

2019年11月12日

中国宏观观察

A股非金融业绩承压，盈利能力下降

- ⊖ A股上市公司2019年前三季度净利润增速与上半年几乎持平，金融板块增长持续稳健，而非金融业绩承压，增速跌至负区间。收入端来看，A股上市公司2019年前三季度营业收入较上半年回落；金融与非金融收入增速均有所下滑。
- ⊖ 单季度来看，A股2019年3季度净利润增速较2季度小幅回升；其中，金融增长强劲，非金融负增长有所收敛。收入端来看，A股上市公司3季度增速持续回落，主要受非金融收入下滑拖累，而金融板块收入较2季度改善。
- ⊖ 分板块看，2019年前三季度，主板增长虽然小幅放缓，但仍保持较高增速。虽然得益于2018年低基数效应，中小创盈利增速有所回暖，但仍处于历史较低水平，且落后于主板增长。分产业看，中游与下游回暖，但上游承压，负增长扩大。分行业看，非银金融、国防军工行业盈利增速靠前。金融板块中，银行盈利维持稳健。非银金融受益于低基数效应以及科创板对投资与投行业务的带动，净利润较上半年进一步加速。非金融板块中，猪价上涨带动农业相关行业盈利扩张，农林牧渔表现强劲。消费行业中，食品饮料、家用电器盈利增长仍较稳健。科技行业表现分化，计算机增长较快，但通信、传媒盈利收缩。受累于经济增长放缓，钢铁、有色金属与汽车行业盈利大幅负增长。
- ⊖ 前三季度，A股ROE持续下行，净利润率、资产周转率与杠杆率均有所回落。A股净利润率与上半年基本持平，但非金融利润率继续下降。费用率对非金融企业的拖累仍然存在，财务、管理与销售费用占比虽有所下降，但仍处于历史较高水平，费用增速并未明显放缓。目前，减税降费的政策刺激效果仍待观察。
- ⊖ 中、下游以及服务业的盈利增速仍有改善空间。中下游和服务业2019年全年盈利增长将提高，而上游承压。PPI通缩压力较大，制约上游资源品，尤其是化工、钢铁、有色等“三黑一色”行业盈利空间。然而，成本下降和终端通胀回升，将有利于中下游及服务业盈利继续回暖。
- ⊖ 我们需谨慎看待低基数效应对中小创企业盈利增速带来的虚高表现。万得市场预期显示，2019年中小创板块盈利增速将呈高双位数增长。不过，值得注意的是，去年经济下行叠加商誉减值，中小创企业利润大幅萎缩，盈利增速创下极端的历史新低。因此，近期我们看到的中小创盈利的修复，很大程度上得益于强劲的低基数效应。然而，中小创企业的资本开支仍处于负增长区间，表明增长压力仍然存在。与此同时，中小创的费用率仍处于历史较高水平，减税降费的政策刺激效用还未明显，成本费用亦将拖累盈利能力。

谭淳

karen.tan@bocomgroup.com
(852) 3766 1825

蔡涵

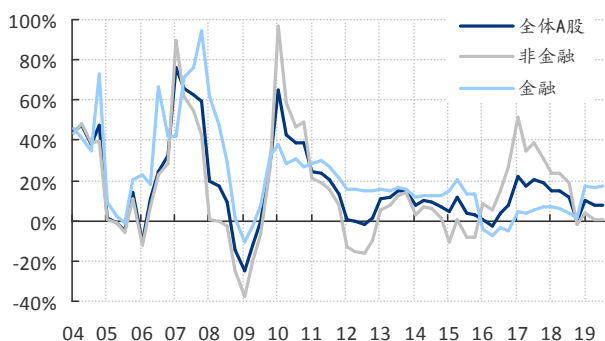
hanna.cai@bocomgroup.com
(852) 3766 1805

彭非

fei.peng@bocomgroup.com
(852) 3766 1804

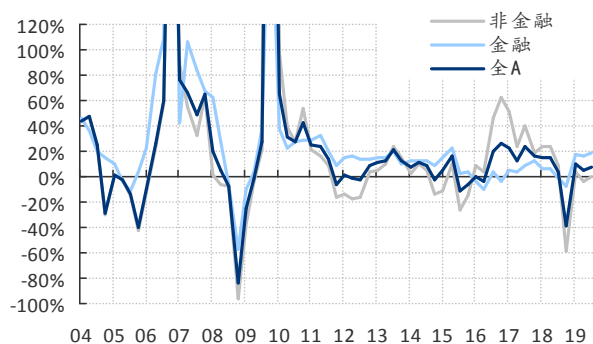
本周焦点图表

图表 1: A 股净利润增速与上半年基本持平 (累计)



资料来源：万得，交银国际

图表 2: A 股第 3 季度净利润增速小幅回升 (单季)



资料来源：万得，交银国际

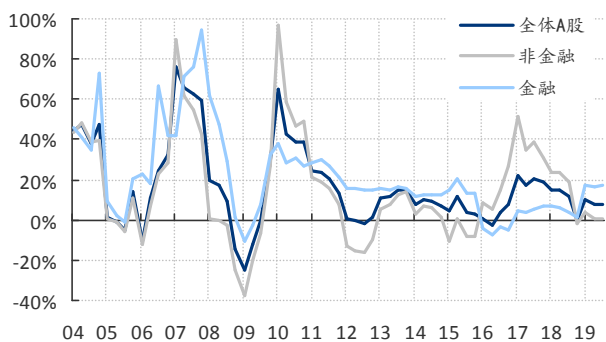
2019 年 3 季度盈利

A 股上市公司 2019 年前三季度净利润增速与上半年几乎持平。可比口径下，全体 A 股前三季度净利润同比增长 7.8%，其中金融板块增长持续稳健，而非金融业绩承压，增速跌至负区间。收入端来看，A 股上市公司 2019 年前三季度营业收入同比增长 9.5%，较上半年进一步回落；金融与非金融收入增速均有所下滑。

单季度来看，A 股 2019 年 3 季度净利润增速较 2 季度小幅回升。可比口径下，全体 A 股第 3 季度净利润同比增长 7.9%，其中金融增长 18.2%，非金融负增长有所收敛。收入端来看，A 股上市公司 3 季度增速持续回落，主要受非金融收入下滑拖累，而金融板块收入较 2 季度改善。

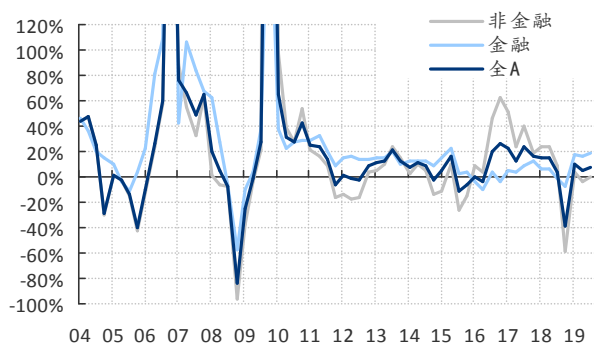
分板块看，2019 年前三季度，主板增长虽然小幅放缓，但仍保持较高增速。虽然在低基数效应的带动下，中小创盈利增速有所回暖，但仍处于历史较低水平，且距主板有一定距离。分产业看，中游与下游回暖，但上游产业仍然承压，负增长进一步扩大。分行业看，非银金融、国防军工行业盈利增速靠前。金融板块中，银行盈利维持稳健，较上半年加速。非银金融受益于低基数效应以及科创板对投资与投行业务的带动，净利润增长较上半年进一步加快。非金融板块中，猪价上涨带动农业相关行业盈利扩张。消费行业中，食品饮料、家用电器盈利增长仍较稳健。科技行业表现分化，计算机增长强劲，但通信、传媒盈利收缩。受累于经济增长放缓，钢铁、有色金属与汽车行业盈利大幅负增长。

图表 3: A 股净利润增速与上半年基本持平 (累计)



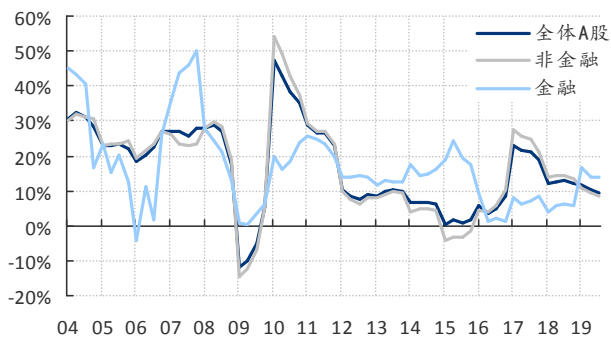
资料来源: 万得, 交银国际

图表 4: A 股第 3 季度净利润增速小幅回升 (单季)



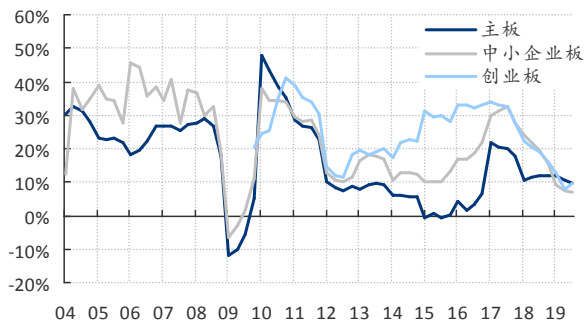
资料来源: 万得, 交银国际

图表 5: A 股营业收入增速增长放缓



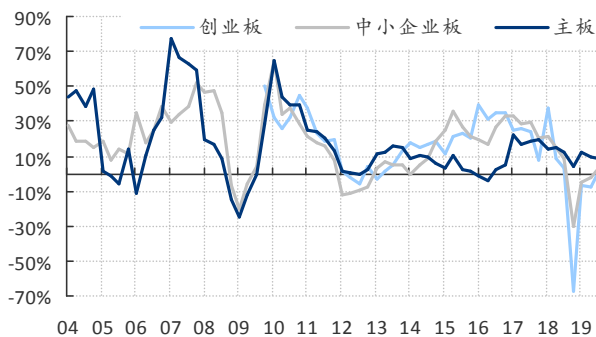
资料来源: 万得, 交银国际

图表 6: A 股收入增长承压



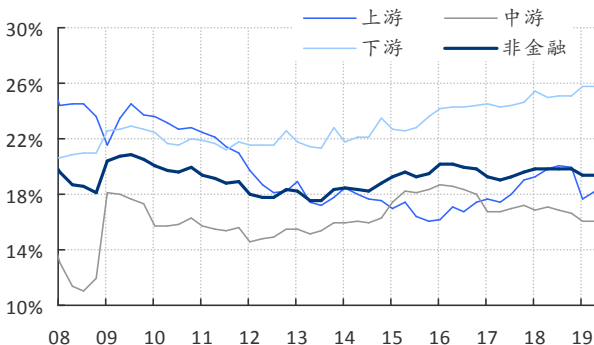
资料来源: 万得, 交银国际

图表 7: 中小创盈利增速仍处于历史较低水平



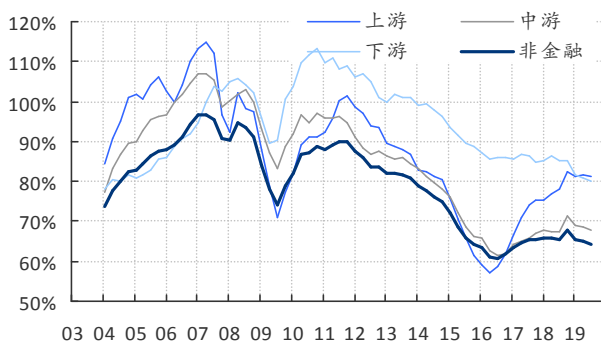
资料来源: 万得, 交银国际

图表 8: A 股毛利率下降



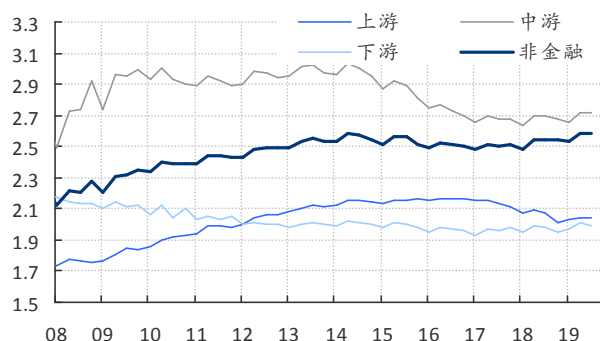
资料来源: 万得, 交银国际

图表 13: A 股资产周转率下降



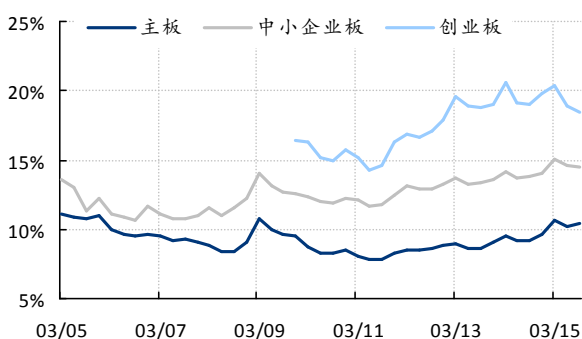
资料来源：万得，交银国际

图表 14: A 股杠杆率下降



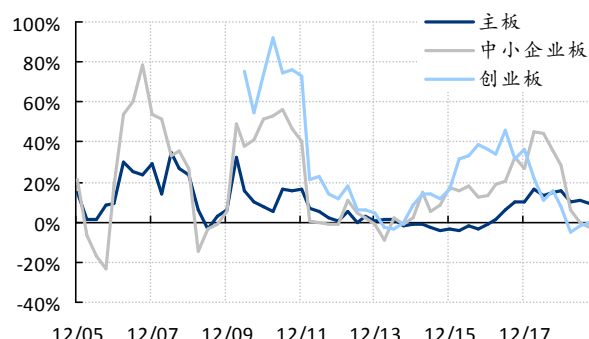
资料来源：万得，交银国际

图表 15: 费用率仍处于较高水平



资料来源：万得，交银国际

图表 16: 主板资本支出增速下滑



资料来源：万得，交银国际

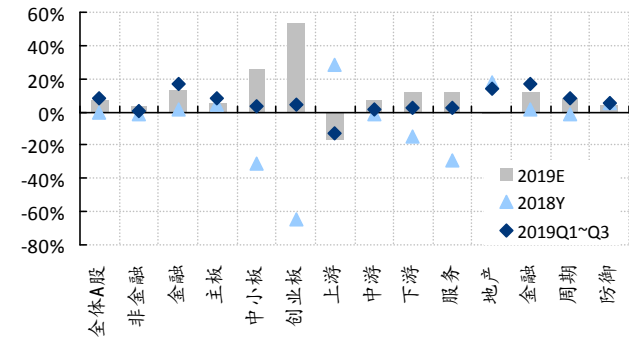
2019 年盈利预期与预判

中、下游以及服务业的盈利增速仍有改善空间。中下游和服务业 2019 年全年盈利增长将提高，而上游承压。PPI 通缩压力较大，制约上游资源品，尤其是化工、钢铁、有色等“三黑一色”行业盈利空间。然而，成本下降和终端通胀回升，将有利于中下游及服务业盈利继续回暖。从盈利预期走势来看，市场对金融板块持续乐观。行业层面，非银金融、国防军工、农林牧渔、综合和建筑材料的盈利乐观预期升温。

我们需谨慎看待低基数效应对中小创盈利增速带来的虚高表现。万得市场预期显示，2019 年中小创板块盈利增速将呈高双位数增长。不过，值得注意的是，去年经济下行叠加商誉减值，中小创利润大幅下滑，创下极端的历史新低。2018 年全年中小板、创业板盈利同比降至-30%、-65%。因此，近期我们看到的中小创盈利的修复，很大程度上得益于强劲的低基数效应。然而，中小创企业的资本开支仍处于负增长区间，表明增长压力仍然存在。与此同时，减税降费的政策刺激效用仍未明显，中小企业费用率仍处于历史较高水平，亦将其对盈利能力形成拖累。

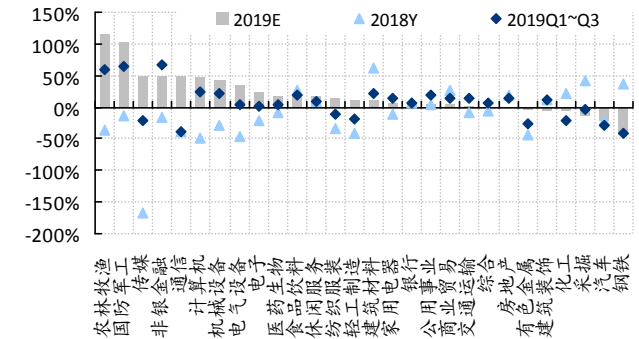
往前看，由于库存周期已运行至阶段性底部，可能在明年企稳回升。随着库存周期筑底修复，企业盈利预期将逐渐改善，盈利增长也将获得支撑。

图表 17: A 股盈利预期 (板块)



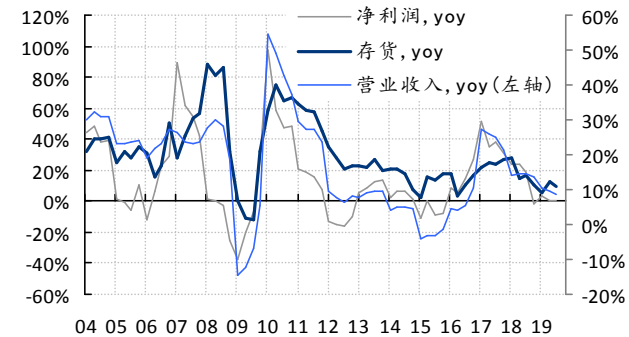
资料来源：万得，交银国际

图表 18: A 股盈利预期 (分行业)



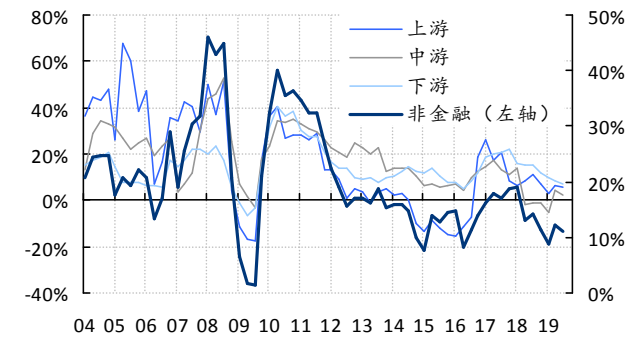
资料来源：万得，交银国际

图表 19: 库存企稳回升将对企业盈利形成支撑



资料来源：万得，交银国际

图表 20: A 股库存增长已运行至阶段性低位



资料来源：万得，交银国际

经济领先指标

图表 21: 螺纹钢价格 (周度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 22: 唐山高炉开工率 (周度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 23: 铁矿石价格指数及进口量



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 24: 铁矿石库存同比增速 (周度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 25: 水泥市场价格 (周度)



资料来源: CEIC, 交银国际

图表 26: 西部地区水泥市场价格 (周度)



资料来源: CEIC, 交银国际

注: 西部地区城市包括昆明、成都、重庆、贵阳、西安、兰州、西宁和银川。

图表 27: 长江有色市场无氧铜丝价格 (日度)



资料来源: 彭博, 交银国际

图表 28: 生猪、豆粕价格 (周度)



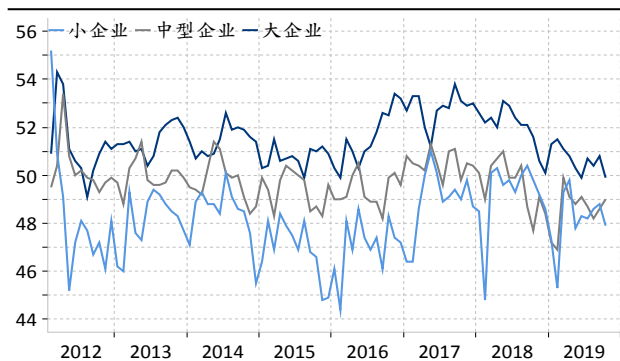
资料来源: 万得, 交银国际

图表 29: PMI 中国制造业与非制造业 (月度)



资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 30: PMI 中国大中小企业 - 带季调 (月度)

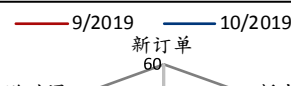


资料来源: Macrobond, 交银国际

图表 31: PMI 制造



图表 32: PMI 非制造



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9054

