

2016年不同行业上市公司或加剧盈利分化

—A股上市公司盈利分析与展望

□中国社科院金融研究所“上市公司景气跟踪”课题组

上市公司盈利波动性明显增大

由于周期性行业上市公司是A股上市公司利润创造主体，因此今年三季度上市公司的营业收入特别是核心利润额总体呈明显下滑态势。受股票市场景气度大幅下降的影响，非核心利润也大幅下降。盈利波动性明显增大。企业为了“过冬”，收紧商业信用和降低了材料购买，利润的现金含量有所增加，但利润的稳定性和持续性同比下降。

(一) 总体盈利状况

2015年前三季度，样本上市公司实现营业收入158241.12亿元，同比减少5.3%，营业收入下降最为明显的行业采掘、钢铁和建材业；实现利润总额9700.53亿元，同比减少11.3%；净利润7576.59亿元，同比减少12.1%，利润降幅最大的行业有钢铁、国防军工和采掘业。销售毛利率为15.7%，销售净利润率为4.8%。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11340.31亿元，同比增加22.4%。

前三季度的利润总额中，来自于核心经营业务的利（即本报告所称核心利润）为7561.84亿元，同比减少16.1%；非核心利润为2138.69亿元，同比增加10.9%，其中：来自于资产价值变动的收益为-636.21亿元，损失同比增加41.4%（资产减值损失增加46.1%，公允价值变动收益增加49.4%）；来自于投资的利润为1837.32亿元，同比增加19.2%；来自于营业外收支的净收益为238.67亿元，同比增加15%。

从不同盈利变化方向公司数量来说，前三季度营业收入同比增长的公司数有1208家，占比为55.2%（去年同期为67.0%），数量比去年同期减少258家；净利润同比增加公司有1167家，占比为53.3%（去年同期为58.5%），数量比去年同期减少112家。

(二) 盈利变化原因

2015年前三季度核心利润的下降主要是由于经济低迷造成营业收入同比下滑，但期间费用仍受人工成本和融资成本等因素影响保持一定增长所造成。核心利润下降最为明显的行业有钢铁、采掘、有色金属等周期性行业，而农林牧渔、汽车、轻工制造和电气设备等行业核心利润有明显的增长。

2015年前三季度，样本上市公司实现毛利24761.76亿元，同比减少356.85亿元，减幅为1.4%。其中营业收入同比减少5.3%，营业成本同比下降6.4%，但营业税金及附加同比增长5.9%。毛利的下降主要是由于营业收入的下降所致，大宗商品价格的下降减缓了毛利的下降幅度。

营业收入同比下降8872.88亿元，主要是资源型和周期型行业受宏观经济环境和产能过剩的影响，需求和价格明显下降造成的。前三季度营业收入下降明显的行业中，采掘业、钢铁业、建材业既是资源型行业也是周期型行业，而且后两个行业是典型的产能过剩行业，受国际大宗商品价格暴跌、国内需求不振和产能过剩叠加影响，三个行业营业收入的降幅分别为25.3%、24.3%和10%。相反，传媒、商贸、计算机、电子和医药等消费类、服务类或科技含量较高行业营业收入仍保持了一定的增幅。

营业成本同比下降8815.12亿元，降幅高于营业收入的降幅。营业成本的下降一方面受营业收入同比下降的影响，另外一方面也受大宗商品物价指数走低的影响（但通过营业成本和营业收入的占比来说，这种影响在逐步降低）。后一种因素的影响，使得营业成本的下降幅度大于营业收入的下降幅度。和营业收入增幅相比，营业成本下降幅度最大的行业是化工、交通运输和公用事业。

营业税金及附加同比增加299.09亿元，占营业收入的比重从去年的3.1%增加到今年三季度的3.4%。营业税金及附加的增加主要受部分行业（如化工、交通运输、建材等）产品价格和原材料价格不对称下降以及原材料采购减少的影响（产品价格的下跌小于原材料价格的下跌，生产成本中越是材料成本占比越高的企业，营业税金的增加越多）。

三项期间费用同比增加1093.62亿元，增幅为6.8%。其中管理费用增长8.3%，销售费用增长2.5%，财务费用增长12.9%。销售费用的增加主要是由于市场低迷，销售难度加大，市场推广费用增长造成，同时根据一些公司季报反映情况来看，职工薪酬较去年同期增加也是销售费用增加的主要原因之一。和营业收入的变化相比，销售费用增幅较高的行业主要集中于营业收入下降比较明显的钢铁、采掘和化工行业。

管理费用同比增加605.99亿元。通过一些公司营业收入季报反映，管理费用增长原因主要有包括管理人员薪酬增长、研发投入加大和实施股权激励等。和营业收入变化相比，管理费用增幅明显的行业也是钢铁、采掘和化工行业。

财务费用同比增加332.83亿元。财务费用的上涨一方面是由于负债规模增长引起，另一方面是一些外向型企业汇兑损失大幅增加（特别是航空运输业等）。三季度样本上市公司负债规模为21.21万亿元，同比增长9.8%，其中有息负债为10.80万亿元，同比增长7.9%；财务费用和有息负债的比值去年同期为25.9%，本期为27.1%。剔除汇兑损失影响之后，财务费用并没有明显下降（剔除受汇兑损失影响最大的交通运输业，财务费用仍增长约9.8%，同负债及有息负债的增幅基本相同）。这可能说明，在央行逐步宽松的货币政策背景下，企业的融资成本并没有明显下降。

非核心利润的增加主要与今年上半年股票

本报告依据2010年以前上市的2188家A股非金融类上市公司财务数据，分析了前三季度上市公司总体盈利状况及成因，提出全年盈利预测结论，并展望了2016年上市公司盈利变化趋势。

前三季度上市公司营业收入和核心利润总体呈明显下滑态势，非核心利润也大幅下降，盈利波动性明显增大。利润的现金含量增加，但其稳定性和持续性有所下降。在三个市场板块中，创业板上市公司表现最好，其次是中小板，主板上市公司明显落后于中小板和创业板。在各行业中，软件信息、机械设备、航天军工和化工等行业利润同比减少，计算机、汽车和交通运输等行业利润增加。预计2015年上市公司总体营业收入同比减少5.4%左右，净利润减少14%左右。2016年，宏观经济形势仍不容乐观，上市公司营业收入和利润仍有可能进一步下降。不同行业的盈利分化现象可能加剧，周期性行业上市公司将会迎来重大考验。但在深化改革和稳增长政策背景下，受“一带一路”、“京津冀协同发展”和深化国企改革等战略和政策影响较大的上市公司，可能会有相对较好的盈利表现。

主板、中小板、创业板盈利状况有所差别

(一) 各市场上市公司盈利状况

从主板、中小板和创业板盈利情况看，2015年前三季度主板上市公司所列各项财务指标总量占全部样本公司总额的比例在80%-92%之间，中小板占比在6%-15%之间，创业板占比在1%-6%之间。各板块上市公司的营业收入和营业总收入占比关系较为稳定。

在三个板块中，2015年前三季度主板上市公司盈利能力与中小板和创业板差距较大，且创业板盈利能力好于中小板。主板上市公司的营业收入同比下降6.9%，而中小板和创业板环比分别增加7.6%和26.9%。主板毛利同比下降3.9%，而其利润总额、净利润和核心利润同比大幅下降，分别下降15.9%、35.9%和19.8%。中小板的毛利、利润总额、净利润和核心利润分别同比增加10.9%、9.8%、10.5%和3.7%；创业板则分别同比大幅增加29.6%、37.6%、38.2%和34.9%。三个板块的毛利率分别为14.8%、20.9%和30.2%，销售净利率分别为4.5%、6.1%和11.1%。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。

在非核心利润方面，前三季度主板同比增加7.2%，但是中小板和创业板同比增加87.1%和38.5%。不过，主板非核心利润对其利润总额的贡献仍比较高，为30.5%，而中小板和创业板分别为16.8%和12.4%。另外，前三季度三个板块的经营现金净流量均为正值，主板、中小板和创业板的经营现金净流量同比分别增加20.9%、45.9%和77.4%。创业板在第三季度扭转了上半年经营现金净流量为负的局面。

(二) 盈利变化原因

从三项费用来看，2015年前三季度主板销售费用同比增加较慢，为0.2%，但中小板和创业板同比增加较快，分别为12.8%和22.7%；主板管理费用同比增加6.4%，中小板和创业板同比增加较快，分别为17.5%和25.6%；主板和创业板财务费用同比大幅增加12.7%和86.2%，中小板同比增加8.2%。由此看出，主板上市公司在前三季度盈利能力下降的情况下，控制了销售费用，但管理费用有所增长，财务费用在第3季度增长较快，导致主板核心利润下降幅度（19.8%）大于营业收入下降幅度（6.9%）。中小板的三项费用增幅都大于其营业收入的增幅，所以其核心利润同比增幅（3.7%）低于其营业收入增幅（7.6%）。创业板在盈利能力持续增长的同时控制了销售费用，虽然财务费用增幅很大但其绝对数值不高，所以其核心利润同比增幅（34.9%）超过了营业收入同比增幅（26.9%）。

在资产价值变动方面，前三季度三个板块的资产减值损失分别同比增加50.1%、24.8%和46.6%。主板和中小板的公允价值变动净收益大幅减少21%和33.67%，而创业板同比增加22.5%，这与上半年股市大幅上涨而第三季度大幅下跌有关。

总体而言，通过四项主要盈利指标变化率趋势分析发现：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，近三年单季度增长率同比出现逐年下滑，2015年受经济低迷程度增加全部出现了负增长；环比来看，四项盈利指标环比一般会出现上涨，一季度和二季度的盈利指标的季节性波动相对平稳，四项指标的环比波动趋势从2014年开始逐渐加大，到2015年波动幅度进一步加大，反映了经济增长的风险逐步加大。2014年和2015年一季度盈利指标环比上一年第四季度都深度回调，第二季度环比出现较大幅度的上升。2014年第四季度盈利指标“翘尾现象”要比前两个年度弱很多，净利润环比甚至出现下降；2015年前三季度四项盈利指标环比波动前所未有的如核心利润在第一季度环比下降31.7%（主要与营业收入大幅下降有关），第二季度环比增长58.1%（主要与营业收入增加和大宗商品物价下降造成的营业成本下降有关），在第三季度又环比下降33.4%（主要与大宗商品价格下降对营业成本有利影响）。后一种因素的影响，使得营业成本的下降幅度大于营业收入的下降幅度。和营业收入增幅相比，营业成本下降幅度最大的行业是化工、交通运输和公用事业。

营业税金及附加同比增加299.09亿元，占营业收入的比重从去年的3.1%增加到今年三季度的3.4%。营业税金及附加的增加主要受部分行业（如化工、交通运输、建材等）产品价格和原材料价格不对称下降以及原材料采购减少的影响（产品价格的下跌小于原材料价格的下跌，生产成本中越是材料成本占比越高的企业，营业税金的增加越多）。

从三项指标2012-2015年每年三季度的水平，可以看出销售收现率在四年前三季度都大于100%，处于较高水平，说明上市公司无论营业收入怎样波动，营业收入回款处于较高水平，2015年前三季度销售回款好于去年同期水平。盈利现金比率在2013和2014年前三季度处于较低水平，2015年前三季度大幅提高，这一方面是由于净利润大幅下降所致，另一方面是由于上市公司采购商品的现金流出同比减少所致。核心利润占比在逐年呈下降趋势，2015年前三季度处最低水平，说明来自于投资收益、营业外收入等方面非核心利润占比增加，利润的可持续性和稳定性逐年降低。总体来说，上市公司在经济下行时期相对收紧了商业信用并减少了存货投资，盈利的现金含量有所提高，但是核心利润的占比逐年下降，盈利的稳定性和可持续性下降。

人和毛利仍为环比小幅增长，但是核心利润和净利润出现环比减少；创业板第三季度的四个盈利指标仍为环比增长。

(四) 盈利质量

从盈利质量来看，在2011-2015年前三季度期间，主板上市公司各年前三季度的销售收现率的区间范围为104%-106.2%，中小板为98.3%-100.5%，创业板为91.2%-93.7%，创业板的收现能力略低于主板和中小板。该比率波动幅度最大的是中小板。

主板和中小板的盈利现金比率在2012年出现较大幅度上升，2013年有所回落，而创业板基本上是上升趋势，但创业板在2011和2012年的前三季度是负值，因为这两年的经营净现金流量为负值。该比率波动幅度最大的是主板。

主板的核心利润占比区间范围为76.4%-85.2%，中小板为86.3%-92.8%，创业板为86.3%-92.8%。三个板块2015年前三季度的该占比在历年中是最低值。

七大重点行业盈利状况呈现分化

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789家上市公司。其中，计算机、通讯与电子行业182家，软件信息行业95家，汽车行业68家，交通运输行业71家，机械设备行业192家，航天军工行业28家，化工行业153家。

从营业收入来看，在所选7个行业中，有7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12.9%，最低的是软件信息行业同比增加0.9%。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18.3%；毛利同比下降的为软件信息和航天军工行业，降幅分别为5.1%和13.7%。从核心利润来看，有4个行业核心利润同比增加，分别为计算机、通讯与电子行业3.8%、化工业5.1%、汽车业8.6%和交通运输30.1%；航天军工、机械设备和软件信息分别同比下降138%、38.4%和6.3%。在净利润方面，计算机、汽车和交通运输为同比增加，其他4个行业都出现了较大幅度的同比下降。各行业盈利的具体情况：

(一) 计算机、通讯与电子行业：本行业上市公司2015年前三季度实现营业收入6544.52亿元，同比增加12.9%；毛利1284.25亿元，同比增加13.4%，毛利率为19.6%；净利润302.47亿元，同比增加8.8%，销售净利率为4.6%。由于管理费用和财务费用同比增加较快，导致核心利润率同比增加较小，为3.8%。虽然资产减值损失同比增加36%，公允价值变动净收益同比大幅减少26.8%，但是营业收入同比增加10.4%，投资净收益同比增加108.1%，导致净利润同比增加。

(二) 软件信息行业：本行业上市公司2015年前三季度实现营业收入3006.63亿元，同比增加0.9%；毛利878.87亿元，同比减少5.1%，毛利率为29.2%；净利润155.12亿元，同比减少9.3%，销售净利率为5.2%。由于营业收入、管理费用和财务费用的大幅增加，核心利润率同比下降6.3%。虽然营业收入同比增加20.7%，但是投资净收益同比下降23.8%，所以净利润同比减少。

(三) 汽车行业：本行业上市公司2015年前三季度实现营业收入10317.22亿元，同比增加5.3%；毛利1442.87亿元，同比增加5.1%，毛利率为14%；净利润660亿元，同比增加3.9%，销售净利率为6.4%。在毛利同比增加的情况下，虽然管理费用和财务费用分别同比增加17.1%，但是销售费用和财务费用分别同比减少8%和8.1%，导致核心利润率同比增加8.6%。虽然营业收入同比增加45.5%，但是资产减值损失同比增加23.6%，公允价值变动净收益同比减少59.3%，营业收入同比增加55%，所以净利润表现为同比增加的幅度小于核心利润率增加的幅度。

(四) 交通运输行业：本行业上市公司2015年前三季度实现营业收入5779.31亿元，同比增加2.4%；毛利为1305.20亿元，同比增加18.4%，毛利率为22.6%；净利润683.75亿元，同比增加18.5%，销售净利率为11.8%。交通运输业的盈利的明显增长主要是由于在营业收入保持小幅度增长情况下，由于燃料成本的明显下降造成。

(五) 机械设备行业：本行业上市公司2015年前三季度实现营业收入4863.68亿元，同比增加5.1%；毛利1010.92亿元，同比增加7.2%，毛利率为20.8%；净利润224.92亿元，同比减少7.1%，销售净利率4.6%。毛利增幅高于营业收入增幅主要是受益于原材料价格所致。该行业盈利下降主要是由于管理费用和财务费用同比增幅增高所致（二者分别增加21.9%和26.7%）。管理费用和财务费用的增长致使核心利润率在毛利增长7.2%的有利条件下，仍然下降18.4%。

(六) 航天军工行业：本行业上市公司2015年前三季度实现营业收入为1406.11亿元，同比增加9.0%；毛利141.58亿元，同比减少13.7%，毛利率为10.1%；净利润为-9.33亿元，同比减少128.5%，销售净利率为-0.7%。营业收入和期间费用的较高增幅是航天军工行业盈利大幅下降

的主要原因。该行业一些公司年报反映，营业收入的上升主要是由于产品技术结构变化以及材料和人工成本的上升造成。

(七) 化工行业：本行业上市公司2015年前三季度实现营业收入3971.74亿元，同比增加14%；毛利764.14亿元，同比增加107%，毛利率为19.2%；净利润1879.6亿元，同比下降18%，销售净利率为4.7%。该行业毛利和核心利润主要受益于原材料价格的下降同比增加。但是前三季度该行业资产减值准备同比增加43.3%，致使净利润小幅减少。

2016年上市公司利润降幅不会超过2015年

根据2011-2014年各季度的财务数据可以发现，四季度的营业收入占比在27.5%-28.4%之间波动，平均为28%，净利润在22.3%-27.3%之间波动，平均为25%。可以看出四季度盈利占比在各年基本保持稳定。同时四季度占比高与GDP增速和走势也有密切关系。由此可以根据2015年宏观经济运行情况和前三季度财务数据，大体预测2015年四季度的盈利情况和2015年全年上市公司盈利的变化情况。

根据历史数据推算，第四季度，营业收入同比变化率在-5.7%--1.1%之间，平均为-3.5%。环比三季度增长率在8.9%-14.3%之间，平均为11.5%。净利润增长率同比变化率在-12.1--14.6%之间，平均为0.0%。三季度环比变化率在0.6%-31.3%之间，平均为14.5%。2015年全年，营业收入同比变化率在-5.4--4.2%之间，平均为-4.8%。净利润同比变化率在-12.1--6.2%之间，平均为-9.4%。

以上数据是根据上市公司四季度盈利占比和前三季度的盈利情况，推算的2015年四季度和全年上市公司盈利变化情况。如果没有重大突发事件出现，2015年四季度及全年上市公司盈利情况变化大体在上述范围内或附近。究竟靠哪个数字更近一些，可以根据预测的四季度宏观经济形势和前三季度投资数据大体预估。

从宏观经济形势来说，前三季度的GDP实际增速分别为7%、7%和6.93%，根据中国社科院今年9月21日发布《经济蓝皮书夏季号：中国经济增长报告（2014-2015）》预测的2015年GDP增速为6.9%，第四季宏观经济形势仍不容乐观。2015年前三季度全社会用电量同比增长仅为0.8%，这一数字对比“十二五”初期将近12%的增速，相差甚远。另外，根据国家统计局数据，10月份经济活动有所收缩，规模以上工业增加值同比实际增长5.6%，增速较9月继续回落，发电量的降幅也较9月有所扩大。

从投资数据来看，前三季度固定资产投资

（不含农户）增长10.3%，同比回落5.8个百分点，比一季度、上半年分别下降了32.11个百分点。本报告样本上市公司三季度内部长期资产投资为3732.66亿元，同比减少6%，环比增加1.4%（去年同期环比增加3.8%）。2015年前三季度内部长期资产投资11377.26亿元，同比减少3.3%。此外，值得关注的是上市公司对外投资活动投资三季度增加4989.32亿元，同比增加28%。根据上市公司财报，对外投资主要包括公司购买信托、理财产品、证券投资和委托贷款，以及合作开发房地产等项目和进行购买相关公司股权等购并活动。

此外，对于四季度盈利不利的影响因素还包括：大宗商品价格下降对于企业营业成本下降的影响正在逐季度弱化；股票市场景气度很难回到上半年的水平；受财政收入增幅下降明显的约束，上市公司补贴也不会明显增加；受市场低迷，价格下降影响资产减值损失可能会进一步增加（前三季度资产减值损失准备同比增加46.1%）。可能有利的因素是货币政策宽松情况下，利率可能进一步降低，国家也会维持人民币汇率基本稳定。但不利因素是美国可能会加息，对人民币汇率会有所冲击。

根据上述情况，我们认为四季度“翘尾”因素对于上市公司盈利的影响，在2014年四季度减弱的基础上，会进一步下降。中国社会科学院金融研究所发布的三季度上市公司综合景气指数也预示今年四季度上市公司景气度仍将维持回落态势。因此，我们预测2015年四季度上市公司营业收入增长可能在历史数据推算的下限边缘左右，即同比减少5.7%左右，净利润可能会跌出按历史数据推算的下限边缘1到2个百分点，即同比减少14%左右。预计2015年全年上市公司营业收入同比减少5.4%左右，净利润减少14%左右。

2016年，根据各方面的预测，宏观经济走势仍然不容乐观。行业之间的盈利分化现象可能加剧，周期性行业上市公司将迎来重大考验。当然，不排除在深化改革和稳增长政策背景下，受国企深化改革、“一带一路”和“京津冀协同发展”等国家战略和政策影响较大的上市公司，以及战略性新兴产业和高端服务业上市公司，可能会有比较好的业绩表现。此外，预计2016年货币信贷环境会进一步宽松，上市公司融资成本会有所下降。大宗商品价格回升可能性不大，上市公司相关资产价格下跌带来的资产减值损失将可能增加，但下游上市公司的原材料成本将会得到很好控制。2015年股票市场大幅波动，导致投资者趋于谨慎，IPO注册制的推出可能对市场形成一定影响，从而带来上市公司资产公允价值净收益和投资收益的波动。

综合以上分析，预计2016年上市公司营业收入和利润会进一步下降，但利润降幅不太可能超过今年，其中一季度盈利相对于2015年四季度会有20%左右的下降。

课题