

报告类型/ 策略专题报告

上市公司 2011 年报分析及中期业绩前瞻

- **2011 年年报与一季报概述：非金融季度增速已属底部，业绩底隐现**
- 业绩整体表现：全部 A 股利润增速为 14.9%，中小板与创业板分别为 9.72% 与 13.5%。全部 A 股（剔除 ST、金融服务、中国石油、中国石化）净利润增速 2012 年一季度为 -15.6%，与去年四季度的 -15.8% 较为接近，全部 A 股今年一季度同比增速为 1%，剔除 ST 股后为 0.8%。
- 从上市公司整体的季度业绩走势看，在金融服务板块业绩的推动下，市场整体利润增速在今年一季度出现回升，上市公司业绩季度增速出现探底回升的走势，但是创业板以及中小板单季度业绩仍在回落。从上市公司业绩与经济之间的关系看，单季度增速底部或在一季度已经出现。
- **上市公司业绩质量分析：净利率下降拖累 ROE、中下游毛利回落明显**
- 中小型制造企业净利率延续回落态势，并且已经降至金融危机以来的最低点，企业经营压力下，资产收益能力下降明显，此外房地产行业整体的债务压力依然较大。
- 从毛利率走向看，无论市场整体还是创业板都呈现逐步下降的趋势，已由 09 年第四季度的高点连续下降 5 个季度。
- 三项费用中，财务费用的上升最为明显，而且财务费用市场整体以及中小板都呈现大幅上升的情况。企业现金流也出现明显恶化。
- **业绩变化推动因素分析**
- 企业成本上升的压力整体上依然较为明显。管理费用出现小幅回落，销售费用虽有上升但幅度较小，而在财务费用方面，增速上升较为明显，尤其是在非金融类的制造业。
- **各行业整体经营指标特征**
- 从盈利能力、业绩增速等角度看，食品饮料、医药生物、采掘、金融服务、餐饮旅游、公用事业等行业保持了较高的业绩增速或者行业整体经营状况出现显著改善。
- 上市公司整体存货相对营业收入以及资产占比在已季度出现快速上升，库存压力依然较大。上游毛利有所企稳，中下游较多行业毛利在下降。
- **中期业绩前瞻：预计全部 A 股(非 ST)第二季度同比增速回升至 5%**
- 我们预计 2012 年第二季度全部 A 股（非 ST、金融服务、中国石油、中国石化）上市公司净利润同比增速有所回落，但幅度在 -5% 以内，自下而上预测，银行业整体业绩增速在 15% 稍多，金融服务行业整体增速在 12% 左右，综合上述业绩预测，预计全部 A 股（非 ST）2012 年第二季度业绩同比增速为 5%。

相关报告

证券分析师：杜长春

执业证书编号：S0550511110001

(021)20361139 ducc@nesc.cn

目 录

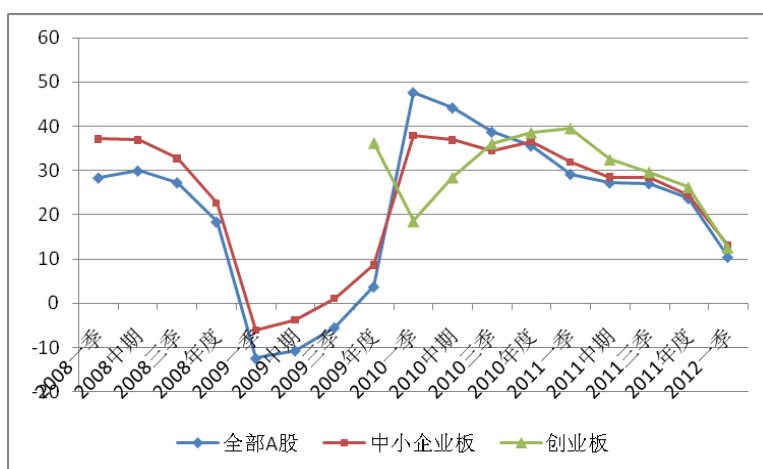
1. 2011 年年报与一季报概述：非金融季度增速已属底部，业绩底隐现.....	3
2. 上市公司业绩质量分析	5
2.1. 净利率下降拖累 ROE，房地产行业资产负债率上升	5
2.2. 整体毛利率下行、中小板较为明显.....	6
2.3. 财务费用持续上升、中小企业经营现金流持续走低.....	7
3. 业绩变化推动因素分析	10
3.1. 营业成本增速高于收入增速，财务费用压力较大.....	10
3.2. 非主营业务对业绩影响：投资收益下降明显.....	11
4. 各行业整体经营指标特征.....	12
4.1. 行业经营能力比较.....	12
4.2. 行业毛利率变化趋势：上游毛利有所恢复、中游与下游毛利率在下降.....	16
5. 中期业绩前瞻：预计全部 A 股(非 ST)第二季度同比增速回升至 5%.....	17
5.1. 预计上市公司第三季度业绩同比增速小幅回落.....	17
5.2. 上市公司业绩预警信息.....	19

1. 2011 年年报与一季报概述：非金融季度增速已属底部，业绩底隐现

从上市公司所披露的 2011 年年报以及 2012 一季报情况看，全部 A 股（可比上市公司）2011 年全年累计营业收入同比增速分别为 23.6%，中小板与创业板分别为 24.6%、26.3%，利润总额增速中全部 A 股为 14.9%，中小板与创业板分别为 9.72% 与 13.5%。全部 A 股（剔除 ST、金融服务、中国石油、中国石化）净利润增速 2012 年一季度为 -15.6%，与去年四季度的 -15.8% 较为接近，全部 A 股今年一季度同比增速为 1%，剔除 ST 股后为 0.8%。

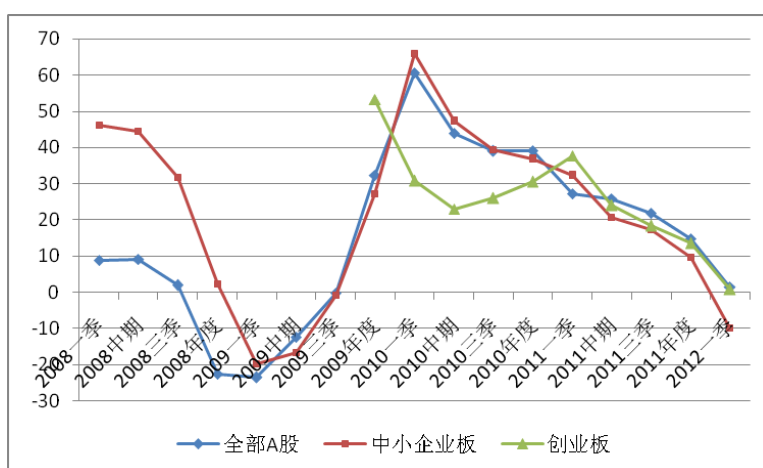
从业绩整体表现看，中小盘以及创业板整体业绩并未表现出显著的高增速，利润增速相对比较看中小板增速低于市场整体以及创业板表现。

图 1、市场整体营业收入增速 (%)



数据来源：WIND, 东北证券

图 2、利润总额累积同比增速 (%)



数据来源：WIND, 东北证券

从季度增速角度看，全部 A 股 2011 年归属母公司股东净利润第四季度同比回落 6.8%，在今年一季度实现增速为 0.6%，季度增速出现回升，但是中小板和创业板净利润季度增速仍处于回落阶段，创业板由去年第四季度的 1.7% 回落至今年一季度的

0.1%，中小板由去年第四季度的-5.0%继续回落至-8.6%，而同时金融服务板块季度业绩出现显著回升，由去年第四季度同比增速 9.3%上升至今年一季度的 14.7%，从上市公司整体中剔除金融服务、中国石油、中国石化公司，整体净利润增速去年第四季度与今年第一季度增速分别为-17.3%与-17.0%。

表 1、部分板块营业收入季度增速（%）

	2012 第一 季度	2011 第四 季度	2011 第三 季度	2011 第二 季度	2011 第一 季度	2010 第四 季度	2010 第三 季度	2010 第二 季度	2010 第一 季度
全部 A 股	10.4	15.6	24.8	25.6	28.8	28.6	30.1	41.4	47.5
中小企业板	13.1	15.6	28.0	27.9	29.4	40.9	30.3	35.5	37.9
创业板	12.8	17.4	25.1	27.7	38.7	39.5	35.2	29.5	24.4
非金融及 ST 石 油石化	7.3	12.2	23.0	23.3	27.6	30.3	31.5	43.5	46.5
SW 金融服务	14.0	14.3	17.8	26.6	25.6	45.3	19.2	11.6	19.7

数据来源：东北证券，WIND

表 2、部分板块净利润增速

	2012 第一 季度	2011 第四 季度	2011 第三 季度	2011 第二 季度	2011 第一 季度	2010 第四 季度	2010 第三 季度	2010 第二 季度	2010 第一 季度
全部 A 股	1.0	-6.7	13.7	23.3	24.5	42.0	27.5	31.7	65.0
中小企业板	-11.8	-9.2	8.8	17.8	20.9	29.6	26.8	34.2	64.3
创业板	0.2	1.9	7.4	14.1	37.0	23.7	21.4	17.1	32.4
非金融及 ST 石 油石化	-15.6	-15.8	8.5	19.0	20.8	38.1	28.5	54.8	105.2
SW 金融服务	15.3	9.4	20.6	32.5	28.6	27.0	27.8	23.0	37.9

数据来源：WIND, 东北证券

表 3、归属母公司股东净利润的季度增速（%）

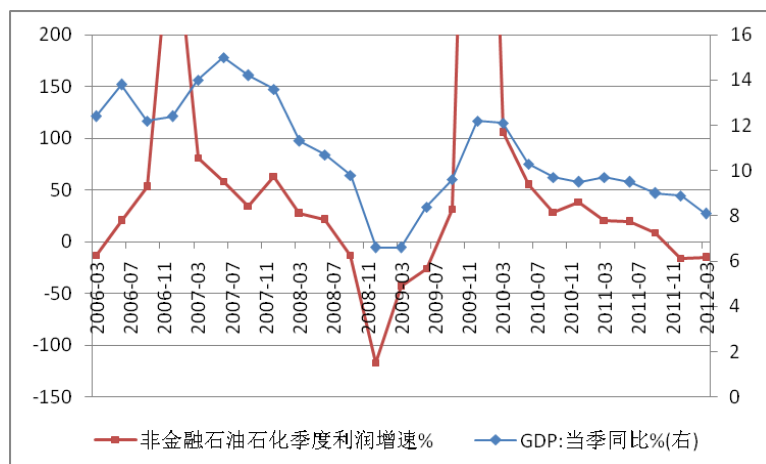
	2012 第 一 季度	2011 第 四 季度	2011 第 三 季度	2011 第 二 季度	2011 第 一 季度	2010 第 四 季度	2010 第 三 季度	2010 第 二 季度	2010 第 一 季度
全部 A 股	0.6	-6.8	13.1	23.0	24.8	41.6	27.2	31.6	63.5
中小企业板	-8.6	-5.0	10.8	18.2	19.6	26.5	26.3	34.9	64.4
创业板	0.1	1.7	6.4	13.3	36.8	22.3	21.3	16.7	32.4
非金融及 ST、中石 油、中石化	-17.0	-17.3	6.6	18.5	21.0	38.4	28.6	56.9	111.0
SW 金融服务	14.7	9.3	20.5	32.5	28.8	27.6	28.0	23.4	37.9

数据来源：WIND, 东北证券

从上市公司整体的季度业绩走势看，在金融服务板块业绩的推动下，市场整体利润增速在今年一季度出现回升，上市公司业绩季度增速出现探底回升的走势，但是创业板以及中小板单季度业绩仍在回落。在剔除金融以及中石油、中石化大型公司的影响后，上市公司整体业绩季度增速维持在较低的水平，而且今年一季度也未有显著的改善，从经济走势以及货币供给等角度看，当前上市公司整体连续两个季度的同比大幅负增长，从上市公司业绩与经济之间的关系看，单季度增速底部或在

一季度已经出现。

图 3、非金融季度利润增速与 GDP 走势看，业绩底部有望在一季度确立



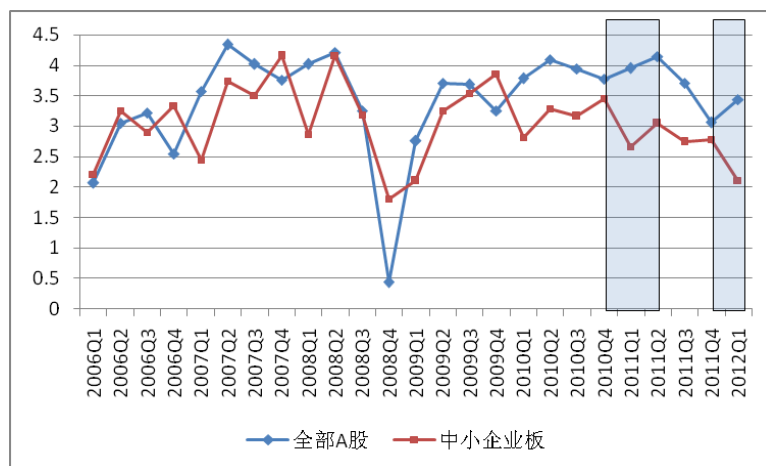
数据来源：东北证券，WIND

2. 上市公司业绩质量分析

2.1. 净利率下降拖累 ROE，房地产行业资产负债率上升

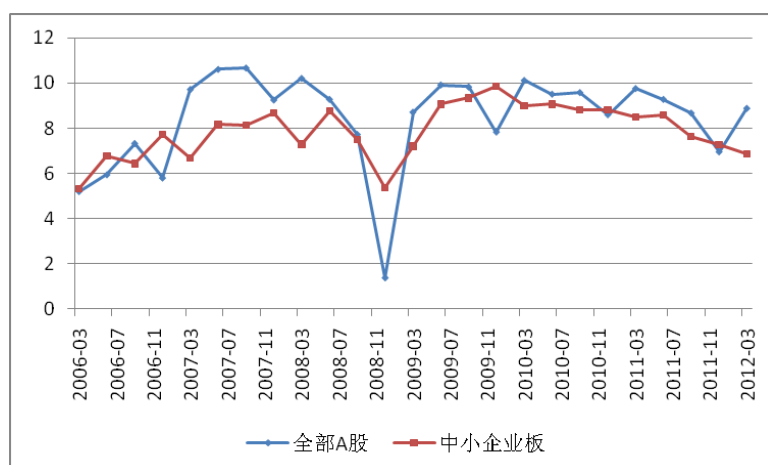
为代表的中小型制造企业在净利率延续了持续回落的态势，并且已经降至金融危机以来的最低点，企业经营压力下，资产收益能力下降明显，季度净资产收益率出现快速回落，2012 年一季度出现季节性下降，但幅度依然较大。市场整体净利率虽然在今年一季度出现回升，但更多是受到银行等金融服务业的带动，这一情况与 2011 年一季度较为相似，而实际上制造业的经营并未出现显著改善。

图 4、各季度净资产收益率（ROE）变化-%



数据来源：WIND，东北证券

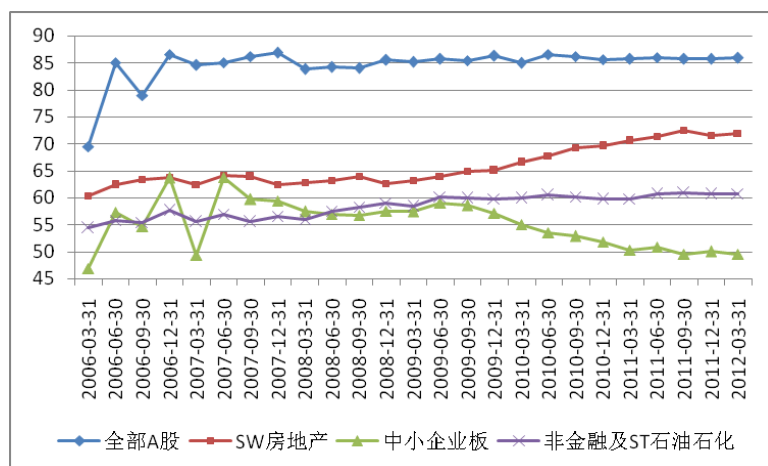
图 5、季度净利率变化



数据来源：WIND，东北证券

在资本结构中，由于去年四季度以及今年一季度初期，市场普遍面临债务成本的上升，导致全部 A 股的资产负债率维持高位，企业财务杠杆二季度波动较小，整体上仍处于相对高位，而由于中小板存在大量新发行个股，导致整体资产负债率相对较低债务压力相对较小，从房地产行业情况看，资产负债率在去年年末回落后，今年一季度又出现上升，房地产行业整体的债务压力依然较大。

图 6、资产负债率各报告期变化



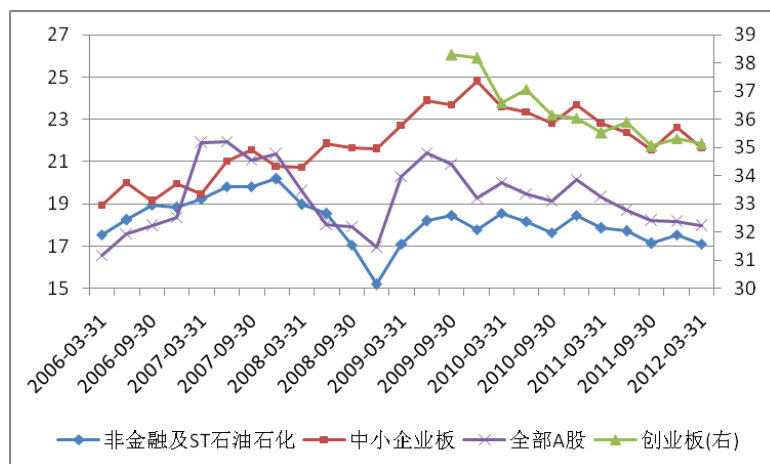
数据来源：WIND，东北证券

2.2. 整体毛利率下行、中小板较为明显

市场整体以及部分板块的毛利率都呈现回落态势，但幅度较为有限，其中非金融以及 ST 中石油中石化整体毛利率下降 0.42%、中小板下降 0.99%、创业板下降 0.19%、全部 A 股下降 0.21%。从毛利率横向比较上看，创业板 2012 年一季度毛利率为 35.13% 仍然显著高于市场整体以及中小板，中小板今年一季度毛利率为 21.63%，全部 A 股为 17.95%，高于非金融类整体的 17.12% 水平。从毛利率走向看，无论市场整体还是创业板都呈现逐步下降的趋势，已由 09 年第四季度的高点连续下降 5 个季度。

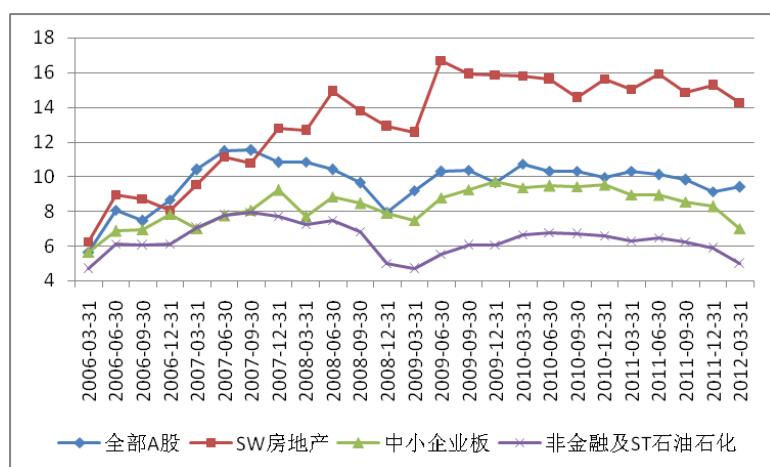
毛利率下降的背景下，净利率的下滑也不可避免，从数据上看，中小板 2012 年第一季度净利率较 2011 年报回落 1.3 个百分点，非金融类下降 0.9%。并且与去年同期相比，整体上都呈现出明显的下降，其中，中小板下降 2%、非金融下降 1.3%，表明当前企业的经营能力较去年同期相比已经出现明显下降。

图 7、部分板块单季度毛利率变化



数据来源：WIND，东北证券

图 8、各报告期净利率变化



数据来源：WIND，东北证券

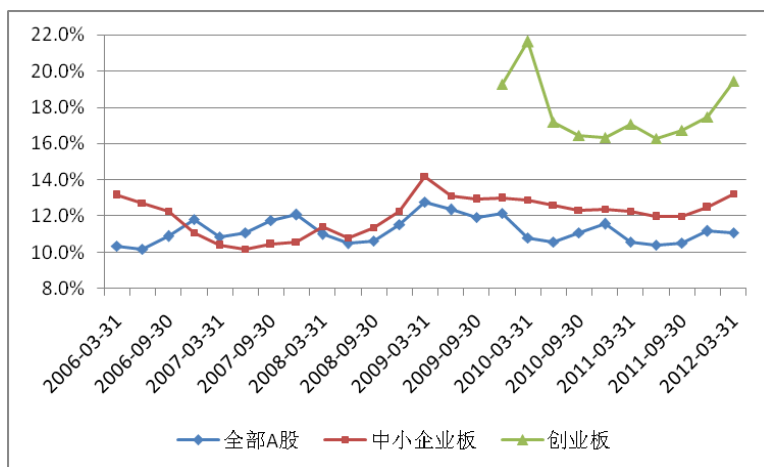
2.3. 财务费用持续上升、中小企业经营现金流持续走低

全部 A 股一季度三项费用（财务费用、管理费用、营业费用）合计占比与历史相比维持高位，并高于去年水平，但从中小板以及创业板看，费用整体上出现了明显上升，而且创业板与中小板费用占比也处于 09 年来次高点。在三项费用中，财务费用的上升最为明显，而且财务费用市场整体以及中小板都呈现大幅上升的情况，究其原因，主要是受到去年持续紧缩的货币政策导致的对企业短期负债增加，进而导致财务费用的持续大幅提高，而且从一季度的数据看，这一情况并未得到改善。在财务费用的压力下，企业现金流出现明显恶化，每股现金流量净额再次出现下降，同时中小企业的短期窄幅压力增加，仍然维持着同比正增长。

除财务费用外，管理费用与营业费用变化相对平稳，但二者均高于去年同期的

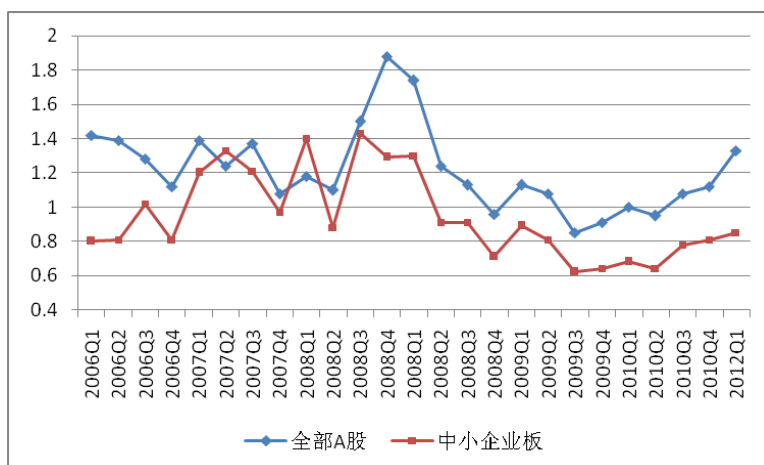
水平，管理费用、与营业费用的占比仍然较高。

图 9、各报告期三项费用（营业、财务、管理）之和占营业收入比



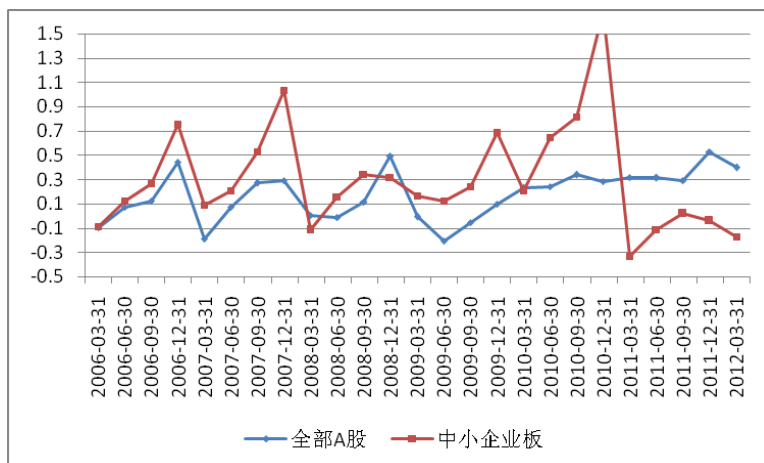
数据来源：WIND，东北证券

图 10、财务费用/营业总收入出现持续上升，整体财务费用压力较大



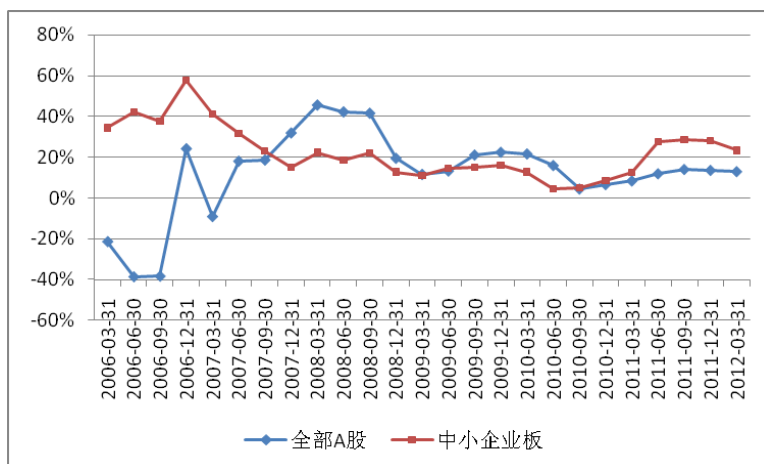
数据来源：WIND，东北证券

图 11、每股现金流量净额



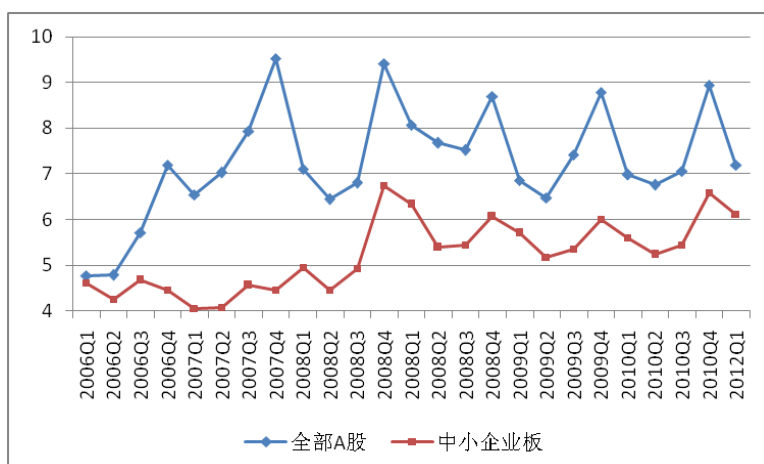
数据来源：东北证券，WIND

图 12、平均流动负债同比增速



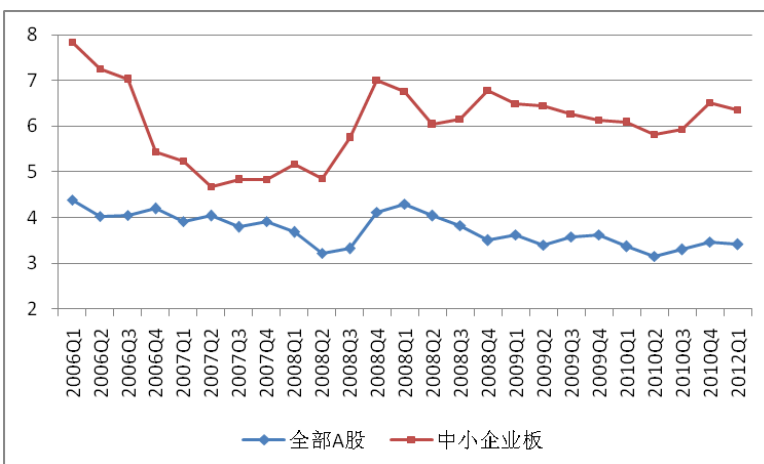
数据来源：东北证券，WIND

图 13、管理费用率高于往年占比



数据来源：WIND，东北证券

图 14、营业费用率季度变化



数据来源：WIND，东北证券

3. 业绩变化推动因素分析

3.1. 营业成本增速高于收入增速，财务费用压力较大

从全部 A 股利润表及主要构成变化幅度看，受到物价以及劳动力成本上升等因素影响，全部 A 股以及中小板，营业成本同比以及环比增速均高于营业收入增速，表明企业成本上升的压力整体上依然较为明显，其中中小企业（中小板、创业板）成本上升幅度要高于市场整体水平，表明中小企业所面临的成本上升压力相对更大一些。

表 4、上市公司整体利润表变动过程

	全部 A 股		全部 A 股非 ST、金融、 中石油、中石化		中小企板		创业板	
指标	12 年一季 度同比%	11 年第四 季度同比%	12 年一季 度同比%	11 年第四 季度同比%	12 年一季 度同比%	11 年第四 季度同比%	12 年一季 度同比%	11 年第四 季度同比%
营业收入	10.4	15.3	7.3	10.3	13.2	15.5	12.6	19.0
营业成本	11.8	18.6	8.0	11.3	14.8	17.3	13.5	19.6
销售费用	11.9	11.1	11.5	12.9	19.4	23.6	26.7	30.9
管理费用	14.6	18.9	14.6	20.9	21.8	25.5	35.4	30.3
财务费用	49.6	38.9	49.2	44.2	32.6	40.1	-284.2	-410.1
公允价值变动值	-22.5	401.2	-44.4	36.7	-459.5	-61.7	-541.6	-76.7
投资净收益	-6.5	-11.5	-3.3	5.7	-27.5	14.5	149.1	66.3
利润总额	14.7	-4.4	-13.5	-13.4	-9.9	-8.6	1.3	9.6
所得税	3.2	2.9	-5.7	-2.4	-3.1	-7.9	7.0	10.2
净利润	0.9	-6.4	-15.6	-16.0	-11.5	-8.7	1.7	9.5

数据来源：WIND，东北证券

在费用管理方面，销售费用与管理费用保持相对稳定，管理费用还出现小幅回落，销售费用虽有上升但幅度较小，而在财务费用方面，增速上升较为明显，尤其是在非金融类的制造业，而中小板与创业板由于新上市公司较多，财务压力整体较为有限，在税收方面，市场整体所得税增速在下降。

从市场整体的经营综合指标看，毛利率、净利率均出现下降，拖累市场整体业绩表现，而所得税在利润占比都出现上升，其中中小板与创业板等中小公司更为明显，中小板较去年一季度提升 1.5 个百分点，创业板提升 0.9%，与去年四季度相比提升 3.5%。当前企业尤其是中小企业的税收负担在增加。

从企业经营的角度看，一方面经营活动净收益全部 A 股较去年一季度有所回落但好于去年四季度，中小板与创业板同比以及环比看都出现较为明显改善；另一方面，经营活动产生的现金流与营业收入的关系看，全部 A 股以及中小板、创业板都出现明显下降。企业经营活动出现改善但现金流在变差，在货币政策缓解的推动下，企业经营现金流有望得到改善尤其是二季度或将更为明显，有助于进一步提升企业经营的活跃度。

表 5、全部 A 股与中小板综合指标

	全部 A 股(非金融)			中小企板			创业板		
指标 (%)	2012 年 第一季 度	2011 年 第一季 度	2011 年第四 季度	2012 年 第一季 度	2011 年 第一季 度	2011 年 第四季 度	2012 年 第一季 度	2011 年 第一季 度	2011 年 第四季 度
销售毛利率	17.9	19.4	18.2	21.6	22.8	22.6	35.1	35.5	35.3
销售净利率	4.3	5.6	4.1	6.9	8.5	7.3	13.4	15.1	14.9
所得税/利润总额	22.2	21.9	22.7	20.4	18.9	16.7	16.7	15.8	13.2
经营活动净收益/利润总额	84.7	87.3	67.3	89.1	84.1	80.9	87.8	73.4	84.4
经营活动产生的现金流量 净额/营业收入	-0.04	0.7	10.7	-5.3	-23.9	-1.2	-12.9	-20.5	18.2
资产负债率	59.2	58.0	59.1	37.1	34.6	37.5	19.2	16.2	19.7

数据来源: WIND, 东北证券

3.2. 非主营业务对业绩影响: 投资收益下降明显

从上市公司的非内生性增长因素看, 今年一季度公允价值变动净收益以及投资收益较去年四季度都出现显著下降, 主要是由于经济回落过程中, 企业库存的提升背景下, 与坏账转杯、存货跌价准备等因素有关, 随着企业去库存周期的后程, 未来企业库存压力下降后, 有助于改善企业的经营收益。

表 6、非营业收入对营业利润影响

	全部 A 股(非 ST)剔除金融、石油、石化			制造业(非 ST)			中小企板		
时期	2012 年一 季度	2011 年第 四季度	2011 年一 季度	2012 年第 一季度	2011 年第 四季度	2011 年一 季度	2012 年一 季度	2011 年第 四季度	2011 年一 季度
公允价值变动净收益	7.2	33.9	12.9	-1.2	9.2	2.7	2.3	0.3	-0.7
投资净收益	221.6	411.4	229.3	127.1	259.5	130.6	8.6	21.5	11.8
汇兑净收益	0.2	-0.4	0.5	0.2	-0.4	0.5	-1.7	0.9	0.4
营业收入	32197.5	38230.8	30077.1	17494.2	19286.7	16970.9	3125.1	3924.7	2761.7
营业利润	1925.4	1977.5	2294.7	931.1	737.6	1248.9	254.0	314.1	287.0
归属母公司股东净利润	1413.7	1618.3	1702.9	718.4	722.8	962.5	214.3	291.6	234.8
经营活动净收益	1696.4	2032.6	1532.5	804.9	469.2	1099.9	244.8	291.0	256.3
价值变动净收益	229.0	444.9	241.0	126.2	268.4	132.0	9.2	22.7	8.2

数据来源: WIND, 东北证券

4. 各行业整体经营指标特征

4.1. 行业经营能力比较

从行业经营情况看，营业收入最近连续两个季度出现快速增长的行业有农林牧渔、采掘、有色、食品饮料、餐饮旅游、信息服务等行业，归属母公司股东净利连续两个月保持较高早增速的行业有食品饮料、金融服务、家用电器。

今年一季度业绩增速较去年四季度相比，出现由负转正的行业有采掘、公用事业、餐饮旅游、信息服务，其中餐饮旅游、信息服务、公用事业业绩改善幅度较大。

去年四季度与今年一季度相比，行业业绩增速由正转负的行业有，交运设备、房地产、建筑建材、电子等，表明此类行业业绩的恶化。

此外，化工、黑色金属、有色、机械设备、纺织服装、轻工制造、交通运输等行业连续两个季度出现大幅同比负增长，从行业分布看，主要集中在周期性行业为主。

从毛利率走势看，采掘、机械设备、家电、食品饮料、纺织服装、医药生物、房地产、餐饮旅游、信息服务等行业保持了相对较高的毛利率，整体上看，毛利率与净利率出现明显下滑的行业有建筑建材、电子、信息设备、信息服务等行业。

一季度与四季度相比，净利率有显著提升的行业有食品饮料、轻工制造、交通运输、餐饮旅游等行业。

行业中大多出现净资产收益率提升的局面，但是地产、建筑建材行业未出现显著改善。

从盈利能力、业绩增速等角度看，食品饮料、医药生物、采掘、金融服务、餐饮旅游、公用事业等行业保持了较高的业绩增速或者行业整体经营状况在季度层面出现显著改善。相关子行业中，可以重点关注石油开采、采掘服务、生物制品、医疗服务、电力、水务、景点、旅游综合、传媒等。行业业绩存在季度改善预期的有机械设备、有色、交通运输等。

表 7、2011 年一、二季度分行业整体经营指标

板块名称	营业收入同比%		归属母公司净利润%		销售毛利率%		销售净利率%		净资产收益率%	
	2012 第一季度	2011 第四季度	2012 第一季度	2011 第四季度	2012 第一季度	2011 第四季度	2012 第一季度	2011 第四季度	2012 第一季度	2011 第四季度
农林牧渔	61.7	157.9	3.8	29.0	12.9	11.3	3.3	2.4	1.6	2.4
采掘	20.3	30.0	6.9	-13.5	28.0	26.2	8.7	7.0	4.0	3.3
化工	13.1	26.2	-42.1	-37.7	14.2	15.3	2.1	2.0	2.0	1.9
黑色金属	-3.9	-0.1	-122.6	-178.4	5.1	6.6	-0.5	-1.1	-0.4	-0.9
有色金属	16.8	25.9	-19.7	-39.1	10.4	10.2	3.3	2.0	1.9	1.4
建筑建材	-2.5	-7.4	-20.7	1.7	12.3	14.2	2.5	3.3	1.8	3.9
机械设备	3.3	15.8	-23.8	-24.8	20.2	20.3	6.5	5.1	2.1	2.1
电子	8.4	16.5	-12.4	155.9	17.8	20.3	4.8	13.3	1.0	3.2
交运设备	4.8	21.6	-10.2	1.1	16.4	16.9	5.0	4.1	3.1	3.3
信息设备	3.3	18.8	-17.8	-8.2	18.0	19.0	1.9	4.2	1.0	3.2
家用电器	-7.2	1.9	11.6	13.8	20.6	20.6	3.8	4.3	3.2	3.9
食品饮料	21.7	23.8	42.2	24.0	45.7	39.6	17.0	12.2	7.5	5.0
纺织服装	2.9	0.4	-21.4	-44.1	23.2	24.9	6.4	6.9	2.0	2.6
轻工制造	13.3	29.3	-48.1	-71.7	15.9	15.9	3.0	0.9	1.1	0.4

医药生物	20.7	20.5	0.5	-9.4	27.4	28.6	7.5	6.2	3.0	2.4
公用事业	14.9	12.1	16.7	-4.0	15.2	14.8	2.9	5.3	1.0	2.1
交通运输	10.0	10.9	-51.4	-94.0	17.6	13.4	4.3	0.6	1.2	0.2
房地产	7.4	16.2	-1.5	9.5	40.4	38.5	13.3	13.9	1.9	6.1
金融服务	14.0	14.3	14.7	9.3	21.8	23.6	30.2	25.7	5.2	3.9
商业贸易	12.3	18.5	-4.4	-2.8	12.6	11.8	2.5	1.8	3.2	2.7
餐饮旅游	29.1	22.5	81.0	-14.7	36.8	35.5	7.3	4.3	2.0	1.4
信息服务	24.6	19.9	24.1	-14.8	29.6	30.9	3.7	5.8	1.4	2.6

数据来源：WIND，东北证券

表 8、业绩改善子行业细分指标

一级行业	二级子行业	成分股数	净利润同比%		毛利率%		财务费用 / 营业总收入		经营活动净收益 / 利润总额		经营活动产生的现金流量净额 / 营业收	
			12 年一 季度	11 年第 四季度	12 年一 季度	11 年 第 四 季度	12 年 一 季 度	11 年第 四季度	12 年 一 季 度	11 年第 四季度	12 年 一 季 度	11 年第 四季度
采掘	煤炭开采 II	39	8.1	9.9	27.3	26.7	0.8	0.9	99.2	98.4	15.2	13.1
	其他采掘 II	4	-104.7	-5127.4	25.1	15.2	3.8	4.6	155.2		63.7	7.9
	石油开采 II	1	7.9	-26.2	28.3	26.0	0.7	0.4	92.2	81.1	4.2	14.3
	采掘服务	9	63.2	55.8	30.0	23.9	1.9	1.3	95.3	97.3	36.0	41.6
食品饮料	饮料制造	34	44.4	46.6	61.8	60.4	-0.4	-1.2	98.8	95.1	19.6	21.5
	食品加工制造	25	9.6	-32.8	23.5	20.6	0.5	0.5	87.2	55.8	-1.4	1.5
医药生物	化学制药	57	-16.4	-41.6	33.4	33.4	0.9	1.0	99.4	35.4	6.4	14.2
	生物制品 II	33	27.5	-21.4	41.8	41.3	1.0	0.5	69.6	53.4	8.9	20.6
	医疗器械 II	17	34.4	168.2	44.0	53.5	-1.2	-2.1	94.4	92.5	2.5	31.1
	医药商业 II	12	-14.1	2.4	10.9	11.1	0.7	1.2	85.3	53.2	-4.1	8.7
	中药 II	55	17.6	22.5	40.5	41.3	1.0	0.9	86.8	83.6	4.9	7.7
	医疗服务 II	4	30.4	5.4	43.5	48.9	-0.3	-2.4	98.8	105.6	-1.4	21.4
公用事业	电力	56	36.5	-8.8	14.2	13.5	9.1	8.0	46.0	3.5	21.9	18.2
	环保工程及服务 II	12	-62.7	-3.2	28.5	34.9	2.4	3.0	100.3	96.2	-0.4	21.0
	燃气 II	3	-6.4	3.8	19.1	14.9	2.0	1.5	95.9	61.8	7.0	14.2
	水务 II	15	13.2	6.1	42.6	39.9	5.5	3.3	78.7	71.2	12.3	33.7
餐饮旅游	餐饮 II	3	5.9	6.8	62.5	60.9	1.3	0.7	95.9	87.7	8.8	17.3
	景点	7	1226.1	8.0	38.1	48.3	2.3	2.5	62.8	94.3	-13.6	36.8
	酒店 II	8	10.8	30.6	67.6	70.7	2.5	1.1	50.2	46.3	4.6	36.2
	旅游综合 II	11	112.9	-19.9	26.2	23.5	0.2	0.2	92.7	100.3	6.8	8.7
信息服务	传媒	28	37.3	-41.5	29.2	27.4	-0.4	-0.6	88.6	68.3	-11.3	18.4
	计算机应用	82	-4.4	24.5	33.0	38.1	-0.6	-0.7	59.3	68.4	-32.2	35.6
	通信运营 II	3	503.5	-92.3	27.9	27.1	1.4	0.8	93.6	-1850.8	27.7	24.3

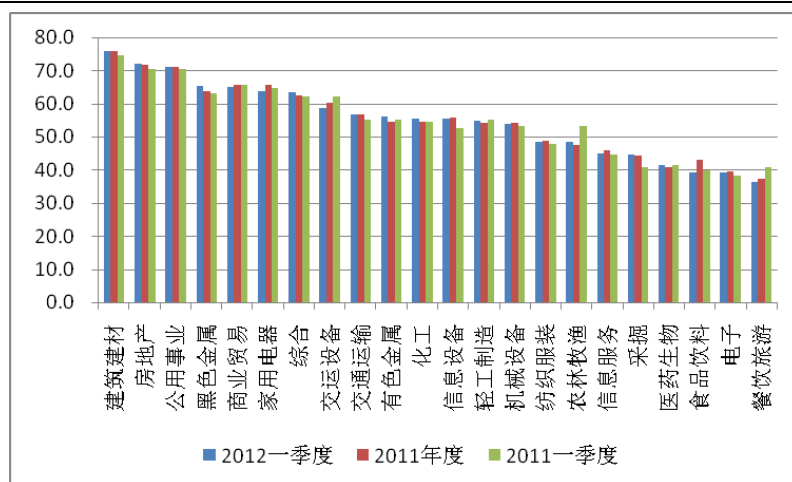
	网络服务	25	12.1	-44.2	40.6	50.9	1.8	1.7	74.2	79.9	5.1	51.8
--	------	----	------	-------	------	------	-----	-----	------	------	-----	------

数据来源：WIND，东北证券

从中期报告看，部分行业在营收能力恢复的同时，资产负债率也有所上升，今年一季度与去年一季度相比资产负债率整体提升明显的行业有建筑见此啊、房地产、黑色金属、交通运输、信息设备、采掘等行业，而与去年四季度相比，今年一季度出现提升的行业有黑色金属、有色金属、化工、农林牧渔、生物医药等行业。家电、交运设备、食品饮料等行业负债率下降。由于去年信贷成本处于不断上升的过程中，当前企业杠杆化扩张性经营意愿下降，负债率或仍以向下调整为主。

此外，全部 A 股（非 ST）在剔除金融板块以及中国石油、中国石化后的存货与资产比延续上升态势，这一比值在 2012 年一季报中已经超过达到 19.7% 的历史高位，表明当前的存货压力依然较大，去库存续期依然存在，在下游需求恢复依然有限的情况下，去库存过程很难在短时期内完成，这抑制了库存推动的经济恢复。

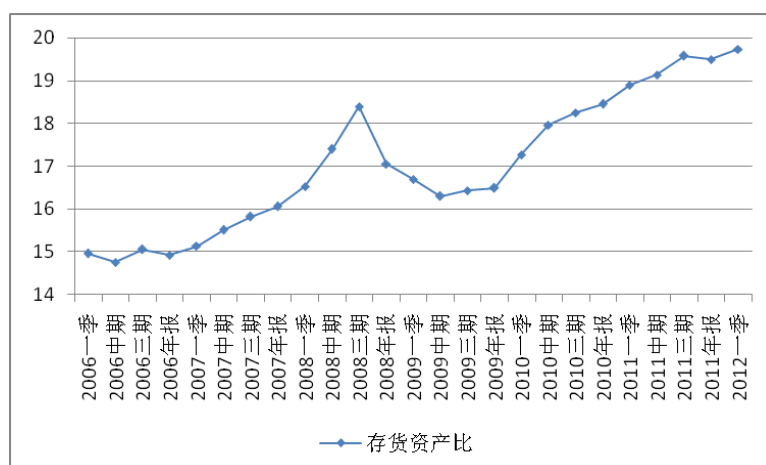
图 15、资产负债率变动 (%)



数据来源：WIND，东北证券

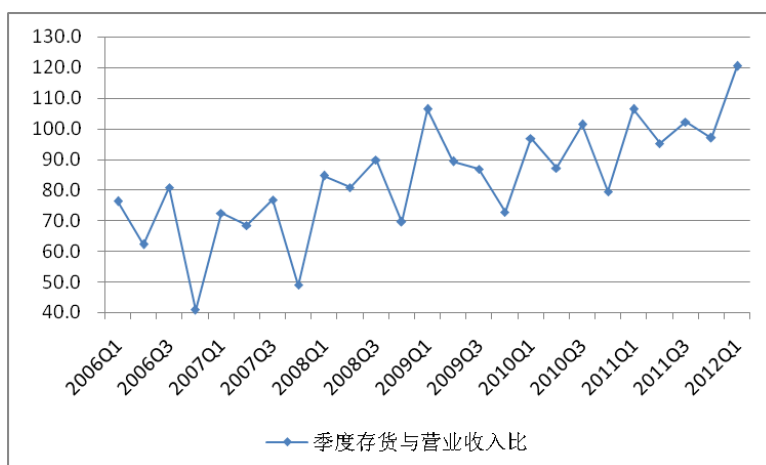
从存货与资产比以及存货与营业收入比看，都出现上升，一季度出现季节性大幅上升，并且处于近年来新高，从需求角度看，当前的存货压力同去年同期相比也依然较大。在存货中，房地产行业占比较高，房地产存货同比增速已经由 2011 年末的 36% 下降至一季度的 29%，环比角度看，虽有增加，但增速已经下降至 3%，房地产行业整体的库存规模虽然较高，但增速已经出现明显下降，房地产行业整体的去库存进行过程较快，尤其是去年四季度与今年一季度。

图 16、全部 A 股（非 ST）剔除金融、中石化、中石油后上市公司存货资产比



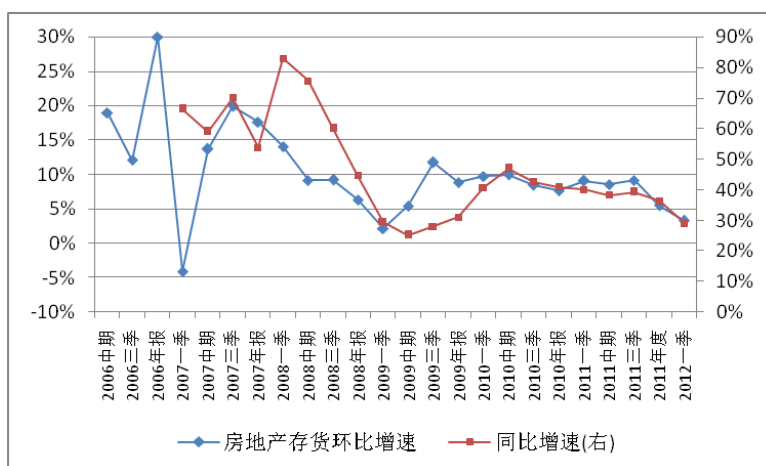
数据来源：WIND，东北证券

图 17、季度存货与营业收入比快速上升(%)



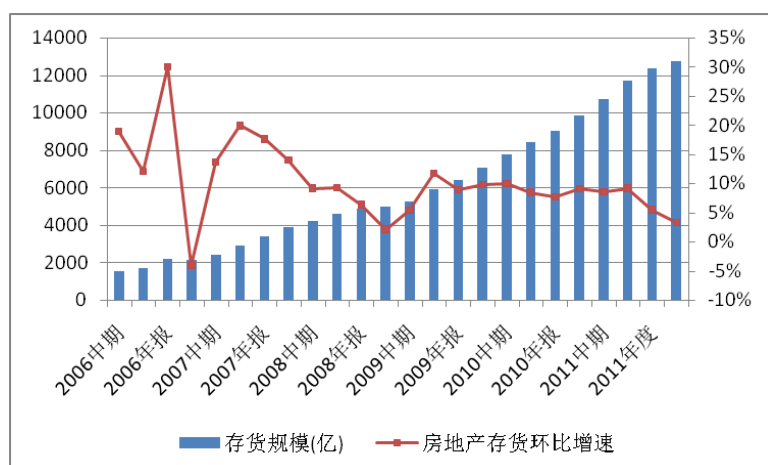
数据来源：WIND，东北证券

图 18、房地产存货环比与同比增速出现回落，存货压力依然较大



数据来源：WIND，东北证券

图 19、房地产行业存货规模以及同比增速



数据来源：东北证券，WIND

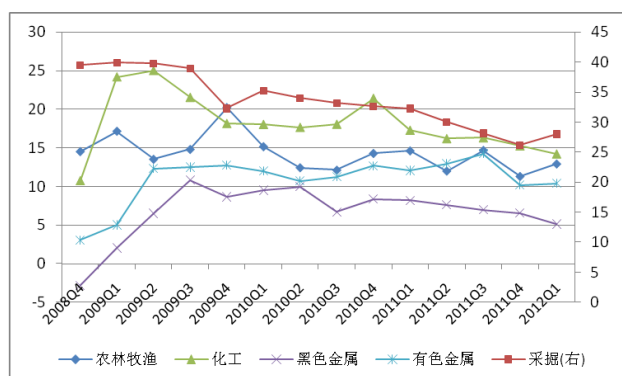
4.2. 行业毛利率变化趋势：上游毛利有所恢复、中游与下游毛利率在下降

自去年四季度以来，工业金属以宽幅震荡为主，铜价较为稳定，国际油价今年二月份出现快速上涨，高点接近于 110 美元每桶，国内物价处于高位回落的阶段，而货币政策在此过程中虽然出现微调但经济层面流动性的改善仍需要一个过程。

一季度采掘、有色等上游行业毛利率较去年第四季度出现回升，而由于需求不足以及市场充分竞争，导致化工、钢铁等行业毛利率的显著下降，在中游制造业以及下游消费类等领域毛利率也都有所下降。建筑建材、电子、信息设备等行业下降较为明显，下游行业中毛利率虽有回落但幅度有限，食品饮料行业毛利提升最为明显，同时也是当前各主要行业中毛利率最高的行业，此外，商业贸易以及餐饮旅游行业毛利也出现较为明显改善。

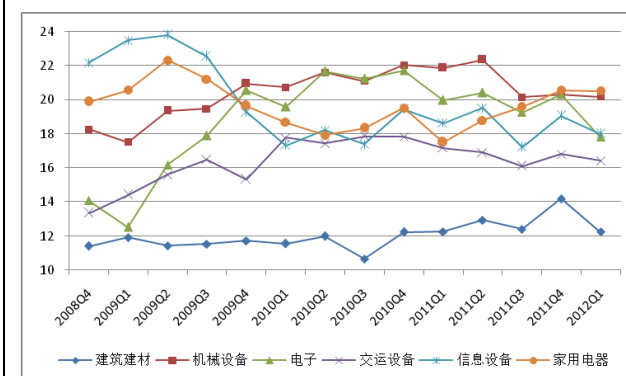
在经济回落过程中，受到需求不足等因素的影响，物价随流动性的紧缩以及经济的回落而下行，在此过程中制造业毛利受到较大程度影响出现较为明显下降，而在消费领域内，整体毛利率虽有波动但较为有限，相对更为平稳。

图 20、农林牧渔、采掘、有色等季度毛利率企稳



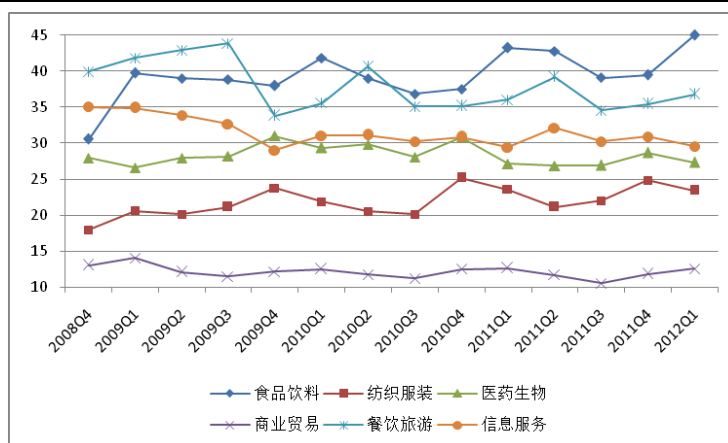
数据来源：WIND，东北证券

图 21、中游制造业毛利多以回落为主



数据来源：WIND，东北证券

图 22、下游消费、服务毛利率稳中有降，食品饮料大幅提升



数据来源：WIND，东北证券

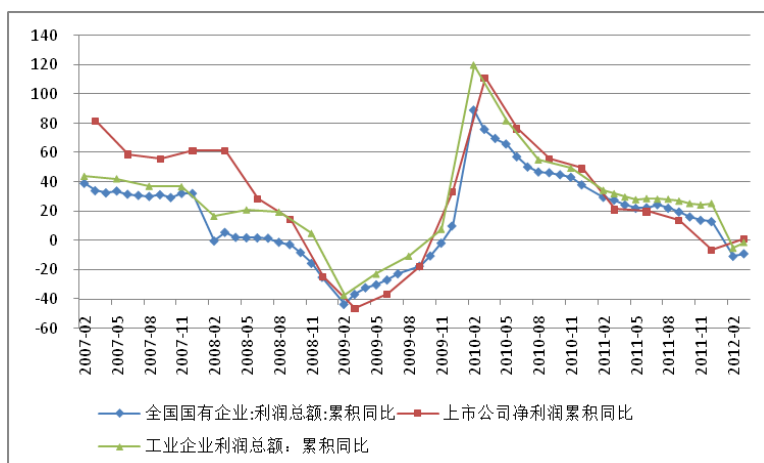
5. 中期业绩前瞻：预计全部 A 股(非 ST)第二季度同比增速回升至 5%

5.1. 预计上市公司第三季度业绩同比增速小幅回落

从目前经济走势的判断看，在二季度企稳的可能性较高，去年影响企业盈利的因素看，一方面，季度经济增速的快速回落，与此相对应的是需求端不足较为明显，另一方面，物价走势的大幅波动，CPI 以及 PPI 由高位的快速回落。经济以及物价层面的变化，不仅有利于缓解企业经营压力，同时物价层面的走势为企业的毛利恢复提供空间。从基本面角度看，第二季度上市公司整体盈利增速将好于一季度以及去年四季度情况，虽然同比仍以负增长但降幅将小于四季度以及一季度幅度。

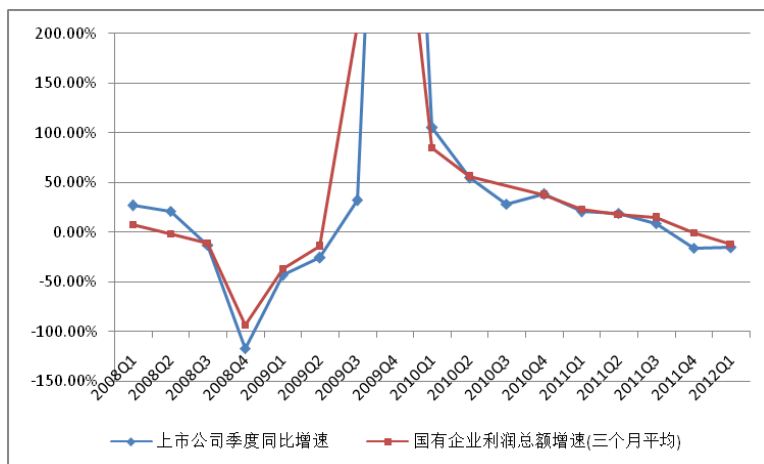
从目前市场物价走势以及以 PP1-PPIRM 为代表的先行指标对上市公司整体毛利率的引导作用看，二季度经济走势企稳与毛利率改善共同推升业绩回暖，参照 2010 年第四季度至次年一季度经济小周期复苏的经济指标走势看，在毛利率提升以及经济企稳的组合下，上市公司业绩季度增速出现明显上升，在不考虑季节性因素干扰下，根据经济企稳时，毛利率回升以及上市公司业绩等指标之间的关系，我们预计 2012 年第二季度全部 A 股（非 ST、金融服务、中国石油、中国石化）上市公司净利润同比增速有所回落，但幅度在-5%以内，自下而上预测，银行业整体业绩增速在 15%稍多，金融服务行业整体增速在 12%左右，中国石油第二季度环比增速为零增长同比在 35%，中国石化第二季度同比增长预计为-12%，综合上述业绩预测，预计全部 A 股（非 ST）2012 年第二季度业绩同比增速为 5%。

图 23、国有企业、工业企业与上市公司利润累计同比增速



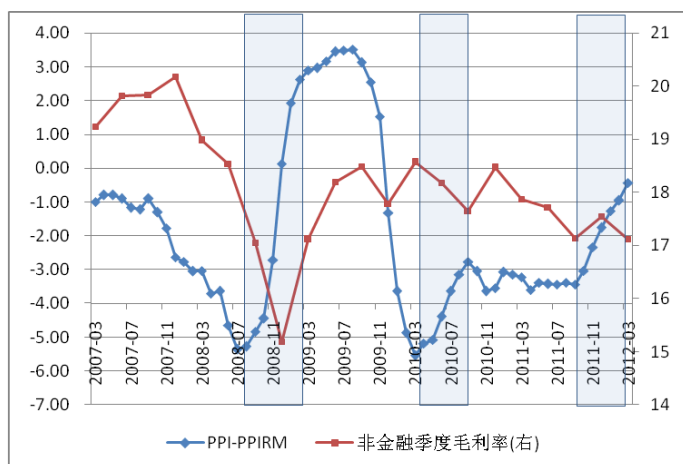
数据来源：WIND，东北证券

图 24、剔除金融、ST、中石油中石化后上市公司季度同比增速



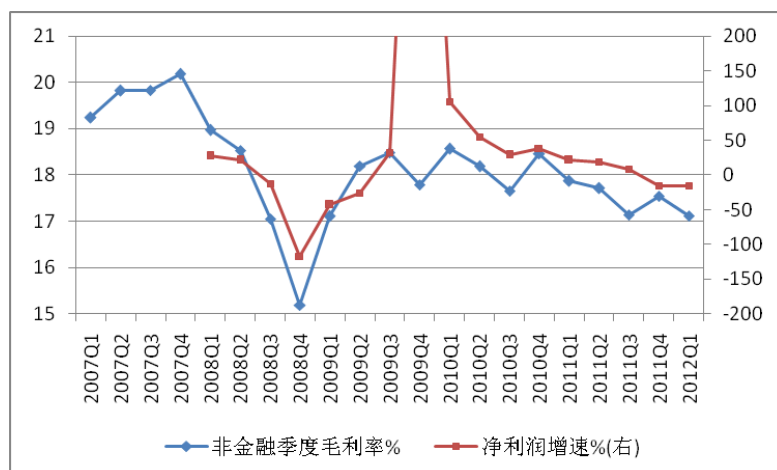
数据来源：WIND，东北证券

图 25、制造业毛利率有望得到恢复



数据来源：WIND，东北证券

图 26、毛利率与上市公司净利率关系



数据来源：WIND，东北证券

表 9、上市公司 2012 第二季度季度业绩增速预测

时间	上市公司季度同比增速(非 ST、金融服务、中石油、中石化)	净利润季度环比增速	金融服务行业净利润(亿)	金融服务行业净利润增速	中国石油	中国石化	全部 A 股(非 ST)
2010Q1	105.2%		1392.6				
2010Q2	54.8%	26.6%	1936.5	23.3%			
2010Q3	28.5%	-4.9%	2005.5	27.9%			
2010Q4	38.1%	17.1%	1884.0	27.3%			
2011Q1	20.8%	-13.2%	1702.9	28.6%	14.0%	24.5%	25.1%
2011Q2	19.0%	21.6%	2559.1	32.3%	-11.5%	-2.8%	21.6%
2011Q3	8.5%	-12.9%	2406.3	20.6%	7.8%	0.5%	13.1%
2011Q4	-15.8%	-10.3%	2058.1	9.4%	-26.1%	-18.0%	-6.6%
2012Q1	-15.6%	26.6%	2916.6	15.3%	5.8%	-37.4%	0.8%
预测 2012Q2	>-5.0%	>39.0%	2840.6	12%	35%	-12.0%	5%

数据来源：WIND，东北证券

5.2. 上市公司业绩预警信息

截至 5.10 日，两市已有 845 家上市公司公布 2012 年中报业绩预警信息，剔除 ST 类个股后，共有 801 家。其中，预增、续盈、略增与扭亏合计占比为 59.4%。

表 10、上市公司业绩预警信息汇总

预告类型	预增	续盈	略增	扭亏	首亏	略减	预减	续亏	不确定
家数	73	151	241	11	61	129	94	32	9
占比	9.1%	18.9%	30.1%	1.4%	7.6%	16.1%	11.7%	4.0%	1.1%

数据来源：WIND，东北证券

从行业角度看，餐饮旅游、黑色金属、商业贸易、农林牧渔等板块虽然业绩预

告增速较高，但所披露预警信息的上市公司家数占比较小，难有较强代表性。纺织服装、建筑建材、家用电器、有色金属、机械设备电子元器件等行业三季报预警增速超过 30% 的上市公司占比超过 50%，且已披露此信息的公司占行业在 40% 以上，具有一定的代表性。交运设备、化工、医药生物等行业多家上市公司预计增速回落超过 20%。此外，金融服务、采掘等行业披露预警信息公司较少，业绩增长并不确定。

表 11、业绩预警行业及幅度划分

行业	<-20%	-20%-0%	0-30%	>30%	合计	增幅大于 30% 占比	预警家数占板块比例
餐饮旅游	2	1	3	1	8	12.5%	27.6%
黑色金属	5			2	7	28.6%	20.6%
纺织服装	8	11	8	8	35	22.9%	47.3%
商业贸易	3	5	3	1	12	8.3%	13.0%
农林牧渔	2	5	8	9	24	37.5%	29.6%
建筑建材	20	6	15	10	51	19.6%	42.9%
信息服务	5	13	9	13	40	32.5%	29.0%
交通运输	1	3	4	2	10	20.0%	11.9%
家用电器	5	8	5	3	21	14.3%	46.7%
信息设备	8	8	5	7	28	25.0%	31.1%
有色金属	8	9	4	5	26	19.2%	33.3%
食品饮料	4	2	5	8	19	42.1%	32.2%
机械设备	44	43	33	19	139	13.7%	42.1%
化工	29	15	17	25	86	29.1%	36.0%
医药生物	8	8	21	10	47	21.3%	26.4%
公用事业	3	1	2	5	11	45.5%	12.8%
电子	16	12	21	12	61	19.7%	49.6%
房地产	11	3	1	5	20	25.0%	13.7%
轻工制造	14	7	10	15	46	32.6%	54.8%
交运设备	11	11	14	2	38	5.3%	31.4%

数据来源：WIND，东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760