

9月产业比较月报

产业比较分析报告

本报告的主要看点:

- 1、提出一些新的值得关注的盈利面的信号
- 2、按照风格、和行业对利润增长进行了比较

2011A 股中报分析：预警信号显露

基本结论

- 全部 A 股中期利润增长 23.7%，略微超出我们在 7 月产业比较月报中 23% 的预测。但通过对中期业绩的分析，我们发现一些值得关注的新讯息。
- **预警信号一：行业利润开始出现明显分化。**（1）银行和制造业利润增速高位稳定，但石油石化出现明显下滑（2）制造业内部，消费品和原材料增长稳定，但是投资品增速继续回落。在一波周期中，利润会经过同步反弹、出现分化、分化加剧、回归同向，这也是周期运行的特征；回顾历史，利润分化是业绩增长开始放缓的警示信号。
- **预警信号二：价的作用超越量的增长。**行业的增长驱动愈发依靠价的带动，如产品价格、息差等。一般，当经济周期运行到后半段，产品价格开始普遍上涨时，由于价格弹性不一会造成利润在行业间分布出现不均。一旦利润增长从量的驱动变成价的驱动，这种增长的可持续性就值得警惕。按历史规律，量在价先，量放缓之后价也难单独持续。
- **预警信号三：下半年需求还有待考验。**通过归因分析，制造业目前的利润增长根本上还是靠外部需求驱动，当前这个需求最大的动力还是与地产相关。从现在开始已经步入金九银十，相对比去年下半年的销售放量，今年受到的不确定因素更多(贷款难、限购、利率累积调整)；地产销售进而会影响地产投资，从而影响比较深层次的影响到企业利润下半年的表现。
- **预警信号四：月度利润开始出现放缓。**在月度频率的利润观察指标中，7 月工业企业和国有企业利润都有高位放缓的态势。从 PMI 的数据看，7、8 月的 PMI 仍然维持在低位运行，并且购进价格在 8 月出现了反弹，从新订单-购进价格指数看的利润趋势并未能出现较为明显的好转。政策延续调控的方向，则可以判断今年下班的利润比去年同期要弱。
- **对全年 A 股盈利，我们暂时维持之前 19.6% 的判断，但强调下行的压力。**利润表现与经济和政策的组合密切相关。按照目前紧缩态势，引发价格下行和需求走软预期，则 A 股盈利有下调压力，投资者将比较难对盈利增速形成稳定判断。预测 3 季报仍能维持 20% 以上的增长，4 季度压力较大。
- **风格比较：小盘股机会与危险并存。**小盘股整体利润增长没有体现出优势，估值已隐含了较为乐观的预期；但我们仔细分析可以看到，其中增长特别快的公司与特别慢的比重都比较大，利润分化严重，应采取自下而上选股的策略，寻找落在高增长区域中的公司。
- **行业比较：增长下滑，哪里还比较稳定？**投资产业链景气在高位，出现下滑迹象；可选消费景气出现回落；价格链条由于价格高企，盈利都处在高位；消费中存在通胀预期的行业景气仍高；医药、信息设备景气经过回落短期趋于稳定。

徐炜

分析师 SAC 执业编号：S1130511030024
(8621)61038251
xuwei1@gjzq.com.cn

冯宇

分析师 SAC 执业编号：S1130511040007
(8621)61038262
fengyu@gjzq.com.cn

内容目录

A 股中期业绩符合预期，下半年有下行压力	4
行业利润增长开始分化，释放警惕信号	5
制造业盈利受增长驱动，需求变化是关键	6
需求的观察重点，是下半年的地产销售与投资	7
短周期利润参照指标也显示，利润存下行压力	8
大小风格的盈利比较，成长的诱惑与陷阱	9
附图：主要行业增长的驱动及最新变化	10

图表目录

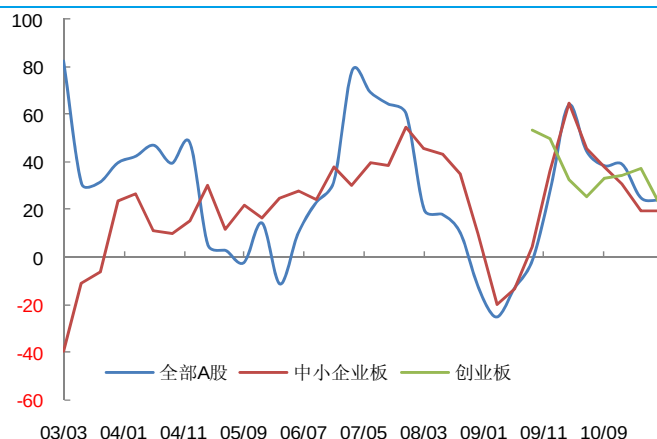
图表 1：全部 A 股中期业绩增长 23.7%	4
图表 2：剔除银行石化后公司增长 21.3%；这些公司占到全部利润的 38%	4
图表 3：环比模型：不同程度的环比放缓	4
图表 4：环比模型：不同环比下的 A 股利润增速	4
图表 3：银行利润维持高增长、制造业保持稳定、石油石化大幅回落	5
图表 4：制造业中也出现分化：消费品和原材料增长尚属稳定，投资品增长开始放缓	5
图表 5：制造业收入增长开始放缓，利润率还是走高	6
图表 6：A 股制造业 ROE 接近前期高点	6
图表 9：毛利率维持稳定，费用率持续改善	6
图表 10：资产负债率和周转率也小幅走高	6
图表 12：地产开发商的库存是在累积的	7
图表 13：开发商在 2 季度的销售并不差，压力在下半年；持续负的经营现金流+融资渠道不畅，会促使开发商进行一些经营行为的改变	7
图表 14：制造业库存相比收入并不高；只要需求不出现大波动，则制造业库存压力不会出现 08 年那么差的局面	7
图表 15：本轮制造业库存增速一直要慢于制造业收入增速	7
图表 20：工业企业利润数据显示 7 月利润有所回落	8
图表 21：国有企业利润也出现高位放缓	8
图表 22：新订单-购进价格未能有较强的好转	8
图表 23：PPI 高企支撑了工业企业利润	8
图表 16：小股票的利润波动更加显著	9
图表 17：小股票享受了较多的估值溢价	9
图表 18：创业板利润增长的分布	9
图表 19：创业板按上市日期的利润增长分布	9
图表 24：水泥的购进价格指数下半年压力增大	10

图表 25: 水泥: 收入主要由价格上涨带动; 净利率是制造业中最高的	10
图表 26: 专用设备行业新订单指数明显下滑	10
图表 27: 工程机械: 量的增长开始放缓, 净利率还能维持在高位	10
图表 28: 钢铁的新订单-购进价格指数, 利润走势仍未有明显好转	10
图表 29: 钢铁: 收入增速 20%, 但利润被铁矿石成本侵占	10
图表 30: 煤炭价格走势平稳	11
图表 31: 煤炭: 收入放缓、净利率也放缓; 利润增长维持在 20%附近	11
图表 32: 有色金属购进价格带动产品价格	11
图表 33: 有色: 收入反弹、利率回升受益于价格的上行	11
图表 34: 化工品购进价格指数带动产品价格	11
图表 35: 化工: 涨价带来收入与利润率的提升	11
图表 36: 饮料制造业的价格指数维持在高位运行	12
图表 37: 食品饮料: 价格提升带来的收入与利润率维持在相对高位	12
图表 38: 服装新订单一直还是维持的较好	12
图表 39: 纺织服装: 收入利润率都有所下滑	12
图表 40: 医药新订单略有小幅改善	12
图表 41: 医药: 收入与利润率变化趋于平稳	12
图表 42: 地产销售等待金九银十	13
图表 43: 地产: 收入增长放缓, 但利润率还较高	13
图表 44: 家电行业新订单出现了明显下滑	13
图表 45: 家电: 量增长开始放缓, 利润率还有反弹	13
图表 46: 汽车行业新订单还处于低位	13
图表 47: 汽车: 销售增长放缓、净利率尚未恶化	13
图表 48: 通信设备行业新订单回升比较明显	14
图表 49: 通信设备: 收入在大幅放缓后企稳, 利润率反弹	14
图表 49: 全部 A 股的盈利预测明显	14

A股中期业绩符合预期，下半年有下行压力

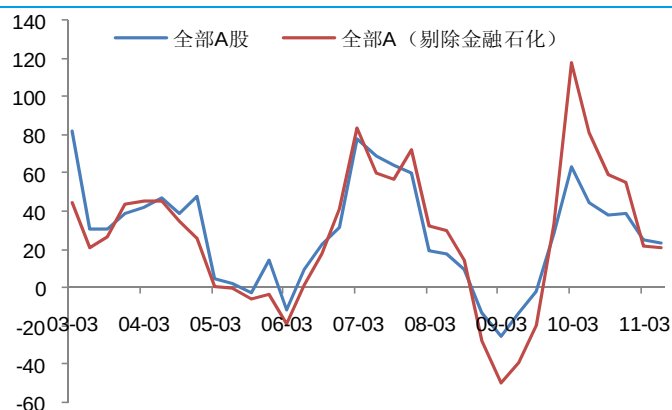
- 全部A股利润增长23.7%，符合我们在7月产业比较月报中的预测。上市公司盈利在2季度仍然维持了稳定的增长。
- 剔除占比较大的金融和石油石化之后，实现了21.3%的增速，增速从序列上看在2季度也是比较稳定的。
- 2季度A股盈利符合我们的预期，反应的是稳健的增长。对于下半年盈利的走势，我们同样用环比模型进行了模拟，下半年利润放缓是比较确定的，但是幅度目前很难把握。
- 下半年A股盈利预期要承受下行压力，主要还是看到需求面的放缓，观察到的信号是PMI疲软、信贷偏紧、地产调控。
- 幅度上，由于经济与政策之间存在博弈的可能，对放缓程度的判断是比较困难的。需求在量上的放缓、或者价格的放缓都有可能对利润增长构成下行压力。
- 我们目前仍然维持全年20%的判断，隐含的是这种放缓是相当轻微的。不过需要重视盈利下行的压力。

图表1：全部A股中期业绩增长23.7%

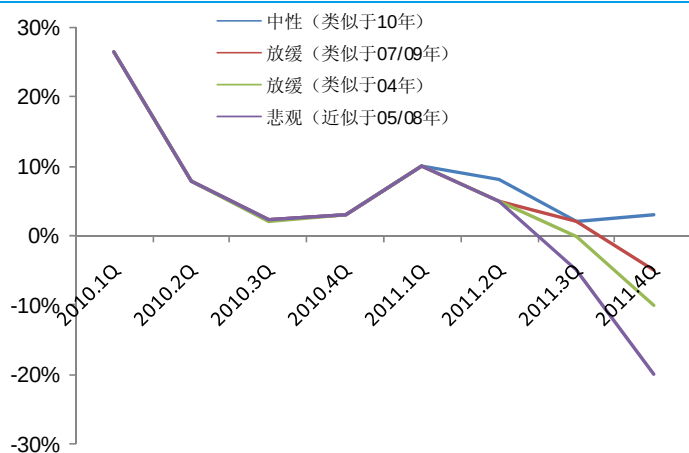


来源：国金证券研究所

图表2：剔除银行石化后公司增长21.3%；这些公司占到全部利润的38%

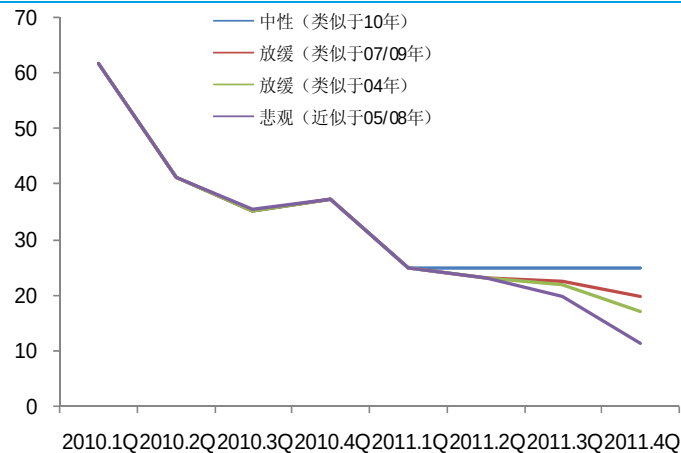


图表3：环比模型：不同程度的环比放缓



来源：国金证券研究所；我们这里的类似于04/05/08都没有涵盖最悲观的幅度，当时PPI都出现了明显的下滑，这里只是方向上类似

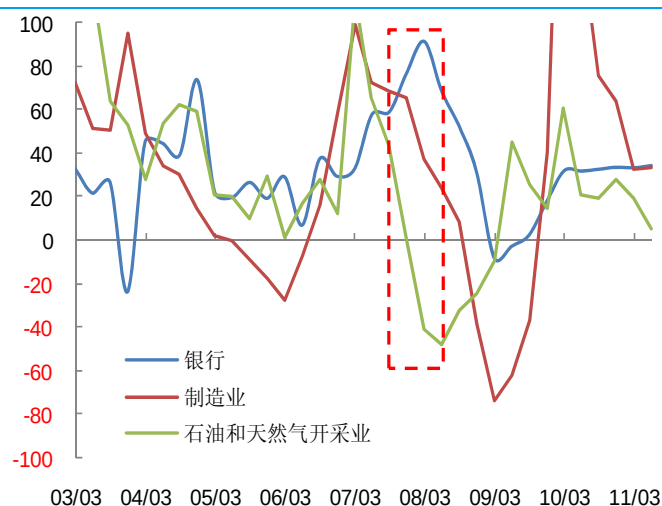
图表4：环比模型：不同环比下的A股利润增速



行业利润增长开始分化，释放警惕信号

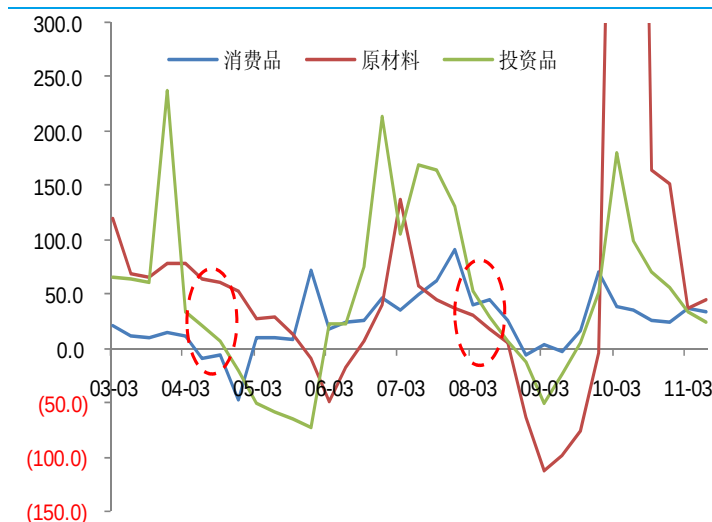
- 2 季度，A 股的行业利润增长开始出现了比较明显的分化特征，这是值得引起重视的。
 - 银行保持了高增长的势头、制造业增速也稳定，但石油石化增长出现比较明显的下滑。
 - 看制造业内部，消费品和原材料增长还是稳定的，但是投资品增速继续回落，体现出分化的特征。
- 如何来理解这种分化？我们认为，这种分化说明企业利润在价格机制的作用下，开始分布不均；当经济周期运行到后半段时，价格上涨的不均造成行业有的被抑制，有的被加速。这种机制，也会驱动经济进入下一个周期。
 - 在大类行业中，石油石化由于承受了价格管制带来的负效应，在滞胀阶段利润受到明显的挤压；制造业由于价格管制带来的成本保护、以及一些涨价的行业，利润增长还能维持稳定；银行则会受益于加息带来的息差扩大，利润向银行集中。
 - 在制造业中，消费品受到居民消费价格上升的支撑，原材料行业受到行业价格上升的支撑，利润增长都还能得到维持；而投资品主要是靠销量实现增长的，会比较明显的反应出需求放缓。
- 一旦利润增长从量的驱动，变成价的驱动，这种增长的可持续性就值得关注。按照历史规律，量在价先，量放缓之后价在不久以后也难单独持续。因此如果价格在下半年出现比较明显的跌幅，对企业盈利并不是好事；在 04/05/08 年的下半年，都曾出现由于 PPI 快速回落，导致的企业盈利出现较大的下滑。

图表5：银行利润维持高增长、制造业保持稳定、石油石化大幅回落



来源：国金证券研究所

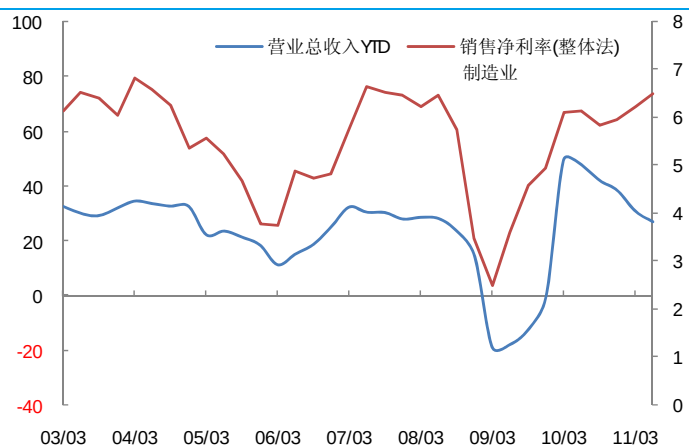
图表6：制造业中也出现分化：消费品和原材料增长尚属稳定，投资品增长开始放缓



制造业盈利受增长驱动，需求变化是关键

- 我们这里的制造业采用的是证监会的制造业分类，不包括石油石化、电力、煤炭、建筑。虽然制造业占全部 A 股利润的比重在 20%，但其公司家数有近 1500 家，其所反应的是大部分公司的增长情况。
- 2 季度制造业利润驱动中，收入增长有所放缓，利润率贡献颇多；虽然收入增速是放缓的，但其绝对水平还是处于比较高的位置。利润率中毛利率维持稳定，我们在之前的报告中用（PPI-PPIRM）也一直表示毛利率问题不大；费用率则持续改善。
- 制造业目前的利润根本上还是靠外部需求驱动，费用率也是因为收入增速在较高位置。而一旦收入增长开始放缓，净利率也会因此而受损，从而放大利润的波动。
- 制造业 ROE 已经回升至前期高点。杜邦分析看，主要原因还是净利润率的持续回升。大部分行业的盈利能力目前都处于景气的高点；一些行业的景气甚至是以前所没有达到的。所以我们看到 A 股 PE 估值比较便宜，但 PB、PS 相对较高，也是由目前制造业高企的盈利能力导致的。

图表7：制造业收入增长开始放缓，利润率还是走高

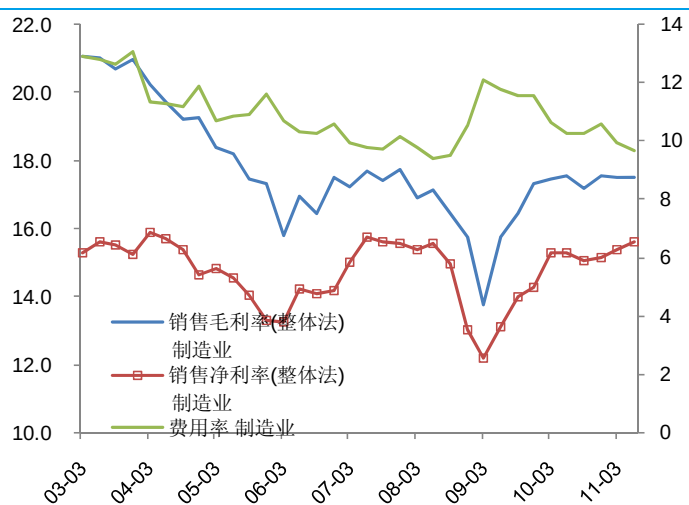


来源：国金证券研究所

图表8：A 股制造业 ROE 接近前期高点

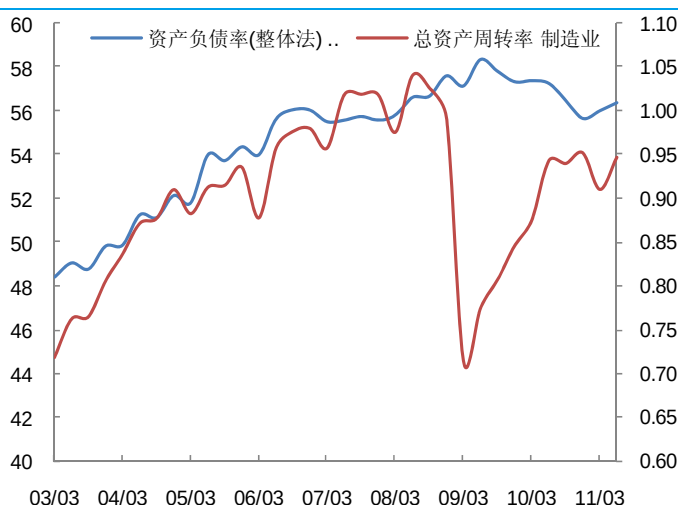


图表9：毛利率维持稳定，费用率持续改善



来源：国金证券研究所

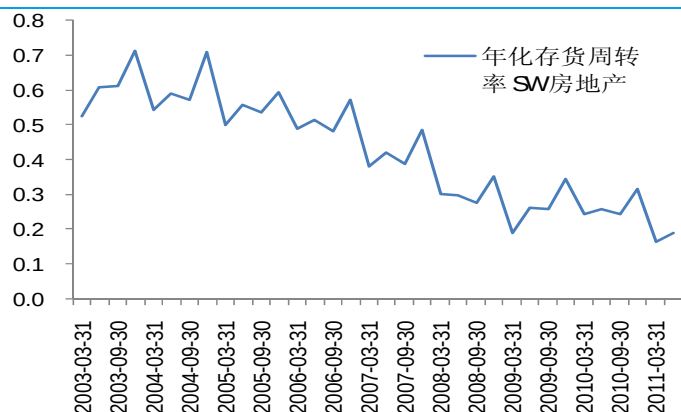
图表10：资产负债率和周转率也小幅走高



需求的观察重点，是下半年的地产销售与投资

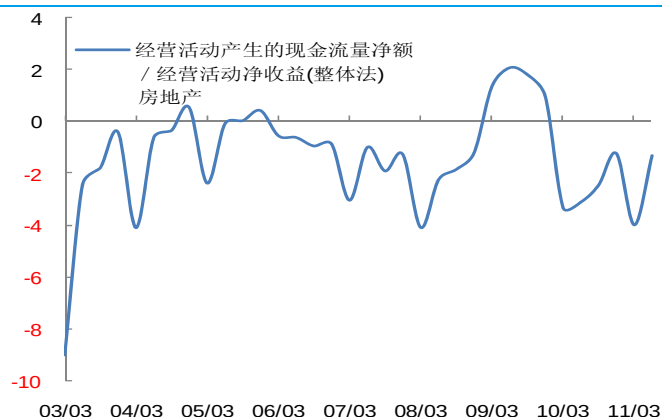
- 目前企业盈利很大一部分来自于地产产业链；地产销售影响地产，间接影响汽车、家电、家纺等；地产投资又会影响水泥、机械、钢铁等。这些行业在利润中占很大一部分。从今年上半年看，房地产投资还是维持在高位，支撑了制造业的盈利。
- 制造业的库存相比其收入而言，这一轮并不太高；只要需求不出现急速的萎缩，则目前制造业库存总体上还是安全可控的。地产开发商的库存相对较多，从现在开始已经步入金九银十，相对比去年下半年的销售放量，今年受到的不确定因素更多(贷款难、限购、利率累积调整)；地产销售将会影响到，目前高企的房地产投资增速是否还能继续保持。
- 开发商的经营现金流一直比较紧张，如果不能通过销售回补资金，在目前融资环境恶劣的情况下，最后开发商后续要么降价推盘，要么放慢投资进度。要注意的是，地产投资带有滞后性，在 08 年上半年地产投资同样可以，但随着紧缩延续下半年不得不放慢投资。从目前的信息看，政策还是延续了相对较为严厉的调控基调。

图表11：地产开发商的库存是在累积的

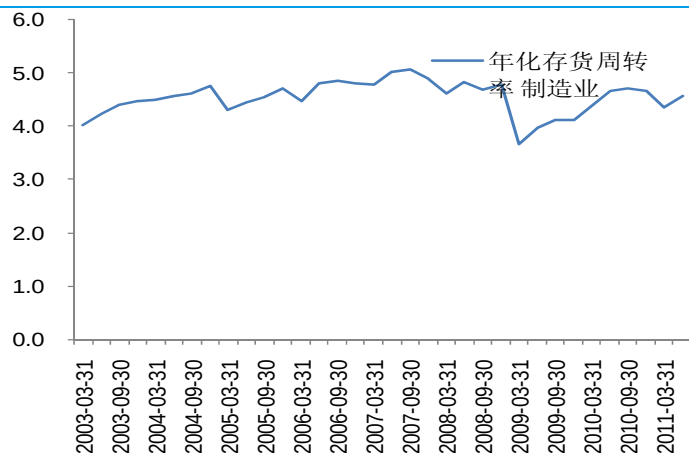


来源：国金证券研究所

图表12：开发商在 2 季度的销售并不差，压力在下半年；持续负的经营现金流+融资渠道不畅，会促使开发商进行一些经营行为的改变

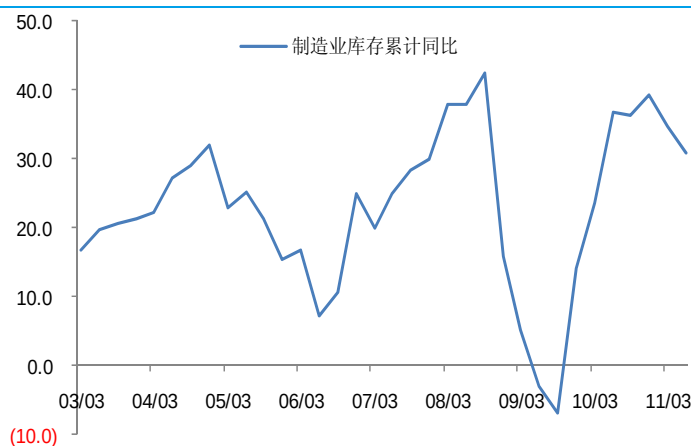


图表13：制造业库存相比收入并不高；只要需求不出现大波动，则制造业库存压力不会出现 08 年那么差的局面



来源：国金证券研究所

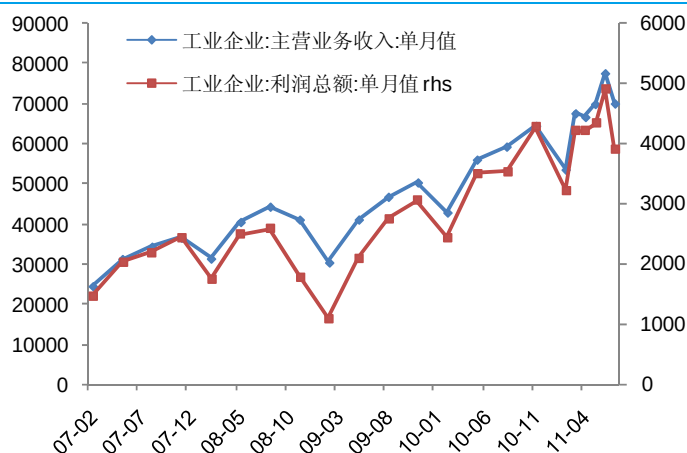
图表14：本轮制造业库存增速一直要慢于制造业收入增速



短周期利润参照指标也显示，利润存下行压力

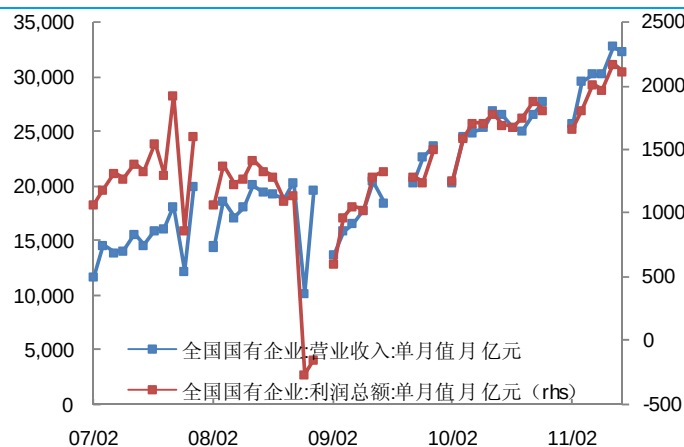
- 在月度频率的利润观察指标中，我们看到 7 月工业企业和国有企业利润都有高位放缓的态势，其中工业企业回落的更加明显一些。
- 从 PMI 的数据看，7、8 月的 PMI 仍然维持在低位运行，并且购进价格在 8 月出现了反弹，从新订单-购进价格指标看的利润趋势并未能出现较为明显的好转。这个指标与去年同期相比有差距，去年成本压力调整较为充分，后续 PMI 持续回升形成短期趋势；今年情况则要差一些。
- 从增加值与 PPI 的组合看，目前利润增长的很大贡献是来自于 PPI 的高企，这与我们前面分析的结论是一致的。量与价目前所处的位置都比较高，往上的空间和概率小，往下的概率大。

图表15：工业企业利润数据显示 7 月利润有所回落

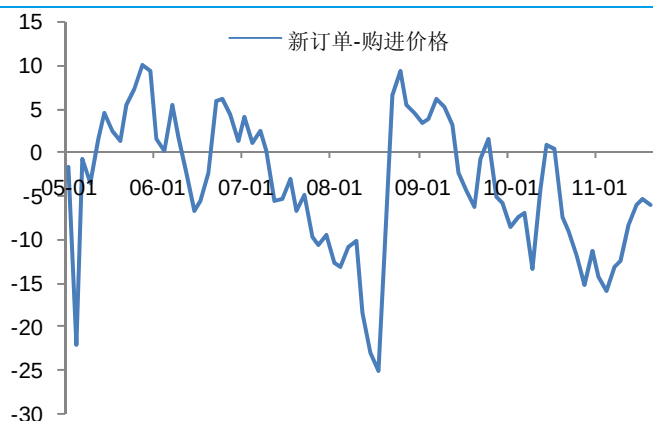


来源：国金证券研究所

图表16：国有企业利润也出现高位放缓

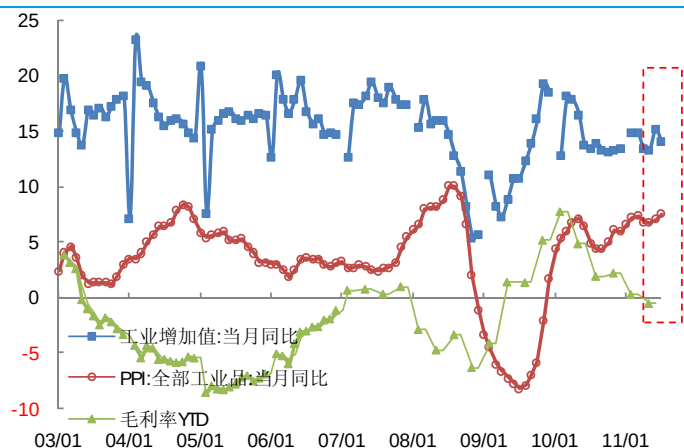


图表17：新订单-购进价格未能有较强的好转



来源：国金证券研究所

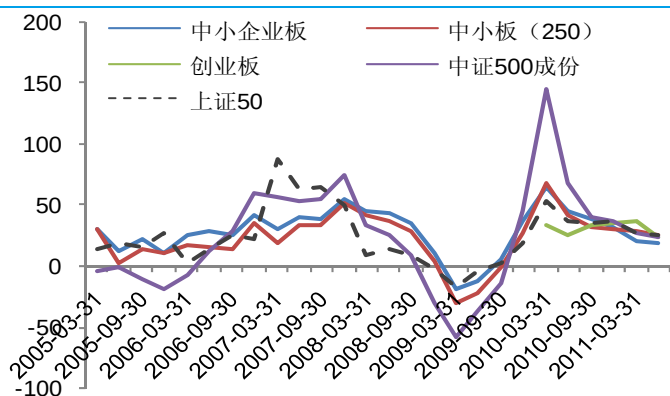
图表18：PPI 高企支撑了工业企业利润



大小风格的盈利比较，成长的诱惑与陷阱

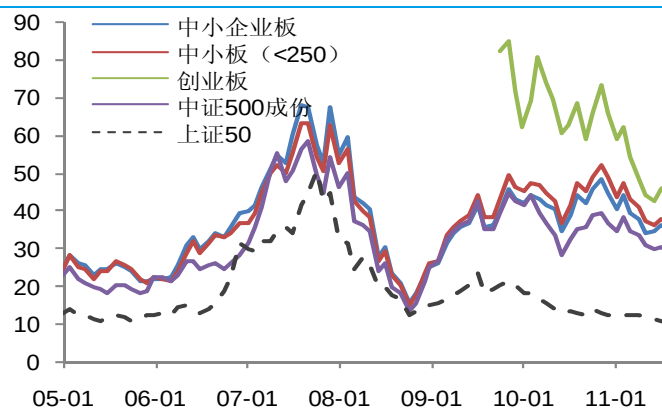
- 我们再按照大小盘比较一下盈利增长的情况。中小板中期业绩增长 19%，如果剔除市值在 250 亿以上的大公司，业绩增长 26%；创业板增长 23%，较 1 季报有明显的回落；中证 500 增长了 23%；而代表大盘股的上证 50 增长了 25%。
- 从历史上看，A 股的小盘股利润波幅比大盘股来的要大。从这两年的整体利润增长来看，并没有体现出超越大盘股的特别的优势；但是小盘股的估值却要远高于大盘股，是 3 倍以上。A 股投资者还是给予了小盘股更多的估值溢价。
- 的确，在小盘股中存在一些高增长的公司。我们对创业板进行了分析，发现利润增长的差异特别显著，高增长的和负增长的公司都相对比较多，分布向两端集中。因此，对目前的小盘股应该采取自下而上选股的策略，寻找落在高增长区域中的公司。
- 我们还观察到一个现象，11 年新上市的公司落在高增长区域的较多，可能与积极做多业绩有关；10 年上市的公司则不尽如人意，落在低增长区间的公司很多；09 年的公司可能由于早期上市把关较严，增长还不错。对于一些公司上市之后不久，业绩变量还是值得重视；同时一些公司由于募集了较多资金短期实现高增长似乎不难，但难的是未来的持续性。

图表19：小股票的利润波动更加显著

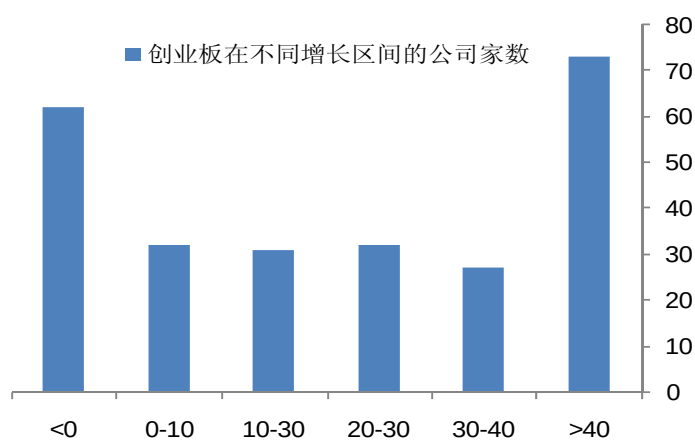


来源：国金证券研究所

图表20：小股票享受了较多的估值溢价

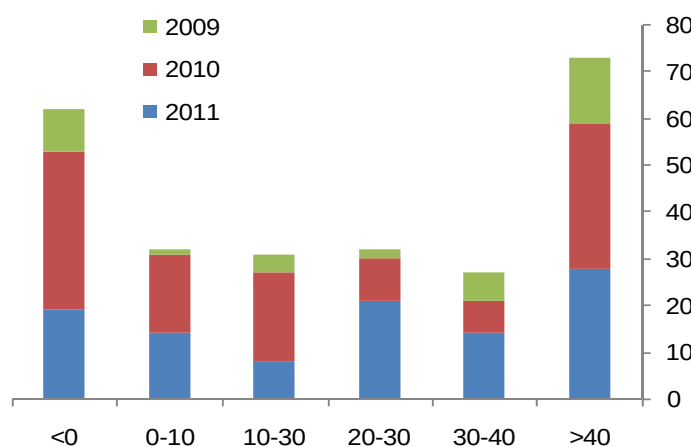


图表21：创业板利润增长的分布



来源：国金证券研究所

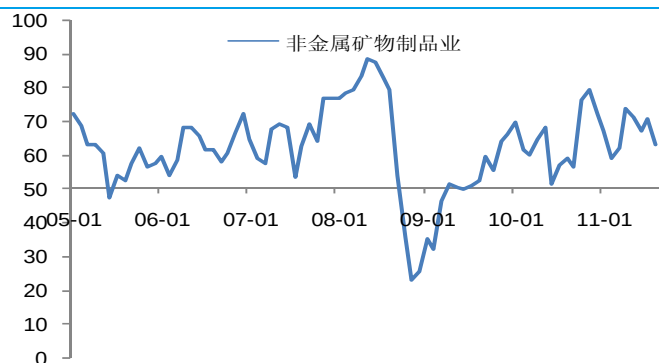
图表22：创业板按上市日期的利润增长分布



附图：主要行业增长的驱动及最新变化

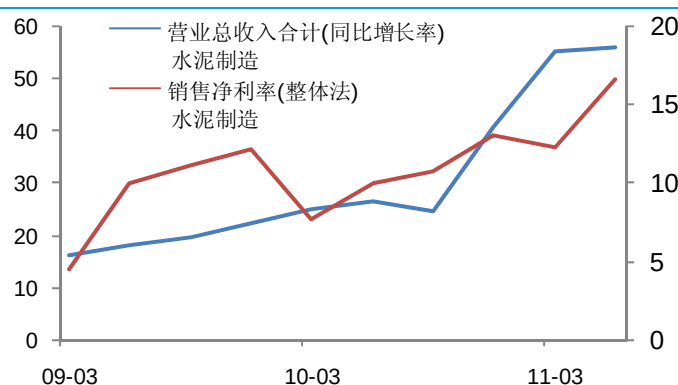
- 投资链条：水泥价格在高位运行，使得利润继续保持在高位。机械的量已经开始下滑。水泥和机械的盈利能力还是制造业中最高的。钢铁还是受到成本端的挤压，盈利能力很低。

图表23：水泥的购进价格指数下半年压力增大

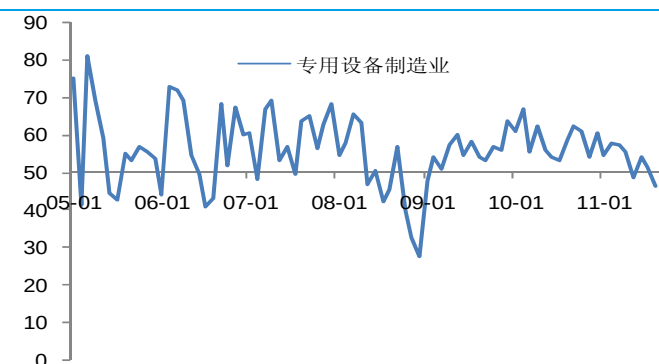


来源：国金证券研究所

图表24：水泥：收入主要由价格上涨带动；净利率是制造业中最高的

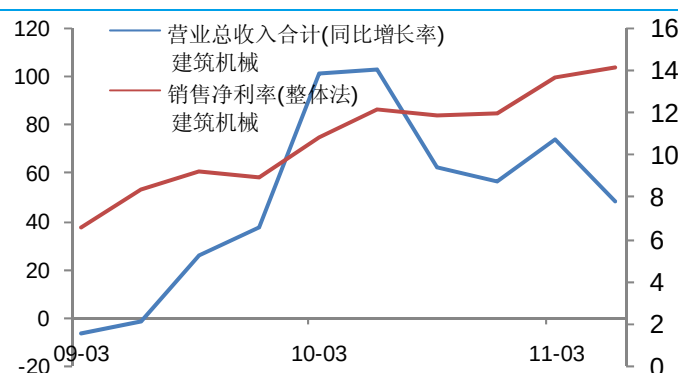


图表25：专用设备行业新订单指数明显下滑

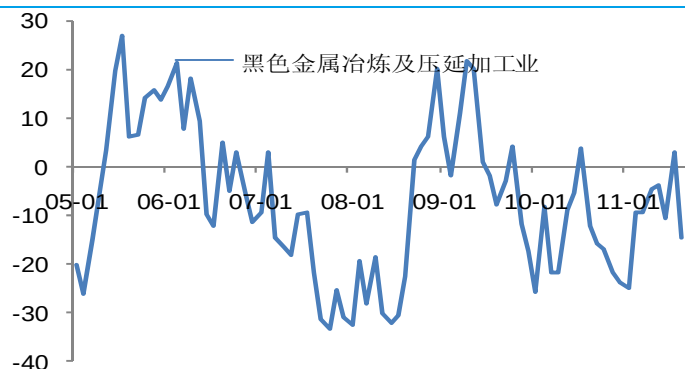


来源：国金证券研究所

图表26：工程机械：量的增长开始放缓，净利率还能维持在高位

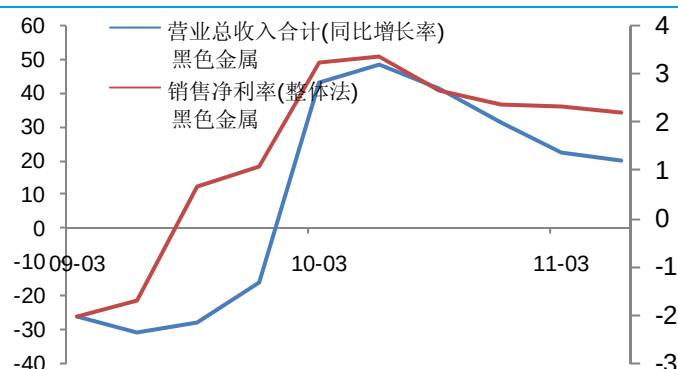


图表27：钢铁的新订单-购进价格指数，利润走势仍未有明显好转



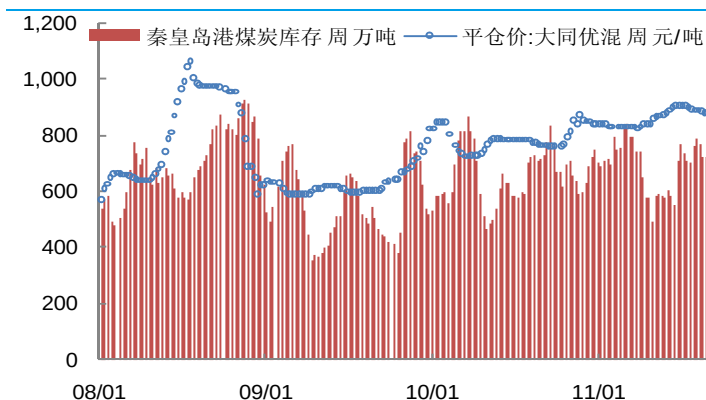
来源：国金证券研究所

图表28：钢铁：收入增速20%，但利润被铁矿石成本侵占



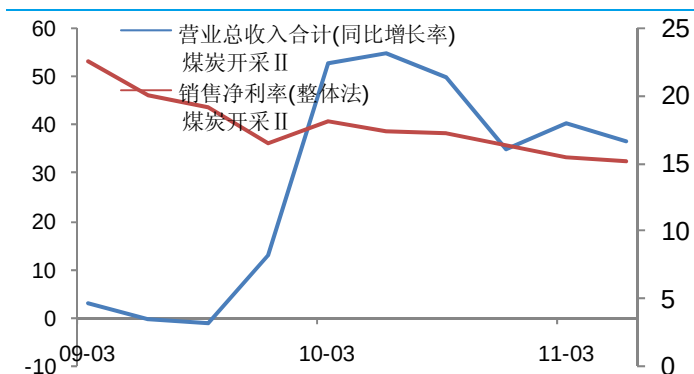
- 价格链条：煤炭价格走势平稳，利润增长在 20%左右；有色、化工受益于产品价格上涨，2 者的利润率都是改善的

图表29：煤炭价格走势平稳

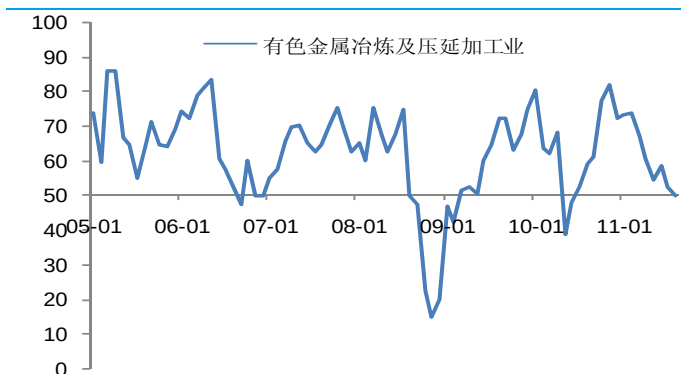


来源：国金证券研究所

图表30：煤炭：收入放缓，净利率也放缓；利润增长维持在 20% 附近

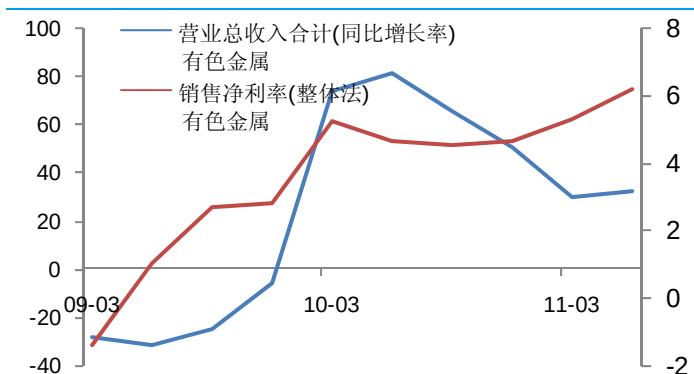


图表31：有色金属购进价格带动产品价格

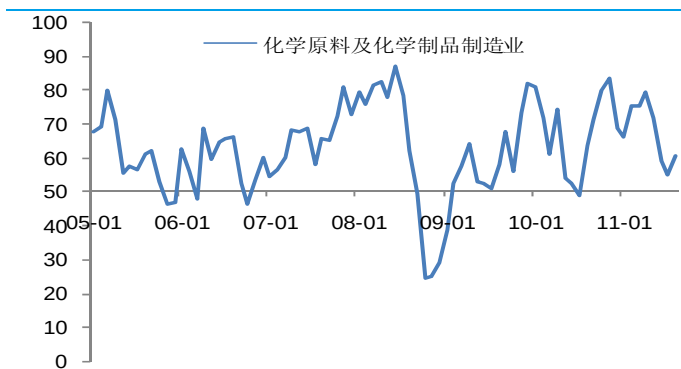


来源：国金证券研究所

图表32：有色：收入反弹，利率回升受益于价格的上行

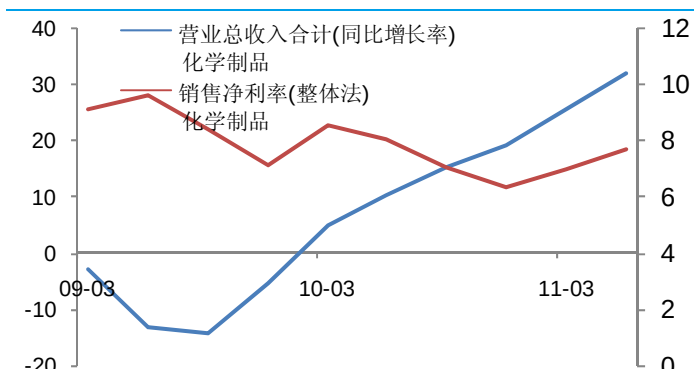


图表33：化工品购进价格指数带动产品价格



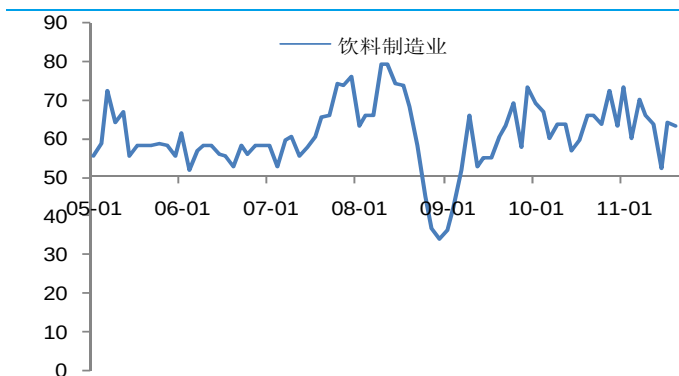
来源：国金证券研究所

图表34：化工：涨价带来收入与利润率的提升



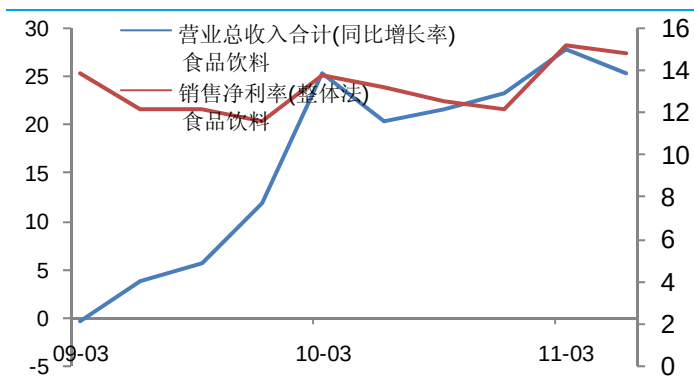
■ 必须消费：食品饮料纺织服装受通胀预期支撑，需求面略有放缓迹象；医药经过放缓之后已经趋于稳定。

图表35：饮料制造业的价格指数维持在高位运行

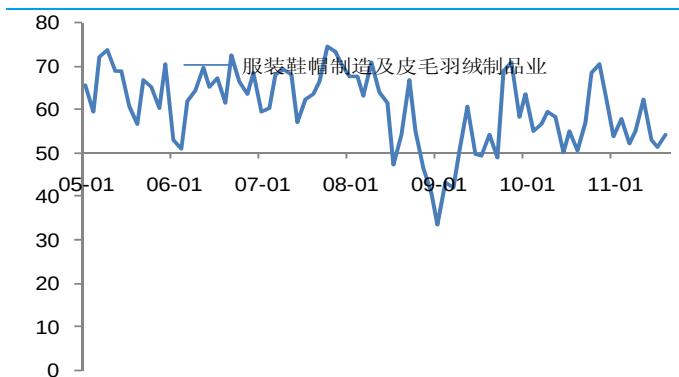


来源：国金证券研究所

图表36：食品饮料：价格提升带来的收入与利润率维持在相对高位

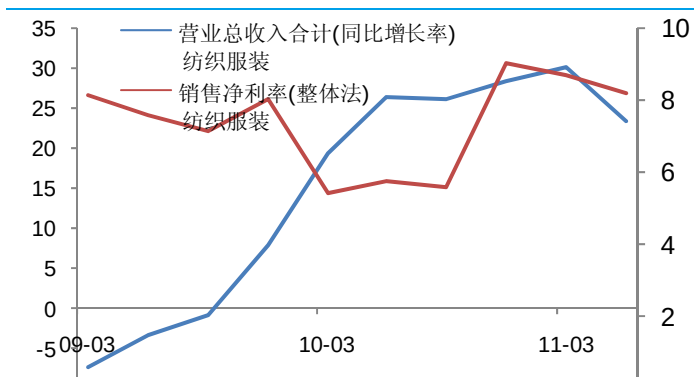


图表37：服装新订单一直还是维持的较好

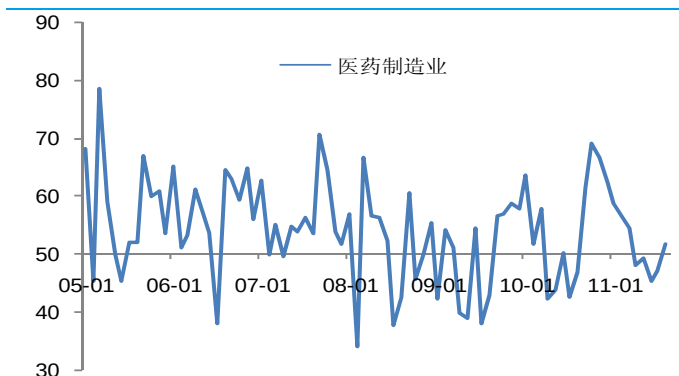


来源：国金证券研究所

图表38：纺织服装：收入利润率都有所下滑

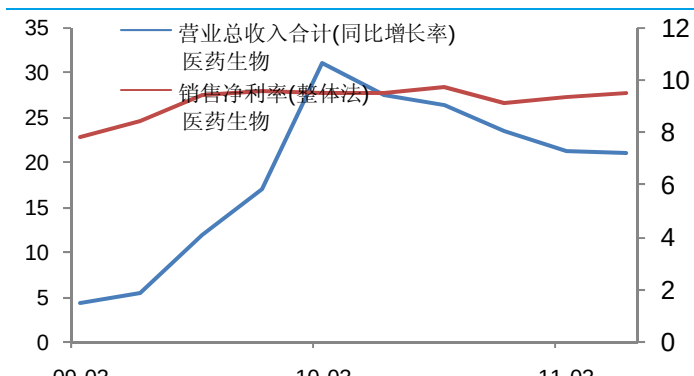


图表39：医药新订单略有小幅改善



来源：国金证券研究所

图表40：医药：收入与利润率变化趋于平稳



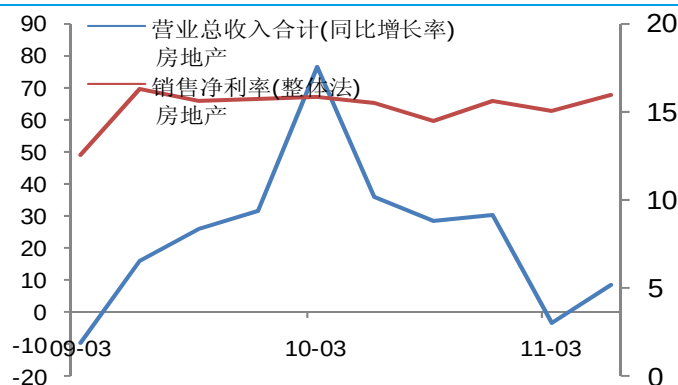
- 可选消费：地产收入增长较慢；汽车呈现高位快速放缓的走势；家电近期需求滑落较快。三者的利润率还基本稳定。

图表41：地产销售等待金九银十



来源：国金证券研究所

图表42：地产：收入增长放缓，但利润率还较高

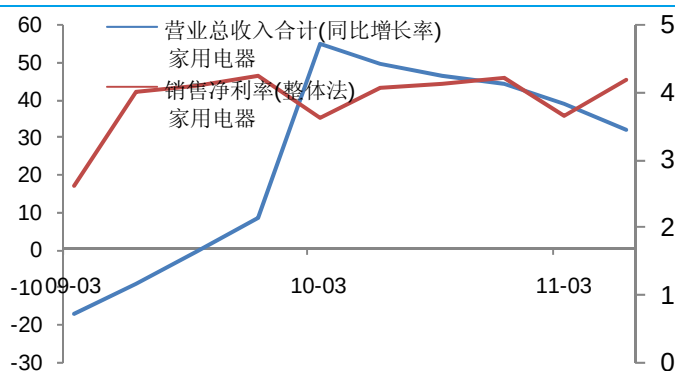


图表43：家电行业新订单出现了明显下滑

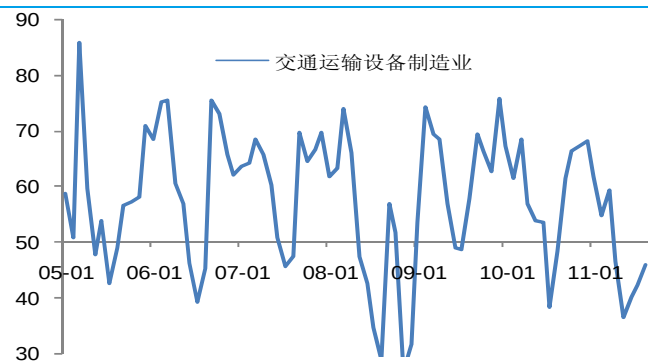


来源：国金证券研究所

图表44：家电：量增长开始放缓，利润率还有反弹

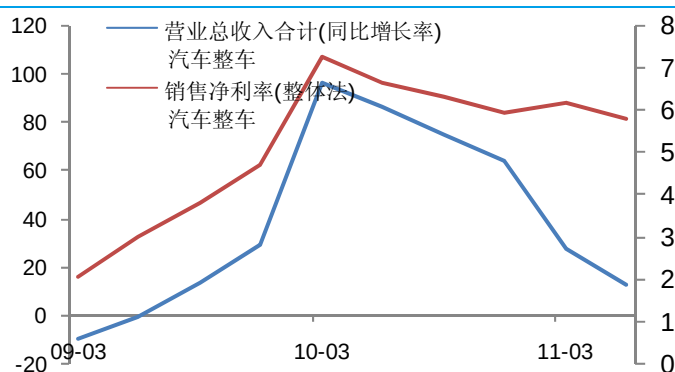


图表45：汽车行业新订单还处于低位



来源：国金证券研究所

图表46：汽车：销售增长放缓，净利率尚未恶化



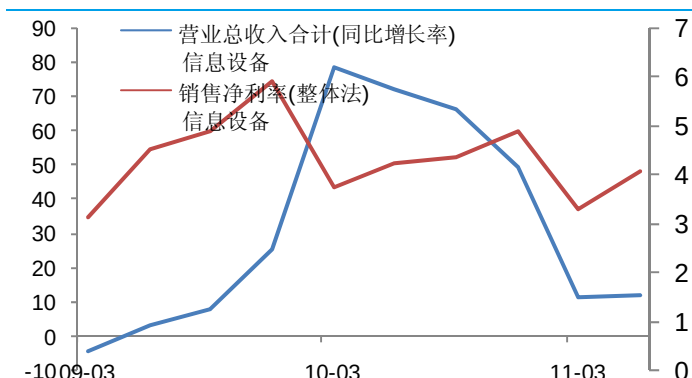
- 信息设备：经过前期快速的放缓后，需求出现企稳的状态，PMI 新订单显示需求有所改善。

图表47：通信设备行业新订单回升比较明显



来源：国金证券研究所

图表48：通信设备：收入在大幅放缓后企稳，利润率反弹



图表49：全部A股的盈利预测明显

	2011 年预测 增长	2011 年中报报增 速	2011 年1季 报增速	2010 年利润 占比
制造业	25.0	33.89	33.05	20%
煤炭	20.0	19.77	19.30	5%
石油石化	5.0	5.57	19.26	13%
银行	28.0	34.27	33.23	41%
其他	8.0	6.02	3.64	21%
全市场	19.6	23.77	24.95	100%

来源：国金证券研究所、其他主要是保险证券、地产、交运、建筑

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。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-27527129
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B