

2012 年 4 月 27 日

打开盈利预测的黑匣子

相关研究

1. 《打造基于市场特征的行业比较框架——探索行业比较方法的第三次突破》——2012 年 2 月 22 日

2. 《大处着眼 小处着手》——2012 年 3 月 15 日

3. 《为什么二月推电子、三月配消费》——2012 年 4 月 6 日

证券分析师

李鹏 A0230511040051

lipeng@swsresearch.com

(8621) 23297457

凌鹏 A0230511040026

lingpeng@swsresearch.com

(8621) 23297307

研究支持

黄鑫冬

huangxd@swsresearch.com

陈建翔

chenjx@swsresearch.com

联系人

陈建翔

(8621)23297818x7230

chenjx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

主要内容：

- **盈利分析是价值投资的核心，但像黑匣子，有诸多主观臆断成分，首先需辨析概念：**1) 利润增速（如净利润同比增速）、盈利水平（如毛利率和 ROE）和利润本身（如每股收益）各有内涵，相互关联；2) 业绩预测有“自上而下”和“自下而上”之分，不同行业使用不同的业绩预测思路；3) 我们的业绩分析以申万重点公司为主体。4) 判断是起点，修正更重要，修正主要为两方面：业绩趋势和拐点、具体的增速。
- **盈利预测需注意三点：**1) 根据行业特性，把上市公司分为金融服务、石油石化、剔除石油石化的制造业和非金融服务业四大类，分类预测，再合成；2) 银行以自上而下为主，目前利润主要来自息差收入，贷款规模、息差变动是核心变量；3) 剔除石油石化后的制造业是预测的重点，其收入增速看工业增加值和 PPI，毛利率以需求为核心，关注 FAI、工业生产和 CRB 指数，根据中观行业数据、工业企业利润数据来调整，再结合行业分析师自下而上补充和调研反馈的信息。
- **策略重在把握盈利能力的变化。**因为供应和毛利率的因素，业绩增速有时会和经济波动相背离。而从股市投资角度看，盈利增速而非经济增速才是关键。05 年上半年经济不差，但是毛利未稳，业绩拐点尚未出现，所以股市也不好；08 年 12 月，经济尚未企稳，但是盈利能力和业绩增速已率先企稳，所以股市反弹。
- **后续研究值得关注。**未来，中国经济增长面临下台阶的风险，GDP 的增速大概率还要下降，但是上市公司整体的业绩增速未必下滑，因为盈利能力可能提升，所以估值未必会持续下滑。1999 年以后，中国上市公司的盈利能力就在提升，美国和海外的案例或许也有启发，这些是我们后续的研究方向。

目 录

1.业绩分析是黑匣子.....	3
1.1 业绩涉及量、价、“利”.....	3
1.2 “自上而下”和“自下而上”相结合.....	4
1.3 以“申万重点公司”为预测标的，有微观基础.....	5
1.4 接受“不可能”、修正更重要.....	6
2.盈利预测怎么做？.....	8
2.1 分部预测、自上而下结合自下而上.....	8
2.2 银行的预测以自上而下为主.....	8
2.3 剔除石油石化的制造业是盈利预测的核心.....	9
3.策略重在把握盈利能力的变化.....	12
3.1 业绩增速拐点和GDP拐点会发生背离.....	12
3.2 策略更看重“利”.....	13

图表目录

图 1: 利润增速由量、价和利的变化决定.....	3
图 2: 销售利润率和毛利率相关性很强.....	4
图 3: 重点公司利润占全市场比重高.....	6
图 4: 重点公司利润占全市场比重（分行业）.....	6
图 5: 一季度，企业盈利能力企稳.....	7
图 6: 先有趋势判断，再修正具体数值.....	7
图 7: 哪些行业的波动性大、趋势性弱.....	7
图 8: 基准利率和市场利率综合决定了净息差的走势.....	9
图 9: 非石油石化制造业公司数量众多.....	9
图 10: 非石油石化制造业毛利率对经济最敏感.....	10
图 11: 制造业利润增速波动普遍较大.....	10
图 12: 根据PPI和工业增加值判断工业企业收入增速的变动方向.....	10
图 13: 毛利率预测模型：工业增加值、FAI、PPI和CRB影响毛利率.....	11
图 14: 工业企业业绩增速和A股业绩增速高度相关.....	12
图 15: 工业企业毛利率和A股毛利率相关性很强.....	12
图 16: 主板利润主要由周期性行业构成.....	12
图 17: 业绩增速拐点和GDP拐点多有吻合.....	12
图 18: 05 年经济企稳毛利率继续下滑.....	13
图 19: 05 年工业生产企稳，业绩增速继续下滑.....	13
图 20: 08 年末 09 年初毛利率先于经济见底.....	13
图 21: 08 年末 09 年初业绩增速先于经济见底.....	13
图 22: 盈利能力对股市的驱动力很强.....	14
图 23: 盈利能力变动和利润增速的相关性更强.....	14
图 24: 盈利能力变动更能解释业绩增速.....	14
表 1:A股上市公司利润行业结构.....	4
表 2:行业归类.....	8
表 3: 银行利润增速和净息差更相关.....	8

最近一段时间，我们花了很多精力去论述“市场特征”¹，并以此筛选行业，效果不错。但我们从未放弃业绩分析和基本面跟踪，接下来争取用几篇报告建立可跟踪、可校正的业绩分析模式。

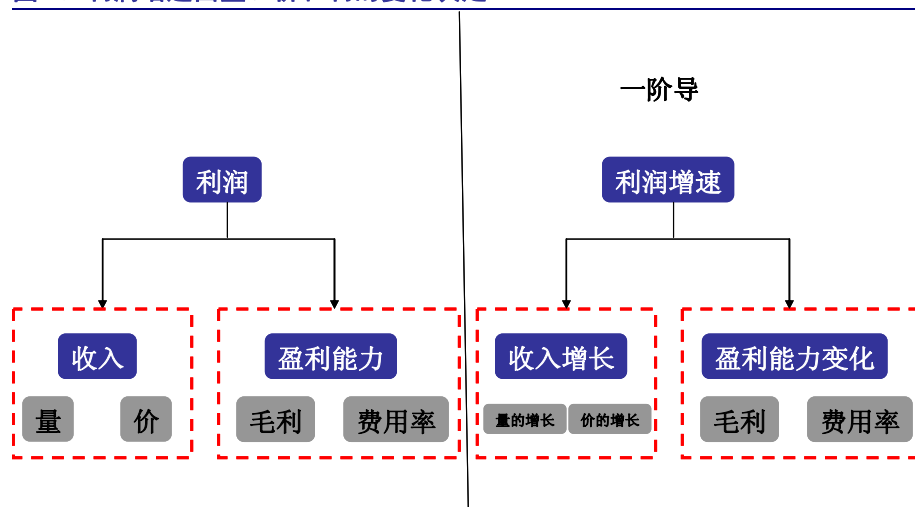
1. 业绩分析是黑匣子

一直以来，盈利分析是价值投资的核心，但事实上，盈利预测和业绩分析是个黑匣子，有诸多主观臆断成分。诸多概念也纠结不清，例如业绩到底指增速还是盈利水平？自上而下和自下而上的区别何在？预测的标的和范围是什么？初始的判断和后续的调整如何？文章第一部分先分析这四个问题。

1.1 业绩涉及量、价、“利”

投资者谈及业绩，概念多有模糊，有时指利润增速（如净利润同比增速）、有时指盈利水平（如毛利率和 ROE）、有时甚至指利润本身（如每股收益）。三者相关关联，却隶属不同层面。企业的利润由收入和盈利能力决定，收入又由销量和价格决定，因此利润是量、价和“利”的综合，其增速也由量、价和“利”三者的增速决定。这是一个简单的数据和会计问题。

图 1：利润增速由量、价和利的变化决定



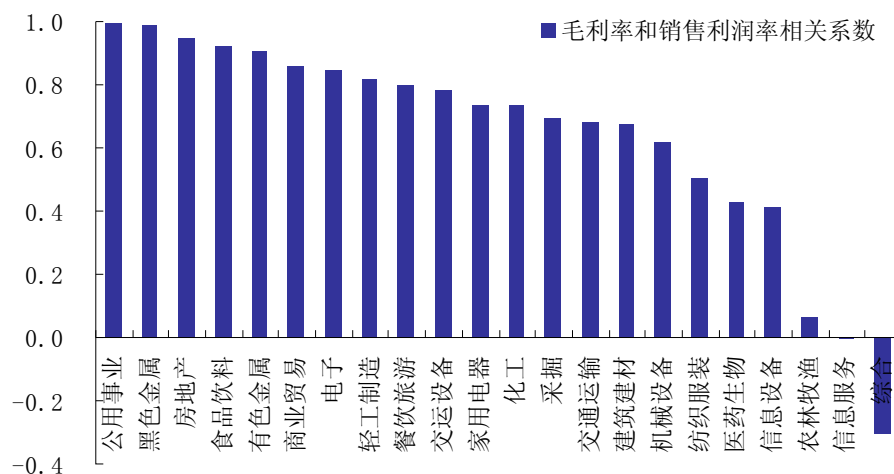
资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

衡量企业盈利能力的指标有毛利率、销售利润率和 ROE，与收入相对应的是销售利润率。销售利润是毛利率和费用率的综合，由于费用率的变化相对较小，因此销售利润率和毛利率的相关性很强，因此一般通过把握毛利率来把握企业盈利能力的变化。

利润由收入和毛利率构成，所以上市公司利润增速拐点和 GDP 增速拐点未必完全一致。GDP 只反映了收入的部分，如果毛利率的变动成为主导因素，两者是有可能背离的。而这种背离是造成股指波动和 GDP 波动不一致的一个原因。

¹ 具体参见《行业比较思考》的前三篇报告和《宽体策论》的前五篇报告。

图 2：销售利润率和毛利率相关性很强



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

1.2 “自上而下”和“自下而上”相结合

业绩预测有“自上而下”和“自下而上”之分，所谓“自上而下”是从宏观判断出发，根据历史上业绩和宏观变量的回归关系来预测业绩走势，“自下而上”是指在个股盈利预测基础上，汇总得到总体盈利预测。通常大家谈论的一致预期指“自下而上”汇总的数据，主要有朝阳永续和WIND的一致预期。一般而言，“自上而下”只是一个大类行业整体、模糊的判断，精细化意义并不大。

不同行业使用不同的业绩预测思路。不同类型的公司，由于其业绩走势和宏观经济走势的相关性强弱不一，自上而下和自下而上的效果也不一样。一般而言，传统周期类行业如钢铁、石化、建材、工程机械等受FAI影响巨大，倾向于自上而下，而消费品、TMT等行业公司特征显著，自下而上更加靠谱。

抓大放小、分类预测，“自上而下”结合“自下而上”。对于一些利润占比非常大的行业，需要单独分析，而对于一些利润占比小的行业，可以放弃，否则业绩预测是个无法完成的工作。结合行业重要性和各行业所适用的预测思路，对行业进行重新分类，不同类行业采用不同的预测思路，先预测各类的增速，再汇总总体的盈利预测，是为“自上而下”结合“自下而上”。

表 1：A 股上市公司利润行业结构

	2010 年	2011 年 1-3 季度
金融服务	47.5%	51.5%
银行	41.5%	47.5%
非银行	5.9%	4.0%
采掘	13.5%	12.1%
石油开采	8.6%	7.1%
煤炭	4.9%	5.0%
化工	5.9%	6.0%

石油化工	4. 8%	4. 5%
基础化工等	1. 2%	1. 5%
交通运输	5. 00%	3. 50%
机械设备	3. 50%	3. 70%
建筑建材	3. 50%	3. 70%
交运设备	3. 40%	3. 10%
房地产	3. 30%	2. 20%
公用事业	1. 90%	1. 50%
黑色金属	1. 80%	1. 40%
医药生物	1. 70%	1. 70%
食品饮料	1. 50%	1. 80%
有色金属	1. 40%	1. 90%
商业贸易	1. 20%	1. 30%
家用电器	0. 90%	1. 00%
信息服务	0. 90%	0. 80%
信息设备	0. 70%	0. 50%
纺织服装	0. 60%	0. 60%
电子元器件	0. 50%	0. 40%
轻工制造	0. 40%	0. 40%
农林牧渔	0. 30%	0. 40%
餐饮旅游	0. 10%	0. 20%
综合	0. 30%	0. 30%

资料来源：申万研究

1.3 以“申万重点公司”为预测标的，有微观基础

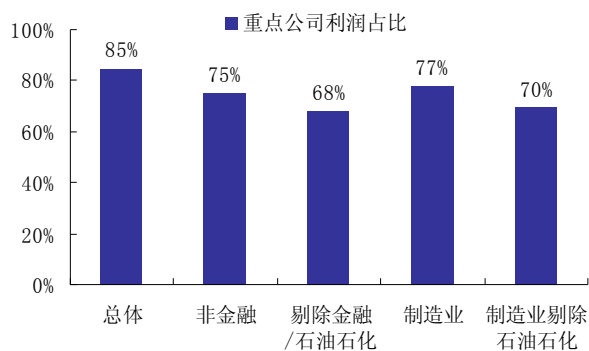
投资者谈及的业绩主体也多有不同，有人说沪深 300，有人指上证综指，也有人讲全市场，我们以申万重点公司为基础。

之所以如此，基于三方面考虑：首先，使盈利预测具备微观基础。策略主要是自上而下预测，但缺乏自下而上配合，最终疏误太大。只有，不断和分析师交流、借助分析员的调研、获取微观信息，才能做到自上而下和自下而上的结合。其次，目前一致预期数据只有年度，没有季度。从投资节奏上看，季度的判断更加重要，可以以重点公司为模板，在季报公布前建立季报的盈利预期，进行季报分析。最后，可以明晰盈利预测变动的结构和原因，为行业比较分析打基础。以申万重点公司为样本，可以持续跟踪业绩预测变动的原因，为自上而下盈利预测提供信息。

申万重点公司有很强的代表性²。申万重点公司有 480 家，利润占到全市场的 85%，剔除金融之后占比达到 75%，剔除金融服务和石油石化的利润占比也可以达到 68%。

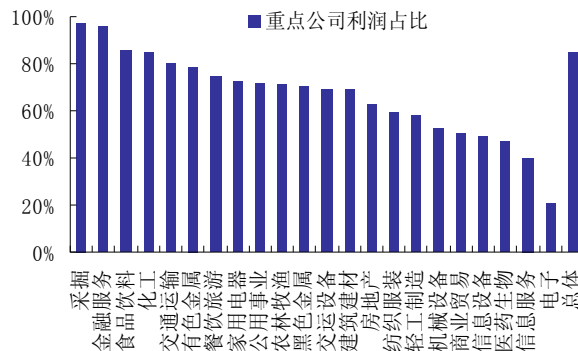
² 一般而言，申万研究所每三个月调整一次重点公司样本，以保证其覆盖度和代表性，申万研究所有一整套重点公司筛选、管理、行业分类、指数形成的方法。

图 3：重点公司利润占全市场比重高



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

图 4：重点公司利润占全市场比重（分行业）



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

1.4 接受“不可能”、修正更重要

经济周期决定业绩周期，因此经济趋势是业绩判断的根本，但经济波动本身就极难预测，所以修正是必须的。此外，从经济到业绩还有毛利率一环，更加增大了预测的难度³。

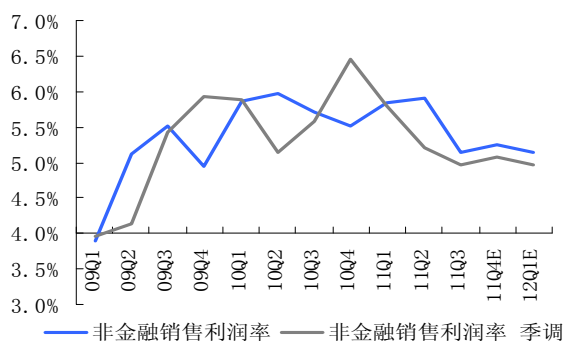
判断经济的趋势是为了站在中长期角度把握业绩方向，具体数值并不重要，后期的跟踪和修正则侧重于具体业绩增速的数值和方向趋势的调整。中长期趋势的判断是起点，正确与否关系到投资成功率的高低；但任何情况、任何人都不能保证趋势判断的正确性，所以做出判断后要密切跟踪、修正。

修正体现为两方面：业绩趋势和拐点、具体的增速。趋势和拐点是关键的，要时刻考虑三方面：之前的判断逻辑、跟踪的实际情况、是否出现新的变化。比如 2011 年 8 月，跟踪的信息反应我们之前提出的“三季度小复苏下毛利率上升”这一判断是错误的，因此在 8 月末及时修正⁴、下调盈利预测。再比如 2011 年 11 月份，我们认为 2012 年上半年业绩增速下降幅度减缓甚至走平，大逻辑是一季度盈利能力企稳。从目前跟踪的各行业主要产品的价差、工业企业 1-2 月份的毛利率情况来看，盈利能力确实不会有明显下滑。因此，我们维持业绩增速下滑减缓这一趋势判断。**趋势判断的目的是追求方向正确、模糊有效，数值是否精确居次。逻辑判断只能掌握趋势，实际增速会因会计计提等非趋势原因而有所出入，因此先要有趋势判断、模糊判断，后才有增速的修正、追求精确。**

³ 关于预测和对策的区别，参见宽体策论第五篇《基于预测 VS 基于对策》。2011 年 4 月 11 日

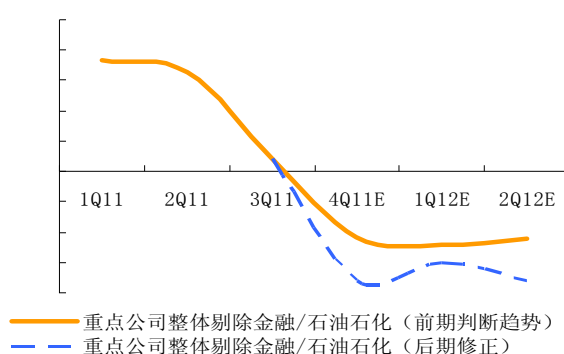
⁴ 参见报告《中报业绩尚可 三季度或继续下滑》，2011 年 9 月 5 日。

图 5：一季度，企业盈利能力企稳



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

图 6：先有趋势判断，再修正具体数值

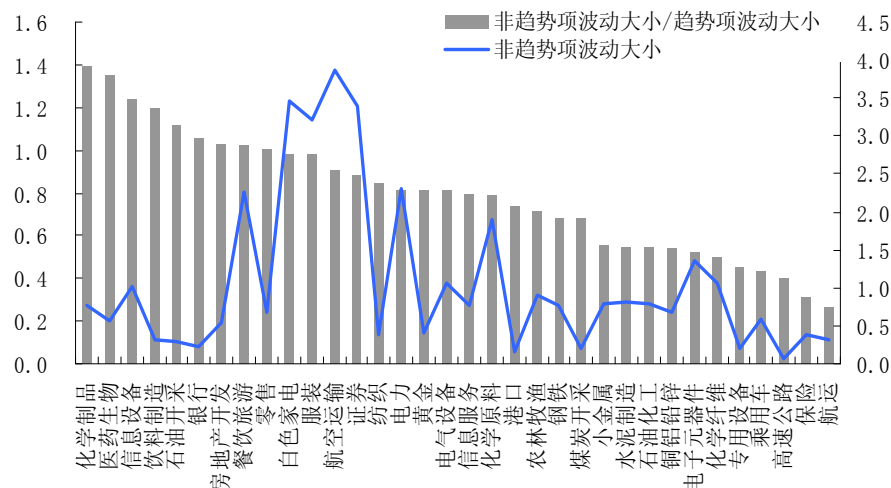


资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

业绩增速的具体修正可以借助行业分析师的力量。业绩增速具体是多少，除受趋势因素影响外，还受到业务结算时点、计提标准变化等微观因素制约。微观层面的变化更多借助行业分析师，具体增速的预测也需要借助行业分析师的力量。通常，我们会在每个季度结束后、季报集中公布前，组织行业分析师做季报前瞻，在“自下而上”的基础上“自上而下”分析得出预判。

哪些行业分析师自下而上反馈的业绩信息相对重要呢？这主要和行业属性有关。如果把业绩增速的变动分为周期来源（趋势项）和非周期来源，两类行业应该更多借助分析师的力量：首先是化学制品、医药生物、信息设备、食品饮料和房地产⁵等业绩增速受非周期因素影响较大的行业；其次是餐饮旅游、证券、服装、化学原料、电力、化学纤维和农林牧渔等非周期性波动非常大的行业。

图 7：哪些行业的波动性大、趋势性弱



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

⁵ 房地产看似周期性行业，但是受结算周期和盈利调整影响很大。

2. 盈利预测怎么做？

2.1 分部预测、自上而下结合自下而上

根据行业特性，把上市公司分为金融服务、石油石化、剔除石油石化的制造业和非金融服务业四大类，分别考察各类的盈利增速，再合成整体的盈利预测。

首先，制造业和宏观经济关系紧密，宏观对工业增加值、PPI 等数据的分析较多，为自上而下的盈利预测提供素材，月度公布的工业企业利润数据也是很好的校正指标。制造业中，石油石化虽也与宏观相关，但会受到垄断、特别收益金和国家补贴等影响，业绩需单独考虑，自上而下和自下而上结合。

其次，决定银行业绩的指标，如贷款增速、利率也是宏观变量，因此也采取自上而下的预测方法。非金融的服务业，业绩和宏观经济相关性较弱，有较强的公司特性（比如餐饮旅游行业的公司其业绩就和区域有很大关系，房地产的业绩和结算时点有很大关系），主要采用自下而上的方法。

表 2: 行业归类

大类	行业（利润占比、公司占比）	预测方法
金融	银行（47.5%、0.68%）、保险、证券、多元金融 交通运输（3.5%、3.56%）、房地产（2.2%、6.23%）、 商业贸易（1.32%、3.92%）、信息服务（0.80%、5.63%）、	银行以自上而下为主，其他自下而上 自下而上为主
非金融的服务业	餐饮旅游（0.17%、1.23%）	
石油石化	石油开采（7.1%、0.04%）、石油化工（4.5%、0.68%）	以自下而上为主，结合自上而下
制造业剔除石油石化	石油石化之外的制造业（21.90%、76.57%）	自上而下

资料来源：申万研究

2.2 银行的预测以自上而下为主

金融服务中，保险、证券的利润占比较少，容易受到“投资收益”的影响，难以自上而下把握，主要采用分析员的跟踪和预测。银行利润占比大，需要重点把握，以自上而下为主。目前，银行的利润主要来自息差收入，因此贷款规模、息差变动是影响银行利润的核心因素。从实证结果来，业绩增速和息差变动更相关。

表 3: 银行利润增速和净息差更相关

		常数	净息差增速	贷款余额增速	M2 增速	Adj-R ²
模型一	系数	32.19	1.01			0.51
	t-值	(11.42)	(5.62)			
模型二	系数	75.33		-2.16		0.35
	t-值	(7.31)		(-4.12)		
模型三	系数	96.68			-3.27	0.33
	t-值	(6.09)			(-3.97)	
模型四	系数	44.35	0.82	-0.75	0.13	0.64

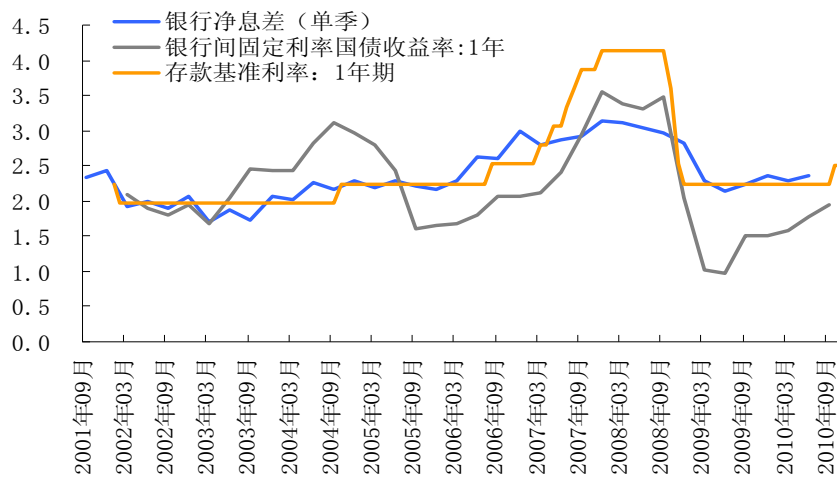
资料来源：申万研究

注：被解释变量为银行利润增速。银行利润增速、净息差增速、贷款增速和 M2 增速的单位都是%。

模型四中，贷款余额增速和 M2 增速的 VIF 大于 10，有很强的共线性。

而净息差与利率周期、存款活期化、银行议价能力相关。由于央行通常进行对称式加息或者降息，并且活期存款利率不变，所以加息通常导致银行净息差上升，反之亦然。同理，当银行定期存款活期化时，净息差上升，反之下降。影响银行净息差的三个主要因素基本都和经济周期及利率周期一致，因此可以重点观察市场利率的变化来判断净息差走势。

图 8：基准利率和市场利率综合决定了净息差的走势



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

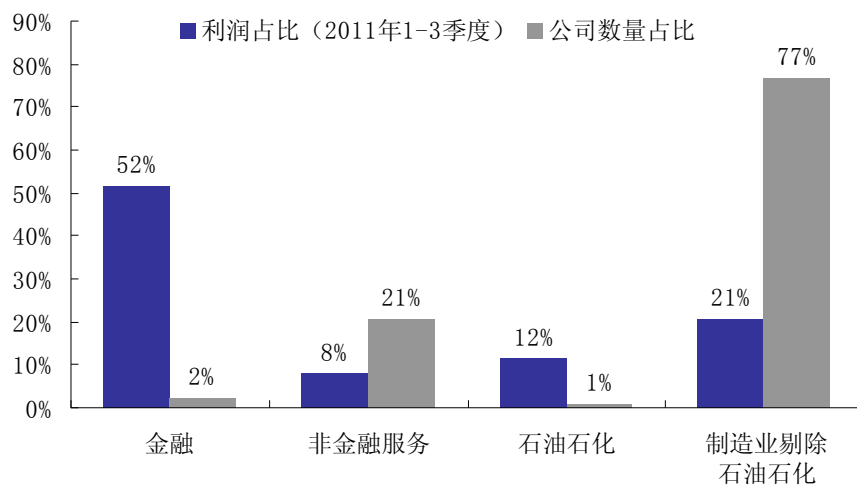
注：国债收益率是季度内月度数据的均值

2.3 剔除石油石化的制造业是盈利预测的核心

2.3.1 剔除石油石化的制造业是重点

首先，这部分公司众多，占全市场的 77%。

图 9：非石油石化制造业公司数量众多

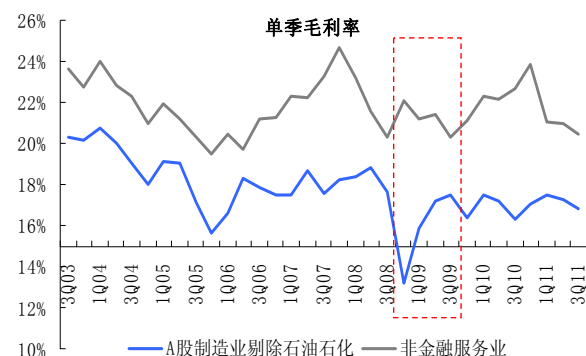


资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

其次，制造业对宏观经济的变动最敏感，服务业依附于制造业，对经济的变动有一定滞后性，所以寻求盈利拐点，最重要的是把握剔除石油石化后的制造业盈利拐点。

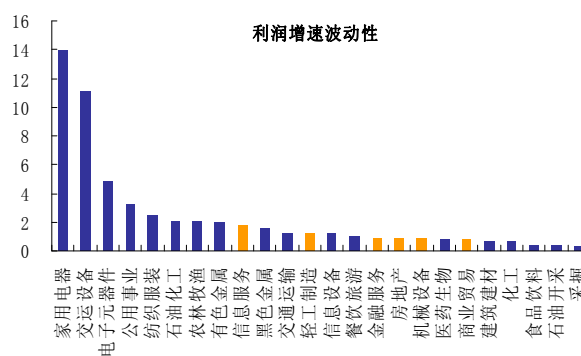
最后，大量宏观、中观数据使制造业的盈利预期有很强的自上而下属性。

图 10：非石油石化制造业毛利率对经济最敏感



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

图 11：制造业利润增速波动普遍较大

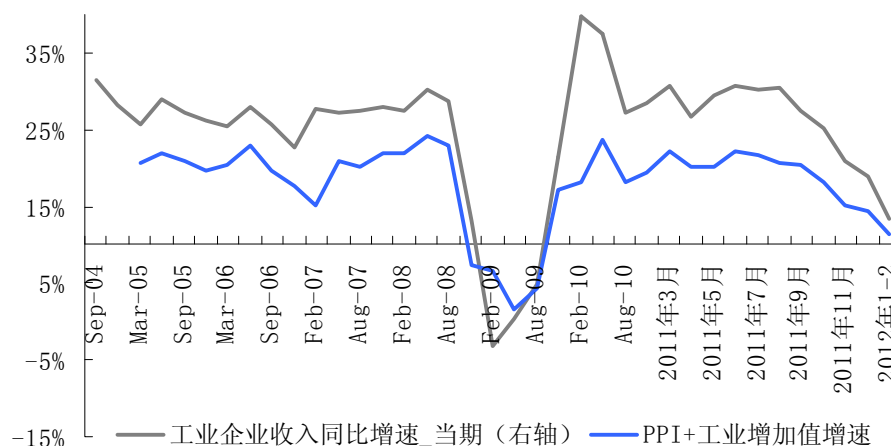


资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

2.3.2 收入增速看工业增加值和 PPI

制造业的范围和工业企业的范围基本一致，因此制造业的需求等同工业增加值、价格参考 PPI。根据 PPI 和工业增加值的简单模拟可以把握制造业收入增速的变动趋势。剔除石油石化后制造业的收入增速仍然和工业企业和 PPI 的关系密切，模型显示，两者相关度达到 0.9 以上。

图 12：根据 PPI 和工业增加值判断工业企业收入增速的变动方向



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

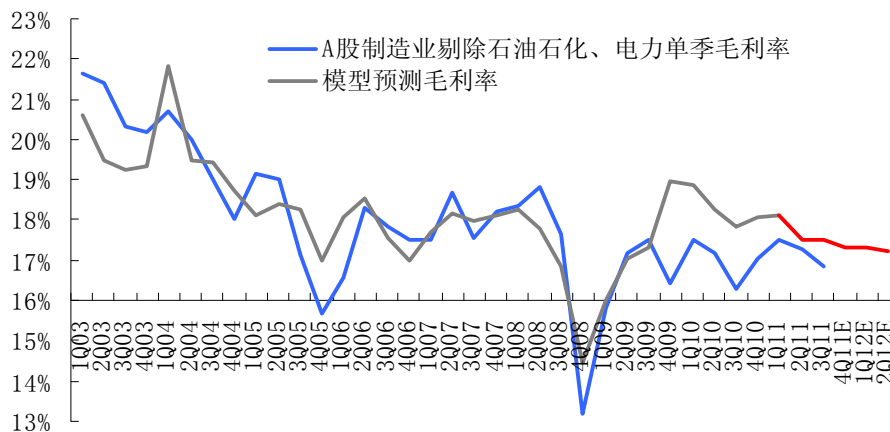
2.3.3 毛利率以需求为核心，关注 FAI、工业生产和 CRB 指数

毛利率是预测制造业业绩增速变动的核心，一般而言，供应、需求和成本都会影响毛利率的变动。通常供应端的变化不大，所以我们着重考虑需求和成本。更关注需求还是更关注成本，关键看价格的变化主要是需求所致还是成本推动。如果需求端平稳、输入性通胀导致价格上升，则成本对毛利率的挤压会非常严重，03 年以来这种情况很少，仅在 08 年上半年发生。

以工业增加值、固定资产投资代表宏观需求，PPI 代表价格，CRB 代表成本因素，03 年以来四个因素对毛利率变动的解释能力达到 0.6。

$$\begin{aligned} \text{毛利率（单季）} = & -0.016 - 0.000125\text{CRB}_{-1} + 0.00172\text{PPI} + 0.0014 \text{ 工业增加值增速} + 0.0012 \text{ 固定资产投资增速} \\ & (-2.8) \quad (2.8) \quad (1.8) \quad (2.3) \\ & R^2=0.59 \quad S.E.=0.11 \quad F=0.8 \end{aligned}$$

图 13：毛利率预测模型：工业增加值、FAI、PPI 和 CRB 影响毛利率



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

同时，要注意供给端的变化，一旦供给发生突变，供给将成为毛利率变动方向的主导因素，比如 04、05 年的很多制造业。此时，GDP 拐点和业绩拐点可能不一致，因为 GDP 只代表需求部分，不能体现供应的变化。

2.3.4 业绩的跟踪和修正

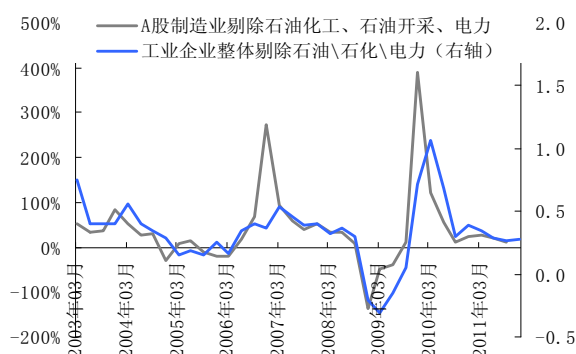
预测只是起点，修正才是重点。根据中观行业数据、工业企业利润数据来调整，再结合行业分析师自下而上补充和调研反馈的信息。

中观行业数据⁶本身是死的，数据背后的信息和逻辑是活的，因此对信息的解读才是重要的。而对信息的解读，需要对数据的历史熟悉，还需要行业的背景经验，需要和相关领域分析师仔细勾兑，对经济各层面的变化有协调一致、符合逻辑的解读。

工业企业数据和制造业有较好的匹配性，可以用来进行业绩修正。工业企业数据每月公布，相比上市公司的季报更高频。03 年以来，根据剔除石油石化以后的工业企业季度数据来判断 A 股非石油石化制造业的季度数据，正确的概率可达 66%。

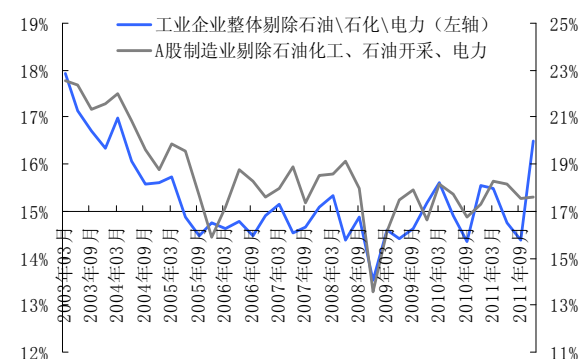
⁶ 参见申万策略行业比较小组每周一发布的《行业比较之中观观察》。

图 14: 工业企业业绩增速和 A 股业绩增速高度相关



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

图 15: 工业企业毛利率和 A 股毛利率相关性很强



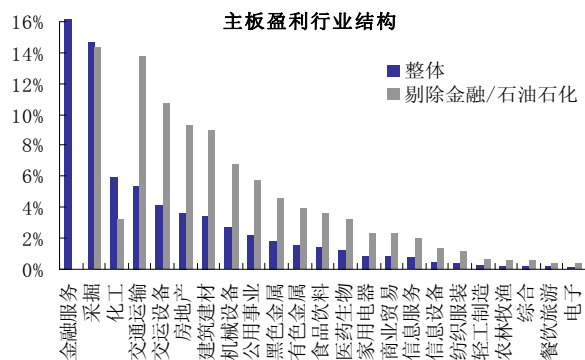
资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

3. 策略重在把握盈利能力的变化

3.1 业绩增速拐点和 GDP 拐点会发生背离

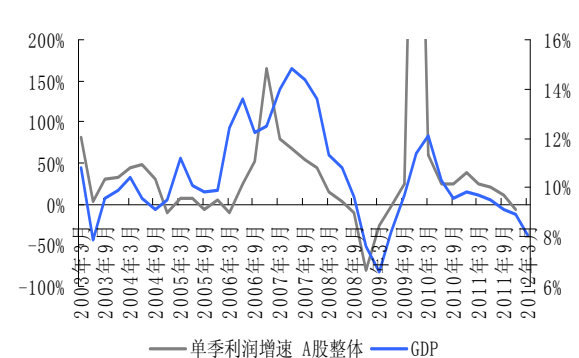
由上分析，业绩增速和 GDP 增速是两个概念，从会计和数学上讲，业绩增速为收入增速和毛利率变化之和。但由于 A 股市场，周期品比重较大，业绩增速拐点和 GDP 拐点比较吻合。

图 16: 主板利润主要由周期性行业构成



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

图 17: 业绩增速拐点和 GDP 拐点多有吻合

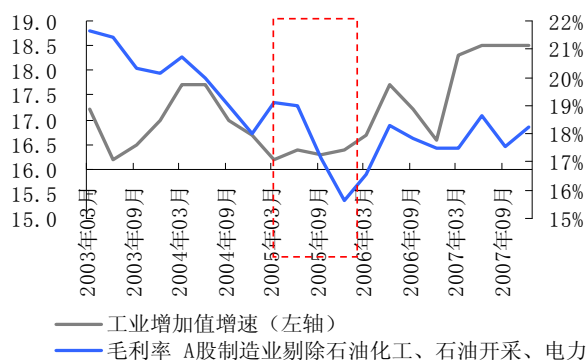


资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

但由于业绩增速涉及到毛利率变动，所以不能单纯用收入（GDP）增速来解释，当供应环节不出现重大变化时，两者基本一致，一旦供应环节出现变化，两者就可能背离。下面着重分析 03 年来的两次背离情况。

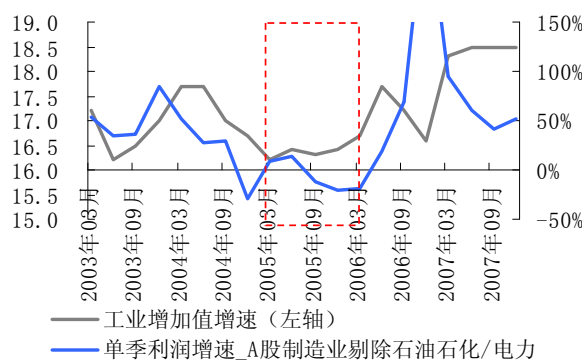
05 年的供给集中释放导致业绩和经济背离。2000 年到 2004 年，我国经历了一波投资高速增长，固定资产投资增速逐年上升，一直到 2004 年，中央才严令调控，05 年投资增速开始下滑，但产能集中释放持续到 2005 年，导致 2005 年在需求企稳的状况下，企业盈利能力及业绩增速继续下滑。

图 18: 05 年经济企稳毛利率继续下滑



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

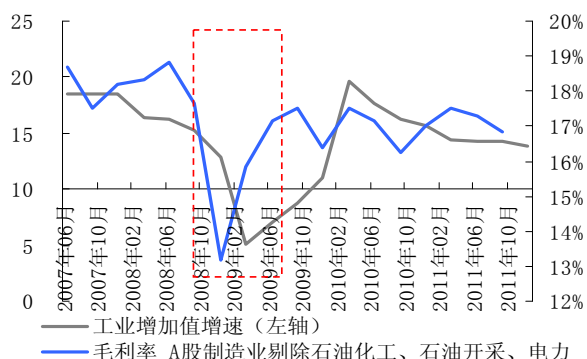
图 19: 05 年工业生产企稳，业绩增速继续下滑



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

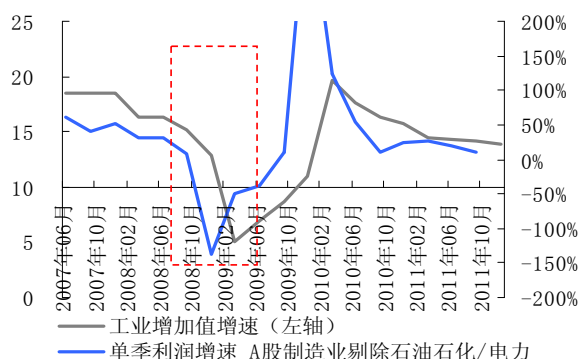
08 年四季度—09 年一季度，大规模去库存导致的背离。2008 年 4 季度经济加速下滑，此时企业亦出现比较严重的去库存，导致企业需求极度恶化、盈利能力大幅下滑。2009 年 1 季度，经济下滑减缓，此时产品价格开始企稳甚至反弹，带动毛利率反弹，从而支撑业绩反弹。经济从迅速下滑到走缓的过程中，毛利率可能率先企稳，进而支撑业绩增速先于经济见底，2008 年到 2009 年，GDP 在 09 年 1 季度下滑到 6.61%，是底部，但是业绩底部在 08 年 4 季度。2011 年到 2012 年的情形可能有些类似，只是幅度没那么大。如果这个逻辑成立，那么 2012 年 GDP 下滑最厉害的时候已经过去了，企业盈利增速可能已经企稳，如果股市是反应企业盈利的，股市最低点可能也已经过去了。

图 20: 08 年末 09 年初毛利率先于经济见底



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

图 21: 08 年末 09 年初业绩增速先于经济见底



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

3.2 策略更看重“利”

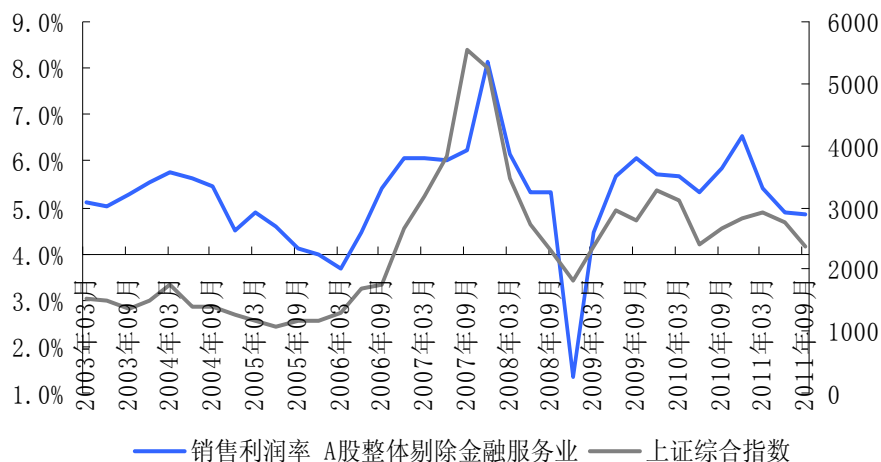
策略应该着重把握盈利能力（毛利率）的变化。

首先，从研究分工看，量的增长取决于诸如工业增加值、GDP 等宏观变量，价则看 PPT、CPI 等变量。这些指标都是宏观指标，主要由宏观分析员来把握更为合适。而盈利增长的另一部分为毛利率的变化，由策略分析员把握更合适。

其次，上述两个案例说明，因为供应和毛利率的因素，业绩增速有时会和波动相背离。而从股市投资角度看，盈利增速而非经济增速才是最关

键的。05 年上半年经济不差，但是毛利未稳，业绩拐点尚未出现，所以股市也不好；08 年 12 月，经济尚未企稳，但是盈利能力和业绩增速已率先企稳，所以股市反弹。

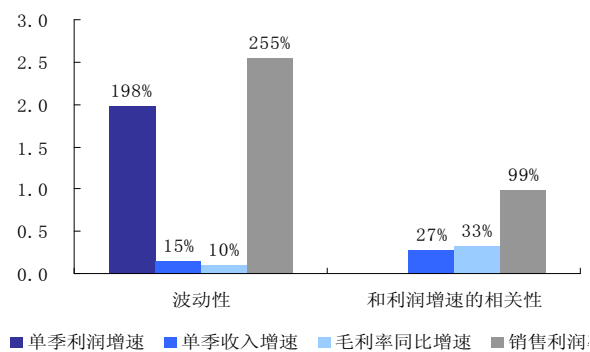
图 22：盈利能力对股市的驱动力很强



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

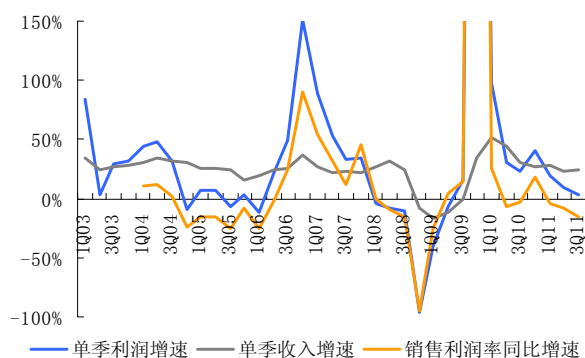
最后，从实际预测效果来看，把握“利”对于业绩分析预测更重要。业绩是盈利能力和收入的综合，盈利能力的波动明显大于收入增长的波动，说明盈利能力才是业绩变化的核心因素。而且，销售利润率增长和利润增长的相关系数达到 0.99，显著高于收入增速和利润增长的相关性，因此把握“利”相对更重要。

图 23：盈利能力变动和利润增速的相关性更强



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

图 24：盈利能力变动更能解释业绩增速



资料来源：华通人、CEIC、Wind、申万研究

未来，中国经济增长面临下台阶的风险，GDP 的增速大概率还要下降，但是上市公司整体的业绩增速未必下滑，因为盈利能力可能提升，所以估值未必会持续下滑。1999 年以后，中国上市公司的盈利能力就在提升，美国和海外的案例或许也有启发，这些是我们后续的研究方向。

信息披露

证券分析师承诺

李鹏、凌鹏：行业比较

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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。

本报告系根据服务协议应个别客户委托特别制作。本公司委派胜任专业人员承担委托任务并指定专人审核，尽力适当考虑个别客户的投资目标、财务状况或需要。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本公司仍然建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。