

趋势难续，结构为王

——2016年一季度上市公司盈利跟踪专题

分析师

汪毅 021-61680675

Email: yiw@cgws.com

执业证书编号: S1070512120003

联系人

包婷 021-61680357

Email: baoting@cgws.com

从业证书编号: S1070114100033

结论

16Q1 企业盈利触底回升，新兴行业和消费升级产业整体表现较好，但传统行业环比有所改善。根据利润表分项，营业收入增速回升、毛利率上升是一季度盈利增回升的主要原因，三项费用率有所拖累。杜邦分析法得出资产周转率和杠杆率水平持续拖累企业 ROE 水平，销售净利率短期回升难消上述两者的负面影响。盈利回升与经济短周期改善息息相关，预计未来盈利全面持续回升概率较小，更多关注结构性的一些变化，包括“新兴+消费升级行业”中业绩靓丽的子行业，以及传统周期性行业受益供给侧改革、产品涨价的结构性机会。

要点

- 15 年盈利阶段性见底，16Q1 明显回升：全部 A 股 2015 年和 2016Q1 分别实现净利润同比增速-1.02%和-1.91%，但是剔除银行、石油石化后，2015 年、2016Q1 分别实现净利润同比增速-5.05 和 15.65%，一季度盈利增速显著回升。
- 主板盈利持续低迷，创业板盈利大幅提升：分板块看，主板一季度净利润同比增速仅-3.85%，2015Q3 以来持续负增长；中小板一季度净利润同比增速 15.39%，较 2015 年略有上行；创业板一季度净利润同比增速 61.8%，其中温氏股份净利润占创业板比重达到 20.8%，剔除温氏股份这个异常值，创业板 16Q1 净利润同比增速仍有 38.25%，较 2015 年 24.85%的增速大幅提升。
- 各行业盈利表现：新兴行业和消费升级产业整体表现明显好于传统行业，但传统行业 16 年一季度环比有所改善。
 - ✓ 同比来看，结合 15 年报和 16 年一季报，我们发现盈利增长较快的行业多集中在新兴产业和消费升级产业之中，而近年来积极转型升级的部分传统行业也取得较快盈利增速；盈利增长较慢的行业多集中在钢铁、煤炭、有色、石油石化等传统行业。
 - ✓ 环比来看，钢铁、有色等传统行业 16Q1 盈利增速有所提升，主要由于基数效应以及产品价格回升带来的行业景气度有所改善，后续期待供给侧改革的持续推进；农林牧渔行业 16Q1 业绩表现靓丽，与近期食品、猪价上涨有关；非银 16Q1 环比大幅下滑，与 15Q1 高基数及股市低迷有关。
- 从利润表分项对企业盈利进行结构性分析，得出：营业收入增速回升、毛利率水平上升是 2016 年一季度全部 A 股（非银行石油石化）盈利增速明显回升的主要原因，三项费用率之和抬升对销售净利率构成一定的

相关报告

<<冰火两重天>> 2016-04-12

<<海阔凭鱼跃>> 2015-12-28

<<牛市 2.0 版之兵无常势>> 2015-12-28

拖累，其他成本项和其他经营收益影响较小。其中营业税金及附加和资产减值损失有一定积极影响，公允价值变动净收益和投资净收益有一定消极作用。

- 用杜邦分析法对 ROE 进行分解，根据 $ROE = \text{销售净利率} \times \text{总资产周转率} \times \text{权益乘数}$ ，得出对一季度 ROE 造成拖累的主要是资产周转率和杠杆率水平，销售净利率 2016Q1 的回升难消上述两者的负面影响。分板块看，主板、创业板、中小板的 ROE 情况与全部 A 股（非银行石油石化）基本一致，主板 ROE 水平高于中小板和创业板，主要由于主板资产负债率较高，16Q1 是创业板的 2.4 倍，而总资产净利率水平明显低于中小板和创业板，特别是主板的总资产周转率仅为创业板的 1/3。
- 并购重组情况跟踪：
 - ✓ 16 年并购重组推升业绩逻辑仍然成立：我们发现并购重组行为多数发生在公司 ROE 水平降至历史低点之时，而并购重组完成当年超过 60% 公司业绩较前年有一定程度提升，约 30% 公司业绩较前年增长 100% 以上。考虑到董事会预案到最终完成平均周期约 276 天，15Q4 以来董事会预案维持高位，意味着至少到 16 年下半年并购重组行为将持续推升企业盈利。
 - ✓ 行业层面，一方面 16 年继续看好“新兴+传统转型”并购重组行为对业绩的拉升作用；另一方面关注近期传统周期性行业并购重组行为趋于活跃。2015 年十月份国家提出供给侧改革之后，钢铁、煤炭、有色等周期性行业并购明显加速，国家政策支持背景下，周期性行业并购重组有望延续活跃之势，但改革并非一蹴而就，盈利的好转需要时间考验，周期性行业短期环比可能有所提升，但同比改善程度可能相对有限。

目录

1. 一季度盈利触底回升.....	5
2. 净利润结构性分析：基于利润表分项.....	7
2.1 利润表分项情况.....	7
2.2 净利润结构性分析结论.....	8
3. ROE 杜邦分析.....	11
3.1 ROE 下滑：受资产周转率和杠杆率拖累.....	11
3.2 各板块 ROE 情况.....	12
4. 并购重组情况跟踪.....	13
4.1 并购重组持续活跃.....	13
4.2 各行业并购重组情况.....	14

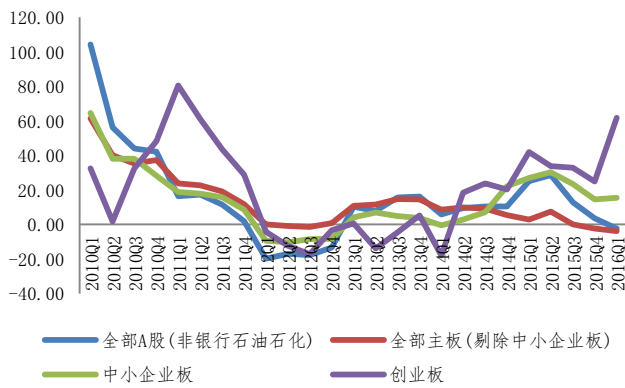
图表目录

图 1:	一季度盈利触底回升.....	6
图 2:	全部 A 股净利润增速与 GDP 相关性较高.....	6
图 3:	营业收入与工业增加值及 PPI 的相关性较高.....	9
图 4:	PPI-PPIRM 剪刀差与毛利率相关性较高.....	9
图 5:	杜邦财务分析体系.....	12
图 6:	并购重组数量和金额近年来快速增长.....	14
图 7:	各板块历年并购重组数量.....	14
图 8:	近几个月董事会预案数量维持高位.....	14
图 9:	并购重组完成当年业绩变化情况.....	14
图 10:	2016 年以来各行业并购重组数量.....	15
图 11:	2015 年各行业并购重组数量.....	15
图 12:	钢铁企业并购重组汇总.....	16
图 13:	煤炭企业并购重组汇总.....	16
图 14:	有色企业并购重组汇总（月）.....	16
表 1:	各板块净利润增速情况.....	6
表 2:	各行业净利润增速.....	6
表 3:	全部 A 股（非银行石油石化）利润表分项情况.....	9
表 4:	各板块营业收入表现.....	9
表 5:	各板块毛利率表现.....	10
表 6:	各板块财务费用率情况.....	10
表 7:	各板块管理费用率情况.....	10
表 8:	各板块销售费用率情况.....	11
表 9:	全部 A 股（非银行石油石化）ROE 的杜邦分析.....	12
表 10:	主板 ROE 的杜邦分析.....	13
表 11:	创业板 ROE 的杜邦分析.....	13
表 12:	中小板 ROE 的杜邦分析.....	13
表 13:	历年来并购重组数量较多的行业统计.....	15

1. 一季度盈利触底回升

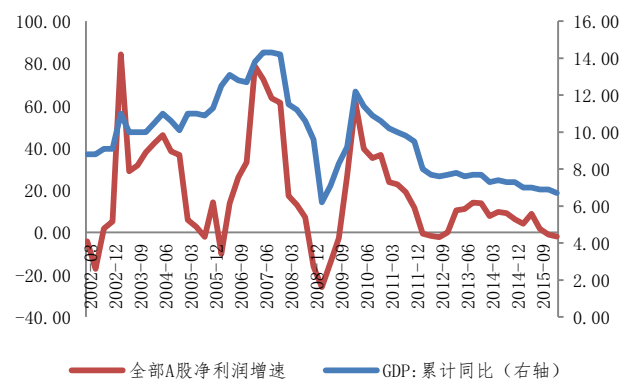
- 15 年盈利阶段性见底，16Q1 明显回升：截止 2016 年 4 月 30 日，A 股上市公司的 2015 年报和 2016 一季报已经全部披露完毕。全部 A 股 2015 年和 2016Q1 分别实现净利润同比增速-1.02%和-1.91%，但是剔除银行、石油石化后，2015 年、2016Q1 分别实现净利润同比增速-5.05 和 15.65%，一季度盈利增速显著回升。
- 主板盈利持续低迷，创业板盈利大幅提升：分板块看，主板一季度净利润同比增速仅-3.85%，2015Q3 以来持续负增长；中小板一季度净利润同比增速 15.39%，较 2015 年略有上行；创业板一季度净利润同比增速 61.8%，其中温氏股份净利润占创业板比重达到 20.8%，剔除温氏股份这个异常值，创业板 16Q1 净利润同比增速仍有 38.25%，较 2015 年 24.85%的增速大幅提升。
 - ✓ 主板净利润增速与经济周期息息相关，从净利润增幅区间来看，15 年、16Q1 发生净利润同比大幅下降的公司明显增多，主要由于部分周期性行业盈利持续恶化。传统行业短期内需求动力不足的情况仍将持续，未来业绩改善需待供给侧改革及转型升级的推动，但短期效果可能有限。
 - ✓ 创业板业绩表现较好反映社会需求向新兴行业集中，而近年来并购重组浪潮也持续推升企业业绩。短期上述两方面因素不会发生太大变化，不确定性在于股市低迷带来的投资收益降低以及并购业绩可能不达预期，但总的来看创业板盈利大概率维持较快增速；中长期看随着经济结构的调整升级，新兴产业将迎来更大的需求爆发，长期向好趋势不变。
- 各行业盈利表现：新兴行业和消费升级产业整体表现明显好于传统行业，但传统行业 16 年一季度环比有所改善。
 - ✓ 一季度盈利增速较快的行业是农林牧渔、计算机、国防军工、餐饮旅游、轻工制造、电力设备；一季度盈利增速较慢的行业是石油石化、钢铁、建材、非银行金融、煤炭、交通运输。结合 15 年报和 16 年一季报，我们发现盈利增长较快的行业多集中在新兴产业和消费升级产业之中，而近年来积极转型升级的部分传统行业也取得较快盈利增速；盈利增长较慢的行业多集中在钢铁、煤炭、有色、石油石化等传统行业，供需不平衡使得业绩大幅下降。
 - ✓ 一季度盈利增速较 15 年改善较多的行业是钢铁、农林牧渔、计算机、有色金属、国防军工；一季度盈利增速较 15 年下降较多的行业是非银行金融、石油石化、基础化工、交通运输、电力及公用事业。环比来看，钢铁、有色等传统行业 16Q1 盈利增速有所提升，主要由于基数较效应以及产品价格回升带来的行业景气度有所改善，后续期待供给侧改革的持续推进；农林牧渔行业 16Q1 业绩表现靓丽，与近期食品、猪价上涨有关；非银 16Q1 环比大幅下滑，与 15Q1 高基数及股市低迷有关。

图 1: 一季度盈利触底回升



资料来源: 长城证券研究所

图 2: 全部 A 股净利润增速与 GDP 相关性较高



资料来源: 长城证券研究所

表 1: 各板块净利润增速情况

板块名称	净利润同比增速 2014 年报	净利润同比增速 2015 一季	净利润同比增速 2015 中报	净利润同比增速 2015 三季	净利润同比增速 2015 年报	净利润同比增速 2016 一季
全部 A 股	6.31	4.22	8.80	1.68	-1.02	-1.91
全部 A 股(非银行石油石化)	10.34	25.06	28.57	12.71	-5.05	15.65
全部主板(剔除中小企业板)	5.36	2.74	7.30	-0.03	-2.49	-3.85
中小企业板	22.12	27.16	30.20	23.25	14.51	15.39
创业板	20.13	41.95	33.71	32.79	24.85	38.25

资料来源: 长城证券研究所

表 2: 各行业净利润增速

板块名称	净利润同比增速 2014 年报	净利润同比增速 2015 一季	净利润同比增速 2015 中报	净利润同比增速 2015 三季	净利润同比增速 2015 年报	净利润同比增速 2016 一季	16Q1-15 年报
CS 农林牧渔	25.26	-38.75	-6.84	52.12	0.21	275.05	274.84
CS 计算机	16.77	22.93	18.64	9.42	19.32	234.70	215.38
CS 国防军工	-2.29	-39.67	-34.14	-53.25	-45.88	70.14	116.02
CS 餐饮旅游	-13.47	18.85	32.08	24.23	42.41	69.28	26.87
CS 综合	-7.80	3.50	-64.24	-54.54	-55.36	48.53	103.89
CS 轻工制造	20.93	10.64	16.10	26.52	49.61	45.29	-4.32
CS 电力设备	219.25	26.73	16.97	14.16	-9.90	43.86	53.76
CS 纺织服装	11.05	17.45	22.38	19.09	5.50	27.16	21.66
CS 有色金属	-102.58	117.11	49.60	-39.82	-113.24	25.60	138.84
CS 传媒	22.19	4.45	25.09	27.42	24.64	24.16	-0.48
CS 医药	17.67	22.14	24.46	21.90	14.41	17.52	3.11
CS 房地产	0.74	3.70	9.13	6.93	1.27	16.20	14.93
CS 家电	30.15	19.31	8.54	1.24	-7.20	15.36	22.56
CS 食品饮料	-4.33	6.44	4.74	3.97	6.67	12.70	6.03

板块名称	净利润同比 增速 2014 年报	净利润同比 增速 2015 一季	净利润同比 增速 2015 中报	净利润同比 增速 2015 三季	净利润同比 增速 2015 年报	净利润同比 增速 2016 一季	16Q1-15 年报
CS 汽车	14.60	2.75	0.98	1.25	8.13	12.10	3.97
CS 建筑	10.10	11.27	8.27	5.37	7.95	11.32	3.37
CS 通信	23.11	-3.91	3.51	10.88	15.54	6.49	-9.05
CS 电子元器件	3.73	31.07	25.11	16.16	16.35	3.29	-13.06
CS 银行	7.68	3.22	2.42	2.10	1.79	2.81	1.02
CS 电力及公用事业	11.83	30.97	28.18	15.08	11.28	-7.77	-19.05
CS 基础化工	19.24	-4.24	6.31	10.66	18.08	-7.87	-25.95
CS 商贸零售	2.13	12.13	21.50	-4.11	-20.36	-14.01	6.35
CS 机械	-23.18	-41.55	-23.49	-23.26	-33.97	-14.75	19.22
CS 交通运输	43.12	81.87	66.45	21.74	3.74	-15.40	-19.14
CS 煤炭	-39.12	-68.40	-73.92	-79.53	-114.60	-21.19	93.41
CS 非银行金融	58.51	125.06	155.53	100.72	77.35	-36.18	-113.53
CS 建材	7.47	-61.47	-26.92	-37.60	-44.23	-38.23	6.00
CS 钢铁	-46.65	-210.25	-240.06	-371.43	-976.33	-119.94	856.39
CS 石油石化	-21.06	-80.74	-47.40	-59.92	-53.51	-151.69	-98.18

资料来源：长城证券研究所

2. 净利润结构性分析：基于利润表分项

2.1 利润表分项情况

■ 我们可以从利润表分项对企业盈利进行结构性分析：营业收入、营业成本、营业税金及附加、三项费用（财务费用、管理费用、销售费用）、资产减值准备、三项净收益（公允价值变动净收益、投资净收益、汇兑净收益）、其他（营业外收入，营业外支出，所得税）等。**净利润=营业收入*（毛利率-费用率-营业税金及附加比率-减值损失比率+公允价值变动净收益+投资净收益）。**

- ✓ 营业收入：收入取决于产量乘以价格，主要受到工业增加值以及 PPI 的影响。全部 A 股（非银行石油石化）16Q1 营业收入增速 4%，较 15 年上升了 2%，主要源于经济短周期复苏下的量价齐升。一季度工业增加值环比有所回升，特别是 3 月份增速提升至 6.8%；此外，大宗商品价格一季度有所反弹，PPI 降幅 16 年以来持续收窄。分板块看，16Q1 主板、中小板、创业板营业收入均有所提升。
- ✓ 毛利率：毛利率水平取决于收入、成本、季节性因素等，历史经验来看，毛利率水平与 PPI-PPIRM 剪刀差的相关性较高。全年 A 股（非银行石油石化）16Q1 毛利率水平为 19.35%，连续两个季度回升，对应着 15Q4 以来 PPI-PPIRM 持续处于历史高位。分板块看，16Q1 主板和中小板毛利率水平有所增加，创业板高位略有下降。
- ✓ 财务费用率：财务费用主要包括利息支出、汇兑损失、相关的手续费及其他财务费用，反映了企业端的融资成本的变化，与社会融资水平密切相关。全部 A

股（非银行石油石化）2016 一季度、2015 全年以及 2015 前三季度的财务费用率水平分别为 1.86%、1.9%、1.98%，连续两个季度下滑；社会融资水平来看，人民币贷款加权平均利率 15 年以来持续下行，货币政策强调“稳健的货币政策要灵活适度”，更倾向于宽货币向宽信用传导，一季度新增信贷环比大幅增长。分板块看，一季度主板财务费用率有所下行，中小板和创业板财务费用率有所上升。

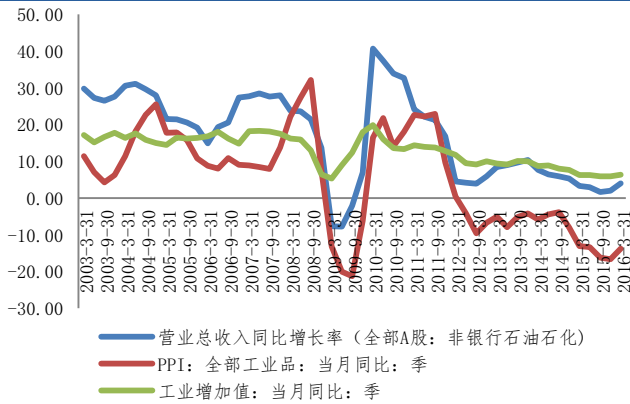
- ✓ 管理、销售费用率：管理费用是指企业行政管理部门为组织和管理生产经营活动而发生的各项费用，销售费用是指企业在销售产品、自制半成品和提供劳务等过程中发生的费用。历史经验来看，管理、销售费用率波动幅度不是很大，长期看与经济周期存在相关性，经济下滑周期对应管理、销售费用率小幅上升。全部 A 股（非银行石油石化）16Q1 的管理费用率水平略有下降，销售费用率水平略有上升。分板块情况，管理费用率来看，一季度主板略有下降，中小板和创业板有所上升；销售费用率来看，一季度主板、中小板、创业板均有所上升。
- ✓ 其他成本项：（1）营业税金及附加：反映企业经营主要业务应负担的营业税、消费税、城市维护建设税、资源税、土地增值税和教育税附加等，主要和营业收入与税率有关。全部 A 股（非银行石油石化）营业税金及附加占营业收入的比率 2016Q1 下降至 1.69%，与营改增推进有关。（2）资产减值损失：是指因资产的账面价值高于其可收回金额而造成的损失，基本上和经济周期的运行是反向的，周期向上，减值准备下降，周期向下，减值准备上升。全部 A 股（非银行石油石化）2016Q1 资产减值损失占营业收入比例有所下降，一方面与经济环比改善使得企业层面资金状况有所改善有关；另一方面受季节性因素影响，一季度一般为全年低点。
- ✓ 其他经营收益：（1）公允价值变动净收益：是指企业交易性金融资产等公允价值变动形成的应计入当期损益的利得或损失，和企业投资二级市场如股票价值等的浮盈因素相关。（2）投资净收益：包括对联营和合营企业的投资收益以及其他投资收益（非主业），与相关企业的自身盈利以及二级市场表现有关。全部 A 股（非银行石油石化）2016Q1 公允价值变动净收益及投资净收益占营业收入比率均有所下降，反映了股票市场的低迷态势。

2.2 净利润结构性分析结论

- 通过分析，我们得出 A 股盈利受营业收入、毛利率水平以及费用率水平的影响较大，其余影响因素的波动幅度相对较小。
- ✓ 营业收入增速回升、毛利率水平上升是 2016 年一季度全部 A 股（非银行石油石化）盈利增速明显回升的主要原因，三项费用率之和抬升对销售净利率构成一定的拖累，其他成本项和其他经营收益影响较小，其中营业税金及附加和资产减值损失有一定积极影响，公允价值变动净收益和投资净收益有一定消极作用。
- ✓ 各板块情况来看，主板各项结构性指标与全部 A 股（非银行石油石化）基本一致，主板一季度净利润略有下降主要受到石油石化、银行等巨头净利润下滑的影响；创业板业绩大增主要与营业收入明显增加有关，毛利率水平高位略有下

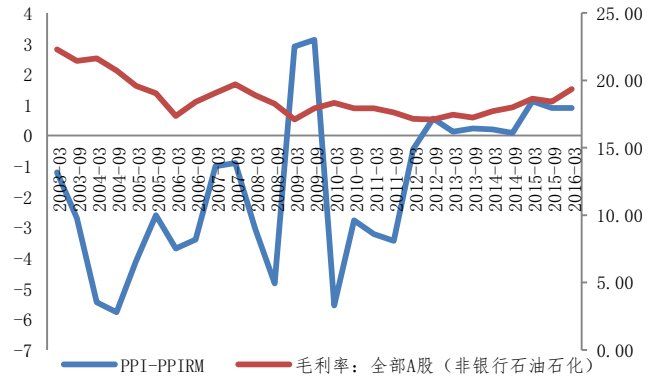
滑，三项费用率水平有所上升，毛利率及费用率指标对净利润有所拖累，其余影响因素与全部 A 股相一致。

图 3: 营业收入与工业增加值及 PPI 的相关性较高



资料来源: 长城证券研究所

图 4: PPI-PPIRM 剪刀差与毛利率相关性较高



资料来源: 长城证券研究所

表 3: 全部 A 股（非银行石油石化）利润表分项情况

	2014 年报	2015 一季	2015 中报	2015 三季	2015 年报	2016 一季
净利润	10.34	25.06	28.57	12.71	-5.05	15.65
营业收入	5.30	3.27	2.95	1.67	2.00	4.00
销售净利率	18.41	18.64	18.66	18.42	18.60	19.35
毛利率	4.36	4.60	4.36	4.39	4.43	4.76
销售费用率	5.80	6.00	6.11	6.16	6.45	6.23
管理费用率	1.74	2.03	1.84	1.98	1.90	1.86
财务费用率	1.80%	1.64%	1.78%	1.74%	1.94%	1.69%
营业税金及附加占营业收入比率	0.96%	0.47%	0.64%	0.63%	1.24%	0.44%
资产减值损失占营业收入比率	0.12%	0.10%	0.11%	-0.11%	0.03%	-0.20%
公允价值变动净收益占营业收入比率	3.22%	3.74%	4.42%	3.87%	3.65%	2.80%
投资净收益占营业收入比率	10.34%	25.06%	28.57%	12.71%	-5.05%	15.65%

资料来源: 长城证券研究所

表 4: 各板块营业收入表现

板块名称	营业总收入同比 2014 一季	营业总收入同比 2014 中报	营业总收入同比 2014 三季	营业总收入同比 2014 年报	营业总收入同比 2015 一季	营业总收入同比 2015 二季	营业总收入同比 2015 三季	营业总收入同比 2015 年报	营业总收入同比 2016 一季
全部 A 股	5.76	5.99	5.99	5.02	-0.69	-0.94	-2.41	-2.07	2.56
全部 A 股(非银行石油石化)	7.48	6.40	5.91	5.35	3.27	2.95	1.67	2.00	4.00
全部主板(剔除中小企业板)	5.32	5.43	5.39	4.45	-1.84	-2.17	-3.79	-3.63	1.06
中小企业板	10.36	12.07	12.12	12.77	9.95	9.98	9.85	11.62	15.66
创业板	24.04	24.68	25.72	37.14	30.79	29.16	29.25	29.00	32.73

资料来源: 长城证券研究所

表 5: 各板块毛利率表现

板块名称	毛利率 2014 一 季	毛利率 2014 中 报	毛利率 2014 三 季	毛利率 2014 年 报	毛利率 2015 一 季	毛利率 2015 中 报	毛利率 2015 三 季	毛利率 2015 年 报	毛利率 2016 一 季
全部 A 股	18.36	18.28	18.13	18.59	19.17	19.43	19.12	19.25	19.94
全部 A 股(非银行石油石化)	17.67	17.87	17.88	18.63	18.64	18.66	18.42	18.60	19.35
全部主板(剔除中小企板)	18.00	17.85	17.67	18.17	18.66	18.88	18.52	18.60	19.21
中小企业板	21.03	21.27	21.34	22.71	21.88	22.12	22.17	22.37	23.34
创业板	33.45	33.59	33.51	32.84	30.01	30.69	30.60	31.06	30.97

资料来源: 长城证券研究所

表 6: 各板块财务费用率情况

板块名称	财务费 用率 [报告 期] 2014 一 季	财务费 用率 [报告 期] 2014 中 报	财务费 用率 [报告 期] 2014 三 季	财务费 用率 [报告 期] 2014 年 报	财务费 用率 [报告 期] 2015 一 季	财务费 用率 [报告 期] 2015 中 报	财务费 用率 [报告 期] 2015 三 季	财务费 用率 [报告 期] 2015 年 报	财务费 用率 [报告 期] 2016 一 季
全部 A 股	1.71	1.58	1.56	1.34	1.84	1.67	1.81	1.74	1.75
全部 A 股(非银行石油石化)	1.89	1.79	1.79	1.61	2.03	1.84	1.98	1.90	1.86
全部主板(剔除中小企板)	1.75	1.61	1.59	1.36	1.90	1.73	1.89	1.83	1.81
中小企业板	1.29	1.22	1.25	1.11	1.37	1.29	1.24	1.17	1.36
创业板	0.28	0.34	0.54	0.58	0.97	0.77	0.69	0.69	1.04

资料来源: 长城证券研究所

表 7: 各板块管理费用率情况

板块名称	管理费 用率 [报告 期] 2014 一 季	管理费 用率 [报告 期] 2014 中 报	管理费 用率 [报告 期] 2014 三 季	管理费 用率 [报告 期] 2014 年 报	管理费 用率 [报告 期] 2015 一 季	管理费 用率 [报告 期] 2015 中 报	管理费 用率 [报告 期] 2015 三 季	管理费 用率 [报告 期] 2015 年 报	管理费 用率 [报告 期] 2016 一 季
全部 A 股	7.50	7.43	7.55	8.69	8.22	8.25	8.39	8.79	8.42
全部 A 股(非银行石油石化)	5.35	5.35	5.47	6.11	6.00	6.11	6.16	6.45	6.23
全部主板(剔除中小企板)	7.48	7.44	7.57	8.75	8.23	8.29	8.44	8.88	8.42
中小企业板	6.81	6.55	6.58	6.70	7.37	7.20	7.21	7.35	7.63
创业板	12.76	11.65	11.45	10.74	11.55	10.56	10.35	10.55	11.32

资料来源: 长城证券研究所

表 8: 各板块销售费用率情况

板块名称	销售费用率	销售费用率	销售费用率	销售费用率	销售费用率	销售费用率	销售费用率	销售费用率	销售费用率
	[报告期]	[报告期]	[报告期]	[报告期]	[报告期]	[报告期]	[报告期]	[报告期]	[报告期]
	2014 一季	2014 中报	2014 三季	2014 年报	2015 一季	2015 中报	2015 三季	2015 年报	2016 一季
全部 A 股	3.89	3.77	3.78	3.74	4.30	4.08	4.12	4.19	4.58
全部 A 股(非银行石油石化)	4.40	4.26	4.29	4.42	4.60	4.36	4.39	4.43	4.76
全部主板(剔除中小企业板)	3.61	3.49	3.49	3.48	3.97	3.73	3.78	3.84	4.23
中小企业板	6.46	6.24	6.23	6.92	6.78	6.62	6.65	6.68	6.81
创业板	9.29	8.53	8.87	8.26	7.77	7.23	7.15	7.10	7.18

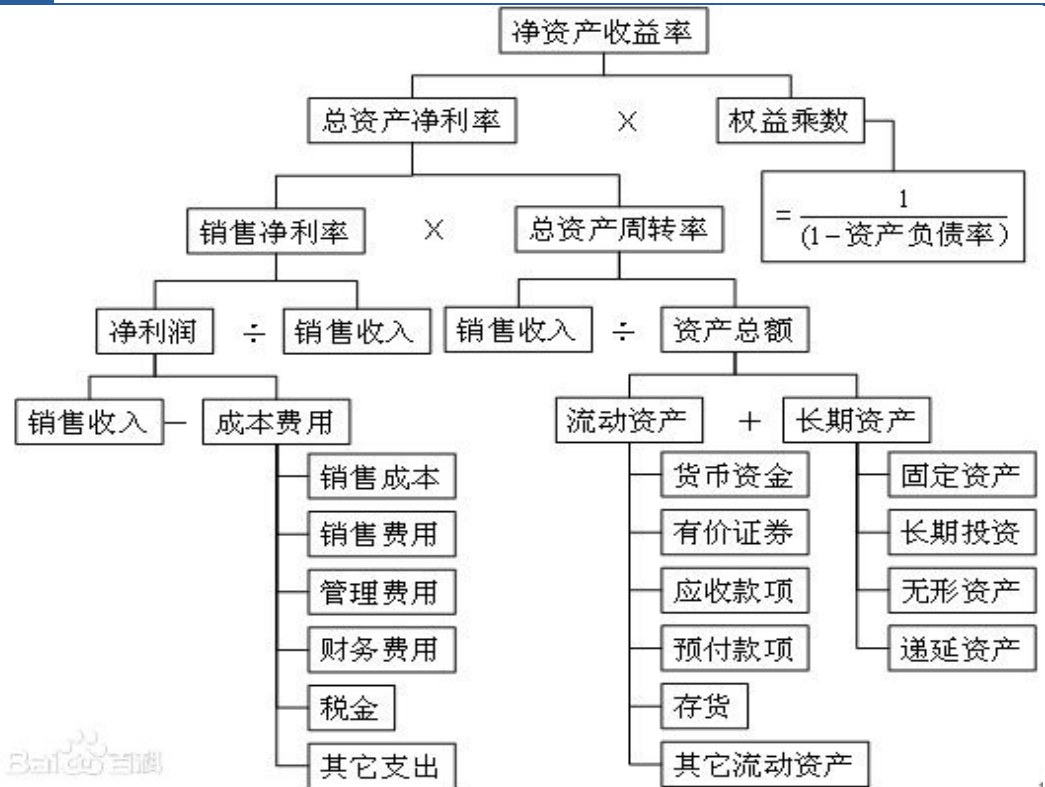
资料来源: 长城证券研究所

3. ROE 杜邦分析

3.1 ROE 下滑: 受资产周转率和杠杆率拖累

- 全部 A 股（非金融石油石化）2016 一季度、2015 全年以及 2015 前三季度的 ROE 分别为 7.88%、9.88% 和 9.87%，一季度 ROE 水平有所下滑。
- 我们用杜邦分析法对 ROE 进行分解，根据 $ROE = \text{销售净利率} * \text{总资产周转率} * \text{权益乘数}$ ，得出对一季度 ROE 造成拖累的主要是资产周转率和杠杆率水平，销售净利率 2016Q1 的回升难消上述两者的负面影响。
 - ✓ 总资产周转率: 全部 A 股（非银行石油石化）的总资产周转率一季度仅为 0.41%，较 2015 全年下滑 0.07%。资产周转率自 2012 年以来总体持续下行趋势，反映 A 股全部资产的管理质量和利用效率有所下降，也反映了社会需求的疲弱，后续需期待供给侧改革对产能利用率的提升作用，但预计见效较慢，短期总资产周转率大概率维持低位。
 - ✓ 杠杆率: 全部 A 股（非银行石油石化）2016 一季度、2015 全年以及 2015 前三季度的资产负债率水平分别为 68.36%、68.62% 和 69.41%，持续小幅下滑趋势，反映宏观经济低迷倒逼企业减少资本开支，背后对应 A 股现金流状况有所改善。国家强调“去杠杆去产能”背景下，预计资产负债率可能继续下滑。
 - ✓ 销售净利率: 全部 A 股（非银行石油石化）的销售净利率表现较好，2015 年报下滑至 5.83% 后，2016Q1 回升至 6.03%。销售净利率对 ROE 构成一定的支撑，销售净利率回升主要受毛利率上升的影响，费用率水平有所拖累，后续销售净利率环比能否持续改善取决于实体经济需求能否真正回暖。

图 5: 杜邦财务分析体系



资料来源: 长城证券研究所整理

表 9: 全部 A 股 (非银行石油石化) ROE 的杜邦分析

全部 A 股 (非金融石油石化)	2013 年报	2014 年报	2015 一季	2015 中报	2015 三季	2015 年报	2016 一季
ROE	9.90	9.68	9.16	11.00	9.87	9.88	7.88
总资产净利率	3.25	3.08	2.84	3.32	3.03	2.81	2.48
杠杆比率	67.96	68.47	68.42	70.12	69.41	68.62	68.36
销售净利率	5.51	5.65	6.29	7.21	6.52	5.83	6.03
总资产周转率	0.59	0.55	0.45	0.46	0.47	0.48	0.41

资料来源: 长城证券研究所

3.2 各板块 ROE 情况

- 分板块看, 主板、创业板、中小板的 ROE 情况与全部 A 股 (非银行石油石化) 基本一致, 主板 2016 一季度、2015 全年以及 2015 前三季度的 ROE 分别为 10.52%、13.18% 和 12.44%, 创业板 2016 一季度、2015 全年以及 2015 前三季度的 ROE 分别为 8.04%、10.38% 和 9.55%, 中小板 2016 一季度、2015 全年以及 2015 前三季度的 ROE 分别为 7.8%、9.84% 和 9.63%。
- 各分项指标具体来看, 主板 ROE 水平高于中小板和创业板, 主要由于主板资产负债率较高, 16Q1 是创业板的 2.4 倍, 而总资产净利率水平明显低于中小板和创业板, 特别是主板的总资产周转率仅为创业板的 1/3。

- 总的来看，创业板财务结构要好于主板，主板有些方面亟需改善：一方面主板杠杆率较高，去杠杆是大势所趋；另一方面主板的资产利用效率较低，社会需求相对疲弱背景下企业的产能利用率有待提升。

表 10: 主板 ROE 的杜邦分析

主板	2013 年报	2014 年报	2015 一季	2015 中报	2015 三季	2015 年报	2016 一季
ROE	14.30	13.25	12.48	13.54	12.44	13.18	10.52
总资产净利率	1.88	1.77	1.68	1.82	1.69	1.55	1.48
杠杆比率	86.59	86.19	86.01	86.39	86.13	85.75	85.73
销售净利率	9.23	9.20	10.52	11.00	10.24	9.16	9.95
总资产周转率	0.20	0.19	0.16	0.17	0.17	0.17	0.15

资料来源：长城证券研究所

表 11: 创业板 ROE 的杜邦分析

创业板	2013 年报	2014 年报	2015 一季	2015 中报	2015 三季	2015 年报	2016 一季
ROE	10.05	10.38	6.84	9.10	9.55	10.38	8.04
总资产净利率	7.01	6.84	4.36	5.74	6.11	6.30	5.08
杠杆比率	31.45	35.03	34.07	35.89	35.35	35.95	35.44
销售净利率	11.71	11.52	9.03	10.83	11.22	11.17	11.24
总资产周转率	0.60	0.59	0.48	0.53	0.54	0.56	0.45

资料来源：长城证券研究所

表 12: 中小板 ROE 的杜邦分析

中小板	2013 年报	2014 年报	2015 一季	2015 中报	2015 三季	2015 年报	2016 一季
ROE	9.09	9.84	8.12	9.94	9.63	9.84	7.80
总资产净利率	4.02	4.18	3.36	4.04	3.96	4.02	3.24
杠杆比率	56.26	57.31	57.78	59.70	58.98	57.86	57.61
销售净利率	6.19	6.85	6.83	7.74	7.43	7.20	7.02
总资产周转率	0.65	0.61	0.49	0.52	0.53	0.56	0.46

资料来源：长城证券研究所

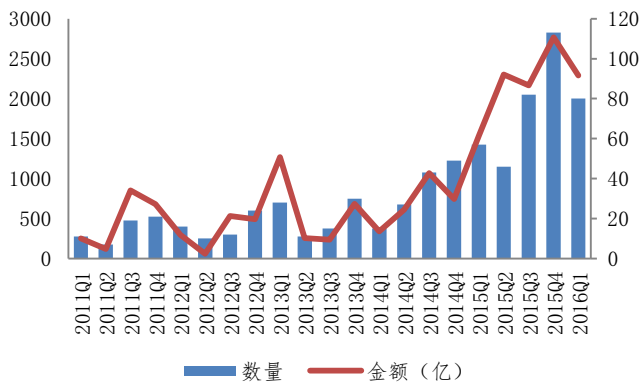
4. 并购重组情况跟踪

4.1 并购重组持续活跃

- 近年来并购重组持续上升：2011 年以来，并购重组的数量和金额呈现逐年上升的趋势，2015 年完成并购重组事件的数量和金额分别同比增长 122.4% 和 216.9%。分板块来看，13 年之前主板并购重组数量较多，但近两年来创业板和中小板的并购重组火爆增长，15 年已经占全部并购重组数量近 60%。

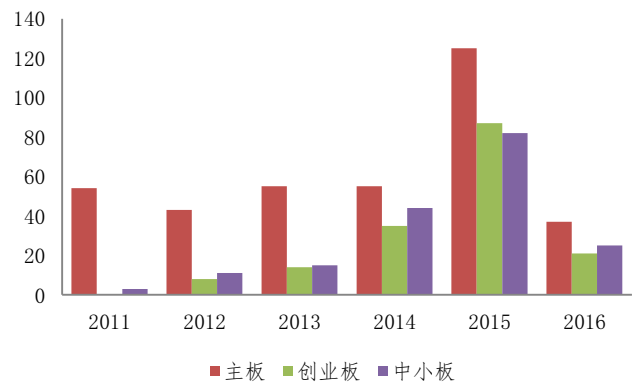
- 近几个月并购重组维持较快增长：15年四季度以来，并购重组事件屡创新高，仅15年12月董事会预案数量就达到32个，并购金额达1168亿，16年前四个月预案披露数量和金额维持高位。
- 16年并购重组推升业绩逻辑仍然成立：我们发现并购重组行为多数发生在公司ROE水平降至历史低点之时，而并购重组完成当年超过60%公司业绩较前年有一定程度提升，约30%公司业绩较前年增长100%以上。考虑到董事会预案到最终完成平均周期约276天，15Q4以来董事会预案维持高位，意味着至少到16年下半年并购重组行为将持续推升企业盈利。

图6：并购重组数量和金额近年来快速增长



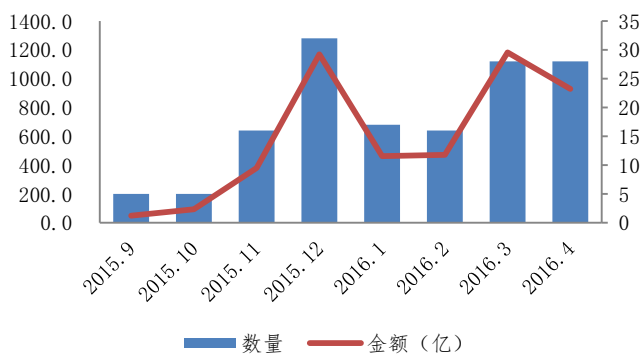
资料来源：长城证券研究所

图7：各板块历年并购重组数量



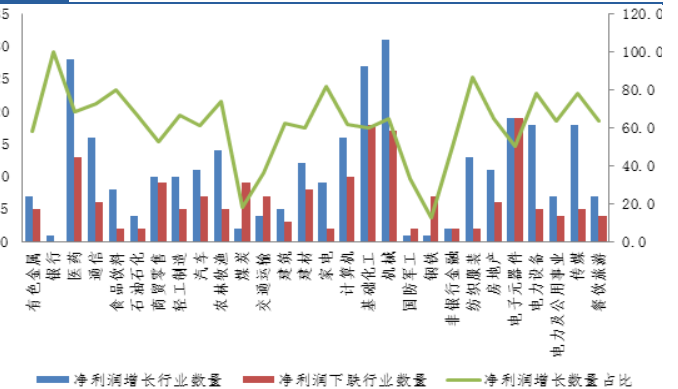
资料来源：长城证券研究所

图8：近几个月董事会预案数量维持高位



资料来源：长城证券研究所

图9：并购重组完成当年业绩变化情况



资料来源：长城证券研究所

4.2 各行业并购重组情况

- 2013年以来，并购重组行为逐渐集中在“传统转型+新兴行业”，表现为TMT、机械、基础化工、纺织服装等行业并购重组趋于活跃。新兴产业更多表现为横向整合、多元化战略，传统产业更多表现为多元化战略、转型升级。
- 相应地，“传统转型+新兴行业”近年来业绩表现较为靓丽。综合近年来业绩情况，纺织服装、轻工制造、基础化工等行业受益于转型，业绩增速较快；新兴行业中，传媒行业业绩增速近年来稳步增长，通信、计算机、电子也维持较快增速。

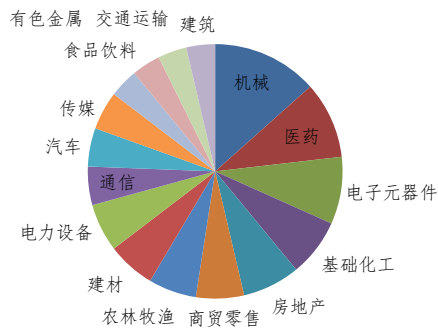
- **16年继续看好新兴、传统转型行业的并购重组行为对业绩的拉升作用。**统计发现，16年以来并购重组数量主要集中在机械、医药、电子元器件、基础化工、房地产、商贸零售、农林牧渔等行业，仍然符合“传统转型+新兴”的行业分布特点。
- **关注近期传统周期性行业并购重组行为趋于活跃：**2015年十月份国家提出供给侧改革之后，钢铁、煤炭、有色等周期性行业并购明显加速，而16Q1周期性行业净利润环比有所改善，特别是有色行业，对应其并购重组情况相对好于钢铁、煤炭行业。我们认为在国家持续支持供给侧改革背景下，周期性行业并购重组有望延续活跃之势，但改革并非一蹴而就，盈利的好转需要时间考验，短期环比可能有所提升，但同比改善程度可能相对有限。
 - ✓ 2014年至今，钢铁行业经历了12次重组（除去主营业务非钢铁的公司），尤其2015Q4以来钢铁行业重组数明显上升，交易价值也明显上升，并购重组目的以横向整合和业务转型为主，且重组对象有向低市值群体转移趋势。
 - ✓ 2014年至今，煤炭行业经历了9次并购重组（除去主营业务非煤炭的公司），并购重组主要集中在15年下半年，并购重组目的以横向整合及多元化战略为主，横向整合效果需待供给侧改革发力，多元化战略短期或带来一定利润增量。
 - ✓ 相对钢铁和煤炭行业，有色行业并购重组数量相对较多，14年至今共进行22次重大重组，且重组集中发生在供给侧改革提出之后以及春节前后，重组目的以横向整合为主，重组业绩情况好于钢铁和煤炭行业。

表 13: 历年来并购重组数量较多的行业统计

年份	并购重组数量较多行业
2011年	农林牧渔、建材、医药、商贸零售、汽车、交通运输、基础化工
2012年	基础化工、电力设备、汽车、机械、电子元器件、医药、食品饮料、商贸零售、轻工制造、房地产
2013年	通信、基础化工、医药、机械、电子元器件、房地产、电力设备、传媒
2014年	机械、计算机、医药、传媒、电子元器件、电力设备、汽车、基础化工、纺织服装、通信
2015年	机械、电子元器件、基础化工、医药、计算机、房地产、通信、电力设备、传媒、农林牧渔

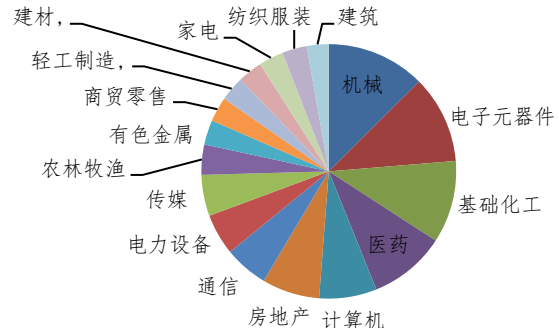
资料来源：长城证券研究所

图 10: 2016年以来各行业并购重组数量



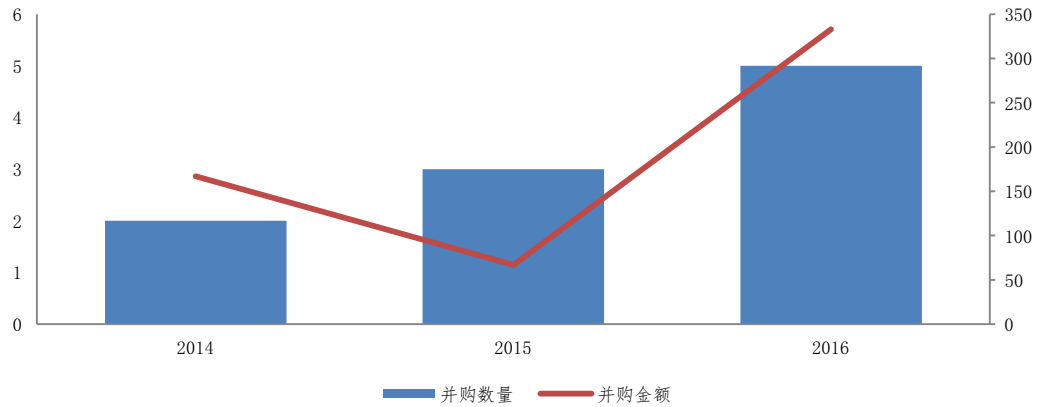
资料来源：长城证券研究所

图 11: 2015年各行业并购重组数量



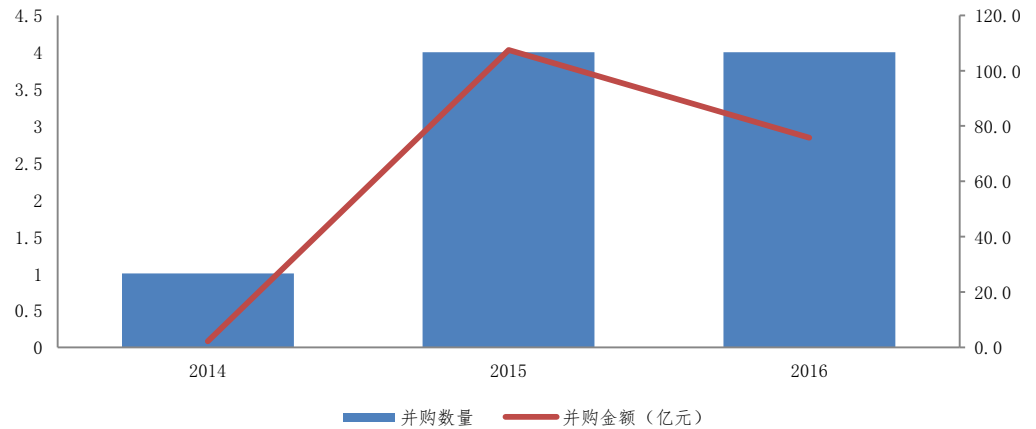
资料来源：长城证券研究所

图 12: 钢铁企业并购重组汇总



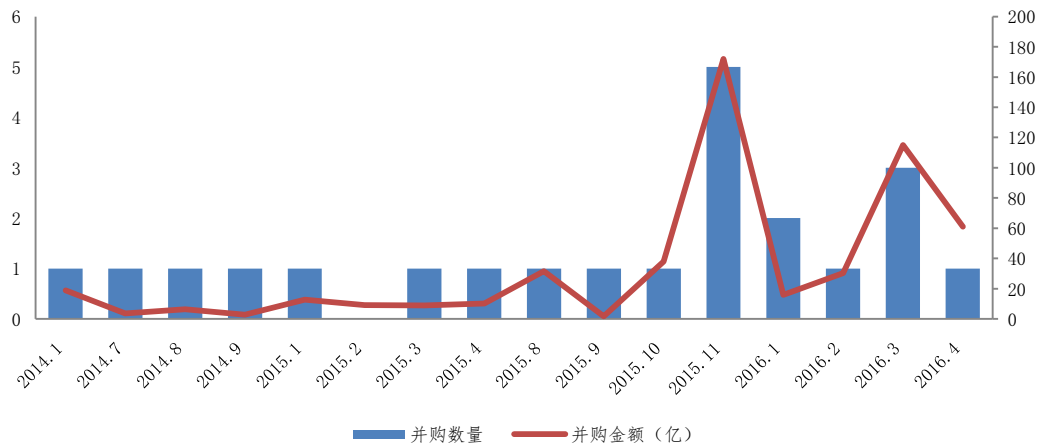
资料来源: 长城证券研究所整理

图 13: 煤炭企业并购重组汇总



资料来源: 长城证券研究所整理

图 14: 有色企业并购重组汇总 (月)



资料来源: 长城证券研究所整理

研究员介绍及承诺

汪毅: 金融学硕士, 6年证券研究经验, 曾任职联合证券、国金证券研究所高级分析师, 11年宏观研究新财富最佳分析师入围(团队)。2012年加入长城证券, 任首席宏观研究员、宏观策略部经理。擅长产业经济、货币政策等方向。

包婷: 经济学硕士, 2014年加入长城证券, 任宏观策略研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>