

# 2011 年三季报回顾与全年盈利预测

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2011 年 11 月 03 日

## 联系人

谢晓冬

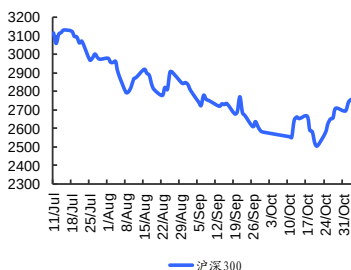
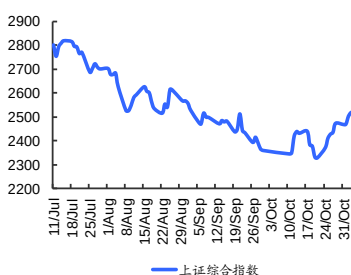
SAC NO: S1150110080003

022-28451849

actionfish@live.cn

## 投资要点：

- 2011 年 1-3 季度 A 股全部上市公司共实现营业收入 160174.3 亿元和净利润 15788.1 亿元，累计同比增速分别为 27%和 20.6%，增速分别下滑 0.3 和 3.6 个百分点。单季度方面，营业收入 3 季度单季 55824.8 亿元，环比增加 0.4 个百分点；净利润 3 季度单季 5174.4 亿元，环比下降 6.6 个百分点。从可比样本（剔除金融石化）的角度看，同样是净利润下降明显。从三大板块情况看，代表中小企业的创业板和中小板的业绩下滑更加明显。
- 具体行业层面看，除金融服务外，目前上市公司中有色金属、建筑建材、商业贸易、农林牧渔、餐饮旅游运行较好；而公用事业、信息设备和电子业绩表现较差。
- 在半年报的点评中我们当时给出了“在毛利率下行的情况下，依靠压缩费用来确保净利率是难以为继的”的观点，从三季报中看到，由于费用压缩空间不再，在经济继续下行的背景下，上市公司毛利率和净利率已转变为双双下滑的情形。
- 在行业研究员的业绩一致预期方面，与三个月前相比，在 23 个申万一级行业中仅有金融服务、化工、食品饮料和纺织服装 4 个行业上调业绩预期，其余 19 个行业均遭到业绩下调，其中下调幅度最大的是电子、黑色金属、交通运输和轻工制造。在全球经济复苏缓慢，国内经济难以独善其身的情况下，我们认为上市公司业绩下滑的态势很有可能得到进一步延续，在经济指标没有得到好转，以及政策没有放松迹象之前，为避免遭遇戴维斯双杀，投资者仍要对创业板中小板估值仍相对较高的中小市值股票的风险给予充分考虑。



## 相关研究报告

《2011 年半年报回顾与三季报展望》

## 1. 半年报业绩回顾

### 1.1 市场整体情况

#### 1.1.1 营业收入和净利润

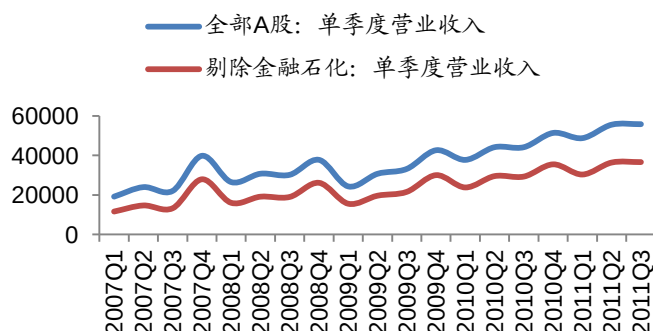
- 目前 A 股共有 2282 家上市公司, 2011 年 1-3 季度共实现营业收入 160174.3 亿元和净利润 15788.1 亿元, 累计同比增速分别为 27% 和 20.6%, 增速分别下滑 0.3 和 3.6 个百分点。单季度方面, 营业收入 3 季度单季 55824.8 亿元, 环比增加 0.4 个百分点; 但净利润 3 季度单季 5174.4 亿元, 环比下降 6.6 个百分点。

表 1: 三大板块营业收入和净利润情况

| 营业收入        | 全部 A 股   | 剔除金融石化   | 净利润         | 全部 A 股  | 剔除金融石化 |
|-------------|----------|----------|-------------|---------|--------|
| 1-3 季度 (亿元) | 160174.3 | 103288.3 | 1-3 季度 (亿元) | 15788.1 | 6398.2 |
| 累计同比        | 27.0%    | 25.2%    | 累计同比        | 20.6%   | 17.9%  |
| 增速          | -0.3%    | -0.1%    | 增速          | -3.6%   | -4.0%  |
| 单季 (亿元)     | 55824.8  | 36600.5  | 单季 (亿元)     | 5174.4  | 2093.2 |
| 环比          | 0.4%     | 0.6%     | 环比          | -6.6%   | -13.1% |

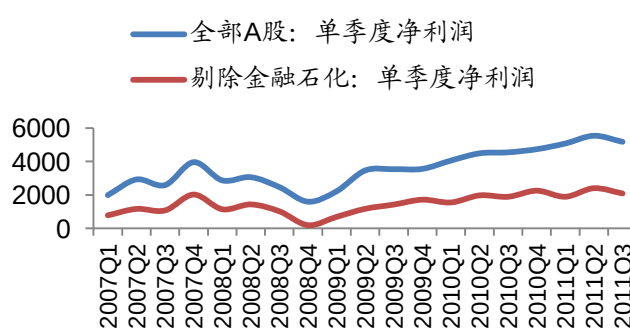
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 1: A 股上市公司单季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

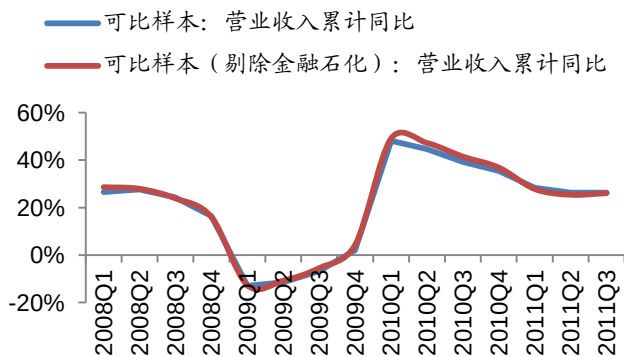
图 2: A 股上市公司单季度净利润 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

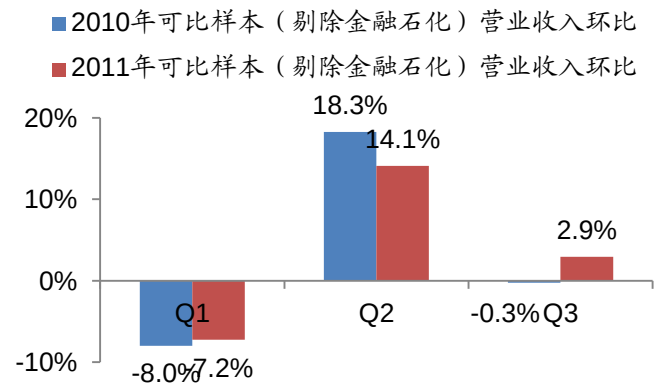
- 从可比样本 (剔除金融石化) 的角度看, 净利润下降明显。(1) 可比样本 (剔除金融石化) 营业收入 1-3 季度累计同比增加为 26.0%, 较 1-2 季度增速上升 0.7 个百分点; 环比上升 2.9%, 较去年同期上升 3.2 个百分点。(2) 可比样本 (剔除金融石化) 净利润 1-3 季度累计同比为 20.7%, 增速回落 5.5 个百分点; 环比下降 14.4%, 较去年同期回落 14.8 个百分点。

图 3: 可比样本营业收入累计同比



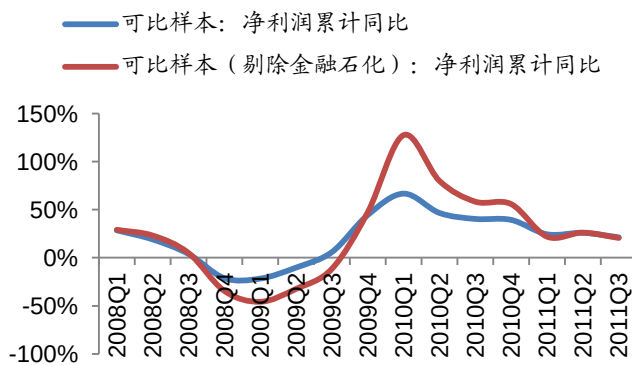
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 4: 可比样本营业收入环比



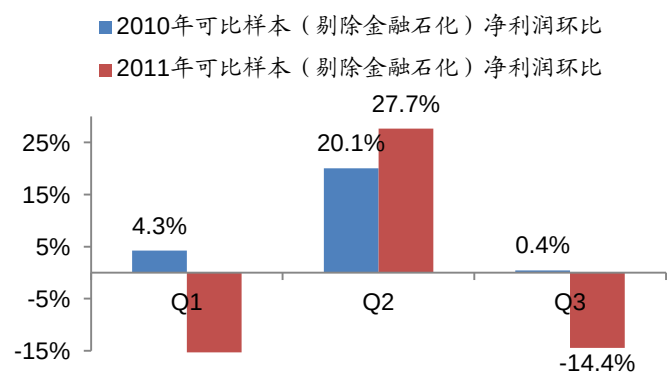
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 5: 可比样本净利润累计同比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

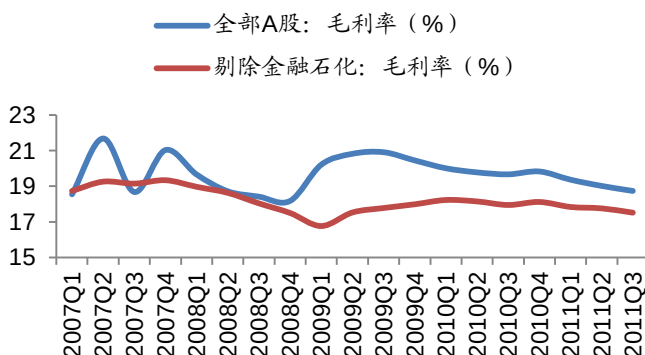
图 6: 可比样本净利润环比



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

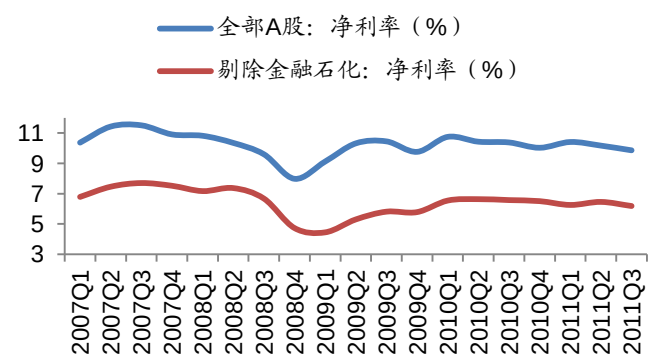
## 1.1.2 盈利能力

图 7: A 股上市公司上半年毛利率



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 8: A 股上市公司单季度净利率



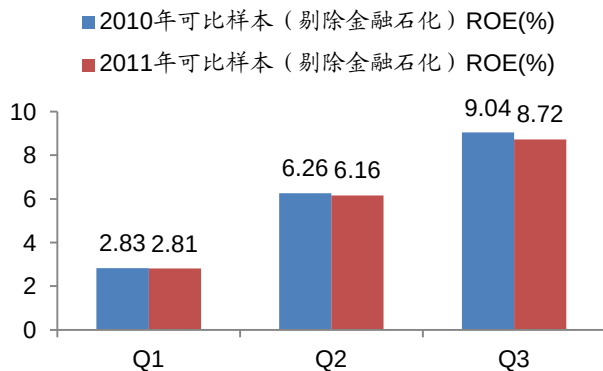
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

盈利能力方面体现为毛利率和净利率双双下降，且净利率回落更大。（1）2011 年 1-3 季度上市公司（剔除金融石化）毛利率为 17.52%，较 1-2 季度下降 0.24

个百分点；(2) 2011 年 1-3 季度上市公司（剔除金融石化）净利率为 6.19%，较 1-2 季度下降 0.27 个百分点。

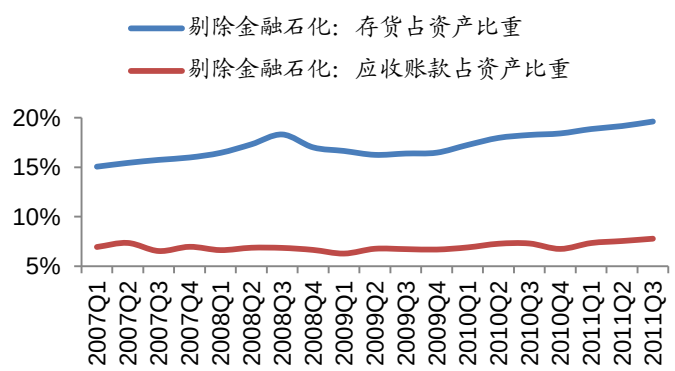
### 1.1.3 经营质量

图 9：A 股上市公司 ROE



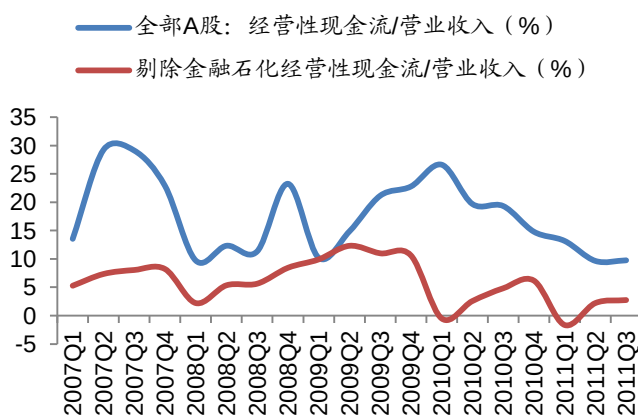
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 10：A 股上市公司存货和应收账款水平



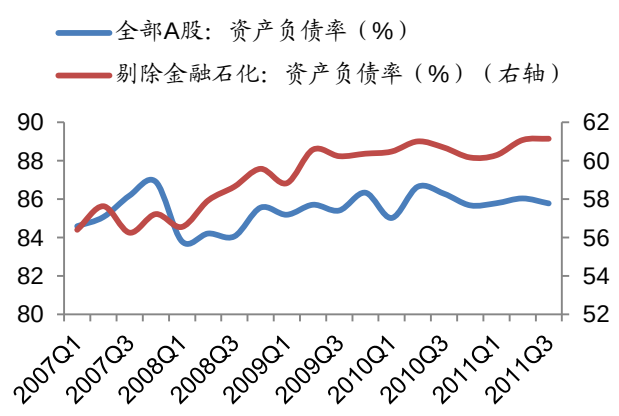
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 11：经营性现金流水平



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

图 12：资产负债率水平



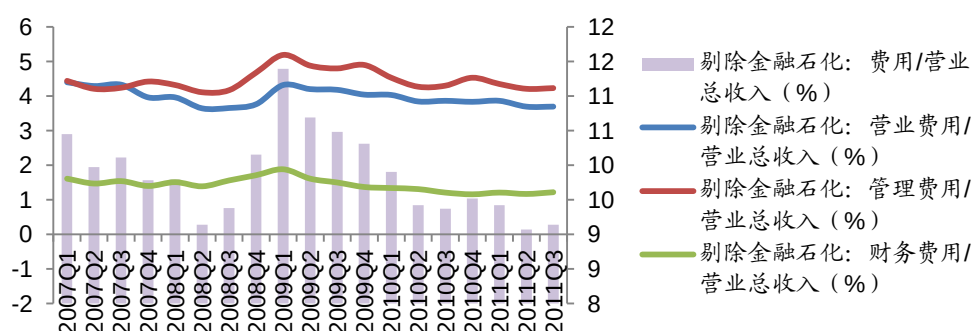
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

- 上市公司（剔除金融石化）ROE 较去年同期下降。2011 年 1-3 季度上市公司（剔除金融石化）ROE 为 8.72%，较去年同期下降 0.32 个百分点，延续了前两个季度相比去年同期的滑落态势。
- 上市公司（剔除金融石化）存货比重和应收账款比重提升。(1) 2011 年 1-3 季度上市公司（剔除金融石化）存货占资产比重比例为 19.6%，较 1-2 季度上升 0.4 个百分点。(2) 2011 年 1-3 季度上市公司（剔除金融石化）应收账款占资产比重比例为 7.8%，较 1-2 季度上升 0.3 个百分点。
- 上市公司（剔除金融石化）经营性现金流水平持平。2011 年 1-3 季度上市公

司（剔除金融石化）经营性现金流占营业收入比重为 2.73%，较 1-2 季度上升 0.53 个百分点。

- 上市公司（剔除金融石化）资产负债率持平。2011 年 1-3 季度上市公司（剔除金融石化）资产负债率比重为 61.15%，较 1-2 季度上升 0.07 个百分点。
- 上市公司（剔除金融石化）费用水平略有上升。2011 年 1-3 季度上市公司（剔除金融石化）三大费用（营业费用、管理费用、财务费用）占营业收入比重为 9.14%，较上个季度略有上升。

图 13: A 股上市公司费用水平



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

## 1.2 三大板块细分情况

### 1.2.1 营业收入和净利润

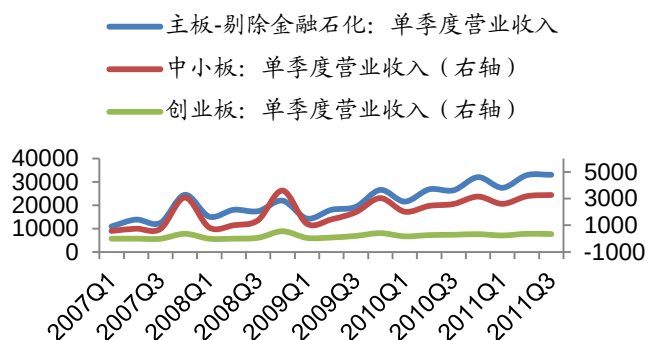
从主板（剔除金融石化）、中小板、创业板的数据看，（1）营业收入方面，仅有主板保持累计同比增速和环比同为正，而创业板则为双降；（2）净利润方面，三大板块累计同比增速和环比均为负，同样是创业板下降幅度最大。

表 2: 三大板块营业收入和净利润情况

| 营业收入       | 主板<br>剔除金融石化 | 中小板    | 创业板   | 净利润        | 主板<br>剔除金融石化 | 中小板   | 创业板    |
|------------|--------------|--------|-------|------------|--------------|-------|--------|
| 1-3 季度(亿元) | 93372.3      | 9046.0 | 949.5 | 1-3 季度(亿元) | 5519.8       | 762.8 | 145.3  |
| 累计同比       | 24.9%        | 28.4%  | 29.7% | 累计同比       | 18.3%        | 15.4% | 17.4%  |
| 增速         | 0.1%         | -1.3%  | -7.9% | 增速         | -3.6%        | -5.5% | -10.9% |
| 单季(亿元)     | 33018.1      | 3267.2 | 343.5 | 单季(亿元)     | 1797.6       | 256.0 | 49.8   |
| 环比         | 0.4%         | 2.9%   | -5.8% | 环比         | -13.6%       | -8.2% | -15.9% |

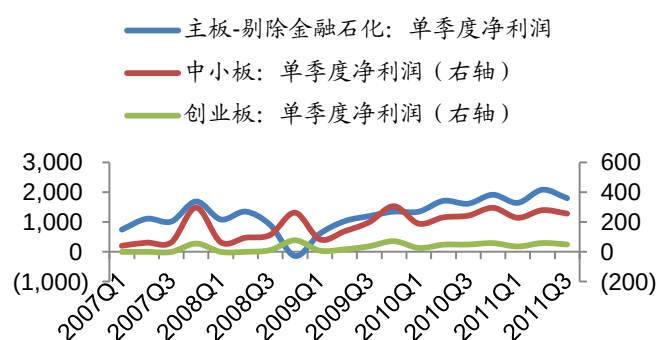
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 14: 三大板块单季度营业收入情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 15: 三大板块单季度净利润情况

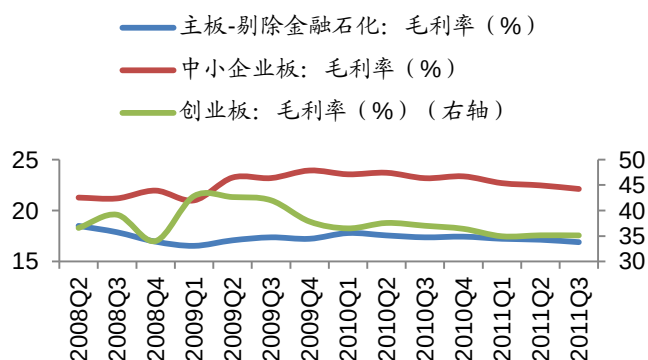


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

## 1.2.2 盈利能力

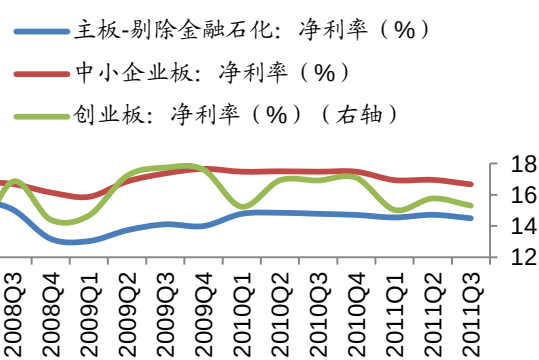
盈利能力方面, 三大板块均表现为毛利率和净利率下降, 其中创业板净利率下降最为明显。主板 (剔除金融石化)、中小板和创业板 2011 年 1-3 季度的毛利率分别为 16.90%、22.12%和 35.11%, 较一季度 (17.14%、22.47%和 35.13%) 下降 0.24、0.35、0.02 个百分点; 三大板块 2011 年 1-3 季度的净利率分别为 5.91%、8.43%和 15.31%, 较一季度 (6.17%、8.77%和 15.77%) 下降 0.26、0.34、0.46 个百分点。

图 16: 三大板块毛利率情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

图 17: 三大板块净利率情况



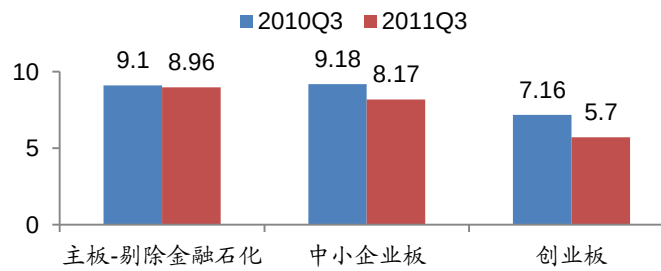
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

## 1.2.3 ROE

从 ROE 水平看, 三大板块均在 3 季度同比均有所下降, 其中主板 (剔除金融石化)、中小板和创业板分别下降 0.14、1.01 和 1.46 个百分点, 同样是创业板的下滑幅度最明显。



图 18: 三大板块单季度 ROE 情况

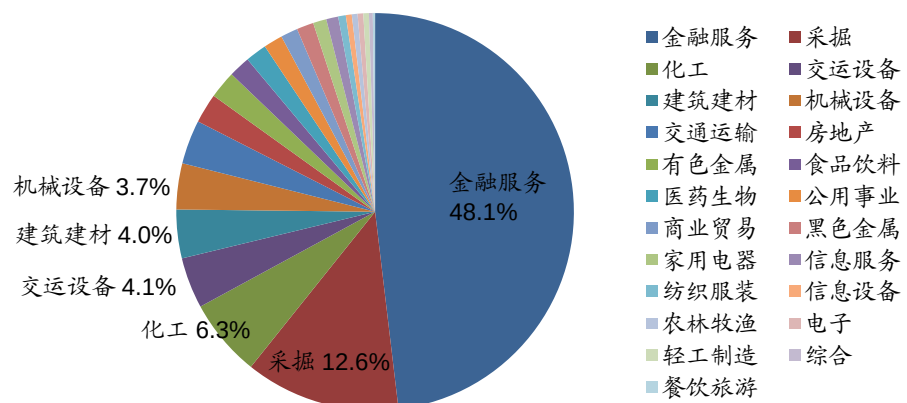


资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

## 1.3 行业细分情况

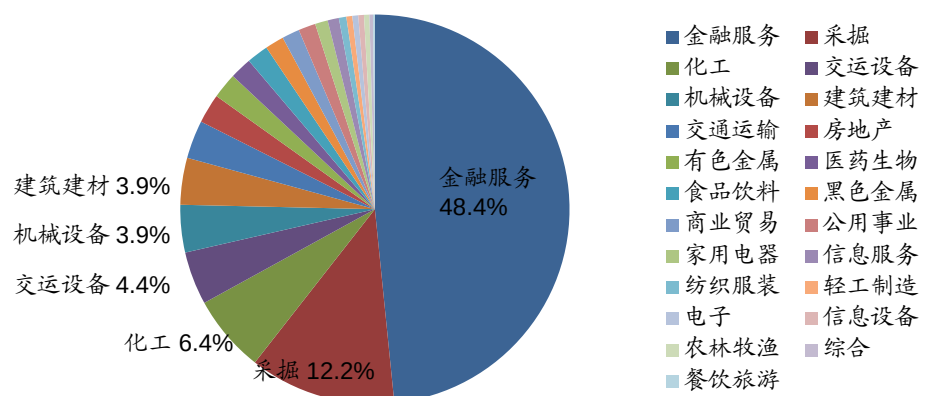
### 1.3.1 净利润

图 19: 2011 年 1-3 季度净利润分布 (全部 23 个行业)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

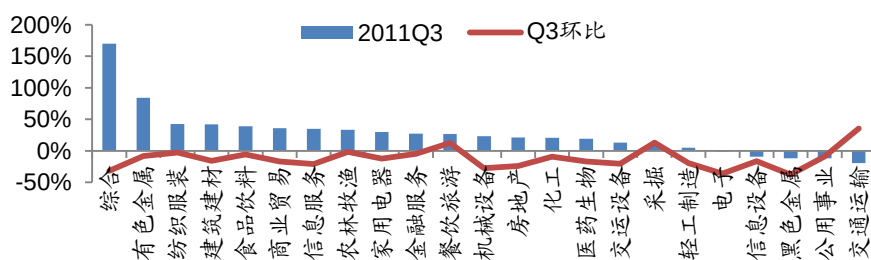
图 20: 2011 年 1-2 季度净利润分布 (全部 23 个行业)



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

- 行业分布上, 2011 年 1-3 季度净利润行业集中度相比 1-2 季度继续回落。1-3 季度净利润行业集中度前六位的行业是, 金融服务 48.1%, 采掘 12.6%, 化工 6.3%, 交运设备 4.1%, 建筑建材 4.0%, 机械设备 3.7%。1-2 季度排名靠前的金融服务、化工、交运设备、机械设备分别滑落 0.3、0.1、0.3、0.2 个百分点; 而采掘、建筑建材分别提升 0.4、0.1 个百分点。
- 3 季度仅有交通运输、采掘、餐饮旅游环比上升。按照可比样本的统计, (1) 2011 年 1-3 季度累计同比排名靠前的行业是综合 (169.8%)、有色金属 (84.1%) 和纺织服装 (42.4%); (2) 增速方面, 较 1-2 季度有所上升的行业是有色金属 (9.7 个百分点)、餐饮旅游 (8.8 个百分点)、房地产 (8.1 个百分点)、黑色金属 (8.1 个百分点) 和建筑建材 (7.5 个百分点); (3) 环比方面, 3 季度除交通运输 (35.5%)、采掘 (13.2%) 和餐饮旅游 (12.3%) 环比上升以外, 其他均有不同程度下滑, 下滑幅度最大的是黑色金属 (-38.0%)、电子 (-36.4%) 和综合 (-31.5%)。

图 21: 23 个行业单 1-3 季度净利润同比, 单季度环比情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 3: 23 个行业累计利润同比, 单季度环比情况

|      | 2010Q3 | 2010Q4 | 2011Q1 | 2011Q2 | 2011Q3 | 增速    | Q3 环比  |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 有色金属 | 176.7% | 152.8% | 28.0%  | 74.4%  | 84.1%  | 9.7%  | -8.5%  |
| 餐饮旅游 | 35.9%  | 22.7%  | 10.0%  | 17.7%  | 26.5%  | 8.8%  | 12.3%  |
| 房地产  | 17.0%  | 29.5%  | -6.5%  | 13.2%  | 21.3%  | 8.1%  | -23.9% |
| 黑色金属 | 502.5% | 190.0% | -10.6% | -19.8% | -11.8% | 8.1%  | -38.0% |
| 建筑建材 | 23.6%  | 31.4%  | 41.5%  | 34.3%  | 41.9%  | 7.5%  | -15.8% |
| 商业贸易 | 41.0%  | 35.7%  | 24.6%  | 31.7%  | 35.6%  | 3.9%  | -16.9% |
| 农林牧渔 | 16.9%  | 23.6%  | 15.2%  | 32.0%  | 33.3%  | 1.3%  | -1.7%  |
| 采掘   | 30.0%  | 37.4%  | 15.8%  | 9.7%   | 10.6%  | 0.8%  | 13.2%  |
| 信息服务 | -29.8% | -3.6%  | -3.5%  | 37.0%  | 34.7%  | -2.4% | -20.9% |
| 金融服务 | 30.4%  | 29.5%  | 28.6%  | 30.5%  | 27.2%  | -3.3% | -4.8%  |
| 食品饮料 | 28.0%  | 35.1%  | 44.5%  | 43.1%  | 38.9%  | -4.2% | -5.7%  |
| 医药生物 | 29.2%  | 16.0%  | 21.7%  | 23.5%  | 18.9%  | -4.6% | -16.9% |
| 家用电器 | 41.8%  | 41.6%  | 37.6%  | 34.5%  | 29.7%  | -4.8% | -12.3% |
| 信息设备 | 47.7%  | 21.9%  | -2.5%  | -3.7%  | -9.3%  | -5.6% | -16.6% |
| 综合   | 49.4%  | 106.1% | 38.0%  | 176.2% | 169.8% | -6.4% | -31.5% |



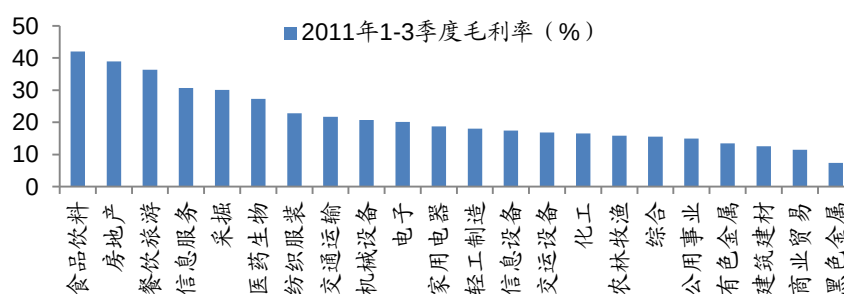
|      |          |          |        |        |        |        |        |
|------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 交通运输 | 220.9%   | 215.1%   | 4.1%   | -12.6% | -19.4% | -6.8%  | 35.5%  |
| 轻工制造 | 32.6%    | 11.0%    | 41.7%  | 14.6%  | 5.1%   | -9.6%  | -19.8% |
| 交运设备 | 114.4%   | 88.2%    | 35.5%  | 23.2%  | 13.1%  | -10.1% | -20.5% |
| 化工   | 21.8%    | 35.3%    | 41.6%  | 30.9%  | 20.8%  | -10.1% | -9.1%  |
| 机械设备 | 42.2%    | 40.5%    | 53.5%  | 37.2%  | 23.0%  | -14.2% | -27.4% |
| 纺织服装 | 6.4%     | 26.0%    | 107.6% | 58.0%  | 42.4%  | -15.6% | -2.6%  |
| 公用事业 | 14.9%    | 18.5%    | -16.8% | 5.1%   | -12.1% | -17.2% | -8.6%  |
| 电子   | -1610.6% | -7015.3% | 11.0%  | 17.5%  | -1.1%  | -18.6% | -36.4% |

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

### 1.3.2 毛利率

在非金融行业毛利率方面，2011 年 1-3 季度毛利率相对 1-2 季度而言除了交通运输（+0.75%）、有色金属（+0.60%）、家用电器（+0.44%）和公用事业（+0.24%）以外，其余行业毛利率均有所下滑。其中，下滑最多的是信息设备（-1.61%）和食品饮料（-1.57%）。

图 22：非金融行业 2011 年 1-3 季度毛利率



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

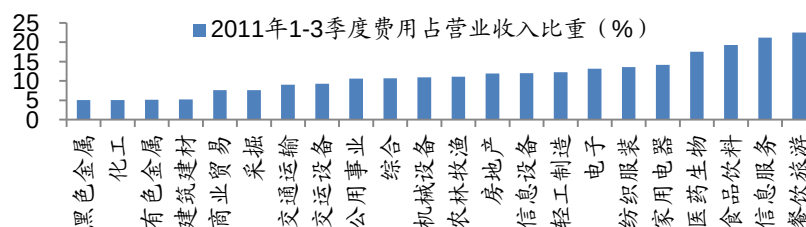
表 4：非金融行业 2011 年 1-3 季度毛利率及增幅 (%)

| 板块名称 | 2011Q2 | 2011Q3 | 毛利率增幅 | 板块名称 | 2011Q2 | 2011Q3 | 毛利率增幅 |
|------|--------|--------|-------|------|--------|--------|-------|
| 交通运输 | 20.92  | 21.67  | 0.75  | 商业贸易 | 11.77  | 11.46  | -0.31 |
| 有色金属 | 12.83  | 13.43  | 0.60  | 综合   | 15.94  | 15.55  | -0.39 |
| 家用电器 | 18.25  | 18.69  | 0.44  | 纺织服装 | 23.2   | 22.77  | -0.43 |
| 公用事业 | 14.67  | 14.91  | 0.24  | 电子   | 20.57  | 20.12  | -0.45 |
| 化工   | 16.57  | 16.52  | -0.05 | 农林牧渔 | 16.61  | 15.85  | -0.76 |
| 建筑建材 | 12.58  | 12.53  | -0.05 | 房地产  | 39.82  | 38.96  | -0.86 |
| 信息服务 | 30.87  | 30.7   | -0.17 | 采掘   | 31.09  | 30.07  | -1.02 |
| 医药生物 | 27.5   | 27.27  | -0.23 | 餐饮旅游 | 37.72  | 36.36  | -1.36 |
| 交运设备 | 17.06  | 16.8   | -0.26 | 机械设备 | 22.08  | 20.7   | -1.38 |
| 轻工制造 | 18.27  | 18.01  | -0.26 | 食品饮料 | 43.59  | 42.02  | -1.57 |
| 黑色金属 | 7.72   | 7.43   | -0.29 | 信息设备 | 19.01  | 17.4   | -1.61 |

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

### 1.3.3 费用水平

图 23: 非金融行业 2011 年 1-3 季度费用占营业收入比重



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 5: 非金融行业 2011 年 1-3 季度费用占营业收入比重降幅

| 板块名称 | 2011Q2 | 2011Q3 | 费用降幅  | 板块名称 | 2011Q2 | 2011Q3 | 费用降幅 |
|------|--------|--------|-------|------|--------|--------|------|
| 餐饮旅游 | 25.00  | 22.50  | -2.50 | 公用事业 | 10.56  | 10.60  | 0.04 |
| 食品饮料 | 19.84  | 19.24  | -0.60 | 电子   | 13.15  | 13.20  | 0.05 |
| 农林牧渔 | 11.60  | 11.06  | -0.54 | 黑色金属 | 4.93   | 5.04   | 0.11 |
| 信息设备 | 12.53  | 12.04  | -0.49 | 化工   | 4.95   | 5.08   | 0.13 |
| 纺织服装 | 13.96  | 13.55  | -0.41 | 商业贸易 | 7.48   | 7.62   | 0.14 |
| 信息服务 | 21.55  | 21.20  | -0.35 | 医药生物 | 17.41  | 17.56  | 0.15 |
| 交通运输 | 9.29   | 9.07   | -0.22 | 建筑建材 | 5.10   | 5.25   | 0.15 |
| 机械设备 | 11.03  | 10.90  | -0.13 | 轻工制造 | 12.04  | 12.22  | 0.18 |
| 有色金属 | 5.25   | 5.15   | -0.10 | 交运设备 | 9.01   | 9.29   | 0.28 |
| 采掘   | 7.72   | 7.66   | -0.06 | 房地产  | 11.59  | 11.89  | 0.30 |
| 综合   | 10.73  | 10.67  | -0.06 | 家用电器 | 13.63  | 14.14  | 0.51 |

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

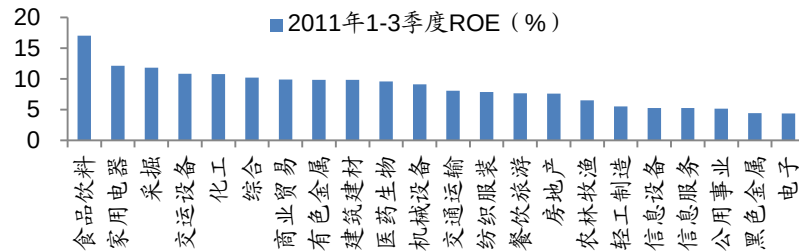
从非金融行业费用情况来看,与之前几乎所有行业费用水平下降的情景有所不同,2011 年 1-3 季度费用水平上涨和下降的行业各占一半,其中费用降幅较大的是餐饮旅游 (-2.5%)、食品饮料 (-0.60%) 和农林牧渔 (-0.54%),而费用水平上升较大的行业是家用电器 (+0.51%)、房地产 (+0.30%) 和交运设备 (+0.28%)。

### 1.3.4 ROE

在非金融行业的 ROE 水平方面,2011 年 1-3 季度 ROE 水平较高的行业是食品饮料 (17%)、家用电器 (12.1%)、采掘 (11.81%)。

相较于去年同期上升幅度最多的是综合 (+6.03%)、有色金属 (+3.26%)、纺织服装 (+1.76%)、建筑建材 (+1.49%) 和食品饮料 (+1.06%);而下降较多的是交通运输 (-4.37%) 和交运设备 (-1.92%)。

图 24: 非金融行业二季度相比一季度单季 ROE 增幅



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

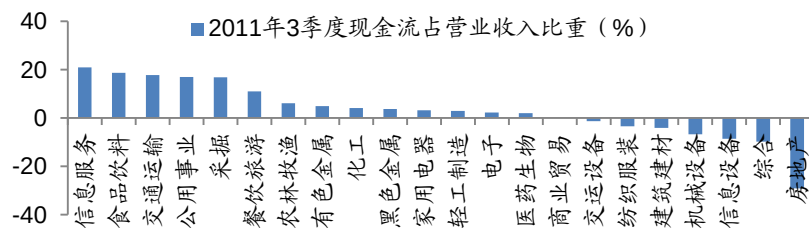
表 6: 非金融行业二季度单季 ROE 情况

| 板块名称 | 2010Q3 | 2011Q3 | 同比增加  | 板块名称 | 2010Q3 | 2011Q3 | 同比增加  |
|------|--------|--------|-------|------|--------|--------|-------|
| 综合   | 4.14   | 10.17  | 6.03  | 采掘   | 12.1   | 11.81  | -0.29 |
| 有色金属 | 6.59   | 9.85   | 3.26  | 家用电器 | 12.54  | 12.1   | -0.44 |
| 纺织服装 | 6.08   | 7.84   | 1.76  | 轻工制造 | 6.05   | 5.5    | -0.55 |
| 建筑建材 | 8.32   | 9.81   | 1.49  | 机械设备 | 10.08  | 9.09   | -0.99 |
| 食品饮料 | 15.94  | 17     | 1.06  | 黑色金属 | 5.52   | 4.42   | -1.1  |
| 商业贸易 | 9.18   | 9.9    | 0.72  | 电子   | 5.44   | 4.34   | -1.1  |
| 信息服务 | 4.55   | 5.23   | 0.68  | 医药生物 | 10.68  | 9.57   | -1.11 |
| 餐饮旅游 | 7.14   | 7.65   | 0.51  | 公用事业 | 6.72   | 5.14   | -1.58 |
| 房地产  | 7.14   | 7.58   | 0.44  | 信息设备 | 6.92   | 5.26   | -1.66 |
| 农林牧渔 | 6.26   | 6.51   | 0.25  | 交运设备 | 12.71  | 10.79  | -1.92 |
| 化工   | 10.87  | 10.74  | -0.13 | 交通运输 | 12.41  | 8.04   | -4.37 |

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

### 1.3.5 经营性现金流水平

图 25: 非金融行业经营性现金流 3 季度情况



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

从非金融行业现金流水平 (占营业收入比重) 看, 2011 年 3 季度现金流较为充裕的行业是信息服务 (20.95%)、食品饮料 (18.62%)、交通运输 (17.66%)、公用事业 (16.93%) 和采掘 (16.84%) 等。

较 2 季度有所提升的行业是房地产 (+4.99%)、餐饮旅游 (+3.56)、机械设备 (+3.22%)、纺织服装 (+2.82%) 和公用事业 (+2.21%); 而下降较多的生物医

药 (-1.71%)、综合 (-1.48%)、轻工制造 (-1.26%) 和家用电器 (-1.12%)。

表 7: 非金融行业经营性现金流占营业收入比重 (%) 情况

| 板块名称 | 2011Q2 | 2011Q3 | 增幅   | 板块名称 | 2011Q2 | 2011Q3 | 增幅    |
|------|--------|--------|------|------|--------|--------|-------|
| 房地产  | -34.09 | -29.10 | 4.99 | 商业贸易 | -0.33  | 0.20   | 0.53  |
| 餐饮旅游 | 7.40   | 10.96  | 3.56 | 信息设备 | -9.15  | -8.68  | 0.47  |
| 机械设备 | -9.95  | -6.73  | 3.22 | 电子   | 1.86   | 2.22   | 0.36  |
| 纺织服装 | -6.23  | -3.41  | 2.82 | 农林牧渔 | 5.79   | 6.05   | 0.26  |
| 公用事业 | 14.72  | 16.93  | 2.21 | 采掘   | 16.92  | 16.84  | -0.08 |
| 交通运输 | 15.56  | 17.66  | 2.10 | 有色金属 | 5.58   | 4.85   | -0.73 |
| 交运设备 | -3.15  | -1.38  | 1.77 | 黑色金属 | 4.70   | 3.71   | -0.99 |
| 建筑建材 | -5.36  | -4.18  | 1.18 | 家用电器 | 4.31   | 3.19   | -1.12 |
| 化工   | 3.04   | 4.04   | 1.00 | 轻工制造 | 4.08   | 2.82   | -1.26 |
| 信息服务 | 20.04  | 20.95  | 0.91 | 综合   | -8.32  | -9.80  | -1.48 |
| 食品饮料 | 18.05  | 18.62  | 0.57 | 医药生物 | 3.60   | 1.89   | -1.71 |

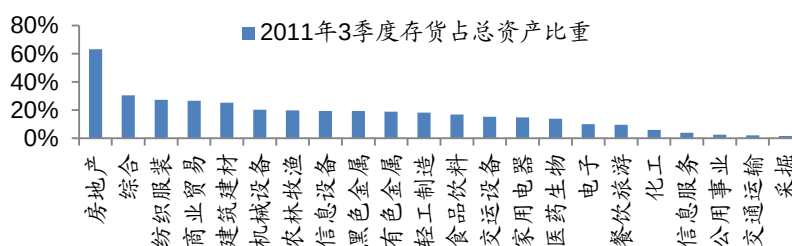
资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

### 1.3.6 存货水平

在非金融行业的存货水平(占总资产比重)方面,2011年3季度,房地产(63.1%)、综合(30.4%)、纺织服装(27.3%)、商业贸易(26.6%)和建筑建材(25.2%)依旧保持高位。

增幅方面,综合(+1.5%)、房地产(+1.1%)、轻工制造(+1.1%)较上季度继续增长较多,而有色金属(-1.1%)、家用电器(-1.0%)、农林牧渔(-0.8%)等行业存货有所下降。

图 26: 非金融行业存货水平



资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

表 8: 非金融行业二季度存货占总资产比重情况

| 板块名称 | 2010Q3 | 2010Q4 | 2011Q1 | 2011Q2 | 2011Q3 | 增幅   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| 综合   | 26.3%  | 25.6%  | 27.3%  | 28.9%  | 30.4%  | 1.5% |
| 房地产  | 58.8%  | 57.9%  | 60.0%  | 61.9%  | 63.1%  | 1.1% |
| 轻工制造 | 16.4%  | 16.5%  | 17.1%  | 17.1%  | 18.2%  | 1.1% |

|      |       |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 信息设备 | 20.3% | 16.9% | 18.5% | 18.5% | 19.4% | 0.9%  |
| 建筑建材 | 24.1% | 23.8% | 24.1% | 24.4% | 25.2% | 0.7%  |
| 商业贸易 | 24.1% | 25.3% | 25.8% | 26.1% | 26.6% | 0.6%  |
| 信息服务 | 3.1%  | 3.1%  | 3.4%  | 3.5%  | 4.0%  | 0.5%  |
| 医药生物 | 13.7% | 14.6% | 13.4% | 13.5% | 13.9% | 0.4%  |
| 电子   | 9.2%  | 8.9%  | 9.6%  | 9.8%  | 10.0% | 0.2%  |
| 机械设备 | 19.7% | 19.6% | 20.4% | 20.1% | 20.2% | 0.2%  |
| 纺织服装 | 25.7% | 24.9% | 26.8% | 27.2% | 27.3% | 0.1%  |
| 交通运输 | 1.8%  | 1.7%  | 2.0%  | 1.9%  | 2.0%  | 0.1%  |
| 黑色金属 | 18.5% | 18.8% | 19.5% | 19.2% | 19.3% | 0.1%  |
| 采掘   | 1.6%  | 1.5%  | 1.6%  | 1.5%  | 1.6%  | 0.0%  |
| 公用事业 | 2.4%  | 2.2%  | 2.1%  | 2.5%  | 2.5%  | 0.0%  |
| 化工   | 5.0%  | 5.3%  | 5.5%  | 6.0%  | 5.9%  | -0.1% |
| 交运设备 | 15.4% | 15.5% | 15.3% | 15.7% | 15.4% | -0.3% |
| 食品饮料 | 18.5% | 18.6% | 17.5% | 17.3% | 17.0% | -0.4% |
| 餐饮旅游 | 10.7% | 10.0% | 10.6% | 10.3% | 9.7%  | -0.6% |
| 农林牧渔 | 18.7% | 21.5% | 21.6% | 20.5% | 19.7% | -0.8% |
| 家用电器 | 15.7% | 18.3% | 16.2% | 15.9% | 14.9% | -1.0% |
| 有色金属 | 19.6% | 21.5% | 21.4% | 19.9% | 18.8% | -1.1% |

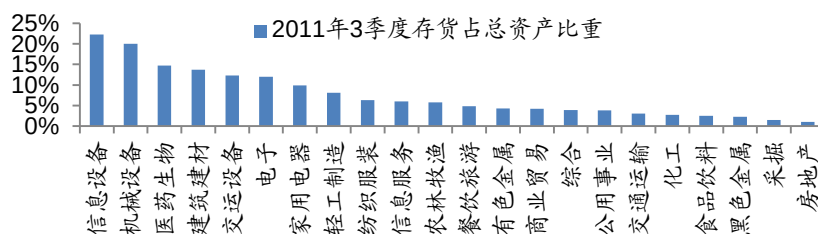
资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

### 1.3.7 应收账款水平

在非金融行业应收账款水平（占总资产比重）方面，2011 年 3 季度信息设备（22.3%）、机械设备（20.0%）、医药生物（14.7%）、建筑建材（13.7%）、交运设备（12.3%）、电子（12.0%）等保持高位。

增幅方面，交运设备（+1.2%）、信息设备（+1.0%）、医药生物（0.9%）较上季度增幅较大，而应收账款下降较多的是家用电器（-1.2%）。

图 27：非金融行业应收账款水平



资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

表 9：非金融行业应收账款占总资产比重情况

| 板块名称 | 2010Q3 | 2010Q4 | 2011Q1 | 2011Q2 | 2011Q3 | 增幅   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| 交运设备 | 10.5%  | 8.3%   | 10.8%  | 11.1%  | 12.3%  | 1.2% |

|      |       |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 信息设备 | 21.7% | 20.6% | 21.7% | 21.2% | 22.3% | 1.0%  |
| 医药生物 | 14.3% | 12.0% | 14.1% | 13.8% | 14.7% | 0.9%  |
| 纺织服装 | 6.6%  | 5.0%  | 5.5%  | 5.6%  | 6.3%  | 0.8%  |
| 餐饮旅游 | 4.4%  | 3.8%  | 3.8%  | 4.2%  | 4.8%  | 0.6%  |
| 信息服务 | 5.1%  | 4.6%  | 5.1%  | 5.5%  | 6.0%  | 0.5%  |
| 电子   | 12.2% | 11.0% | 11.1% | 11.6% | 12.0% | 0.4%  |
| 农林牧渔 | 6.2%  | 4.4%  | 4.7%  | 5.4%  | 5.7%  | 0.4%  |
| 建筑建材 | 13.1% | 13.5% | 13.1% | 13.3% | 13.7% | 0.3%  |
| 综合   | 4.9%  | 3.8%  | 4.1%  | 3.6%  | 3.9%  | 0.3%  |
| 有色金属 | 3.7%  | 3.4%  | 3.7%  | 4.0%  | 4.3%  | 0.3%  |
| 轻工制造 | 8.9%  | 7.4%  | 8.4%  | 7.8%  | 8.1%  | 0.3%  |
| 机械设备 | 18.9% | 17.0% | 19.1% | 19.9% | 20.0% | 0.1%  |
| 交通运输 | 3.0%  | 2.7%  | 2.9%  | 2.9%  | 3.0%  | 0.1%  |
| 采掘   | 1.6%  | 1.2%  | 1.5%  | 1.4%  | 1.5%  | 0.0%  |
| 化工   | 2.4%  | 2.1%  | 2.5%  | 2.7%  | 2.7%  | 0.0%  |
| 商业贸易 | 3.9%  | 3.6%  | 3.7%  | 4.2%  | 4.2%  | 0.0%  |
| 公用事业 | 4.1%  | 3.6%  | 3.9%  | 3.8%  | 3.8%  | 0.0%  |
| 黑色金属 | 2.3%  | 1.9%  | 2.3%  | 2.3%  | 2.2%  | 0.0%  |
| 食品饮料 | 2.9%  | 2.3%  | 2.6%  | 2.5%  | 2.5%  | 0.0%  |
| 房地产  | 1.1%  | 1.4%  | 1.1%  | 1.1%  | 1.1%  | 0.0%  |
| 家用电器 | 10.5% | 9.2%  | 9.9%  | 11.1% | 9.9%  | -1.2% |

资料来源：Wind 资讯，渤海证券研究所

## 2. 盈利预测

### 2.2 盈利预测遭进一步下调

由于三季度上市公司业绩下滑明显，行业研究员进一步下调了 2011 年上市公司全年的盈利预测。截止至 11 月 2 日，行业研究员对 A 股上市公司的业绩预测与 3 个月之前相比，除金融服务、化工、食品饮料、纺织服装 4 个行业以外，其余 19 个行业都遭到了下调。具体来看，目前市场对 A 股全年净利润的一致预期为增幅 16.8%，与 3 个月之前相比下降了 4 个百分点。

具体行业来看，（1）金融服务、化工、食品饮料、纺织服装，分别上调了 1.5、1.4、0.7 和 0.5 个百分点；（2），电子、黑色金属、交通运输和轻工制造遭下调幅度最大，分别达 45.5、36.2、21.6 和 20.9 个百分点；（3）预计全年净利润增幅靠前的行业是农林牧渔、综合、有色金属和电子，增幅分别为 62.7%、60.2%、54.4%和 45.9%。



**表 10: 行业研究员对上市公司净利润的 3 个月前和当前一致预期**

| 板块名称 | 3 个月前 | 当前    | 增幅    | 板块名称 | 3 个月前 | 当前     | 增幅     |
|------|-------|-------|-------|------|-------|--------|--------|
| 金融服务 | 21.9% | 23.5% | 1.5%  | 综合   | 68.6% | 60.2%  | -8.4%  |
| 化工   | 17.6% | 19.0% | 1.4%  | 公用事业 | -4.0% | -12.8% | -8.8%  |
| 食品饮料 | 36.8% | 37.5% | 0.7%  | 建筑建材 | 31.9% | 21.5%  | -10.4% |
| 纺织服装 | 21.4% | 21.9% | 0.5%  | 农林牧渔 | 73.1% | 62.7%  | -10.4% |
| 有色金属 | 55.4% | 54.4% | -1.0% | 交运设备 | 7.8%  | -3.4%  | -11.3% |
| 房地产  | 21.8% | 20.6% | -1.2% | 机械设备 | 40.6% | 25.5%  | -15.1% |
| 信息服务 | 17.7% | 15.5% | -2.2% | 餐饮旅游 | 34.2% | 17.2%  | -17.0% |
| 家用电器 | 13.3% | 10.6% | -2.7% | 轻工制造 | 34.6% | 13.7%  | -20.9% |
| 医药生物 | 31.8% | 26.8% | -5.0% | 交通运输 | -0.5% | -22.0% | -21.6% |
| 采掘   | 8.4%  | 3.0%  | -5.3% | 黑色金属 | 49.3% | 13.1%  | -36.2% |
| 信息设备 | 33.0% | 25.6% | -7.4% | 电子   | 91.4% | 45.9%  | -45.5% |
| 商业贸易 | 38.4% | 30.1% | -8.3% | 整体   | 20.8% | 16.8%  | -4.0%  |

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

**表 11: 当前行业研究员的一致预期情况**

| 板块名称 | 样本所<br>占市值 | 2010 年净<br>利润(亿元) | 当前预期  | 2011 年预计<br>净利润(亿元) | 板块名称 | 样本所<br>占市值 | 2010 年净<br>利润(亿元) | 当前预期   | 2011 年预计<br>净利润(亿元) |
|------|------------|-------------------|-------|---------------------|------|------------|-------------------|--------|---------------------|
| 农林牧渔 | 89.0%      | 78.9              | 62.7% | 128.3               | 房地产  | 77.9%      | 567.0             | 20.6%  | 683.8               |
| 综合   | 35.9%      | 17.4              | 60.2% | 27.8                | 化工   | 89.3%      | 1092.9            | 19.0%  | 1300.2              |
| 有色金属 | 95.0%      | 276.0             | 54.4% | 426.2               | 餐饮旅游 | 86.0%      | 28.4              | 17.2%  | 33.3                |
| 电子   | 87.0%      | 86.4              | 45.9% | 126.0               | 信息服务 | 96.9%      | 186.6             | 15.5%  | 215.6               |
| 食品饮料 | 96.7%      | 262.7             | 37.5% | 361.1               | 轻工制造 | 72.2%      | 78.2              | 13.7%  | 88.9                |
| 商业贸易 | 89.8%      | 212.4             | 30.1% | 276.3               | 黑色金属 | 100.0%     | 306.8             | 13.1%  | 346.9               |
| 医药生物 | 91.3%      | 300.2             | 26.8% | 380.7               | 家用电器 | 97.6%      | 188.6             | 10.6%  | 208.6               |
| 信息设备 | 82.1%      | 119.1             | 25.6% | 149.6               | 采掘   | 98.6%      | 2433.6            | 3.0%   | 2507.3              |
| 机械设备 | 92.5%      | 660.2             | 25.5% | 828.2               | 交运设备 | 93.1%      | 788.1             | -3.4%  | 761.0               |
| 金融服务 | 99.9%      | 7856.4            | 23.5% | 9700.8              | 公用事业 | 89.6%      | 377.8             | -12.8% | 329.3               |
| 纺织服装 | 79.8%      | 110.7             | 21.9% | 135.0               | 交通运输 | 91.6%      | 842.4             | -22.0% | 656.7               |
| 建筑建材 | 92.3%      | 688.6             | 21.5% | 836.6               | 整体   | 93.3%      | 17559.2           | 16.8%  | 13376.4             |

资料来源: Wind 资讯, 渤海证券研究所

### 3. 结论

在之前的行业比较月报中, 我们谈到尽管一些经济数据好于预期, 但从实际情况的反馈信息来看, 企业盈利情况并不容乐观。特别是中小企业在面对融资困难、生产成本上升和下游需求萎缩的情况下, 已经遭遇到比 08 年还要严酷的重创, 从近期政府相继忙于出台的一些针对中小企业融资和减税的政策中可见一斑。而从最新的经济数据看, 1-9 月份全国规模以上工业企业净利润和营业收入累计同比均开始有所下滑, 特别是主营业务收入利润率 6.05%, 已经连续 3 个月回落。

另一方面，10月份PMI为50.4%，在结束了两个月的回升后再度逼近荣枯分水岭。整体而言，国内企业盈利情况已显露疲态，而且有进一步下行的风险。

而上市公司作为国内企业的缩影也再次印证了这一观点。从刚刚公布完的三季报来看，业绩方面包括净利润、毛利率、净利率、ROE等指标都有不同程度的下降，特别是代表中小企业的创业板和中小板的业绩下滑更加明显。在半年报的点评中我们当时给出了“在毛利率下行的情况下，依靠压缩费用来确保净利率是难以为继的”的观点，从三季报中我们看到，由于费用压缩空间不再，在经济继续下行的背景下，上市公司毛利率和净利率已转变为双双下滑的情形。

具体行业层面看，除金融服务外，（1）1-3季度净利润累计同比增速上升的行业是，有色金属、餐饮旅游、房地产、黑色金属、建筑建材、商业贸易和农林牧渔；而单季度环比上升的只有交通运输、采掘和餐饮旅游；毛利率较上半年有所提高的行业是交通运输、有色金属、家用电器和公用事业。（2）1-3季度净利润累计同比增速下降较大的行业是电子、公用事业、纺织服装和机械设备；而单季度环比下降较大的是黑色金属、电子和综合；毛利率较上半年下降较大的行业是信息设备、食品饮料、机械设备和餐饮旅游。（3）简单来看，上市公司中有色金属、建筑建材、商业贸易、农林牧渔、餐饮旅游运行较好；而公用事业、信息设备和电子业绩表现较差。

在行业研究员的业绩一致预期方面，与三个月前相比，在23个申万一级行业中仅有金融服务、化工、食品饮料和纺织服装4个行业上调业绩预期，其余19个行业均遭到业绩下调，其中下调幅度最大的是电子、黑色金属、交通运输和轻工制造。在全球经济复苏缓慢，国内经济难以独善其身的情况下，我们认为上市公司业绩下滑的态势很有可能得到进一步延续，在经济指标没有得到好转，以及政策没有放松迹象之前，为避免遭遇戴维斯双杀，投资者仍要对创业板中小板估值仍相对较高的中小市值股票的风险给予充分考虑。

## 投资评级说明

| 项目名称   | 投资评级 | 评级说明                                |
|--------|------|-------------------------------------|
| 公司评级标准 | 强烈推荐 | 未来 6 个月内绝对收益率 > 50%                 |
|        | 推荐   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 30%                 |
|        | 持有   | 未来 6 个月内绝对收益率 > 10%                 |
|        | 回避   | 未来 6 个月内绝对收益率 < 10%                 |
| 行业评级标准 | 看好   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%       |
|        | 中性   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间 |
|        | 看淡   | 未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%       |

**重要声明 1:** 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**重要声明 2:** 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

**渤海证券研究所机构销售团队**

|                                                                |                                                                    |                                                                        |
|----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| 朱艳君                                                            | 吴慧                                                                 | 刘啸                                                                     |
| 渤海证券研究所机构销售部经理<br>华南区销售经理                                      | 渤海证券研究所机构销售部<br>华东区销售经理                                            | 渤海证券研究所机构销售部<br>华北区销售经理                                                |
| 座机: 86-22-28451995                                             | 座机: 86-10-68784269                                                 | 座机: 86-10-68784275                                                     |
| 手机: 13502040941                                                | 手机: 13811199719                                                    | 手机: 13810427284                                                        |
| 邮箱: <a href="mailto:zhuyanjuan@bhq.com">zhuyanjuan@bhq.com</a> | 邮箱: <a href="mailto:wuhuihui09@gmail.com">wuhuihui09@gmail.com</a> | 邮箱: <a href="mailto:helen.newday@gmail.com">helen.newday@gmail.com</a> |

**渤海证券研究所**

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

 渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)