

金融工程分析师

黄君杰

职业证书编号: S0960206110118

010-66276932

[huangjunjie@cjis.cn](mailto:huangjunjie@cjis.cn)

徐鹏

职业证书编号: S0960209060281

010-66276907

[xupeng@cjis.cn](mailto:xupeng@cjis.cn)

相关报告

1. 黄君杰、徐鹏: A 股上市公司 2009 年年报业绩分析
2. 黄君杰、徐鹏: A 股上市公司 2009 年三季报业绩分析
3. 黄君杰、徐鹏: 上市公司 2008 年一季度业绩分析
4. 黄君杰、徐鹏: 上市公司 2008 年年报业绩分析
5. 丁俭, 朱晔: A 股上市公司 2008 年三季报业绩分析

专题报告

## A 股上市公司 2010 年一季度业绩分析

要点

- 截至 2009 年 4 月 30 日, A 股上市公司 2010 年一季度已经披露完毕。按照本期与上年同期披露数相比计算, 可比的 1814 家上市公司 2010 年一季度的营业收入、净利润分别比上年披露的实际数增长 47.8% 和 63.5%。从非金融扣除综合性石油天然气板块的 ROE 分解项看, 上市公司业绩略低于我们预期, 主要是总资产周转率略低于预期。单季的净利率为 5.69% (预期 5.8%), 单季总资产周转率 70.1% (预期值为 84%), 权益系数 252% (预期 246%)。
- 影响净利润快速回升的两个主要因素, 分别为主营业务同比快速增长、三项费用上升明显小于毛利回升幅度, 主要原因是金融危机结束后经济复苏背景下上市公司的经营回暖、盈利能力回暖带来的业绩回升。非金融扣除石油石化的 2010 年一季度主营业务同比增长 46.9%, 毛利增长 57.8%。在 2010 年营业收入及企业盈利能力整体回升依然是主基调; 但伴随 2010 年政府对宏观经济的调控的深化, 及以房产为代表的一些资本品的调整, 一些盈利的负面因素也在滋长, 比如企业净利率、总资产周转率进一步上升存在瓶颈, 伴随信贷收缩, 权益系数存在回落压力, 同时资产减值损失会上升, 公允价值变动与投资收益会下降。
- 我们按照可比公司计算的 2010 年一季度整体 A 股的 ROE 水平为 3.85, 相比去年同期 2.68 的水平上升 1.17 个百分点。
- 从利润质量看, 一方面 2010 年一季度显示利润结构比率为 0.188, 要低于 2009 年报的 0.336; 整体上, 2010 年一季度业绩主营利润占到利润的比重有明显上升, 盈利质量变好; 另一方面, 2010 年一季度剔除金融、石油石化后的可比上市公司总体净利润上升明显, 但从净利润现金保障率、总资产报酬率现金保障率这两个指标看, 利润的现金保障率分别为 0.11、0.87, 处于历史低位, 利润的现金保障水平非常差。

## 目录

1、A 股上市公司 2009 年三季报增长概况.....	3
2、剔除金融、石油石化板块之后的利润表.....	3
3、年报 ROE 的杜邦分解项与我们预期的差异.....	5
4、利润结构与行业利润增速.....	5
5、剔除金融、石油石化板块之后的利润质量分析.....	9

## 图表目录

图 1：非金融企业毛利率、三费增长率、资产减值损失占比、净利率的时间序列 .....	5
图 2：利润结构比率的历史序列.....	9
图 3：剔除金融、石油石化后上市公司整体的盈利现金保障系数 .....	10

表 1 不同统计角度计算所得的 2010 年年报上市公司业绩增长情况 .....	3
表 2 剔除金融、石油石化后披露三季报上市公司概况（本期数与上年披露实际数相比）单位：亿元 .....	4
表 3 剔除金融、石油石化后上市公司三季报利润表各项目一览 单位：亿元.....	4
表 4 各行业对本年度利润增长贡献程度（浅绿色底色的行业为前十大市值的行业） .....	6
表 5 各行业主要财务指标一览（浅绿色底色的行业为前十大市值的行业） .....	7
表 6 利润结构比率定义 .....	9
表 7 每股现金收益（CEPS）和总资产现金报酬率（CROA）定义 .....	9
表 8 现金保障率指标定义.....	10
表 9 分行业的利润结构与现金保障度（以利润净利润的现金保障率 t 降序排序） .....	11
表 10 分行业的利润结构与现金保障度（以利润结构比率 t 降序排序） .....	12

## 1、A 股上市公司 2009 年三季报增长概况

截至 2009 年 4 月 30 日，A 股上市公司 2010 年一季报已经披露完毕。按照本期与上年同期披露数相比计算，可比的 1814 家上市公司 2010 年一季度的营业收入、净利润分别比上年披露的实际数增长 47.8% 和 63.5%。在剔除金融板块之后，2010 年一季报净利润同比增长 63.5%。剔除金融和石油石化两个板块后，2009 年三季度净利润同比增长 98.8%；如果剔除金融、石油石化、房地产、钢铁、金属非金属采矿五个板块后，2010 年一季报净利润同比增长 76.5%。

表 1 不同统计角度计算所得的 2010 年年报上市公司业绩增长情况

样本 <sup>1</sup>	可比样本家数	2009 年一季报 营业收入增速	2009 年一季报 净利润增速
全部 A 股上市公司	1814	47.8%	63.5%
剔除金融	1782	54.8%	98.8%
剔除金融、石油石化	1780	46.9%	118.0%
剔除金融、石油石化、地产	1665	46.2%	118.6%
剔除钢铁、金属非金属与采矿	1701	47.4%	52.9%
剔除金融、石油石化、地产、钢铁、金属非金属与采矿	1552	45.2%	76.5%

数据来源：WIND、中投证券研究所

## 2、剔除金融、石油石化板块之后的利润表

在剔除金融、石油石化两大板块的公司之后，剩下的 1780 家可比公司中得到 2009 年一季报与 2008 年一季报的可比利润表（当期报告与去年同期报告披露值可比数），净利润回升明显。

影响净利润快速回升的两个主要因素，分别为主营业务同比快速增长、三项费用上升明显小于毛利回升幅度，主要原因是金融危机结束后经济复苏背景下上市公司经营回暖、盈利能力回暖带来的业绩回升。2010 年一季报主营业务同比增长 46.9%，毛利增长 57.8%。在 2010 年营业收入及企业盈利能力整体回升依然是主基调；但伴随 2010 年政府对宏观经济的调控的深化，及以房产为代表的一些资本品的调整，一些盈利的负面因素也在滋长，比如企业净利率、总资产周转率进一步上升存在瓶颈，伴随信贷收缩，权益系数存在回落压力，同时资产减值损失会上升，公允价值变动与投资收益会下降。

<sup>1</sup> 当期报告与去年同期报告披露值可比数

表 2 剔除金融、石油石化后披露三季报上市公司概况（本期数与上年披露实际数相比）单位：亿元

项目(合计)	2010 年一季报	2009 年一季报	增量	同比变化
营业收入	22566.77	15366.52	7200.25	46.9%
毛利	4132.20	2618.19	1514.01	57.8%
营业税金及附加	344.76	233.23	111.53	47.8%
三项费用	2199.37	1724.89	474.48	27.5%
利润主业贡献	1741.44	831.62	909.82	109.4%
营业外净收入	80.70	77.12	3.58	4.6%
资产减值损失	37.24	-39.97	77.21	-193.2%
公允价值变动与投资收益	200.06	140.66	59.40	42.2%
所得税费用	364.31	216.74	147.56	68.1%
归属母公司所有者的净利润	1294.81	594.00	700.81	118.0%

数据来源：WIND、中投证券研究所。注：两期可比公司家数：1780 家。

表 3 剔除金融、石油石化后上市公司三季报利润表各项目一览<sup>2</sup> 单位：亿元

项目(合计)	2010 年一季报	2009 年一季报	同比变化	2010 年一季报 报统一度量	2009 年一季报 报统一度量
营业收入	22566.77	15370.59	46.9%	100.0%	100.0%
利息收入	4.58	15366.52	68.0%	0.0%	0.0%
手续费及佣金收入	2.79	2.73	182.2%	0.0%	0.0%
营业成本	18434.57	0.99	44.6%	81.7%	82.9%
利息支出	2.23	12748.33	50.3%	0.0%	0.0%
手续费及佣金支出	0.02	1.48	-75.5%	0.0%	0.0%
营业税金及附加	344.76	0.09	47.8%	1.5%	1.5%
销售费用	876.32	233.23	37.5%	3.9%	4.1%
管理费用	1016.83	637.36	27.4%	4.5%	5.2%
财务费用	306.22	798.22	5.8%	1.4%	1.9%
资产减值损失	37.24	289.31	-193.2%	0.2%	-0.3%
公允价值变动净收益	17.72	(39.97)	-56.4%	0.1%	0.3%
投资净收益	182.61	40.63	82.6%	0.8%	0.7%
营业利润	1741.44	100.02	109.4%	7.7%	5.4%
营业外收入	110.48	831.62	7.1%	0.5%	0.7%
营业外支出	26.47	103.18	11.7%	0.1%	0.2%
利润总额	1825.45	23.69	100.4%	8.1%	5.9%
所得税费用	364.31	911.09	68.1%	1.6%	1.4%
净利润	1461.14	216.74	110.4%	6.5%	4.5%
归属母公司所有者的净利润	1294.81	694.35	118.0%	5.7%	3.9%

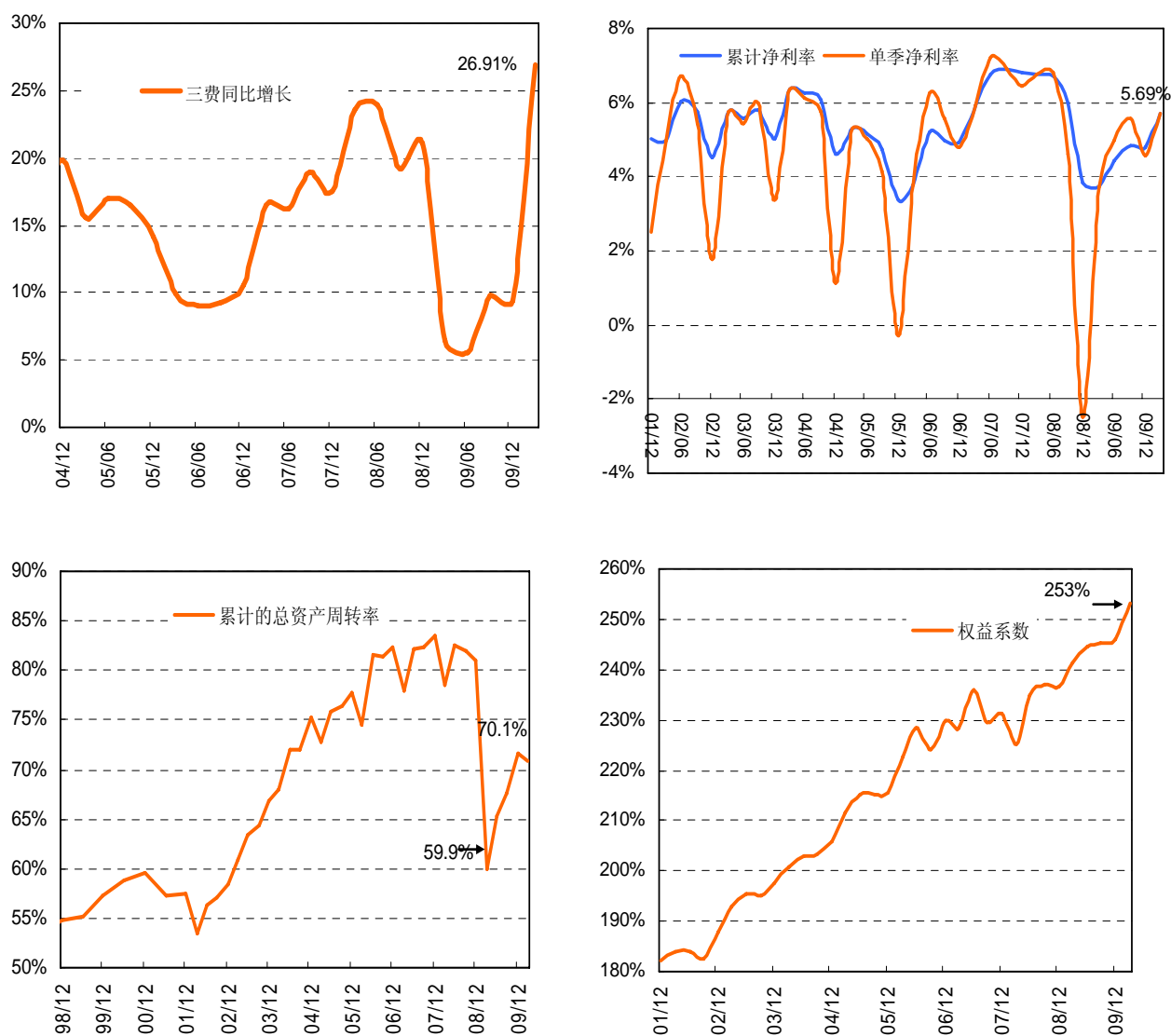
数据来源：WIND、中投证券研究所。注：两期可比公司家数：1780 家。

<sup>2</sup> 本期数与上年披露可比数相比

### 3、年报 ROE 的杜邦分解项与我们预期的差异

从非金融扣除综合性石油天然气板块的 ROE 分解项看，上市公司业绩略低于我们预期，主要是总资产周转率明显低于预期。单季的净利率为 5.69%（预期 5.8%），单季总资产周转率 70.1%（预期值为 84%），权益系数 252%（预期 246%）。

图 1：非金融企业毛利率、三费增长率、资产减值损失占比、净利率的时间序列



数据来源:WIND、中投证券研究所

### 4、利润结构与行业利润增速

按照可比上市公司计算，2010 年一季报净利润相比同期共增加 1333.9 亿元，其中，对利润增量贡献

最大的板块是银行，银行业相比同期利润增加 342.8 亿元，对净利润溢出贡献高达 165.6%。还有建筑与工程Ⅲ、保险、综合性石油天然气、石油天然气设备与服务三个行业对利润增长贡献度比较大（具体请参见表 4）。而软件与服务、电信服务Ⅱ、石油与天然气的炼制和销售、航天航空与国防Ⅲ、家庭与个人用品对净利润贡献最差，净利润溢出贡献度分别是-80.7%、-81.5%、-88.2%、-91.7%、-99.4%。具体请参见表 4。

我们按照可比公司计算的 2010 年一季报整体 A 股的 ROE 水平为 3.85，相比去年同期 2.68 的水平上升 1.17 个百分点。非金融的经营性现金流大幅度下降，盈利质量变差。我们计算了每个行业的 ROE 水平、毛利水平、资产负债率水平、以及经营现金流的同比变化、具体请参加表 5。

表 4 各行业对本年度利润增长贡献程度（浅绿色底色的行业为前十大市值的行业）

板块	总市值（亿元）	总市值权重	公司家数	10 年一季报（亿元）	09 年一季报（亿元）	增量	同比增幅	利润溢出贡献度 <sup>3</sup>
银行	32285	15.57%	14	1420.7	1078.0	342.8	31.8%	165.6%
金融	46277	22.32%	32	1657.5	1207.0	450.5	37.3%	116.2%
建筑与工程Ⅲ	3392	1.64%	33	71.0	45.2	25.9	57.3%	26.4%
保险Ⅱ	9365	4.52%	3	175.8	72.2	103.6	143.4%	13.3%
综合性石油天然气	26209	12.64%	2	482.2	299.6	182.5	60.9%	11.0%
石油与天然气的储存和运输	98	0.05%	1	1.8	1.5	0.3	18.7%	9.3%
航空Ⅲ	2669	1.29%	4	46.1	12.8	33.4	261.8%	4.3%
煤炭与消费用燃料	11082	5.35%	30	191.3	158.2	33.1	20.9%	4.2%
汽车与汽车零部件	4946	2.39%	66	84.8	15.8	69.0	435.6%	3.5%
公路与铁路运输	2326	1.12%	17	38.9	24.7	14.2	57.3%	1.0%
整体	207299	100.00%	1814	3434.5	2100.6	1333.9	63.5%	0.0%
钢铁	6226	3.00%	36	88.9	-41.5	130.4	-314.1%	-13.9%
石油天然气设备与服务	810	0.39%	7	11.4	11.5	-0.2	-1.3%	-15.4%
多元金融	4627	2.23%	15	61.0	56.8	4.2	7.4%	-20.4%
机械	7079	3.41%	125	92.3	47.0	45.3	96.3%	-21.3%
贸易公司与工业品经销商Ⅲ	1153	0.56%	22	13.5	5.4	8.1	151.1%	-29.2%
交通基础设施	5175	2.50%	36	57.3	36.6	20.7	56.5%	-33.1%
非金融	161022	77.68%	1782	1777.0	893.6	883.3	98.8%	-33.4%
公用事业Ⅱ	1605	0.77%	28	16.9	15.0	1.8	12.3%	-36.6%
食品与主要用品零售Ⅱ	1210	0.58%	25	12.5	7.3	5.2	70.9%	-37.7%
房地产	8164	3.94%	115	82.6	39.6	43.1	108.9%	-38.9%
容器与包装	289	0.14%	10	2.9	1.7	1.2	72.9%	-39.0%
医疗保健设备与服务	281	0.14%	11	2.7	1.8	0.9	50.5%	-41.0%
家庭耐用消费品	3069	1.48%	47	27.4	14.9	12.5	84.3%	-46.1%
食品、饮料与烟草	8493	4.10%	95	73.5	56.8	16.7	29.4%	-47.8%

<sup>3</sup>利润溢出贡献度=(板块利润/利润总量/总市值权重-1)\*100%



航空货运与物流III	247	0.12%	6	2.0	0.7	1.3	178.7%	-51.4%
零售业	4332	2.09%	69	34.5	24.7	9.8	39.7%	-52.0%
制药、生物科技与生命科学	7562	3.65%	114	57.3	37.0	20.3	54.9%	-54.3%
电气设备	5052	2.44%	77	35.9	26.2	9.7	37.0%	-57.1%
海运III	2081	1.00%	13	14.7	-39.2	53.9	-137.4%	-57.5%
商业和专业服务	288	0.14%	14	2.0	1.5	0.5	34.4%	-58.4%
建材III	2156	1.04%	35	14.4	3.3	11.1	336.6%	-59.6%
金属、非金属与采矿	9001	4.34%	77	58.3	-7.5	65.7	-879.4%	-60.9%
化工	7916	3.82%	157	47.1	19.8	27.3	138.4%	-64.1%
纺织品、服装与奢侈品	2904	1.40%	72	16.0	18.1	-2.1	-11.5%	-66.7%
纸与林木产品	1114	0.54%	31	6.0	-0.7	6.7	-942.7%	-67.3%
消费者服务 II	1196	0.58%	27	6.4	4.0	2.4	58.9%	-67.5%
电力	5891	2.84%	42	27.8	20.0	7.8	38.8%	-71.5%
媒体 II	1120	0.54%	15	4.9	4.5	0.4	8.8%	-73.3%
半导体与半导体生产设备	691	0.33%	19	2.9	-1.5	4.4	-299.6%	-74.7%
休闲设备与用品	152	0.07%	10	0.6	0.5	0.1	32.1%	-76.2%
建筑产品III	662	0.32%	24	2.4	1.4	1.0	70.0%	-77.7%
综合类III	3377	1.63%	59	11.9	7.7	4.2	54.6%	-78.6%
技术硬件与设备	6182	2.98%	127	21.7	-4.2	25.9	-616.9%	-78.8%
软件与服务	1934	0.93%	56	6.2	8.4	-2.2	-26.4%	-80.7%
电信服务 II	1302	0.63%	3	4.0	12.0	-8.0	-66.7%	-81.5%
石油与天然气的炼制和销售	234	0.11%	7	0.5	1.6	-1.1	-71.2%	-88.2%
航天航空与国防III	1000	0.48%	11	1.4	1.2	0.2	15.5%	-91.7%
家庭与个人用品	352	0.17%	7	0.0	0.2	-0.2	-85.1%	-99.4%

数据来源：WIND、中投证券研究所

表 5 各行业主要财务指标一览（浅绿色底色的行业为前十大市值的行业）

板块	板块市值 <sup>4</sup> 占比	ROE(t)	ROE(t-1)	毛利率 (t)	毛利率 (t-1)	资产负债率 (t)	资产负债率 (t-1)	经营性现金流 (t)	经营性现金流 (t-1)	经营性现金流 同比增长
半导体与半导体生产设备	0.33%	2.25%	-1.42%	24.27%	13.03%	0.55	0.55	3.6	0.9	309.23%
保险 II	4.52%	5.14%	2.60%	-	-	0.85	0.87	1232.0	760.7	61.95%
电力	2.84%	0.96%	0.79%	13.44%	15.58%	0.73	0.71	188.5	152.6	23.57%
电气设备	2.44%	3.11%	3.09%	21.15%	20.13%	62.16%	69.71%	-95.19	-41.29	130.54%
电信服务 II	0.63%	0.19%	0.57%	31.68%	36.54%	0.48	0.41	191.1	221.1	-13.58%
多元金融	2.23%	3.37%	4.64%	-	-	0.69	0.61	-51.6	358.6	-114.38%
房地产	3.94%	2.59%	1.42%	39.47%	38.37%	0.66	0.63	-343.5	60.7	-666.26%
纺织品、服装与奢侈品	1.40%	1.76%	2.34%	20.73%	19.78%	0.54	0.54	10.4	20.2	-48.37%
钢铁	3.00%	2.14%	-1.06%	9.40%	2.22%	0.62	0.59	20.7	211.80	-90.23%
公路与铁路运输	1.12%	3.78%	2.87%	31.35%	34.94%	0.33	0.33	44.6	18.7	138.06%
公用事业 II	0.77%	2.32%	2.39%	20.55%	24.35%	0.49	0.49	4.9	14.1	-64.92%

<sup>4</sup> 2010 年 5 月 6 日市值，t 为 2010 年一季报，t-1 为 2009 年一季报

海运Ⅲ	1.00%	1.10%	-2.83%	14.08%	-7.38%	0.54	0.45	23.2	-32.8	-170.63%
航空Ⅲ	1.29%	11.42%	4.90%	18.48%	12.23%	0.85	0.91	80.7	53.5	50.92%
航空货运与物流Ⅲ	0.12%	2.31%	0.93%	11.60%	11.67%	0.62	0.40	-1.4	-0.2	484.14%
航天航空与国防Ⅲ	0.48%	0.63%	0.60%	18.63%	18.88%	0.43	0.42	-20.4	-17.5	16.59%
化工	3.82%	2.19%	1.01%	17.05%	16.42%	0.57	0.57	4.4	94.02	-95.36%
机械	3.41%	3.63%	2.50%	19.00%	17.06%	0.60	0.62	-54.9	9.1	-702.79%
技术硬件与设备	2.98%	1.43%	-0.34%	17.07%	19.93%	0.51	0.52	-113.5	-54.2	109.61%
家庭耐用消费品	1.48%	2.91%	1.87%	17.04%	18.83%	0.66	0.65	14.3	149.6	-90.46%
家庭与个人用品	0.17%	0.04%	0.26%	29.23%	27.77%	0.43	0.38	-0.9	-0.3	202.58%
建材Ⅲ	1.04%	1.77%	0.46%	23.26%	19.82%	0.57	0.53	-25.0	26.2	-195.48%
建筑产品Ⅲ	0.32%	1.38%	0.96%	20.12%	17.83%	0.64	0.66	-4.4	-0.2	2260.24%
建筑与工程Ⅲ	1.64%	2.79%	2.75%	10.62%	10.93%	0.77	0.79	36.5	22.0	65.56%
交通基础设施	2.50%	2.92%	2.08%	52.46%	47.39%	0.52	0.41	104.8	17.3	505.94%
金属、非金属与采矿	4.34%	2.40%	-0.33%	12.48%	5.68%	0.53	0.52	-21.2	63.3	-133.45%
零售业	2.09%	3.48%	2.86%	15.79%	16.72%	0.59	0.57	-18.2	30.3	-160.02%
贸易公司与工业品经销商Ⅲ	0.56%	3.22%	1.47%	4.97%	5.64%	0.72	0.71	-20.9	4.1	-615.48%
媒体Ⅱ	0.54%	1.81%	1.98%	30.38%	32.39%	0.40	0.45	2.6	4.4	-40.01%
煤炭与消费用燃料	5.35%	4.61%	4.24%	37.16%	42.08%	0.42	0.39	231.1	262.8	-12.04%
汽车与汽车零部件	2.39%	5.51%	1.23%	17.62%	13.54%	0.62	0.59	113.6	131.6	-13.63%
容器与包装	0.14%	2.67%	1.95%	25.08%	22.82%	0.47	0.55	-3.4	1.2	-375.01%
软件与服务	0.93%	1.57%	2.98%	36.47%	36.34%	0.34	0.43	-33.7	-12.4	170.86%
商业和专业服务	0.14%	2.62%	3.02%	30.76%	29.43%	0.41	0.55	3.1	2.5	21.84%
石油天然气设备与服务	0.39%	3.32%	3.79%	28.99%	27.65%	0.57	0.60	13.4	3.5	280.63%
石油与天然气的储存和运输	0.05%	7.68%	7.00%	29.59%	30.15%	0.27	0.26	2.2	1.9	14.30%
石油与天然气的炼制和销售	0.11%	0.96%	3.54%	8.06%	6.03%	0.41	0.29	0.2	-2.0	-111.50%
食品、饮料与烟草	4.10%	5.00%	4.68%	35.21%	34.60%	0.47	0.48	48.7	68.0	-28.39%
食品与主要用品零售Ⅱ	0.58%	3.22%	2.50%	16.89%	15.67%	0.63	0.65	26.5	17.4	52.44%
消费者服务Ⅱ	0.58%	2.04%	1.63%	39.17%	37.86%	0.53	0.45	-31.3	4.9	-742.37%
休闲设备与用品	0.07%	2.20%	3.70%	18.68%	18.62%	0.51	0.77	2.2	0.7	219.69%
医疗保健设备与服务	0.14%	3.90%	4.55%	45.30%	45.96%	0.24	0.43	-1.5	-0.2	730.72%
银行	15.57%	5.82%	4.94%	-	-	0.94	0.94	5701.1	-1609.70	-454.17%
纸与林木产品	0.54%	1.15%	-0.14%	17.82%	12.15%	0.56	0.56	1.9	-0.8	-340.03%
制药、生物科技与生命科学	3.65%	4.48%	3.44%	38.06%	35.38%	0.42	0.45	24.5	44.3	-44.79%
综合类Ⅲ	1.63%	1.52%	1.11%	22.76%	22.69%	0.57	0.53	-30.8	6.0	-613.77%
综合性石油天然气	12.64%	3.73%	2.47%	25.39%	32.44%	0.44	0.39	1056.4	1185.5	-10.89%
非金融	77.68%	2.98%	1.70%	20.08%	20.28%	0.58	0.55	1433.7	2741.9	-47.71%
金融	22.32%	5.60%	4.67%	-	-	0.94	0.94	6881.6	-490.3	-1503.42%
整体	100.00%	3.85%	2.68%	32.72%	35.90%	0.85	0.85	8315.3	2251.5	269.32%
非金融扣除综合性石油天然气	65.03%	2.77%	1.47%	18.30%	17.03%	0.60	0.59	377.3	1556.4	-75.76%

数据来源：WIND、中投证券研究所



## 5、剔除金融、石油石化板块之后的利润质量分析

### (1) 利润结构

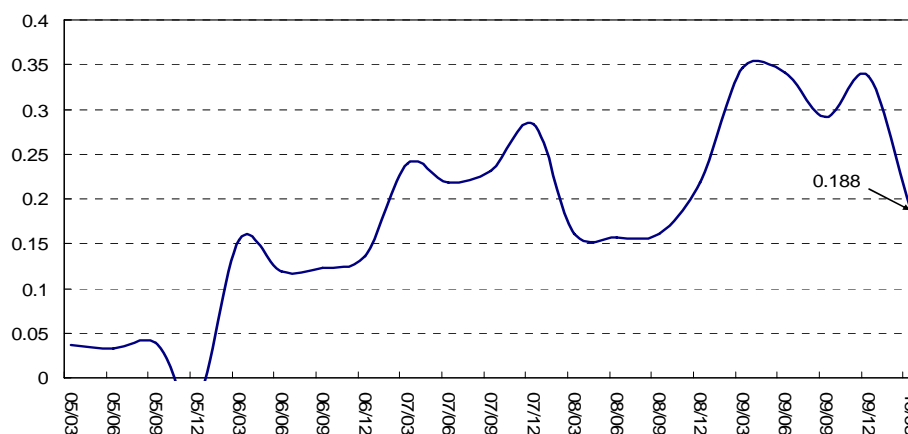
我们按表 6 定义利润结构比率。从图 2 看, 2010 年一季报显示利润结构比率为 0.188, 要低于 2009 年报的 0.336; 整体上, 2010 年一季报业绩主营利润占到利润的比重有明显上升, 盈利质量变好。

表 6 利润结构比率定义

指标名称	计算公式
来源于经常性损益主营利润	营业利润-公允价值变动净收益-投资净收益-汇兑净收益
非主营利润及非经常性损益	公允价值变动净收益+投资净收益+汇兑净收益+营业外净收益-非流动资产处置净损失
利润结构比率	非主营利润及非经常性损益除以来源于经常性损益主营利润, 再取绝对值

数据来源: 中投证券研究所

图 2: 利润结构比率的历史序列



数据来源: WIND、中投证券研究所

### (2) 剔除金融、石油石化后上市公司整体的盈利现金保障系数

由于应计盈利指标与现金制存在口径差异, 无法直接进行比较。因此, 需要进一步利用利润表与现金流量表的勾稽关系, 使应计制与现金制盈利指标的计算口径保持一致。我们选用了每股收益 (EPS) 和总资产报酬率两个应计制下最重要的两个盈利指标, 分别反映了公司普通股和总资产的获利能力。我们对应设计了基于现金流的盈利指标——每股现金收益 (CEPS) 和总资产现金报酬率 (CROA) (如表 5)。进一步的, 我们定义了两个现金保障率指标, 净利润现金保障率、总资产报酬率现金保障率, 如表 6。

表 7 每股现金收益 (CEPS) 和总资产现金报酬率 (CROA) 定义

应计制盈利指标	现金制盈利指标
---------	---------

指标名称	计算公式	指标名称	计算公式
净利润	略	现金净利润	经营活动净现金流-当期固定资产折旧-无形资产摊销-递延资产摊销-支付利息、筹资费用的现金+取得投资收益所收到的现金
每股收益（EPS）	净利润/总股本	每股现金收益（CEPS）	现金净利润/总股本
总资产报酬率	$(\text{利润总额} + \text{利息支出净额}) / \text{平均总资产}$	总资产现金报酬率（CROA）	$(\text{现金净利润} + \text{支付所得税的现金} + \text{支付利息的现金}) / \text{平均总资产}$

数据来源：中投证券研究所

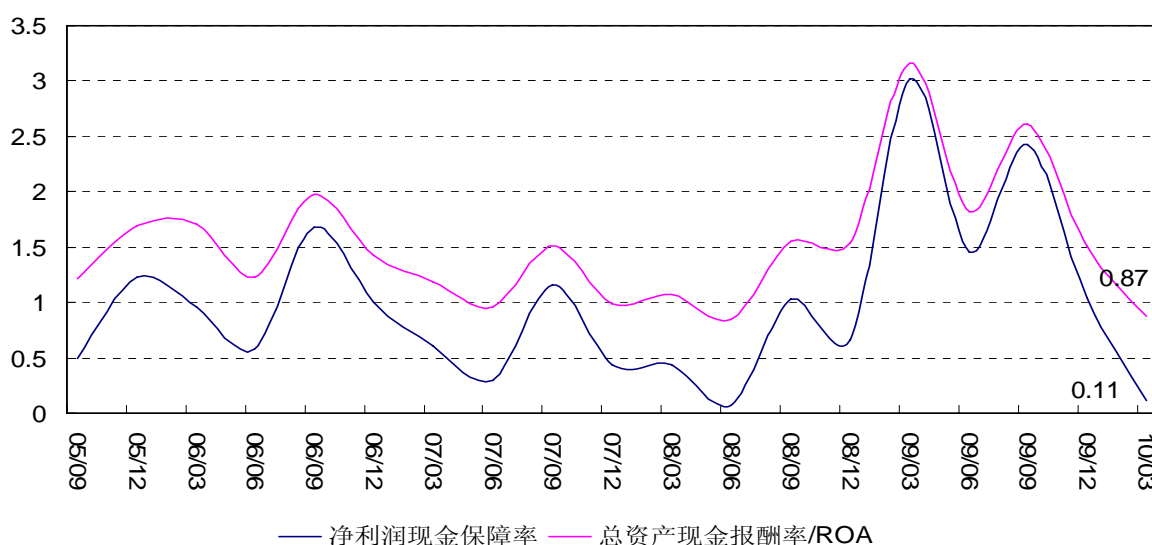
表 8 现金保障率指标定义

指标名称	计算公式	指标说明
净利润现金保障率	每股现金收益/每股净利润	这两个指标数值为大于 1，表明盈利有相应的现金流入做保障，公司盈利质量较好；数值为小于 1，表明盈利缺乏现金流保障，公司的盈利质量较差。
总资产报酬率现金保障率	CROA/总资产报酬率	

数据来源：中投证券研究所

2010 年一季度剔除金融、石油石化后的可比上市公司总体净利润上升明显，但从净利润现金保障率、总资产报酬率现金保障率这两个指标看，利润的现金保障率分别为 0.11、0.87，处于历史低位。

图 3：剔除金融、石油石化后上市公司整体的盈利现金保障系数



数据来源:WIND、中投证券研究所

### (3)分行业的利润结构与现金保障度

根据剔除金融、石油石化后可比上市公司三季报数据,从分行业的利润结构比率看,非主营类利润占比较小的行业板块有家庭与个人用品、航空Ⅲ、电力、技术硬件与设备、综合类Ⅲ。非主营类利润占比较大的行业有石油与天然气的炼制和销售、半导体与半导体生产设备、技术硬件与设备、航空Ⅲ、航空货运与物流Ⅲ。

从分行业的利润现金保障度看,电信服务Ⅱ、电力、休闲设备与用品、食品与主要用品零售Ⅱ、交通基础设施这五个行业利润的现金保障度较高;在 42 个行业中净利润现金保障率、总资产报酬率现金保障率两个指标均大于 1.5 的行业有 7 个行业。而现金保障度较差的五个行业板块是容器与包装、医疗保健设备与服务、石油与天然气的储存和运输、煤炭与消费用燃料、电信服务Ⅱ。

表 9 分行业的利润结构与现金保障度(以利润净利润的现金保障率 t 降序排序)

板块	总资产报酬		总资产报酬		利润结构比	利润结构
	净利润的现	率现金保障	净利润的现	率现金保障		
	金保障率 t-1	率 t-1	金保障率 t	率 t	率 t-1	比率 t
电信服务Ⅱ	18.52	5.37	48.01	13.87	0.01	0.00
电力	7.77	7.17	6.83	5.70	1.24	1.00
休闲设备与用品	3.23	3.25	3.73	2.90	3.56	0.49
食品与主要用品零售Ⅱ	2.44	3.10	2.88	2.88	0.17	0.18
交通基础设施	0.59	0.77	1.90	1.67	0.10	0.12
航空Ⅲ	4.19	5.18	1.75	1.91	1.76	1.59
石油与天然气的炼制和销 售	-1.07	-0.48	1.63	2.17	24.91	0.69
海运Ⅲ	0.82	0.60	1.63	1.31	0.16	0.17
汽车与汽车零部件	8.89	8.02	1.48	1.84	1.08	0.49
公路与铁路运输	0.89	1.03	1.26	1.23	0.16	0.10
石油与天然气的储存和运 输	1.28	1.37	1.24	1.29	0.02	0.02
煤炭与消费用燃料	1.68	1.99	1.21	1.65	0.01	0.01
石油天然气设备与服务	0.35	0.60	1.10	1.28	0.04	0.03
半导体与半导体生产设备	-0.63	-0.92	0.86	1.17	0.25	0.08
食品、饮料与烟草	1.23	1.89	0.83	1.48	0.14	0.08
公用事业Ⅱ	1.10	1.57	0.73	0.94	0.48	0.46
商业和专业服务	1.73	2.00	0.65	1.18	0.11	0.07
家庭耐用消费品	10.12	8.99	0.61	1.45	0.20	0.76
纺织品、服装与奢侈品	1.18	1.82	0.60	1.23	0.92	0.24
媒体Ⅱ	1.09	1.77	0.52	1.02	0.40	0.34
制药、生物科技与生命科学	1.23	1.76	0.45	0.98	0.25	0.19

纸与林木产品	1.28	-69.21	0.27	1.72	0.90	0.37
钢铁	-5.12	-7.98	0.26	1.05	0.07	0.08
化工	4.72	3.44	0.05	0.87	0.53	0.21
医疗保健设备与服务	0.62	1.12	-0.20	0.32	0.18	0.02
航空货运与物流III	-0.41	7.89	-0.41	3.76	17.60	0.63
零售业	1.36	2.11	-0.42	0.76	0.31	0.15
金属、非金属与采矿	-8.64	-18.81	-0.48	0.27	0.43	0.08
容器与包装	-0.13	1.01	-0.98	-0.07	0.04	0.03
机械	0.23	0.83	-1.20	-0.30	0.54	0.09
贸易公司与工业品经销商						
III	0.86	1.50	-1.44	-0.45	0.45	0.17
建材III	8.19	8.18	-1.78	-0.23	1.55	0.66
建筑产品III	-0.13	1.83	-2.35	-0.39	3.27	0.41
综合类III	0.92	1.39	-2.42	-0.71	1.53	0.85
电气设备	-1.48	-0.46	-3.16	-1.43	0.29	0.22
房地产	1.61	2.15	-4.13	-1.97	0.20	0.07
消费者服务II	1.74	2.21	-4.38	-2.12	1.76	0.24
建筑与工程III	-0.05	1.21	-4.49	-1.89	0.11	0.05
技术硬件与设备	12.41	11.85	-5.37	-2.57	0.66	0.99
软件与服务	-1.21	-0.40	-6.24	-3.64	1.25	0.46
航天航空与国防III	-14.67	-14.57	-14.73	-10.61	0.33	0.36
家庭与个人用品	-1.53	1.57	-27.44	1.61	0.32	2.00

数据来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

表 10 分行业的利润结构与现金保障度（以利润结构比率 t 降序排序）

板块	总资产报酬		总资产报酬		利润结构比	利润结构
	净利润的现	率现金保障	净利润的现	率现金保障		
	金保障率 t-1	率 t-1	金保障率 t	率 t	率 t-1	比率 t
家庭与个人用品	-1.53	1.57	-27.44	1.61	0.32	2.00
航空III	4.19	5.18	1.75	1.91	1.76	1.59
电力	7.77	7.17	6.83	5.70	1.24	1.00
技术硬件与设备	12.41	11.85	-5.37	-2.57	0.66	0.99
综合类III	0.92	1.39	-2.42	-0.71	1.53	0.85
家庭耐用消费品	10.12	8.99	0.61	1.45	0.20	0.76
石油与天然气的炼制和销售	-1.07	-0.48	1.63	2.17	24.91	0.69
建材III	8.19	8.18	-1.78	-0.23	1.55	0.66
航空货运与物流III	-0.41	7.89	-0.41	3.76	17.60	0.63
汽车与汽车零部件	8.89	8.02	1.48	1.84	1.08	0.49
休闲设备与用品	3.23	3.25	3.73	2.90	3.56	0.49
软件与服务	-1.21	-0.40	-6.24	-3.64	1.25	0.46
公用事业II	1.10	1.57	0.73	0.94	0.48	0.46
建筑产品III	-0.13	1.83	-2.35	-0.39	3.27	0.41
纸与林木产品	1.28	-69.21	0.27	1.72	0.90	0.37
航天航空与国防III	-14.67	-14.57	-14.73	-10.61	0.33	0.36

媒体 II	1.09	1.77	0.52	1.02	0.40	0.34
纺织品、服装与奢侈品	1.18	1.82	0.60	1.23	0.92	0.24
消费者服务 II	1.74	2.21	-4.38	-2.12	1.76	0.24
电气设备	-1.48	-0.46	-3.16	-1.43	0.29	0.22
化工	4.72	3.44	0.05	0.87	0.53	0.21
制药、生物科技与生命科学	1.23	1.76	0.45	0.98	0.25	0.19
食品与主要用品零售 II	2.44	3.10	2.88	2.88	0.17	0.18
海运 III	0.82	0.60	1.63	1.31	0.16	0.17
贸易公司与工业品经销商 III	0.86	1.50	-1.44	-0.45	0.45	0.17
零售业	1.36	2.11	-0.42	0.76	0.31	0.15
交通基础设施	0.59	0.77	1.90	1.67	0.10	0.12
公路与铁路运输	0.89	1.03	1.26	1.23	0.16	0.10
机械	0.23	0.83	-1.20	-0.30	0.54	0.09
半导体与半导体生产设备	-0.63	-0.92	0.86	1.17	0.25	0.08
钢铁	-5.12	-7.98	0.26	1.05	0.07	0.08
食品、饮料与烟草	1.23	1.89	0.83	1.48	0.14	0.08
金属、非金属与采矿	-8.64	-18.81	-0.48	0.27	0.43	0.08
房地产	1.61	2.15	-4.13	-1.97	0.20	0.07
商业和专业服务	1.73	2.00	0.65	1.18	0.11	0.07
建筑与工程 III	-0.05	1.21	-4.49	-1.89	0.11	0.05
石油天然气设备与服务	0.35	0.60	1.10	1.28	0.04	0.03
容器与包装	-0.13	1.01	-0.98	-0.07	0.04	0.03
医疗保健设备与服务	0.62	1.12	-0.20	0.32	0.18	0.02
石油与天然气的储存和运输	1.28	1.37	1.24	1.29	0.02	0.02
煤炭与消费用燃料	1.68	1.99	1.21	1.65	0.01	0.01
电信服务 II	18.52	5.37	48.01	13.87	0.01	0.00

数据来源: wind 资讯, 中投证券研究所整理

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

黄君杰, 中投证券金融工程研究员, 北大光华经济学硕士。对市场流动性、市场估值、金融衍生产品进行跟踪研究。

徐鹏, 中投证券金融工程研究员, 经济学硕士。负责权证、股指期货等金融衍生品的研究。

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518048  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434