

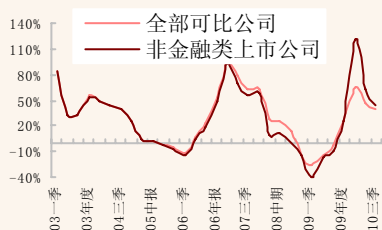
专题报告

业绩同比高增长，存货创历史新高

2010 年 11 月 1 日

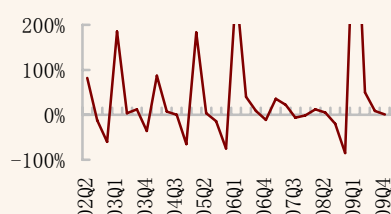
A股上市公司2010年三季度报分析

前三季度上市公司业绩同比高增长，增幅有所回落



资料来源：WIND、招商证券研发中心

第三季度业绩环比持平



资料来源：WIND、招商证券研发中心

相关报告：

- 1、《中游行业表现亮眼、二次去库存压力显现_A股上市公司10年中报分析》2010/9/1
- 2、《预期之中的盈利复苏_A股上市公司09年三季报分析》2009/11/2
- 3、《盈利复苏之路_A股上市公司09年中报分析》2009/8/31
- 3、《断崖式下降后的井喷_A股上市公司08年年报及09年一季报分析》2009/5/4

肖群稀

0755-82944676
 xiaoqx@cmschina.com.cn
 S1090209120322

景志钟

0755-82960739
 jingzz@cmschina.com.cn
 S1090203100023

受房地产调控、抑制过剩产能、控制通货膨胀等主动宏观调控等因素的影响，第三季度将成为本轮上市公司业绩增长的高点。加之季节因素影响，第四季度环比负增长的可能性加大，维持全年 35% 的增速预测。上市公司存货创历史新高，随着通胀水平的提高，企业成本压力加大。

内容摘要：

- 前三季度，上市公司业绩同比大幅增长 38.8%，增幅有所收窄。第三季度环比微增 1.1%，业绩环比改善不明显。第三季度将是业绩增长的高点，符合我们的预期。剔除金融行业，A 股上市公司前三季度净利润同比增长 48.21%，第三季度单季环比增长 1%。
- 中小板的业绩表现相当亮眼，创业板并没有体现出高成长性的优势。前三季度，主板共 878 家公司实现净利润 9442 亿元，同比增长 36.7%；中小板共 963 家公司共实现净利润 1343 亿元，同比增长 56.3%；创业板共 134 家公司，实现净利润 78 亿元，同比增长 49%。
- 上市公司 ROE 水平处于历史高位。2010 前三季度，非金融类上市公司 ROE 为 10.2%，折年率为 13.6%，处于历史高位。第三季度，ROE 从二季度的 3.53% 回落至 2.82%。销售净利率创历史新高、费用大幅下降、总资产周转率大幅提高，虽然毛利率出现了小幅回落至 19.6%，但上市公司的盈利能力依然强劲。
- 行业表现：前三季度，上游能源、原材料行业，中游制造业业绩同比大幅增长，但第三季度环比业绩改善不明显，其中，钢铁行业环比出现负增长；下游消费品行业表现分化，可选消费品行业第三季度业绩环比负增长，日常消费品行业如火如荼；金融行业依然是净利润占比最高、净利润增量贡献率最大的行业；房地产行业业绩环比增幅超过 20%。
- 各行业存货创新高。前三季度，可比上市公司存货达 25239 亿元，同比增长 38%，存货总量创历史新高，各行业存货都有不同程度的上升。房地产行业存货 6876 亿元，同比增长 35%；建筑施工存货 3581 亿元，同比增长 38.9%；石油石化存货 2656 亿元，同比增长 22.48%；钢铁存货 2165 亿元，同比增长 18.2%。随着经济回暖，市场需求增加，同时，由于通货膨胀不断提高，原材料价格上升预期加大，企业有增加原材料存货的需求和动力。
- 维持 2010 年上市公司盈利增速 35% 的预测。第三季度将是本轮上市公司业绩增长的高点，由于受房地产调控、抑制过剩产能、控制通货膨胀等主动宏观调控等因素的影响，第四季度环比负增长的可能性加大，全年业绩增速将延续回调趋势。

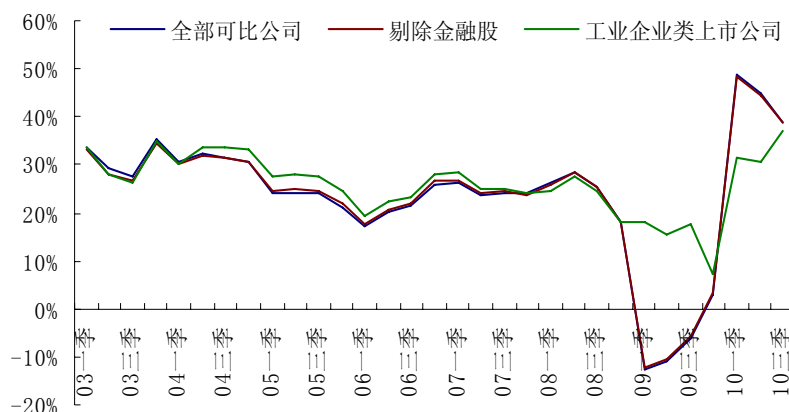
一、 2010 年上市公司三季报业绩概览

1、前三季度上市公司业绩高速增长，增速继续回落

2010年前三季度，全部1975家A股上市公司实现营业收入12.2万亿元，实现归属于母公司所有者的净利润1.2万亿元，每股收益0.4元。

可比的1620家上市公司实现营业收入11.6万亿元，同比增长39%，非金融类上市公司的营业收入同比增长43.6%，增速虽然放缓，但仍然处于历史高位；上市公司中的工业企业营业收入持续增长，创出历史新高。

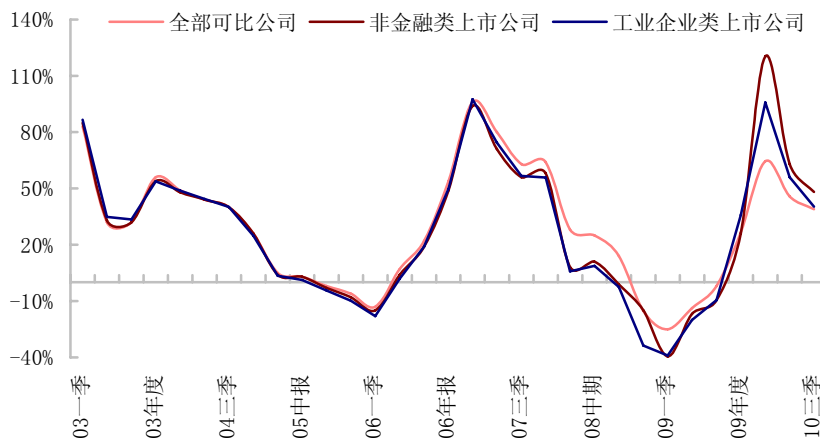
图 1：前三季度营业收入同比增速维持高位



资料来源：WIND，招商证券研发中心

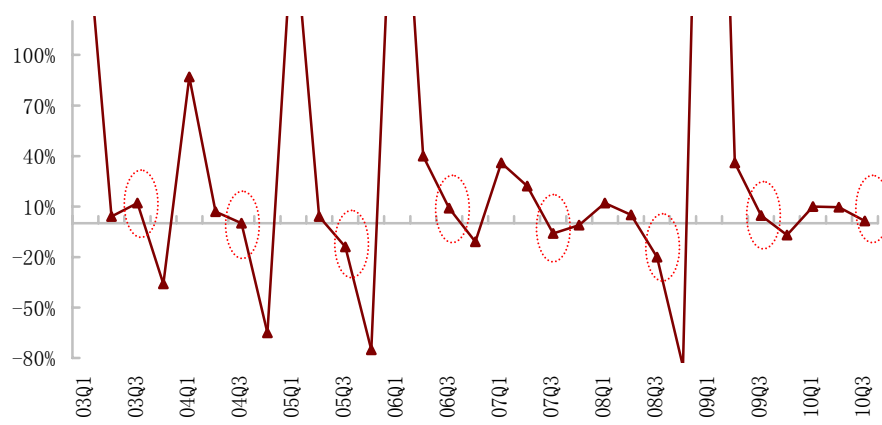
可比的1620家上市公司实现属于母公司所有者的净利润1.07万亿元，同比增长38.9%。前三季度上市公司净利润增速较一季报和中报的有所回落，但是绝对增幅还是相当惊人。

图 2：前三季度可比上市公司净利润同比大幅增长 39%



资料来源：WIND，招商证券研发中心

2004 年以来，每年上市公司第三季度的净利润环比增速较第二季度都有所回落，今年也不例外。第三季度，上市公司净利润比第二季略升 1.1 个百分点，增幅较一、二季度有所收窄。从净利润的规模看，第三季度将是本轮业绩增长的高点，符合我们的判断。

图 3：第三季度可比上市公司净利润环比略升 1.1 个百分点


资料来源：WIND，招商证券研发中心

剔除金融行业，A 股上市公司前三季度净利润同比增长 48.21%，单季环比增长 1%；剔除石油石化，同比增长 42.1%，单季与第二季度持平；剔除金融和石油石化，同比增长 63.7%，单季环比微降 2%；上市公司中的工业企业同比增长 40.4%，单季环比微降 1.9%。

表 1：上市公司净利润增速结构分析

	2009 年三季 报可比样本 (亿元)	2010 年三季 报可比样本 (亿元)	同比 增幅	2010 年 Q2 可比样本 (亿元)	2010 年 Q3 可比样本 (亿元)	环比增幅
剔除金融股	3911	5796	48.21%	3695	3732	1.0%
剔除石油石化	7329	10413	42.07%	3156	3161	0.18%
剔除金融、石油石化	2561	4192	63.71%	1497	1468	-1.98%
工业企业	3690	5181	40.42%	1708	1675	-1.94%

说明：1、资料来源：WIND，招商证券研发中心

2、上市公司工业企业指：剔除金融、房地产、旅游、零售批发、传媒、通信服务、航空机场、水陆运输行业以外的行业。

前三季度，主板共 878 家公司实现营业收入 9.3 万亿元，同比增长 37.6%，净利润 9442 亿元，同比增长 36.7%；中小板共 963 家公司共实现营业收入 2.3 万亿元，同比增长 45%，净利润 1343 亿元，同比增长 56.3%；创业板共 134 家公司，实现营业收入 409 亿元，同比增长 37.1%，净利润 78 亿元，同比增长 49%；创业板并没有体现出高成长性的优势，而中小板的业绩表现相当亮眼。

表 2：上市公司各板块业绩增长情况

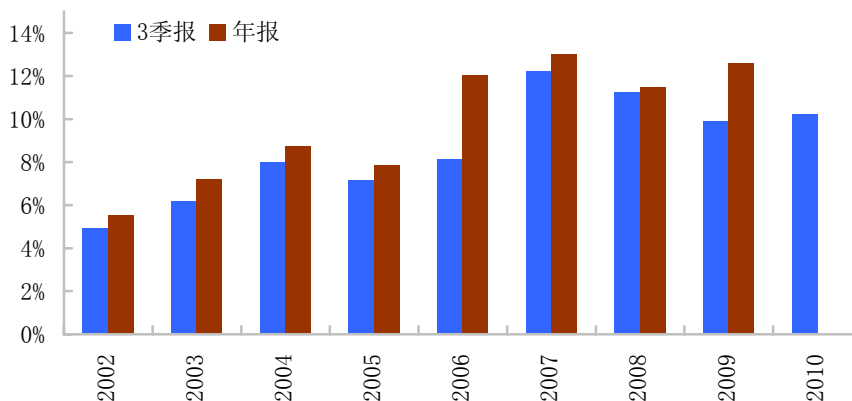
单位：亿元	2009 年前 三季可比 样本	主板 2010 年前 三季可比 样本	同比增长	2009 年前 三季可比 样本	中小板 2010 年前 三季可比 样本	同比增长	2009 年前 三季可比 样本	创业板 2010 年前 三季可比 样本	同比增长
营业收入	67873	93388	37.6%	15567	22566	45.0%	299	409	37.1%
营业利润	9225	12630	36.9%	1100	1659	50.8%	58	74	27.5%
净利润	6908	9442	36.7%	859	1343	56.3%	52	78	49.0%

资料来源：WIND，招商证券研发中心

2、盈利能力分析

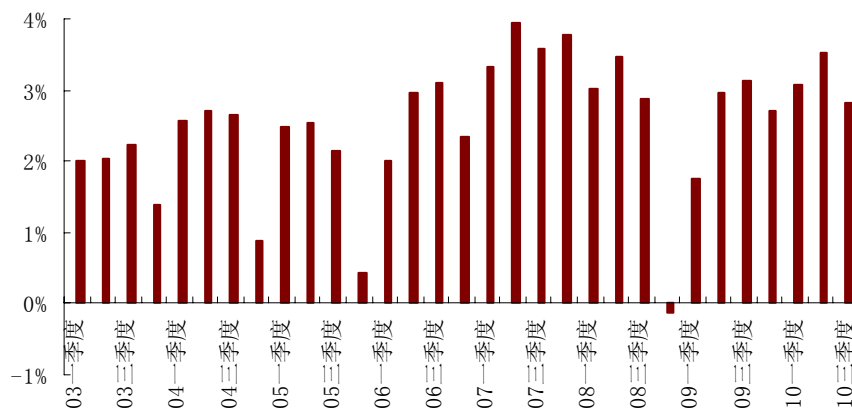
2010前三季度，非金融类上市公司ROE为10.2%，折年率为13.6%，处于历史高位。第三季度，ROE从二季度的3.53%回落至2.82%。

图 4：上半年 ROE 处于历史高位



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 5：第三季度 ROE 较第二季度有所降低

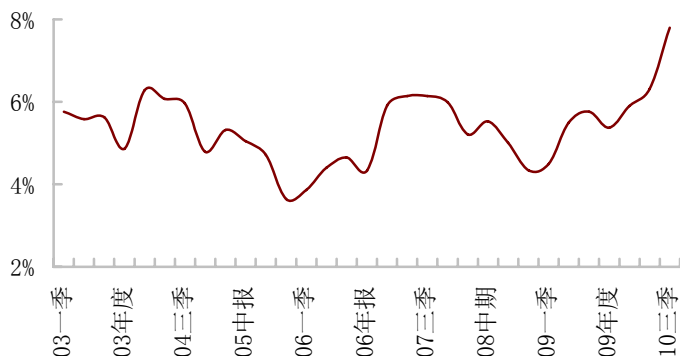


资料来源：WIND，招商证券研发中心

前三季度，上市公司的销售净利率创历史新高、费用大幅下降、总资产周转率大幅提高，虽然毛利率出现了小幅回落，上市公司的盈利能力依然强劲。

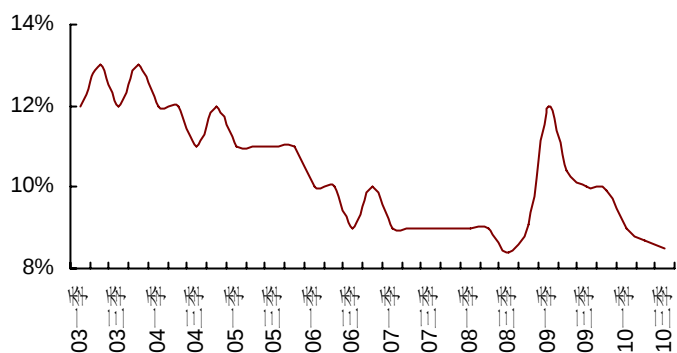
- ①前三季度，非金融类可比上市公司销售净利率为7.8%，创历史新高；
- ②非金融类毛利率自2008年中期创历史低点以来，呈逐季回升的趋势，09年中期达到历史高位以后逐季缓慢回落，2010年前三季度为19.6%；毛利率下降的主要原因是，原材料价格的快速上升使得上市公司成本上升。
- ③三项费用率处于历史低位。前三季度，非金融类上市公司加大对费用的管理和控制，销售费用率、管理费用率和财务费用率均实现了不同程度的下降，三项费用率同比下降了1.3个百分点，为8.3%。
- ④非金融类上市公司总资产周转率在2009年的低点之后开始出现了回升的趋势，2010年前三季度同比上升了8.2个百分点，达59%，说明企业的销售情况同比有了大幅好转。
- ⑤资产负债率水平维持高位。

图 6：非金融类公司销售净利率创历史新高



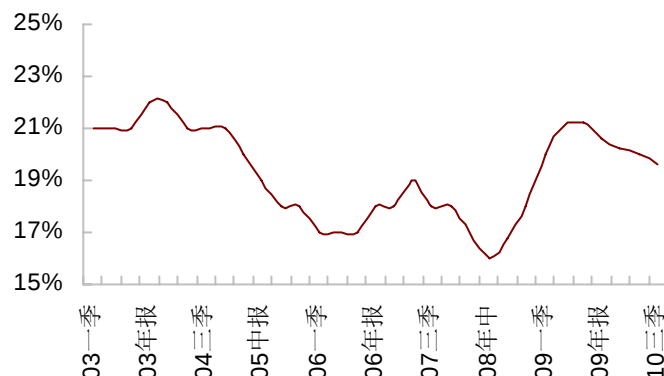
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 8：三项费用率处于历史低位



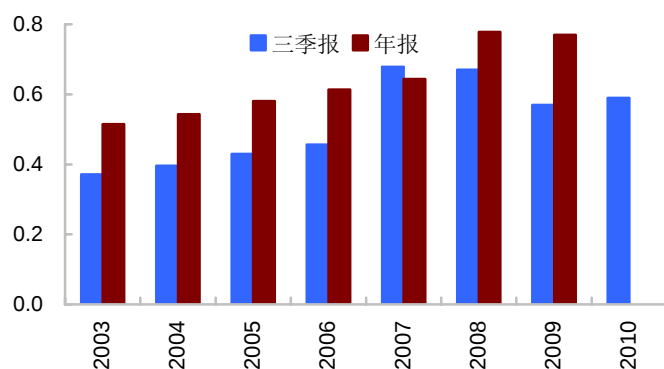
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 7：毛利率见顶继续回落



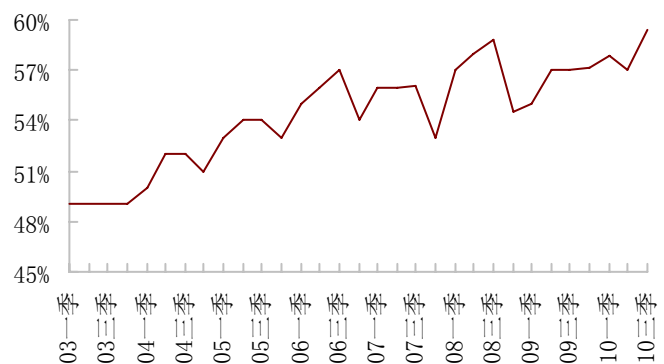
资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 9：总资产周转率触底回升



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 10：资产负债率回到高位

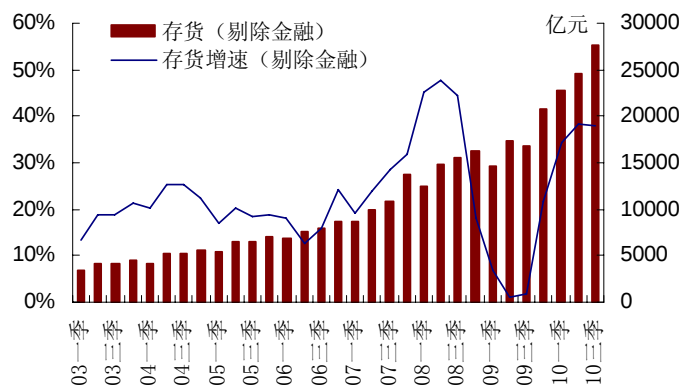


资料来源：WIND，招商证券研发中心

3、营运能力

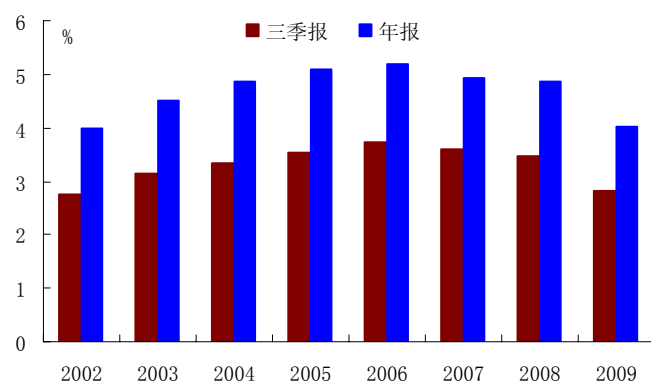
生产经营活跃，存货处于高位。前三季度，非金融类上市公司的存货同比增长38%，存货总量创历史新高。我们认为存货普遍增加的原因主要是：经济趋于活跃，存货规模增大，同时由于通货膨胀不断提高，原材料价格上升预期加强，企业增加原材料存货。

图 11: 存货同比增速回落



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

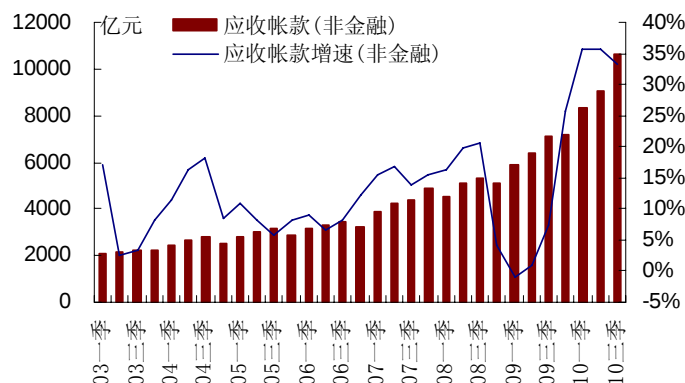
图 12: 存货周转率同比继续下降



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

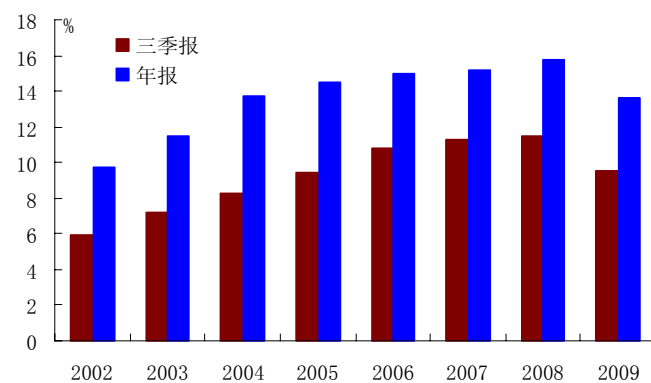
应收帐款创新高。前三季度，上市公司的应收帐款增长 33.3%，较上半年的 35.8%有所回落，但规模上再创新高，应收帐款周转率同比也开始下降。

图 13: 应收帐款同比增速维持高位



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 14: 应收帐款周转率同比下降

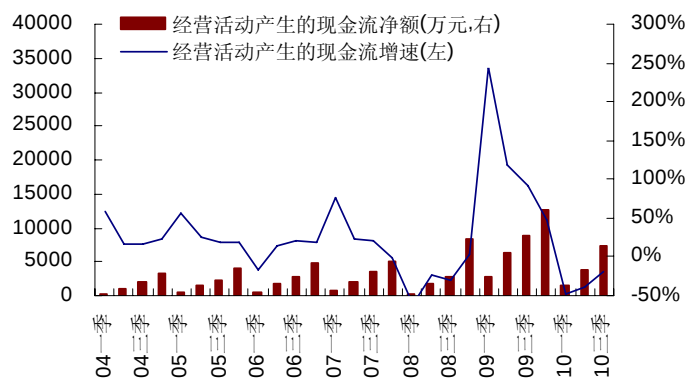


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

4、现金流状况

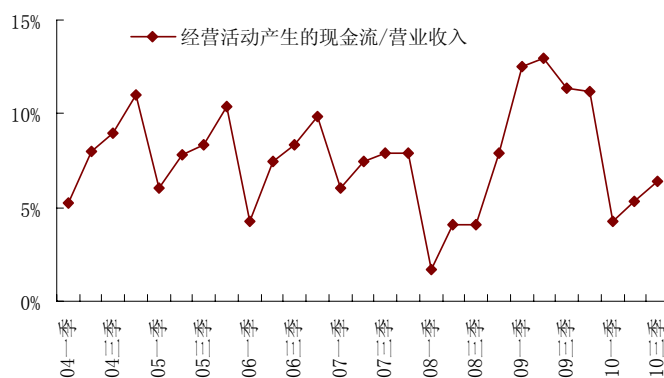
上市公司经营活动现金流同比下降。由于企业经营活动趋于活跃，需求大幅增长，增加原材料采购，前三季度，非金融类的上市公司经营性现金流同比增长下降19%，占营业收入的比重同比下降至6%。

图 15: 经营活动现金流同比大幅增加



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

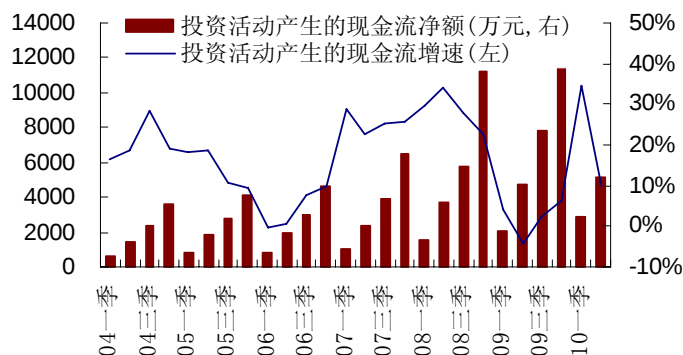
图 16: 经营性现金流占营业收入的比重持续回升



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

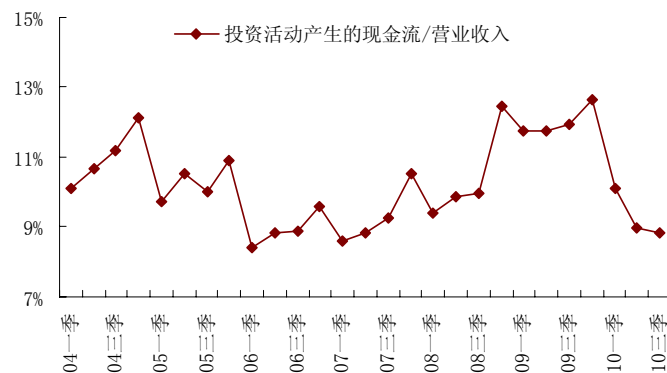
资本支出增幅收窄。房地产投资增速放缓、中央政府刺激投资政策退出，使得前三季度上市公司的投资增速下行。非金融类的可比上市公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流同比增长 10%，而一季度为 34%，上半年为 16%，资本支出的增幅逐季收窄；上市公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流占营业收入的比也出现回落。鉴于中央会加快投资项目的审批力度以及民间投资增长的逐渐加快，未来投资增速下降空间可能有限。

图 17：固定资产投资现金流增幅收窄



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 18：固定资产投资现金流占营业收入的比回落

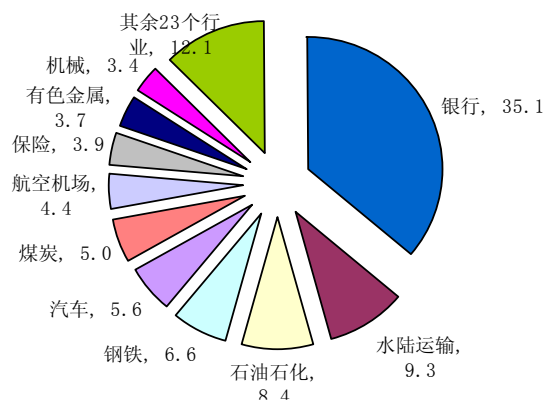


资料来源：WIND，招商证券研发中心

二、行业分析

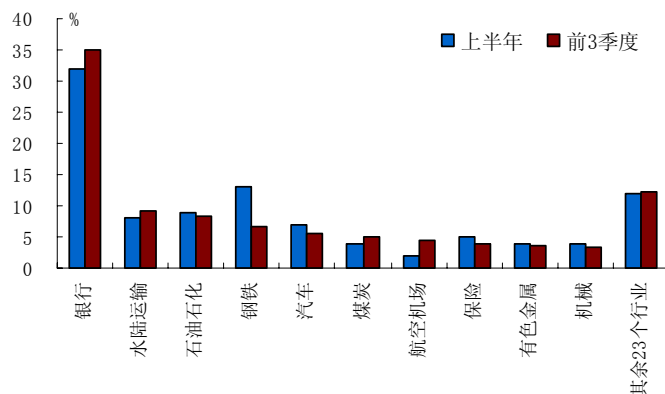
上半年，净利润增量贡献率靠前10个行业中，上游能源、原材料行业占到4个，尤其是钢铁和有色金属，净利润增量贡献率从负的贡献分别提升至13%和4%，前三季度，钢铁和有色的贡献率下降至6.6%和3.7%。银行、煤炭、航空机场、水路运输前三季度的净利润增量贡献率较上半年有所提高。

图 19: 上市公司 2010 三季报年净利润增量贡献率



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

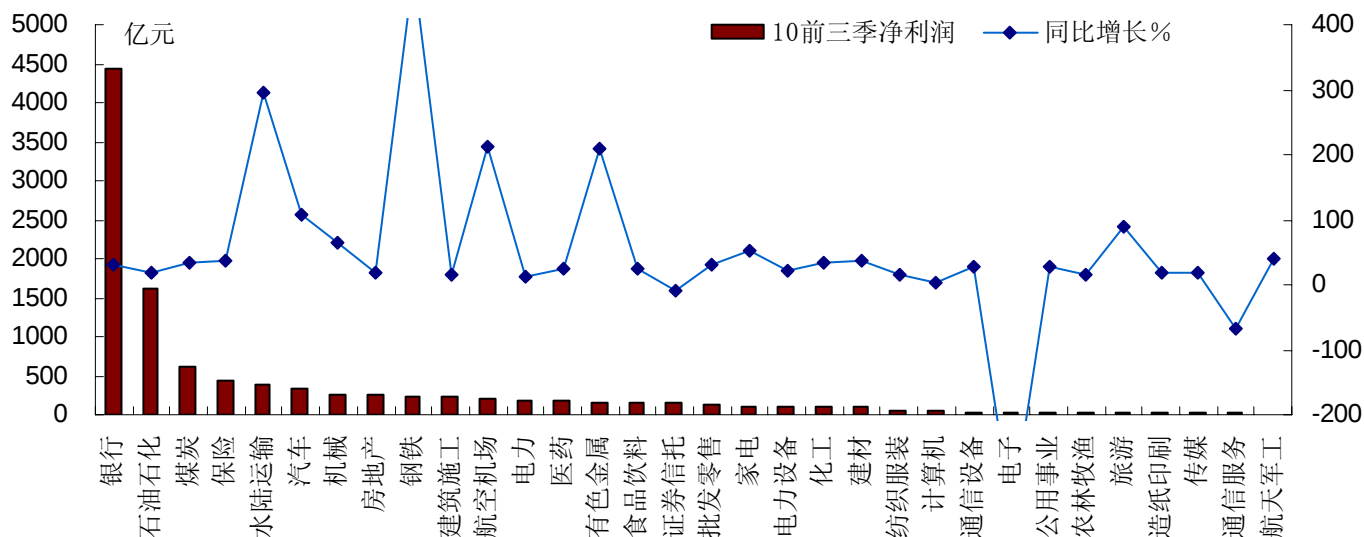
图 20: 贡献率比较



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

前三季度，净利润增长在100%以上的行业有：钢铁（482%）、水陆运输（294%）、航空机场（212%）、有色金属（209%）、汽车（109%）；同比出现负增长的行业有证券信托（8%）和通信（66%）。

图 21: 各行业净利润同比增速排名情况



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

金融：净利润占比最大、增量贡献率最高的行业

2010 年前三季度, 35 家金融类上市公司共实现营业收入 18202 亿元, 同比增长 16.3%; 实现净利润 5022 亿元, 同比增长 30.2%。金融类上市公司净利润占全部上市公司净利润的 47%, 净利润增量贡献率为 35.1%。依然是 A 股上市公司各行业中净利润占比最大、增量贡献率最高的行业。其中, 工行净利润为 1272 亿元人民币, 是 A 股最赚钱的上市公司, 建设银行净利润 1104 亿元, 排名第二, 光大、华夏和宁波银行的净利润同比增幅超过 70%。

能源、原材料、中游制造行业：业绩环比增幅逐季收窄，钢铁出现负增长

2010 年前三季度, 15 家石油石化行业公司共实现营业收入 25091 亿元, 同比增长 55.8%, 净利润 1605 亿元, 同比增长 18.8%。前 3 个季度, 净利润环比增速逐季回落, 第三季度环比增长 5.8%。毛利率 25%, 同比小幅下降 6%。中国石油净利润 999 亿元, 仅次于工行和建设银行, 排在收入榜第三位。

30 家煤炭行业公司共实现营业收入 3925 亿元, 同比增长 50%, 净利润 609 亿元, 同比增长 33%。第三季度, 净利润环比增长 3.9%, 增幅大幅收窄。毛利率高达 40%。煤炭行业的业绩上涨主要由于受益于煤炭行业量价齐升的局面。方兴未艾的煤炭业并购重组也是煤炭行业企业业绩增长的主要原因之一。

43 家钢铁行业公司共实现营业收入 10418 亿元, 同比增长 44%, 净利润 239 亿元, 同比增长 482%。第三季度, 净利润环比大幅下降 64%。毛利率为 8%, 同比有小幅提高。国家产业、信贷政策上对高耗能等“三高”行业发展的限制以及钢铁行业本身存在严重的产能过剩, 从第三季度开始, 钢铁行业业绩的增速明显放缓。

59 家有色金属行业公司共实现营业收入 4003 亿元, 同比增长 65%, 净利润 166 亿元, 同比增长 209%, 但第三季度盈利与二季度相比环比增幅仅 1.7%。毛利率 11.3%, 同比小幅提高, 三项费用率大幅回落。

146 家机械行业公司共实现营业收入 3271 亿元, 同比增长 44%, 净利润 256 亿元, 同比增长 65%。第二季度是机械行业环比增长的高点, 第三季度净利润环比下降 6.6%。毛利率 20%, 三项费用率 10%, 变化幅度不大。

74 家汽车行业公司共实现营业收入 6161 亿元, 同比增长 68%, 净利润 325 亿元, 同比增长 109%; 从环比的情况来看, 前三个季度, 汽车行业净利润环比增速分别为 21%、4.3%、-5.3%, 呈逐季下降的趋势。毛利率 17.8%, 同比小幅提高。

下游消费品行业：表现分化，可选消费业绩环比负增长，日常消费行业如火如荼

同比来看, 下游消费品各行业均出现不同程度的增长, 环比表现分化。可选消费品行业, 包括家电、批发零售和旅游行业环比业绩出现不同程度下滑, 而日常消费品行业, 包括医药、农林牧渔、食品饮料在第二季度业绩环比下降的情况下, 第三季度环比均实现大幅的增长, 纺织服装行业环比增速虽然收窄, 但依然维持了较高的增速。

房地产行业：同比业绩增长近20%

115 家房地产行业公司共实现营业收入 1907 亿元, 同比增长 26%, 净利润 254 亿元, 同比增长 19.8%。环比来看, 第三季度房地产行业净利润环比下降 25.5%。从历年的情况来看, 房地产行业单季的净利润在第一和第三季度均表现为环比下降, 而第二季度和第四季度均表现为环比的增长, 这和房地产行业的收入确认方式有关, 并不能直接体现其业绩的变动趋势。

表 3: 10 年前三季度上市公司各行业净利润同比增速

行业名称	流通市值 (亿元)	公司数	2010 前三 季营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	2010 前三 季 净利润 (亿元)	同比增长 (%)	2010 前三 季 净利润占比 (%)	2010 前三 季年净利润 增量贡献率 (%)
石油石化	7358	15	25091	55.84	1605	18.83	15.00	8.43
煤炭	10159	30	3925	49.94	609	33.19	5.69	5.03
钢铁	4380	43	10418	44.35	239	482.11	2.24	6.57
化工	6979	185	2941	38.25	99	34.34	0.93	0.84
建材	3286	64	1193	31.14	99	38.17	0.93	0.91
有色金属	8375	59	4003	65.86	166	209.34	1.55	3.71
造纸印刷	899	30	560	27.42	28	17.68	0.26	0.14
汽车	6269	74	6161	68.19	325	109.04	3.04	5.62
电力设备	3616	67	1434	16.05	104	20.70	0.97	0.59
机械	6323	146	3271	44.29	256	65.48	2.39	3.36
航天军工	1093	11	175	23.38	9	41.06	0.08	0.09
建筑施工	2758	44	11693	29.06	225	15.84	2.10	1.02
综合	1445	40	521	35.25	39	36.09	0.37	0.34
家电	2677	30	2898	42.66	107	51.26	1.00	1.20
批发零售	4872	78	4071	31.31	125	29.76	1.17	0.95
旅游	842	25	223	67.56	30	87.71	0.28	0.46
纺织服装	2216	75	1092	26.16	59	16.84	0.55	0.28
医药	7545	133	2158	29.73	181	25.50	1.69	1.22
农林牧渔	3053	60	987	26.69	31	14.45	0.29	0.13
食品饮料	5911	46	1197	20.89	158	24.34	1.47	1.02
保险	8840	3	5490	3.69	426	38.07	3.98	3.89
银行	30711	16	10415	25.11	4446	31.32	41.55	35.14
证券信托	3427	16	390	7.28	150	-8.09	1.40	-0.44
房地产	7828	115	1907	26.61	254	19.83	2.37	1.39
计算机	3094	87	1472	103.79	41	3.05	0.38	0.04
电子	2790	92	575	52.97	34	-351.58	0.32	1.57
传媒	1088	21	190	26.81	18	17.54	0.17	0.09
通信服务	1650	16	1335	9.52	13	-66.52	0.12	-0.85
通信设备	1910	45	845	13.30	35	28.94	0.33	0.26
航空机场	2496	9	1436	47.83	194	212.63	1.82	4.38
水陆运输	5524	62	2281	42.80	375	294.36	3.50	9.26
电力	4326	52	3305	36.77	189	11.44	1.77	0.64
公用事业	850	24	157	21.00	31	26.20	0.29	0.21

资料来源: WIND, 招商证券研发中心; 注: 剔除 ST 公司和边缘行业

表 4: 上市公司各行业净利润季度环比增速

行业名称	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Q2	2009 Q3	2009 Q4	2010 Q1	2010 Q2	2010 Q3
能源	-62.8	-1.6	-17.0	-14.3	3.2	-8.1	58.9	-29.0	-5.8	46.0	-5.1	-26.9	44.0	8.6	5.3
石油石化	-63.0	-3.4	-21.3	-14.4	-7.3	-26.0	88.6	-17.2	-21.9	72.7	-8.3	-31.0	44.3	9.0	5.8
煤炭	-61.7	10.4	7.7	-13.7	47.4	39.4	17.0	-55.0	59.7	-7.0	6.7	-14.1	43.1	7.5	3.9
原材料	-6.1	43.7	-26.5	-9.2	8.7	44.7	-42.3	-266	-95.1	-474	236	-35.1	22.2	19.3	-26.9
钢铁	0.4	27.3	-26.6	2.6	23.3	57.0	-48.0	亏损	续亏	续亏	扭亏	-45.5	43.9	22.1	-64.8
化工	-3.2	54.7	-0.6	-8.8	6.0	39.0	-34.8	亏损	扭亏	137	-24.8	-58.2	30.6	-4.1	-8.9
建材	-48.0	228	-4.6	4.3	-44.6	100	-13.3	-61.9	-34.4	329	11.9	-2.2	-48.5	106	15.4
有色	-20.6	53.1	-40.9	-26.8	-0.6	18.4	-42.4	亏损	扭亏	-376	99.7	-35.7	90.0	1.0	1.65
造纸	61.3	74.6	-18.0	-4.4	26.1	16.4	-31.1	亏损	扭亏	300	47.2	11.4	-40.3	20.0	-11.2
工业	-27.9	75.6	-2.9	29.1	-47.8	31.1	-35.5	-51.8	-5.6	65.9	8.9	17.7	-23.0	30.9	-16.2
汽车	110	54.4	-26.0	4.5	14.4	5.0	-65.7	亏损	扭亏	143	36.1	6.8	26.1	4.3	-5.3
电力设备	-67.7	53.7	-3.6	164	-64.3	3.5	-0.4	-37.5	-22.1	61.0	-5.7	14.6	-34.2	37.1	1.42
机械	-11.4	56.5	21.5	-5.2	-25.6	29.3	-17.0	-34.6	-43.5	51.9	6.8	-0.6	-37.7	60.8	-6.6
航天军工	-46.8	143	-37.0	71.3	-17.9	11.1	5.7	35.1	-80.3	210	27.0	129	-78.2	219	-38.8
建筑施工	-75.1	232	51.5	50.8	-78.2	102	-63.1	31.0	-18.4	64.8	-3.0	32.4	-34.7	46.1	-45.9
可选消费	98.0	53.9	-10.9	32.4	-17.6	23.2	-33.2	-49.1	85.9	48.8	-17.0	36.3	-10.1	32.8	-8.8
家电	扭亏	77.8	-9.6	-9.8	25.5	36.1	-33.0	亏损	扭亏	145	-17.7	16.2	-14.2	53.9	3.3
批发零售	24.1	29.7	-11.7	51.8	-20.7	-3.0	-29.4	-10.8	扭亏	6.4	-16.2	32.7	10.0	-8.4	-22.6
旅游	-42.1	213	-10.9	66.0	-76.1	304	-48.3	-3.9	-37.7	101	-18.4	133	-58.8	168	-38.7
日常消费	108	10.4	13.8	9.1	5.0	8.3	-18.8	-43.0	59.1	8.4	18.3	-12.2	11.8	-6.1	11.4
纺织服装	87.3	-14.3	-5.3	55.5	-42.4	87.1	-49.8	亏损	扭亏	5.1	-6.7	98.4	-56.8	29.8	15.5
医药	146	28.2	13.2	-10.7	-2.3	38.1	-16.7	-23.4	2.1	23.5	24.0	4.5	-17.5	1.1	1.12
农林牧渔	扭亏	92.2	-12.4	92.7	-38.7	3.8	亏损	扭亏	692	111	7.0	-49.3	46.7	-18.8	49.8
食品饮料	54.5	-24.2	29.1	6.9	42.6	-14.9	-14.2	亏损	扭亏	-17.3	14.9	-23.1	70.5	-11.7	2.70
金融	-0.4	33.7	-10.9	-10.8	44.9	-0.5	-26.8	-51.1	137	17.1	-3.0	2.3	19.0	1.5	16.7
保险	-21.7	4.3	-9.0	-40.4	27.0	31.0	亏损	续亏	扭亏	85.7	-23.7	127	-24.4	-19.9	-22.3
银行	24.8	32.8	-13.5	-21.9	85.8	-4.8	-9.4	-58.7	157	6.7	0.7	-16.9	47.6	4.6	22.1
证券信托	-61.7	229	37.5	38.9	-59.6	-7.6	-52.8	3.6	-1.3	30.9	11.9	1.6	-38.0	-25.6	49.2
房地产	-42.5	73.0	-24.9	250	-60.6	44.9	-47.5	139	-56.0	154	-27.6	131	-46.5	16.2	-25.5
信息技术	-33.4	31.8	26.8	17.4	-41.2	36.2	-31.7	-82.0	-63.5	125	18.8	49.2	-53.6	55.8	10.3
计算机	111	22.6	-5.4	47.6	-44.7	43.4	-14.8	22.5	-50.9	53.2	-14.5	81.0	-63.7	74.1	-1.38
电子	-70.8	57.5	85.9	-13.3	-32.4	20.6	-61.1	亏损	续亏	续亏	扭亏	亏损	扭亏	53.3	10.8
传媒	-46.0	23.3	18.7	32.1	-47.9	52.8	-21.3	-23.8	-23.5	12.5	-6.1	-18.1	-25.4	23.9	21.9
通信	-671	-3.1	63.8	54.5	-56.6	47.8	-11.7	630	-89.8	73.2	-32.7	36.5	-62.1	100	-26.4
通信服务	扭亏	-79.5	639	33.0	-50.7	15.4	7.2	839	扭亏	23.5	-39.3	-77.5	91.6	17.1	-43.3
通信设备	-229	348	-57.0	132	-68.1	146	-38.7	95.5	-71.4	214	-24.7	146	-76.3	162	-11.8
交通运输	2.6	24.2	25.3	87.6	-38.1	5.8	-36.5	-244	扭亏	77.7	16.1	-19.1	138	44.2	33.9
航空机场	147	130	115	-75.4	124	-64.9	-347	亏损	续亏	扭亏	-13.5	-6.8	137	-5.0	137
水陆运输	-5.2	9.2	1.0	181	-45.3	18.6	-20.0	-127	-136	118	37.1	-24.6	138	79.1	3.4
公用事业	-36.6	30.3	5.9	-16.7	-67.3	-74.4	-343	73.1	扭亏	74.5	48.2	56.7	-51.2	13.2	61.4
电力	-41.4	34.9	9.3	-18.6	-74.3	亏损	续亏	续亏	扭亏	94.6	61.5	-45.8	-29.2	38.4	70.9
公用事业	98.4	-8.6	-27.9	12.8	9.4	9.0	86.8	-41.2	扭亏	74.5	-22.5	56.7	-51.2	13.2	24.1

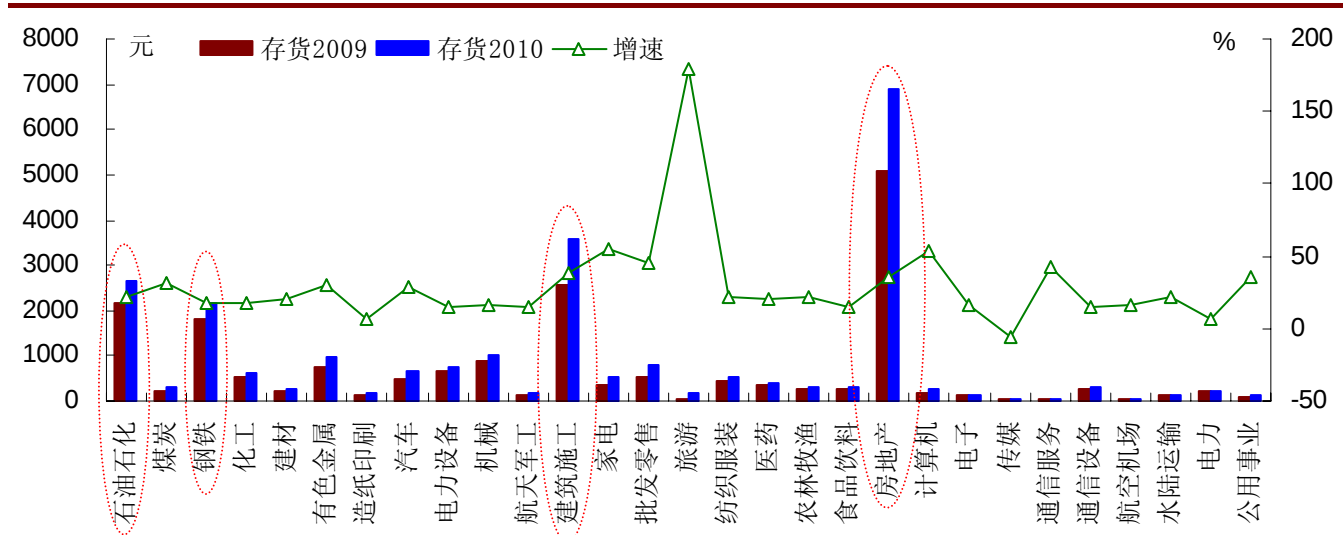
资料来源: WIND, 招商证券研发中心; 注: 剔除 ST 公司和边缘行业

表 5: 上市公司各行业主要财务指标

行业名称	ROE 2009 前三季	ROE 2010 前三季	同比增长 (百分点)	毛利率 2010 前三季 (%)	同比增减 (%)	三项费用率 2010 前三季 (%)	同比增减 (%)
能源	11.41	12.49	1.08	26.36	-6.10	6.88	-22.12
石油石化	10.98	11.87	0.89	25.17	-6.37	6.37	-23.74
煤炭	12.90	14.48	1.59	33.93	-4.20	10.10	-14.02
原材料	2.86	6.11	3.25	11.16	0.57	6.43	-18.94
钢铁	1.03	5.44	4.41	8.01	1.16	4.79	-20.10
化工	4.13	5.02	0.88	15.77	-0.50	10.43	-13.60
建材	7.28	8.72	1.44	23.04	-0.68	12.77	-9.99
有色金属	2.68	7.22	4.54	11.29	1.09	5.07	-26.01
造纸印刷	4.91	5.34	0.43	19.22	-0.29	12.17	-4.48
工业	8.64	10.85	2.21	14.39	0.91	7.10	-1.11
汽车	9.70	15.90	6.20	17.79	2.30	9.70	-6.96
电力设备	11.56	10.34	-1.23	20.55	0.96	12.09	6.49
机械	9.46	12.53	3.07	20.09	1.65	10.06	-4.21
航天军工	3.01	3.04	0.03	15.96	-0.57	11.08	-2.74
建筑施工	7.45	7.73	0.27	9.90	-0.25	3.96	-3.22
综合	6.54	7.43	0.88	21.71	-1.22	13.10	-8.95
可选消费	9.96	10.98	1.01	19.45	-1.00	13.68	-6.26
家电	10.08	12.48	2.39	18.47	-3.25	15.15	-10.19
批发零售	9.01	9.83	0.82	13.98	-0.46	9.40	-7.91
旅游	6.77	9.31	2.54	46.55	3.26	25.47	-4.27
日常消费	9.54	10.10	0.56	25.20	-0.09	13.62	-5.35
纺织服装	6.08	6.35	0.27	19.30	1.11	12.34	-1.22
医药	11.28	11.42	0.14	28.28	0.00	18.58	-2.45
农林牧渔	5.44	5.62	0.17	13.22	-0.93	10.37	-9.56
食品饮料	15.50	16.18	0.68	40.47	0.21	17.48	-4.81
金融	13.29	14.04	0.75			21.83	2.26
保险	10.69	10.75	0.06			8.20	17.81
银行	14.66	15.82	1.16			30.34	-4.81
证券信托	10.85	7.56	-3.29			43.58	26.08
房地产	6.75	7.20	0.45	35.69	-0.58	10.13	-3.88
信息技术	2.75	0.65	-2.10	15.79	-3.34	10.85	-25.74
计算机	6.96	5.98	-0.98	12.51	-5.67	9.26	-29.18
电子	-2.00	4.22	6.22	20.06	3.83	13.51	-19.48
传媒	5.58	0.14	-5.44	28.21	-2.72	15.10	-8.88
通信	5.16	3.49	-1.67	29.41	-2.87	20.80	4.80
通信服务	4.77	1.61	-3.16	30.27	-4.72	23.16	7.64
通信设备	5.84	6.12	0.28	28.06	0.20	17.07	-0.28
交通运输	3.78	12.34	8.56	27.40	8.58	8.51	-22.28
航空机场	8.74	20.71	11.96	24.76	7.90	9.74	-26.64
水陆运输	2.76	10.21	7.45	29.06	9.04	7.74	-18.86
公用事业	6.43	6.55	0.12	16.93	-2.45	10.16	-5.79
电力	6.40	6.41	0.00	16.40	-2.45	10.05	-4.69
公用事业	6.67	7.61	0.94	28.03	-1.15	12.54	-18.16

各行业存货创历史新高。前三季度，可比上市公司存货总值达到 25239 亿元，同比增长 38%，存货总量创历史新高，各行业存货都有不同程度的上升。其中，房地产行业存货量为 6876 亿元，同比增长 35%；建筑施工存货量 3581 亿元，同比增长 38.9%；石油石化存货 2656 亿元，同比增长 22.48%；钢铁存货 2165 亿元，同比增长 18.2%。随着经济回暖，市场需求增加，同时，通膨率不断提高，原材料价格上升预期加大，企业有增加原材料存货的需求和动力。

图 22: 各行业存货情况



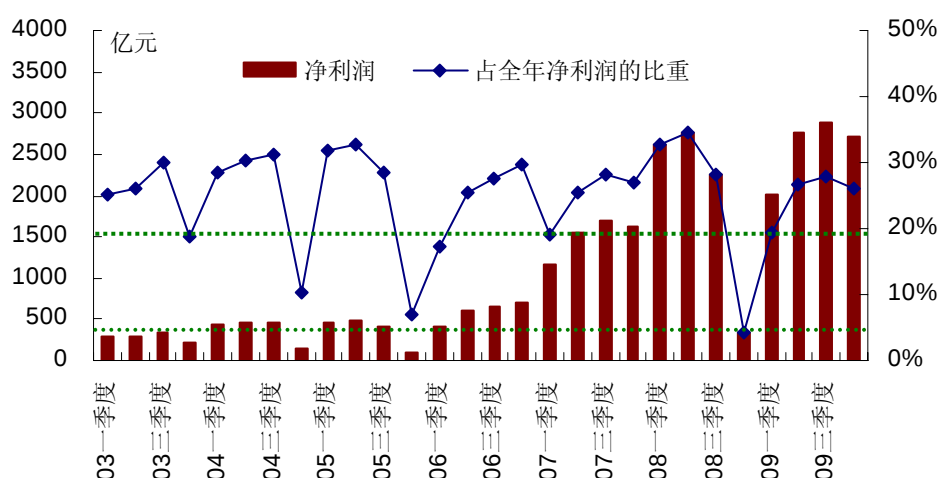
资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

三、维持 2010 年上市公司净利润增速 35% 的预测

我们认为第三季度将是本轮上市公司业绩增长的高点，由于受房地产调控、抑制过剩产能、控制通货膨胀等主动宏观调控等因素的影响，未来几个季度，上市公司的业绩同比增幅将逐渐收窄，由于季节因素，第四季度环比负增长的趋势基本确定，全年上市公司业绩增速将延续回调趋势。

从过去7年的情况来看，上市公司第4季度的净利润占全年的比重区间为 [4%，30%]，剔除2008、2009年的异常年度的数据，这个区间为 [7%，30%]，我们以这个区间的中位数来测算2010年第四季度的净利润。结合招商行业研究员对各公司的盈利预测，我们维持2010年上市公司净利润增速35%的预测。

图23：上市公司各季度净利润占当年净利润的比重



资料来源：WIND、招商证券研究发展中心

表 6：招商证券股票池行业盈利预测

行业	股票池公司数	股票池境内总市值 (亿)	总市值占行业比重 (%)	2009 净利润同比增速 (%)	2010 前三季度净利润同比增速 (%)	2010 净利润增速预测	2011 净利润增速预测	PE2009	PE2010E	PE2011E
石油石化	5	29364	99	14	19	29	14	17	14	12
煤炭	22	15308	95	-6	32	39	14	26	19	17
钢铁	22	5515	80	-56	545	341	26	57	13	10
化工	21	2478	25	-26	45	125	27	47	21	16
有色金属	29	11194	81	-12	237	316	23	156	38	31
造纸印刷	11	746	53	49	28	-8	57	25	27	18
汽车	17	5046	61	155	115	86	13	28	15	13
电力设备	18	4557	68	47	24	68	19	43	26	22
机械	30	6619	54	8	63	62	31	34	22	17
建筑施工	19	5241	76	217	21	47	36	21	14	10
家电	12	2539	75	51	52	71	20	29	17	15
旅游	16	1312	85	67	82	25	19	38	27	23
纺织服装	11	920	24	50	27	32	32	49	38	29
医药	37	5035	45	17	47	72	28	49	28	23
农林牧渔	9	1084	29	6	-16	59	24	71	45	36
食品饮料	11	5697	66	41	24	28	25	41	32	25
保险	3	15203	100	348	38	19	21	28	24	19
银行	10	28833	45	14	32	30	23	13	10	8
证券信托	6	3295	40	31	-25	27	-21	20	16	20
房地产	28	5485	54	44	23	40	37	23	17	13

计算机	26	2726	52	41	-2	54	25	50	32	27
电子	18	1431	26	-55	223	380	46	191	40	32
传媒	12	1223	71	26	15	43	8	66	45	42
通信服务	2	1165	66	-84	-65	-24	54	37	48	32
通信设备	5	1172	42	45	17	35	33	40	30	23
航空机场	10	3837	100		220	205	1	49	16	16
水陆运输	20	5570	65	-69	208	158	8	47	18	17
电力	15	4325	63		6	9	20	22	20	17
公用事业	4	868	44	-15	26	83	53	40	24	16
全部	449	177786	92	23	37	42	20	22	15	13

资料来源：招商证券研发中心

表7：净利润最大的50家上市公司盈利增速预测

证券代码	证券简称	流通市值 (亿元)	2009 年净 利润 (亿 元)	2009 年前 三季净利 润 (亿元)	2010 年前 三季净利 润 (亿元)	2010 前 三季净 利润增 速 (%)	2010 年 净利润 预测 (亿 元)	2010 净 利润增 速预测 (%)	PE2009	PE2010E
601398	工商银行	13661	1286	663	846	27.6	1586	23.3	10.6	8.6
601939	建设银行	10937	1068	558	707	26.8	1374	28.7	10.2	8.0
601857	中国石油	18815	1032	503	652	29.6	1464	41.9	18.2	12.9
601988	中国银行	8580	808	410	520	26.9	1015	25.6	10.6	8.5
601288	农业银行	8737	650	327	458	40.1	859	32.2	13.4	10.2
600028	中国石化	7144	613	332	354	6.7	659	7.5	11.7	10.8
601328	交通银行	3392	301	156	204	30.7	396	31.7	11.3	8.6
601088	中国神华	4752	303	160	186	16.6	352	16.3	15.7	13.5
601628	中国人寿	6312	329	139	180	29.6	376	14.3	19.2	16.8
600036	招商银行	2934	182	83	132	59.8	252	38.2	16.1	11.6
601998	中信银行	2198	143	70	107	51.6	187	30.8	15.3	11.7
601318	中国平安	3555	139	43	96	121.1	181	30.7	25.6	19.6
600000	浦发银行	1607	132	68	91	33.9	178	34.6	12.2	9.0
600016	民生银行	1443	121	74	89	20.2	115	-5.2	11.9	12.6
601166	兴业银行	1535	133	62	88	40.8	181	36.3	11.6	8.5
600019	宝钢股份	1131	58	7	81	1103	119	103.9	19.5	9.5
601818	光大银行	1356	76	-	68	-	113	47.8	17.7	12.0
600104	上海汽车	1396	66	14	59	306.0	111	68.2	21.2	12.6
601111	中国国航	1383	50	29	47	60.4	100	99.1	27.5	13.8
601006	大秦铁路	1124	65	28	46	63.8	83	27.1	17.2	13.5
601668	中国建筑	1074	57	23	46	97.5	83	44.9	18.7	12.9
601898	中煤能源	1291	66	35	45	26.2	91	38.1	19.5	14.1
601601	中国太保	2043	74	24	40	70.0	83	12.9	27.8	24.6
601169	北京银行	791	56	29	39	33.5	75	32.6	14.0	10.6
601919	中国远洋	1002	-75	-46	35	扭亏	46	-161.0	-13.3	21.8
601186	中国铁建	924	66	22	34	52.1	88	32.7	14.0	10.5
601390	中国中铁	924	69	31	33	6.4	89	29.9	13.4	10.3
000338	潍柴动力	641	34	12	32	164.7	50	46.2	18.8	12.9
600519	贵州茅台	1508	43	28	31	11.1	53	23.8	35.0	28.2
000001	深发展 A	610	50	23	30	31.2	66	30.8	12.1	9.3
600015	华夏银行	584	38	17	30	80.6	52	37.2	15.5	11.3
600031	三一重工	642	20	8	29	262.8	39	96.5	32.7	16.7
000002	万科 A	925	53	25	28	11.4	66	24.4	17.3	14.0
000898	鞍钢股份	587	7	-16	28	亏损	52	615.8	80.8	11.3
601899	紫金矿业	936	35	19	27	40.1	65	84.8	26.4	14.3
600188	兖州煤业	878	39	19	26	38.3	79	104.1	22.6	11.1
600030	中信证券	1165	90	38	26	-31.3	126	40.7	13.0	9.2
600018	上港集团	961	38	17	26	52.4	-	-	25.6	-
000858	五粮液	1200	32	16	23	40.9	46	41.8	37.0	26.1
601618	中国中冶	770	42	21	22	7.0	55	30.0	18.2	14.0
000157	中联重科	519	24	11	22	93.9	31	25.7	21.2	16.9
601808	中海油服	636	31	10	22	111.4	36	15.2	20.3	17.6

敬请阅读末页的免责声明

600362	江西铜业	933	23	12	21	76.7	39	67.3	39.7	23.7
600029	南方航空	576	4	0.38	21	5363	34	839.0	161.0	17.1
600011	华能国际	737	51	20	20	3.4	40	-21.4	14.5	18.5
600900	长江电力	1322	46	20	20	1.0	76	64.4	28.6	17.4
002024	苏宁电器	1073	29	13	20	56.0	40	38.9	37.1	26.7
600115	东方航空	816	5	12	19	65.7	47	763.7	151.3	17.5
600837	海通证券	790	45	25	18	-24.9	41	-9.0	17.4	19.1
600585	海螺水泥	815	35	13	18	38.5	41	16.2	23.0	19.8

资料来源：招商证券研发中心

附表：上市公司整体财务数据汇总

		2009 年前三季 度可比样本	2010 年前三季 度可比样本	同比增长	全部上市公司 2010 前三季度
	可比样本数	1620	1620		
	新增样本数		354		
	亏损样本数	304	228		
成长能力 (亿元)	营业收入	83440	115954	39.0%	122159
	营业收入（剔除金融股）	69461	99722	43.6%	103450
	营业成本（剔除金融股）	54998	80222	45.9%	83036
	营业利润	10325	14289	38.4%	15809
	营业利润（剔除金融股）	5293	7793	47.2%	15809
	净利润	7767	10785	38.85%	12013
获利能力	毛利率（剔除金融股）	20.8%	19.6%	-1.3%	18.5%
	销售净利率	12.4%	12.3%	-0.1%	12.9%
	销售净利率（剔除金融股）	7.6%	7.8%	0.2%	
	ROE（剔除金融股）	9.9%	10.2%	0.4%	10.2%
	三项费用率(剔除金融股)	9.8%	8.5%	-1.3%	8.6%
	销售费用率(剔除金融股)	3.8%	3.4%	-0.4%	3.5%
	财务费用率(剔除金融股)	1.3%	1.0%	-0.3%	1.0%
	管理费用率(剔除金融股)	4.7%	4.0%	-0.6%	4.1%
偿债能力	资产负债率（剔除金融股）	57.6%	59.2%	1.7%	69.1%
	产权比率（剔除金融股）	1.53	1.62	9.1%	1.59
营运能力	资产周转率（剔除金融股）	54.9%	59.0%	4.1%	0.15
	应收帐款周转率（剔除金融股）	9.7	10.8	1.0	12.0
	存货周转率（剔除金融股）	2.81	3.14	0.3	3.03
现金流状况	每股现金流	-0.06	0.234	----	0.34
	每股经营现金	0.64	0.82	28.0%	0.76
	经营性现金流/营业收入	0.20	0.19	-1.9%	0.20
	投资性现金流/营业收入	-0.26	-0.17	-36.1%	-0.17
每股资料 (元)	每股收益	0.30	0.40	30.4%	0.37
	每股净资产	3.07	3.86	25.7%	3.65
估值比率	PE	33.43	20.18	----	20.60
	PB	3.25	2.59	----	2.43

资料来源：WIND、招商证券研发中心

说明：1. PE 为最近一年滚动静态 PE，OPE 采用 2010 年 10 月 30 日股价计算。

2. 2010 年可比样本为 2009 年 11 月 1 日之前上市的公司。

3. 绝对数的同比增减数据是百分数，比率的同比增减数据是百分点。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

肖群稀：产业经济学硕士，金融学学士。2007 年加入招商证券从事数量分析和研究，三年从业经验。2009 年《新财富》策略小组入围。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。