

上市公司 2011 年中期报告分析及三季报前瞻

策略专题报告

2011 年 9 月 26 日

主要观点:

➤ 2011 年中报与一季报概述: 经济回落背景下仍实现快速增长

- 2011 年中期全部 A 股营收实现同比 27.2% 的增速, 归属母公司股东的净利润同比增长 23.5%。在全部 A 股剔除 ST 类以及金融后, 净利润同比增长 16.3%, 在剔除中国石油、中国石化后净利率同比增长 19.8%, 表明了当前上市公司的稳定高速增长。
- 创业板中期整体上 22.1% 的增速高于中小板 18.7% 的增速, 但从季度分布上看, 二季度创业板业绩同比增长 13.3% 显著低于中小板 19.8% 的增速。

➤ 上市公司业绩质量分析

- 二季度全部 A 股以及中小板净资产收益率均出现明显回升; A 股整体资产负债率出现上升, 企业财务杠杆二季度虽有小幅上升, 但整体上仍处于相对高位。
- 二季度整体毛利率由一季度的 19.44% 下降至 18.77%, 并低于去年同期; 创业板保持了较高的毛利率并呈现逐步回落的趋势, 但二季度 35.15% 较一季度略有上升; 制造业毛利率由一季度的 17.57% 小降至 17.41%, 毛利率维持在较为稳定的较高水平上。

➤ 业绩变化推动因素分析

- 全部 A 股以及中小板营业成本同比以及环比增速均高于营业收入增速, 中小企业板成本上升幅度显著高于市场整体水平, 中小企业面临的成本上升压力相对更大一些。
- 存货价值变动、坏账准备增加等因素导致二季度资产减值损失的快速上升, 而这一关系或将在三季度表现更为明显; 二季度上市公司投资净收益出现超过 40% 的大幅增长, 投资收益占营业利润比重超过 10%, 投资收益对上市公司业绩贡献度上升。

➤ 各行业整体经营指标特征

- 中期存货压力有所提升, 存货与资产比出现快速上升并已超过 19.0%, 创出近年新高。
- 中游制造业净资产收益率以及销售毛利率均提升; 采掘、黑色金属、化工、农林牧渔等上游行业毛利率的回落; 食品饮料、餐饮旅游、信息服务、医药生物等行业毛利率均保持高位或有提高。

➤ 三季度业绩前瞻

- 预测全部 A 股非 ST 在剔除金融服务、中国石油、中国石化后, 同比增速将由二季度的 18.5% 回落至 16%-18% 之间, 同比增速回落幅度有限, 但环比增速将出现下滑, 预计下滑幅度不超过 9.25%。

策略组

分析师: 沈正阳

执业证书编号: S0550511010009

联系人: 杜长春

TEL: (021) 63367000-310

FAX: (021) 63373209

Email: ducc@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

目 录

一、 2011 年中报与一季报概述：经济回落背景下仍实现快速增长	4
二、 上市公司业绩质量分析	6
2.1、净资产收益率与资产负债率均有提升	6
2.2、整体毛利率下行、制造业毛利率维持稳定	7
2.3、管理与销售费用占比下降，财务费用上升	8
三、 业绩变化推动因素分析	11
3.1、营业成本增速高于收入增速	11
3.2、非主营业务对业绩影响	12
四、 各行业整体经营指标特征	13
4.1、行业经营能力比较	13
4.2、行业毛利率变化趋势：上游毛利下行、中游制造业毛利改善	15
五、 三季度业绩前瞻	16
5.1、预计上市公司第三季度业绩同比增速小幅回落	16
5.2、上市公司业绩预警信息	18

图表目录

图 1、全部 A 股（非 ST）营业收入与净利润季度同比增速.....	5
图 2、全部 A 股（非 ST）营业收入与净利润季度环比增速.....	5
图 3、2011 年中期上市公司利润行业分布.....	5
图 4、2011 年第二季度营业利润行业分布.....	6
图 5、各季度净资产收益率变化 (%).....	6
图 6、资产负债率季度变化.....	7
图 7、全部 A 股非 ST 及金融类整体单季度毛利率变化.....	7
图 8、中小板与创业板季度毛利率走势.....	8
图 9、制造业（扣除 ST）毛利率维持稳定.....	8
图 10、各季度三项费用之和占营业收入之比.....	9
图 11、季度财务费用率变化.....	9
图 12、财务费用在三项费用中占比.....	10
图 13、管理费用率季度变化.....	10
图 14、销售费用率季度变化.....	10
图 15、资产负债率变动.....	14
图 16、全部 A 股（非 ST）剔除金融、中石化、中石油后上市公司存货资产比.....	14
图 17、存货与营业收入比 (%).....	15
图 18、房地产存货环比增速平稳，存货压力较大.....	15
图 19、上游采掘、化工等行业季度毛利率下滑.....	16
图 20、中游制造业除交运设备外毛利率均出现上升.....	16
图 21、下游消费、服务中除纺织服装外毛利率稳中有升.....	16
图 22、国有企业利润总额月度增速.....	17
图 23、国有企业、工业企业与上市公司利润累计同比增速.....	17
图 24、上市公司季度同比增速回落幅度有限.....	18
表 1、2011 年中报与季度业绩概览.....	4
表 2、主要市场分类业绩增速（归属母公司股东的净利润）.....	4
表 3、全部 A 股与中小板利润表构成.....	11
表 4、全部 A 股与中小板综合指标.....	12
表 5、非营业收入对营业利润影响.....	12
表 6、2011 年一、二季度分行业整体经营指标.....	13
表 7、上市公司三季度业绩增速预测.....	18
表 8、上市公司业绩预警信息汇总.....	18
表 9、业绩预警行业及幅度划分.....	19

一、2011 年中报与一季报概述：经济回落背景下仍实现快速增长

从上市公司所披露的 2011 年中报情况看，2011 年中期全部 A 股整体业绩仍保持了较快增长，实现营业收入 10.28 万亿元，同比增长 27.2%，归属母公司股东的净利润为 9876.5 亿元，同比增长 23.5%。在全部 A 股剔除 ST 类以及金融后，归属母公司净利润同比增长 16.3%，而在此基础上剔除中国石油、中国石化后净利率同比增长 19.8%，表明当前上市公司整体业绩的稳定高速增长并未因经济的回来而出现大幅调整。而金融服务行业尤其是银行业仍保持的较高业绩增速，金融服务板块整体上业绩增速为 30.5%，第二季度实现 32.3%的同比增速高于一季度的增长，金融服务尤其银行显示出较强的增长能力。

从板块分类上看，创业板中期整体上 22.1%的增速高于中小板 18.7%的增速，但从季度分布上看，二季度创业板业绩同比增长 13.3%显著低于中小板 19.8%的增速，创业板季度增速同比较低但环比较高，表明创业板上市公司业绩波动性大，恢复较快，整体上业绩的稳定性低于中小板。

表 1、2011 年中报与季度业绩概览

项目	2011 年中报				2011 年第一季度				2011 年第二季度			
	营业收入合计		归属母公司股东的净利润		营业收入合计		归属母公司股东的净利润		营业收入合计		归属母公司股东的净利润	
板块名称	合计(亿)	同比%	合计(亿)	同比%	合计(亿)	同比%	合计(亿)	同比%	合计(亿)	同比%	合计(亿)	同比%
全部 A 股	102843.7	27.2	9876.5	23.5	48475.1	29.0	4784.7	24.9	54368.6	25.7	5091.8	22.3
全部 A 股 (非 ST)	102227.1	27.3	9875.0	23.2	48205.4	29.1	4787.1	24.8	54021.7	25.8	5087.9	21.8
金融服务	15774.1	26.0	5073.4	30.5	8116.2	25.6	2525.9	28.6	7657.8	26.5	2547.5	32.3
中石油、中 石化	21855.2	34.8	1062.5	5.6	10348.2	36.7	575.0	19.3	11507.0	33.1	487.4	-7.0
全部 A 股非 ST 剔除金 融	86453.0	27.5	4801.6	16.3	40089.2	29.8	2261.2	20.7	46363.8	25.7	2561.8	14.5
全部 A 股非 ST 剔除金 融、中石 油、中石化	64597.8	25.2	3739.2	19.8	29740.9	27.6	1686.2	21.2	34856.9	23.4	2053.4	18.5

数据来源：WIND，东北证券

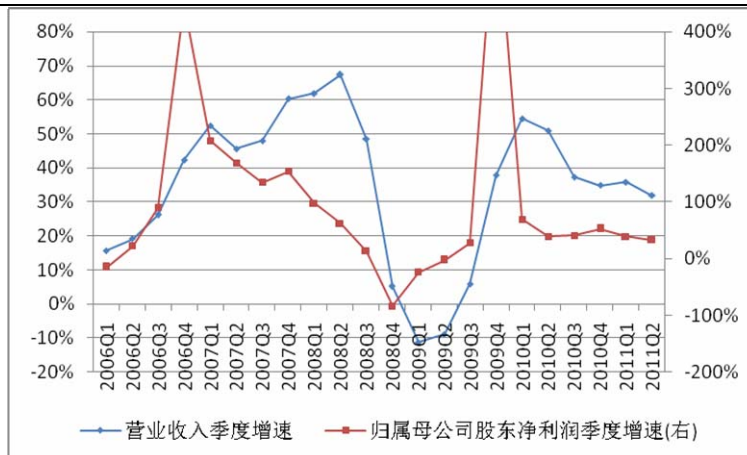
表 2、主要市场分类业绩增速（归属母公司股东的净利润）

	样本数	2011 中报 同比	2011 一季度 同比	2011 二季度 同比	2011 一季度 环比	2011 二季度 环比
全部 A 股	2186	23.5%	25.0%	22.3%	9.9%	6.4%
非 ST 剔除金融中石化、中石油	1993	19.8%	21.2%	18.5%	-12.5%	21.8%
创业板	241	22.1%	36.8%	13.3%	-31.3%	37.4%
中小板	596	18.7%	19.5%	19.8%	-19.1%	18.3%
深市(除创业板)	1027	25.2%	23.0%	27.2%	-14.8%	22.1%
沪市	882	24.2%	25.7%	22.7%	15.1%	4.4%

数据来源：WIND，东北证券

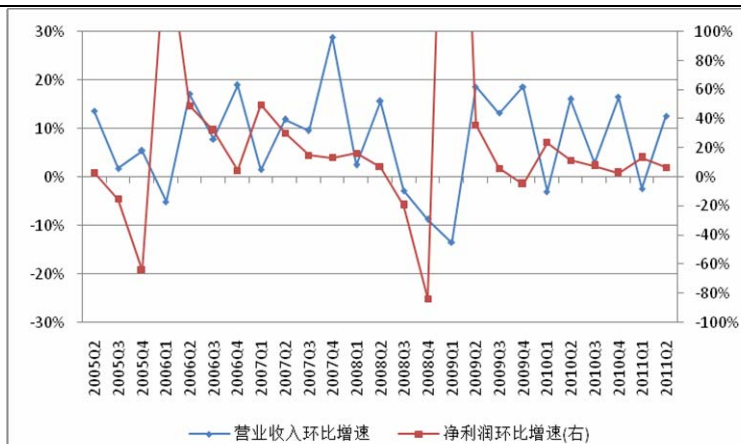
从上市公司业绩增长的历史表现看，自去年四季度以来，上市公司业绩同比增速呈逐季下滑的走势，但回来幅度较为平稳，并未出现 07、08 年的暴涨暴跌式的走势，表明随着经济的波动率下降，上市公司营收能力的相对稳定。

图 1、全部 A 股（非 ST）营业收入与净利润季度同比增速



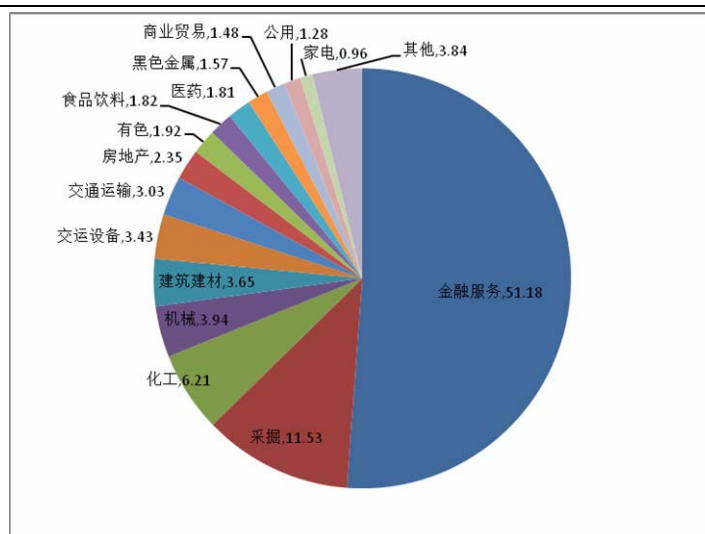
数据来源：WIND，东北证券

图 2、全部 A 股（非 ST）营业收入与净利润季度环比增速



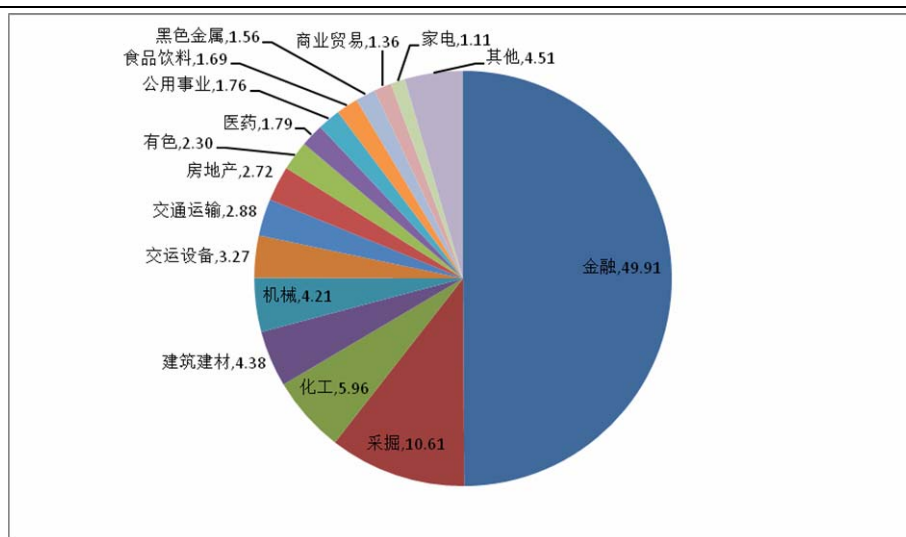
数据来源：WIND，东北证券

图 3、2011 年中期上市公司利润行业分布



数据来源：WIND，东北证券

图 4、2011 年第二季度营业利润行业分布



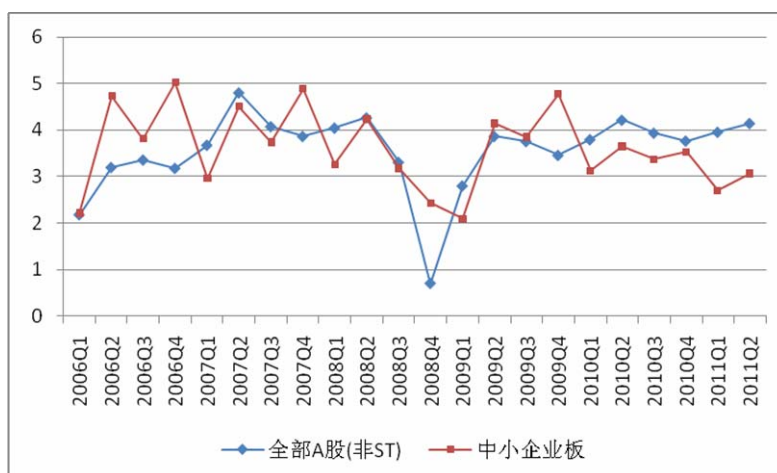
数据来源：WIND，东北证券

二、上市公司业绩质量分析

2.1、净资产收益率与资产负债率均有提升

从单季度净资产收益率变化方向看，二季度全部 A 股以及中小板均出现明显回升，全部 A 股第二季度净资产收益率已经超过去年四季度，处于相对高位，表明企业整体运行状况有所好转，而中小企业由于更倾向于轻资产运营，且不具有规模经营优势，因此净资产收益率低于市场整体水平，二季度虽有回升但仍处于相对低位。

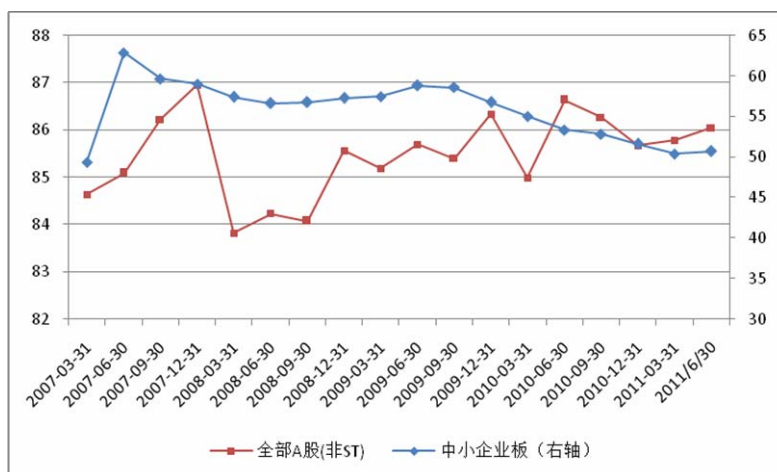
图 5、各季度净资产收益率变化 (%)



数据来源：WIND，东北证券

在资本结构中，由于债务成本的上升，导致全部 A 股的资产负债率出现上升，企业财务杠杆二季度虽有小幅度上升，但整体上仍处于相对高位，而由于中小板存在大量新发行个股，导致整体资产负债率相对较低，债务压力较小。

图 6、资产负债率季度变化

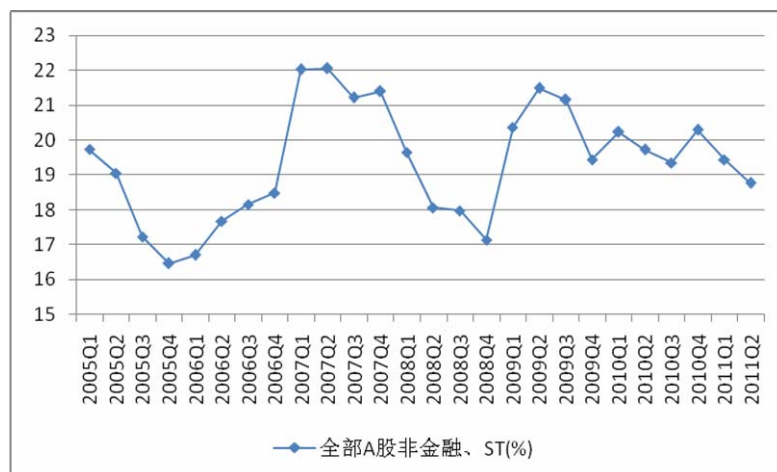


数据来源：WIND，东北证券

2.2、整体毛利率下行、制造业毛利率维持稳定

从全部 A 股非 ST 及金融整体的季度毛利率变化看，上市公司整体毛利率同净利润出现同方向变化，季度毛利率逐级下降，今年二季度毛利率由一季度的 19.44% 下降至 18.77%，同时低于去年同期 19.72% 的毛利率水平。

图 7、全部 A 股非 ST 及金融类整体单季度毛利率变化



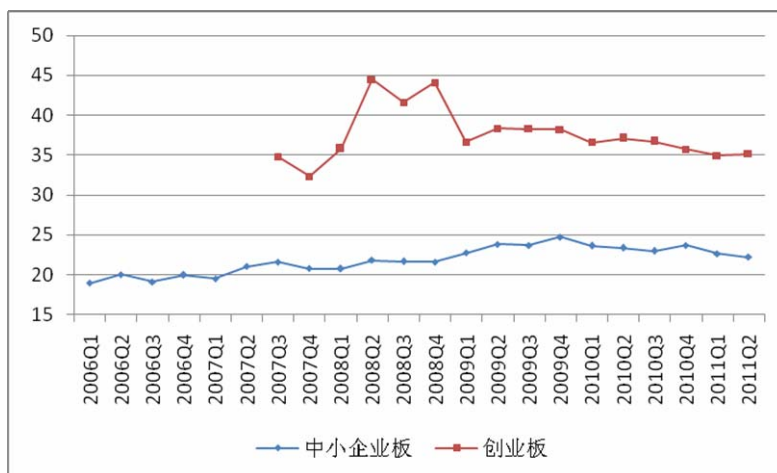
数据来源：WIND，东北证券

从中小板与创业板的毛利率对比变化看，创业板仍保持了较高的毛利率水平，但仍呈现逐步回落的趋势，但今年第二季度较一季度还出现了略有上升，第二季度毛利率为 35.15%、一季度为 34.94%，均低于 2010 年第二季度 37.07% 的水平。中小板与创业板相比毛利率相对较低，第二季度中小板毛利率为 22.21%，且较一季度的 22.68% 略有下降，从长期看，中小板毛利率仍呈现逐步回落，但波动幅度相对较小，板块整体毛利率维持相对较为稳定，且高于 A 股整体毛利率水平。

从制造业角度看，根据证监会行业划分在剔除 ST 类股票后，我们看到制造业整体毛利率除 08 年金融

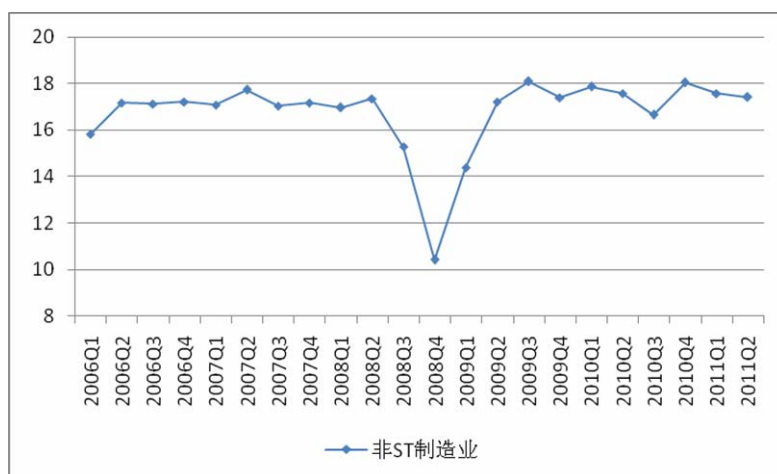
危机影响外其他各季度波动相对较小,而在今年二季度当中,毛利率由一季度的 17.57% 小幅下降至 17.41%,与一季度相差不大,而且毛利率也维持在较为稳定的较高水平上。

图 8、中小板与创业板季度毛利率走势



数据来源: WIND, 东北证券

图 9、制造业(扣除 ST)毛利率维持稳定

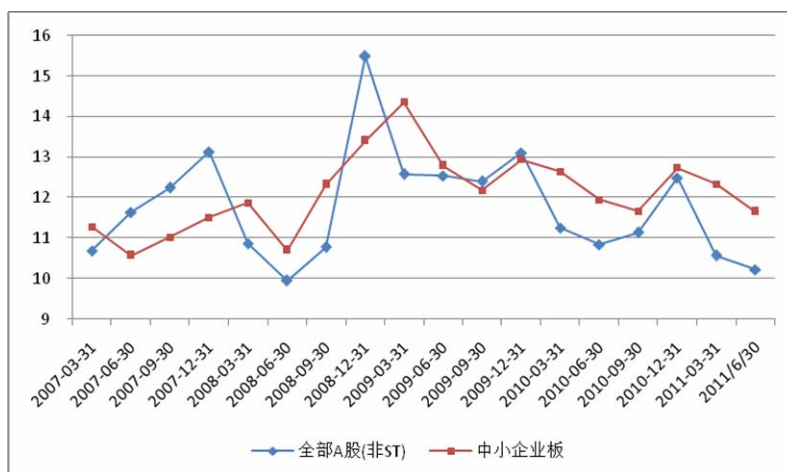


数据来源: WIND, 东北证券

2.3、管理与销售费用占比下降, 财务费用上升

全部 A 股一季度三项费用(财务费用、管理费用、销售费用)合计占比与今年一季度相比再次出现明显回落, 已经处于近年来相对低位, 中小板虽然同样出现下降, 但仍略高于市场整体水平, 表明上市公司整体的管理水平, 尤其在费用控制上的能力继续提高。

图 10、各季度三项费用之和占营业收入之比

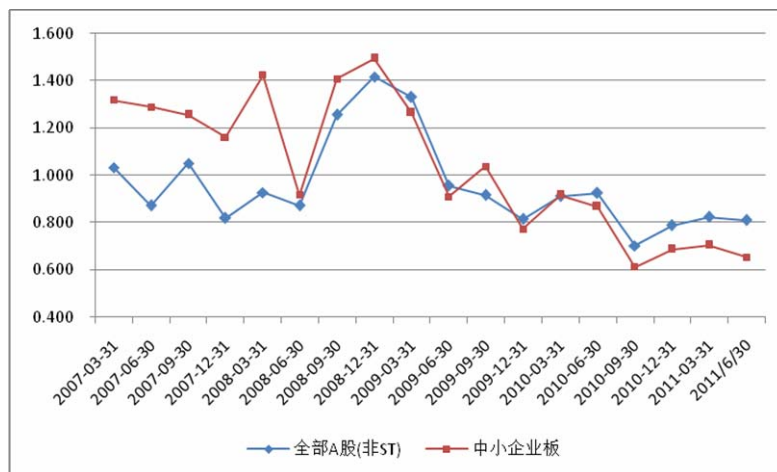


数据来源：WIND，东北证券

从财务费用上看，年初以来的持续紧缩的货币政策对市场资金面的影响较大，从上市公司角度看，财务费用率二季度较一季度相对平稳，而中小企业板财务费用率略有下降，由此可见，上市公司整体上在紧缩的货币政策环境下财务费用并未出现显著上升，保持了相对平稳的占比。从财务费用在三项费用中的比重看，较一季度出现上升，表明财务费用的压力略有体现但并未影响到上市公司整体上的经营能力。

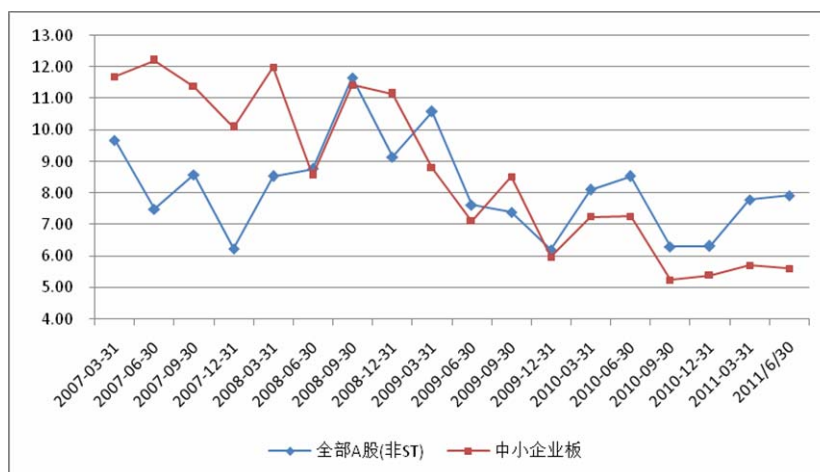
除财务费用外，销售费用率以及管理费用率均出现下降，中小板管理费用率相对较低，但是销售费用率占比高于市场整体水平。全部 A 股整体管理费用率以及销售费用率均已下降至近年来低点。

图 11、季度财务费用率变化



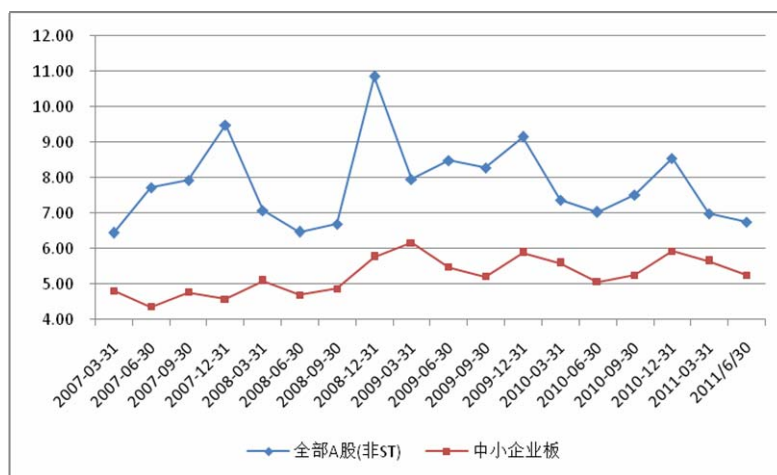
数据来源：WIND，东北证券

图 12、财务费用在三项费用中占比



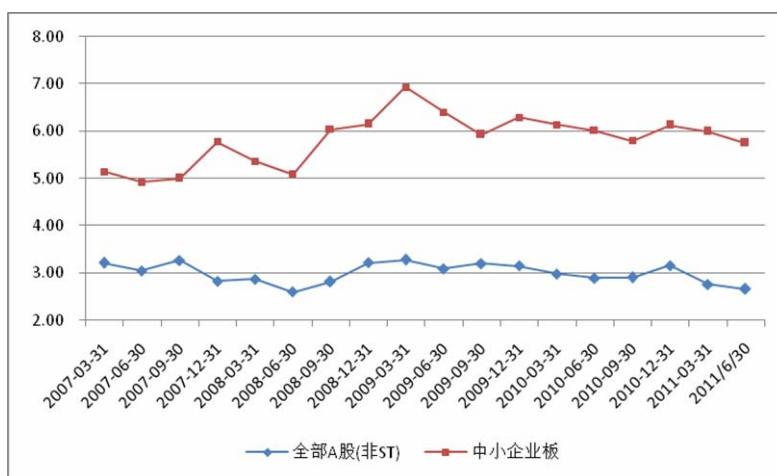
数据来源：WIND，东北证券

图 13、管理费用率季度变化



数据来源：WIND，东北证券

图 14、销售费用率季度变化



数据来源：WIND，东北证券

三、业绩变化推动因素分析

3.1、营业成本增速高于收入增速

从全部 A 股利润表及主要构成变化幅度看，2011 年受到物价上涨以及劳动力成本上升等因素影响，全部 A 股以及中小板，营业成本同比以及环比增速均高于营业收入增速，表明企业成本上升的压力整体上依然较为明显，其中中小企业板成本上升幅度要显著高于全部 A 股整体水平。表明中小企业所面临的成本上升压力相对更大一些。

在费用管理方面，销售费用与管理费用均出现较高增速，且中小板在此方面增速要高于非金融企业，而在财务方面，中小企业板在二季度内虽然较一季度出现上升，但同比出现下降，财务费用要好于非金融企业，而二季度的财务费用上升也反映出中小企业的财务压力的提升。此外，从所得税数据看，同样出现较快增长，且明显快于营业收入的增速，企业在税收方面的压力依然较大。

从 2011 年季度数据看，全部 A 股营业收入增速在剔除金融后出现回落，从今年二季度与去年二季度相比看，在剔除金融股后环比出现上升，表明今年二季度整体上的企业盈利状况要好于去年，表现在营业收入的环比增长较快，但是由于成本的上升幅度较大，导致净利润增速出现回落，但中小企业板表现相对较好，净利润保持相对较高增速。

上市公司二季度整体上营业收入保持较高增速外，同时保持了较高的毛利率水平，整体上毛利率虽有所下滑，但幅度较小，中小企业板净利率较一季度还略有上升。上市公司整体以及中小板的资产负债率均出现上升，中小板企业资产负债率目前为 50.72%，仍然处于较低水平。

表 3、全部 A 股与中小板利润表构成

指标	全部 A 股（非 ST）			全部 A 股（非 ST）、剔除金融			中小企业板		
	2011 年一 季度同比%	2011 年第二季度		2011 年一 季度同比%	2011 年第二季度		2011 年一 季度同比%	2011 年第二季度	
		同比%	环比%		同比%	环比%		同比%	环比%
营业收入	29.07	25.71	12.09	29.79	25.56	15.67	29.34	27.48	17.4
营业成本	31.12	27.23	16.65	31.10	27.20	16.63	31.19	31.36	18.16
销售费用	19.49	15.38	9.39	19.51	15.27	9.29	26.41	22.46	15.86
管理费用	22.46	20.87	9.83	24.19	21.82	9.24	30.91	32.68	12.12
财务费用	16.44	10.13	11.86	16.57	10.17	10.74	-0.43	-3.56	11.90
公允价值变动值	88.33	-133.8	-85.69	-42.31	1028.27	-27.43	7.73	-205.62	180.29
投资净收益	23.29	74.74	31.87	31.89	50.94	41.63	63.12	76.45	14.17
利润总额	26.73	24.26	7.89	23.89	17.43	15.05	23.22	20.68	19.70
所得税	34.36	32.05	6.33	35.78	30.68	14.19	33.75	29.11	14.75
净利润	24.69	22.23	8.34	20.93	15.88	15.29	20.98	18.95	20.87

数据来源：WIND，东北证券

表 4、全部 A 股与中小板综合指标

	全部 A 股(非 ST)				中小企板			
指标 (%)	2010 年第 二季度	2010 年第 四季度	2011 年 一季度	2011 年第 二季度	2010 年第 二季度	2010 年第 四季度	2011 年 一季度	2011 年第 二季度
销售毛利率	19.72	20.31	19.45	18.77	23.34	23.67	22.68	22.21
销售净利率	9.73	8.63	9.93	9.42	9	8.83	8.29	8.35
所得税/利润总额	20.72	20.99	22.34	22.02	17.06	16.02	19.04	18.26
经营活动净收益/利润总额	87.32	75.57	85.61	84.42	93.49	85.74	90.95	90.58
经营活动产生的现金流量净额/营业收入	14.17	3.48	13.31	6.83	3.41	34.52	-24.98	15.37
资产负债率	86.63	85.68	85.83	86.05	53.34	51.64	50.38	50.72

数据来源：WIND，东北证券

3.2、非主营业务对业绩影响

从上市公司的非内生性增长因素看，资产减值损失在二季度出现显著增加，较一季度上升幅度超过 110%，但与去年同期相比差距不大，二季度资产减值损失的快速上升与存货价值变动、坏账准备增加等因素有关，而由于二季度商品期货价格整体上维持在高位，上市公司整体由存货价值变动而导致的减值损失或将在三季度得到更为明显的表现。此外，从制造业以及全部 A 股整体情况看，二季度投资净收益出现较为明显的增长，同比增速超过 40%，且整体规模占营业利润的比重也超过 10%，投资收益对上市公司业绩贡献度有所提升。

表 5、非营业收入对营业利润影响

	全部 A 股（非 ST）剔除金融、石油、石化				制造业（非 ST）			
时期	2010 年第 二季度	2010 年第 四季度	2011 年 一季度	2011 年第 二季度	2010 年第 二季度	2010 年第 四季度	2011 年 一季度	2011 年第 二季度
资产减值损失	131.53	265.55	61.40	131.34	86.15	186.59	39.74	90.16
公允价值变动净收益	-3.02	24.85	12.88	4.24	3.35	6.47	2.52	3.48
投资净收益	234.17	388.67	228.17	331.50	109.04	201.40	129.52	168.98
汇兑净收益	-0.07	1.26	0.59	0.76	-0.08	1.26	0.59	0.75
营业收入	28256.93	33757.76	29757.9	34882.35	15344.67	16626.07	16809.4	18985.57
营业利润	2255.91	2343.53	2273.87	2788.57	1088.78	997.15	1229.62	1438.88
归属母公司股东净利润	1728.04	1889.49	1685.99	2053.37	866.18	876.26	948.63	1119.66

数据来源：WIND，东北证券

四、 各行业整体经营指标特征

4.1、行业经营能力比较

从今年上半年经营指标看，营业收入增幅居前的行业主要有有色金属、农林牧渔、商业贸易、家电、采掘等，而归属母公司净利润中，二季度同比以及环比增速较快的行业包括有色金属、轻工制造、农林牧渔、信息服务、家电、信息设备等，黑色金属与交通运输出现同比下降，采掘、交运设备、商业贸易、食品饮料、纺织服装行业二季度环比下降，表明业绩持续高增长动力不足。

从盈利能力角度看，有色、轻工制造、信息服务、餐饮旅游、家电、公用事业、机械等行业毛利率有所提升，食品饮料、房地产仍维持了较高的毛利率，二季度分别达到 42.8%与 39.9%，采掘毛利也超过 30%。在净利率方面，有色金属、轻工制造、信息服务、公用事业、信息设备、电子元器件等行业均出现不同幅度的提升，行业营收能力表现较为突出。

表 6、2011 年一、二季度分行业整体经营指标

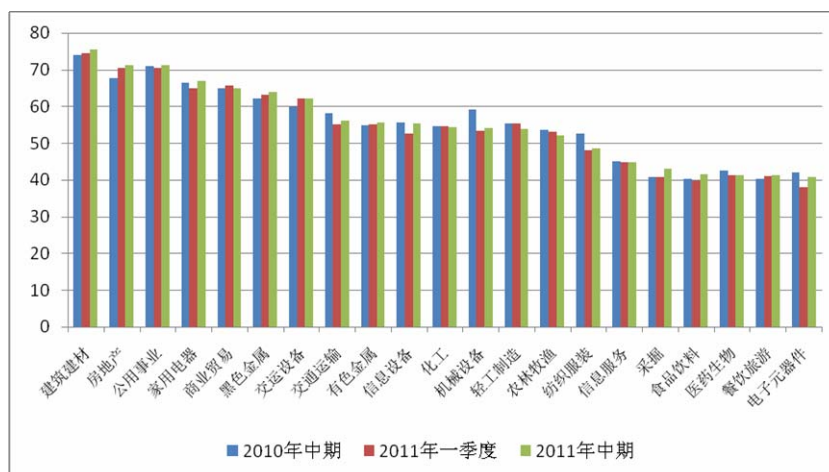
	营业收入同比%		归属母公司净利润%		销售毛利率%		销售净利率%		净资产收益率%	
板块名称	2011 第一季度	2011 第二季度	2011 第二季度	二季度环比	2011 第一季度	2011 第二季度	2011 第一季度	2011 第二季度	2011 第一季度	2011 第二季度
有色金属	29.23	34.87	128.06	61.55	12.06	12.96	4.59	5.7	2.72	4.26
轻工制造	25.66	21.95	75.66	39.51	17.98	18.41	5.94	8.13	2.32	3.18
纺织服装	30	17.17	55.12	-5.55	23.61	21.12	7.84	6.98	2.55	2.44
食品饮料	27.87	22.91	42.11	-8.09	43.28	42.83	14.53	13.76	6.62	5.99
农林牧渔	27.27	40.63	41.23	54.71	14.6	11.98	3.58	4.16	1.59	2.4
信息服务	20.12	21.99	36.97	80.57	29.48	32.16	3.48	5.71	1.2	2.16
建筑建材	25.47	22.63	33.97	61.79	12.27	12.95	3.14	3.66	2.65	4.14
商业贸易	25.21	28.43	32.58	-7.62	12.67	11.74	3.08	2.62	4.08	3.63
金融服务	25.57	26.54	32.33	0.86	20.95	18.66	31.12	33.27	5.39	5.4
房地产	-2.99	18.33	29.87	47.11	39.54	39.99	14.48	14.99	2.2	3.18
餐饮旅游	31.91	25.91	28.46	174.64	36.07	39.22	5.24	10.95	1.24	3.24
家用电器	38.92	25.86	28.18	44.58	17.51	18.81	3.11	3.95	3.51	5
公用事业	22.61	24.04	22.91	141.12	13.25	16.08	2.76	6.15	0.94	2.25
医药生物	21.05	20.92	21.16	4.2	27.13	26.87	8.85	8.85	3.48	3.4
机械设备	37.73	19.5	20.54	24.27	21.88	22.35	8.69	9.09	3.11	3.77
信息设备	11.35	11.96	19.05	83.57	18.64	19.53	2.85	4.32	1.48	2.61
化工	34.63	30.43	15.83	0.16	17.26	16.19	3.98	3.62	3.85	3.73
交运设备	37.62	11.74	10.74	-0.65	17.19	16.92	5.4	5.18	4.15	3.92
电子元器件	25.37	21.73	10.64	71.14	19.99	20.43	5.51	7.91	1.09	1.88
采掘	39.94	37.03	0.84	-10.03	32.27	30.06	9.83	7.81	4.15	3.74
黑色金属	22.49	18.34	-28.58	4.35	8.18	7.6	2.16	1.99	1.69	1.75
交通运输	24.5	18.24	-29.18	-4.15	22.23	19.7	9.72	8.4	2.54	2.42

数据来源：WIND，东北证券

从中期报告看，部分行业在营收能力提升的同时，资产负债率也有所上升，但幅度相对较小，如建筑建材、房地产、黑色金属、采掘等行业资产负债率较去年同期均出现提升，而机械设备、纺织服装、交通运输、电子元器件等行业资产负债率有所下降，在信贷成本不断上升的时期，企业杠杆化扩张性经营意愿下降，反而降低经营杠杆的动机相对更强一些。

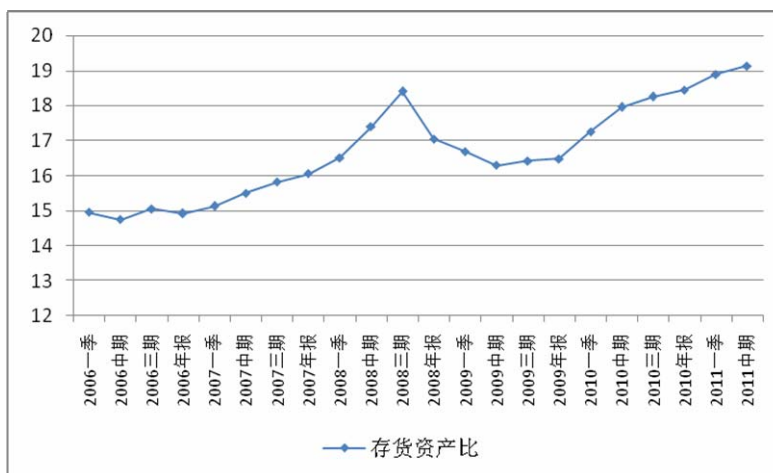
此外，全部 A 股（非 ST）在剔除金融板块以及中国石油、中国石化后的存货与资产比出现快速上升，这一比值在中期报告中已经超过 19.0%，并创出近年来新高，表明当前的存货压力有所提升。从存货与营业收入比看，存在一定的季节性变动规律，今年中期的存货与营业收入比同样出现季节性回落，但是明显高于去年同期的这一比值，从需求角度看，当前的存货压力同去年同期相比也依然较大。在存货中，房地产行业占比较高，房地产存货同比增速仍然维持在 40% 左右的高位，环比仍然是逐季正增长，房地产行业存货压力较大，但主动去库存的动机并不明显。

图 15、资产负债率变动



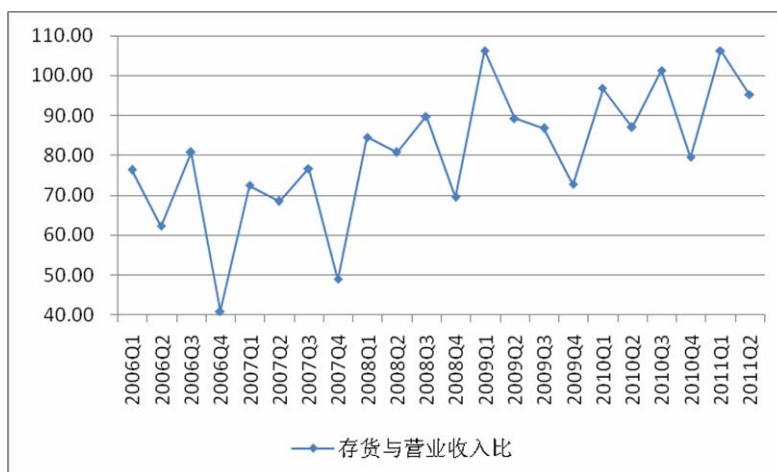
数据来源：WIND，东北证券

图 16、全部 A 股（非 ST）剔除金融、中石化、中石油后上市公司存货资产比



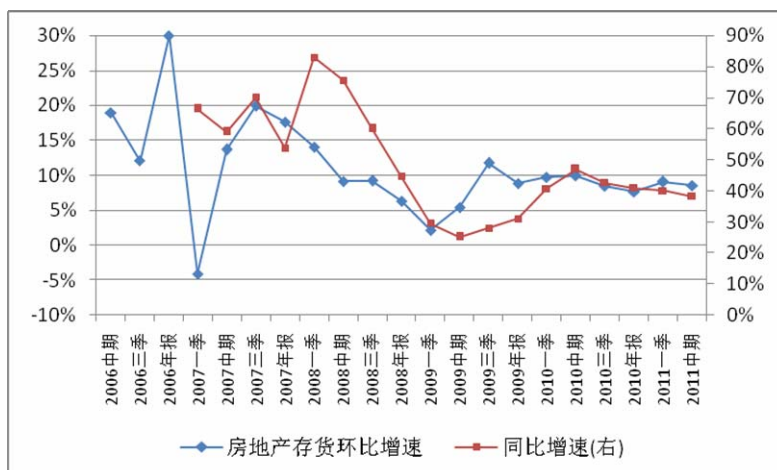
数据来源：WIND，东北证券

图 17、存货与营业收入比(%)



数据来源：WIND，东北证券

图 18、房地产存货环比增速平稳，存货压力较大



数据来源：WIND，东北证券

4.2、行业毛利率变化趋势：上游毛利下行、中游制造业毛利改善

在今年二季度中，有色等上游大宗商品价格整体呈现高位回落态势，但国内物价上升仍然较为明显。从今年一季度与二季度相关经营指标看，受物价以及劳动力成本上升等因素影响，不同行业毛利率出现不同方向的变化。采掘、黑色金属、化工、农林牧渔等行业毛利率的回落，主要是受到原材料成本或者行业运行成本的上升，如石油、铁矿石等大宗商品价格以及劳动力成本的上升，而产品价格在本成本转移能力方面相对较弱，导致行业毛利率的下滑。

由于下游消费品等价格具有一定刚性特征，即在价格上涨之后很难再出现回落，如白酒、服装等消费品。因此，在物价高位运行时，终端消费类行业收益能力相对较强，而在原材料价格回落过程中，中游制造业营收能力也将逐步得到改善，净资产收益率以及销售毛利率都得到同步提升，如电子元器件、信息设备、机械设备、家电等行业，同时面临原材料价格回落带来的成本控制以及国内物价上涨的推动，导致行业整体毛利率、净利率以及净资产收益率等指标均出现好转。在下游消费、服务类行业中，纺织服装行业

产品价格虽然上涨比较明显，但同时毛利率仍然受存货高企以及原材料价格下跌导致的资产减值损失的影响而出现下滑，此外，食品饮料、餐饮旅游、信息服务、医药生物等行业毛利率均保持高位或有提高。

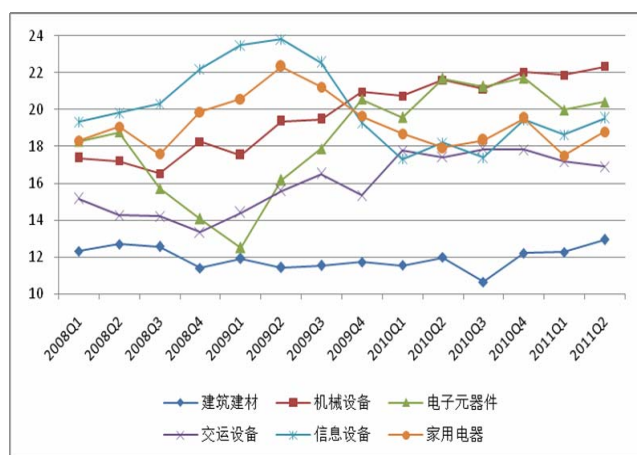
从物价与行业毛利之间的相互作用角度看，在物价上涨的前期尤其是大宗商品原材料价格的上涨首先推升上游行业的毛利率水平，下游毛利率保持相对稳定，在物价普遍上涨后，整体毛利率均得到提升，在物价回落过程中，原材料价格回落导致上游毛利率下行，以及中游毛利率的企稳上升，而下游在物价刚性作用下仍能保持较高毛利率。

图 19、上游采掘、化工等行业季度毛利率下滑



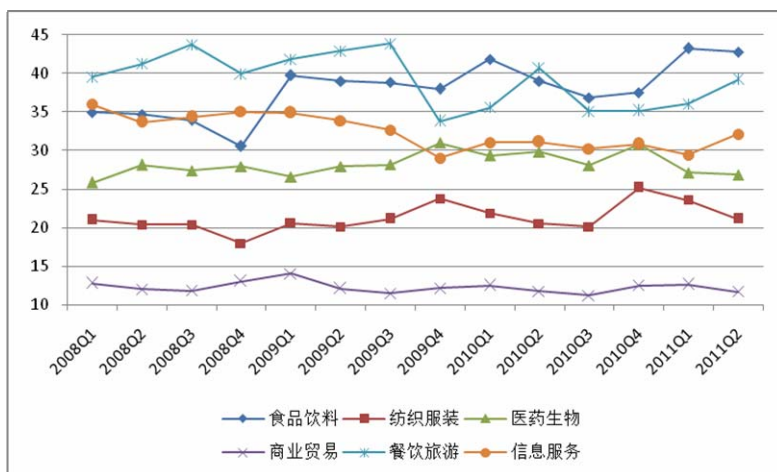
数据来源：WIND，东北证券

图 20、中游制造业除交运设备外毛利率均出现上升



数据来源：WIND，东北证券

图 21、下游消费、服务中除纺织服装外毛利率稳中有升



数据来源：WIND，东北证券

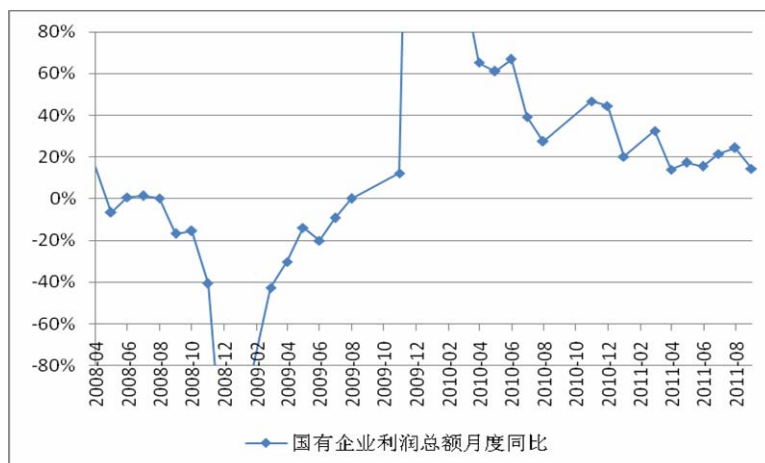
五、 三季度业绩前瞻

5.1、预计上市公司第三季度业绩同比增速小幅回落

从工业企业利润以及国有企业利润变化看，国有企业利润7月与8月同比增速分别为24.31%与14.43%，增速整体上呈现回落态势，但7月增速要高于一季度三个月水平，8月回落较为明显，工业企业利润前七

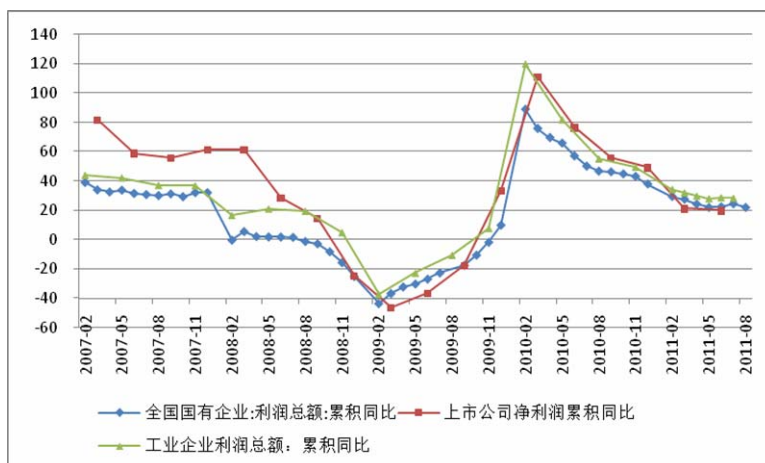
月累积同比 28.28%，低于前 6 月 28.65% 的累积增速，表明工业企业利润 7 月同比增速有所回落。从国有企业利润增速角度出发，由于基数原因，即使假设 9 月环比增速降幅为 7、8 月累积值，在同比数据上仍保持较高增速，且高于 8 月增速，由此可见，三季度国有企业利润增速同比虽有回落但幅度有限。而从上市公司角度看，我们预测全部 A 股非 ST 在剔除金融服务、中国石油、中国石化后，同比增速将由二季度的 18.5% 回落至 16%-18% 之间，同比增速回落幅度有限，但环比增速将出现下滑，预计下滑幅度不超过 9.25%。

图 22、国有企业利润总额月度增速



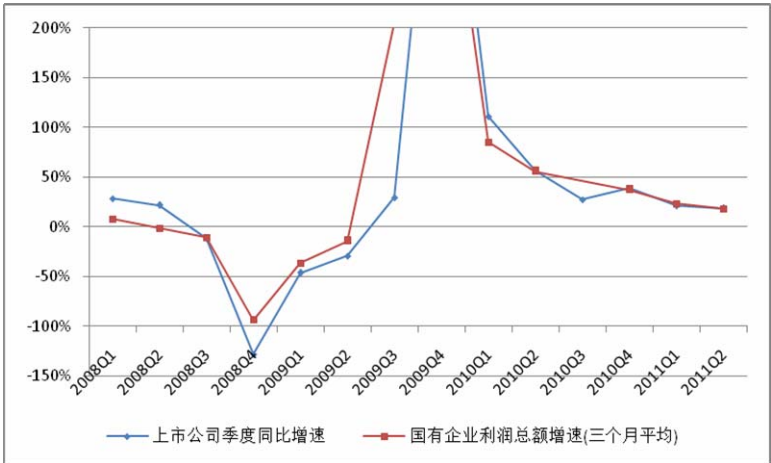
数据来源：WIND，东北证券

图 23、国有企业、工业企业与上市公司利润累计同比增速



数据来源：WIND，东北证券

图 24、上市公司季度同比增速回落幅度有限



数据来源：WIND，东北证券

表 7、上市公司三季度业绩增速预测

时间	上市公司季度同比增速 (全部 A 股非 ST 剔除金融、中国石油、中国石化)	归属母公司 股东净利润(亿)	归属母公司 净利润季度 环比增速	国有企业利润 总额增速(三个 月平均)	金融服务行 业净利润 (亿)	金融服务 行业净利 润增速
2008Q1	28.4%			7.8%		
2008Q2	21.7%			-1.4%		
2008Q3	-11.9%			-10.6%		
2008Q4	-128.2%			-93.7%		
2009Q1	-46.5%			-36.4%		
2009Q2	-29.2%			-14.4%		
2009Q3	29.5%			#N/A		
2009Q4	504.7%			425.5%		
2010Q1	110.9%			85.4%		
2010Q2	56.9%	1728.0	24.2%	55.8%	1925.2	23.3%
2010Q3	27.2%	1606.4	-5.1%	#N/A	2008.1	27.9%
2010Q4	38.5%	1889.5	17.6%	37.1%	1847.9	27.3%
2011Q1	21.1%	1686.0	-12.5%	23.2%	2525.9	28.6%
2011Q2	18.5%	2053.4	21.8%	18.2%	2547.5	32.3%
预测 2011Q3	16%-18%	>1863.4	>-9.25%	18.10%-18.51%	2548	26.9%

数据来源：WIND，东北证券

5.2、上市公司业绩预警信息

截至 9.21 日，两市已有 811 家上市公司公布业绩预警信息，剔除 ST 类个股后，共有 758 家。其中，预增、续盈、略增与扭亏合计占比超过 80%。

表 8、上市公司业绩预警信息汇总

预告类型	预增	续盈	略增	扭亏	首亏	略减	预减	续亏	不确定
家数	193	119	277	16	18	57	38	33	7
占比	25%	16%	37%	2%	2%	8%	5%	4%	1%

数据来源：WIND，东北证券

从行业角度看，餐饮旅游、黑色金属、商业贸易、农林牧渔等板块虽然业绩预告增速较高，但所披露预警信息的上市公司家数占比较小，难有较强代表性。纺织服装、建筑建材、家用电器、有色金属、机械设备电子元器件等行业三季报预警增速超过 30% 的上市公司占比超过 50%，且已披露此信息的公司占行业在 40% 以上，具有一定的代表性。交运设备、化工、医药生物等行业多家上市公司预计增速回落超过 20%。此外，金融服务、采掘等行业披露预警信息公司较少，业绩增长并不确定。

表 9、业绩预告行业及幅度划分

行业	<-20%	-20%-0%	0-30%	>30%	合计	增幅大于 30% 占比	预警家数占板块比例
餐饮旅游				7	7	100%	24%
黑色金属				2	2	100%	6%
纺织服装	3		2	28	33	85%	42%
商业贸易	1		2	14	17	82%	18%
农林牧渔	3		1	16	20	80%	30%
建筑建材	5	2	4	32	43	74%	40%
信息服务	8		3	27	38	71%	30%
交通运输			3	7	10	70%	12%
家用电器	2	2	2	13	19	68%	46%
信息设备	4		4	17	25	68%	29%
有色金属	7		3	21	31	68%	42%
食品饮料	2		4	12	18	67%	29%
机械设备	21	5	18	80	124	65%	41%
化工	17		17	55	89	62%	36%
医药生物	10	1	9	27	47	57%	26%
公用事业	4		1	6	11	55%	13%
电子元器件	18		6	28	52	54%	46%
房地产	11		1	14	26	54%	19%
轻工制造	9		11	19	39	49%	49%
交运设备	9	1	6	14	30	47%	27%

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。