

提升技术水平和创新能力 改善上市公司盈利状况

□中国社会科学院金融研究所“上市公司景气跟踪”课题组

我国上市公司群体包含各行业的龙头企业和优秀企业,其经营活动构成了我国社会主义市场经济的重要组成部分,对于宏观经济增长具有总量和结构上的显著影响。本报告是中国社会科学院金融研究所“上市公司景气跟踪”课题的阶段性成果。课题组遵循企业利润形成的一般逻辑,以2400余家2010年以前上市的A股非金融类上市公司财务数据为基础,分析了今年上半年上市公司盈利的总体状况、变动趋势及成因。上半年,受国际经济复苏不确定性增大和国内经济增速下调的双重影响,上市公司总体营业收入和净利润“双降”,幅度均为近年罕有,盈利质量有所下滑,预计下半年盈利低迷的趋势仍将持续。另一方面,创业板上市公司盈利状况呈现逆势上扬,反映出创新能力较强的高成长企业对于经济下行具有较好抵抗力,这为确定当前宏观调控政策着力点提供了证据。

一、上市公司总体营业收入和净利润“双降”

由于周期性行业上市公司是A股上市公司利润创造主体,因此今年上半年上市公司的营业收入、利润额和增速总体呈现回落态势。与股票市场和财政补贴有关的非核心利润大幅增加,虽然降低了净利润的减少幅度,但其稳定性和持续性较差,难以持续成为推动净利润增长的主因。

（一）总体盈利状况

上半年,样本上市公司实现营业收入103041.99亿元,同比减少5.2%;实现利润总额6843.55亿元,同比减少2.9%;净利润5367.40亿元,同比减少2.6%。销售毛利率为15.8%,销售净利润率为5.2%。受上市公司原材料购进减少的影响,经营活动的现金净流量达到5997.23亿元,同比增加39.4%。在利润总额中,来自于核心经营业务的利润(即本报告所称核心利润)为5317.54亿元,同比减少10.9%;来自于资产价值变动的损失为-392.38亿元,损失同比减少4.3%(主要受公允价值变动收益增加的影响);来自于投资的利润为1319.28亿元,同比增加35%,占利润总额的19.3%;来自于营业外收支的净收益为600.01亿元,同比增加16.9%(主要受财政补贴等营业外项目收入增加的影响),占利润总额的8.8%。扣除资产减值损失,上半年非核心利润为1526.91亿元,占利润总额的22.3%。

（二）盈利变化原因

核心利润的下降主要是由于营业收入同比下滑,但管理费用和税收支出仍保持明显增长所致。2015年上半年,样本上市公司实现毛利16308.77亿元,同比仅减少0.7%,毛利水平基本和上期相当。其中营业收入同比减少5.2%,受原材料价格下降等因素影响,营业成本同比减少6.4%,营业税金及附加同比增加6.3%。三项期间费用均同比增加,其中管理费用增幅最高,同比增长9.6%,销售费用和财务费用同比分别增长1.7%和2.7%。

通过阅读部分管理费用增幅较高的上市公司中报,发现管理费用增加原因主要有:(1)办公条件改善引起的费用增加(折旧或租金或装修费用增加);(2)管理人员工资福利水平继续增加,值得关注的是支付给职工以及为职工支付的现金支出同比增加930.86亿元,增幅达到13.1%;(3)摊销股权激励费用;(4)研发支出增加。前两项增加说明许多上市公司在业绩的滑坡情况下,仍然没有有效约束管理人员工资福利和办公经费支出。营业税金及附加同比增加212.90亿元,占营业收入的比重从去年的3.1%增加到今年上半年中的3.5%。从现金流量表项目来看,在收入和利润双降的情形下,各项税费的现金流出同比增加365.90亿元,增幅为4.0%,虽然税收返还现金流入也有所增加,但同比仅增加99.97亿元。税费的增加可能是由于国家税收政策变化(如某些产品消费税率的提高)和因财政收入增幅降低造成的税收征管力度的加大有关。

非核心利润的大幅增加,主要与上半年股票市场繁荣有关,其次可能与财政补贴或税收返还等营业外收入增加有关。资产价值变动损失同比减少4.3%,主要受益于金融资产价格上涨引起公允价值变动收益。该项收益2015年上半年达到48.16亿元,同比增加了117.34亿元(2014年上半年是负值)。上半年投资收益同比增加35%,也很大程度上与上半年股票市场高度景气有关。营业外收入同比增加99.07亿元,增幅为15.2%。

总体来说,2015年上半年上市公司盈利变化的主要原因是:(1)在营业收入下滑情形下,管理费用和税收支出仍保持一定增幅,导致利润同比减少;(2)上半年股票市场繁荣和政府补贴收入的增加减缓了利润下滑速度;(3)原材料价格的下降和企业生产成本的控制在一定程度上抵消了营业收入下降对于企业毛利水平的不利影响。

（三）盈利变化趋势

从各年度同比指标看,四项盈利指标变化率的趋势不完全一致。2012年

上半年,受上年物价增幅较高和当年货币供应量增幅减少的影响,尽管营运收入同比增加,但人工成本和利息费用增幅较高,使得核心利润和净利润大幅下降。2013上半年随着GDP平稳增长,四项盈利指标均小幅增加。2014年上半年,随GDP增幅的降低,营业收入和净利润增幅出现下滑,但毛利和核心利润受大宗商品物价指数走低等因素的影响,增幅反而比上年有所提高。2015年上半年,因经济下行压力增大,营业收入由前几年的增势首次转为降势,核心利润下滑明显,但同时受原料价格持续走低和股票市场大幅上扬的有利影响,毛利和净利润虽然出现下滑,但下滑程度明显轻于核心利润。总体来说,2015年上半年相对于前三年同期而言,四项盈利指标向不利方向的波动明显加大,降幅变化均在10个百分点左右或以上,特别是核心利润从2014年上半年同比增加110.2%,转为2015年上半年同比减少10.9%,增幅的下降达到20个百分点以上。

从环比指标可以发现:(1)受季节性因素影响,每年下半年的营业收入都要比上半年高出约10个百分点。次年上半年和上年下半年相比,营业收入也会有不同程度的下降,2015年上半年营业收入环比降幅加大;(2)半年期毛利变化的环比走势和营业收入的走势基本一致,但2015年上半年环比降幅受大宗商品价格指数下降等因素的影响,和营业收入相比环比降幅要明显小一些;(3)受会计核算惯例影响(如年末计提折旧和奖金、摊销费用等),下半年的期间费用增幅一般环比都会有不小的增幅,因此核心利润增幅会低于毛利增幅,降幅会大于毛利降幅,但总体来说核心利润变化的环比走势和营业收入和毛利的变化基本一致,波动受季节性影响明显。2015年上半年核心利润的下降环比有扩大趋势;(4)受资产价格变动和政府补贴等因素影响,净利润的走势受季节性因素的影响相对较弱。在2012年下半年之后,净利润环比增幅逐渐增加,到2013年下半年达到最高点,从2014年上半年开始,净利润出现下降趋势(当年主要受资产减值损失计提大幅增加),之后净利润环比连续出现小幅下降。

总体而言,通过四项主要盈利指标变化率的同比和环比分析发现:(1)盈利指标同比变化走势和GDP增长率变化总体趋势基本一致,但单期变化并不完全一致,某些盈利指标的变化会滞后。受经济低迷影响,2015年上半年营业收入在近四年首次同比出现下滑,核心利润下滑幅度明显大于以往;(2)营业收入、毛利和核心利润的环比变化易于受季节性因素影响,三项盈利指标下半年值一般好于上半年。净利润受季节性因素影响相对较小,近两期环比连续呈小幅下滑态势。

（四）总体盈利质量

本报告用销售收现率(销售收到的现金/销售收入)、盈利现金比率(经营性现金净流量/净利润)和核心利润占比反映公司的盈利质量。三个指标越大,说明营业收入的现金回收率、净利润的现金含量和总利润中核心利润的占比越高,从而盈利中操纵性盈余占比越低或产生的应收账款越少,利润的可持续性越强。

从2012年-2015年每年上半年的水平可以看出,销售收现率在近四年上半年中都大于100%,处于较高水平,说明上市公司无论营业收入怎样波动,营业收入质量都处于较高水平。盈利现金比率在前三年上半年变化不大,但是2015年上半年大幅提高,这主要是由于上市公司采购商品的现金流出同比减少较多所致,如果下半年产品市场仍然低迷,上市公司的这一行为将会对减少存货跌价损失和改善企业流动性状况非常有益。核心利润占比在前三年上半年基本保持稳定,2015年由于股票市场繁荣等因素影响,来自于资产价值变动和营业外收入等非核心利润占比增加,说明2015年上半年的盈利质量较低,可持续性不高。

上半年各板块上市公司经营性财务指标（一）							单位:亿元	
板块	营业收入	营业成本	毛利	利润总额	净利润	核心利润	非核心利润	经营活动现金净流量
主板	92221.77	74844.37	13871.99	5941.50	4627.83	4545.12	1397.33	5763.23
中小板	9271.28	7261.82	1932.88	705.20	573.99	595.52	109.65	262.25
创业板	1548.94	1034.39	503.90	196.86	165.59	176.89	19.93	-28.25

主板、中小板和创业板是我国A股市场的三个板块市场。其上市公司分布各有侧重:主板市场集中了传统行业的大中型上市公司;中小板和创业板则以中小型企业特别是高新技术企业为主要服务对象,创业板市场还吸引了一部分初创企业。因此,各市场上上市公司的盈利状况在同一时期往往体现出不同特点。

（一）各市场上市公司盈利状况

从主板、中小板和创业板上市公司的经营活动来看,主板上市公司的各项财务总量指标占全部样本公司总额的比例在85%—92%之间,中小板占比在7%—12%之间,创业板占比在1%—4%之间。各板块上市公司的营业收入、营业成本和利润之间的配比关系较为稳定。

从绝对额看,主板上市公司是全部上市公司盈利的主要来源。但在上半年同比增速上,主板上市公司的营业收入则下降6.6%,而中小板增加6.7%;创业板增加24.4%。与营业收入相似,在毛利、利润总额、净利润和核心利润方面,主板也是同比减少,而中小板和创业板则是同比增加。三个板块上市公司的毛利率分别为15%、20.8%和32.5%,销售净利率分别为5%、6.2%和10.7%。创业板上市公司的毛利率和销售净利率远高于主板和中小板。

值得注意的是三个板块上市公司的非核心利润都是同比增加,且增幅高

本报告选取7个重点行业对其盈利变化情况进行了分析。这7个重点行业包括808家上市公司。其中,计算机、通讯与电子行业185家,机械设备行业200家,化工行业156家,软件信息行业98家,航天军工行业28家,汽车行业69家,交通运输行业72家。

从营业收入来看,在所选7个行业中,有6个行业营业收入同比增加,增幅最高的是计算机、通讯与电子行业,增长率为14.2%;只有软件信息行业同比下降1.5%。从毛利来看,有5个行业毛利同比增加,增幅最高的是交通运输行业,增幅为23.3%;毛利同比下降的为软件信息和航天军工行业,降幅分别为7.9%和11.5%。从核心利润和净利润来看,有4个行业核心利润和净利润同比增加,增幅最高的是交通运输业,增幅分别为90.1%和73.7%;有3个行业核心利润和净利润同比下降,降幅最大的是航天军工行业,降幅分别为115.6%和94.3%。各行业盈利的具体情况如下:

（一）计算机、通讯与电子行业:本行业上市公司2015上半年实现营业收入4132.94亿元,同比增加14.2%;毛利821.3亿元,同比增加16.2%,毛利率为

下半年,受季节性因素和刺激性经济政策影响,上市公司营业收入有望增加。但迫于经济下行压力,上半年上市公司材料采购和固定资产投资无论环比还是同比均小幅下滑,因此下半年营业收入同比增幅不会很大,短期走势很难反转。中国社科院金融研究所发布的

根据本报告的前述分析,课题组认为切实改善当前国内上市公司经营状况,可以考虑采取以下政策措施:(一)以提高经济运行效率为根本目标,以推行混合所有制和深化国有企业改革为契机,以落实现有宏观刺激政策为抓手,以城乡一体化、“一带一路”、企业技术改造等领域为投资重点,

达43%—88%之间,非核心利润对利润总额的贡献分别为23.5%、15.5%和10.1%。由此可见,主板上市公司在主业盈利能力下滑的情况下,努力在非核心利润领域增加收益。另外,创业板经营现金流量为负值,凸显了其销售收入增加而回款不利的问题。

（二）盈利变化原因

从三项费用来看,2015上半年,主板销售费用同比减少0.6%,而中小板和创业板分别同比增加12.2%和23.3%。主板、中小板和创业板的管理费用分别增加8.1%、16.9%和24.4%,财务费用分别增加1.1%、15.9%和280.6%。主板上市公司在主业盈利能力下降的情况下,减少了销售费用,控制了管理费用和财务费用;中小板和创业板的销售费用、管理费用和财务费用持续增加。特别是创业板财务费用增幅较大,但总体债务占资产比重不大。

在资产价值变动方面,主板、中小板和创业板的资产减值损失分别同比增加31.3%、17.1%和25.4%。这与2015上半年原油价格下跌带来的大宗商品价格整体走低有关。主板和中小板的公允价值变动净收益分别同比增加155%和443.6%,创业板减少235.7%。

主板、中小板和创业板的投资净收益分别同比增加34.1%、58.5%和27.2%。相比较中小板和创业板,主板的投资净

19.9%;净利润207.97亿元,同比增加24.3%,销售净利率为5%。虽然销售费用同比增加较小,但是管理费用和财务费用同比增加较大,从而导致核心利润同比增加仅为8.2%。由于投资净收益同比增加136.9%,所以净利润同比增加较大。

（二）机械设备行业:本行业上市公司2015上半年实现营业收入3299.87亿元,同比增加5.7%;毛利679.48亿元,同比增加6.6%,毛利率为20.6%;净利润142.89亿元,同比减少13.6%,销售净利率4.3%。由于销售费用和管理费用同比增加较大,所以核心利润同比减少20.4%。由于投资净收益同比增加81.1%,所以净利润表现为同比下降幅度小于核心利润下降幅度。

（三）化工行业:本行业上市公司2015上半年实现营业收入2836.8亿元,同比增加0.3%;毛利513.55亿元,同比增加7.8%,毛利率为18.1%;净利润116.25亿元,同比减少5.5%,销售净利率为4.1%。虽然营业收入同比增加很小,但是营业成本控制较好,所以毛利同比增加。销售费用、管理费用和财务费用同比增加较大,导致核心利润同比减少2.4%。投资净收益同比减少

上半年上市公司景气指数显示,二季度上市公司景气度较一季度有所上升,但仍处于下行区间。

此外,原油等大宗商品价格指数可能在上半探底之后,下半年出现小幅回升,因此营业成本很难继续降低,企业毛利率可能会下降。期间费用中,销

创新多元融资方式,激发民间资本活力,稳步扩大生产性投资规模,为上市公司增加营业收入,提升技术水平和创新能力创造条件。

（二）防止财政收入减少和税费改革给上市公司带来的负面效应,杜绝“过头税”和滥收费现象,明显降低上市公司税负,实现企业税费支出与营业

上半年各板块上市公司经营性财务指标（二）							单位:亿元	
板块	销售费用	管理费用	财务费用	资产减值损失	公允价值变动净收益	投资净收益	营业外收入	营业外支出
主板	3374.80	4314.82	1632.97	374.31	35.99	1242.94	629.40	136.68
中小板	599.33	619.10	122.31	50.22	12.53	60.55	99.88	13.08
创业板	131.27	179.26	16.52	16.01	-0.36	15.79	22.84	2.33

收益为其利润总额做出的贡献最多,占利润总额的20.9%。主板、中小板和创业板的营业外收入分别同比增加12.1%、38.2%和19.4%;主板和创业板的营业外支出分别同比增加9.2%和141.5%,而中小板同比减少2.6%。中小板的营业外收入为利润总额做出的贡献略大于主板和创业板,其占利润总额的14.2%。三个板块的投资净收益和营业外收入是非核心利润增加的主要原因。

（三）盈利变化趋势

从同比来看,主板和中小板的四个盈利指标都呈“倒U型”。特别是作为盈利主体的主板上市公司,营业收入出现近4年来的首次减少,毛利、核心利润和净利润为近三年首次减少,且核心利润减少幅度较大(-13.2%),表明经济下行压力对于传统行业上市公司的利润挤压作用开始显现。中小板上市公司的各项利润指标增幅除净利润外基本处于近三年最低水平,其中核心利润同比仅增长1.1%。形成鲜明对照的是,创业板上市公司盈利能力呈上升态势,经济周期的影响并不明显。表明高新技术产业和创新能力突出的企业,能够较好抵御经济下行压力,投资和避险价值凸显。

环比数据进一步印证了上述分析。上市公司上半年盈利数据环比多为负增长,这应该与春节休假因素、财政预算前期拨付缓慢而年底突击花钱,和上

21.6%,营业外收入同比减少2.5%,所以净利润同比减少幅度大于核心利润减少幅度。

（四）软件信息行业:本行业上市公司2015上半年实现营业收入2016.41亿元,同比减少1.5%;毛利587.85亿元,同比减少7.9%,毛利率为29.2%;净利润118.34亿元,同比增加6.3%,销售净利率为5.9%。在毛利同比减少的情况下,虽然财务费用同比增加较大,但是销售费用同比大幅减少,所以核心利润同比增加8.1%。投资净收益和营业外收入分别同比增加10.5%和12.7%,但是资产减值损失和营业支出分别同比增加20.2%和138%,所以净利润同比增加的幅度小于核心利润增加的幅度。

（五）航天军工行业:本行业上市公司2015上半年实现营业收入为915.16亿元,同比增加8.9%;毛利92.73亿元,同比减少11.5%,毛利率为10.1%;净利润1.16亿元,同比减少94.3%,销售净利率为0.1%。由于营业收入同比增加幅度小于营业成本增加幅度,所以毛利同比减少。虽然销售费用和管理费用同比增幅不大,但是财务费用同比增加19.4%,导致核心利润同比大减115.6%。尽管公允价值变动净收

售费用和管理费用受成本习性、会计核算惯例和销售难度加大的影响,应该不会出现下降趋势,但仍有可能保持一定程度的增幅。由于货币政策的进一步宽松,可能会使企业财务费用降低,但财务费用在期间费用中占比较小,对于期间费用水平的影响有限。虽然从现金流

收入和利润总额同步变化。

（三）加强货币政策、信贷政策和金融监管政策的协调配合,保持宽松的货币环境,将增量资金有效引入实体经济,真正降低上市公司融资成本。

（四）促进上市公司优化经营管理流程,提高财务规划水平,切实控制各项成本费用,从粗放式增长向集约增长

市公司销售年终冲量等因素有关。从主板数据来看,今年上半年主板上市公司主要盈利数据均为近年来较大幅度的负增长,且2014年下半年的核心利润和净利润两项指标已经是负增长,凸显出主板上市公司盈利趋势的不利变化。中小板和创业板上市公司的盈利指标尽管降幅也是近年最大,但均与去年下半年的盈利增长较多有关,因此可以归因于翘尾因素影响。

（四）盈利质量

从盈利质量来看,在2012—2015年各年的上半年数据中,主板和中小板上上市公司的销售现金比都超过了100%,中小板超过90%,表明多数上市公司的销售收入与现金收入配比合理,创业板上市公司收现能力略低于主板和中小板。三个板块的盈利现金比在上半年有较大上涨,特别是主板上漲幅度最大,创业板虽涨但为负值。主要原因是主板的经营活动现金流出减少,特别是购买商品和接受劳务支付的现金减少,而中小板和创业板的经营活动现金流出增加(主要由于购买商品和接受劳务支付的现金增加)。主板的核心利润占比在80%上下浮动,中小板和创业板在90%上下浮动,但是主板和中小板该比率在2015年上半年出现较大幅度下跌,原因是营业收入同比和环比下降,营业税金及附加增长较快。

益、投资净收益和营业外收入分别同比增加165.1%、55.9%和11.2%,但是资产减值损失增加311.4%,导致净利润同比下降。

（六）汽车行业:本行业上市公司2015上半年实现营业收入6933.87亿元,同比增加5.2%;毛利932.71亿元,同比增加2%,毛利率为13.5%;净利润460.32亿元,同比增加2.8%,销售净利率为6.6%。由于销售费用同比大幅减少,管理费用和财务费用同比增幅较大,所以核心利润同比增加为2.3%。投资净收益同比减少2.3%,营业外收入同比增加57.8%,所以净利润表现为同比增加。

（七）交通运输业:本行业上市公司2015上半年实现营业收入3738.52亿元,同比增加3.5%;毛利为796.18亿元,同比增加23.3%,毛利率为21.3%;净利润为475.12亿元,同比增加73.7%,销售净利率为12.7%。虽然营业收入同比增幅较小,但是营业成本同比下降0.9%,所以毛利同比大幅增加。三项费用同比下降导致核心利润同比大幅增加90.1%。投资净收益同比增加18.1%,营业外收入同比增加36%,导致净利润同比大幅增加。

量表来看,上半年上市公司对外投资增幅仍较高,但由于下半年股票市场景气度回落,来自于资产价值变动的收益和投资收益可能会大幅减少。总体来说,下半年上市公司的毛利、核心利润和净利润无论同比还是环比都可能会进一步下降。

转变。

（五）督促上市公司完善公司治理和加快管理人员薪酬制度改革,增强管理人员薪酬和公司绩效的关联性。

课题学术顾问:王国防
课题组成员:张跃文 吕峻 何敬 徐枫