

“戴维斯双杀”并不可怕

——盈利下调可能及行业分化分析



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号:s1000210050052
(021)5010 6029

xunyg@mail.htlsc.com.cn

核心结论:

因紧缩货币和地产调控对经济影响及高通涨对企业利润侵蚀,盈利预测有下调可能。但对股市冲击并不大,2622点(“杀估值”)相比2319点(“双杀”)沪深300涨幅16%,明显低于一致预期利润增速21.7%。能源材料行业盈利预测隐含资源价格涨幅并不高,下调风险小。银行保险利润增长受益于加息,下调概率不大。地产链因第三轮调控盈利预测有下调压力,需观察保障房和水利等基建对冲效应。以农产品为原料的消费行业,通胀后期成本端压力加大,盈利有下调压力。

主要逻辑:

后期盈利预测仍有下调的可能。主要源于两方面:一是持续紧缩货币政策和地产调控最终影响总需求,从而引发投资者对经济增长的担忧,进而下调GDP和公司盈利;二是高通涨增加原材料成本,侵蚀企业利润空间,引发盈利下调。

盈利下调对股市整体冲击不大,结构上中小盘风险大于大盘蓝筹。2622点(“杀估值”)相比2319点(“双杀”),沪深300涨幅是16%,中证100才11.7%,明显低于一致预期21.7%和20.3%。2622点时中小板和中证500的PE仍高于2319点10%左右,“杀估值”并不彻底,且对比04-09年均值和中值,盈利预测处高位,与GDP增速规律背离,风险更大。

能源材料行业盈利依赖资源价格,下调概率小。一致预期煤炭、有色、钢铁2011年净利润增速为20.9%、53.6%、50.2%,隐含煤价、钢价、铜价涨幅为7.8%、16%、5%。全球经济复苏和美国宽松货币政策输出货币的大背景下,这个涨幅不难实现。

银行保险利润增长受益于加息,盈利预测下调概率小。通胀周期虽然加息,但储蓄存款活化加大有助银行息差扩大,历史显示贷款增速下滑并不一定影响银行利润增速。加息会使债券收益率上升,保险公司固定收益增加。

地产链因第三轮地产调控影响,盈利预测有下调压力。一致预期房地产2011年净利润增速39.8%,隐含销售面积增速8%,压力较大。家电净利润增速29.5%,隐含销量增速20%,保障房对冲下压力较小。建筑建材、化学原料、建筑机械净利润增速分别为46.2%、66.6%、41.2%,隐含的房地产投资增速为24%,有下调压力,需观察保障房和水利等基建投资的对冲效果。

以农产品为原料的消费类行业,盈利预测有下调压力。一致预期汽车2011年净利润增速为21.6%,隐含汽车销量增速15%,下调概率较小。农产品价格持续上涨体现为基本消费品成本压力,对比各子行业2622点相比2319点的涨幅与一致预期盈利预测,零售、纺织服装、医药的安全边际较大,食品饮料风险偏大。

风险提示:

- 1) 政策影响很大, GDP增速大幅下调, 盈利预测下调比我们悲观;
- 2) CPI 低于预期, 政策力度和影响较小, GDP 增速和盈利预测未出现下调。

目 录

前言：“戴维斯双杀”没上演	5
1. 盈利预测有下调可能	5
1.1 经济增长担忧景气	5
1.2 高通胀侵蚀盈利	7
2. 杀伤力不大	7
2.1 低点隐含盈利增速不高	7
2.2 大盘股：定海神针	8
2.3 中小盘：风险更大	8
3. 行业分化	9
3.1 能源材料：价格支撑盈利	9
3.2 地产链：警惕过严房政的影响	11
3.3 消费：农产品涨价的成本冲击	13
3.3 金融：加息有助利润增长	15
4. 结 论	17
风险提示	18

图表目录

图 1:	A 股净利增速与 GDP 增速高度相关	6
图 2:	非金融企业收入与工业增加值增速高度相关	6
图 3:	货币供应增速影响 GDP 增速	6
图 4:	货币供应增速最终影响公司利润增速	6
图 5:	持续加息最终影响生产	6
图 6:	2010 年经济担忧引发过盈利下调	6
图 7:	CPI 上升至 4% 前企业毛利率不断上升	7
图 8:	通胀高企后上市公司利润增速回落	7
图 9:	沪深 300 盈利预测 (2011 年) 平稳	9
图 10:	中证 100 盈利预测 (2011 年) 平稳	9
图 11:	中小板 2011 年盈利预测仍在上调	9
图 12:	创业板 2011 年盈利预测仍在上调	9
图 13:	煤炭股利润与煤价高度相关	10
图 14:	煤炭盈利预测年初来上调	10
图 15:	有色股利润与金属价格高度相关	10
图 16:	有色盈利预测小幅回落	10
图 17:	钢铁股利润与钢价高度相关	10
图 18:	钢铁盈利预测不断上调	10
图 19:	房屋销量与地产股利润增速高度相关	11
图 20:	地产的盈利预测已经开始下调	11
图 21:	商品房销售领先家电销售 3 个月	12
图 22:	家电利润增速与销量相关	12
图 23:	通胀后期高通胀不利家电利润增长	12
图 24:	家电的盈利预测仍在高位	12
图 25:	房屋销量领先投资 3 个季度	12
图 26:	房地产投资增速影响相关行业利润增速	12
图 27:	化学原料的盈利预测仍在高位	13
图 28:	建材的盈利预测仍在高位	13
图 29:	汽车销量与行业利润高度相关	14
图 30:	汽车股盈利预测年初改善	14
图 31:	粮食涨价后期白酒利润受损	14
图 32:	饮料制造盈利预测仍在上调	14
图 33:	棉花涨价后期纺织服装利润受损	14
图 34:	服装盈利预测仍在上调	14
图 35:	通胀后期零售利润受损	15
图 36:	零售盈利预测平稳	15
图 37:	通胀后期中药盈利利润受损	15
图 38:	中药的盈利预测仍在上调	15
图 39:	加息有利于银行净利润增长	16
图 40:	通胀期银行息差扩大	16
图 41:	贷款增速下滑并不一定影响银行利润增速	16

图 42: 银行的盈利预测年初下调已反映悲观预期	16
图 43: 加息周期国债和金融债收益率上升	16
图 44: 保险的盈利预测平稳	16
表格 1: 各指数估值、盈利变化	5
表格 2: 各指数 2622 点相比 2319 点涨跌和估值	8
表格 3: 各指数盈利预测与历史环境对比	8
表格 4: 能源材料类行业盈利预测敏感性分析	11
表格 5: 地产行业盈利预测敏感性分析	11
表格 6: 地产投资链行业盈利预测敏感性分析	13
表格 7: 汽车行业盈利预测敏感性分析	13
表格 8: 消费类行业 2622 点相比 2319 点涨跌和估值	15
表格 9: 各行业盈利预测分析	17

因持续紧缩货币政策和地产调控对经济的影响，及高通胀对企业利润空间的侵蚀，后期盈利预测仍有下调的可能。但对股市总体冲击并不大，2622点（“杀估值”）相比2319点（“双杀”）的沪深300涨幅16%，明显低于一致预期21.7%，而中小盘风险更大。能源材料行业目前盈利预期隐含的资源价格涨幅并不高，下调风险小。银行保险利润增长受益于加息，下调概率不大。地产链因第三轮调控盈利预测有下调压力，需观察保障房和基建对冲效应。以农产品为原料的消费类行业，在通胀后期成本端压力加大，盈利有下调压力。

前言：“戴维斯双杀”没上演

“戴维斯双杀”来源于美国知名的戴维斯家族，该模型阐述估值和盈利预期对股价的同向加强作用，同时向上为“双击”，同时向下为“双杀”。

1月份股市的调整，让投资者一度担忧出现“戴维斯双杀”，该担忧至今仍存在。回顾1月份股市表现，我们认为下跌主要源于货币政策收紧下，资金面趋紧带来的估值下调。对比分析股市下跌中各类指数的盈利预测和估值变化，数据显示，2011年的盈利预测总体小幅上调，而估值明显回落，尤其是前期估值偏高的中小板和创业板，估值回调幅度超过10%，构成了指数下跌的主要原因。

表格 1：各指数估值、盈利变化

指数名称	净利润同比增速 2011 (E)		总市值加权*PE 2011 (E)		业绩 预期 变动	估值预 期变动	区间涨 跌幅
	10/12/31	上证 2622 点 (11/1/25)	10/12/31	上证 2622 点 (11/1/25)			
沪深 300	21.5%	22.3%	11.9	11.5	3.6%	-3.4%	-6.1%
中证 100	20.2%	21.1%	10.9	10.5	4.7%	-3.3%	-4.0%
中证 500	40.5%	40.9%	26.3	22.8	0.9%	-13.3%	-12.0%
创业板指数	48.9%	52.1%	39.9	33.7	6.5%	-15.6%	-13.9%
中小板指数	41.4%	42.0%	30.3	26.0	1.6%	-14.1%	-14.4%

资料来源：Wind，朝阳永续，华泰联合证券研究所

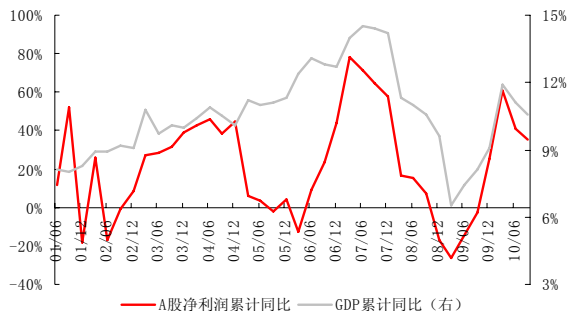
1. 盈利预测有下调可能

虽然1月份股市下跌中未出现盈利预测下调带来的“双杀”，但我们认为，后期盈利预测仍有下调的可能，主要源于两方面：一是持续紧缩货币政策和地产调控最终影响总需求，从而引发投资者对经济增长的担忧，进而下调GDP和公司盈利；二是高通胀侵蚀企业利润空间，引发盈利下调。

1.1 经济增长担忧景气

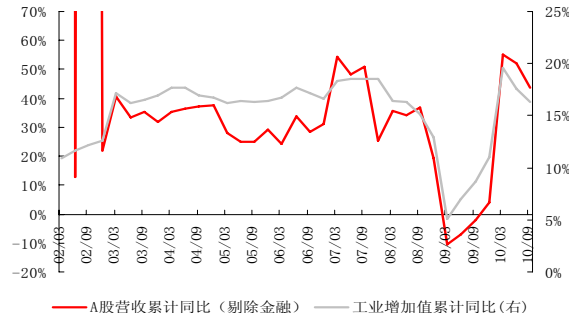
A股盈利与经济增长高度相关。总需求的上升是企业利润增长的最大拉动力，从历史上来看，A股净利润增速与GDP增速的走势基本保持一致，尤其是2005年股改后，股市对经济增长的反映更加明显。规模以上工业企业增加值同样是A股（剔除金融）盈利的重要参考指标。历史数据显示，规模以上工业企业增加值增速与A股（剔除金融）营业收入速具有较高的相关性。

图 1: A 股净利增速与 GDP 增速高度相关



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

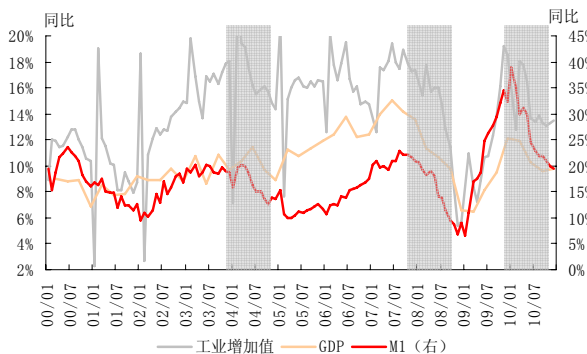
图 2: 非金融企业收入与工业增加值增速高度相关



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

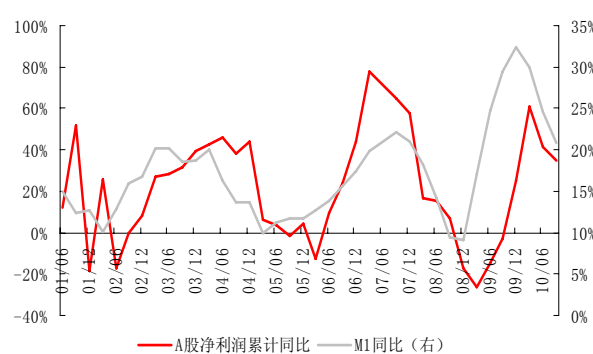
紧货币和严房控可能引发经济增长担忧，促发盈利下调。2010 年下半年来，持续高通胀的背景下，货币政策不断收紧，加息 3 次，准备金率上调 4 次（加上半年 3 次，共 7 次）。期间同时出台“第三轮”房地产调控。随着政策效果的逐渐体现，叠加后续的紧缩政策，需求面的收缩可能最终将上市公司业绩的影响。历史的数据显示，紧货币政策最终影响经济增长，从而反映为上市公司的利润增速下滑。2010 年 6 月份市场对经济二次探底的担忧加剧，引发了一波 A 股盈利预测的下调。

图 3: 货币供应增速影响 GDP 增速



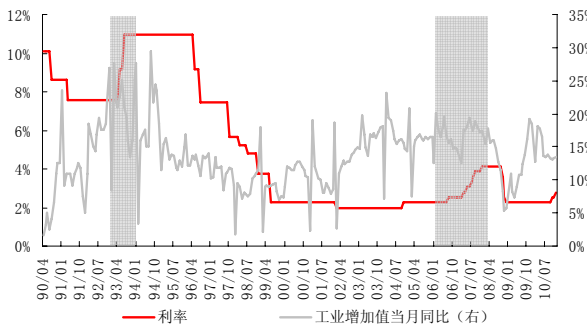
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 4: 货币供应增速最终影响公司利润增速



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 5: 持续加息最终影响生产



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 6: 2010 年经济担忧引发过盈利下调



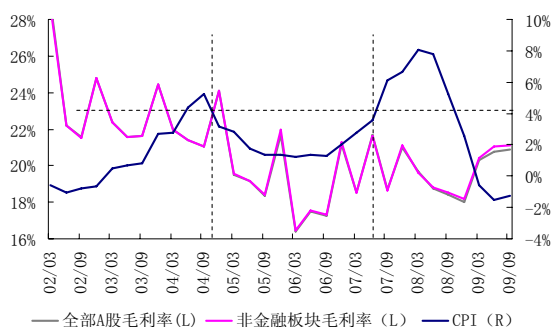
资料来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

1.2 高通胀侵蚀盈利

通胀对企业盈利的影响有阶段性差异，通胀早期利于企业赢利提升，通胀后期侵蚀赢利，这主要源于通胀早期企业受益于产品价格提高，而后期成本压力上升。周期演变看，经济增长通常领先于通胀，物价逐步回升阶段预示着经济增长良好，终端的需求旺盛，而原材料成本未大幅上升，因此通胀早期企业盈利能力总体提升。但物价进入全面上升阶段，原材料成本压力加大，且紧缩的调控政策压制需求端，企业利润率水平受挤压。分析2004和2007年两个通胀上升周期下A股毛利率走势发现，CPI从负逐步上升到4%之前，企业的毛利整体上升，而在这之后企业毛利率水平迅速回落。

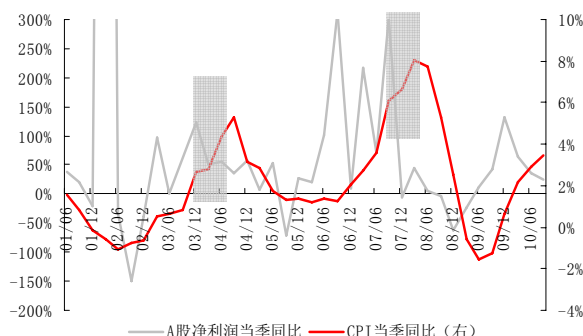
因此，通胀后期高通胀侵蚀企业利润空间，可能引发盈利预测下调。

图 7： CPI 上升至 4%前企业毛利率不断上升



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 8： 通胀高企后上市公司利润增速回落



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

2. 杀伤力不大

观察政策调控对经济增长的影响，我们认为后期盈利预测下调的可能较大，但对股市的总体冲击并不大，尤其是沪深300和中证100，相对而言小盘股的风险较大。

2.1 低点隐含盈利增速不高

如果出现“戴维斯双杀”，对股市的杀伤力有多大？我们可以比较2622点（2011年1月低点）和2319点（2010年低点）的情形。2319点是2010年的最低点，既反映了“国十条”政策后市场估值的回落，又反映了“经济二次探底”担忧下盈利预测的下调，可以认为是“戴维斯双杀”后的点位。

比较几个主要指数2622点相比2319点的涨幅，沪深300是16%，中证100才11.7%，中小板也不过23.3%。如果认为2622点已经充分反映了“杀估值”，那么**2622点相比2319点的涨幅就是隐含的2011年的盈利增长**。由此可见，2622点隐含的2011年盈利增速并不高，明显低于当前市场的一致预期，未来盈利预测下调对股市的冲击并不大，或者说前期的“杀估值”已经隐含了部分盈利的担忧。

不过，需注意的是，这个判断的前提是2622点时“杀估值”已彻底，从沪深300和中证100来看，基本可以做这个判断，但中小板和中证500在2622点时的估值仍明显高于2319点时。

表格 2：各指数 2622 点相比 2319 点涨跌和估值

指数	上证 2622 - 2319 区	2011 年净利润增	PE (TTM)		
	间涨幅	速 (一致预期)	2319 点	2622 点	11/02/11
沪深 300	16.0%	21.7%	14.0	14.7	15.4
中证 100	11.7%	20.3%	13.1	13.3	13.8
中证 500	21.1%	41.6%	28.5	34.1	37.1
中小板指	23.3%	42.8%	27.0	32.4	34.6
创业板指数	12.1%	53.5%	57.4	60.2	64.5

资料来源：Wind，朝阳永续，华泰联合证券研究所

2.2 大盘股：定海神针

为找到盈利预测是否合理，我们对经济增速、工业增长、货币供应这些宏观变量，与历史的差异，判断当前的盈利预测是否明显偏离。

朝阳永续一致预期显示，分析师对2011年沪深300和中证100指数的盈利预期比较平稳，低于04-09年的均值和中值，符合经济增速的运行规律。从盈利预测的绝对水平看，也不高。因此市场的系统性风险相对较小，尤其是中证100为代表的大盘蓝筹。

表格 3：各指数盈利预测与历史环境对比

指数	2011E	04-09 年均值	04-09 年中值
沪深 300	21.7%	31.8%	27.2%
中证 100	20.3%	32.8%	27.1%
中证 500	41.6%	25.7%	34.0%
中小板指	42.8%	40.6%	33.6%
创业板指数	53.5%	N.A	N.A
GDP	9.4%	11.2%	10.7%
工业增加值	13.7%	15.4%	16.5%
M2	16%	17.6%	15.5%

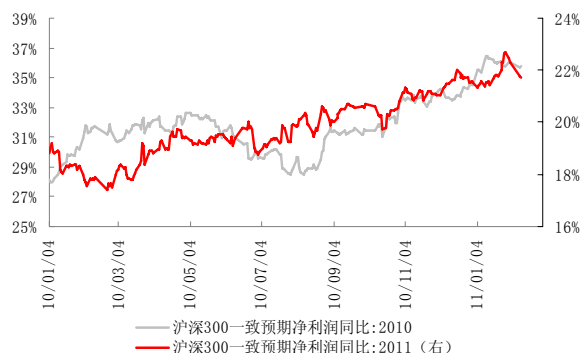
资料来源：Wind，朝阳永续，华泰联合证券研究所

2.3 中小盘：风险更大

对比04-09年的均值和中值，中小板和中证500的盈利预测均处于高位，与GDP增速的规律背离，未来经济增速如下调，这两个板块盈利预测下调的风险更大。从盈利预测的动态变化看，2011年来中小板和中证500的盈利预测仍在不断上调，而沪深300和中证100的盈利预测平稳，因此，中小板和中证500的“盈利泡沫”可能更大。

而且，2622点时中小板和中证500的PE仍高于2319点10%左右，对比沪深300和中证100，他们的“杀估值”并不充分和彻底，未来的风险更大。

图 9： 沪深 300 盈利预测（2011 年）平稳



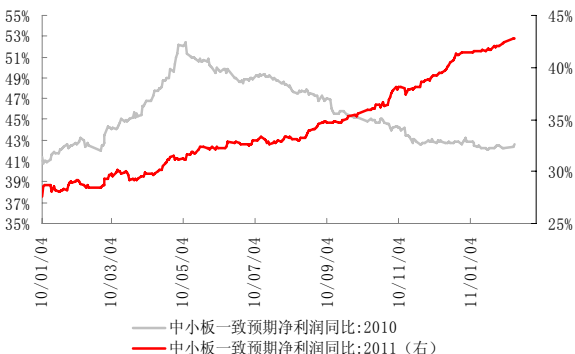
资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 10： 中证 100 盈利预测（2011 年）平稳



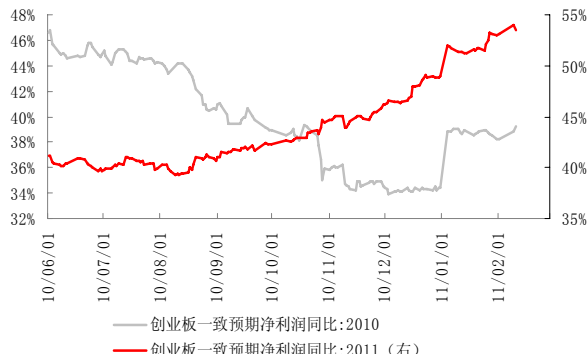
资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 11： 中小板 2011 年盈利预测仍在上调



资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 12： 创业板 2011 年盈利预测仍在上调



资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

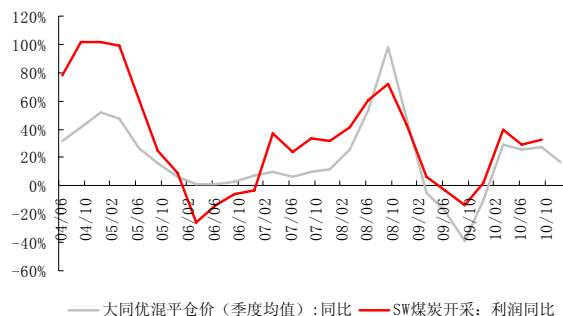
3. 行业分化

分析具体的行业，我们分四大类：能源材料、金融、地产链、消费类。能源材料行业的盈利依赖资源本身的价格，目前盈利预期隐含的资源价格涨幅并不高，下调风险小。银行保险利润增长受益于加息，下调概率不大。因第三轮地产调控将影响房屋销售和地产投资，地产链盈利预测有下调压力，需观察保障房和基建对冲效应。以农产品为原料的消费类行业，在通胀后期成本端压力加大，盈利有下调压力。

3.1 能源材料：价格支撑盈利

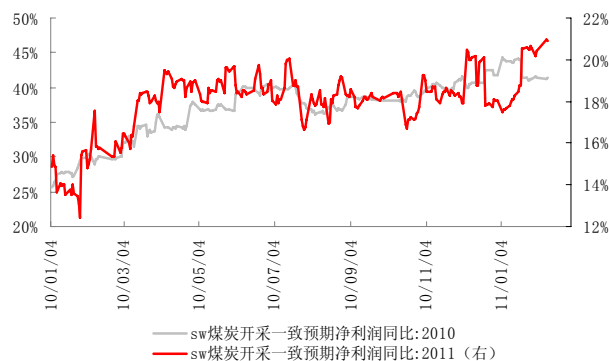
能源和原材料行业的盈利依赖资源本身的价格，从历史规律看，煤炭股、有色股、钢铁股利润分别与煤价、铜价、钢价高度相关。2010年下半年以来，资源品价格不断上涨驱动了有色、煤炭、钢铁股的盈利预测不断上调，尤其是2011年新年后钢价不断攀升推动钢铁股盈利预测的继续上调。

图 13: 煤炭股利润与煤价高度相关



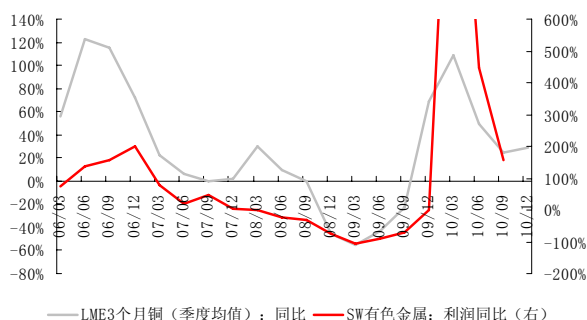
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 14: 煤炭盈利预测年初来上调



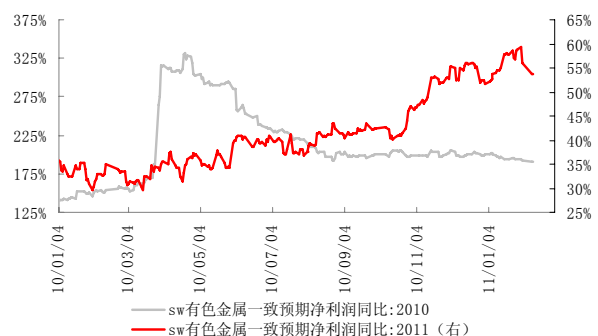
资料来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 15: 有色股利润与金属价格高度相关



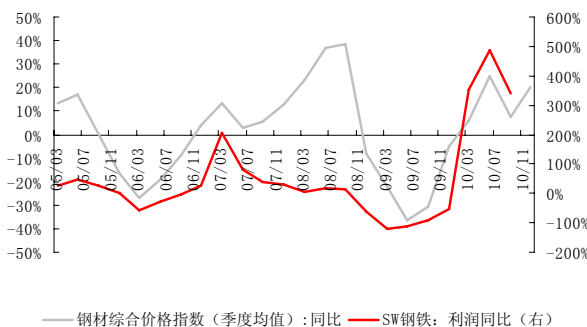
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 16: 有色盈利预测小幅回落



资料来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

图 17: 钢铁股利润与钢价高度相关



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 18: 钢铁盈利预测不断上调



资料来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

目前朝阳永续一致预期煤炭、有色、钢铁行业2011年净利润增速分别为20.9%、53.6%、50.2%，根据历史上行业利润增速与商品价格的关系，隐含的煤价、钢价、铜价涨幅分别为7.8%、16%、5%。从这个涨幅看，并不离谱，全球经济复苏和美国宽松货币政策输出货币的大背景下，这个涨幅不难实现。因此，总体上看，这三个行业盈利预测大幅下调的概率较小。

表格 4：能源材料类行业盈利预测敏感性分析

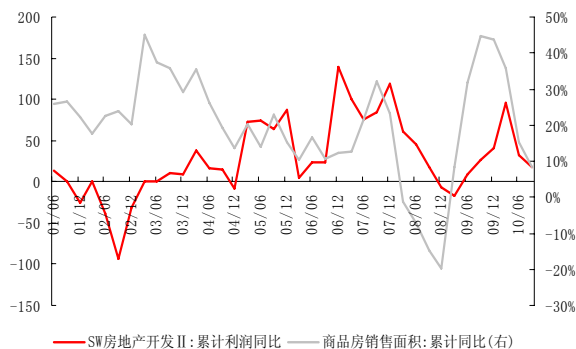
	2011 年净利润 增速（朝阳永续 一致预期）	隐含商品价格 涨幅	如商品价格涨 幅下调为	对应 2011 年 净利润增速	2622 点相比 2319 点行业 涨幅
煤炭	20.9%	7.8%	5.0%	17.9%	32.9%
有色	53.6%	16.0%	12.0%	38.5%	47.7%
钢铁	50.2%	5.0%	0.0%	40.0%	16.9%

资料来源：Wind，朝阳永续，华泰联合证券研究所

3.2 地产链：警惕过严房政的影响

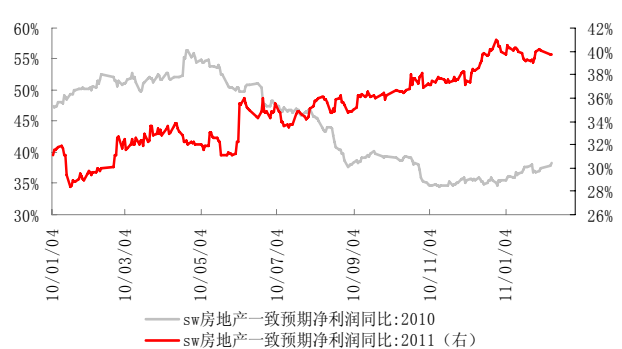
“新八条”和沪渝房产税试点将地产的调控政策再次推上历史的新高，这一方面昭示了管理层对调控房价的决心，另一方面也加重了我们对地产政策过调对经济伤害的担忧。由于政策刚刚出台，后续的效果还需观察，但政策加码后，我们对后续的房屋销售形势需更悲观一些。

图 19：房屋销量与地产股利润增速高度相关



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 20：地产的盈利预测已经开始下调



资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

根据历史上商品房销售面积与房地产行业净利润增速关系，目前朝阳永续一致预期房地产行业 2011 年净利润增速为 39.8%，隐含的销售面积增速为 8%。我们认为，第三轮房市调控后，这个销售增速面临下调的可能，如降为 -5%，房地产行业净利润增速或降为 36.5%。

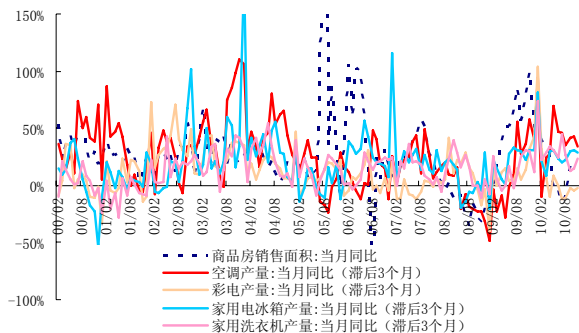
表格 5：地产行业盈利预测敏感性分析

	2011 年净利润增速（一致预期）	隐含的商品房销售面积增速
房地产	39.8%	8%
	下降至	对应房地产净利润增速
商品房销售面积	0%	37.5%
增速	-5%	36.5%
	-10%	35.0%

资料来源：Wind，朝阳永续，华泰联合证券研究所

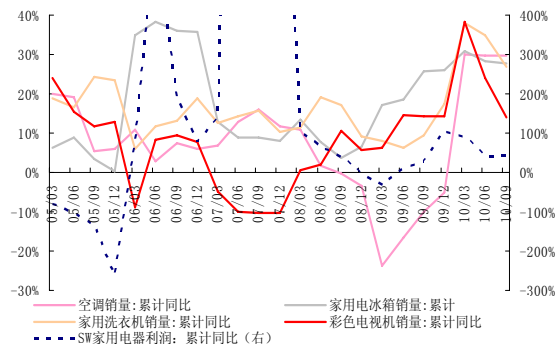
从房屋销量对家电的影响及高通涨对利润的影响看，家电行业盈利后续有压力。目前朝阳永续一致预期家电行业 2011 年净利润增速为 29.5%，根据历史上行业利润增速与家电销量增速间的关系，隐含的销量增速为 20%。这个增速并不高，并且保障房的对冲还需观察，因此我们认为，家电盈利预测下调的压力不大。

图 21: 商品房销售领先家电销售 3 个月



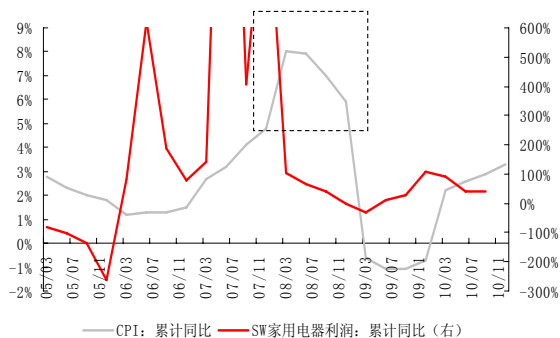
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 22: 家电利润增速与销量相关



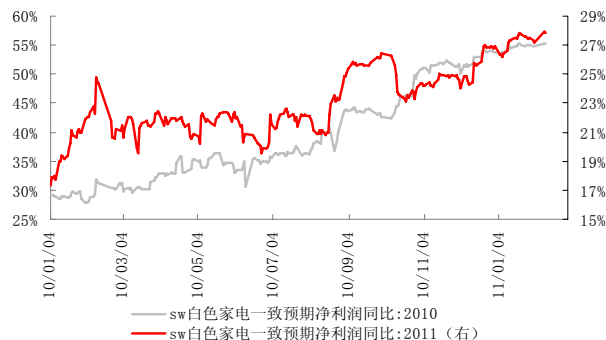
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 23: 通胀后期高通胀不利家电利润增长



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

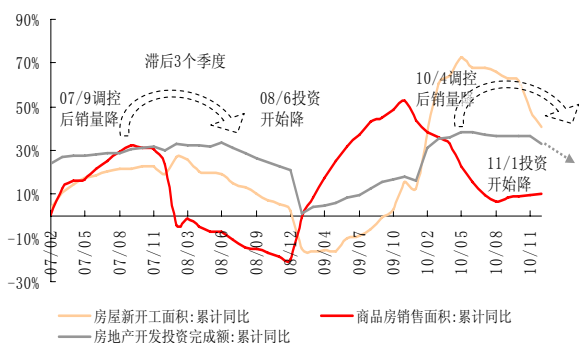
图 24: 家电的盈利预测仍在高位



资料来源: 朝阳永续, 华泰联合证券研究所

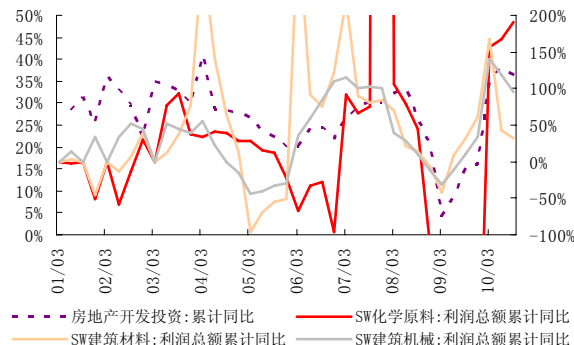
在“国十条”、“国五条”出台后，我们就站在地产销售、投资的关系角度前瞻性地判断，随着房屋销量增速的回落，2011年1月开始房地产投资增速将出现回落，从2010年12月的数据看，这个趋势已经显现端倪，当前销售对投资的负面影响或更重。从而，与地产投资相关的中游制造业未来景气将受到影响，如水泥、工程机械、化学原料。

图 25: 房屋销量领先投资 3 个季度



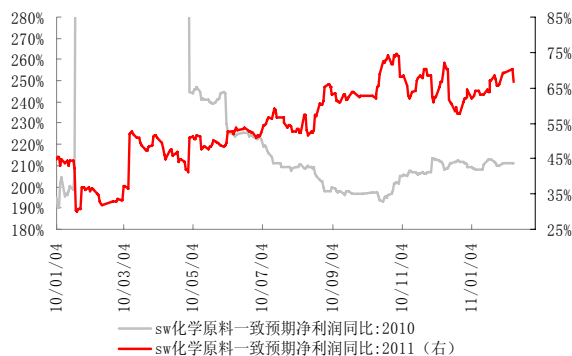
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 26: 房地产投资增速影响相关行业利润增速



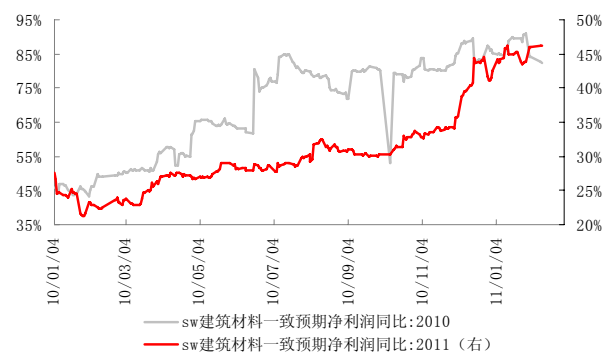
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 27： 化学原料的盈利预测仍在高位



资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 28： 建材的盈利预测仍在高位



资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

目前朝阳永续一致预期建筑建材、化学原料、建筑机械行业2011年净利润增速分别为46.2%、66.6%、41.2%，根据历史上行业利润增速与房地产投资增速间的关系，**隐含的房地产投资增速为24%**。我们认为，第三轮房市调控后，随着商品房销售增速回落，房地产投资增速面临下调的可能，不过需观察保障房和基建投资的对冲。

表格 6：地产投资链行业盈利预测敏感性分析

	2011 年净利润增 速（一致预期）	隐含房地产 投资增速	如房地产投资增速下调净利润增速		
			20%	18%	15%
建筑建材	46.2%		41.0%	38.4%	34.5%
化学原料	66.6%	24%	62.0%	59.5%	56.0%
建筑机械	41.2%		36.0%	33.4%	29.5%

资料来源：Wind，朝阳永续，华泰联合证券研究所

3.3 消费：农产品涨价的成本冲击

汽车行业的净利润增长与汽车销量增速高度相关。2001-10年汽车销量的年均增速24.6%，长周期看中国汽车已经经历了10年的快速增长，虽然消费升级下汽车的销量仍望保持较高增长，但政策刺激需求的集中释放必将使得短期增速回落。

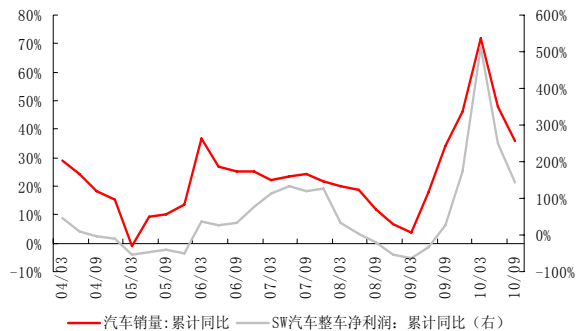
目前朝阳永续一致预期汽车行业2011年净利润增速为21.6%，**隐含的汽车销量增速为15%**。我们认为，这个增速比较合理，下调的概率较小。而且由于厂商的季节平滑，1-2月份汽车销量增速大幅下滑的情形可能看不到，这会加大市场的乐观情绪。不过，如果一致预期的盈利预测出现上调，我们需要警惕市场过渡的乐观。

表格 7：汽车行业盈利预测敏感性分析

	2011 年净利润增速（一致预期）	隐含的汽车销量增速
汽车行业	21.6%	15%
	如调整为	对应汽车行业净利润增速
	18%	25.6%
汽车销量增速	12%	14.4%
	10%	10.0%

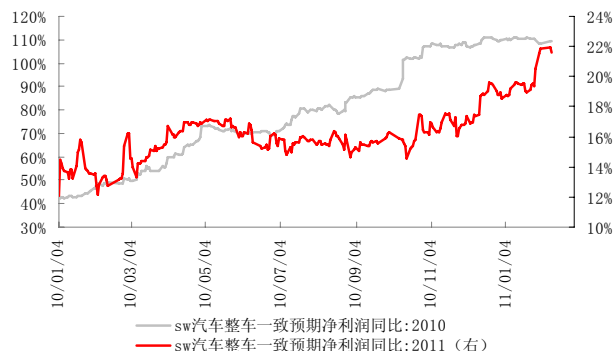
资料来源：Wind，朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 29： 汽车销量与行业利润高度相关



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

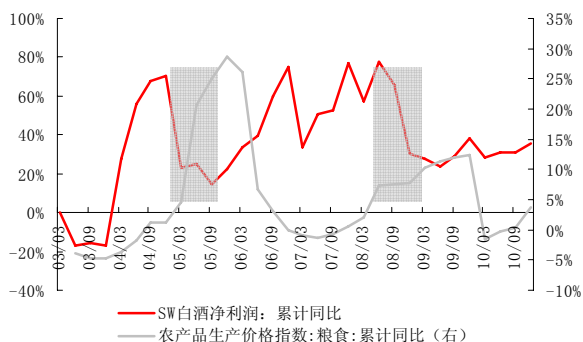
图 30： 汽车股盈利预测年初改善



资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

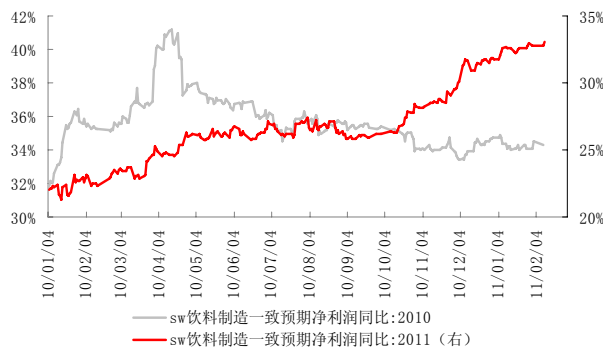
基本消费品在温和通胀时期利润增速一般加快，但通胀后期的高通胀下利润开始受损，主要源于成本压力的上升和调控政策对终端需求的抑制。观察白酒对比粮食价格、纺织服装对比棉花价格，均明显呈现出这个规律，零售、中药对比CPI也呈现出这个规律。

图 31： 粮食涨价后期白酒利润受损



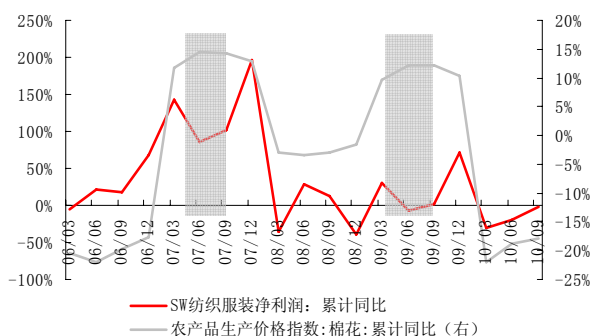
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 32： 饮料制造盈利预测仍在上调



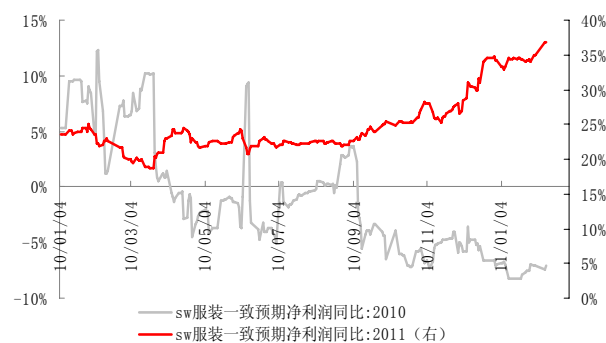
资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 33： 棉花涨价后期纺织服装利润受损



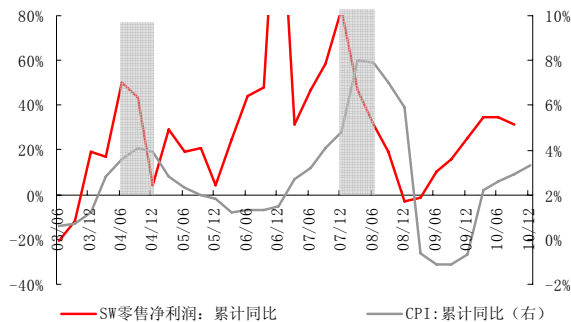
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 34： 服装盈利预测仍在上调



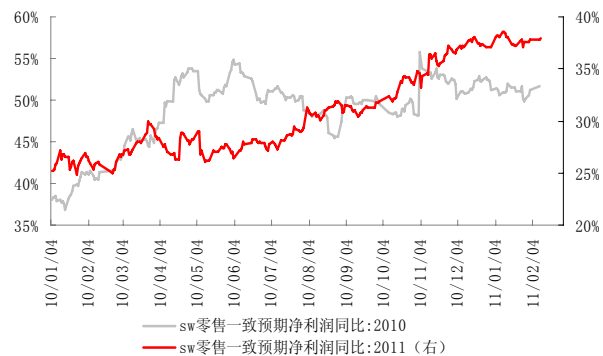
资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 35： 通胀后期零售利润受损



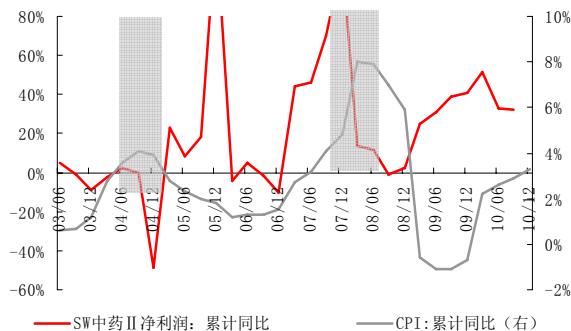
资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 36： 零售盈利预测平稳



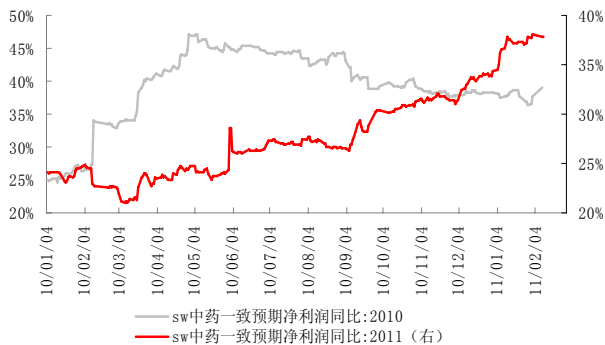
资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 37： 通胀后期中药盈利受损



资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 38： 中药的盈利预测仍在上调



资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

目前的通胀已经步入中后期，农产品价格的持续上涨体现为基本消费品的成本压力，基本消费品后续盈利下调的压力加大。分析各子行业 2622 点相比 2319 点的涨幅，即隐含的 2011 年的盈利增长，对比当前一致预期的盈利预测，零售、纺织服装、医药的安全边际较大，食品饮料风险偏大。

表格 8：消费类行业 2622 点相比 2319 点涨跌和估值

行业	上证 2622 - 2319	2011 年净利润增速 (一致预期)	PE (TTM)		
	区间涨幅		2319 点	2622 点	11/02/11
食品饮料	31.3%	34.1%	30.4	37.5	40.0
纺织服装	16.8%	34.7%	28.9	32.5	34.6
医药生物	26.1%	36.4%	29.2	37.4	40.4
商业贸易	14.1%	36.3%	28.0	33.3	35.4

资料来源：Wind，朝阳永续，华泰联合证券研究所

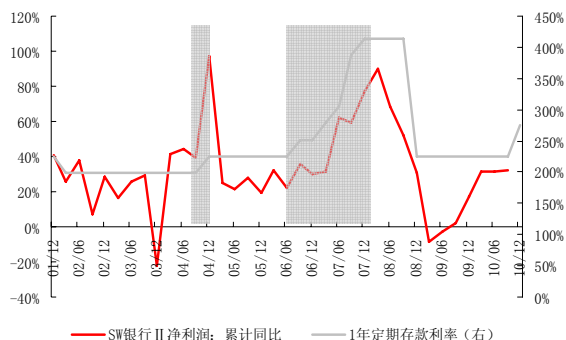
3.3 金融：加息有助利润增长

加息有助银行净利润增长。虽然通胀时期往往伴随加息，但负利率局面难以改变，在此效应下储蓄存款活化加大，使得金融机构活期与定期储蓄存款增速的差距扩大，有助银行息差扩大。从历史上看，加息周期下银行净息差的确扩大。而且，考察信贷对银行盈利的影响发现，**贷款增速下滑并不一定影响银行利润增速**。而紧缩政策担忧下，朝阳永续一致预期银行业 2011 年净利润增速已由年初的高点 21.5% 小幅下调至 19.8%，

反映了一定的悲观预期，我们认为未来进一步下调的概率较小。

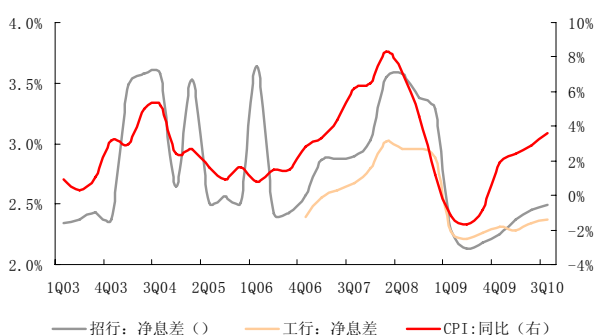
加息周期中保险盈利受益。从收益角度看，加息会使债券收益率上升，而保险公司固定收益投资主要集中在5年、10年、15年期国债和金融债，加息周期下保险公司收益增加。当前朝阳永续一致预期保险业2011年净利润增速为25.2%，我们认为大幅下调的概率不大。

图 39： 加息有利于银行净利润增长



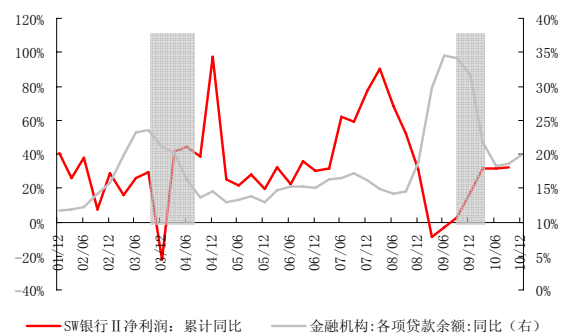
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 40： 通胀期银行息差扩大



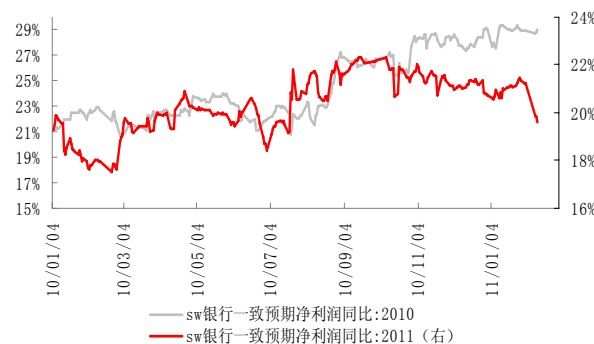
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 41： 贷款增速下滑并不一定影响银行利润增速



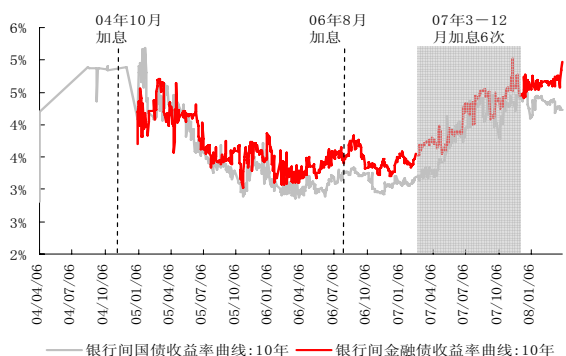
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 42： 银行的盈利预测年初下调已反映悲观预期



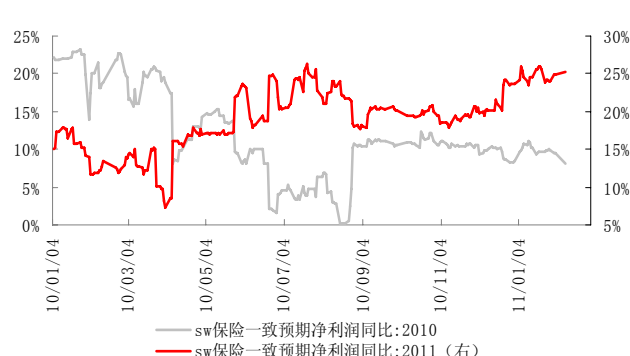
资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

图 43： 加息周期国债和金融债收益率上升



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 44： 保险的盈利预测平稳



资料来源：朝阳永续，华泰联合证券研究所

4. 结论

后期盈利预测仍有下调的可能。主要源于两方面：一是持续紧缩货币政策和地产调控最终影响总需求，从而引发投资者对经济增长的担忧，进而下调GDP和公司盈利；二是高通涨侵蚀企业利润空间，引发盈利下调。

盈利下调对股市的总体冲击并不大。如果认为 2622 点已经充分反映了“杀估值”，那么 2622 点相比 2319 点的涨幅就是隐含的 2011 年的盈利增长。沪深 300 涨幅是 16%，中证 100 才 11.7%，明显低于当前市场的一致预期 21.7% 和 20.3%。

风格上看，中小盘风险更大。对比 04-09 年的均值和中值，中小板和中证 500 的盈利预测均处于高位，与 GDP 增速的规律背离，未来经济增速如下调，二者盈利预测下调的风险更大。且他们 2622 点时的 PE 仍高于 2319 点 10% 左右，对比沪深 300 和中证 100，他们的“杀估值”并不充分和彻底，未来的风险更大。

行业中，地产链和农产品原料的消费盈利下调风险偏大。我们从能源材料、金融、地产链、消费类四大类分析行业。能源材料行业的盈利依赖资源本身的价格，目前盈利预期隐含的资源价格涨幅并不高，下调风险小。金融中银行保险利润增长受益于加息，下调概率不大。地产链因第三轮地产调控影响盈利预测有下调压力，需观察保障房和基建对冲效应。消费类尤其以农产品为原料的行业，在通胀后期成本端压力加大，盈利有下调压力。

表格 9：各行业盈利预测分析

行业大类	细分	一致预期 净利润增速	核心变量 (隐含增速)	未来的风险
资源类	煤炭	20.9%	煤价涨 7.8%	全球经济复苏和美国 QE 政策输出货币的大背景下，这个涨幅不难实现
	有色	53.6%	铜价涨 16%	
	钢铁	50.2%	钢价涨 5%	
地产	房地产	39.8%	商品房销量增 8%	第三轮房市调控后，这个销售增速面临下调的可能
销售链	家电	29.5%	家电销量增 20%	商品房销售回落的影响需观察保障房的对冲,且盈利预测隐含的家电销量增速并不高，下调压力较小
地产 投资链	建筑材料	46.2%	房地产投资 24%	第三轮房市调控后，房地产投资增速面临下调的可能，不过需观察保障房和基建投资的对冲
	化学原料	66.6%		
	建筑机械	41.2%		
可选消费	汽车	21.6%	汽车销量增 15%	这个销量增速比较合理，下调的概率较小
基本消费	食品饮料	34.1%	粮食价格	通胀后期成本端压力加大，零售、纺织服装、医药安全边际较大，食品饮料风险偏大
	纺织服装	34.7%	棉花价格	
	中药	38.5%	CPI	
	零售	38.0%		
金融	银行	19.8%	加息、信贷增速	加息有助银行净利润增长,贷款增速下滑并不一定影响银行利润增速
	保险	25.2%	加息	加息有助银行净利润增长,贷款增速下滑并不一定影响银行利润增速

资料来源：朝阳永续，Wind，华泰联合证券研究所

风险提示

- 1) 政策影响很大，GDP增速大幅下调，盈利预测下调比我们悲观；
- 2) CPI低于预期，政策力度和影响较小，GDP增速和盈利预测未出现下调。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn