 年四季度和今年各个季度的单季度净利润增速的预测分别为 -32%、-10%、3%、23%、20%。进一步对盈利预测进行敏感性分析, 由于国泰君安宏观团队对于经济预测较市场其它券商悲观, 如果经济下滑低于我们的预期, CPI 与 PPI 剪刀差较小, 那么 2012 年的盈利的增速可能高于我们的预测值, 达到 18%。

表 2: 非金融上市公司预测结果

	累计营总收 同比	单季度 毛利率	单季度 净利率	单季度净利润 (亿元)	单季度净利润 同比	累计净利润同 比
2011-4Q	19.17%	18.91	4.41	1915.28	-32.13%	1.54%
2012-1Q	1.11%	19.56	5.56	2270.53	-9.52%	-9.52%
2012-2Q	0.64%	19.85	6.35	3019.04	3.50%	-2.52%
2012-3Q	2.09%	19.62	6.62	3324.80	23.48%	6.10%
2012-4Q	5.56%	19.07	4.57	2306.37	20.42%	8.84%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 3: 全体 A 股预测结果

	单季度净利润 (亿元)	单季度净利润同比	累计净利润同比
2011-4Q	3625.20	-23.41%	8.85%
2012-1Q	5459.09	7.88%	7.88%
2012-2Q	6171.91	11.77%	9.91%
2012-3Q	6096.28	18.81%	12.82%

2012-4Q	4172.19	15.09%	13.24%
---------	---------	--------	--------

数据来源：国泰君安证券研究

表 4：2012 全年业绩预测敏感性分析（业绩增速 12%-18%）

		GDP				
		8.0	8.2	8.4	8.6	8.8
CPI-PPI	-3.0	13.35	14.47	15.71	16.94	18.21
	-3.2	13.24	14.39	15.61	16.75	18.01
	-3.4	13.12	14.27	15.49	16.68	17.93
	-3.6	12.65	14.15	15.36	16.57	17.81
	-3.8	12.56	13.66	14.84	16.03	17.24
	-4.0	12.47	13.56	14.73	15.91	17.11

数据来源：国泰君安证券研究

我们的盈利预测观点的修正：截止三季报时，我们当时的观点认为由于去年四季度净利润的基数较高以及目前来看尚未出现各行业基本面的反转，预计四季度净利润增速将进一步下滑，认为 12 年一、二季度可能是净利润同比增速的底部。鉴于 PPI 下滑幅度超预期，使得毛利率见底的时点可能早于我们之前的预期，我们修正之前的观点，认为 A 股利润增速的底部可能已出现在 11 年四季度，之后逐步回升。

我们与市场的不同：市场一致预期除金融上市公司单季度净利润增速见底的时间为 2012 年一季度或者二季度，我们认为单季度净利润增速的底部出现在 2011 年四季度。最核心的不同在于：我们认为在通胀下行的过程中，PPI 下行的速度要远快于 CPI，因此非金融上市公司的毛利率将出现回升。模型的宏观假设来自国泰君安宏观团队的预测，我们预测经济下滑的幅度要大于市场一致预期，如果按照市场一致预期，非金融上市公司盈利四季度见底的趋势也不会改变，只是一季度回升的幅度会变大。

表 5：GDP 累计同比预测

	国泰君安	市场一致预期
2012-1Q	7.8	8.2
2012-2Q	7.7	8.5
2012-3Q	7.8	8.5
2012-4Q	8	8.4

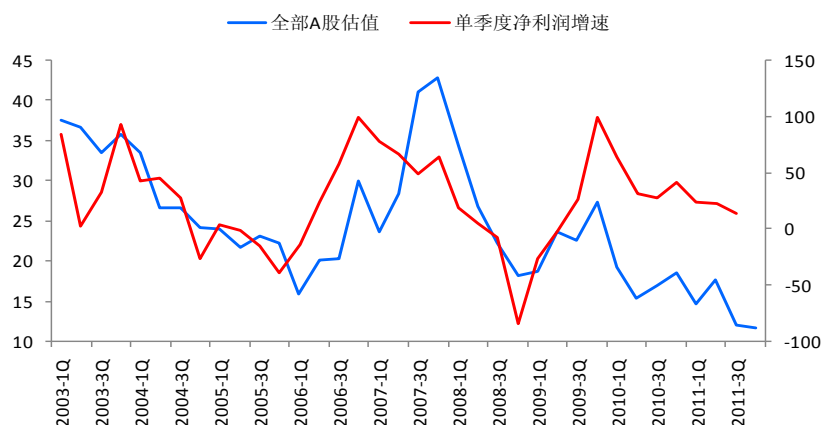
数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

单季度净利润增速 2011 年四季度见底的原因：1、2010 年四季度基数很高（由于 10 年四季度经济小幅下滑，CPI 上升的幅度大于 PPI 上升的幅度，使得营收增速下滑幅度较小，而毛利率出现了较大的提升）；2、尽管 2011 年四季度经济下滑，但是 PPI 下降的幅度远快于 CPI 的下降且四季度费用率季节性升高，使得营收增速和净利率均出现较大幅度下滑；

3、虽然 2012 年一季度的经济下滑幅度是最大的，但是在毛利率基本稳定的情况下，费用率季节性下降，导致净利率提高，再考虑基数的原因，净利润增速较 2011 年四季度将出现回升；4、随着 2012 年二、三、四季度经济下滑放缓甚至出现反转，毛利率出现回升，以及 2011 年二、三、四季度盈利基数逐渐降低，净利润的增速将逐步回升。

由于利润增速领先或者同比于估值的变化，因此在三四月份见到利润增速底部之后，估值也将跟随回升，A 股市场将经历从 11 年的戴维斯双杀到 12 年戴维斯双击的过程。

图 9:利润增速领先或同步于估值变化



数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

3. 利润增速见底回升幅度最大的行业——上游原材料、可选消费

由于行业之间的特性差异较大，因此在市场利润增速见底回升的过程中，各个行业利润增速见底回升的时点和幅度有很大的差别。我们这里采用比较方法，通过比较 05 年和 08 年各行业利润见底时的情况，对 2012 年各个行业利润增速见底回升的时点和幅度大小进行简单的猜想。

从之前两轮周期各行业利润见底回升的时点来看，大多数行业与市场同步见底，少数行业（农林牧渔、餐饮旅游、信息服务）利润增速先于市场见底。（04 年-05 年利润增速 04 年四季度就一次触底，很多行业的利润增速在 04 年四季度就见底，但总体市场利润增速真正见底时间为 05 年四季度，主要原因在于 05 年 PPI 温和下滑，导致毛利率在 05 年仍然下降。）

从利润增速见底回升的幅度来看，回升幅度最大的是之前增速下滑速度最快幅度最大的行业（弹性原理），在 PPI 快速下滑过程中最不利的行业是上游原材料行业以及下游的可选消费，这些行业在利润增速见底之后，回升幅度也是最大的。

表 6: 利润增速见底前后各行业利润增速变化 (04-05 年、08-09 年、11 年)

	2004-4Q	2005-1Q	2005-3Q	2005-4Q	2006-1Q	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2011-1Q	2011-2Q	2011-3Q
农林牧渔	-164.35	-2.99	-39.5	-5.09	47.39	-157.33	-34.17	-30.25	15.16	46.7	35.51
采掘	239.05	95.59	-14.7	-41.72	-29.24	60.31	-13.32	-21.07	15.83	3.83	10.59
化工	107.33	21.4	-19.99	2.25	-19.66	-54.47	-126.43	-2.57	42.21	22.33	13.83
黑色金属	25.58	24.96	-9.6	-61.7	-58.34	4.33	-328.45	-127.08	-10.61	-27.19	29.15
有色金属	86.55	32.05	27.14	-24.68	70.7	-47.64	-256.76	-112.06	28.21	120.61	92.36
建筑建材	-114.01	-85.95	-17.37	-8555.41	24.47	3.24	-61.41	28.84	40.63	32.68	53.13
机械设备	-46.76	25.72	-3.67	-18.33	6.91	3.92	-64.7	-18.42	49.95	20.93	-5.66
交运设备	-69.25	-43.62	-23.16	-194.72	33.99	-35.25	-138.09	-49.39	23.7	8.17	-4.66
信息设备	-821.51	-17.12	-140.08	-54.95	-29.86	49.36	-23.36	-19.03	-2.65	-3.86	-23.22
家用电器	-3016.99	-100.89	-419	53.18	886.87	-0.08	-95.79	-34.14	37.8	32.47	20.82
食品饮料	87.52	24.74	-4.64	283.95	23.51	-4.04	-131.43	32.76	43.67	40.53	29.96
纺织服装	-546.27	24.95	-0.51	119.77	3.03	-20.36	-96.69	25.11	97.94	25.18	19.67
轻工制造	85.06	0.18	-5	-596.76	-10.05	-4.66	-151.19	-76.3	42.7	-1.08	-14.73
医药生物	-218.45	5.45	33.02	-105.02	6.43	41.59	-49.08	15.45	21.93	24.66	8.31
公用事业	-15.75	-26.78	4.28	8.61	14.73	-125.83	-141.81	48.06	-16.53	20.42	-30.77
交通运输	-36.26	-0.08	32.42	-50.79	-31.26	-30.48	-202.41	-81.15	4.41	-24.71	-27.02
房地产	-704.37	45.38	10.6	-57.26	8.21	8.1	-22.06	-14.13	-6.55	30.17	29
金融服务	-22.59	12.79	-9.95	63.09	23.38	-8.24	-54.12	-10.53	28.58	32.52	20.62
商业贸易	44.15	23.16	-32.91	-75.84	-0.52	6.68	-85.61	-16.91	25	39.6	29.53
餐饮旅游	-2304.87	39.92	1.06	109.15	-6.63	-34.3	5.77	10.82	8.55	15.98	38.58
信息服务	-181.85	-32.97	-29.05	-152.18	34.87	-11.81	311.62	58.03	-3.07	64.99	28.85

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

表 7: PPI 快速下滑过程中最不利的行业是中游原材料行业以及下游的可选消费

04-05 年下滑幅度最大的行业	08 年下滑幅度最大的行业
建筑建材、家电、餐饮旅游、信息设备、纺织服装、交运设备、信息服务、房地产	黑色金属、有色金属、交通运输、农林牧渔、轻工制造、交运设备、化工、家电、纺织服装

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

表 8：利润增速先于市场见底的行业

04-05 先见底

08 年先见底

农林牧渔、信息设备、家电设备、
纺织服装、医药生物、房地产、金
融服务、餐饮旅游、信息服务

农林牧渔、餐饮旅游、信息服务

数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

作者简介:

钟华:

执业资格证书编号: S0880511010056

电话: 021-38674602

邮箱: honghua008457@gtjas.com

尹为醇(贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111090078

电话: 021-38674936

邮箱: yinweichun010845@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编		518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		