



A 股研究

证券研究报告
中国 A 股

专题策略

2012 年 5 月 2 日

盈利继续下滑，维持 2Q 见底

——财报分析

核心结论：

1 季度 A 股整体、剔除金融净利同比分别为 0.7%、-14.4%，净利率和资产周转率下降使 ROE 逼近历史低点。周期类净利同比大多转负，电气设备、钢铁、汽车零部件近历史最低，非周期中白酒、餐旅高增长；TMT 亮点在传媒、通信运营，银行中股份行优于国有大行。基于领先指标 M1、同步指标 GDP 判断，维持 A 股净利同比 2 季度触底。

主要逻辑：

整体 A 股盈利接近历史最差。1 季度 A 股（剔除金融）净利同比下滑至 -14.4%，过去 10 年 2 个低点在 2006Q1（-18.2%）和 2009Q1（-48.8%）。A 股（剔除金融、两桶油）ROE 下滑至 8.4%，逼近历史最低，毛利率已达到历史最低位。

周期类净利同比大多由正转负。1 季度利润同比为正的行业仅有煤炭、重卡和白电，其余行业利润同比 2012 年 1 季度均下滑至负值。比较了目前的利润同比与自 2003 年以来的历史最差水平相比较，发现接近或达到历史最差水平的行业包括：电气设备、钢铁、汽车零部件。

非周期中白酒净利同比稳定，生物制药、餐饮旅游向上。1 季度白酒净利同比保持 60% 以上，生物制药毛利改善带动业绩增速向上、餐饮旅游收入增速稳定业绩提升迅速。零售、纺织服装、医药、农林牧渔均降至个位数增速。

TMT 业绩亮点是传媒和通信运营。1 季度传媒和通信运营则得益于收入增速的大幅上升，业绩增速向上。

银行业绩分化。1 季度银行整体净利同比 19.7%，但分化现象明显。中国银行、工商银行净利增速 10% 左右，而兴业银行、民生银行增速则在 45% 以上

维持 A 股盈利同比 2 季度见底。根据领先指标 M1、同步指标 GDP 判断，A 股利润同比 2 季度触底。早周期业绩在 2 季度有望起色，主要源于领先指标销量的回升。

风险提示：

经济下滑超预期，欧债危机再度爆发引发黑天鹅事件。

相关研究

《三个维度、一条时间轴把脉业绩》20120417

《大约在夏季——2012 年 A 股盈利增速预测和盈利拐点判断》20120202

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. 利润同比持续下滑	3
1.1 市场整体利润同比接近最差	3
1.2 中小板、创业板业绩同比增速难维持高估值	5
2. 周期行业：乏善可陈，全面由正转负	5
3. 非周期类：白酒稳定，生物制药、餐饮旅游增速抬升	6
4. TMT：传媒、通信运营是仅有亮点	7
5. 银行：1 季度增速 20%，大小银行分化	8
6. 结论：维持 2 季度盈利触底	8

图目录

图 1 整体A股归属母公司净利润同比持续下滑，1 季度业绩低于预期	3
图 2 A 股（剔除金融、两桶油）ROE 水平下滑源于净利率和资产周转率下滑	4
图 3 企业收入增速迅速下滑	4
图 4 全部 A 股（剔除金融两油）毛利率水平降至历史最低位	4
图 5 经营性现金流同比增速下滑迅速	4
图 6 经营性现金流/营业收入以在历史最低位	4
图 7 存货同比下滑速度缓于收入下滑幅度	5
图 8 存货/资产持续攀升，需求仍较为疲弱	5
图 9 中小板 2012 年 1Q 利润同比增速低于主板（%）	5
图 10 创业板 2012 年 1Q 利润同比增速大幅下滑（%）	5
图 11 生物医药毛利率上升带动业绩提升	7
图 12 餐饮旅游收入稳步增长拉动业绩抬升	7
图 13 传媒行业收入大幅抬升带动业绩增长	8
图 14 通信运营行业收入抬升带动业绩增长	8
图 15 3 月工业企业利润增速相比 1-2 月有所改善，预计剔除金融 A 股业绩 2 季度触底	8

表目录

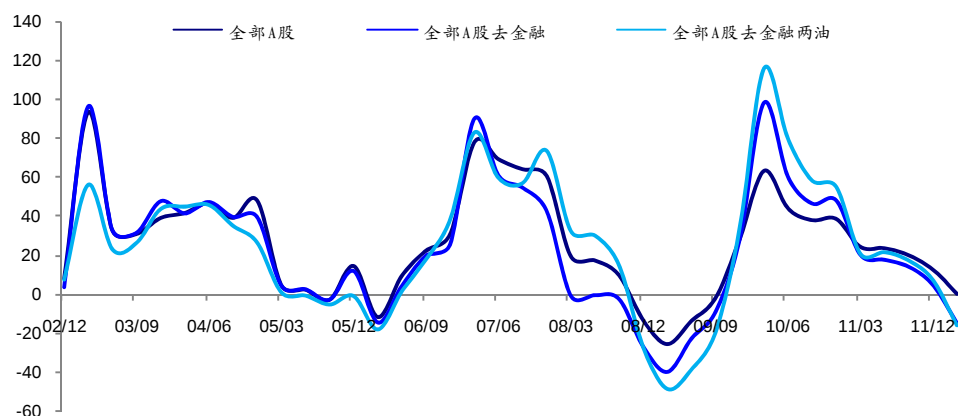
表 1 A 股业绩整体持续下滑，剔除金融全部 A 股业绩增速为负	3
表 2 电器设备、钢铁、汽车零部件 2012 年 1 季度利润同比接近历史最差水平	6
表 3 纺织制造、渔业、化学制剂行业 2012 年 1 季度利润同比接近历史最差水平	7
表 4 2012 年分季度净利润预测（单季度）	9

1. 利润同比持续下滑

1.1 市场整体利润同比接近最差

从 2011 年年报和 2012 年一季报公布情况看，全部 A 股和 A 股（剔除金融）净利润同比处于持续下滑状态。其中，A 股（剔除金融）归属母公司净利润同比下滑至-14.4%，低于市场预期。

图 1 整体 A 股归属母公司净利润同比持续下滑，1 季度业绩低于预期



资料来源：WIND，海通证券研究所

表 1 A 股业绩整体持续下滑，剔除金融全部 A 股业绩增速为负

	全部 A 股		全部 A 股剔除金融		全部 A 股剔除金融两油	
	2011-4Q	2012-1Q	2011-4Q	2012-1Q	2011-4Q	2012-1Q
归属母公司净利润同比%（累计）	13.2	0.7	5.1	(14.4)	7.4	(16.0)
归属母公司净利润同比%（单季度）	(6.8)	1.4	(18.1)	(13.7)	(16.5)	(15.0)
归属母公司净利润环比%	(13.5)	16.9	(10.5)	(7.9)	(5.1)	(15.9)

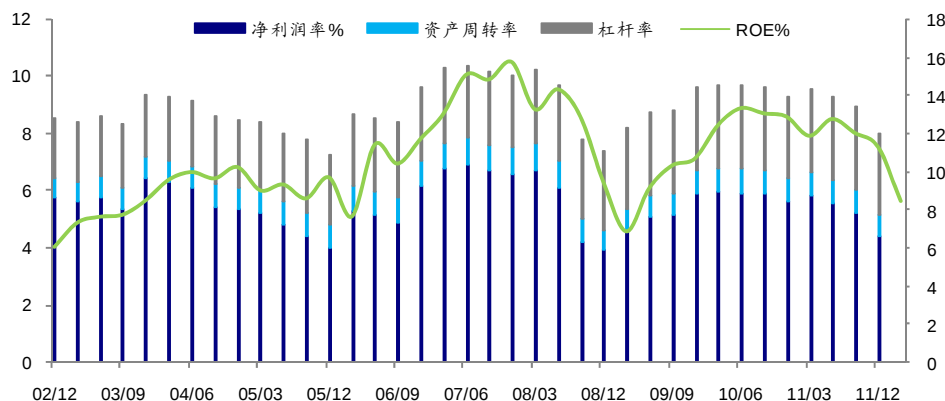
资料来源：WIND，海通证券研究所

从过去十年的历史来看，归属母公司利润增速的低点分别在 2006 年 1 季度(-18.2%) 和 2009 年 1 季度(-48.8%)。和历史上两次“最差时期”相比，我们分析了目前财务情况，有如下发现：

(1) ROE 下滑接近历史最差水平，源于净利率和资产周转率。A 股（剔除金融、两桶油）的 ROE 水平从 2010 年 2 季度的高点 13.3%持续下滑，2011 年 1 季度 ROE 水平为 8.4%，已经下滑到历史均值水平之下。接近历史最差时期的水平，05 年 4 季度 7.6%，以及 08 年 4 季度 6.8%。

ROE 的下滑主要源于净利率和资产周转率的下滑。1 季度 ROE 相比 2011 年下滑 25.2%，而净利率、资产周转率分别同比下降 15.5%和 11.4%。

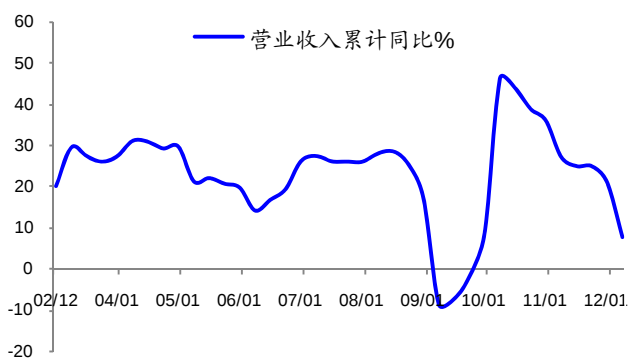
图2 A股（剔除金融、两桶油）ROE水平下滑源于净利率和资产周转率下滑



资料来源：WIND，海通证券研究所

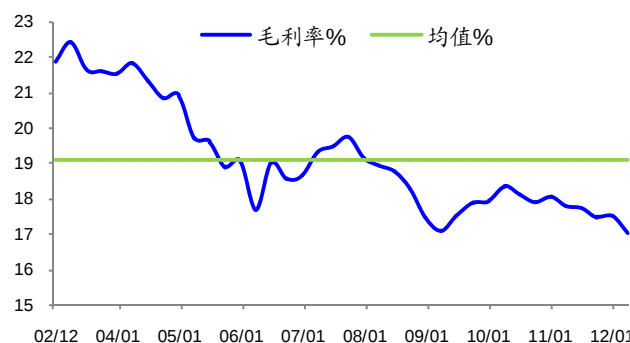
（2）收入增速进一步恶化，毛利率下降至历史最低位。A股（剔除金融、两桶油）的收入增速指标看，2012年1季度收入同比仅10.4%，低于06年17.4%的水平，但优于09年增速为负的情况；毛利率降至17%的水平，已经在历史最低水平。

图3 企业收入增速迅速下滑



资料来源：WIND，海通证券研究所

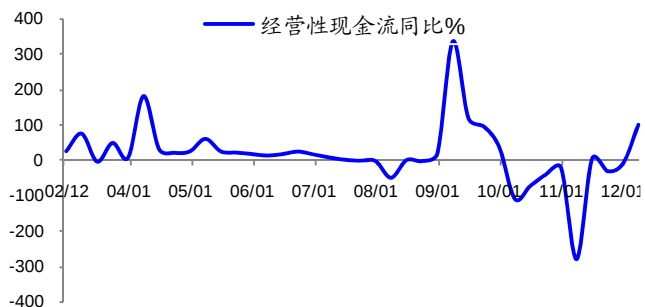
图4 全部A股（剔除金融两油）毛利率水平降至历史最低位



资料来源：WIND，海通证券研究所

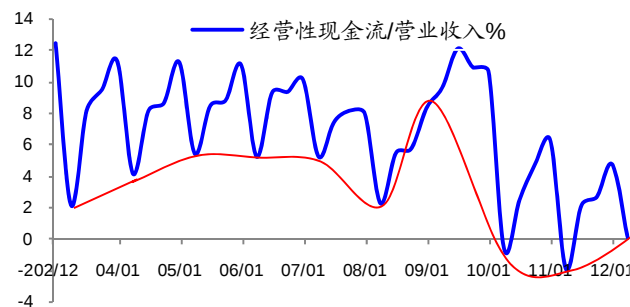
（3）现金流水平有所改善。A股（剔除金融、两桶油）经营性现金流同比有所抬升，特别是经营性现金流/营业收入指标相比历史同期水平也有所改善。

图5 经营性现金流同比增速下滑迅速



资料来源：WIND，海通证券研究所

图6 经营性现金流/营业收入以在历史最低位

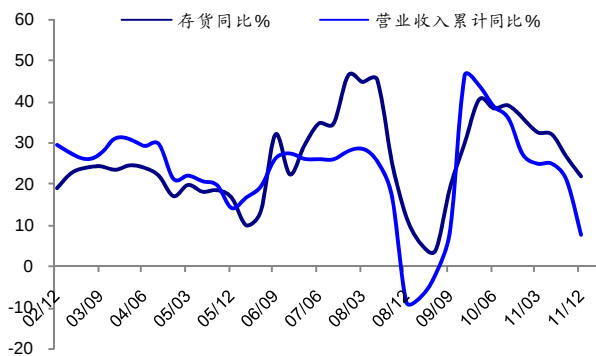


资料来源：WIND，海通证券研究所

（4）去库存仍有压力。A股（剔除金融、两桶油）的存货同比在持续下降，但下降的

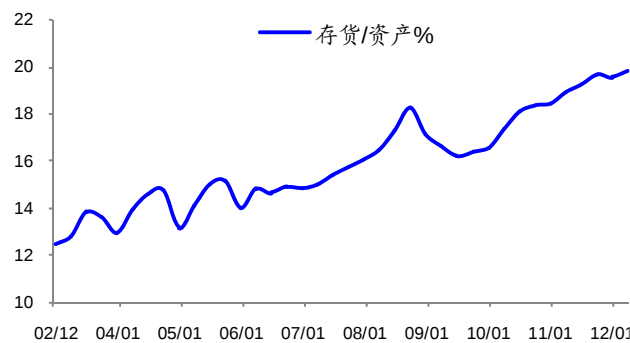
幅度远低于收入下滑的幅度，去库存仍是进行时。此外，从存货/资产的占比看，处于持续攀升的状态，且已经超过历史高位，这说明下游需求的相对疲弱导致的库存积压，资产质量含金量也有所下降。

图 7 存货同比下滑速度缓于收入下滑幅度



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 8 存货/资产持续攀升，需求仍较为疲弱

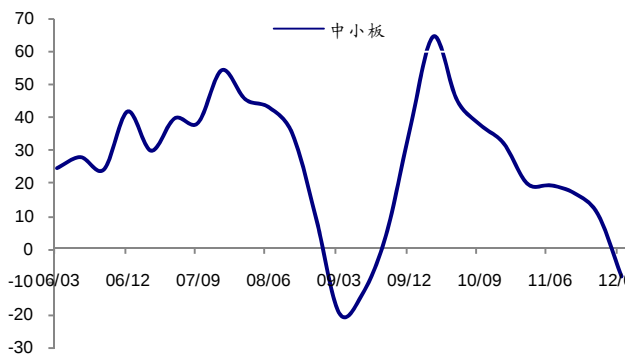


资料来源：WIND，海通证券研究所

1.2 中小板、创业板业绩同比增速难维持高估值

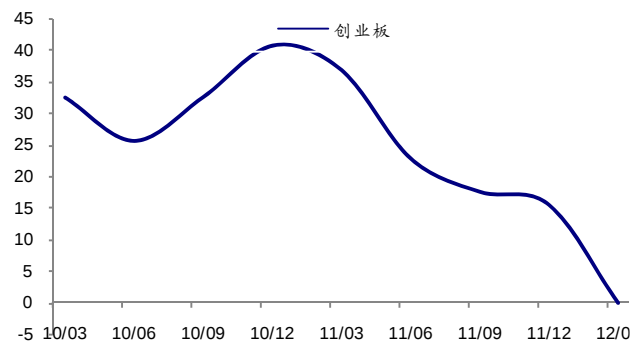
分板块来看，中小板、创业板的业绩下滑幅度较大，特别是中小板，2012 年 1 季度业绩同比为-8.6%，甚至低于主板-6.3%的水平，创业板也仅有 0.1%的业绩同比。而目前中小板、创业板 30 倍左右的估值水平，显然难以支持。

图 9 中小板 2012 年 1Q 利润同比增速低于主板 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 10 创业板 2012 年 1Q 利润同比增速大幅下滑 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 周期行业：乏善可陈，全面由正转负

周期行业受到经济增速下滑波动最大，下滑幅度明显。

利润同比为正的行业仅有煤炭、重卡和白电，其余行业利润同比 2012 年 1 季度均下滑至负值。

对比 2003 年以来利润同比，接近或达到历史最差水平的行业：电气设备、钢铁、汽车零部件。

表 2 电气设备、钢铁、汽车零部件 2012 年 1 季度利润同比接近历史最差水平

	历史最低水平%	2012 年 1 季度%	前期利润同比高点	本轮回落持续时间（月）
电气设备	(39.9)	(39.9)	2009/12/31	28.4
钢铁	(124.7)	(122.5)	2010/9/30	19.3
汽车零部件	(34.8)	(24.2)	2010/3/31	25.4
化学原料	(217.1)	(142.1)	2011/6/30	10.2
轻工制造	(80.4)	(51.4)	2010/3/31	25.4
水泥	(120.8)	(61.3)	2011/6/30	10.2
化肥	(45.4)	(19.0)	2011/12/31	4.1
玻璃	(155.5)	(61.8)	2010/3/31	25.4
化学纤维	(268.5)	(70.1)	2010/3/31	25.4
有色	(134.5)	(32.4)	2010/9/30	19.3
工程机械	(57.3)	(12.0)	2010/3/31	25.4
两桶油	(47.9)	(9.6)	2010/12/31	16.2
客车	(85.7)	(15.0)	2010/3/31	25.4
乘用车	(76.7)	(5.8)	2010/3/31	25.4
房地产	(55.1)	(1.2)	2010/3/31	25.4
白电	(277.9)	13.0	2010/3/31	25.4
煤炭	(29.3)	6.8	2010/9/30	19.3
重卡	(51.2)	28.8	2010/3/31	25.4

资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 非周期类：白酒稳定，生物制药、餐饮旅游增速抬升

非周期类虽然相比周期类的负增速情况较好，但业绩下滑也较为明显，零售、纺织服装、医药、农林牧渔均降至个位数增速。表现相对稳定的是白酒，1 季度仍维持 60%以上增速水平，而医药中的生物制药和餐饮旅游则是仅有的增速向上行业，特别是餐饮旅游，1 季度增速在 80%左右，表现亮眼。

对比历史最差利润同比增速水平，发现截至 2012 年 1 季度利润同比增速调整较为充分的行业包括纺织制造、渔业、化学制剂、种植业。

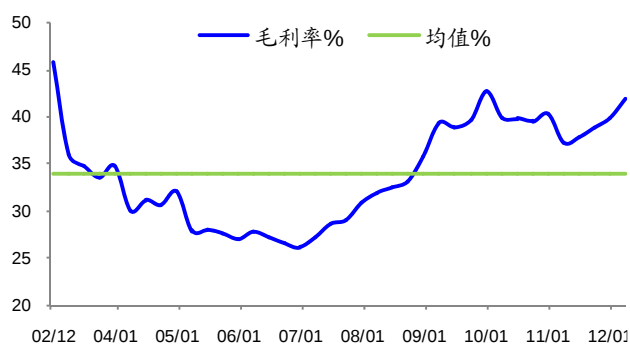
表 3 纺织制造、渔业、化学制剂行业 2012 年 1 季度利润同比接近历史最差水平

行业	历史最低水平	2012Q1
纺织制造	(60.3)	(60.3)
渔业	(47.9)	(47.9)
化学制剂	(23.6)	(21.7)
种植业	(46.2)	(39.5)
化学原料药	(47.8)	(11.3)
医药生物	(35.7)	0.5
禽畜养殖	(724.0)	26.0
食品	(199.8)	7.7
品牌服装&家纺	(129.7)	5.3
生物制药	(452.8)	22.8
农林牧渔	(56.6)	3.8
中药	(52.0)	16.6
零售	(20.9)	7.3
商超	(4.4)	1.9
医疗器械	(54.8)	25.7
餐饮旅游	(133.5)	80.9
百货	(17.6)	10.8
饲料	(113.0)	164.8
白酒	(19.0)	58.8

资料来源：WIND，海通证券研究所

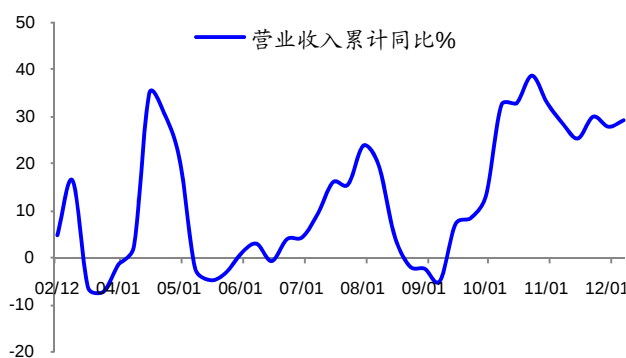
整体来说，虽然非周期类收入也出现明显下滑，但是毛利较为稳定，且费用控制较好，因而业绩增速相比周期稳定。业绩增速上涨的两个行业中，生物制药主要得益于毛利率的提升，而餐饮旅游则得益于收入的增长。

图 11 生物医药毛利率上升带动业绩提升



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 12 餐饮旅游收入稳步增长拉动业绩抬升

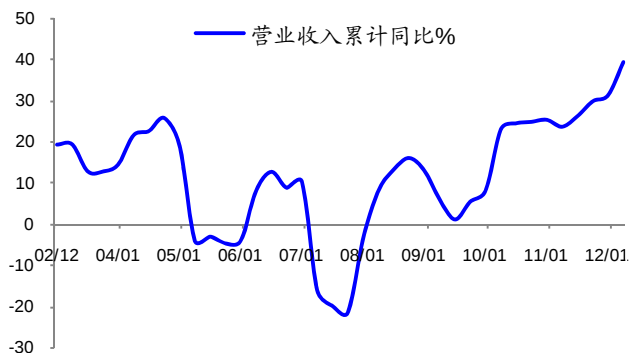


资料来源：WIND，海通证券研究所

4. TMT：传媒、通信运营是仅有亮点

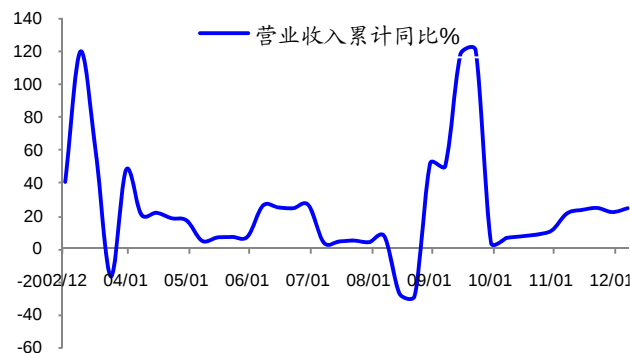
TMT 行业中软件、电子业绩下滑由正转负。业绩有大幅增长的只有传媒和通信运营，两者均得益于收入的大幅度抬升。而软件、电子、计算机设备、通信设备收入下降幅度较大，因而业绩下滑明显。

图 13 传媒行业收入大幅抬升带动业绩增长



资料来源：WIND，海通证券研究所

图 14 通信运营行业收入抬升带动业绩增长



资料来源：WIND，海通证券研究所

5. 银行：1 季度增速 20%，大小银行分化

银行整体业绩增速保持在 20% 左右水平，但值得注意的是，中国银行、工商银行等大银行的增速只在 10%-15% 左右，而兴业银行、民生银行等股份制商业银行业绩增速则在 45% 以上，分化明显。

6. 结论：维持 2 季度盈利触底

从 2012 年 1 季度的财务数据中可以发现，虽然业绩增速仍在持续下滑，但是单季度和环比指标表明下滑的幅度趋缓。而从跟踪指标工业企业利润增速来看，3 月份的工业企业利润累计同比为 -1.3%，相比 1-2 月的 -5.2% 已有所改善。

我们在此前报告《三个维度、一条时间轴把脉业绩》中根据 GDP 对业绩的同步性、M1 增速对业绩的领先性判断剔除金融全部 A 股的业绩拐点出现在 2 季度，我们仍维持这个判断。

对比了过去十年中工业企业利润下行的三个阶段，发现自 2010 年 2 月开始的此次盈利增速回落来看，从时间和幅度上调整均已经超过前两次盈利增速下滑周期。因而在 M1 已经触底，海通宏观判断 GDP 2 季度见底的前提下，上市公司盈利增速均将在 2 季度完成筑底。行业方面，2 季度业绩看点集中在早周期行业，原因有二：一是领先指标销量有起色，二是早周期业绩调整时间长幅度大。

图 15 3 月工业企业利润增速相比 1-2 月有所改善，预计剔除金融 A 股业绩 2 季度触底



资料来源：WIND，海通证券研究所

表 4 2012 年分季度净利润预测（单季度）

		2012-1Q	2012-2Q	2012-3Q	2012-4Q	2012 年
基本假设	2012 年预测 CPI%	3.8	3.4	2.9	3.0	3.3
	2012 年预测 GDP%	8.1	8.0	8.3	8.6	8.3
		全部 A 股净利润增速%				全年净利润增速-全部 A 股%
按照 2012 年 GDP 预测各季 度占比计算	乐观		-5.2	16.7	34.3	12.7
	中性	0.7	0.1	10.7	30.5	9.6
	悲观		-10.6	0.7	26.7	6.4
		全部 A 股剔除金融净利润增速%				全年净利润增速-剔除金融全部 A 股%
	乐观		-8.8	3.0	24.3	6.5
	中性	-14.4	-9.5	2.1	23.0	4.6
	悲观		-18.5	-9.2	18.7	2.1

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

策略部：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。