

策略专题

2012 年 2 月 2 日

大约在夏季

——2012 年 A 股盈利预测和拐点判断

核心结论:

中性情景假设下, 预计2012年全部A股净利润增速10%, 去金融为5%, 盈利明显回升拐点出现在3季度。自上而下角度, 流动性、经济增长、通胀三个宏观因素决定盈利周期, 类比过去十年中2个相似的宏观经济背景来预测; 自下而上参考相关行研预测。盈利拐点的判断定性上基于盈利周期与宏观经济指标领先滞后关系, 定量上根据GDP季度分布预测单季度盈利增速。

主要逻辑:

类比过去十年两个盈利增速下滑周期, 推算中性情况下2012年全部A股盈利区间为10%。我们采用自上而下方法预测盈利主要是比较了过去十年中2004-2006年与2007-2009年两个盈利增速下滑的周期, 发现目前的盈利下滑周期与2007-2009年周期的GDP、工业增加值、货币指标变动更相似, 和2004-2006年周期CPI、PPI变动更相似。再结合两个周期盈利下滑幅度对比, 推算出中性假设下, 2012年全部A股盈利增速约为10%, 剔除金融全部A股增速约为5%。

海通研究所自下而上推算全部A股和去金融全部A股盈利增速分别为14.2%和8.1%。根据自上而下方法推算的数值略高于自上而下方法, 主要原因可能是研究员覆盖公司更优质以及盈利下调相对滞后的关系。我们根据朝阳永续一致预期也得到类似的结论。

2012年单季度盈利增速明显回升可能出现在3季度。GDP、工业增加值同步于盈利变动, 货币供给M1、M2领先盈利变动2-4季度, CPI、PPI滞后盈利变动1-4个季度。2012年GDP在2-3季度触底, M1、M2最迟在1季度触底, CPI、PPI全年下行趋势, 盈利底部可能出现在3季度。这和我们中性情景下, 单季度盈利增速预测相吻合。2012年1-4季度单季度盈利增速预测分别为-7%, -5.3%, 8%和44%。

风险提示:

经济见底回升的时间和力度低于预期, 使得盈利上升的时间推后。

策略高级分析师

陈瑞明

SAC 执业证书编号:

S0850511020005

电话: (021) 23219197

Email: chenrm@htsec.com

策略高级分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号:

S0850511040006

电话: (021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

联系人:

汤慧

电话: (021) 23219733

Email: tangh@htsec.com

目录

1. 前言	3
2. 自上而下	3
2.1 宏观经济比较找盈利区间	3
2.2 数量方法再验证	5
3. 自下而上	6
4. 盈利的拐点什么时候出现?	8
4.1 总需求: GDP、工业增加值和盈利变动保持同步	8
4.2 货币供给: M1、M2 变动是盈利变动的领先指标	9
4.3 价格: CPI、PPI 变动是盈利变动的滞后指标	10
4.4 另一种数量的方法	11
5. 小结	12

图目录

图 1 过去十年经历三个盈利增速下滑的周期	4
图 2 2004-2006 年周期盈利增速下滑和毛利率下滑更相关	4
图 3 2007-2009 年周期盈利增速下滑和收入下滑更相关	4
图 4 一致预期的净利润增速调整落后于真实净利润增速的变动	8
图 5 2012 年工业增加值继续回落，盈利增速继续回落	8
图 6 2012 年工业增加值继续回落，盈利增速继续回落	9
图 7 M1 拐点领先于盈利增速拐点 2Q-4Q	9
图 8 M2 拐点领先于盈利增速拐点 2Q-4Q	10
图 9 CPI 拐点滞后于盈利增速拐点 1Q-4Q	10
图 10 PPI 滞后于盈利增速拐点 1Q-4Q	11

表目录

表 1 类比宏观经济指标估算出全部 A 股 2012 年盈利增速区间在-2.2%——10.15%	5
表 2 乐观、中性和悲观情景假设下的盈利增速预测	6
表 3 自下而上预测 2012 年全部 A 股净利润增速	7
表 4 分季度上市公司盈利预测，盈利明显上升拐点在 3 季度	12

1. 前言

（1）为什么要做盈利预测？

估值和盈利是股票价格的核心因素，虽然估值的波动领先于盈利，使得股票指数略领先于盈利，但长期来看，估值取决于盈利，尤其是对股指大拐点的判断需要估值和盈利共同作用。因而，本文也着眼于这两个方面的讨论：一是测算整体上市公司的 2012 年盈利增速情况，二是判断 2012 年盈利拐点在什么时候到来。

（2）用什么方法做盈利预测？

一般盈利预测有两种方法，一种是自上而下，一种是自下而上。所谓自上而下简单的说就是“借古看今”，即通过历史相似宏观经济周期的比较，结合未来宏观经济的预测推算合理的盈利增速区间；而自下而上则是通过各个行业的盈利预测加权得到整体 A 股的利润增速情况。本文自上而下为主，自下而上相验证。

2. 自上而下

自上而下的方法下，需要对历史上相似盈利周期对比，求同存异，在对未来宏观经济判断的基础上推断出盈利增速区间。

2.1 宏观经济比较找盈利区间

回顾过去 10 年的上市公司盈利状况，有三个明显的盈利增速下滑的周期，分别是

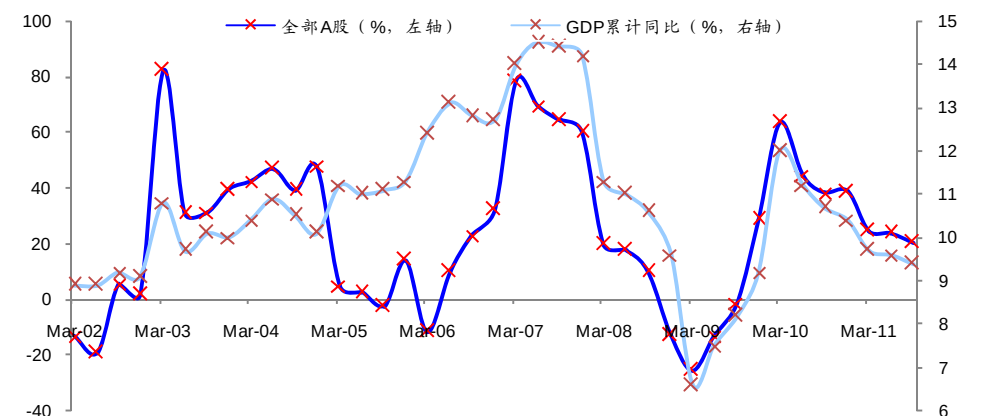
（1）2004 年 2 季度——2006 年 1 季度

（2）2007 年 1 季度——2009 年 1 季度

（3）2010 年 1 季度——至今

目前的盈利下滑周期和 2004-2006 年的政策背景相类似，但是和 2007-2009 年周期的经济背景相似。即现在的盈利增速下滑是政府货币政策和财政政策回归正常化的结果，也是在经历全球金融危机后市场自发调节的结果。

图 1 过去十年经历三个盈利增速下滑的周期



资料来源：海通证券研究所

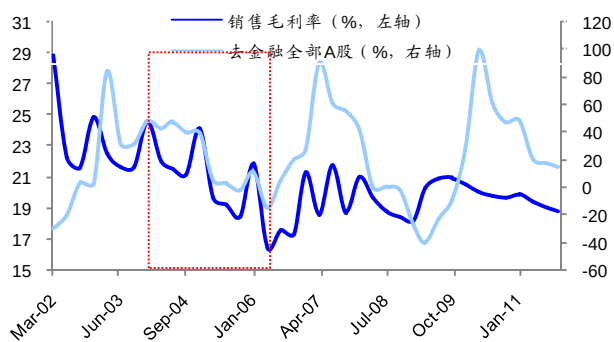
我们从宏观经济指标和微观的财务数据两个角度对比三个盈利下滑的周期。

（1）首先看财务数据变动和盈利增速的关系：

从下图可以发现，2004-2006 年周期的盈利增速下滑是伴随着毛利率的下滑的，而 2007-2009 年周期盈利增速的下滑和营业收入同比增速变动更相关。

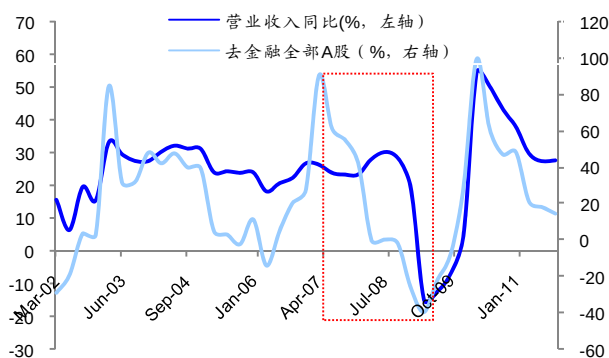
而此轮盈利增速的下滑从 2010 年开始，可以看到无论是收入增速还是毛利率都有明显的下滑。收入增速从 2010 年的峰值 54.3% 下滑到 27.6%，而毛利润从 20.0% 下滑到 18.7%。因此此轮盈利下滑周期是毛利率下降和需求下滑共同作用的结果，并且后者的因素可能更强。

图 2 2004-2006 年周期盈利增速下滑和毛利率下滑更相关



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 3 2007-2009 年周期盈利增速下滑和收入下滑更相关



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

（2）其次，看宏观经济数据变动和盈利增速的关系：

我们将三个盈利下滑周期的主要宏观经济数据进行比较，包括

- （A）GDP 和全部 A 股的净利润增速；
- （B）工业增加值和去金融全部 A 股的净利润增速；
- （C）M1、M2 和去金融全部 A 股净利润增速；

(D) CPI/PPI 和去金融全部 A 股的净利润增速。

根据海通宏观对 2012 年主要宏观经济指标的预测，我们大体的得到 2012 年整体的宏观经济情况是：GDP 和工业增加值缓慢下滑，货币投放回归历史均值略低水平，CPI 和 PPI 均大幅度回落（具体的预测数值见表）。

对比前两个盈利增速下滑周期的宏观背景，我们发现：从 GDP 增速水平以及工业增加值水平上看，目前情况类似 2007-2009 年周期盈利增速下滑的后半程，从货币环境上看，也和 07-09 周期更类似，但从 CPI 和 PPI 的变动看，则更类似于 2004-2006 周期。

这也从另一个角度验证了 2004-2006 年周期盈利波动和价格关系更大，而 2007-2009 年周期和需求变动更相关。

最后，根据可比周期的宏观经济指标和盈利增速关系推测，可以大体估算 2012 年全部 A 股盈利增速在 -1.4%-10.15%，而剔除金融的全部 A 股净利润增速在 -8.8%—4.5%。

表 1 类比宏观经济指标估算出全部 A 股 2012 年盈利增速区间在 -2.2%—10.15%

宏观经济指标		GDP	工业增加值	M2	CPI
海通证券宏观团队 2012 年预测值		8.50%	11.40%	15.60%	3.3%
类比盈利周期盈利情况	全部 A 股	-1.44%	10.15%	10.15%	4.98%
	全部 A 股剔除金融	-8.81%	-2.23%	-2.23%	4.46%
类比的盈利周期		07-09 周期	07-09 周期	07-09 周期	04-06 周期

资料来源：海通证券研究所

2.2 数量方法再验证

除了通过经济周期大体的推算出区间外，还可以简单的用一种数量化的方法来给出几种情景假设。

我们比较了三个盈利周期中全部 A 股，以及剔除金融全部 A 股的盈利增速下滑幅度，发现前两周期中盈利平均下滑幅度在 120% 上下，但是考虑到目前金融行业业绩对全部业绩的稳定作用，以及目前宏观经济背景恶化情况要比 2008 年温和，因而我们假设最悲观情况下全部 A 股下滑的幅度为 90%。

据此，分别得到乐观、中性和悲观三种情景假设下全部 A 股的净利润增速水平在 12.7%、9.6% 和 6.4%。

表 2 乐观、中性和悲观情景假设下的盈利增速预测

盈利下滑周期	净利润同比 -全部 A 股%	净利润同比 -剔除金融%	变动幅度 -全部 A 股	变动幅度- 剔除金融	GDP%	工业增加值%	M1%	M2%
04 年 1 季度	82.38	84.51			10.80	17.17	19.47	18.65
-06 年 1 季度	-11.45	-14.48	-114%	-117%	11.40	16.83	11.91	18.94
07 年 1 季度	78.36	90.05			14.00	15.10	20.34	17.01
-09 年 1 季度	-25.26	-39.91	-132%	-144%	6.60	9.65	11.53	21.59
10 年 1 季度	63.66	98.58			12.00	15.45	34.63	24.67
—至今	20.35	14.10	-68%	-86%	9.40	13.77	10.57	13.73
乐观	12.73		-80%					
情景假设 中性	9.55		-85%		8.50	11.40	——	15.60
悲观	6.37		-90%					

资料来源：海通证券研究所

3. 自下而上

自下而上主要是通过各个行业的盈利增速预测推断整体上市公司的盈利增速情况。

我们分别用海通研究所自下而上一致预期以及朝阳永续一直预期得到各个行业 2012 年净利润增速预测值，然后根据各个行业的净利润贡献占比，可以大致的估算出 2012 年整体 A 股的净利润增速情况。

两种方法下，全部 A 股的净利润增速分别为 14.2%和 21.2%，去金融的全部 A 股净利润增速情况分别为 8.1%和 11.4%。

表3 自下而上预测 2012 年全部 A 股净利润增速

	2012 年海通自下而上预测	2012 年朝阳永续
金融服务	12.0%	19.3%
采掘	12.5%	17.4%
化工	10.0%	15.4%
机械设备	20.0%	29.9%
建筑建材	10.0%	19.6%
交运设备	8.0%	21.2%
交通运输	5.0%	20.5%
房地产	25.0%	24.1%
有色金属	20.0%	24.8%
食品饮料	40.0%	36.5%
医药生物	20.0%	19.0%
公用事业	30.0%	48.1%
黑色金属	15.0%	26.9%
商业贸易	25.0%	24.1%
家用电器	19.0%	19.1%
信息服务	35.0%	46.1%
纺织服装	46.0%	30.6%
电子	35.0%	33.6%
信息设备	35.0%	38.0%
农林牧渔	40.0%	44.5%
轻工制造	30.0%	59.6%
综合	—	34.7%
餐饮旅游	30.0%	28.5%
全部 A 股	14.2%	20.9%
全部 A 股去金融	8.1%	11.1%

资料来源：海通证券研究所，朝阳永续

可以发现，朝阳永续自下而上的一致预期远远高于我们用自上而下的方法推算得到的净利润增速，而海通研究所自下而上一直预期则略高于我们的净利润增速。造成这样的原因主要有二：

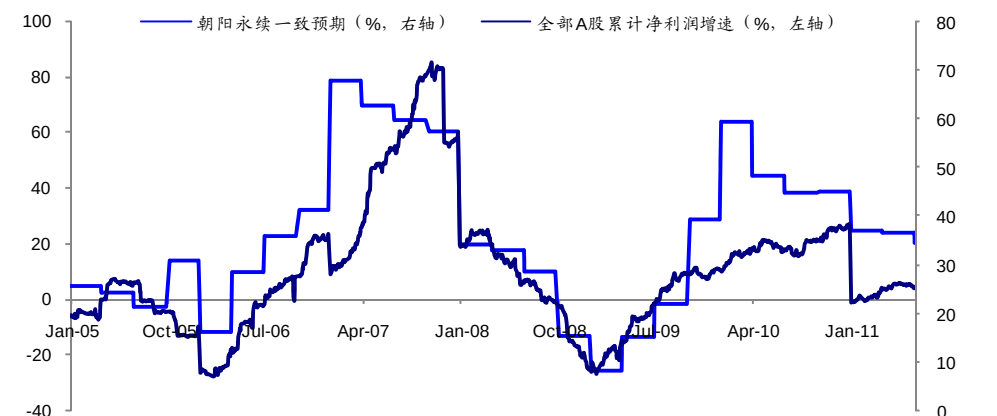
一是研究员覆盖的公司大多数是资质较好的公司，而业绩表现较差的公司则鲜少在覆盖的范围之内，因而由研究员自下而上的预测结果得到的行业增速会高于全部公司样本的整体增速；

二是盈利增速向下调整的过程中，自下而上的方法相对存在滞后性。明显的例子比如 08 年，全年累计净利润增速为-12.8%，虽然一致预期一路从年初的 33%下调到 8%，但仍大幅高估了真实的净利润增速情况。

根据自下而上行业 2012 年盈利预测的结果来看，周期类行业业绩向下调整的压力普遍较大，特别是中后周期的有色、建材、化工；消费品中盈利增速存在一定程度的下调，但是幅度上要远小于周期行业，整体而言仍保持在较为平稳的水平。

结合上文自上而下的判断，我们预计 2012 年全部 A 股净利润增速中性情况下为 10% 左右，剔除金融的全部 A 股净利润增速为 5% 左右。

图 4 一致预期的净利润增速调整落后于真实净利润增速的变动



资料来源：海通证券研究所，朝阳永续

4. 盈利的拐点什么时候出现？

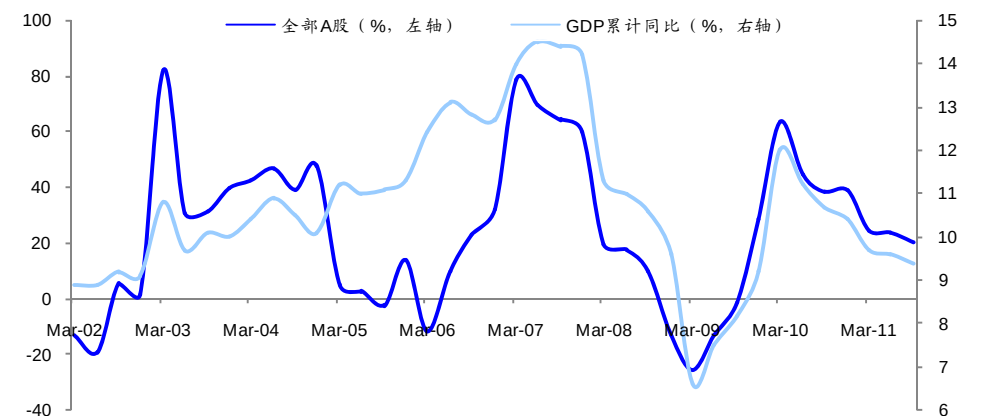
盈利的拐点一定基于经济基本面的变动，因为盈利是“量”和“价”变动的结果，因而无非是供给、需求的变化或者价格的变化作用的结果。

我们仍沿用自上而下的方法，通过找寻宏观经济中决定量、价的指标与盈利增速的领先滞后关系来推断盈利拐点出现的时间。

4.1 总需求：GDP、工业增加值和盈利变动保持同步

GDP 和盈利增速周期的同步性较好，可以看到前两轮盈利增速下滑的周期都伴随着 GDP 的下滑。2012 年，海通宏观判断 GDP 在 2 季度或者 3 季度触底回升，因而此轮盈利周期下滑的底部也应该处于 2-3 季度。

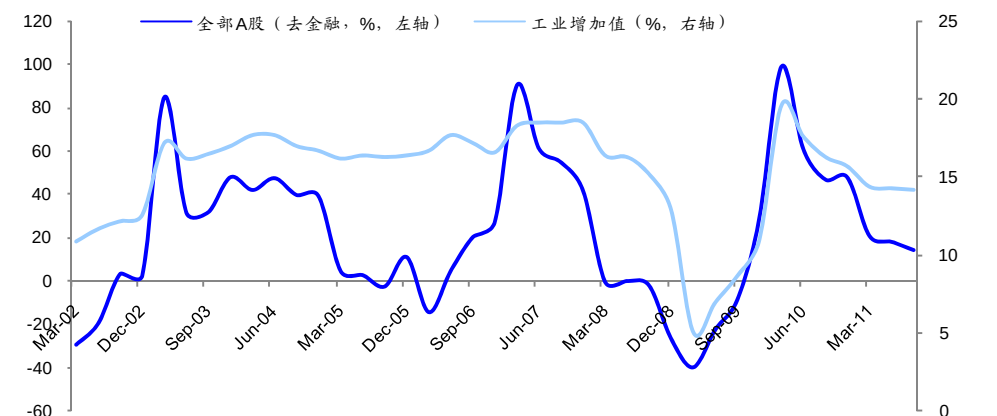
图 5 2012 年工业增加值继续回落，盈利增速继续回落



资料来源：海通证券研究所

2002 年~2007 年工业增加值和盈利增速相关性不明显，彼时工业增加值维持在较高的水平，但是盈利增速确经历了一波下跌-上涨的周期。但是从 2007 年开始同步性较好，随着工业增加值的回落，盈利增速也出现明显回落的过程，2012 年，工业增速继续回落下，盈利增速相比 2011 年应该下落一个台阶。

图6 2012年工业增加值继续回落，盈利增速继续回落



资料来源：海通证券研究所

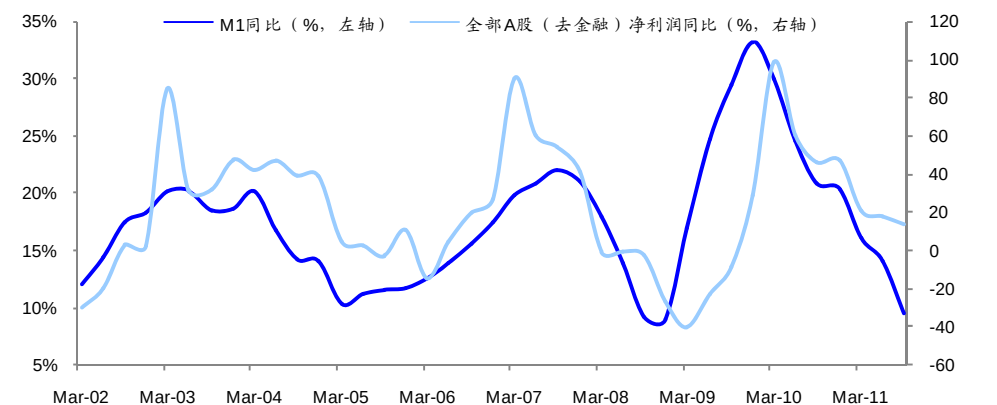
4.2 货币供给：M1、M2 变动是盈利变动的领先指标

从下图可以明显看出，M1 和 M2 是盈利增速的领先指标，通常领先盈利增速变动 2-4 个季度，这种拐点效应在触底回升过程中尤为明显。

M1、M2 领先于盈利增速周期 2—4 个季度，海通宏观判断 M1 最早在 2011 年底，最迟在 2012 年 1 季度迎来阶段性拐点。

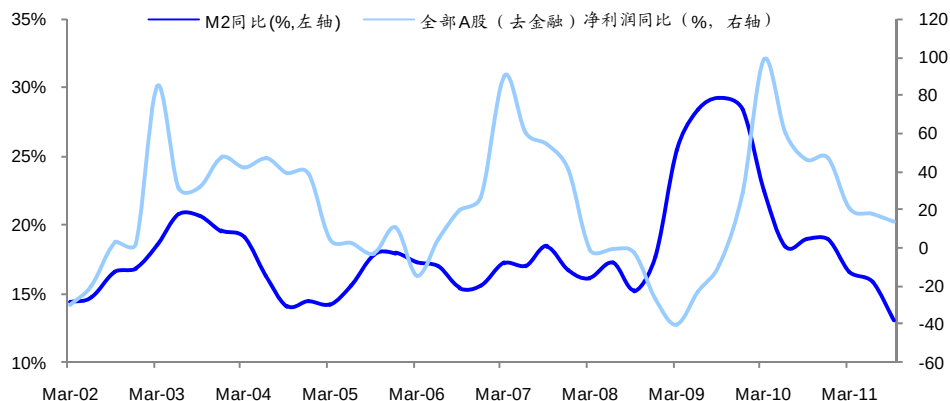
从公布的 2011 年 12 月份金融数据看，M1 和 M2 已初步确定拐点，虽然拐点的最终确定还要看后续的经济数据变化情况，但是 M1、M2 增速基本处于底部区域，考虑到 M1、M2 在 2012 年的整体水平较 2011 年有所改善，拐点的确立应该只是时间问题。因而，盈利增速最早在明年下半年可以迎来阶段性拐点。

图7 M1 拐点领先于盈利增速拐点 2Q-4Q



资料来源：海通证券研究所

图8 M2拐点领先于盈利增速拐点 2Q-4Q



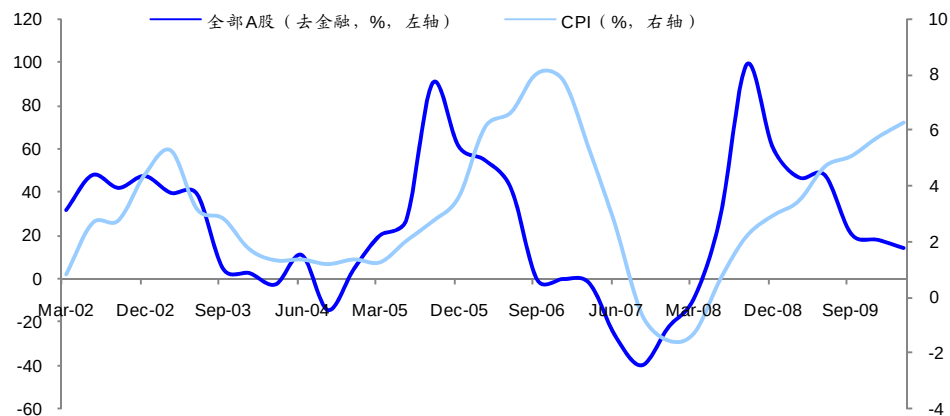
资料来源：海通证券研究所

4.3 价格：CPI、PPI变动是盈利变动的滞后指标

CPI 和 PPI 是滞后指标，平均滞后盈利增速 1—4 个季度。

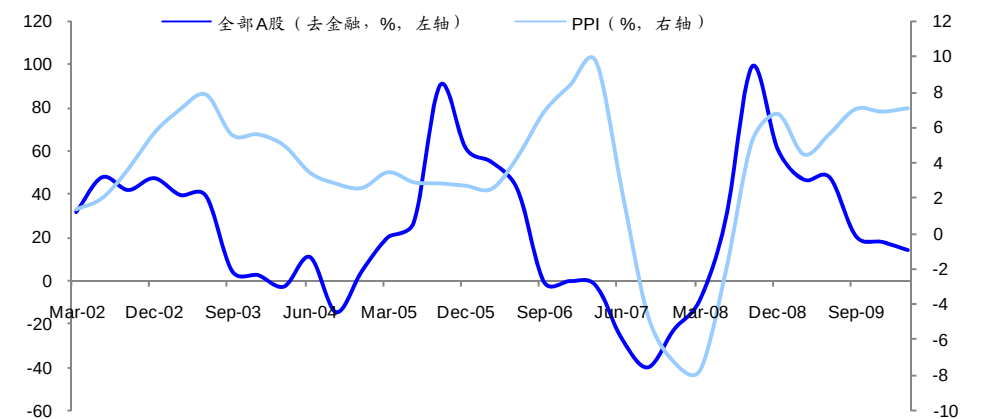
从历史规律看，CPI 和 PPI 从顶点向下拐点时都处于盈利增速加速下滑的时期。2011 年 4 季度，CPI、PPI 开始下滑，因而可以推断 2011 年 4 季度到 2012 年 1 季度，盈利增速仍处于加速下滑的通道中，而提前与 CPI 和 PPI 见底时见底。

图9 CPI拐点滞后于盈利增速拐点 1Q-4Q



资料来源：海通证券研究所

图 10 PPI 滞后于盈利增速拐点 1Q-4Q



资料来源：海通证券研究所

结合上述分别从需求、货币供给和价格三个方面的分析，得到 2012 年盈利增速的拐点大概出现在 2-3 季度。

4.4 另一种数量的方法

从上述分析可以看出，GDP 和盈利增速是同步表现的，因而我们也可以基于市场对于各个季度 GDP 增速的预期，推算出全年净利润在各个季度的占比情况。然后根据各个季度净利润增速的估算，看盈利的拐点出现在什么时候。

从下表可以看出，盈利明显回升的拐点出现 3 季度，这和我们上述通过宏观经济指标的领先-滞后关系得到的结论也较为一致。

表 4 分季度上市公司盈利预测，盈利明显上升拐点在 3 季度

		2012 一季度	2012 二季度	2012 三季度	2012 四季度
基本假设	2012 年预测 CPI%	4.1	3.4	2.9	3.0
	2012 年预测 GDP%	8.7	8.2	8.3	8.9
	名义 GDP 增速	12.8	11.6	11.2	11.9
	2012 年预测 GDP 占比	20.7	23.0	24.2	32.0
	2008 年 GDP 占比	21.1	23.6	24.4	30.9
		全部 A 股净利润增速%			
按照 2012 年 GDP 预测各季度占比计算	乐观	-4.31	-2.51	11.09	48.14
	中性	-7.01	-5.26	7.96	43.96
	悲观	-9.71	-8.01	4.82	39.78
	全部 A 股去金融净利润增速%				
	乐观	-3.21	-8.10	5.99	32.37
	中性	-5.02	-9.82	4.00	29.90
	悲观	-8.57	-13.20	0.11	25.03
		全部 A 股净利润增速%			
按照 2008 年 GDP 各季度占比计算	乐观	-2.62	0.04	11.77	42.98
	中性	-5.37	-2.78	8.61	38.94
	悲观	-8.12	-5.60	5.46	34.91
	全部 A 股去金融净利润增速%				
	乐观	-1.50	-5.69	6.63	27.76
	中性	-3.34	-7.46	4.63	25.37
	悲观	-6.96	-10.92	0.72	20.67

资料来源：海通证券研究所

5. 小结

(1) 目前上市公司盈利增速处于加速下滑阶段，量和价双双回落。对比两个相似的盈利增速下滑周期则发现，目前的情况比 2007-2009 年周期需求下降情况要好，但是比 2004-2006 年周期宏观经济背景要差。

(2) 根据自上而下方法估算全部上市公司净利润增速区间在-1.4%-10.15%，而剔除金融的全部 A 股净利润增速在-8.8%—4.5%。

同时，对比 2004-2006 年以及 2007-2009 年盈利增速下滑周期盈利增速下滑的幅度，可以得到中性情景下：全部 A 股的净利润增速分别为 9.6%。

(3) 海通研究所自下而上和朝阳永续分别得到全部 A 股 2012 年净利润增速为 14.1% 和 20.9%，去金融全部 A 股净利润增速为 8.1% 和 11.4% 左右，比自上而下方法估算偏高，主要是由于行业研究员覆盖公司资质较好以及盈利下调相对滞后。

(4) 根据反映“量”和“价”的宏观经济指标和盈利增速的领先滞后关系以及分季度测算净利润增速，我们得到盈利增速明显回升的时间可能在 3 季度，A 股四个季度单季度净利润增速分别为-7%，-5.3%，8%和 44%。

综上所述，中性情景假设下，预计 2012 年全部 A 股净利润增速 10%，去金融为 5%，盈利明显回升拐点出现在 3 季度。

信息披露

分析师声明

策略部：陈瑞明，荀玉根

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。