

紧抓价格主线、挖掘优质个股

——通胀环境下选股思路之一

策略专题报告

2010 年 11 月 15 日

主要观点：

- 物价上涨对上市公司财务的影响主要体现在两条路径上：一方面，企业具有较强的价格转移能力，表现在企业具有产品提价能力，或者在原材料成本上升过程中将成本压力转嫁到最终产品上。另一方面，具有资源优势的企业不仅可以享受到价格上涨所带来的盈利提升，同时也有助于企业资产价值重估的提升。
- 当营业成本的增速高于营业收入增速则意味着企业成本利润率下降，企业盈利能力下降；如果营业成本的增速低于营业收入的增速，表明营业成本的上升并未影响企业的营业收入，也就意味着企业将营业成本的上升转嫁到销售收入上。
- 在今天的物价上涨过程中，营业收入增速快于营业成本增速的行业主要有，燃气、景点、电力、航空运输、种植业、餐饮、显示器件等行业，表明在物价上涨期间此类行业在成本增加的过程中，营业收入增长的更快，即企业能够将成本的增加成功转嫁出去，并获得收入的提高。
- 今年前三季度饮料制造、化学制药、通信运营、中药等行业的收入增速显著落后于成本增速，根据 07-08 年物价上涨经验，此类行业具有较强的价格上涨预期。
- 在今天的物价上涨过程中，从毛利率增速比较上看，显示器件、航空运输、半导体、水务、化学原料等行业毛利率增速较快，而橡胶、水产品加工、石油化工、计算机设备等板块毛利率涨幅相对较小。
- 依据通胀期间各行业的成本转嫁能力以及毛利率变化幅度和趋势，我们重点看好具有提价预期以及研发能力突出、自主定价能力强的饮料制造、化学制药、中药等行业；成本转嫁能力突出的航空运输、种植业、显示器件行业；能够保持较高毛利率甚至仍有提升空间的通信设备、生物制品、酒店等行业。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

TEL：(021)63367000-314

联系人：杜长春

TEL：(021)63367000-310

FAX：(021)63373209

Email：shenzy@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

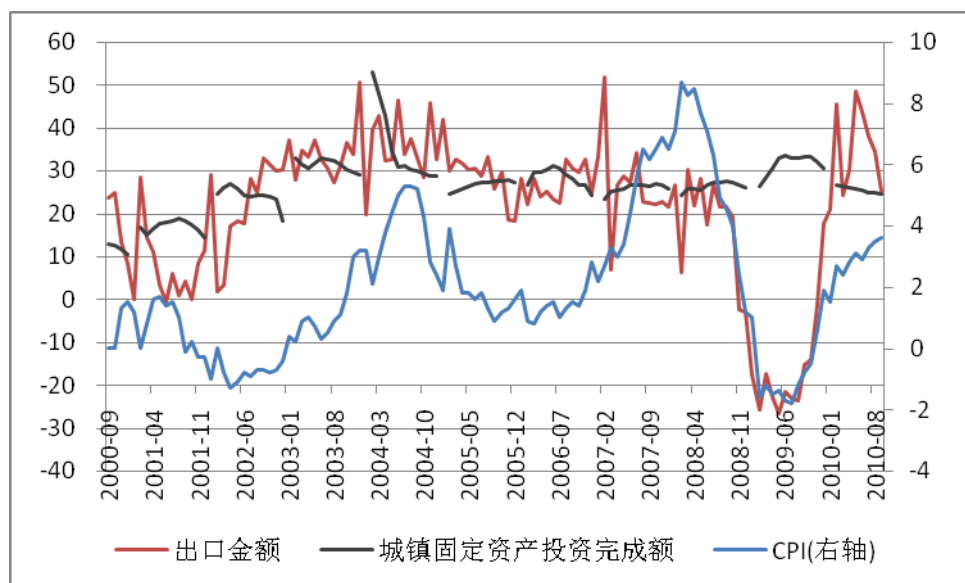
一、 物价上涨对上市公司影响的两种途径.....	2
二、 物价上涨对不同板块的影响.....	3
三、 通货膨胀环境下的行业与个股选择.....	7

图 1、我国 2000 年来 CPI、出口以及固定资产投资增速.....	2
图 2、购进价格指数与出厂价格指数显著正相关.....	3
表 1、今年物价上涨期间部分企业营业收入增速快于成本增速的原因.....	4
图 3、07-08 年与 10 年物价上涨期间营业收入增速与营业成本增速之比.....	5
图 4、2010 年以来部分行业营业成本增速.....	5
图 5、07 与 06 年毛利率变化比较.....	6
图 6、10 年物价上涨期间各行业毛利率变化.....	6
表 2、重点推荐行业及个股.....	7

一、 物价上涨对上市公司影响的两种途径

物价持续而普遍的上涨是通货膨胀的核心特征,自 2000 年以来我国曾经三次出现过物价持续性上涨阶段,分别是 03 年年初至 04 年中旬、06 年年中至 08 年年初以及近期自 09 年年中以来的物价上涨。从三次物价上涨的原因看,03 年期间的通胀即受到内需旺盛的拉动同时也与货币超额投放有关;07 年前后的通胀主要因为:一方面国内流动性过剩导致国内总需求增加,另一方面我国保持了巨额的贸易顺差,二者共同导致国内供给严重不足导致,物价上涨;此次,物价上涨主要因为经济危机时期全球经济刺激政策导致流动性宽裕推动的结果,而非需求旺盛导致供给不足使然。

图 1、我国 2000 年来 CPI、出口以及固定资产投资增速

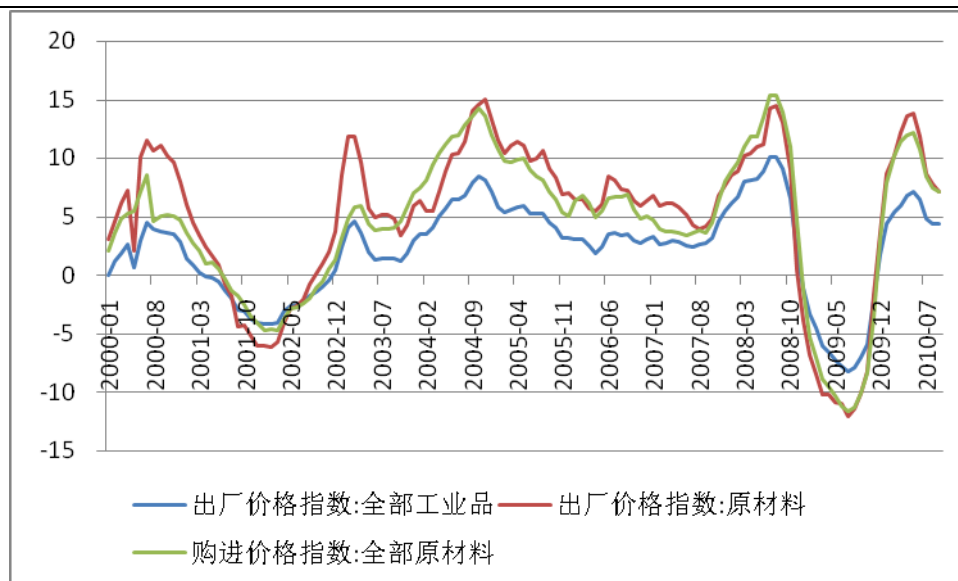


数据来源: Wind, 东北证券

物价上涨对上市公司的影响主要体现在两条路径上：一方面，企业具有较强的价格转移能力，表现在企业具有产品提价能力，或者在原材料成本上升过程中将成本压力转嫁到最终产品上。另一方面，具有资源优势的企业不仅可以享受到价格上涨所带来的盈利提升，同时也有助于企业资产价值重估的提升，即带动企业估值水平的上升。

在产品价格提升主要表现为初级产品价格或资源品的上涨，如农产品价格的上涨以及铁矿石、稀有金属等原材料价格的上涨，成本转嫁的过程中的价格上涨表现为出厂价格指数 of 的上涨，表明企业将成本上升转变为出厂产品价格的上涨。

图 2、购进价格指数与出厂价格指数显著正相关



数据来源：Wind，东北证券

二、 物价上涨对不同板块的影响

1、 通胀环境下企业营业成本与营业收入的变化关系

从企业以及行业的角度看， $\text{营业利润} = \text{营业收入} - \text{营业成本}$ ，在等式两侧同时除以营业成本，即有“ $\text{营业利润} / \text{营业成本} = \text{营业收入} / \text{营业成本} - 1$ ”，即“ $\text{成本利润率} = \text{单位产品售价} / \text{单位产品成本} - 1$ ”。

上述关系表明，当营业成本的增速高于营业收入增速则意味着企业成本利润率下降，企业盈利能力下降；如果营业成本的增速低于营业收入的增速，表明营业成本的上升并未影响企业的营业收入，也就意味着企业将营业成本的上升转嫁到销售收入上。因此，我们从营业收入增速与营业成本增速的比较中考察各行业在物价上涨过程中的成本转嫁能力。

从企业的成本构成上看，主要包括直接材料、直接工资、其他直接支出、制造费用。在通胀阶段，材料价格的上涨将是成本变动的核心因素，因此，在比较中营业成本的变动能够反映物价变动的影响。

图 3 显示了 07-08 年与 10 年物价上涨期间收入增速与成本增速之比之间的关系，我们取 07 与 08 年一季度营业收入增速与成本增速比，以及 10 年三季度与一季度营业收入增速与营业成本增速比，理论上当营业收入增速与营业成本增速之比大于 1 的企业，就表明此类企业具有较强的成本转嫁能力。从两次物价上涨期间营业收入增速与成本增速之比的关系看，今年在物价上涨过程中，营业收入增速快于营业成本增速的行业主要有，燃气、景点、电力、航空运输、种植业、餐饮、显示器件等行业，表明在物价上涨期间此类行业在成本增加的过程中，营业收入增长的更快，即企业能够将成本的增加成功转嫁出去，并获得收入的提高。

具体表现为，如燃气价格的提升、景点门票价格的提高或游客数量的增加、种子涨价、航空业的机票价格优惠减少以及电子产品价格的提高等。此结果表明，此类企业在此次价格上涨周期中受到的影响较小，反而在产品价格上涨中受益。从相应时期上市公司中也得到证实。

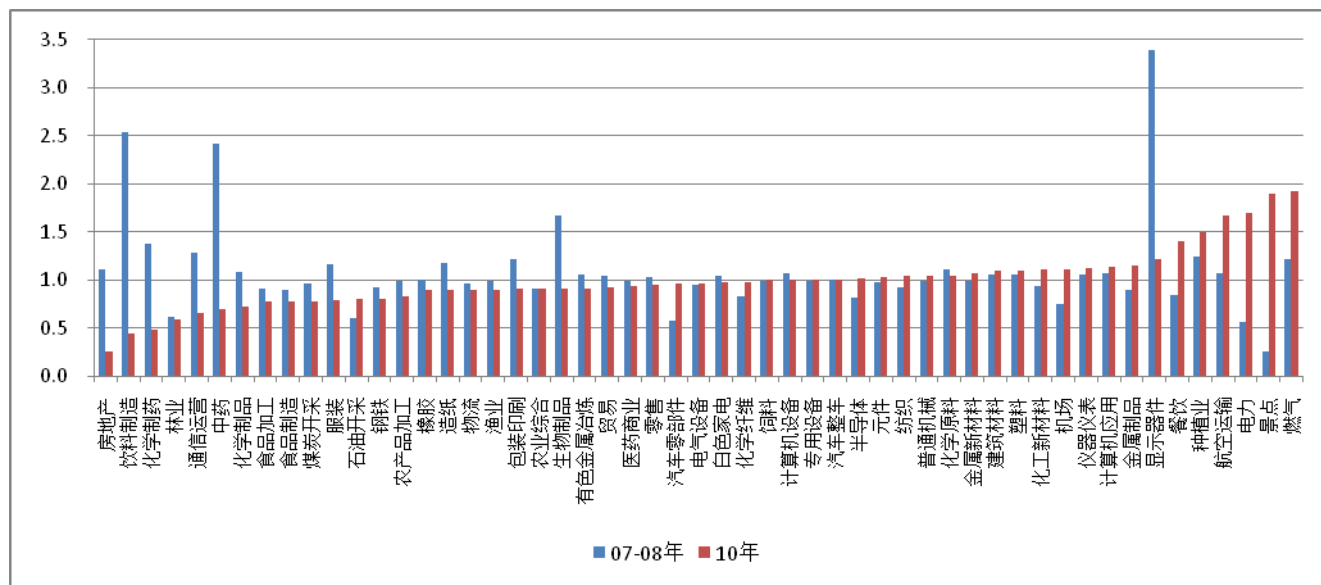
此外，今年一季度到三季度期间，成本增速高于收入增速的行业主要有房地产、饮料制造、化学制药、通信运营、中药等。从各行业所处的经济环境中看，房地产行业在今年受到政策调控影响较大，价格上涨受到政策控制，导致行业整体营业成本的增速显著快于营业收入的增速，表明成本的上涨未能转嫁出去。而在07-08年的通货膨胀期间，饮料制造、化学制药、通信运营、中药等行业的收入增速显著高于成本增速，即表明在此期间，上述行业能够成功转嫁成本上涨的影响。这主要是因为，在今年前三季度中，部分行业如饮料制造、中药等还未出现普遍的价格上调，导致企业营业收入增速落后于成本的上涨。这也意味着，此类行业面临着价格上涨的趋势，未来营业收入增速将通过产品价格提升得到提高，而此类企业更应受到投资者关注。

表 1、今年物价上涨期间部分企业营业收入增速快于成本增速的原因

行业	公告时期	上市公司	业绩特点	公告内容
燃气	2010 年中报	长春燃气	主营业务收入同比增长 21.8%；营业成本同比增长 15.7%	营业收入及利润增加的主要原因：是 焦化产品销售价格同比有较大幅度上涨 ，影响营业收入有不同程度提高，使得利润同比有较大幅度提高，
	2010 年中报	深圳燃气	营业收入同比增长 70.68%；营业利润同比增长 28.12%。	公司营业收入大幅增长的主要原因是 液化石油气销量、销价大幅增长 及管道天然气的销量增长
景点	2010 年中报	峨眉山 A	营业收入同比增长 33.24%；营业成本同比增长 22.7%；净利润增长 149.87%	旅游人次得到较快增长，带来游山门票及客运索道收入的增加， 执行新的索道价格标准，使索道收入增加 ；公司所属宾馆酒店接待人次及平均房价较上年同期增加，使酒店业本期营业收入较上年同期增加
航空	2010 年中报	南方航空	营业收入同比增长 39.36%；营业成本同比增长 29.9%	旅客周转量比去年同期增加 21.7%， 每客公里收入为人民币 0.60 元，比去年同期增加 13.2%。
	2010 年中报	东方航空	营业收入同比增长 92.23%；营业成本增加 56.3%	客运收入同比增长 76.37%，占本公司航空运输收入的 86.15%。主要是本公司合并上海航空以及 公司票价水平和客座率提升。
种植业	2010 年中报	登海种业	营业收入同比增长 51.23%；营业成本同比增长 19.93%	新品种的推广及部分常规品种（如登海 9 号） 实行了按粒销售，种子的毛利率有所提高 ，从而提升了公司主营业务的盈利能力。

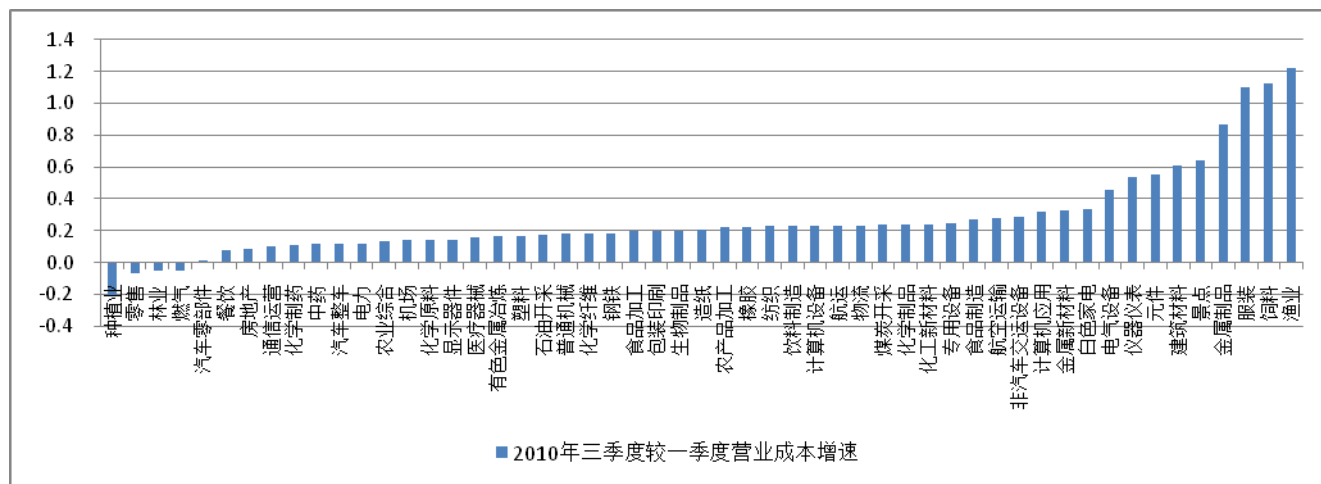
数据来源：公司公告，东北证券

图 3、07-08 年与 10 年物价上涨期间营业收入增速与营业成本增速之比



数据来源：Wind，东北证券

图 4、2010 年以来部分行业营业成本增速

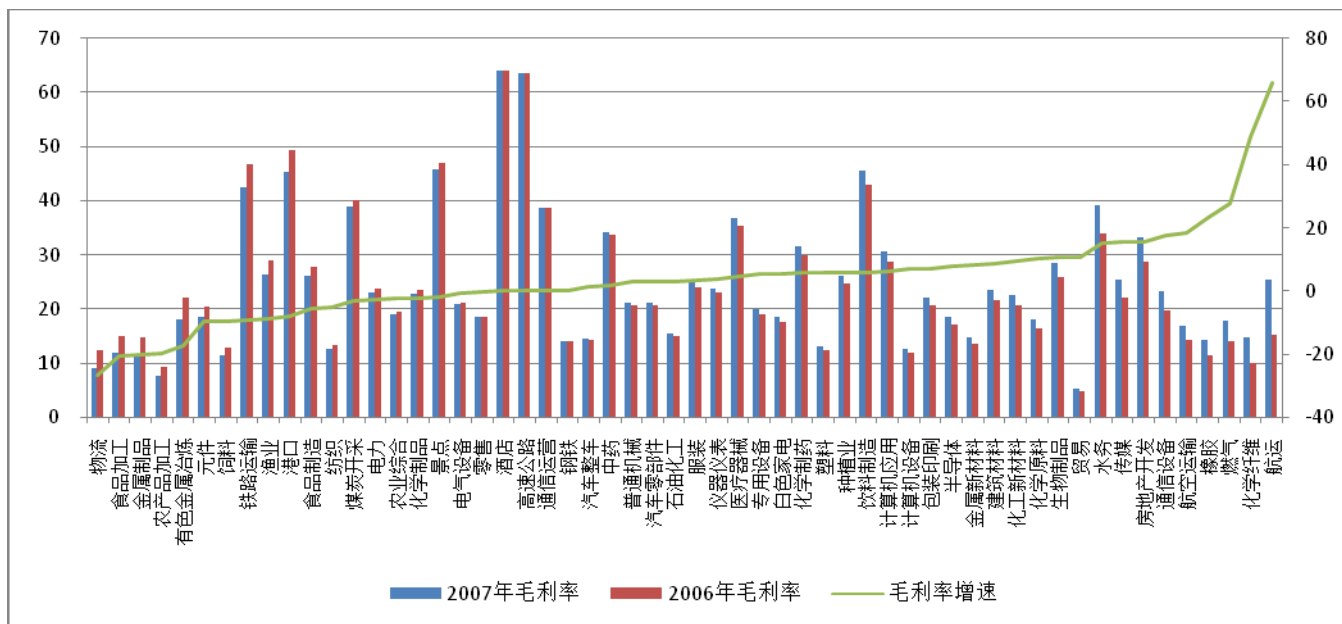


数据来源：Wind，东北证券

2、通胀对企业毛利率的影响

上一轮通胀自 07 年年初开始，CPI 在 08 年 4 月份达到最大值 8.5%，而在 06 年物价相对平稳，CPI 维持在 2% 以下。比较 06 年与 07 年各行业毛利率变化，观察通胀环境下企业的营业能力变化，当然企业的营业能力也受到宏观经济环境以及行业景气度的影响。从 07 年与 06 年的毛利率变化幅度看，显示器件、航运、化学纤维、燃气、橡胶、航空运输等行业毛利率增幅最大，而物流、食品加工、金属制品、农产品加工以及有色金属冶炼等行业毛利率增幅较小。

图 5、07 与 06 年毛利率变化比较

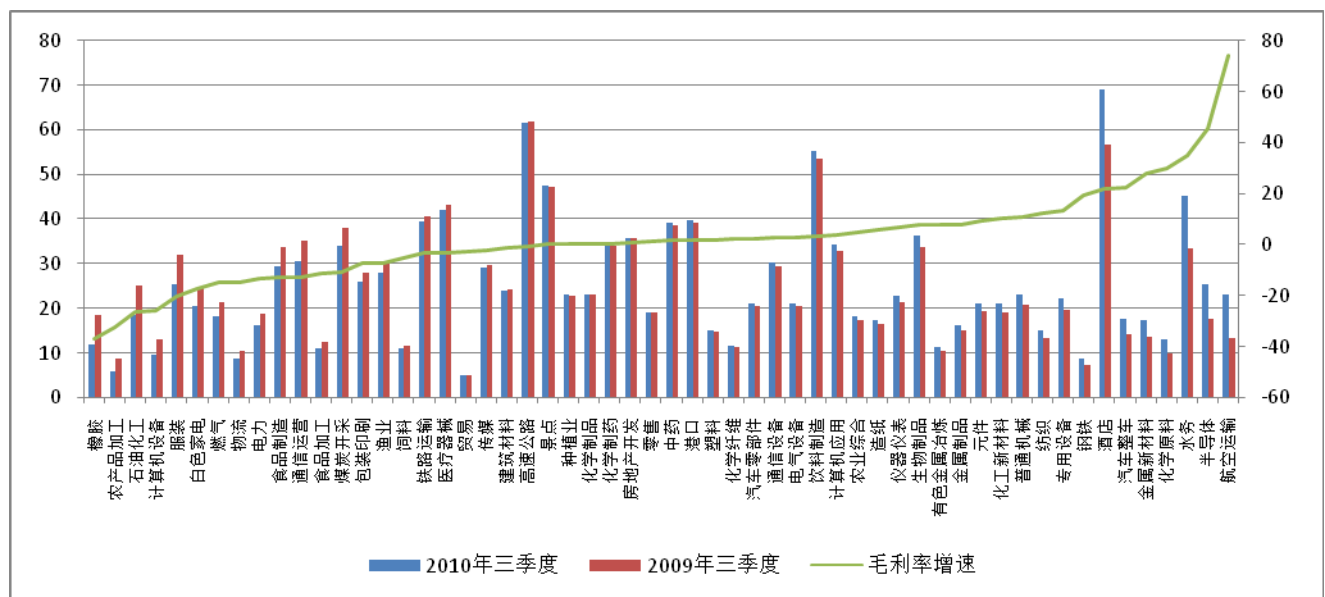


数据来源：Wind，东北证券

在今天的物价上涨过程中，从毛利率增速比较上看，显示器件、航空运输、半导体、水务、化学原料等行业毛利率增速较快，而橡胶、水产品加工、石油化工、计算机设备等板块毛利率涨幅相对较小。

通过与 07-08 年间的物价上涨相比较，我们认为部分行业毛利率仍有提升空间，如贸易、通信设备、种植业、生物制品等行业。

图 6、10 年物价上涨期间各行业毛利率变化



数据来源：Wind，东北证券

三、 通货膨胀环境下的行业与个股选择

依据通胀期间各行业的成本转嫁能力以及毛利率变化幅度和趋势，我们重点看好具有提价预期以及研发能力突出、自主定价能力强的饮料制造、化学制药、中药等行业；成本转嫁能力突出的航空运输、种植业、显示器件行业；能够保持较高毛利率甚至仍有提升空间的通信设备、生物制品、酒店等行业。

表 2、重点推荐行业及个股

行业	重点个股	预测市盈率 (按 2010. 11. 11 日 收盘价计算)		理由
		2010	2011	
饮料制造	贵州茅台	30.95	24.73	公司产品是国内高档白酒龙头，具有显著的品牌优势，未来公司白酒产量将显著增加，价格仍有提升可能，居民收入增加、消费升级使公司受益明显。
	承德露露	42.83	33.28	公司产品国内知名度高、认同度高，是杏仁露饮品细分行业龙头企业，市场占有率 90% 以上，公司提高产品价格应对成本上升压力，四季度是销售旺季，新增 6 万吨产能正在建设中。
化学制药	白云山 A	39.67	31.85	公司我国大型抗生素龙头企业和普药龙头企业，公司将持续受益于基层医疗服务机构快速发展和基本药物制度逐步落实带来的基层医疗扩容，业绩增长有望持续。
中药	东阿阿胶	57.21	43.09	目前阿胶块 596 元的出厂价同 806 元的最高零售价之间还存在很大的价格空间，终端旺盛的需求能力令阿胶块存在继续持续提价的强烈预期，这将有力推动公司快速增长。
	马应龙	42.51	31.80	公司一直专注于肛肠制药领域，目前在该专科领域已占领了全国零售市场 40% 以上的份额且仍有提升空间。主要产品马应龙痔疮膏纳入了基本药物目录和医保目录（甲类），痔疮栓也进入医保乙类品目，公司产品享受独家品种的政策倾斜，产品价格稳定，品牌效应与龙头地位加上巨大的消费人群保障公司业绩快速增长。
航空运输	南方航空	22.08	20.77	南航是国内客运业务配重最高的航空公司，国内客运市场景气南航将充分受益。未来需求依旧旺盛，11 月亚运会已经开幕，东北、海南旅游走旺，客座率将维持高位；国内市场集中叠加两舱提价，国内市场份额最大、受益显著。
种植业	敦煌种业	62.74	36.92	公司 10/11 年制种季收获已经结束，公司的制种区域并未出现明显异常气候和自然灾害，国内玉米价格上涨带动农民种粮积极性，种子需求有保证。公司自主研发能力强，新产品不断，自主研发的玉米、蔬菜新品种经第二届国家农作物品种审定委员会第四次会议审定通过。
	隆平高科	119.64	84.59	我国杂交水稻种子技术至少领先国外十年以上，据统计，国际上适宜种植水稻面积约 1.5 亿公顷，实际推广杂交水稻面积 300 多万公顷，扩展空间非常大，公司是唯一一家在海外建立研发与销售渠道的企业。
显示器件	彩虹股份	395.60	25.54	公司各玻璃基板生产基地新建项目陆续点火，其中张家港和合肥两地首座池炉已经于 2010 年 9 月 28 日与 10 月 11 日陆续顺利点火，咸阳二期首座池炉也于 2010 年 11 月 1 日点火。随着各新建生产线的陆续点火并投入生产，公司玻璃基板产能会陆续放大，大批量的产品销售也将逐步得到实现。
生物制品	天康生物	47.55	27.64	公司生产的动物疫苗均为国家强制免疫产品，公司注重兽药的研发，有望通过不断推出新产品以及技术的革新抢占市场，募集资金全面使用细胞悬浮技术、

				合成肽技术生产疫苗，实现动物疫苗的快速增长，未来公司业绩弹性较大。
酒店	锦江股份	39.54	39.13	公司充分受益世博, 后世博期间公司成长的机会主要来自锦江之星的扩张以及规模效应显现后带来的净利率水平上升。公司收购的金广快捷资产、年初注入的锦江达华宾馆、闵行饭店，均有较大的增长空间。锦江股份高中低端连锁酒店+餐饮的系列品牌将稳步提高其市场占有率，未来增长确定。

数据来源：Wind，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。