

2011年1月产业比较分析报告

产业比较分析报告

本报告的主要看点:

从盈利出发,梳理了驱动工业体系盈利的因素以及日常观察跟踪的信号;通过信号变化完善对A股产业进行比较分析的框架。

一切从盈利开始...

基本结论

从盈利这个最基本的单元出发,我们的目的不仅想静态的事后去分析盈利增长是多少,或拍脑袋给出明年的预测数字。更重要的,我们是想梳理一下什么在驱动盈利,如何观察这些驱动因素,如何更为前瞻的把握盈利的变动。

- **盈利: 幡动、风动、还是心动?** 幡动是对利润增速的判断; 风动是对利润驱动的观察; 心动是投资者预期的位置。在利润指标的观察体系中, 追踪风动的方向是核心任务, 同时结合心动的位置来判断最终的影响; 幡动则主要作为事后印证。
- **盈利的驱动: 量、价与毛利率。** 在三个驱动力量中, 毛利率变化是略微领先, 提示成本压力; 需求是最为本质和决定性的; 而价格往往是滞后的。在日常的跟踪中, 我们用 PMI 和增加值看量, 用 PPI 看价, 用 PPI-PPIRM 看毛利率的变化。
- **盈利的构成: 上中下游的差别。** 采掘的利润驱动主要是价格变化, 原材料是三者皆动皆有很强影响, 投资品和消费品则主要看下游需求, 因此在不同行业间投资观察的重点是并不相同的。

根据以上的框架, 我们对企业盈利进行了分析:

- **2010 年企业盈利强劲, A 股实现 30% 比较确定。** 从 9-11 月工业企业利润的数据看出现了比较强的反弹; 我们认为主要原因是节能减排下的价格上升, 出现了量平价升毛利率平的向好组合。由此, 我们先前对 A 股 2010 年盈利增长有望达到 30% 的预测确定性加强。
- **对 11 年盈利预测基准是 20%, 存下行风险。** 20% 的基础是 14.5% 的增加值, 4% 的 PPI, 对应的是经济相对平稳的运行, 价格可控的上涨, 不是很大的成本挤压。下行风险来自于: 需求面在收缩流动性背景下的反复; 企业的库存并未处于很低的位置; 毛利率已经呈现出受挤压的情况; 上中下游价格和盈利能力均已处于景气位置。
- **矛盾升级: 10 年盈利高增, 估值差异进一步拉大。** 低估值的周期股反应的是对未来盈利和经济缺乏充足的信心; 高估值的新兴股则是信心比较充足。这两种预期在 10 年被容忍, 被拉大, 但在 11 年需要调和。要么是低估值的修复, 要么是高估值的修正。
- **我们建议的配置策略: 继续配置均衡化。** 在央行第二次加息的专题分析中, 我们提出了均衡化配置; 即降低高估值的小盘股的相对配置比重, 提升低估值的大盘股的相对配置比重。我们认为, 低估值的领域在未来一段时间会产生相对的超额收益。我们把低估值的板块分成三类: 周期成长型: 煤炭、水泥、家电、机械; 周期价值型: 地产、银行、保险、汽车; 消费价值型: 一线品牌消费股。在过去一段时间周期成长型已经有所表现, 周期价值型和消费价值型的相对优势有所提升, 其相对配置比重有进一步提升的空间。

徐炜

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

内容目录

回顾 2010 年的盈利：幡动、风动、心动	4
盈利增长的驱动解构：量、价、毛利率	7
盈利增长的部门比较：上游、中游、下游	12
行业配置：继续均衡配置的思路	16

图表目录

图表 1：工业企业 1-11 月利润增速 49%，收入增速 32%	4
图表 2：单季度(9-11 月)利润增速有所反弹	4
图表 13：工业企业毛利率短期走高，费用率创新低	4
图表 14：工业企业的 ROE 创新高；利润率也接近高点	4
图表 16：收入，工业上市公司 vs 工业企业	5
图表 17：利润总额，工业上市公司 vs 工业企业	5
图表 16：市场一致预期比较稳定，在 30%附近波动	6
图表 17：我们对 A 股今年的盈利预测的预期波动	6
图表 19：费用率已经处于很低的位置	7
图表 20：投资收益占比较小，除非出现大牛市行情	7
图表 3：利润增速可以大约从量、价、毛利率三个角度拆解	8
图表 22：PMI：新订单 12 月底回落，生产在高位	9
图表 23：生产-新订单=产成品库存在累积	9
图表 24：工业部门的出厂价格 4 季度回升	10
图表 25：原材料价格回升之后，采掘业开始回升	10
图表 26：（PPI-PPIRM）领先于毛利率的变化	10
图表 27：CRB 的走势要领先于国内 PPIRM 的走势	10
图表 6：制造业的产成品和原材料库存都开始累积	11
图表 7：下游开始累积产成品的库存	11
图表 8：产成品库存开始上升	11
图表 9：工业企业这一轮总体上库存水平相对于需求而言都不是很高	11
图表 10：今年前 2 个季度	11
图表 11：原材料库存回补的比较明显	11
图表 24：4 季度原材料行业利润明显改善	12
图表 25：投资品、消费品利润增长比较稳定	12
图表 28：采掘业量的增长比较稳定	13
图表 29：采掘业价格波动最为剧烈	13
图表 29：采掘毛利率变化由价格引发	13
图表 28：原材料量波动剧烈	13

图表 29: 原材料价格波动比较大	13
图表 29: 原材料毛利率变动明显	13
图表 28: 投资品量稳定增长	13
图表 29: 投资品价格小幅波动	13
图表 29: 投资品毛利率小幅波动	13
图表 28: 消费品量稳定增长	14
图表 29: 消费品价格平稳	14
图表 29: 消费品毛利率小幅波动	14
图表 38: CRB 指数在 12 月快速上行	14
图表 39: 焦煤价格近期出现了上涨	14
图表 40: 水泥价格 12 月出现了比较大的涨幅	15
图表 41: 钢铁价格也走出持续的强势走势	15
图表 42: A 股的 2011 年行业盈利预期和估值	17

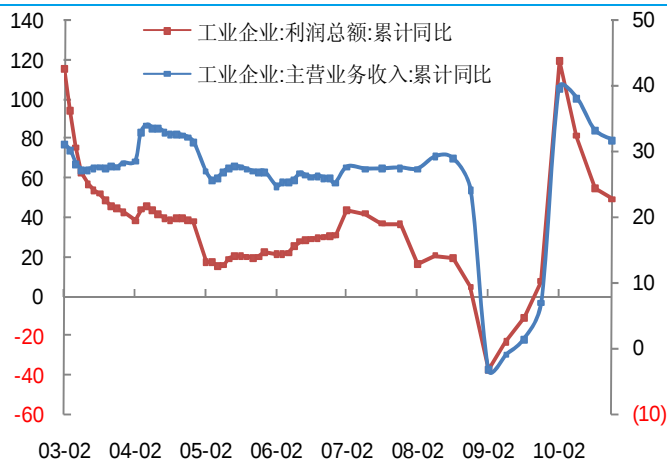
回顾 2010 年的盈利：幡动、风动、心动

从盈利这个最基本的单元出发，我们回顾 2010 年企业盈利的走势和我们对其预期的变化，我们的目的不仅想静态的事后去分析盈利增长是多少，或拍脑袋给出明年的预测数字。更重要的，我们是想梳理一下什么在驱动盈利，如何观察这些驱动因素，如何更为前瞻的把握盈利的变动。

2010 年工业企业的利润增速超预期

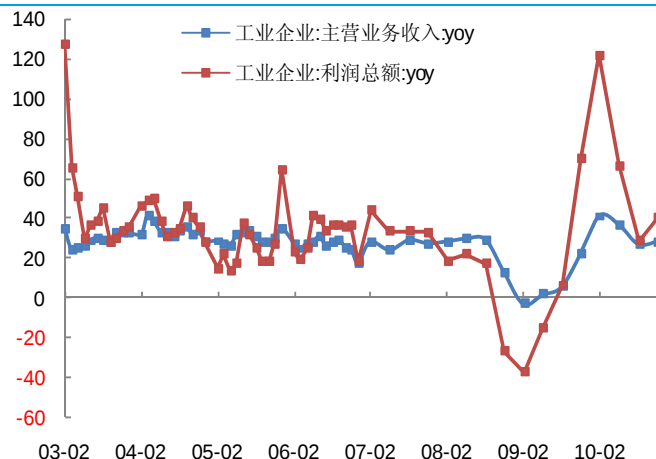
- **2010 年的工业企业盈利增长偏强。**2010 年 1-11 月工业企业利润增速达到 49%，收入增速是 32%。从单季同比上看，利润增速从上一季的 28% 反弹到这一季的 40%，显示 9-11 月企业盈利进一步的改善。结合环比看，9-11 月有 20% 的环比上升，也是要强于历史规律的。
- **盈利能力指标已回升至历史最好水平。**目前的工业企业盈利的数据显示，毛利率接近 07 年时的高点、费用率创新低、利润率接近新高，如果剔除掉投资收益因素，利润率事实上应该是创了新高的；ROE 指标创出新高，企业的资产周转水平已处于历史的高点。

图表1：工业企业 1-11 月利润增速 49%，收入增速 32%

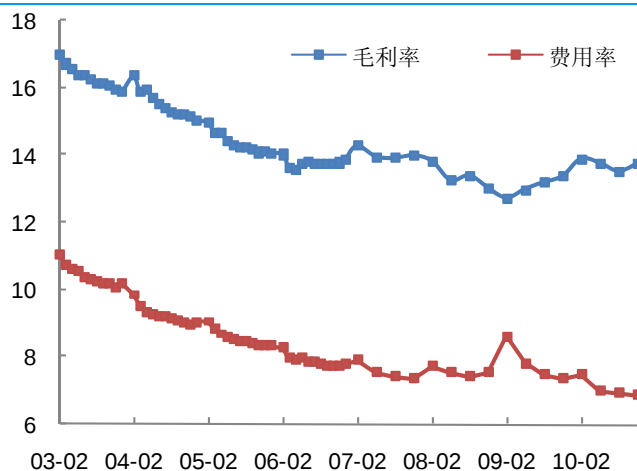


来源：国金证券研究所

图表2：单季度(9-11月)利润增速有所反弹

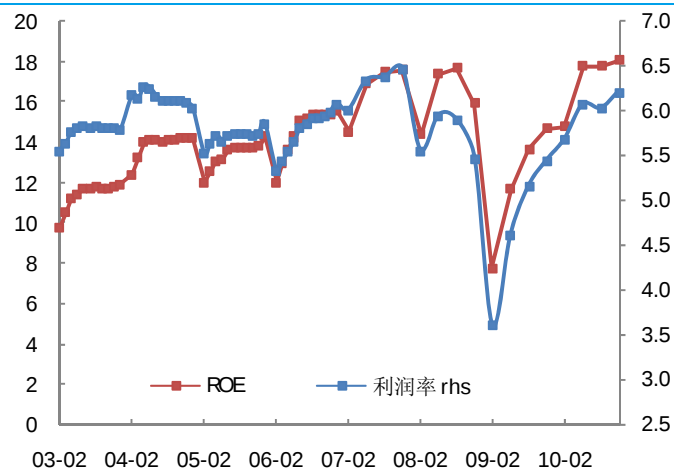


图表3：工业企业毛利率短期走高，费用率创新低



来源：国金证券研究所

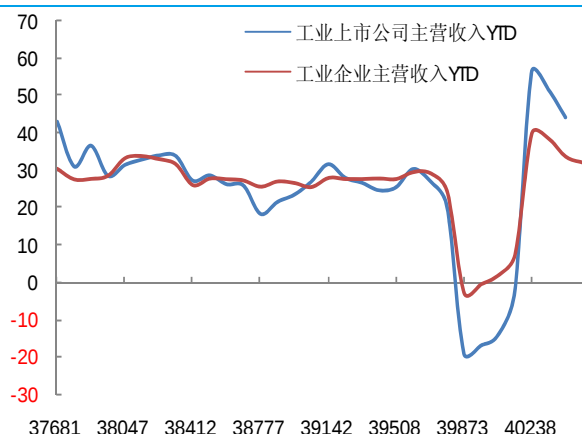
图表4：工业企业的 ROE 创新高；利润率也接近高点



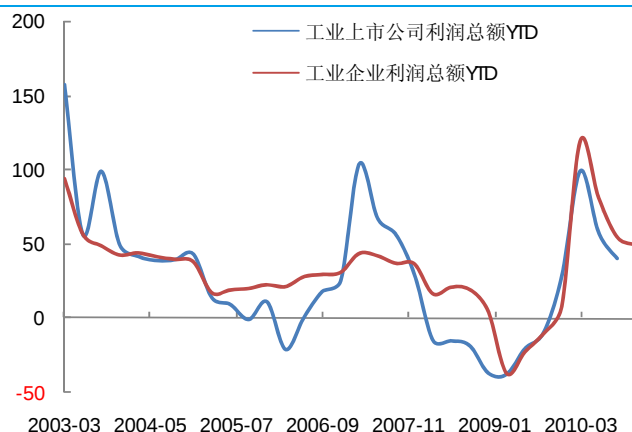
A 股 30% 的 10 年盈利增速确定性增强

- 我们对 2010 年的 A 股盈利预测是 30%。其中银行增长 22%，工业增长 38%。工业企业利润在 9-11 月份走好的信号，使得我们对 10 年全年增长 30% 的预测确定性增强。从两个方面分别看：
 - 将工业上市公司和工业企业对比，两者在增长的趋势上比较一致，工业上市公司跟随工业企业利润增速的走势，利润增速走平的可能性较大。
 - 从环比角度看，工业企业在 9-11 月利润环比要强于历史上的季节性规律；那么有理由相信 A 股企业盈利在 4 季度环比上不会出现大幅下滑；我们的假设是 4 季度环比-20% 的增速，从历史上看属于中性水平。

图表5：收入，工业上市公司 vs 工业企业



图表6：利润总额，工业上市公司 vs 工业企业



来源：国金证券研究所

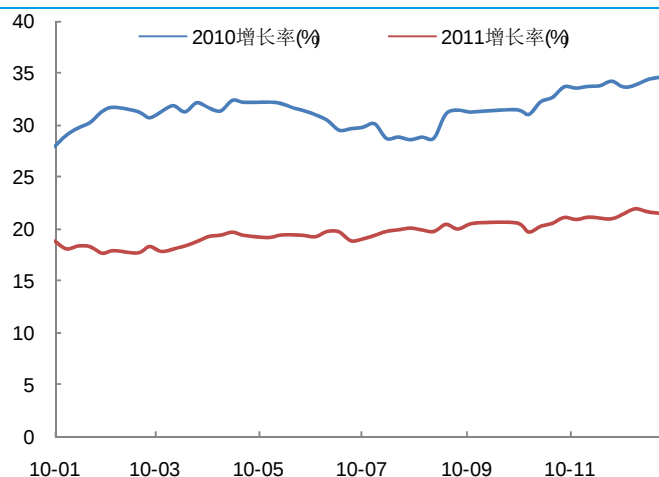
盈利预测的反思：是幡动、是风动、还是心动

- **幡动：是对利润增速的判断。**利润增长是股市表现在微观上的直接驱动，股价从直接的解释上就可以看作是由业绩和估值驱动而成的；所以判断利润增速是最终的目标。但是利润大部分时间是滞后性指标，如果看到幡已经动了再去投资，往往为时已晚。
- **风动：是对利润驱动的观察。**既然利润增速是滞后性指标，那我们就去寻找会改变利润变化的信号，这个信号要比每个季度的利润指标来得更为及时，可以在风向出现变化的时候，调整投资策略。我们就要从等看幡动，变成跟踪风动的迹象。当然要预测风动，显然难度要大很多，充满变数和不确定性。
- **心动：是投资者预期的变化。**利润驱动信号变化产生的影响，与投资者的预期有关；如果已经充分预期到了，则信号变化的冲击有限。也就是说，如果风确实动了，但由于观察者已经有了足够的心理预期，做好了各种准备，则风动并不会产生明显的影响。
- 我们对 2010 年 A 股盈利的预测进行了反思：
 - 幡动：2010 年 A 股盈利增速本身的波动并不大。从 A 股盈利或工业企业利润实际走势上看，变化不显著。分析师自下而上的一致预期波动也比较小，分析师的预期调整一般都比较滞后，都是看到比较明显的超预期或低预期才会调整。所以，2010 年企业盈利的幡变动不大。
 - 风动：我们对 A 股盈利预测变化较为明显。在 4 月份，下调了盈利预期，之后又上调；从全年看，年初年尾预测相近，中间预测比较低。我们这种盈利预测的变化，主要是对短期经济周期变化的反应；看 A

股的走势是跟随短期经济周期波动而变化的。所以，在利润观察的体系中，利润驱动指标的变化是最关键的；利润增速本身用来验证。

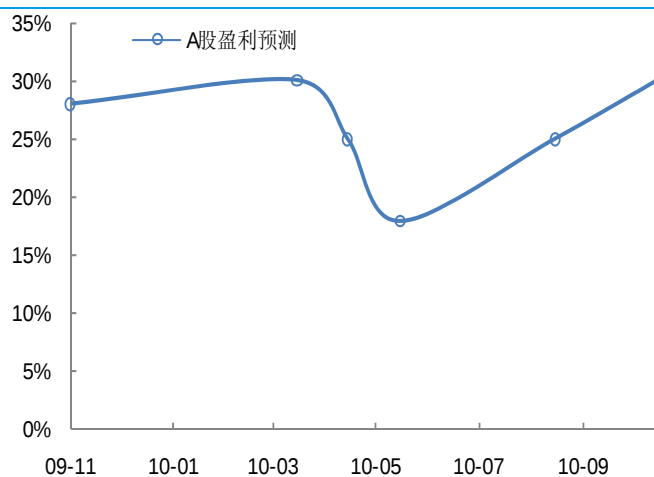
- 心动：投资者预期变化产生的冲击最明显。在利润增速处在高位的 30% 时，市场表现比较平淡；市场的波动出现在从 30% 往 18%，和从 18% 再往 30% 的过程中。如果风向和投资者适应性的预期发生背离，此时对股票市场是有比较大意义的。
- 所以在利润指标的观察中，追踪风动的方向是核心任务，同时结合心动的位置来判断最终的影响；幡动主要作为事后印证。

图表7：市场一致预期比较稳定，在 30% 附近波动



来源：国金证券研究所、朝阳永续

图表8：我们对 A 股今年的盈利预测的预期波动



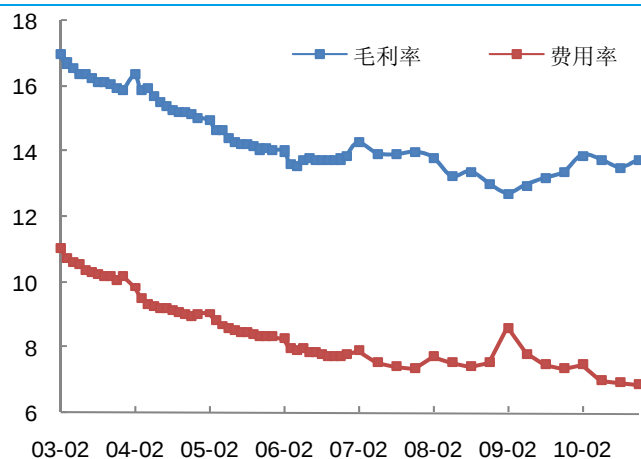
盈利增长的驱动解构：量、价、毛利率

既然风向的变化是我们最需要关注的，那我们就需要探究哪些地方会有风吹来，从而引发利润之幡的变动。我们从利润这个出发点，拓展出需要观察的各方面的信号特征。

从量、价与毛利率角度分解利润增长的驱动

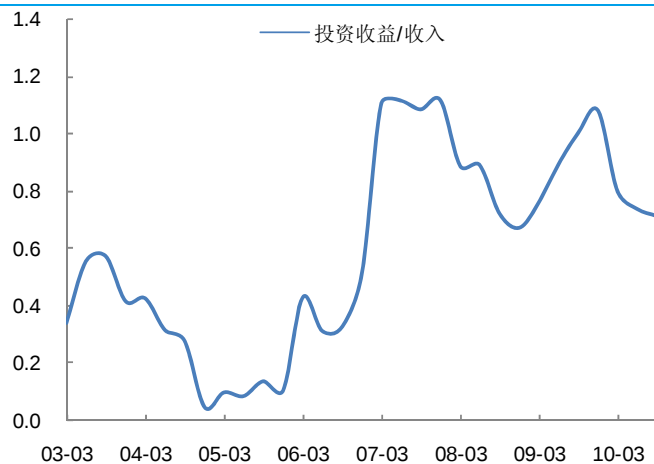
- 利润增长大致可以分解为：毛利润；费用；投资收益。其中，费用率已经处在比较低的水平，很难有大幅下降的空间，并且不会是短期波动因素；投资收益占比比较小，影响有限，除非出现像 07 年那样的大牛市行情，才会有投资收益推动盈利的局面。

图表9：费用率已经处于很低的位置



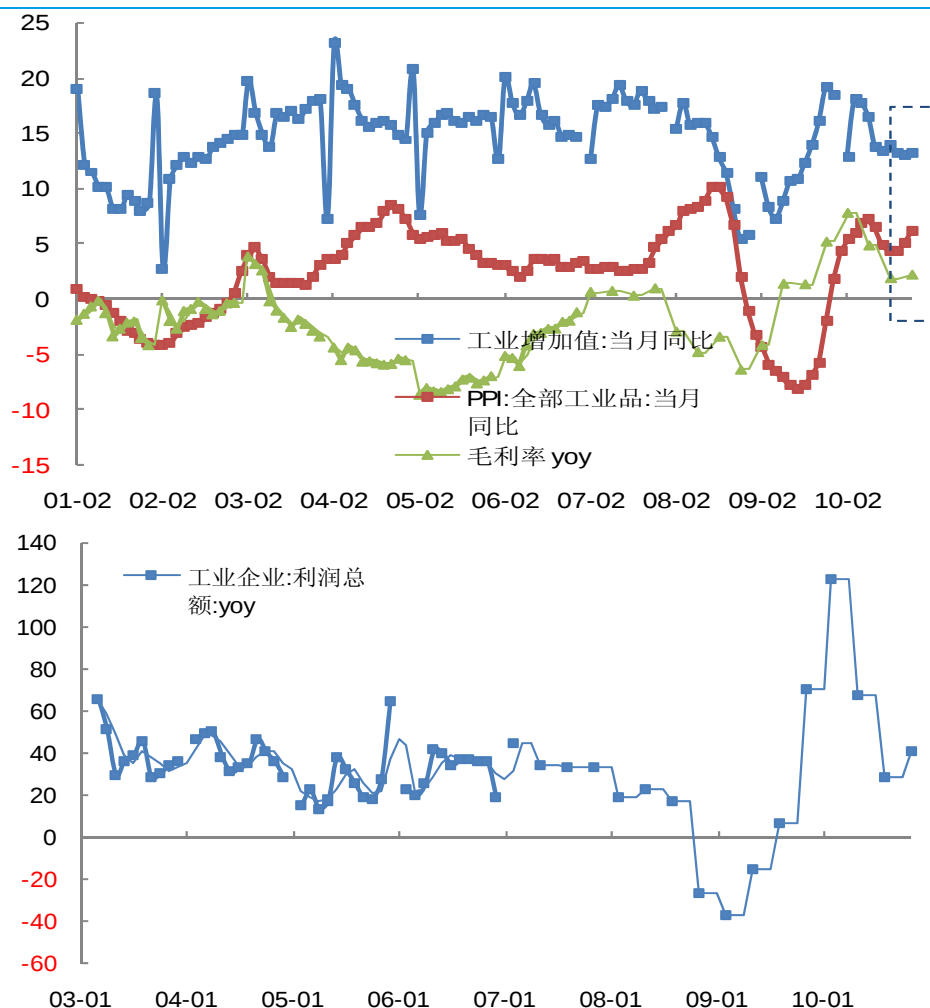
来源：国金证券研究所

图表10：投资收益占比较小，除非出现大牛市行情



- 对利润最重要的三个因素：量、价、毛利率。量与价衡量的是收入增长，毛利率衡量的是成本压力。我们在下图中，将三个因素作了分解：量，反映的是实际需求的变化，这个是最核心的；价，反映的是价格变化，是需求的衍生品；毛利率，反映的是成本变化，是价格变化不均衡的产物。
- 通过量、价、毛利率来解释历史的利润增长变化：04 年，量跌价升毛利率跌，利润下滑；05 年，量平价跌毛利率平，利润见底；06-07 年，量平价升毛利率升，利润上升；07.4Q-08.2Q，量平价升毛利率跌，利润下滑；08.3Q-08.4Q，量跌价跌毛利率跌，利润暴跌；09 年，量升价升毛利率升，利润强劲反弹；101H，量跌价跌毛利率跌，利润增速下滑；102H，量平价升毛利率平。
- 10 年下半年利润反弹的原因是节能减排下的价格上升：10 年下半年的经济是需求层面反弹（PMI），工业生产维持平稳；节能减排限制了企业的生产，则相对旺盛的需求反应在价格上涨上；并且由于工业生产稳定，上游价格并未有大的变动（11 月后出现较快上涨），因此毛利率维持了稳定。所以出现了量平价升毛利率平的向好组合。
- 在三个驱动力量中，毛利率变化是相对比较领先的指标信号。毛利率体现的是盈利能力变化，比较敏锐的捕捉了成本-价格之间的对比；量的变化会有一定程度上延续惯性的趋势；价格是滞后性的，稳定的价格涨幅有利，快速的价格涨幅并不利，其对利润的正面影响往往被毛利率的下降所抵消，意味着成本上升会更快。

图表11: 利润增速可以大约从量、价、毛利率三个角度拆解



来源: 国金证券研究所

用日常指标来跟踪量、价与毛利率

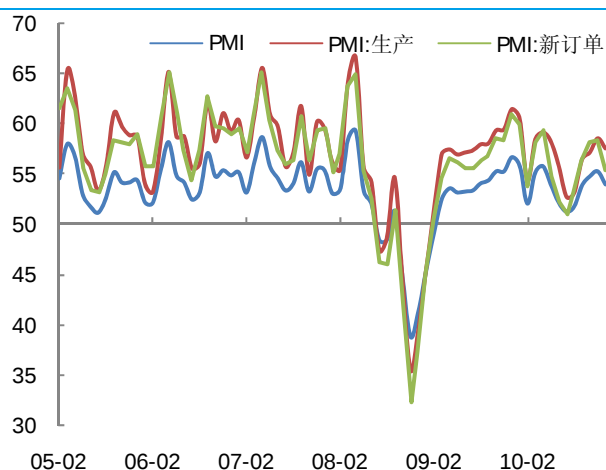
- **量: 跟踪 PMI 和工业增加值。** PMI 反应的是需求, 增加值反应的是生产, 都是月度指标。在工业销售与工业总产值之间有个销售率, 在工业增加值和工业总产值之间有个增值率, 所以增加值和最终销售之间是有一定的差距的, 但用增加值增长率表示工业生产变动趋势还是可以的。此外, 在需求和生产之间, 需求更为重要; 需求和生产只有差异拉大到一定程度, 产生库存回补消化周期, 才会有影响。
- **价格: 跟踪 PPI 指标。** PPI 指标是比较好的工业品出厂价格的衡量, 其行业分类与工业利润和增加值也是一致的。
- **毛利率: 跟踪 PPI-PPIRM 指标和企业毛利率。** PPI-PPIRM 是月度的, 更为及时, 企业毛利率是季度数据比较滞后。

工业企业利润未来变化的方向是什么?

- **基准情景: 对 2011 年全年的利润预期是在 15%-20%。** 基础是量增加 14.5%, 价格增加 4%, 毛利率贡献偏负面, 综合下来大约在 15%-20%。对应的是经济相对平稳的运行, 价格可控的上涨, 不是很大的成本挤压。

- 量：从全年的需求层面看，2011 年的 GDP 预测是 9.5%，要低于今年的 10.2%；从工业增加值看，10 年目前累计是在 15.8%，11 年预期在 14.4%（工信部的目标是 11%）。
 - 价：10 年的 PPI 是 5.5%，11 年出现更大的涨幅可能性不大；如果出现，也会是上游价格起到更大的驱动作用。
 - 毛利率：存在有下行的压力，会抵消部分价上升的正面效果。
 - 我们认为 2011 年的利润存在波动的风险。2010 年需求稳定，价格上涨，毛利率高位，仅在 2 季度出现短暂的波动。2011 年需求面在政府调控通胀压力的情况下，存在不确定性；在上游成本压力上涨的情况下，毛利率转向偏负面。因此利润增速的预测会存在有下行的风险。
- 从短期指标的跟踪看，未来一段时间还是存在比较多的不确定性。
- 国内需求在 12 月出现一定程度的放缓迹象，显示流动性紧张下的收缩效应。现在看未来一段时间是个两难的格局，如果需求维持比较强劲，再加上节能减排过后工业生产重新启动，则上游价格的压力还会比较高，通胀压力很难缓解；如果需求往下调整，则对生产和价格都会有下行的压力。究其根本，是经济回升到目前的程度，一些制约的机制开始出现。
 - 价格方面，原材料价格起先回升，采掘业价格后来居上，在 4 季度都经历了一轮上升的走势。目前价格已经回到 08 年的高点甚至超过；所对应的通胀压力还是比较大的。
 - 毛利率指标用 PPI-PPIRM 看已有向下的压力，主要是 11-12 月商品价格的上行带来的，如果未来美国经济复苏相对强劲，对大宗商品形成价格上的支撑，则会进一步加大国内的成本压力。
 - 从企业的角度看，目前盈利能力是最好的时候，价格也处在高位，继续往上的难度比较大，一方面需求一定程度上会有所放缓，另一方面会受到通胀压力带来的紧缩压力。

图表12: PMI: 新订单12月底回落，生产在高位



来源：国金证券研究所

图表13: 生产-新订单=产成品库存在累积

