

2010年11月产业比较报告

产业比较分析报告

本报告的主要看点：

预测 2011 年 A 股盈利变化；
对各个行业的 11 年盈利与估值
进行了对比分析。

权衡 2011 年的盈利与估值

基本结论

- **预期 2010 年 A 股盈利有望达到 30%**，假设是第四季度的利润环比增速不低于-20%。上市公司 3 季度利润增长 35%，环比与 2 季度持平；目前企业利润的季度走势与我们乐观情景下的盈利预测相符合；A 股全年 30% 的盈利增速，表明目前经济是偏强的，企业情况是偏好的。
- **预期 2011 年 A 股盈利增速的参考基准是 20%**。虽然现在来预测明年的利润显然是做不到准确的。但还是要定一个参考的基准：银行增长 19%；工业增长 20%；其他增长 30%；全部 A 股 2011 年利润增速的基准是 20%。
 - 银行 19% 利润增长的假设是：规模增长 15%、息差略反弹 4-5BP，信贷成本持平。
 - 工业增长 20% 的假设是：收入增长 20%-25%，净利润率基本持平或略降。11 年工业增加值在 15% 以下，PPI 在 3% 附近。
- **企业盈利能力处高位，补库存动能减弱**。在相对乐观情况下，明年 ROE 有望维持在目前水平上下。结构上：随着上游价格上涨，会给制造业毛利率带来一定的压力；经济温和复苏，资产周转率继续大幅走高的动力不足；资产负债率基本稳定。
- **10 年各行业利润格局稳定，关注成本上升**。2010 年的价格格局是比较均衡的，各个行业呈现同步增长的态势。我们关注：上游资源价格出现快速上涨，会对中游行业盈利有一定挤压。钢铁受铁矿石价格上涨，3 季度毛利率下行就较为明显。投资品行业和下游的消费，毛利率维持稳定；并且从走势上看，维持毛利率的能力比较强，与这些行业竞争格局相对稳定、成本转嫁能力强有关。
- **权衡 11 年的盈利增速与估值**。随着 2010 年行将结束，市场将开始寻找 11 年有吸引力的行业。我们从行业盈利与估值相配比的吸引力来进行行业的选择。从主要行业大致的盈利增速 vs 估值的对比看，基本还是比较匹配的。
 - **增长维度看确定性和增长空间，看好政策支持和经济驱动的消费（商业、食品饮料、医药）和新兴产业（TMT、新能源、新材料）**；消费股明年预期增长 30%，11 年的估值在 30x 以下；其中的龙头企业估值要更低一些。
 - **估值维度看弹性空间，站在目前时点，看好水泥、精密化工、重型机械、保险、地产**。水泥受益于供给改善；精密化工、重型机械成长性较好；保险受益升息；地产看好其中估值已经反应紧缩预期，周转快的公司。

徐炜 分析师 SAC 执业编号：S1130208040232
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

王晓辉 分析师 SAC 执业编号：S1130210010312
(8621)61038297
wangxh@gjzq.com.cn

内容目录

A 股盈利预期：2010-30%；2011-20%.....	4
企业盈利能力处在高位 关注成本压力	7
行业比较：权衡 2011 年的盈利与估值	10

图表目录

图表 1：3 季度 A 股利润增长 35%，单季增长 25%	4
图表 2：3 季度 A 股利润环比基本持平	4
图表 3：中小企业增速 38%，创业板增速 29%	4
图表 4：全部 A 股 20x, 中小企业 45x, 创业板 65x(TTM).....	4
图表 5：中报时，我们对 2010 年全年利润增速的预测模型.....	5
图表 6：不同行业的利润增速假设	5
图表 7：10 月份 PMI 继续扩张	5
图表 8：成本上升，对企业利润会受到一定程度挤压	5
图表 9：工业上市公司与工业企业的收入走势同步	6
图表 10：工业上市公司利润走势波动相对更剧烈	6
图表 11：11 年工业增加值的增速会略有放缓	6
图表 12：11 年 PPI 的水平相比今年会有一定的回落	6
图表 13：制造业 ROE 在 3 季度有所下滑	7
图表 14：利润率基本持平	7
图表 15：资产负债率小幅下降，资产周转略有下滑	7
图表 16：存货周转向下	7
图表 17：今年制造业毛利率在高位震荡	8
图表 18：今年 1-2 季度毛利率下行，3 季度略有好转	8
图表 19：10 月份 CRB 指数明显走高会压制中游利润	8
图表 20：原材料行业竞争激烈，毛利率呈周期波动	8
图表 21：中游投资品竞争相对有序，毛利率稳定	9
图表 22：消费品行业的毛利率稳定，且稳步走高	9
图表 23：2011 年主要行业的盈利与估值	10
图表 24：投资增速明年会平稳下滑	11
图表 25：投资增速明年会平稳下滑	11
图表 26：消费预期将继续维持强势	11
图表 27：流动性稳中有收	11
图表 28：地产开发企业的现金流有所好转	12
图表 29：地产销售再次进入观望状态	12
图表 30：地产销售再次进入观望状态	12
图表 31：地产销售再次进入观望状态	12

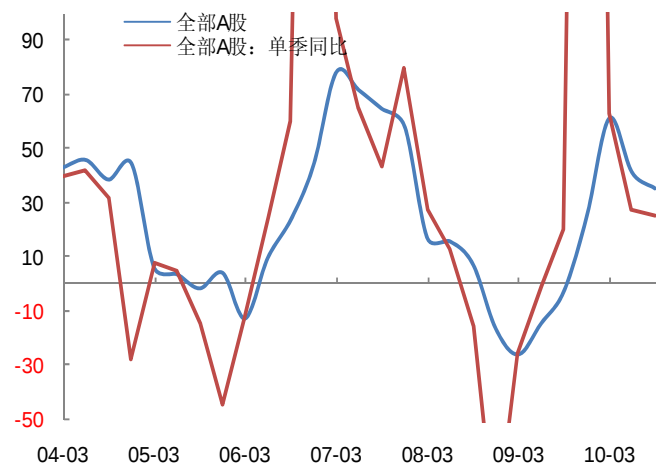
图表 32: 煤炭涨价	13
图表 33: 钢价稳定	13
图表 34: 水泥价格提价	13
图表 35: 铜库存出现明显下降	13
图表 36: 汽车销售 3 季度好转	13
图表 37: 家电销售 3 季度好转	13

A 股盈利预期：2010-30%；2011-20%

3 季度 A 股上市公司盈利 35%

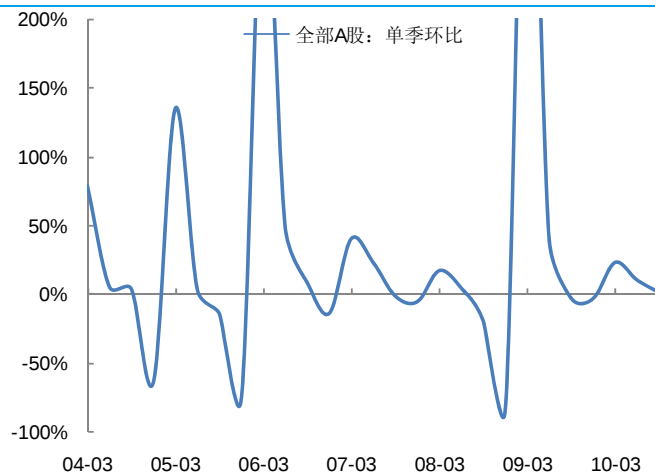
- A 股上市公司 3 季报整体的盈利增速为 35%，其中 3 季度单季增长 25%。3 季度环比 2 季度微幅增长 1%，基本持平。目前企业盈利的走势节奏与我们乐观情景下的预测一致。
- 中小企业板利润增速为 38%，创业板利润增速为 29%。这其中，个股的差异比较大，既有高速增长的也有负增长的，这里面更适用于从各个公司的角度去仔细观察；总的来看，创业板的利润增速要低于目前市场的预期。
- 按照 TTM 的 PE 估值计算，全部 A 股的估值为 20x，中小企业板 45x，创业板 65x。市场隐含的是中小企业板和创业板的盈利高成长更能持续，所以相应给予了更高的估值。

图表1：3 季度 A 股利润增长 35%，单季增长 25%

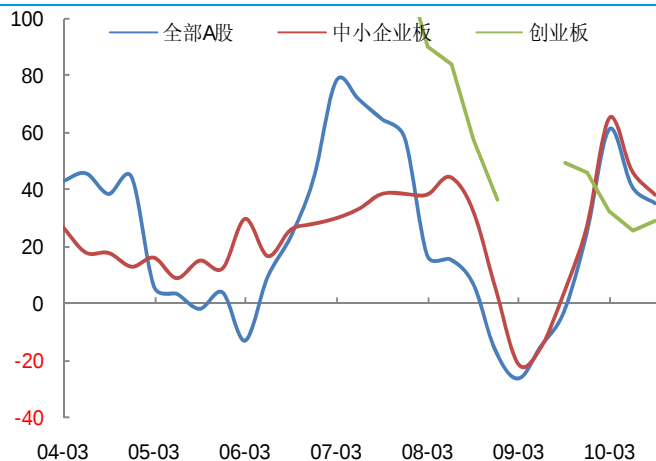


来源：国金证券研究所

图表2：3 季度 A 股利润环比基本持平

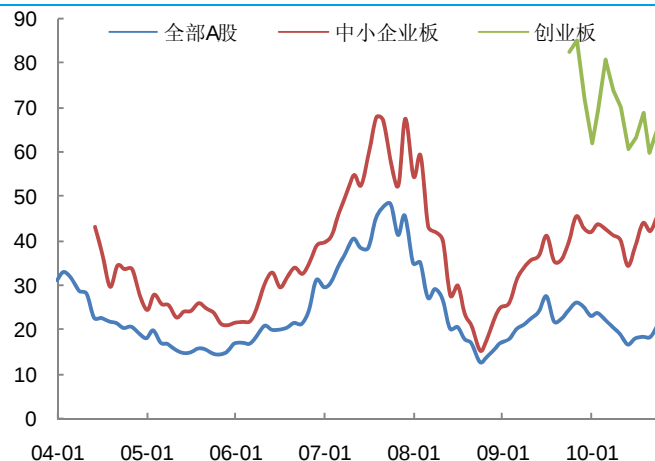


图表3：中小企业增速 38%，创业板增速 29%



来源：国金证券研究所

图表4：全部 A 股 20x, 中小企业 45x, 创业板 65x(TTM)



预期 2010 年上市公司全年利润增速达到 30%

- 目前企业利润的季度走势与我们乐观情景下的盈利预测相符合。只要第四季度的利润环比增速不低于-20%，则 2010 年全年 A 股的盈利增速就会在 30%以上。
- 10 月份 PMI 继续上行，显示制造业继续呈现出活跃的态势；在目前的预测下，4 季度宏观经济稳定运行是大概率事件。
- A 股全年 30%的盈利增速，表明目前经济是偏强的，企业情况是偏好的。实体经济在 2 季度明显下滑，但并未对利润构成实质影响；3 季度经济快速见底回升，利润增速就朝着乐观情景演进。总的看，今年的利润走势是比较平稳的，只是投资者的预期在这个过程中由于经济形势的变化而发生了较大的波动。

图表5：中报时，我们对 2010 年全年利润增速的预测模型

不同情形	2010.2Q	2010.3Q	20 0.4Q	2010
乐观	10%	0	-15%	32%
基准	10%	-10%	-15%	25%
悲观	10%	-15%	-30%	18%

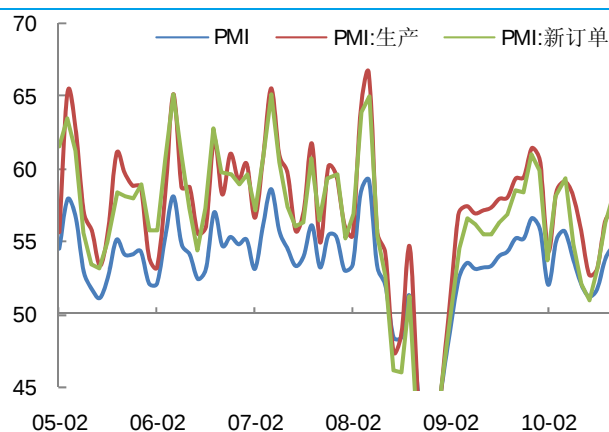
来源：国金证券研究所

图表6：不同行业的利润增速假设

	利润比重	行业利润增速	总体利润增速
银行	44%	23%	32%
工业	40%	40%	
其它	16%	35%	

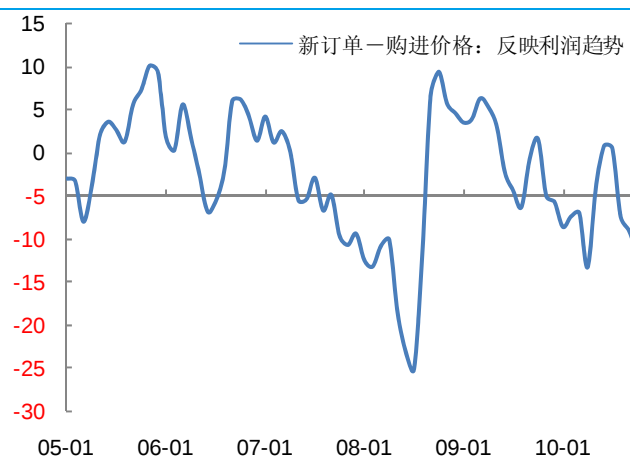
来源：国金证券研究所

图表7：10 月份 PMI 继续扩张



来源：国金证券研究所

图表8：成本上升，对企业利润会受到一定程度挤压

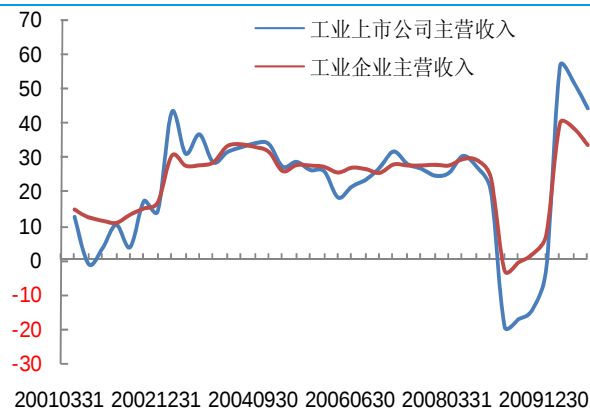


2011 年全部上市公司利润增速基准假设 20%

- 虽然现在来预测明年的利润显然是做不到准确的。但还是会定一个参考的基准：银行增长 19%；工业增长 20%；其他增长 30%；总体全部 A 股 2011 年利润增速的基准是 20%。

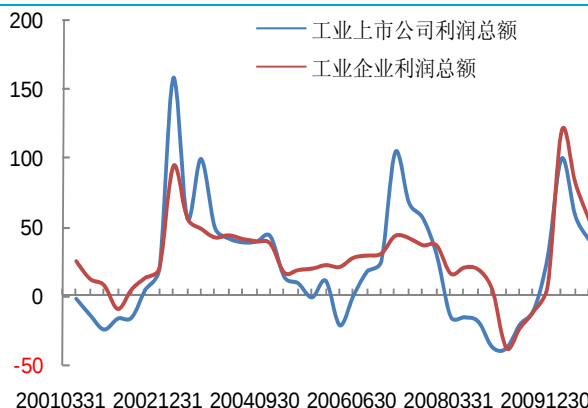
- 银行 19%利润增长的假设是：规模增长 15%、息差略反弹 4-5BP，信贷成本持平。
- 工业增长 20%的假设是：收入增长 20%-25%，净利润率基本持平或略降。工业上市公司与统计局公布的工业企业，收入数据的走势基本一致，工业上市公司更偏上游一点，所以 08、09 年低一些，10 年高一些，到 11 年这个基数原因会消失。工业企业的收入取决于销售×价格，用工业增加值和 PPI 来代替，因此这里假设 11 年工业增加值在 15%以下，PPI 在 3%附近，则对应的收入增速在 20%左右。
- 其他：包括农业、服务业，利润增速预期较工业来得更高一些。根据朝阳永续的一致预期，定在 30%。

图表9：工业上市公司与工业企业的收入走势同步

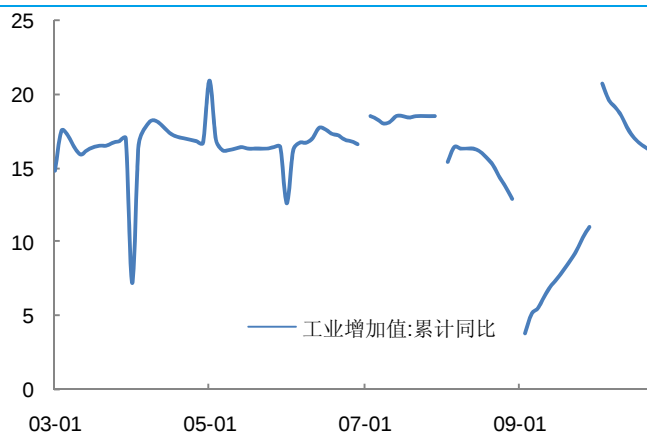


来源：国金证券研究所

图表10：工业上市公司利润走势波动相对更剧烈

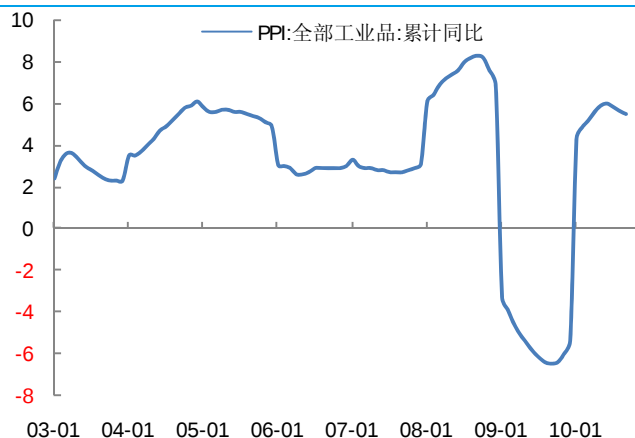


图表11：11 年工业增加值的增速会略有放缓



来源：国金证券研究所

图表12：11 年 PPI 的水平相比今年会有一定的回落

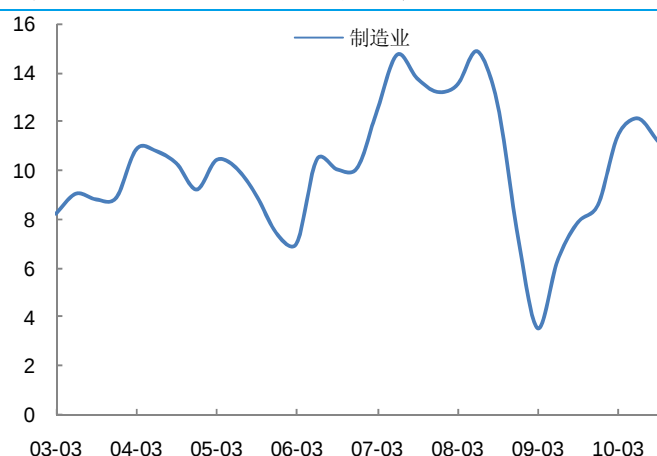


企业盈利能力处在高位 关注成本压力

制造业 ROE 高位震荡

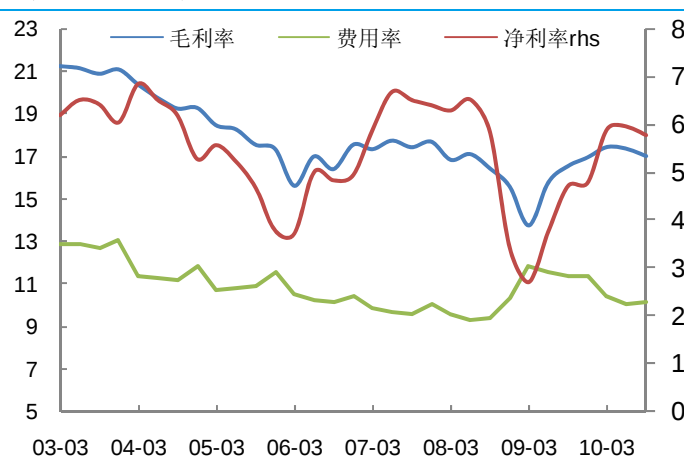
- 制造业的 ROE 在 3 季度出现了回落，总体上目前还是处在高位。利润率基本稳定，由于成本处在低位，毛利率和净利率已经回升到接近历史高点的水平。资产负债率在 09 年中期见到高点后回落。资产周转率 3 季度走软，距历史高点有一点距离，目前经济景气热烈的程度比 07 年高点还是要差一些。
- 我们判断在相对乐观情况下，明年 ROE 有望维持在目前水平上下。结构上：随着上游价格上涨，会给制造业毛利率带来一定的压力；经济温和复苏，资产周转率继续大幅走高的动力不足；资产负债率基本稳定。
- 3 季度企业的存货周转率走平；最新的 PMI 数据显示企业的库存开始回升；制造业一直去库存的状态开始趋于稳定。预期回补库存方面的动能会减弱。

图表13：制造业 ROE 在 3 季度有所下滑

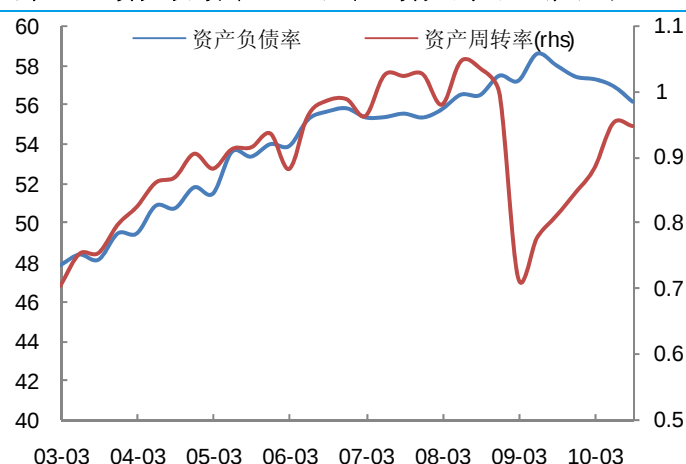


来源：国金证券研究所

图表14：利润率基本持平

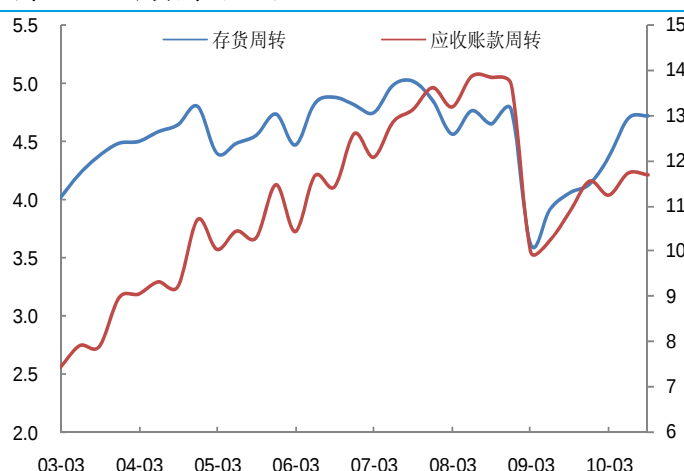


图表15：资产负债率小幅下降，资产周转略有下滑



来源：国金证券研究所

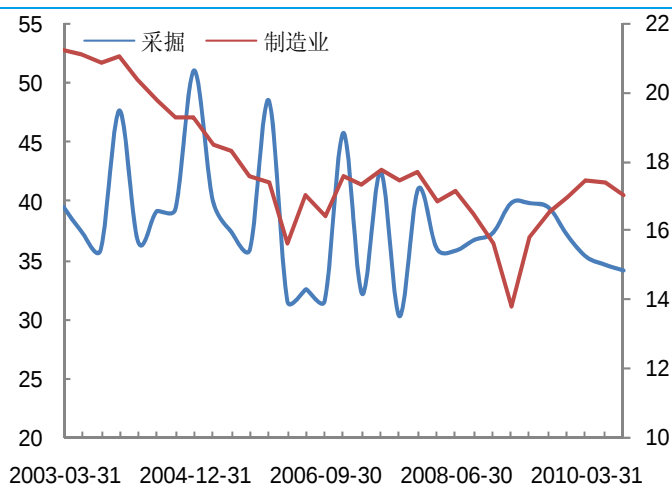
图表16：存货周转向下



行业间盈利能力格局稳定 关注成本上升

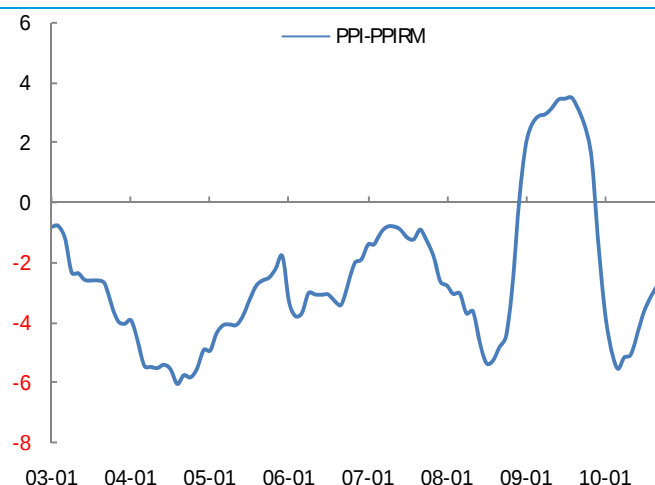
- **2010 年各个行业最终的利润增长的格局基本稳定。**总的看，工业的毛利率处于高位震荡的走势，行业之间的差异不大。虽然其中也有点小波折，如从（PPI-PPIRM）这个指标看，2 季度利润率有压力，3 季度又小幅改善；但小波动不影响大的形态。
- 另外，从 CRB 指标看，前 3 季度基本呈现的是区间震荡，到 10 月才开始突破上行。前 3 季度统看，上下游行业之间价格差异变动不大，对行业之间的利润分配没有构成实质性影响。因此所有行业都呈现同步复苏态势，2010 年的这种价格格局是比较均衡的。
- 我们想说的是，上游资源价格出现快速上涨，对中游行业盈利不是好事。PMI 的数据已经显示企业受到成本上升压力的考验；目前需求面稳定略强，可能全部转移成本；尤其会对存在产能过剩的行业产生盈利能力方面的压力。
- 钢铁受铁矿石价格上涨，3 季度毛利率下行就较为明显。投资品行业 and 下游的消费，毛利率有维持稳定；并且从走势上看，维持毛利率的能力比较强，与这些行业竞争格局相对稳定、成本转嫁能力强有关。

图表17：今年制造业毛利率在高位震荡

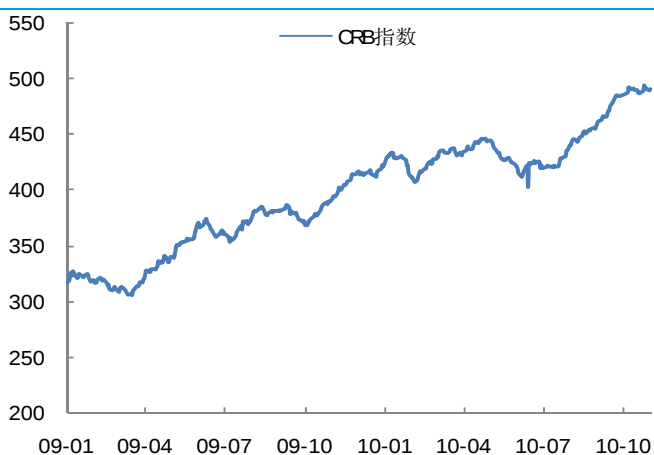


来源：国金证券研究所

图表18：今年1-2季度毛利率下行，3季度略有好转

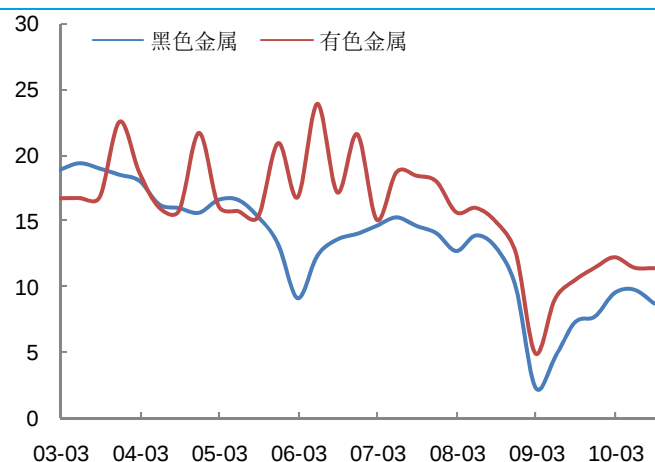


图表19：10月份CRB指数明显走高会压制中游利润

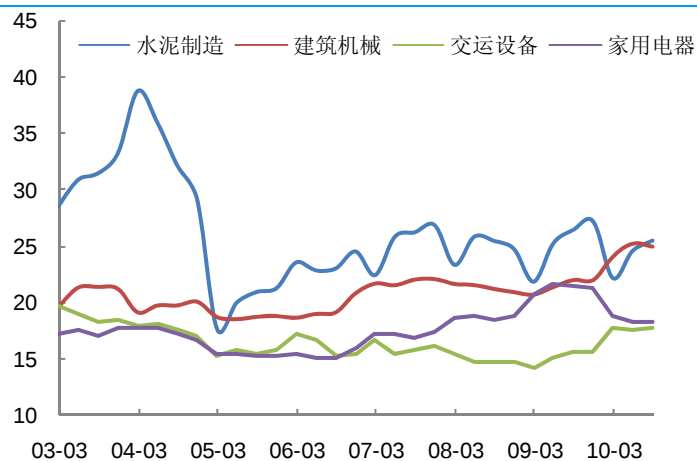


来源：国金证券研究所

图表20：原材料行业竞争激烈，毛利率呈周期波动

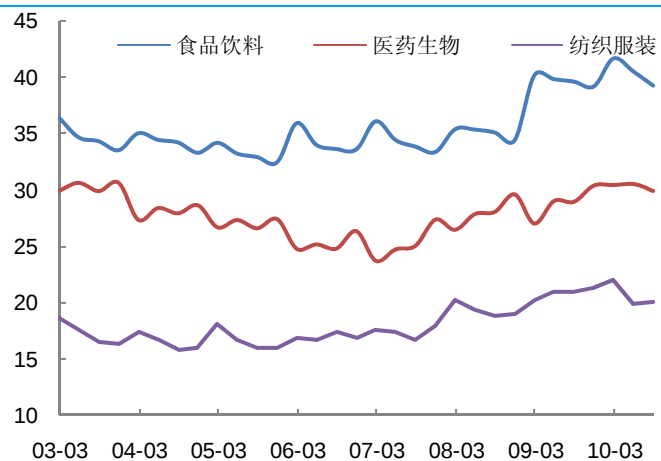


图表21：中游投资品竞争相对有序，毛利率稳定



来源：国金证券研究所

图表22：消费品行业的毛利率稳定，且稳步走高

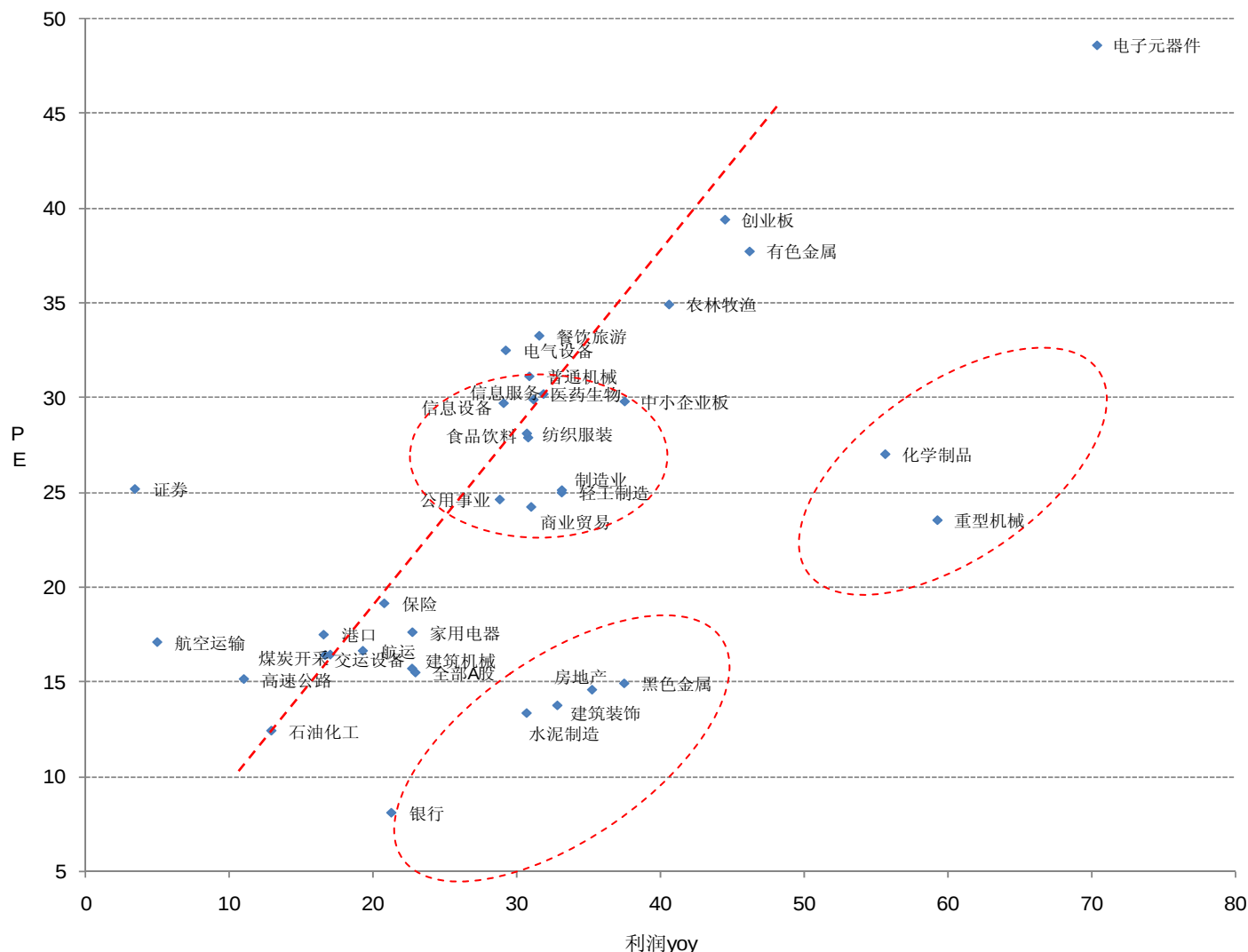


行业比较：权衡 2011 年的盈利与估值

看 11 年的盈利增速与估值

- 随着 2010 年行将结束，市场将开始寻找 11 年有吸引力的行业。我们对宏观面的判断是，经济将体现出真实复苏的一面，这种复苏在程度上会相对温和；同时在复苏确认是，会有适应性的政策退出；因此，我们还是从行业盈利与估值相配比的吸引力来进行行业的选择。
- 按照估值区间，可以分成以下 5 个部分：1、银行，所有行业中 PE 最低的行业，11 年 PE 在 10x 以下；2、石化、水泥、地产、钢铁；11 年 PE 在 15x 以下，并且后 3 个行业增速还都较快；3、煤炭、汽车、家电、工程机械、航空、保险：估值在 15-20x 的区间，增速在 20% 上下；4、商业、食品饮料、纺织服装、医药、TMT：估值在 25-35x，盈利增速在 30% 左右；5、创业板、电子元器件、有色：估值在 40x 或以上。
- 从大致的盈利增速 vs 估值的对比看，基本还是比较匹配的。我们的比较策略是：增长维度看确定性和增长空间，看好政策支持和经济驱动的消费（商业、食品饮料、医药）和新兴产业（TMT、新能源、新材料）；估值维度看弹性空间，水泥、精密化工、重型机械、地产。

图表23：2011 年主要行业的盈利与估值

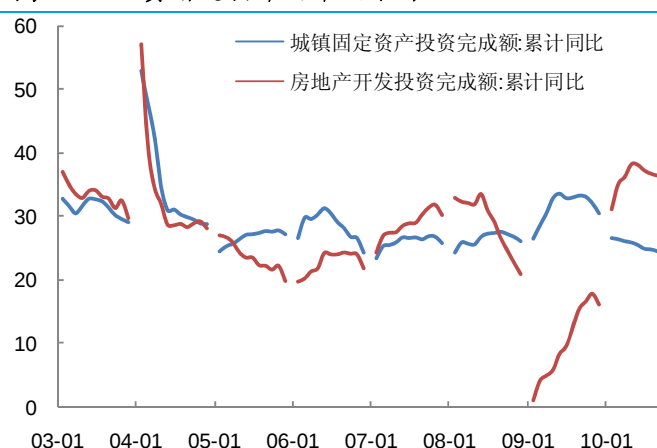


来源：国金证券研究所

11 年的增长还是看消费和新兴产业

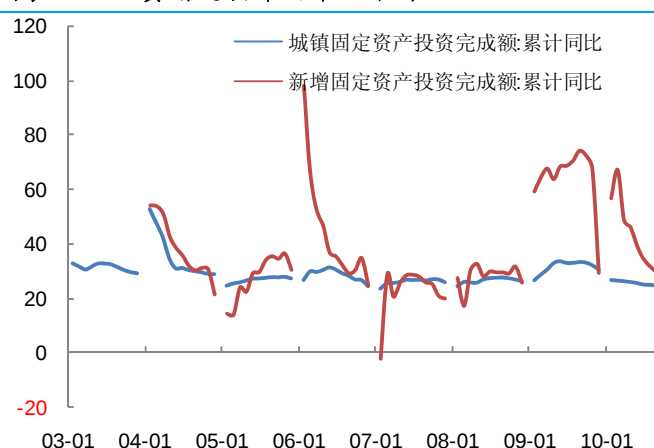
- 2011 年经济中驱动力还是会偏向于消费，投资会平稳下滑；在经济复苏过程中，流动性会呈现出稳中有收的格局。同时，政策扶持也还会是在消费和新兴产业这一块。
- 同时，从估值上看，消费股明年预期增长 30%，11 年的估值在 30x 以下；其中的龙头企业估值要更低一些。我们认为，确定性的增长还是值得给相对较高的估值，估值也可以向 30x 甚至略高一点靠拢。
- 新兴产业不适用于用总体的估值看，因为其中各个公司的差异非常大；自下而上找公司的策略会更加合适一些。我们认为经济转型的内在要求、政策的大力导向，新兴产业的行业成长空间是比较大的。

图表24：投资增速明年会平稳下滑



来源：国金证券研究所

图表25：投资增速明年会平稳下滑

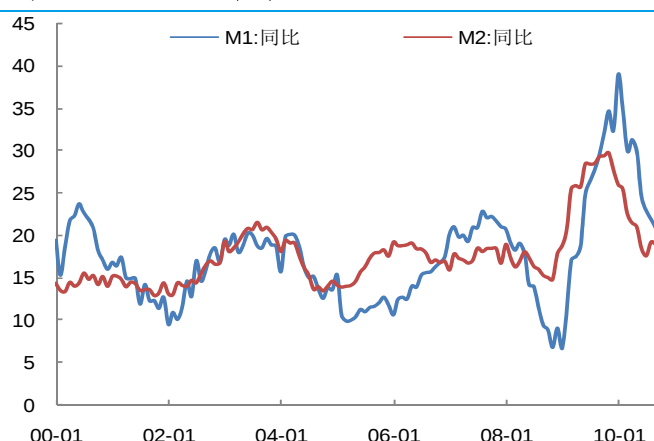


图表26：消费预期将继续维持强势



来源：国金证券研究所

图表27：流动性稳中有收



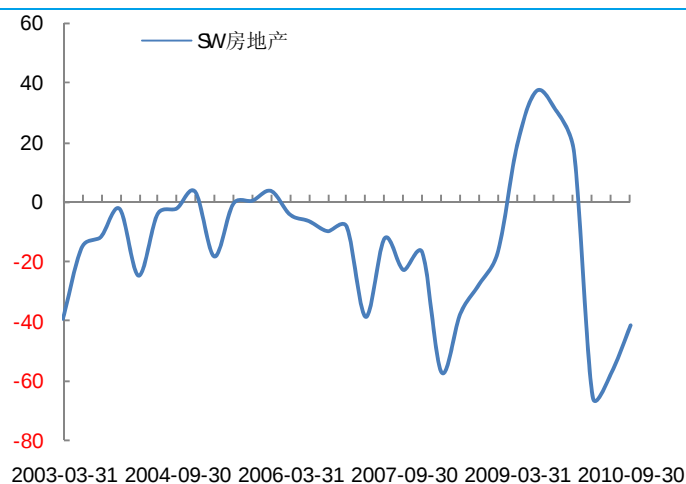
周期股看重估值的安全性 后发制人

- 周期股的表现依赖于更苛刻的条件：经济复苏信号的明确、通胀在预期范围之内、政策基本维持稳定；更重要的是宽松的流动性支持。10 月份，周期股进行了一次快速的冲高，正是基于以上各个条件的组合。
- 落在 2011 年 15-20x 估值区间的周期股，我们认为其估值基本合理。这些行业目前的盈利也处在历史最好的水平、景气的高点。除非明年经济展现

出特别强劲的增长，才会驱使这些行业去挑战 20xPE。暂时，我们对这些行业持相对中性的态度。

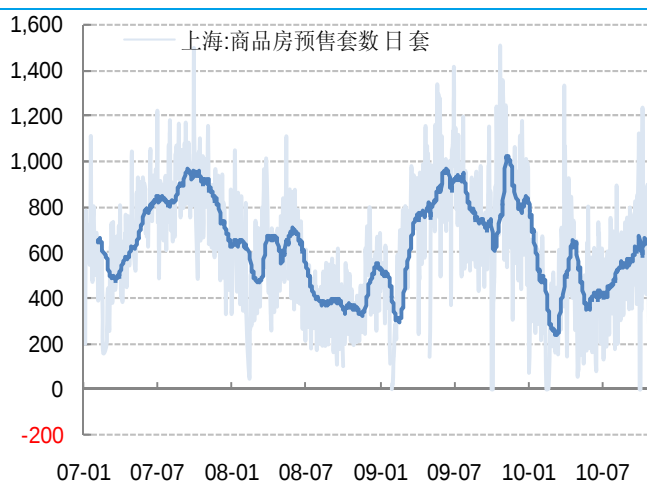
- 同时，水泥、地产、钢铁这些行业的估值低于 15x，并且盈利增速较快，分别看：水泥行业的供给会有进一步的改善，其盈利的确定性比较高，估值的安全性大，值得继续看好；地产短期受制于政策压力，在经济复苏前提下明年行业能平稳运行，则地产股尤其是估值低的一些一线地产股的估值已经具有吸引力；钢铁受矿石压制，一般在晚周期表现。
- 银行，估值低于 10x，并且明年还能获得近 20%的增速，具备有估值上的吸引力。在技术层面上，银行需要较多的流动性支持，相信会在偏晚周期表现。
- 由于在目前环境下，经济运行总体上相对平稳，周期股更多的是受到流动性的驱动；基本面变化不大，观察流动性的变化更合适，所以说不妨后发制人。

图表28：地产开发企业的现金流有所好转

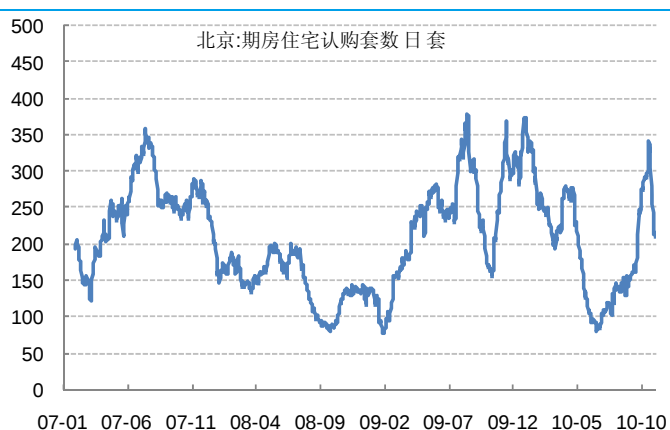


来源：国金证券研究所

图表29：地产销售再次进入观望状态



图表30：地产销售再次进入观望状态

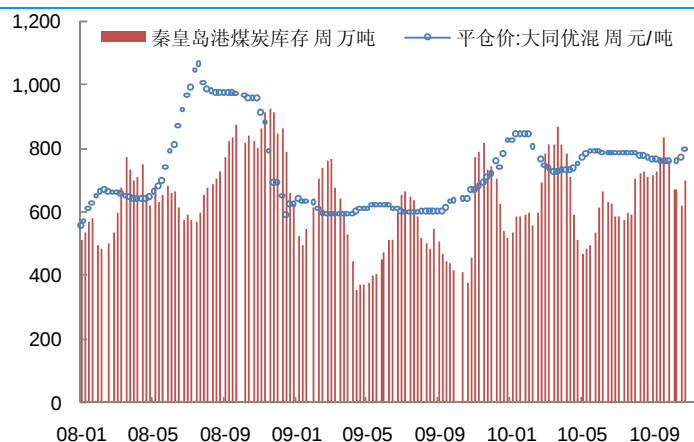


来源：国金证券研究所

图表31：地产销售再次进入观望状态

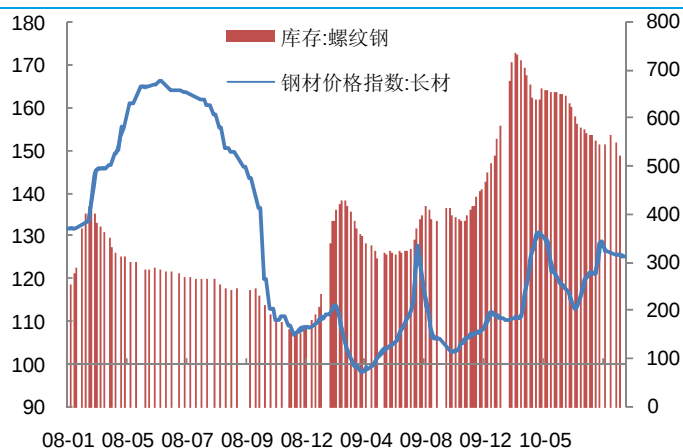


图表32: 煤炭涨价

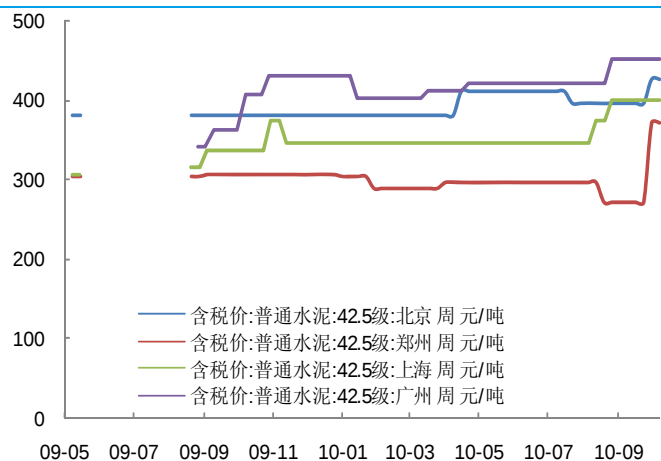


来源: 国金证券研究所

图表33: 钢价稳定

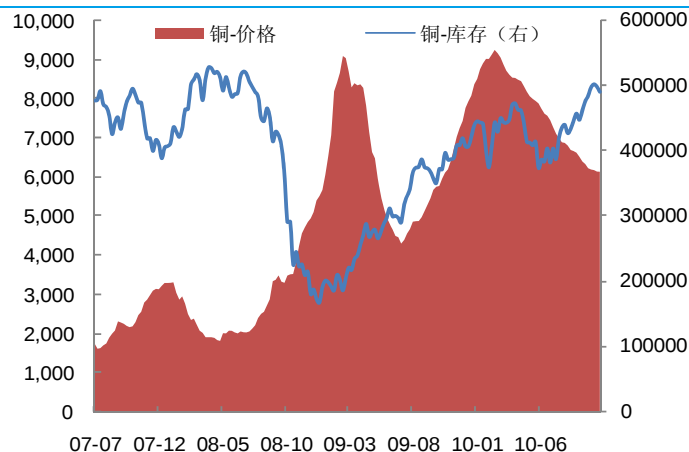


图表34: 水泥价格提价

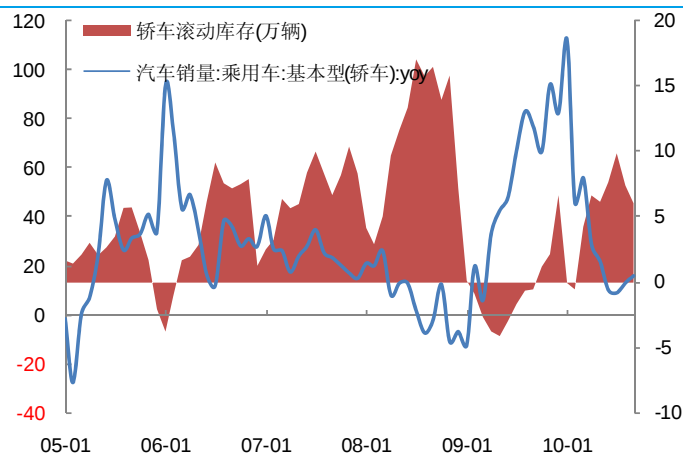


来源: 国金证券研究所

图表35: 铜库存出现明显下降

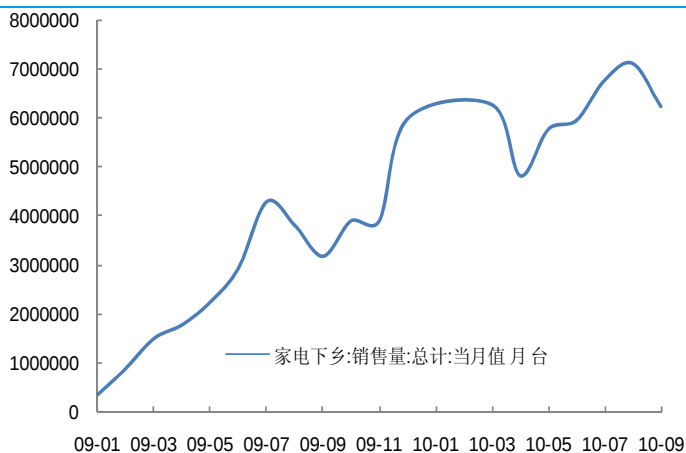


图表36: 汽车销售3季度好转



来源: 国金证券研究所

图表37: 家电销售3季度好转



特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室