

2011 年半年报回顾与三季报展望

分析师: 周喜

SAC NO: S1150511010017

2011 年 09 月 30 日

联系人

谢晓冬

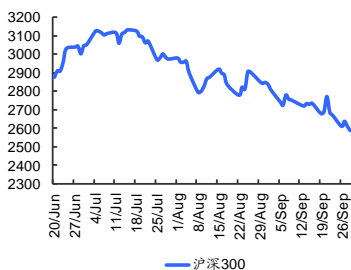
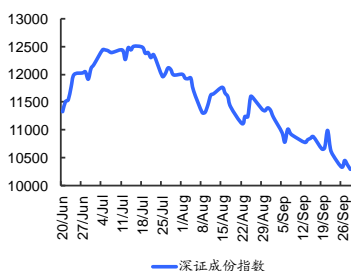
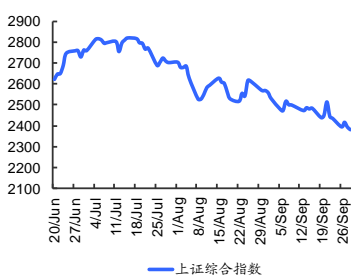
SAC NO: S1150110080003

022-28451849

actionfish@live.cn

投资要点:

- A 股市场上 2256 家上市公司的 2011 年上半年共实现营业收入 103634 亿元和净利润 10566 亿元, 二季度单季分别为 55148 亿元和 5506 亿元。从可比样本的角度看, 可比样本二季度单季营业收入环比上涨 9.6%, 同比上涨 24.4% (较第一季度下降 3.9 个百分点); 净利润环比上涨 13.1%, 同比上涨 27.3% (较第一季度上升 2.9 个百分点)。
- 从工业增加值和 PPI 均呈回落的态势考虑, 加之终端需求持续低迷, 主要工业品产量增速亦呈下降趋势, 因此我们认为下半年上市公司的盈利情况不容乐观。但仅就二季度而言, 从剔除金融石化的可比样本情况来看, 尽管营业收入增速出现下滑, 但净利润增速并没有出现下降, 这主要是费用水平的下降保证了净利率较好的缘故。但费用的压缩毕竟有其空间局限, 因此我们预计一旦毛利率继续下行, 净利率也难逃出现下行的结果。此外, 存货占比和应收账款占比的上升, 以及资产负债率的上升都将给上市公司下半年的业绩蒙上一层阴影。
- 具体行业层面看, 除金融服务外, (1) 二季度净利润同比上升明显的行业是综合、有色金属、轻工制造、纺织服装、信息服务和农林牧渔; 而毛利率上升较多的行业是餐饮旅游、公用事业和信息服务。(2) 二季度净利润同比增速缓慢甚至下降的行业是黑色金属、交通运输、采掘和交运设备; 而毛利率下降较多的行业是农林牧渔、交通运输、采掘、综合和纺织服装。(3) 简单来看, 上市公司中有色金属、轻工制造、信息服务、餐饮旅游经营状况良好; 而黑色金属、交通运输从业绩上来讲乏善可陈。
- 我们依据半年报, 并结合当前宏观经济, 对三季报以及全年得出了并不乐观的判断。这一点从目前券商行业研究员的一致预期中也可以得到一些印证。与三个月前相比, 23 个一级行业中有 17 个行业下调了业绩预期, 总体预期业绩增速也从 21.2% 下降到 19%。此外, 从已经发布一至三季度业绩预告的上市公司方面的数据上来看, 我们可以重点关注较为确定的纺织服装、轻工制造、信息设备和农林牧渔等行业。



1. 半年报业绩回顾

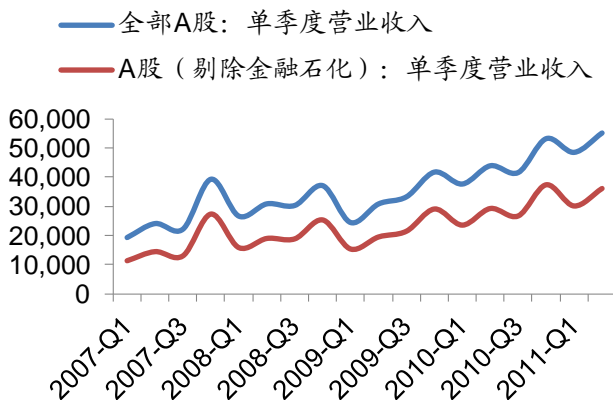
1.1 市场整体情况

1.1.1 营业收入和净利润

A股市场上 2256 家上市公司的 2011 年上半年共实现营业收入 103634 亿元和净利润 10566 亿元，二季度单季分别为 55148 亿元和 5506 亿元。

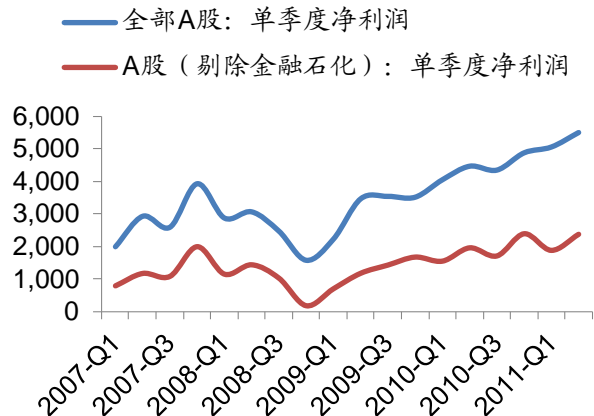
从可比样本的角度看，可比样本二季度单季营业收入环比上涨 9.6%，同比上涨 24.4%（较第一季度下降 3.9 个百分点）；净利润环比上涨 13.1%，同比上涨 27.3%（较第一季度上升 2.9 个百分点）。

图 1：A 股上市公司单季度营业收入



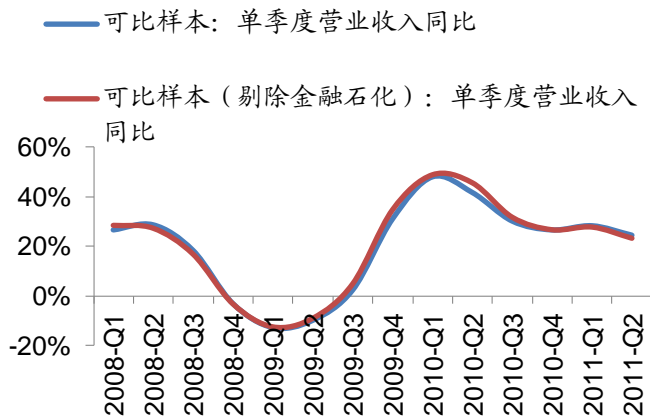
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 2：A 股上市公司单季度净利润



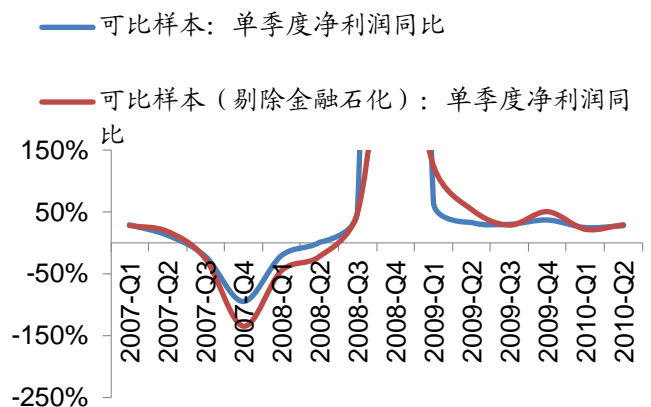
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 3：可比样本单季度营业收入同比



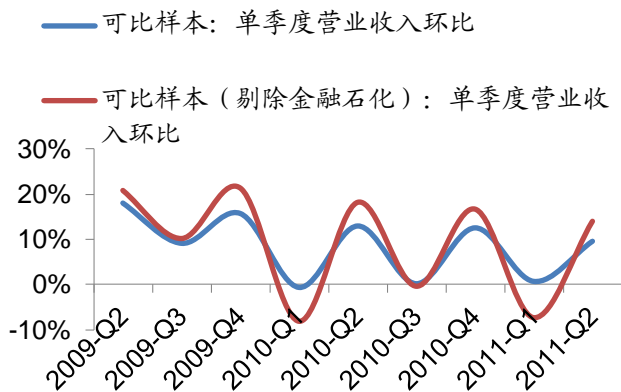
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 4：可比样本单季度净利润同比



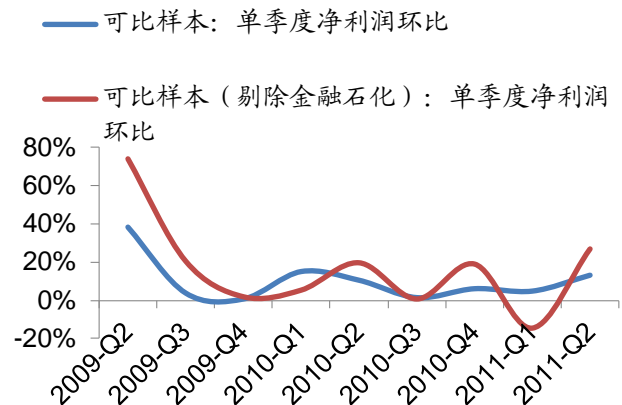
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 5: 可比样本单季度营业收入环比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 6: 可比样本单季度净利润环比

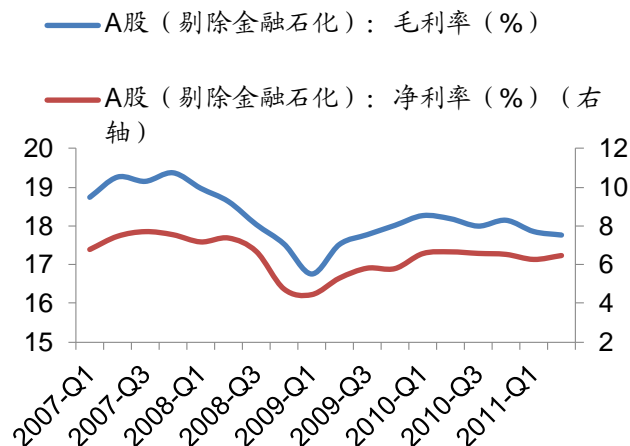


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.1.2 盈利能力

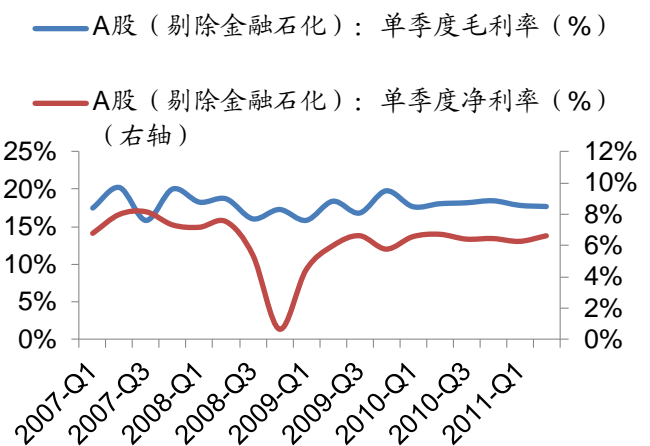
盈利能力方面体现为毛利率下降, 净利率上升。2011 年非金融石化上市公司上半年毛利率为 17.77%, 第二季度的毛利率 17.7%, 相较一季度的 17.86% 略微有所下降; 上半年净利率为 6.47%, 第二季度的净利率为 6.63%, 相较一季度的 6.27% 有所上升。

图 7: A 股上市公司上半年毛/净利率



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 8: A 股上市公司单季度毛/净利率



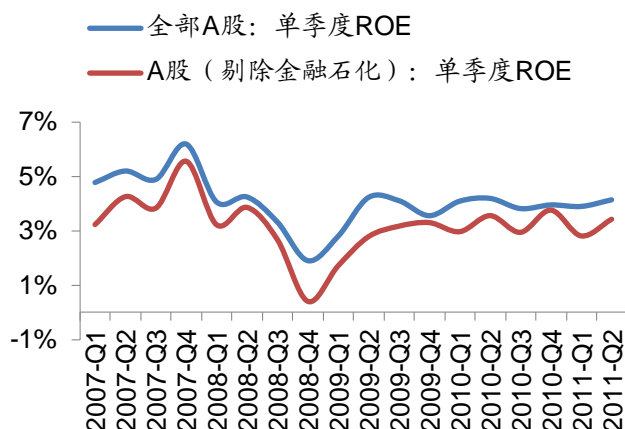
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.1.3 经营质量

- 非金融石化上市公司 ROE 提高。2011 年二季度非金融石化上市公司 ROE 为 3.40% 相比上季度的 2.79% 上升 0.61 个百分点。(二季度全部上市公司 ROE 为 4.13%, 相比第一季度的 3.88%, 上升 0.25 个百分点。)

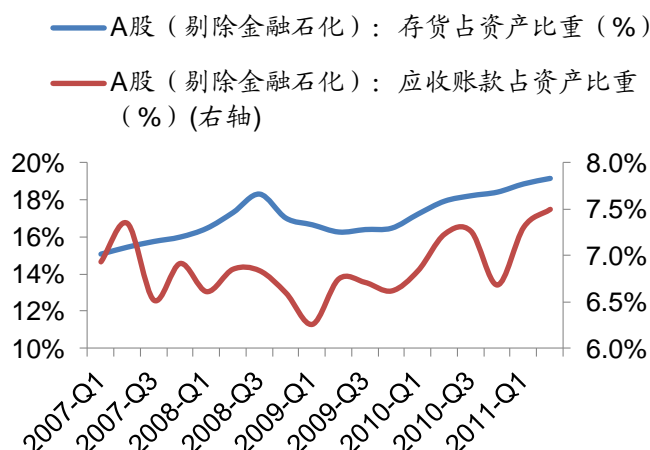
- 非金融石化上市公司存货比重和应收账款比重提升。2011年二季度非金融石化上市公司存货和应收账款分别占资产的比重为 19.2%和 7.5%，相比上个季度的 18.9%和 7.3%略有上升。

图 9: A股上市公司单季度 ROE



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

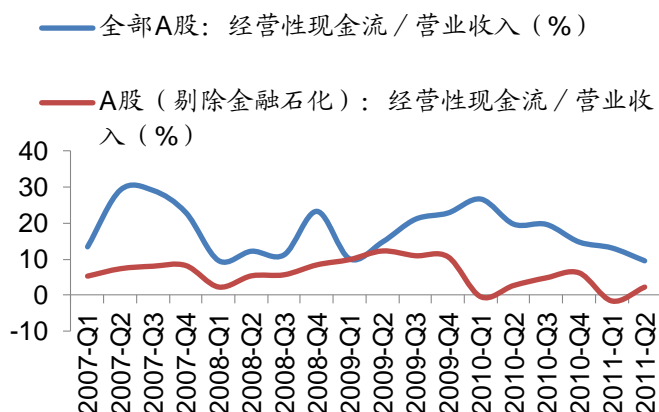
图 10: A股上市公司存货和应收账款水平



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

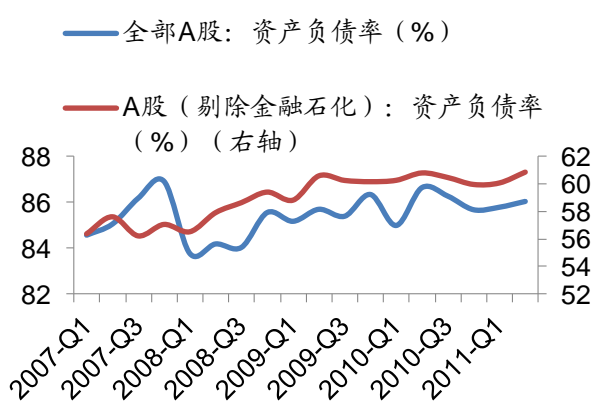
- 非金融石化上市公司经营性现金流水平提升。2011年二季度非金融石化上市公司经营性现金流占营业收入比重为 2.19%，相较第一季度-1.72%有所上升。（二季度全部上市公司的经营性现金流占比为 9.65%，相比一季度的 13.21%有所下降。）
- 非金融石化上市公司资产负债率上升。2011年二季度非金融石化上市公司资产负债率为 60.85%，相比第一季度的 60.07%提升 0.78 个百分点。（二季度全部上市公司资产负债率为 86.04%，相比第一季度的 85.79%，上升 0.25 个百分点。）

图 11: 经营性现金流水平



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

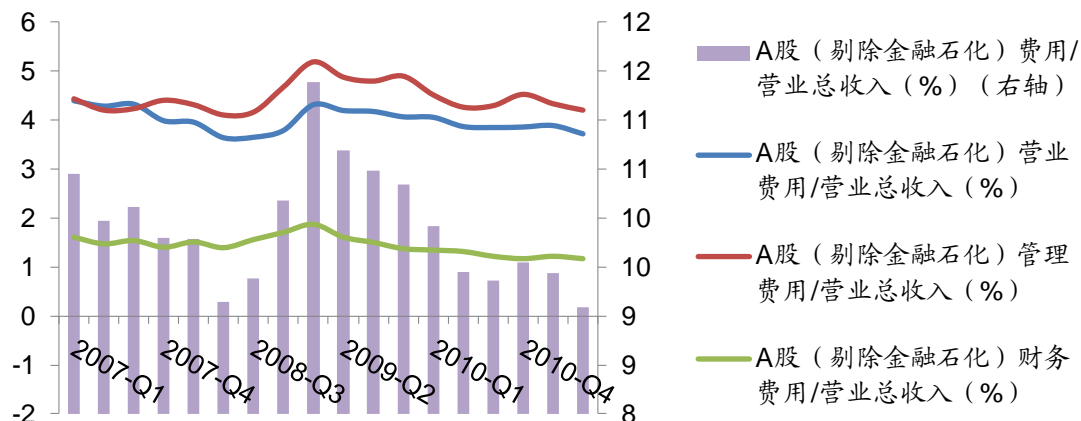
图 12: 资产负债率水平



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

- 非金融石化上市公司费用水平下降，这一点可以从毛利率下降而净利率上升的现象中得到佐证。2011年上半年非金融石化上市公司三大费用(营业费用、管理费用、财务费用)占营业总收入比重为 3.72%，相较第一季度的 3.89% 下降 0.17 个百分点。

图 13: A股上市公司费用水平



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.2 三大板块细分情况

1.2.1 营业收入和净利润

从不同板块观察，主板（剔除金融石化）、中小板和创业板 2011 年二季度分别完成营业收入 59671 亿元、5738 亿元和 592 亿元，净利润分别实现 3687 亿元、502 亿元和 93 亿元。

图 14: 三大板块单季度营业收入情况

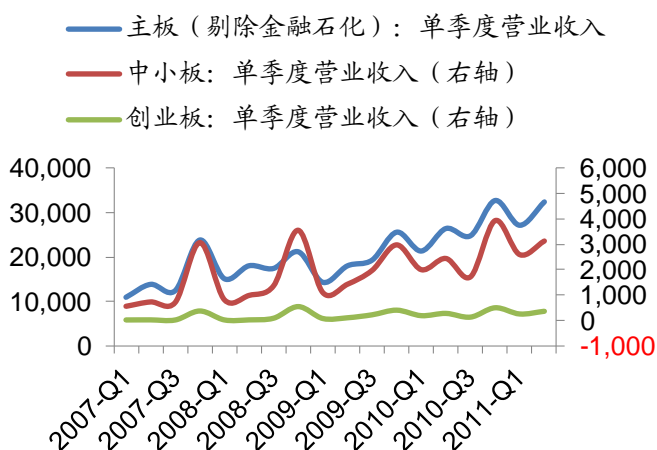
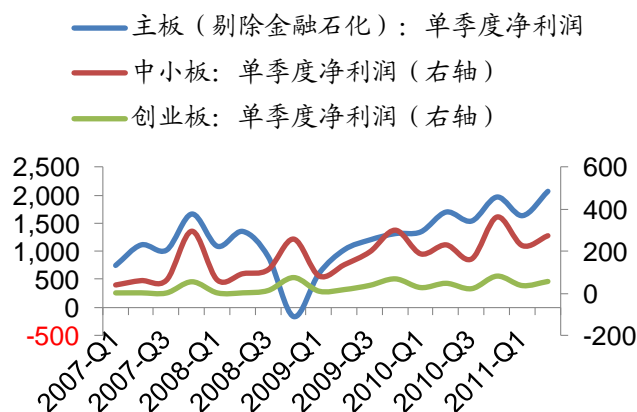


图 15: 三大板块单季度净利润情况



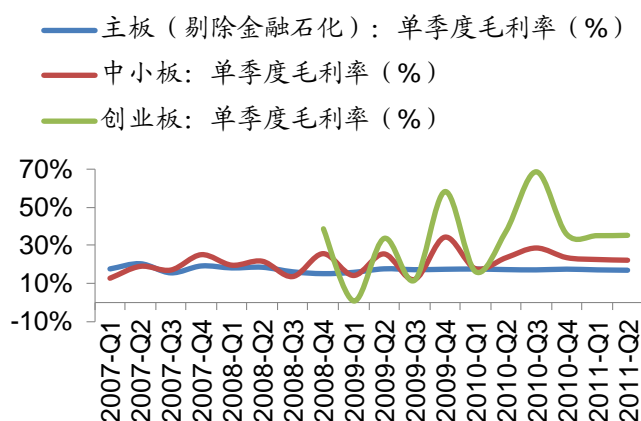
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.2.2 盈利能力

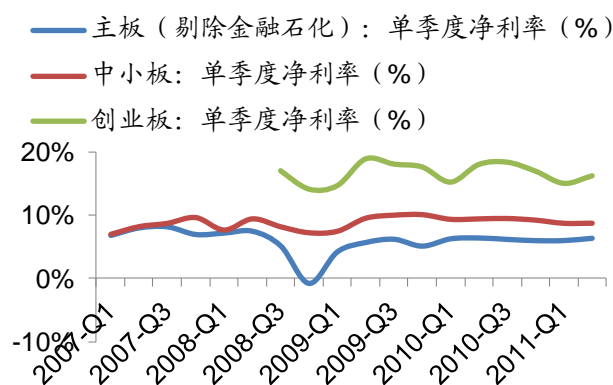
盈利能力方面，三大板块均表现为毛利率下降，净利率上升。主板（剔除金融石化）、中小板和创业板 2011 年二季度的毛利率分别为 17.07%、22.14%和 35.13%，较一季度（17.25%、22.51%和 34.94%）均有所下降；三大板块 2011 年二季度的净利率分别为 6.34%、8.76%和 16.25%，较一季度（5.98%、8.75%和 15.04%）均有所上升。

图 16：三大板块单季度毛利率情况



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 17：三大板块单季度净利率情况

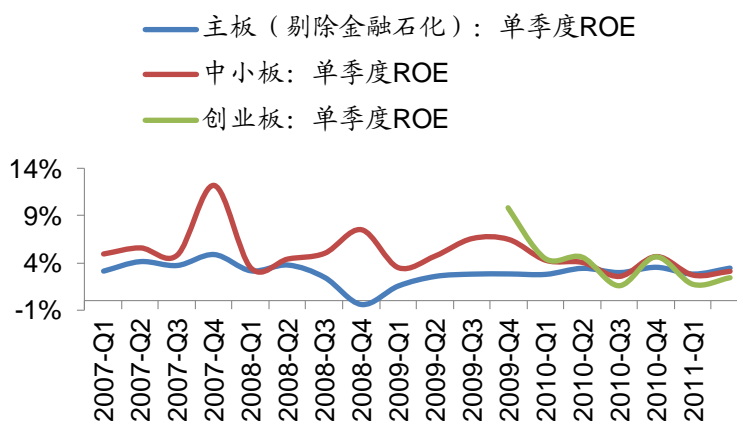


资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.2.3 ROE

从 ROE 水平看，三大板块均表现为上升。主板（剔除金融石化）、中小板和创业板 2011 年二季度的 ROE 分别为 3.48%、3.15%和 2.44%，相较一季度（2.84%，2.74%和 1.74%）均有所上升。

图 18：三大板块单季度 ROE 情况



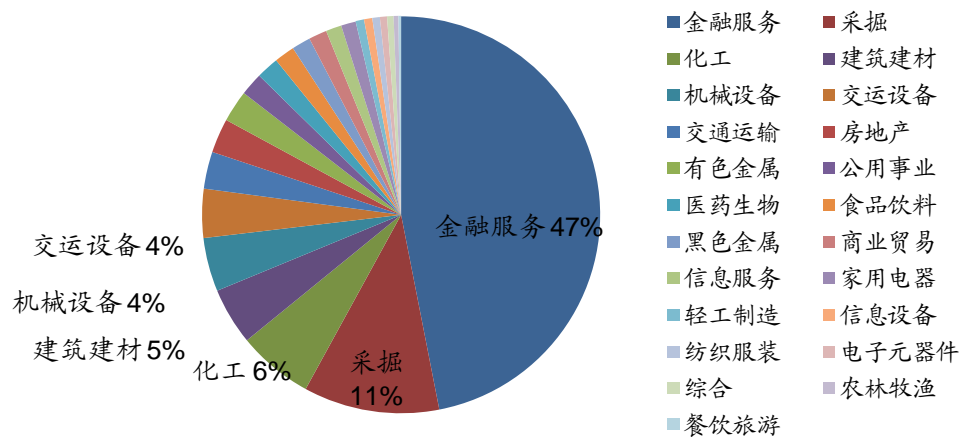
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3 行业细分情况

1.3.1 净利润

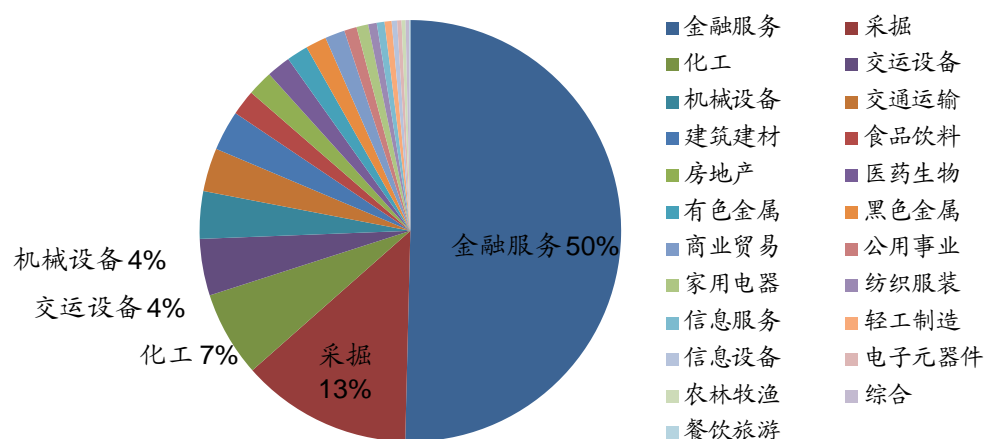
- 行业分布上，2011 年二季度净利润行业集中度相比一季度有所下降。二季度单季净利润行业集中度前六位的行业是，金融服务 47%，采掘 11%，化工 6%，建筑建材 5%，机械设备 4%，交运设备 4%。而一季度排名前三位的行业金融服务、采掘和化工分别占比 50%，13%和 7%。

图 19: 2011 年二季度单季净利润分布（全部 23 个行业）



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 20: 2011 年一季度单季净利润分布（全部 23 个行业）

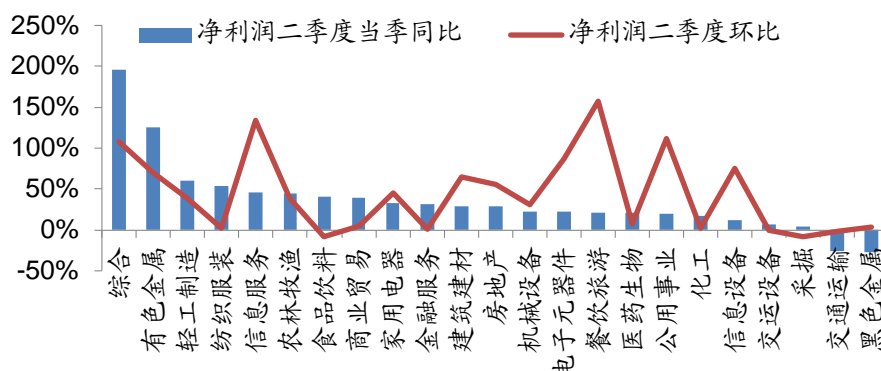


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

- 净利润增速方面，综合、有色金属、轻工制造、纺织服装增幅居前。按照可比样本的统计，2011 年二季度当季同比涨幅居前的行业是综合（195.59%）、有色金属（126.16%）、轻工制造（60.46%）、纺织服装（54.39%）、信息服

务 (46.16%)、农林牧渔 (44.89%)、食品饮料 (40.30%)。

图 21: 23 个行业单季度净利润当季同比及环比情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 1: 23 个行业单季度净利润 (亿元)、同比及环比情况

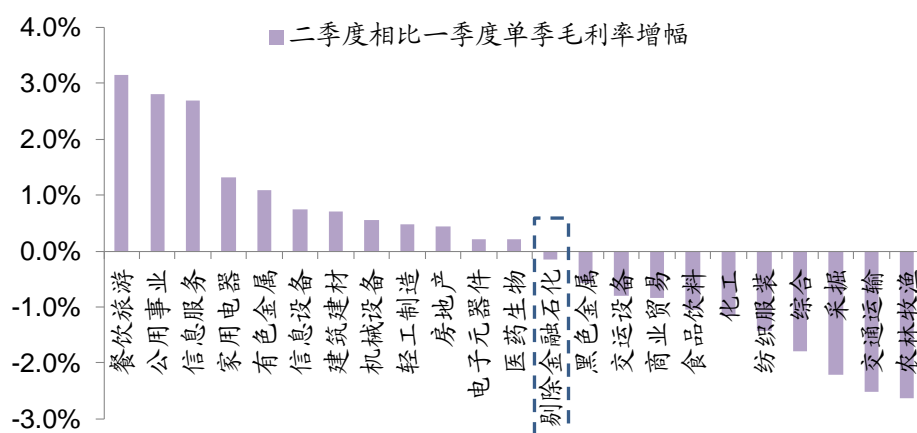
板块名称	2010-Q1	2010-Q2	2010-Q3	2010-Q4	2011-Q1	2011-Q2	二季度当季同比	二季度环比
综合	7.92	9.78	10.22	23.53	13.92	28.92	195.59%	107.79%
有色金属	64.09	62.69	58.41	86.76	83.18	141.79	126.16%	70.45%
轻工制造	18.92	23.53	15.17	20.66	27.25	37.76	60.46%	38.57%
纺织服装	15.92	21.87	16.15	82.24	33.20	33.76	54.39%	1.70%
信息服务	32.32	48.21	40.71	70.41	30.16	70.46	46.16%	133.61%
农林牧渔	13.03	14.78	15.79	20.35	15.36	21.41	44.89%	39.38%
食品饮料	69.84	65.14	59.84	66.58	98.87	91.39	40.30%	-7.56%
商业贸易	60.49	58.47	37.48	71.76	77.04	81.33	39.10%	5.57%
家用电器	32.55	49.75	48.12	51.80	45.56	66.06	32.78%	45.00%
金融服务	1983.52	1950.94	2030.09	1887.52	2548.38	2581.12	32.30%	1.28%
建筑建材	114.71	198.54	132.66	257.89	155.23	255.48	28.68%	64.59%
房地产	106.06	119.54	84.54	303.81	98.34	153.71	28.59%	56.31%
机械设备	121.49	195.68	144.94	234.23	184.10	240.06	22.68%	30.40%
电子元器件	13.54	26.09	22.82	24.68	17.01	31.81	21.91%	87.05%
餐饮旅游	4.07	9.60	9.61	6.73	4.55	11.70	21.83%	156.80%
医药生物	78.01	82.70	68.84	91.57	93.16	100.60	21.64%	7.99%
公用事业	59.67	85.26	133.92	96.40	48.45	102.38	20.08%	111.30%
化工	234.26	287.03	284.86	313.92	331.56	338.44	17.91%	2.07%
信息设备	21.26	32.78	30.94	54.80	21.01	36.92	12.64%	75.71%
交运设备	177.81	205.74	135.57	237.42	219.73	218.57	6.24%	-0.53%
采掘	567.63	582.20	611.39	631.38	662.37	608.42	4.50%	-8.14%
交通运输	161.34	221.88	314.10	186.29	168.35	165.54	-25.39%	-1.67%
黑色金属	92.69	115.27	41.49	52.28	80.65	83.98	-27.14%	4.13%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.3.2 毛利率

毛利率方面，二季度单季相比一季度涨幅较多的行业是餐饮旅游（+3.1%）、公用事业（+2.8%）、信息服务（+2.7%）、家用电器（+1.3%）、有色金属（+1.1%）；下降较多的行业是农林牧渔（-2.6%）、交通运输（-2.5%）、采掘（-2.2%）、综合（-1.8%）、纺织服装（-1.4%）。

图 22：非金融行业二季度相比一季度单季毛利率增幅



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

表 2：非金融行业二季度单季毛利率情况

板块名称	一季度单季毛利率	二季度单季毛利率	相比一季度增幅	板块名称	一季度单季毛利率	二季度单季毛利率	相比一季度增幅
餐饮旅游	36.1%	39.2%	3.1%	医药生物	27.1%	27.3%	0.2%
公用事业	13.3%	16.1%	2.8%	黑色金属	8.2%	7.6%	-0.6%
信息服务	29.6%	32.3%	2.7%	交运设备	17.2%	16.4%	-0.8%
家用电器	17.5%	18.8%	1.3%	商业贸易	12.5%	11.6%	-0.8%
有色金属	12.1%	13.2%	1.1%	食品饮料	43.6%	42.5%	-1.1%
信息设备	18.8%	19.6%	0.7%	化工	17.3%	16.1%	-1.2%
建筑建材	12.3%	13.0%	0.7%	纺织服装	23.6%	22.2%	-1.4%
机械设备	21.9%	22.5%	0.6%	综合	14.1%	12.3%	-1.8%
轻工制造	18.0%	18.5%	0.5%	采掘	32.3%	30.1%	-2.2%
房地产	39.5%	40.0%	0.4%	交通运输	22.2%	19.7%	-2.5%
电子元器件	20.3%	20.5%	0.2%	农林牧渔	14.6%	12.0%	-2.6%

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3.3 费用水平

从费用情况来看，大多数行业呈现了费用下降的趋势。2011 上半年费用水平保持相对较低水平的行业是黑色金属（5.02%）、化工（5.03%）、建筑建材（5.04%）

和有色金属 (5.17%)。

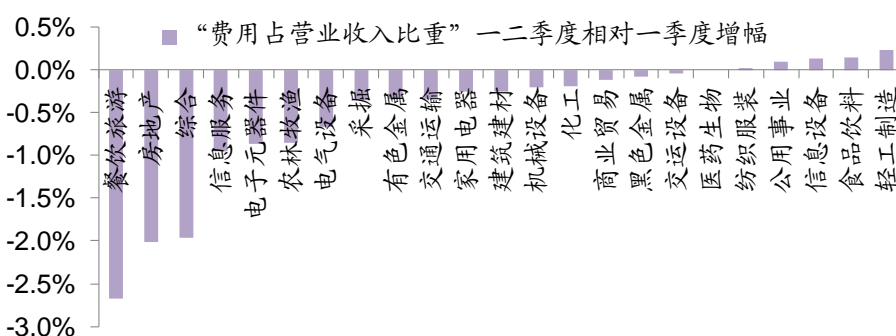
从费用水平改善的角度来看,与一季度相比,三大费用占营业收入比重下降较多的行业有餐饮旅游 (-2.68%)、房地产 (-2.01%)、综合 (-1.96%)。

表 3: 非金融行业三大费用占营业收入比重 (%) 情况

板块名称	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	相较于 上一期	相较于 前四期
黑色金属	5.25	5.2	5.46	5.1	5.02	-0.08	-0.23
化工	5.57	5.67	6.1	5.22	5.03	-0.19	-0.61
建筑建材	4.86	4.77	4.94	5.3	5.04	-0.26	0.07
有色金属	5.43	5.47	5.71	5.51	5.17	-0.34	-0.36
综合	10.53	10.34	9.95	9.35	7.39	-1.96	-2.65
商业贸易	7.7	7.66	7.99	7.73	7.61	-0.12	-0.16
采掘	9.37	9.15	9.25	8.04	7.68	-0.36	-1.27
交运设备	9.41	9.57	9.88	9.05	9.01	-0.04	-0.47
交通运输	10.41	9.88	10.02	9.61	9.27	-0.34	-0.71
农林牧渔	10.89	10.41	10.6	10.43	9.58	-0.85	-1.00
公用事业	10.56	10.38	10.57	10.49	10.59	0.1	0.09
机械设备	11.17	11.35	11.83	11.27	11.06	-0.21	-0.35
房地产	9.88	10.3	9.07	13.65	11.64	-2.01	0.92
电气设备	11.22	11.79	11.86	12.55	11.89	-0.66	0.04
轻工制造	12.54	12.87	12.91	11.87	12.1	0.23	-0.45
信息设备	11.9	11.53	11.65	12.14	12.27	0.13	0.47
电子元器件	13.48	13.32	13.96	13.85	12.99	-0.86	-0.66
家用电器	14.88	15.22	15.38	13.97	13.71	-0.26	-1.15
纺织服装	14.12	13.86	13.91	13.93	13.95	0.02	-0.01
医药生物	18.52	19.09	18.98	17.22	17.22	0	-1.23
食品饮料	20.24	19.22	20.07	19.46	19.61	0.15	-0.14
信息服务	22.24	22.09	22.56	22.62	21.67	-0.95	-0.71
餐饮旅游	26.99	24.9	25.2	27.6	24.92	-2.68	-1.25

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 23: 非金融行业费用水平改善情况

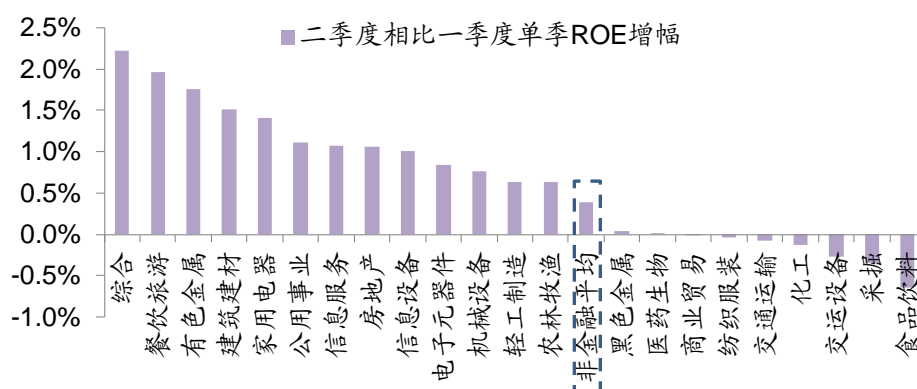


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.3.4 ROE

在非金融行业的 ROE 水平方面，二季度相比一季度上升较多的行业是黑色金属 (+2.23%)、信息服务 (+1.96%)、有色金属 (+1.75%)、交运设备 (+1.51%)、化工 (+1.41%)；下降较多的行业是餐饮旅游 (-0.65%)、机械设备 (-0.27%)、家用电器 (-0.13%)。

图 24：非金融行业二季度相比一季度单季 ROE 增幅



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

表 4：非金融行业二季度单季 ROE 情况

板块名称	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	相较于 上一期	相较于 前四期
黑色金属	2.31%	2.27%	4.91%	2.81%	5.04%	2.23%	2.0%
信息服务	3.38%	3.26%	2.05%	1.35%	3.31%	1.96%	0.8%
有色金属	2.50%	2.19%	3.07%	2.79%	4.54%	1.75%	1.9%
交运设备	3.90%	2.50%	4.56%	2.66%	4.17%	1.51%	0.8%
化工	4.98%	4.30%	4.17%	3.39%	4.80%	1.41%	0.6%
纺织服装	2.07%	3.14%	2.09%	1.02%	2.14%	1.11%	0.1%
电子元器件	1.48%	1.22%	1.97%	0.82%	1.89%	1.07%	0.5%
信息设备	2.80%	1.92%	6.40%	2.03%	3.09%	1.06%	-0.2%
商业贸易	2.90%	2.53%	4.05%	1.51%	2.52%	1.01%	-0.2%
采掘	2.31%	1.70%	1.58%	1.05%	1.89%	0.84%	0.2%
建筑建材	4.85%	3.19%	4.34%	3.13%	3.89%	0.76%	0.0%
房地产	2.69%	1.69%	1.96%	2.52%	3.15%	0.63%	0.9%
食品饮料	2.15%	2.14%	2.50%	1.76%	2.39%	0.63%	0.3%
综合	2.58%	0.92%	1.13%	1.71%	1.75%	0.04%	0.2%
农林牧渔	5.20%	4.87%	4.20%	5.37%	5.39%	0.02%	0.5%
轻工制造	3.92%	3.13%	3.72%	3.48%	3.50%	0.01%	-0.1%
公用事业	3.53%	2.21%	3.89%	3.94%	3.93%	-0.01%	0.5%
医药生物	2.39%	1.61%	7.05%	2.69%	2.66%	-0.04%	-0.8%
交通运输	4.11%	5.53%	2.97%	2.58%	2.51%	-0.07%	-1.3%

家用电器	3.98%	3.83%	3.94%	3.90%	3.77%	-0.13%	-0.1%
机械设备	5.98%	3.70%	5.45%	4.66%	4.39%	-0.27%	-0.6%
餐饮旅游	5.42%	4.77%	4.85%	6.67%	6.02%	-0.65%	0.6%

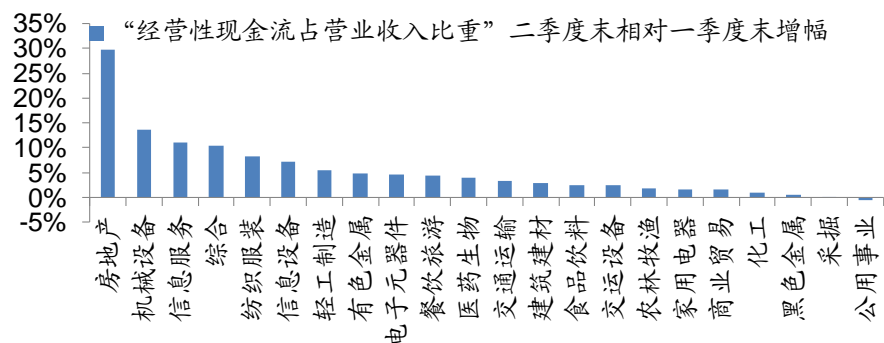
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.3.5 经营性现金流水平

从经营性现金流占营业收入比重情况来看, 二季度经营性现金流较为充裕的行业有信息服务 (19.40%)、食品饮料 (18.12%)、采掘 (16.81%); 现金流吃紧的行业是房地产 (-32.87%)、信息设备 (-9.55%)、机械设备 (-9.48%)。

从现金流改善的情况来看, 二季度相对一季度现金流水平改善较多的行业有房地产 (+29.66%)、机械设备 (+13.72%)、信息服务 (+11.08%)。

图 25: 非金融行业经营性现金流水平改善情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 5: 非金融行业经营性现金流占营业收入比重 (%) 情况

板块名称	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	相较于上一期	相较于前四期
信息服务	23.69	30.39	28.17	8.32	19.4	11.08	-3.24
食品饮料	13.25	16.47	15.34	15.7	18.12	2.42	2.93
采掘	21.85	22.93	21.72	16.64	16.81	0.17	-3.98
交通运输	19.49	22.28	22.33	12.29	15.53	3.24	-3.57
公用事业	19.23	20.68	20.87	15.02	14.47	-0.55	-4.48
餐饮旅游	13.14	16.07	16.49	3.03	7.42	4.39	-4.76
农林牧渔	6.56	3.31	-0.32	4.93	6.74	1.81	3.12
有色金属	2.61	2.71	3.19	0.96	5.77	4.81	3.40
黑色金属	2.08	3.97	4.14	4.12	4.62	0.50	1.04
家用电器	5.28	5.09	3.79	2.65	4.22	1.57	0.02
轻工制造	4.72	4.37	5.43	-1.52	4.04	5.56	0.79
医药生物	5.96	5.95	7.02	-0.72	3.16	3.88	-1.39
化工	4.57	6.17	8.14	2.08	2.95	0.87	-2.29

综合	-19.28	-10.03	-6.09	-9.15	1.19	10.34	12.33
电子元器件	5.16	4.6	6.49	-4.38	0.14	4.52	-2.83
商业贸易	-0.93	1.57	1.92	-2.54	-1.02	1.52	-1.03
交运设备	4.46	5.39	7.3	-5.5	-3.09	2.41	-6.00
建筑建材	-4.71	-2.05	0.64	-8.19	-5.32	2.87	-1.74
纺织服装	3.84	3.09	6.36	-14.4	-6.1	8.30	-5.82
机械设备	-0.84	1.1	5.46	-23.2	-9.48	13.72	-5.11
信息设备	-7.9	-7.7	0.7	-16.66	-9.55	7.11	-1.66
房地产	-57.05	-41.36	-22.31	-62.53	-32.87	29.66	12.94

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

1.3.6 存货水平

在非金融行业的存货水平方面，二季度存货水平占总资产比重较低的行业有采掘（1.5%）、交通运输（1.9%）、公用事业（2.7%）；存货比重较高的行业有房地产（61.8%）、商业贸易（26.9%）、纺织服装（26.4%）。

相比一季度而言，二季度末存货占比下降较多的的行业是综合（-1.4%）、有色金属（-1.3%）、农林牧渔（-1.1%）。

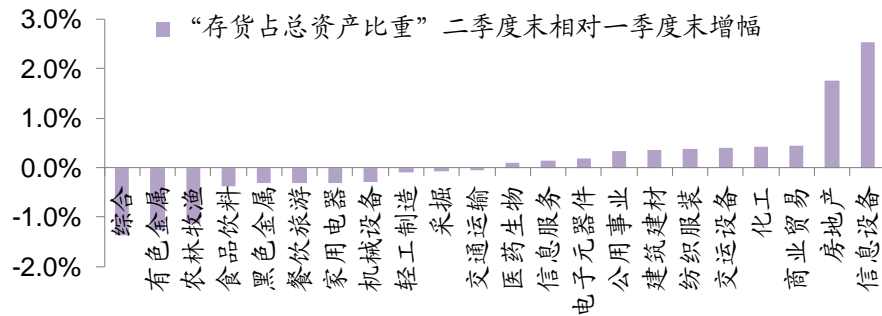
表 6：非金融行业二季度存货占总资产比重情况

板块名称	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	相较于 上一期	相较于 前四期
采掘	1.5%	1.6%	1.5%	1.6%	1.5%	-0.1%	0.0%
交通运输	1.7%	1.8%	1.7%	2.0%	1.9%	0.0%	0.1%
公用事业	2.5%	2.5%	2.5%	2.4%	2.7%	0.3%	0.3%
信息服务	3.1%	3.2%	3.2%	3.5%	3.6%	0.1%	0.4%
化工	5.5%	5.4%	5.6%	5.7%	6.2%	0.4%	0.6%
电子元器件	9.6%	9.1%	9.0%	9.7%	9.9%	0.2%	0.5%
餐饮旅游	10.1%	10.7%	9.8%	10.3%	10.0%	-0.3%	-0.2%
医药生物	13.9%	13.5%	14.5%	13.4%	13.5%	0.1%	-0.3%
交运设备	15.4%	15.7%	15.6%	15.4%	15.8%	0.4%	0.2%
家用电器	17.0%	15.6%	18.2%	16.1%	15.8%	-0.3%	-1.0%
轻工制造	16.5%	16.5%	16.5%	17.1%	17.0%	-0.1%	0.4%
食品饮料	19.0%	18.1%	18.7%	17.9%	17.5%	-0.4%	-0.9%
黑色金属	18.6%	18.5%	18.8%	19.5%	19.2%	-0.3%	0.4%
机械设备	20.4%	19.6%	19.5%	20.1%	19.8%	-0.3%	0.0%
有色金属	19.0%	19.5%	21.5%	21.3%	20.0%	-1.3%	-0.3%
信息设备	20.1%	20.4%	17.0%	18.6%	21.1%	2.5%	2.1%
农林牧渔	21.6%	20.5%	23.2%	23.3%	22.2%	-1.1%	0.1%
建筑建材	22.2%	23.4%	23.3%	23.6%	24.0%	0.4%	0.9%
综合	24.7%	25.4%	24.2%	25.8%	24.4%	-1.4%	-0.6%
纺织服装	25.7%	24.9%	24.2%	26.1%	26.4%	0.4%	1.2%

商业贸易	23.9%	25.0%	25.9%	26.5%	26.9%	0.4%	1.6%
房地产	58.6%	58.8%	58.0%	60.1%	61.8%	1.8%	2.9%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 26: 非金融行业存货水平改善情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

1.3.7 应收账款水平

在非金融行业应收账款水平方面, 二季度应收账款占总资产比重较低的行业有房地产 (1.1%)、采掘 (1.3%)、黑色金属 (2.3%); 应收账款占比较高的行业有信息设备 (20.4%)、机械设备 (19.7%)。

相比一季度, 二季度末应收账款占比下降较多的行业是信息设备 (-1.5%) 和轻工制造 (-0.5%)。

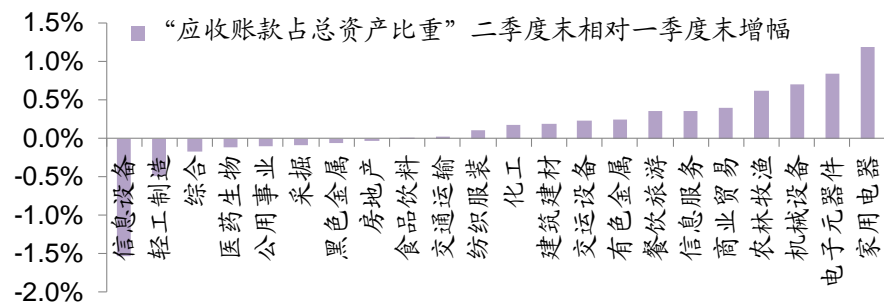
表 7: 非金融行业应收账款占总资产比重情况

板块名称	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	相较于上一期	相较于前四期
房地产	1.1%	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%	0.0%	-0.1%
采掘	1.3%	1.4%	1.0%	1.4%	1.3%	-0.1%	0.0%
黑色金属	2.4%	2.3%	2.0%	2.3%	2.3%	-0.1%	0.0%
化工	2.5%	2.5%	2.2%	2.5%	2.7%	0.2%	0.3%
交通运输	3.1%	3.0%	2.7%	2.9%	2.9%	0.0%	0.0%
食品饮料	3.1%	3.0%	2.9%	3.1%	3.1%	0.0%	0.1%
综合	3.9%	3.8%	3.6%	3.7%	3.5%	-0.2%	-0.2%
有色金属	3.7%	3.7%	3.3%	3.6%	3.8%	0.2%	0.3%
公用事业	3.7%	4.1%	3.7%	4.0%	3.9%	-0.1%	0.0%
餐饮旅游	3.6%	4.4%	3.7%	3.7%	4.0%	0.4%	0.2%
商业贸易	3.9%	4.0%	3.6%	3.8%	4.2%	0.4%	0.4%
农林牧渔	4.9%	5.2%	3.7%	3.8%	4.4%	0.6%	0.0%
纺织服装	6.2%	6.6%	5.0%	5.5%	5.6%	0.1%	-0.2%
信息服务	5.0%	5.3%	4.7%	5.2%	5.6%	0.4%	0.5%

轻工制造	8.8%	8.8%	7.4%	8.3%	7.9%	-0.5%	-0.5%
交运设备	10.6%	10.4%	8.2%	10.8%	11.0%	0.2%	1.0%
家用电器	12.6%	10.5%	9.2%	9.9%	11.1%	1.2%	0.5%
电子元器件	12.8%	11.8%	10.5%	10.8%	11.6%	0.8%	0.1%
建筑建材	12.8%	13.1%	13.3%	12.9%	13.1%	0.2%	0.1%
医药生物	13.5%	13.9%	11.5%	13.5%	13.4%	-0.1%	0.3%
机械设备	19.1%	19.0%	16.9%	19.0%	19.7%	0.7%	1.2%
信息设备	22.0%	21.7%	20.9%	21.9%	20.4%	-1.5%	-1.2%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 27: 非金融行业应收账款水平改善情况

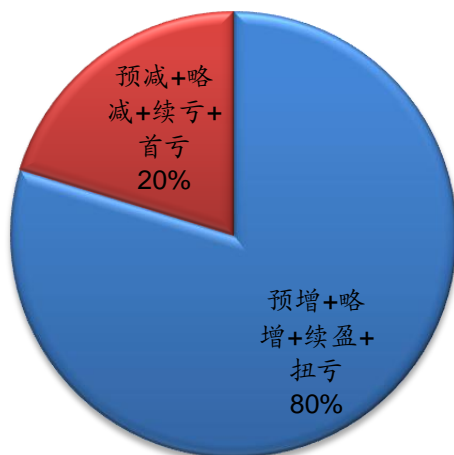


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

2. 盈利预测

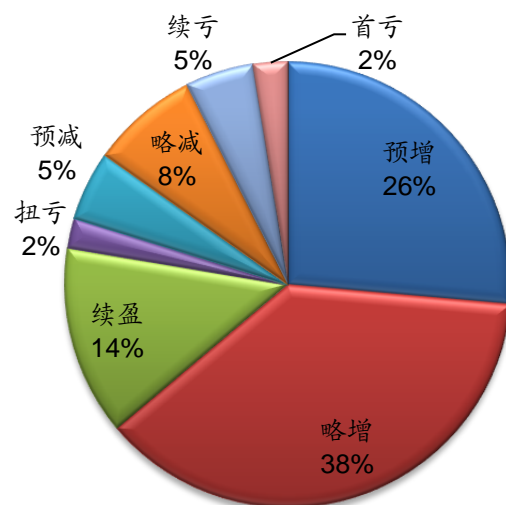
2.1 三季报业绩预告

图 28: 预告一至三季度业绩的上市公司分类



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 29: 预告一至三季度业绩的上市公司分类



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 8: 截至目前发布业绩预告的上市公司的统计情况

行业	样本占所属行业市值权重	2010 年前 3 季度净利润 (亿元)	预测 2011 年前 3 季度净利润 (亿元)	预计净利润前 3 季度增幅	行业	样本占所属行业市值权重	2010 年前 3 季度净利润 (亿元)	预测 2011 年前 3 季度净利润 (亿元)	预计净利润前 3 季度增幅
电子元器件	54.4%	24.3	21.2	-12.6%	建筑建材	22.2%	31.5	52.9	67.7%
纺织服装	40.7%	25.6	41.6	62.7%	食品饮料	21.7%	32.1	36.2	12.6%
轻工制造	39.2%	22.2	34.4	54.8%	综合	19.9%	2.1	23.4	1006.3%
信息设备	38.5%	25.7	36.5	42.2%	餐饮旅游	18.8%	2.3	4.6	100.8%
农林牧渔	34.2%	15.1	27.0	78.4%	房地产	13.8%	43.3	47.3	9.4%
家用电器	33.0%	24.2	31.9	31.9%	交运设备	11.1%	40.8	26.9	-34.1%
有色金属	28.3%	64.5	135.1	109.3%	公用事业	8.2%	2.2	3.5	61.4%
商业贸易	28.3%	52.0	73.0	40.4%	交通运输	3.4%	6.0	8.6	44.9%
信息服务	26.3%	23.2	28.4	22.1%	黑色金属	1.5%	1.4	3.8	168.9%
机械设备	26.2%	102.3	104.5	2.2%	采掘	0.9%	11.5	9.3	-19.8%
医药生物	25.3%	58.1	69.7	20.0%	金融服务	0.6%	19.2	27.4	42.5%
化工	23.2%	73.7	114.5	55.4%	整体	15.5%	703.3	961.8	36.8%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

截止 9 月 25 日总共有 728 家上市公司发布了 2011 年一至三季度较为确定的业绩预告, 其中“预增+略增+续盈+扭亏”的公司占总数的 80%, “预减+略减+续亏+首亏”的公司占 20%。盈利增速方面, 以可比样本计算这 728 家上市公司一至三季度净利润增幅为 36.8%。

具体行业层面, 不考虑样本占所属行业市值权重过低的行业, 一至三季度净利润增幅较大且较为确定的行业是纺织服装 (62.7%)、轻工制造 (54.8%)、信息设备 (42.2%)、农林牧渔 (78.4%)。

2.2 盈利一致预期下调

从目前情况看, 行业研究员对 A 股上市公司的业绩预测与 3 个月之前相比, 除综合、金融服务、纺织服装、食品饮料、信息服务外, 绝大多数行业呈现业绩预测下调的趋势, 反映出市场对上市公司盈利能力的悲观预期。截止到 9 月 25 日, 行业研究员对 A 股 1670 家上市公司 (占全部 A 股市值权重 90.8%) 的盈利预测结果为, 预计 2011 年全年净利润增幅为 19.0%, 比 3 个月前预期增速 21.2% 下调了 2.2 个百分点。

具体行业来看, 预计净利润 2011 年增幅靠前的行业有综合 (120.5%)、电子元器件 (64.6%)、农林牧渔 (61.4%)、有色金属 (50.1%); 排名靠后的行业有交通运输 (-11.7%) 和公用事业 (-6.1%)。

表 9: 3 个月前和当前利润增幅预测情况

行业	3 个月利润 增幅预测值	当前利润 增幅预测 值	相比 3 个月前	行业	3 个月利润 增幅预测值	当前利润 增幅预测 值	相比 3 个月前
综合	36.6%	120.5%	83.9%	医药生物	35.3%	28.0%	-7.3%
金融服务	21.8%	23.5%	1.7%	机械设备	40.6%	32.7%	-7.9%
纺织服装	22.7%	24.0%	1.3%	公用事业	2.1%	-6.1%	-8.2%
食品饮料	38.3%	39.3%	1.0%	信息设备	35.3%	26.7%	-8.6%
信息服务	20.0%	20.6%	0.7%	房地产	30.5%	21.0%	-9.4%
化工	17.4%	17.4%	0.0%	交通运输	-0.3%	-11.7%	-11.3%
家用电器	14.9%	14.3%	-0.5%	黑色金属	42.4%	28.1%	-14.3%
有色金属	51.5%	50.1%	-1.4%	餐饮旅游	34.4%	19.8%	-14.6%
建筑建材	32.3%	30.3%	-1.9%	轻工制造	36.3%	21.4%	-14.9%
商业贸易	36.9%	34.4%	-2.5%	农林牧渔	87.8%	61.4%	-26.4%
采掘	8.0%	4.1%	-3.9%	电子元器件	115.6%	64.6%	-50.9%
交运设备	6.7%	0.6%	-6.2%	整体	21.2%	19.0%	-2.2%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 10: 行业研究员的一致预期情况

行业	样本占所 属行业市 值权重	2010 年 净利润 (亿元)	预测 2011 年净利润 (亿元)	预计净利 润年增幅	行业	样本占所 属行业市 值权重	2010 年净 利润 (亿 元)	预测 2011 年净利润 (亿元)	预计净利 润年增幅
综合	45.7%	24.6	54.2	120.5%	金融服务	99.8%	7851.0	9697.3	23.5%
电子元器件	79.8%	75.2	123.8	64.6%	轻工制造	63.3%	73.8	89.6	21.4%
农林牧渔	79.2%	61.0	98.4	61.4%	房地产	74.2%	545.2	659.9	21.0%
有色金属	93.2%	277.8	417.0	50.1%	信息服务	94.2%	184.1	222.0	20.6%
食品饮料	93.0%	256.0	356.7	39.3%	餐饮旅游	83.1%	28.1	33.7	19.8%
商业贸易	87.5%	206.1	277.1	34.4%	化工	85.4%	1074.2	1261.2	17.4%
机械设备	89.5%	666.9	885.2	32.7%	家用电器	92.1%	180.5	206.3	14.3%
建筑建材	89.9%	681.9	888.8	30.3%	采掘	98.8%	2384.9	2481.8	4.1%
黑色金属	96.2%	298.6	382.5	28.1%	交运设备	89.7%	741.5	745.8	0.6%
医药生物	89.0%	308.0	394.2	28.0%	公用事业	84.9%	364.1	341.9	-6.1%
信息设备	77.3%	120.2	152.3	26.7%	交通运输	90.6%	834.9	737.6	-11.7%
纺织服装	71.1%	111.9	138.8	24.0%	整体	90.8%	17350.4	20646.2	19.0%

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

3. 结论

8 月份的工业增加值同比增速 13.5%，已经连续两个月出现下降。此外，尽管 8 月份 PPI 同比增长 7.25%，略高于预期，但下半年通胀回落已在情理之中。从量和价均呈回落的态势考虑，加之终端需求持续低迷，主要工业品产量增速亦呈下降趋势，因此我们认为下半年上市公司的盈利情况不容乐观。但仅就二季度而言，

从剔除金融石化的可比样本情况来看，尽管营业收入增速出现下滑，但净利润增速并没有出现下降，这主要是净利率较好的缘故。

二季度费用水平的下降保证了在毛利率水平下降的情况下净利率没有出现下滑，但费用的压缩毕竟有其空间局限，因此我们预计一旦毛利率继续下行，净利率也难逃出现下行的结果。此外，存货占比和应收账款占比的上升，以及资产负债率的上升都将给上市公司下半年的业绩蒙上一层阴影。

具体行业层面看，除金融服务外，（1）二季度净利润同比上升明显的行业是综合、有色金属、轻工制造、纺织服装、信息服务和农林牧渔；而毛利率上升较多的行业是餐饮旅游、公用事业和信息服务。（2）二季度净利润同比增速缓慢甚至下降的行业是黑色金属、交通运输、采掘和交运设备；而毛利率下降较多的行业是农林牧渔、交通运输、采掘、综合和纺织服装。（3）简单来看，上市公司中有色金属、轻工制造、信息服务、餐饮旅游经营状况良好；而黑色金属、交通运输从业绩上来讲乏善可陈。

我们依据上市公司半年报，并结合当前宏观经济，对三季报以及全年得出了并不乐观的判断。这一点从目前券商行业研究员的一致预期中也可以得到一些印证。与三个月前相比，23 个一级行业中有 17 个行业下调了业绩预期，总体预期业绩增速也从 21.2% 下降到 19%。此外，从已经发布一至三季度业绩预告的上市公司方面的数据上来看，我们可以重点关注较为确定的纺织服装、轻工制造、信息设备和农林牧渔等行业。由于本轮经济下滑，是持续通胀以及外需下降等一系列错综复杂的因素循环作用共同导致的结果，尽管我们预计 CPI 将在四季度得到明显改善，政策有放松的预期，流动性面临改善，外需的下滑也并不如我们预想的那样糟糕，但就企业盈利能力而言，盈利情况包括营收利润以及毛利率水平可能仍需要一个相当长的过程来修复。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队		
朱艳君	吴慧	刘啸
渤海证券研究所机构销售部经理 华南区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华东区销售经理	渤海证券研究所机构销售部 华北区销售经理
座机: 86-22-28451995	座机: 86-10-68784269	座机: 86-10-68784275
手机: 13502040941	手机: 13811199719	手机: 13810427284
邮箱: zhuyanjun@bhzq.com	邮箱: wuhuihui09@gmail.com	邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn