

张忆东 李彦霖
吴 峰 蒋仕卿

证券研究报告

策略研究团队

021-38565932

Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号: S0190510110012

相关报告

20110502《调整仓位 保存实力》

20110419《除了白马防御, 还考虑仓位调整》

20110408《维持白马配置》

20110327《撤退或是进攻? 都向白马靠》

20110318《敦刻尔克大撤退》

20110227《“维稳”春风驱寒意》

20110128《参与或者不参与, 春季攻势就在那里》

20110123《阶段底部有望形成》

20110104《迎新春 反“围剿” 吃“兔头”——A 股市场 1 月投资策略报告》

20101215《积极防御-2011 年 A 股投资策略报告》

20101206《星星之火可以燎原》

20101116《三湾整编进行时, 星星之火何处寻》

20101019《震荡后, 均衡配置: 周期股分化 转型经济淘金》

20100702《平淡中惊喜, 决胜三季度》

20100523《行情再次进入“磨、忍”阶段》

20100518《7 月份/2300 绝地大反弹》

投资要点

- 全部 A 股上市公司 2011 年中报(可比公司口径), 归属母公司所有者净利润增长 22.78%。金融净利润增长 27.33%; 非金融净利润增长 17.92%, 较 2011 年一季度继续放缓。
- 中小板、创业板中报归属母公司股东净利润分别同比增长 19.44%、23.4%, 较一季度出现较大下滑。如果扣除超募资金优势带来的财务费用下降, 创业板中报归属母公司股东净利润同比仅增长 7%。
- 中报业绩整体增速符合我们自上而下的预期, 但略低于市场预期。创业板、中小板被下调 2011 年盈利预测的公司数量高于主板。
- 相比一季报, 营业收入增速略降, 扣除“两桶油”后毛利率现企稳迹象。ROE 低于 10 年同期, 总资产周转率和权益乘数的提升未能完全抵消净利率的下滑。
- 去库存压力不大。二季度, 非金融上市公司存货周转率较去年同期仅略降, 大部分年行业存货周转天数在 3 个月左右, 房地产和纺织服装周转天数稍高。
- 现金流继续下滑, 但降幅趋缓。二季度, 非金融上市公司现金及现金等价物净增加额较去年同期下降 69%, 与一季度相当, 没有进一步恶化; 经营活动产生的现金流同比增长 27%, 较一季度明显回升; 但是, 筹资活动产生的现金流净额继续同比下降 13%。
- 上游行业盈利增速持平, 剔除中石油后, 采掘净利润增长 19.3%; 中游原材料行业毛利并未受到挤压, 反而受益价格的提升; 中游工业品行业分化, 机械设备毛利率略有上升, 但是收入增速从高位下降, 拖累净利润增速也从高位开始下滑; 交运设备收入增速、毛利双双下滑, 带动盈利增速下。下游消费品行业净利润保持稳定高速增长; 服务业中, 商业贸易、餐饮旅游、信息服务都出现了较大提升, 仅交通运输出现了同比下滑。
- 我们预计三季报净利润增速维持在 20% 左右。首先, 收入增速与三驾马车增长相关关系显著, 预计非金融类上市公司三季度收入同比增速与二季度相当。第二, 毛利率稳中略降。中报反映成本压力传导较为顺畅, 三季度物价同比增速高位缓慢回落, 结合库存压力不大, 价格回落不会带来毛利率的快速下滑。第三, 基数效应支撑三季度业绩增长。第四, 三季度已过两月, 准备金新政的风险更多体现在四季度。

目 录

金融增长 27.3%，非金融增长 17.9%	- 3 -
中小板、创业板净利润增速下滑较多	- 4 -
中报业绩整体增速符合我们自上而下的预期，但略低于市场预期	- 5 -
收入增速放缓、毛利率下降拖累业绩	- 5 -
去库存压力不大，现金流没有进一步恶化	- 7 -
上下游增长稳定，中游分化	- 9 -
三季度业绩趋势判断	- 11 -

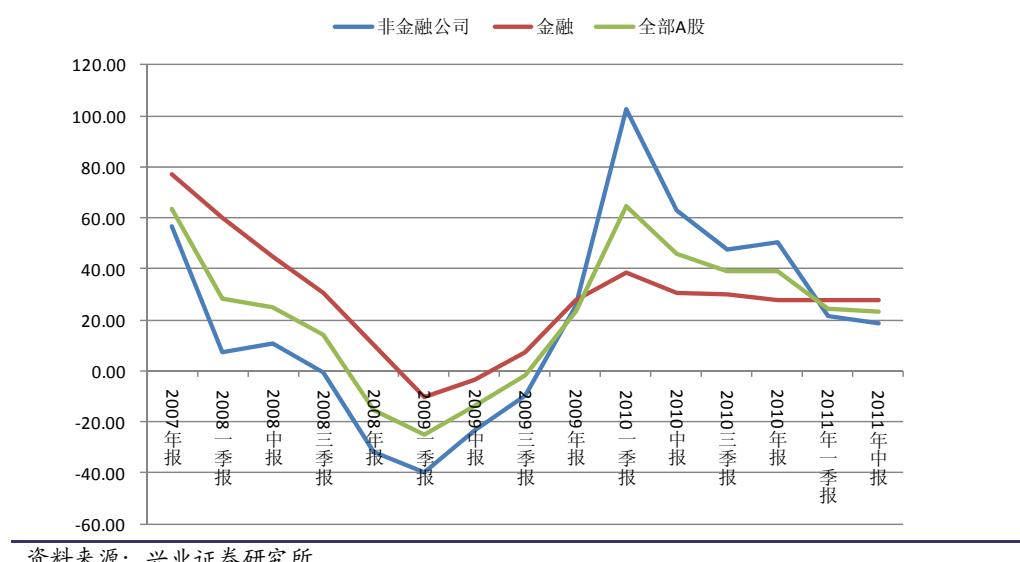
图 1: 报告期——全部 A 股 (可比样本) 归属母公司所有者净利润增速	- 3 -
图 2: 单季度——全部 A 股 (可比样本) 归属母公司所有者净利润增速	- 3 -
图 3: 中小板营业收入和净利润增速	- 4 -
图 4: 中小板毛利率变动	- 4 -
图 5: 创业板营业收入和净利润增速	- 4 -
图 6: 创业板毛利率变动	- 4 -
图 7: 营业收入增速较一季度略降 (单季度)	- 6 -
图 8: 毛利率 (单季度) 继续下降，但扣除“两桶油”后仅微降	- 6 -
图 9: 三项费用率较去年同期明显改善	- 6 -
图 10: ROE 波动	- 6 -
图 11: 2011 年中报净利润同比增长各因素贡献百分点	- 6 -
图 12: ROE 分解	- 7 -
图 13: 非金融上市公司存货周转率 (季度)	- 7 -
图 14: 现金净增加额没有进一步下滑	- 8 -
图 15: 经营活动产生的现金流量净额同比增速回升	- 9 -
图 16: 筹资活动产生的现金流量净额同比增速继续	- 9 -
下滑	- 9 -
图 17: 行业净利润同比增速变化	- 10 -
图 18: 行业营业收入同比增速及毛利率环比变化	- 10 -

表 1: 中报超预期情况	- 5 -
表 2: 存货周转天数 (以单季度数据计算)	- 7 -

金融增长 27.3%，非金融增长 17.9%

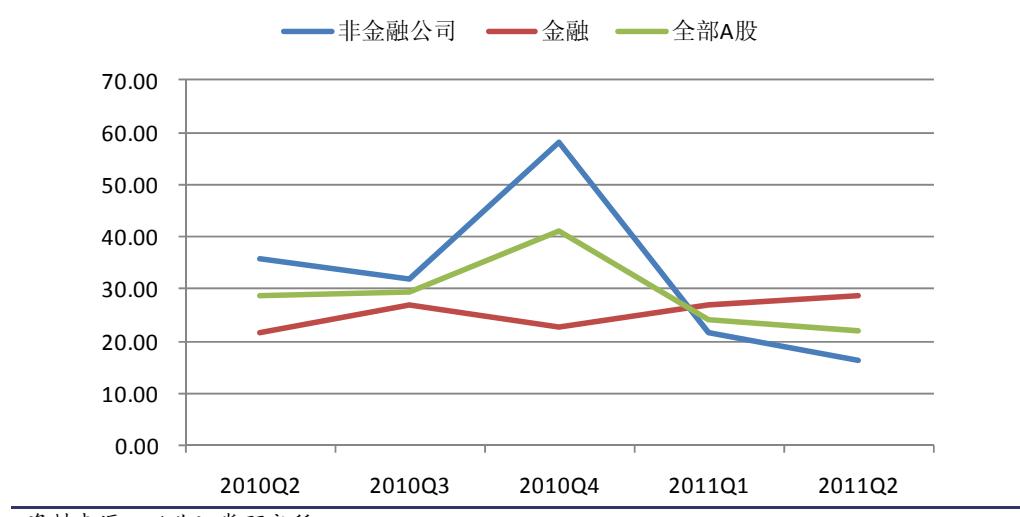
- 全部 A 股上市公司 2011 年中报（可比公司口径），归属母公司所有者净利润增长 22.78%。（见图 1）
- 金融上市公司净利润增速维持，2010 年报、2011 年一季报、2011 年中报归属母公司所有者净利润分别同比增长 27.68%、27.55%、27.33%。其中，银行、保险、券商、信托 2011 年中报分别同比增长 32.5%、-0.4%、4.3%、196.3%。
- 非金融上市公司净利润增速较 2011 年一季度略放缓。2010 年报、2011 年一季度、2011 年中报分别同比增长 50.43%、21.69%、17.92%。

图 1：报告期——全部 A 股（可比样本）归属母公司所有者净利润增速



资料来源：兴业证券研究所

图 2：单季度——全部 A 股（可比样本）归属母公司所有者净利润增速



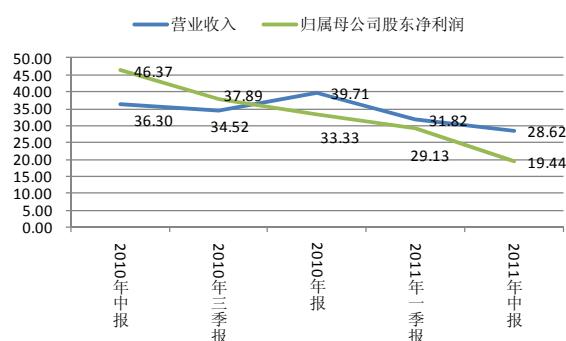
资料来源：兴业证券研究所

中小板、创业板净利润增速下滑较多

中小板、创业板中报归属母公司股东净利润分别同比增长 19.44%、23.4%，较一季度 29.13%、36.47% 的增速出现较大下滑。

创业板继续享受超募资金带来的收益。11 年中报，创业板财务费用较去年同期下降 11 个亿，占 11 年中报利润的 11%，占利润增长的 62%，这一比例较一季报继续上升！如果扣除财务费用下降带来的影响，创业板中报归属母公司股东净利润同比仅增长 7%。

图 3：中小板营业收入和净利润增速



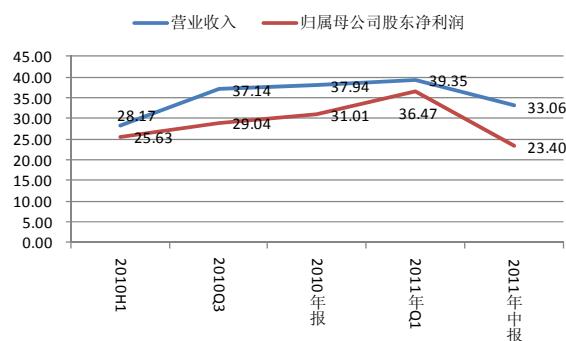
资料来源：兴业证券研究所

图 4：中小板毛利率变动



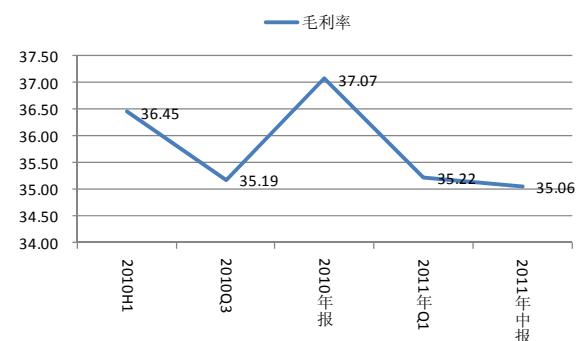
资料来源：兴业证券研究所

图 5：创业板营业收入和净利润增速



资料来源：兴业证券研究所

图 6：创业板毛利率变动



资料来源：兴业证券研究所

中报业绩整体增速符合我们自上而下的预期，但略低于市场预期

- 整体看，截至 8 月 29 日自下而上一致预期上市公司 2011 年整体净利润增长 26.76%，较 2011 年 6 月 30 日 27.04% 的增速略有下调。
- 从公司看，中报公布之后，63% 的公司被下调 2011 年盈利预测；创业板下调比例最高，中报后 70% 的公司被下调 2011 年盈利预测。

注：是否超预期的判断，根据朝阳永续跟踪卖方研究员盈利预测数据，对比报表公布前一月和公布后一周内对 2011/2010 年净利润一致预期，若下调则表示该公司一季报/年报低于市场一致预期，若上调则表示该公司一季报/年报高于市场一致预期。

表 1：中报超预期情况

一季报	公司总数 (截至 8/30 已发布)	有预测公 司数量	不达预期公 司数量	超预期公司 数量	不达预期公 司占比
全部 A 股	2158	1138	424	714	63%
中小板	602	374	128	246	66%
创业板	256	209	62	147	70%
主板	1300	555	234	321	58%

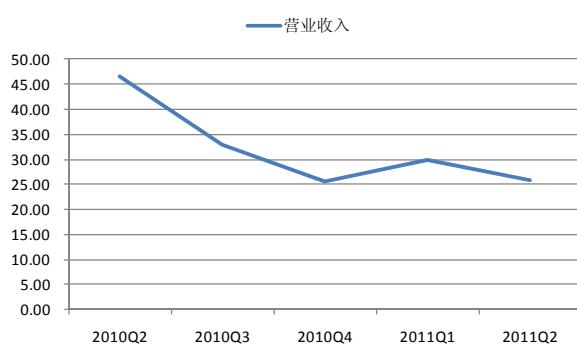
资料来源：朝阳永续

收入增速放缓、毛利率下降拖累业绩

分解净利润增速可知，营业收入增速放缓、毛利率下降是增速下滑的主要原因。

- 营业收入同比增速自 10 年中期以来持续下滑；毛利率在 2009 年三季报见顶，此后持续下滑，2010 年年报较 2010 年三季报回升，但是 2011 年一季报开始再度向下。
- 11 年中报 ROE6.47%，低于 10 年同期，总资产周转率和权益乘数的提升未能完全抵消净利率的下滑。
- 但是，相比一季报，营业收入增速仅略降，扣除“两桶油”后毛利率现企稳迹象。

图 7: 营业收入增速较一季度略降(单季度)



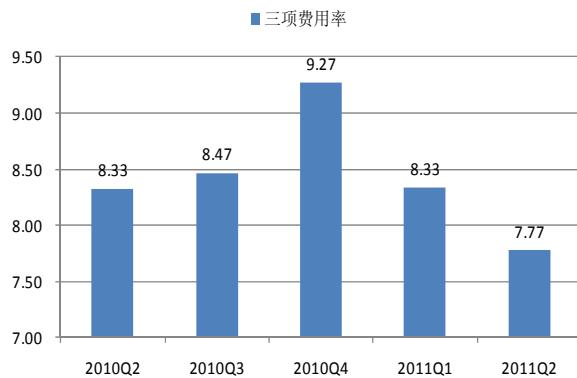
资料来源：兴业证券研究所

图 8: 毛利率(单季度)继续下降, 但扣除“两桶油”后仅微降



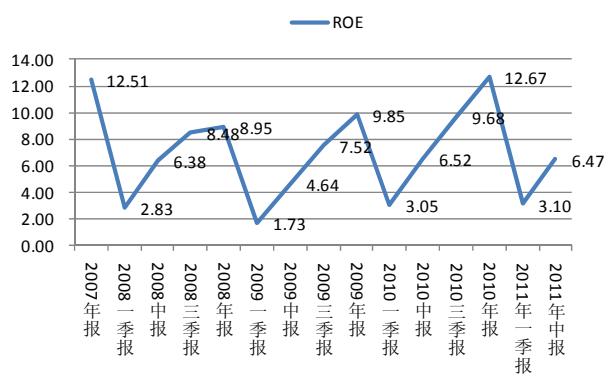
资料来源：兴业证券研究所

图 9: 三项费用率较去年同期明显改善



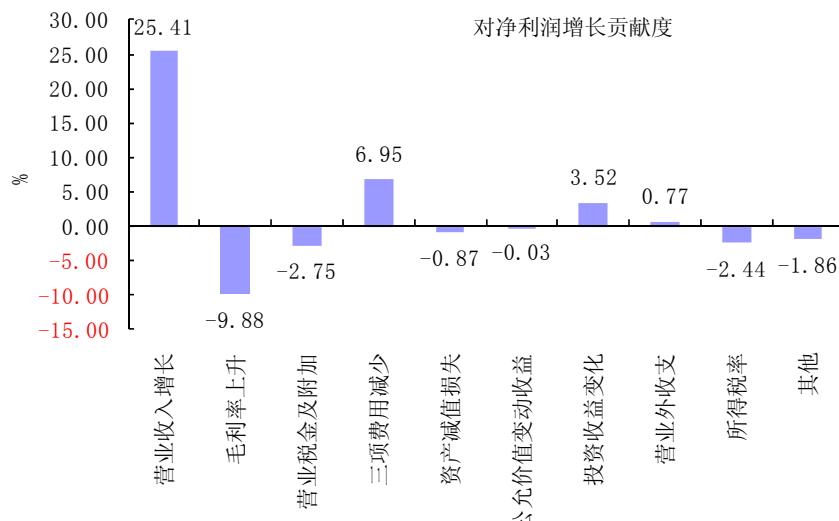
资料来源：兴业证券研究所

图 10: ROE 波动



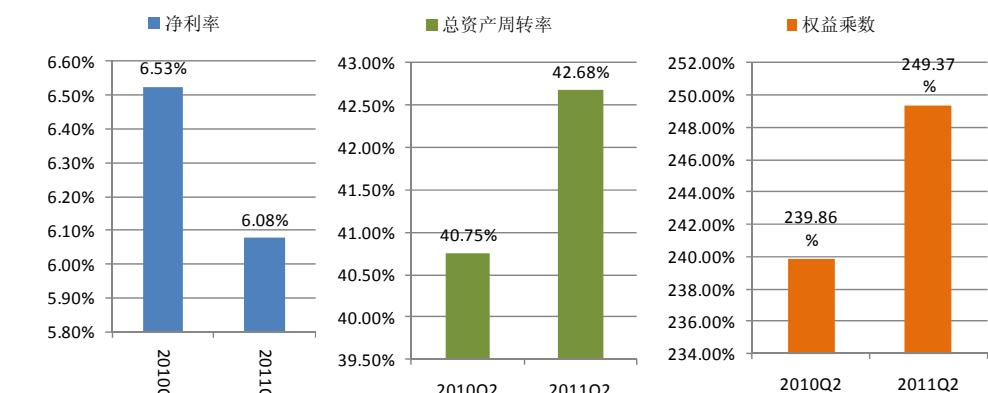
资料来源：兴业证券研究所

图 11: 2011 年中报净利润同比增长各因素贡献百分点



资料来源：兴业证券研究所

图 12: ROE 分解

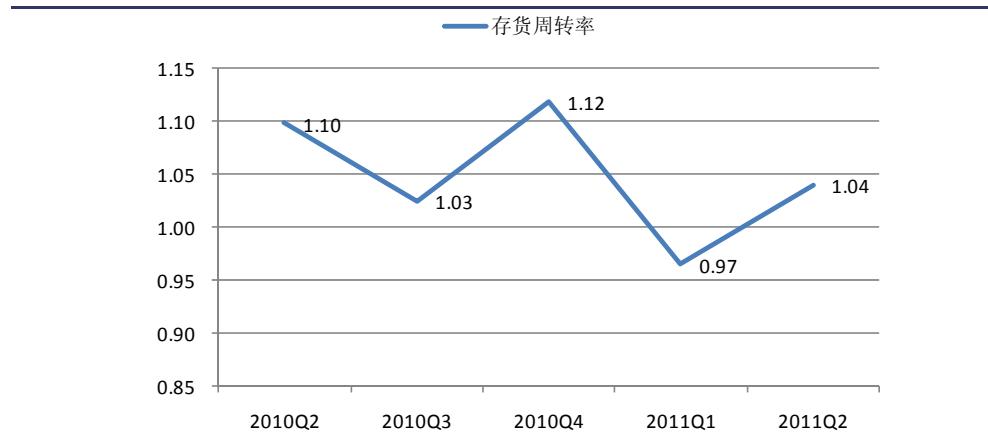


资料来源: 兴业证券研究所

去库存压力不大，现金流没有进一步恶化

上市公司数据验证去库存压力不大。二季度，非金融上市公司存货周转率 1.04(单季度)，较去年同期略有下降，没有明显恶化。从各行业的存货周转天数看，大部分年行业存货周转天数在 3 个月左右，仅房地产和纺织服装周转天数稍高。

图 13: 非金融上市公司存货周转率 (季度)



资料来源: 兴业证券研究所, wind

表 2: 存货周转天数 (以单季度数据计算)

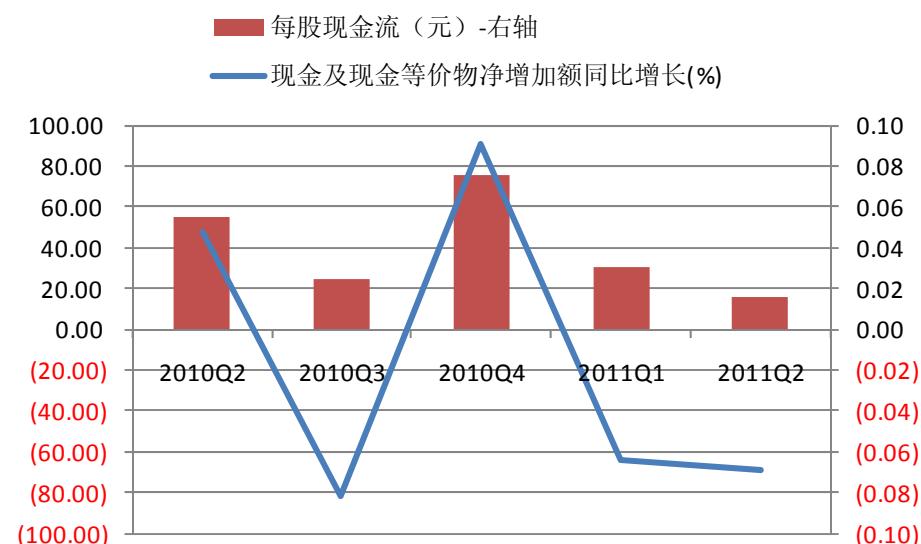
存货周转天数	2011Q2	2011Q1	2010Q4	2010Q3	2010Q2
采掘	29.08	31.33	34.73	34.52	32.37
餐饮旅游	93.43	111.37	81.37	80.91	98.63
电子元器件	85.47	94.73	79.61	77.64	76.32
房地产	1665.95	2158.22	719.59	1596.52	1318.58
纺织服装	209.38	211.41	153.81	180.92	178.07
公用事业	30.28	28.90	27.89	30.70	29.77
黑色金属	61.60	67.16	64.76	64.38	61.82

	63.85	64.58	59.89	67.42	65.93
化工	123.83	136.52	118.80	125.18	117.10
机械设备	48.52	54.71	56.54	49.53	48.76
家用电器	93.19	119.26	68.95	90.51	79.71
建筑建材	18.44	19.46	16.49	16.22	17.41
交通运输	64.76	60.14	52.47	58.79	50.41
交运设备	93.64	128.24	92.26	91.02	100.83
农林牧渔	109.45	108.57	101.99	106.99	104.31
轻工制造	61.70	63.71	56.30	61.39	57.11
商业贸易	111.54	106.02	109.22	94.84	110.09
食品饮料	35.33	35.06	29.15	32.67	32.79
信息服务	86.98	87.92	63.60	81.83	75.15
信息设备	77.36	77.60	81.66	78.10	77.45
医药生物	70.38	89.01	74.24	79.05	70.48
有色金属	102.83	175.39	122.13	180.80	147.52
综合					

资料来源：兴业证券研究所，wind

现金流继续下滑，但降幅趋缓。二季度，非金融上市公司现金及现金等价物净增加额较去年同期下降 69%，与一季度相当，没有进一步恶化；经营活动产生的现金流同比增长 27%，较一季度明显回升，与收入、利润增长匹配；但是，筹资活动产生的现金流净额同比下降 13%，较 1 季度继续下滑，考虑银行信贷持续紧缩，这一状况在三季度可能继续制约上市公司现金流状况。

图 14：现金净增加额没有进一步下滑



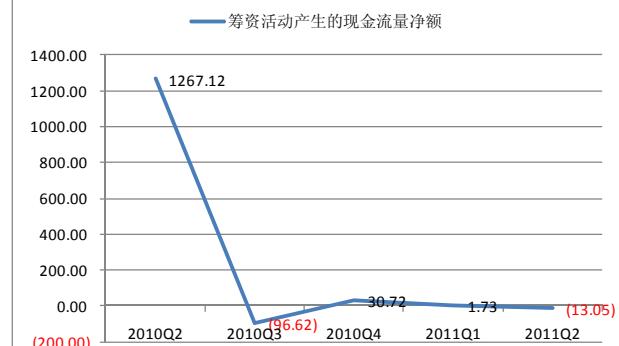
资料来源：兴业证券研究所

图 15:经营活动产生的现金流量净额同比增速回升



资料来源：兴业证券研究所

图 16:筹资活动产生的现金流量净额同比增速继续下滑



资料来源：兴业证券研究所

上下游增长稳定，中游分化

上游行业盈利增速持平。剔除中国石油后，采掘净利润增长 19.3%，基本与一季度增速持平，毛利率、收入增速较一季度微降。

中游原材料行业毛利并未受到挤压，反而受益价格的提升，收入增速略有下滑，因此盈利表现较好。有色金属、化工（剔除中石化）、建筑建材、轻工制造毛利率均有提升，仅黑色金属毛利率下滑。

中游工业品行业出现分化。机械设备毛利率略有上升，但是收入增速从高位下降，拖累净利润增速也从高位开始下滑；交运设备收入增速、毛利双双下滑，带动盈利增速下行；

下游消费品行业净利润保持稳定高速增长。农林牧渔受益收入提升，净利润增速提高；食品饮料净利润增速维持高位；医药生物净利润增速仍较低，但已企稳回升；纺织服装净利润增速下滑较多，但仍处于较高水平；家用电器净利润受累收入增速下滑。

服务业中，商业贸易、餐饮旅游、信息服务都出现了较大提升，仅交通运输出现了同比下滑。

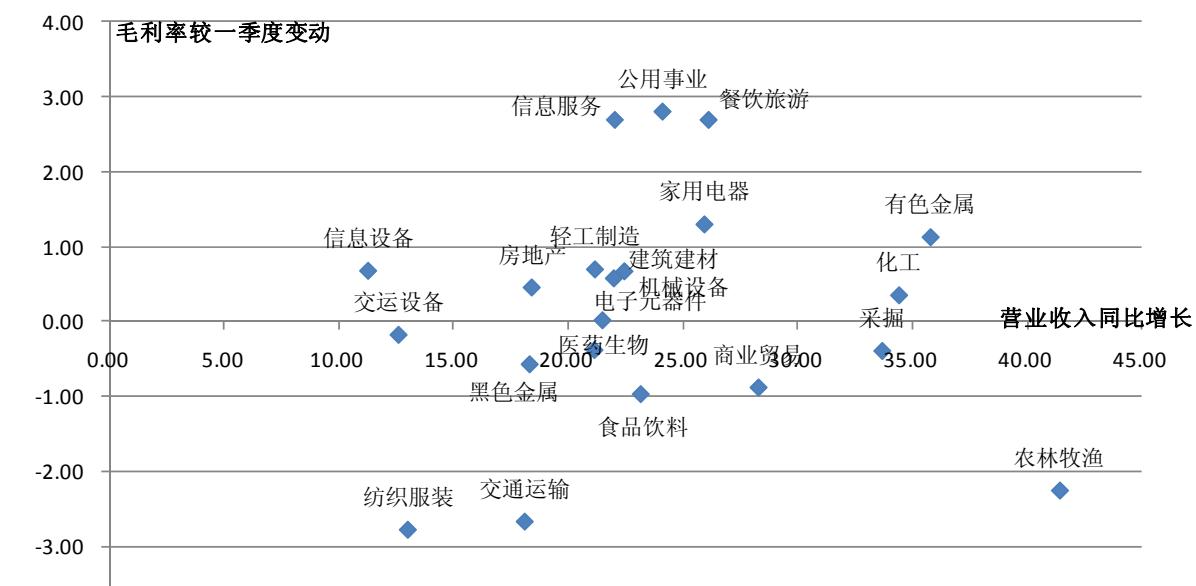
图 17: 行业净利润同比增速变化(与一季度相比)

		净利润增长 2011Q2	利润增速变 2011Q2	毛利率变动 2011Q2	收入增速变动
上游行业	采掘	19.30	➡ 0.60	31.13 ⬇ -0.40	33.67 ⬇ -6.31
中游原材料	有色金属	129.41	⬆ 99.57	13.12 ⬆ 1.12	35.78 ⬆ 6.48
	黑色金属	-27.14	⬇ -14.15	7.60 ⬇ -0.58	18.34 ⬇ -4.15
	化工	67.03	⬆ 9.82	17.43 ⬆ 0.34	34.41 ⬅ -0.22
	建筑建材	28.75	⬇ -5.42	12.70 ⬆ 0.66	22.46 ⬇ -2.42
	轻工制造	69.23	⬆ 20.00	18.31 ⬆ 0.69	21.18 ⬇ -5.16
中游工业品	机械设备	29.27	⬇ -28.44	22.28 ⬆ 0.57	22.00 ⬇ -17.85
	交运设备	12.02	⬇ -23.92	16.89 ⬇ -0.19	12.64 ⬇ -25.21
	信息设备	13.30	⬆ 18.16	18.99 ⬆ 0.67	11.32 ⬅ 0.37
	电子元器件	20.76	⬆ 3.06	19.69 ⬅ 0.01	21.51 ⬇ -2.17
消费品行业	农林牧渔	44.18	⬆ 39.66	11.43 ⬇ -2.26	41.40 ⬆ 17.06
	食品饮料	42.29	➡ -0.33	42.73 ⬇ -0.98	23.17 ⬇ -4.68
	医药生物	21.68	⬆ 2.33	27.69 ⬇ -0.39	21.16 ⬅ -0.35
	纺织服装	61.57	⬇ -70.72	22.31 ⬇ -2.79	13.05 ⬇ -17.18
	家用电器	32.86	⬇ -6.63	18.61 ⬆ 1.29	25.94 ⬇ -13.00
服务业	商业贸易	39.35	⬆ 12.22	11.42 ⬇ -0.89	28.29 ⬆ 3.01
	餐饮旅游	22.00	⬆ 14.99	38.70 ⬆ 2.68	26.12 ⬇ -5.70
	信息服务	49.72	⬆ 61.08	31.57 ⬆ 2.68	22.05 ⬆ 2.12
	房地产	28.59	⬆ 35.87	39.99 ⬆ 0.45	18.43 ⬆ 21.40
	公用事业	20.29	⬆ 39.91	15.96 ⬆ 2.79	24.12 ⬆ 1.56
	交通运输	-27.24	⬇ -30.75	19.16 ⬇ -2.68	18.13 ⬇ -6.52
	综合	196.42	⬆ 119.75	12.24 ⬇ -1.78	107.07 ⬆ 58.77

资料来源：兴业证券研究所

注：采掘剔除中石油、化工剔除中石化、信息服务剔除中国联通

图 18: 行业营业收入同比增速及毛利率环比变化



资料来源：兴业证券研究所

三季度业绩趋势判断

我们预计 A 股上市公司三季报净利润增速维持在 20%左右。

首先，收入增速平稳

上市公司收入增速与三驾马车增长相关关系显著。我们可以用固定资产投资、社会零售总额、出口（以人民币计价）三者增速很好的拟合上市公司收入的增长。

根据兴业宏观预计，三季度末投资累计同比增长 25.8%，零售累计同比增长 17%，出口单季度同比增长 19.4%。我们预计，非金融类上市公司三季度收入同比增速与二季度相当，维持在 20%左右。

第二，毛利率稳中略降

- 首先，从中报的分析，我们可以看到，成本压力的传导较为顺畅，除了汽车、钢铁等需求下滑、产能过剩较为严重的行业毛利受到挤压，其他行业毛利平稳。
- 第二，三季度 CPI、PPI 同比增长高位缓慢回落，而非急剧下滑，加上库存压力不大，此情景下，价格回落不会带来毛利率的快速下滑。
- 第三，从 PPI 分项数据预测，上游采掘业、中游原材料、消费品制造行业毛利趋势总体平稳，中游加工制造毛利呈小幅回落趋势。

第三，基数效应支撑三季度业绩增长。由于宏观调控的影响，去年三季度是利润增长的低点，较二季度下滑较多。因此，基数效应也将支撑三季度业绩增长。

风险：调控进一步加力，致使流动性环境进一步恶化，需求大幅下滑，物价快速下跌。但是，由于三季度已过两月，央行出台的存款准备金缴款基数扩大政策在 10 月份以后影响更大，因此，我们认为，这一风险如果爆发，也将体现在四季度业绩中，对三季度业绩冲击不大。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。