

ROE 开始下降

——读 2011 年 3 季报

分析师

张治

S0740210080016

021-20315180

zhangzhi@qlzq.com.cn

2011 年 11 月 3 日

分析师

罗春鹏

S0740511080003

021-20315159

luocp@qlzq.com.cn

投资要点

- 尽管非金融企业资产周转率仍在上升，但因需求不足，已无法对冲利润率的下滑。按可比口径计算，3Q2011 A 股上市公司净利润同比增速回落至 14.35%，ROE 开始从高点回落，与我们中期策略的预期一致（参见《返朴归真》，2011 年 7 月 8 日）。
- 作为企业盈利的滞后指标，PPI 回落往往意味着晚周期行业 ROE 的拐点（参见《PPI 回落，企业盈利将如何？》，2011 年 10 月 24 日）。目前我们已可确认煤炭、机械设备、家电、食品、纺织服装、银行盈利的周期高点。考虑到需求回落和较高的经营杠杆，我们预期地产、建材、商业将紧随其后。
- 除 ROE 进入下降周期外，三季报的另一个显著特点是盈利质量加速恶化，A 股非金融企业的现金流已接近 2008 年的最低值，并导致企业资本支出持续放缓。
- 在现金流短缺的背景下，我们首先关注高库存的压力，发现：地产、电子、商业、建材、机械、家电、纺织服装、医药库存增长偏快；传统周期行业因已经历过一次库存去化，相对中性；相比较而言，军工行业的数据指标最优。
- 此外，如果流动性层面的改善不够显著，我们预期持续增大的回款压力可能增加机械、非汽车交运设备、医药、商业等行业四季度业绩加速调整的风险。
- 随经济回落和年关效应市场对政策与流动性的预期重新抬头。我们认为，判定流动性足以应付盈利下降冲击、由此决定市场底部的根本性指标是：市场借贷成本和银行负债成本双降（参见《拿什么拯救 A 股？》，2011 年 9 月 24 日），目前我们认为时机尚不成熟。
- 针对流动性未来的变化趋势，我们需要指出：回顾上一个经济周期，国内流动性供给的上升或者是贸易顺差推动的内生性趋势，或者是信贷政策推动的外生性趋势。如今我们判断流动性供给的上升给将很难再形成趋势，而更多具有政策推动的阶段性和周期性特征。
- 在此背景下，我们继续强调，估值受盈利推动的内生性将越来越显著（参见《趋势投资时代的终结》，2011 年 7 月 21 日），而且我们也证明了无论流动性的松紧，ROE 比 Beta、风格、情绪等因素更具有配置上的普适性（参见《返朴归真》，2011 年 7 月 8 日）。
- 为此，我们继续坚持以流动性判定拐点，以 ROE 的变化趋势构建组合的观点。建议：(1)短期反弹，三低策略依然有效；(2)中期择机向未来景气长周期行业靠拢，排序是农业、饮料、医药；(3)维持对金融股的必要配置；(4)主题继续推荐军工。

近期宏观策略重点报告

1. 2011 年 11 月 1 日，《产出环比可能重回下降趋势》(PMI 点评)
2. 2011 年 10 月 30 日，《地产调控延续，反弹性质不变》(事件点评)
3. 2011 年 10 月 18 日，《关注经济硬着陆风险》(三季度数据点评)
4. 2011 年 10 月 13 日，《定向调整与反弹应对》(事件点评)
5. 2011 年 10 月 2 日，《连续回升，力度微弱》(9 月 PMI 点评)

近期投资策略重点报告

1. 2011 年 10 月 24 日，《PPI 回落，企业盈利将如何？》(策略专题)
2. 2011 年 10 月 9 日，《反弹在哪里？》(周策略)
3. 2011 年 9 月 24 日，《拿什么拯救 A 股？》(四季度策略)

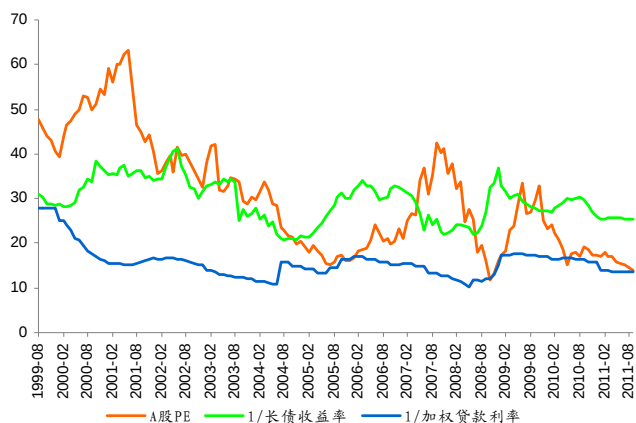
齐鲁证券 30 组合行业配置

行业	股票个数	股票占比	本周变动数目	行业	股票个数	股票占比	本周变动数目
农林牧渔	4	13.33%	—	纺织服装	0	0.00%	—
煤炭开采	1	3.33%	—	轻工制造	0	0.00%	—
化工	1	3.33%	—	医药生物	4	13.33%	—
黑色金属	1	3.33%	—	公用事业	1	3.33%	—
有色金属	1	3.33%	—	交通运输	1	3.33%	—
建筑建材	1	3.33%	—	房地产	0	0.00%	—
机械设备	2	6.67%	—	金融服务	4	13.33%	—
电子元器件	0	0.00%	—	商业贸易	1	3.33%	—
交运设备	0	0.00%	—	餐饮旅游	0	0.00%	—
信息设备	0	0.00%	—	信息服务	0	0.00%	—
家用电器	0	0.00%	—	电气设备	4	13.33%	—
食品饮料	4	13.33%	—	合计	30	100.00%	—

齐鲁证券 30 组合股票配置

行业	股票代码	股票名称	2010PE	2011PE	2012PE	行业名称	股票代码	股票名称	2010PE	2011PE	2012PE
农林牧渔	000639	西王食品	53.51	30.64	21.73	医药生物	000538	云南白药	42.55	31.61	24.08
农林牧渔	000876	新希望	23.19	15.19	13.60	医药生物	002422	科伦药业	18.86	12.96	9.46
农林牧渔	002069	獐子岛	44.64	32.91	23.94	医药生物	300158	振东制药	43.80	25.64	17.07
农林牧渔	002385	大北农	45.85	28.48	21.14	医药生物	002038	双鹭药业	46.42	22.24	23.52
机械设备	600416	湘电股份	26.44	18.41	13.75	金融服务	601288	农业银行	9.17	6.86	5.47
机械设备	002179	中航光电	46.05	32.46	26.67	金融服务	600016	民生银行	9.22	7.19	5.86
电气设备	002123	荣信股份	20.96	22.33	16.75	金融服务	000001	深发展	9.29	7.05	5.95
电气设备	600406	国电南瑞	70.85	38.45	26.96	金融服务	601788	光大证券	19.71	18.79	16.49
电气设备	600875	东方电气	18.59	15.06	13.08	黑色金属	600019	宝钢股份	7.19	8.82	7.46
电气设备	002074	东源电器	41.90	27.60	20.12	商业贸易	600827	友谊股份	25.23	21.03	18.22
有色金属	002540	亚太科技	18.48	25.56	16.81	公用事业	600027	华电国际	97.39	137.16	55.27
食品饮料	600600	青岛啤酒	29.73	24.25	17.27	煤炭开采	601898	中煤能源	17.98	14.61	11.54
食品饮料	000858	五粮液	32.09	21.99	16.02	建筑材料	600585	海螺水泥	11.43	6.67	5.27
食品饮料	600809	山西汾酒	46.13	31.26	19.67	化工	600028	中国石化	8.74	7.89	6.99
食品饮料	002304	洋河股份	29.71	34.17	21.13	交通运输	601333	广深铁路	15.48	13.08	11.80

A 股 PE、国债收益率与加权贷款利率



A 股 ROE



内容目录

■ROE 开始下降	- 5 -
■盈利质量恶化	- 8 -
■估值的内生性	- 11 -
■附录：分行业杜邦分解图	- 12 -

图表目录

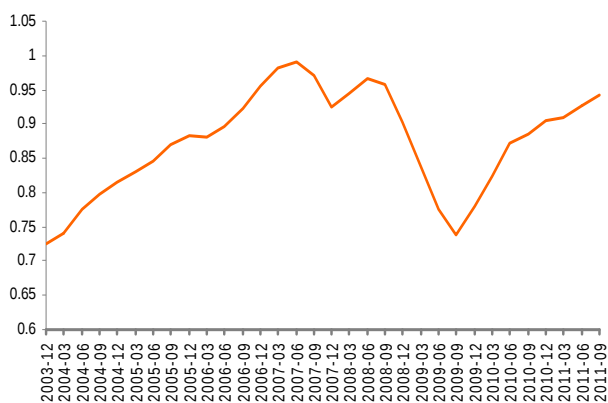
图表 1: 非金融公司资产周转率	- 5 -
图表 2: 非金融公司利润率(%)	- 5 -
图表 3: A 股净利润增速(单季, %)	- 5 -
图表 4: 非金融公司 ROE(%)	- 5 -
图表 5: 2010 至今主要行业 ROE 拐点出现的先后顺序	- 6 -
图表 6: 地产行业资产周转率(%)	- 7 -
图表 7: 地产行业资产权益比(%)	- 7 -
图表 8: 建材行业资产周转率(%)	- 7 -
图表 9: 建材行业资产权益比(%)	- 7 -
图表 10: 商业资产周转率(%)	- 7 -
图表 11: 商业资产权益比(%)	- 7 -
图表 12: 非金融行业经营现金流与资本支出	- 8 -
图表 13: 地产行业新增库存/主营收入(%)	- 8 -
图表 14: 电子行业新增库存/主营收入(%)	- 8 -
图表 15: 商业新增库存/主营收入(%)	- 9 -
图表 16: 建材行业新增库存/主营收入(%)	- 9 -
图表 17: 机械行业新增库存/主营收入(%)	- 9 -
图表 18: 家电行业新增库存/主营收入(%)	- 9 -
图表 19: 纺织服装行业新增库存/主营收入(%)	- 9 -
图表 20: 医药行业新增库存/主营收入(%)	- 9 -
图表 21: 军工行业新增库存/主营收入(%)	- 10 -
图表 22: 机械行业新增应收款/主营收入(%)	- 10 -
图表 23: 非汽车交运设备新增应收款/主营收入(%)	- 10 -
图表 24: 医药行业新增应收款/主营收入(%)	- 10 -
图表 25: 商业新增应收款/主营收入(%)	- 10 -
图表 26: 煤炭行业利润率下降、周转率提升	- 12 -

图表 27: 石油化工利润率下降、周转率提升	- 12 -
图表 28: 钢铁行业盈利能力持续下降	- 12 -
图表 29: 有色金属行业量价齐升	- 12 -
图表 30: 化工新材料行业盈利能力强	- 13 -
图表 31: 化学原料行业盈利能力提高	- 13 -
图表 32: 化纤行业利润率下降、周转率提升	- 13 -
图表 33: 塑料行业周转率提升	- 13 -
图表 34: 水泥行业盈利能力继续上升	- 14 -
图表 35: 电气设备行业盈利恶化	- 14 -
图表 36: 普通机械利润反弹	- 14 -
图表 37: 专用设备利润率回落	- 14 -
图表 38: 半导体行业利润率回落	- 15 -
图表 39: 显示器件盈利恶化	- 15 -
图表 40: 汽车行业盈利恶化	- 15 -
图表 41: 通信设备利润率下降、周转回升	- 15 -
图表 42: 饲料行业利润率回落	- 16 -
图表 43: 渔业利润率持续回升	- 16 -
图表 44: 白色家电盈利转弱	- 16 -
图表 45: 食品加工行业盈利下降较多	- 16 -
图表 46: 白酒行业依然高景气	- 17 -
图表 47: 纺织行业利润率下滑	- 17 -
图表 48: 服装行业维持高景气	- 17 -
图表 49: 造纸行业利润率下滑	- 17 -
图表 50: 医药行业盈利回落	- 18 -
图表 51: 电力行业利润下滑	- 18 -
图表 52: 航空运输盈利恶化	- 18 -
图表 53: 航运盈利恶化	- 18 -
图表 54: 房地产行业利润率下滑、负债上升	- 19 -
图表 55: 零售行业周转下降	- 19 -

■ ROE 开始下降

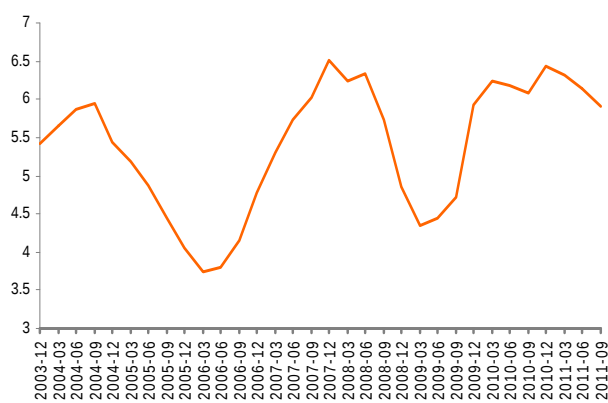
尽管非金融企业资产周转率仍在上升(图表 1),但因需求不足,已无法对冲利润率的下滑(图表 2)。按可比口径计算,3Q2011 A 股上市公司净利润同比增速回落至 14.35%(图表 3),ROE 开始从高点回落(图表 4),与我们中期策略的预期一致(参见《返朴归真》,2011 年 7 月 8 日)。

图表 1: 非金融公司资产周转率



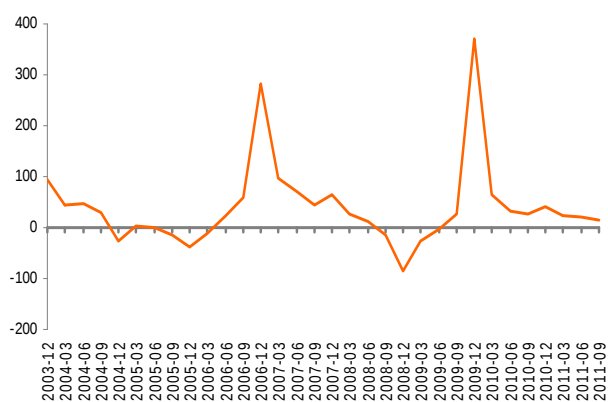
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 2: 非金融公司利润率(%)



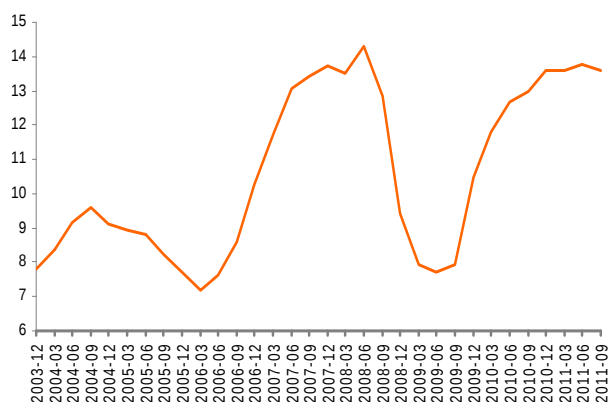
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 3: A 股净利润增速(单季, %)



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 4: 非金融公司 ROE(%)



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

作为企业盈利的滞后指标, PPI 回落往往意味着晚周期行业 ROE 的拐点(参见《PPI 回落, 企业盈利将如何?》, 2011 年 10 月 24 日)。目前我们已可确认煤炭、机械设备、家电、食品、纺织服装、银行盈利的周期高点(图表 5)。

图表 5：2010 至今主要行业 ROE 拐点出现的先后顺序

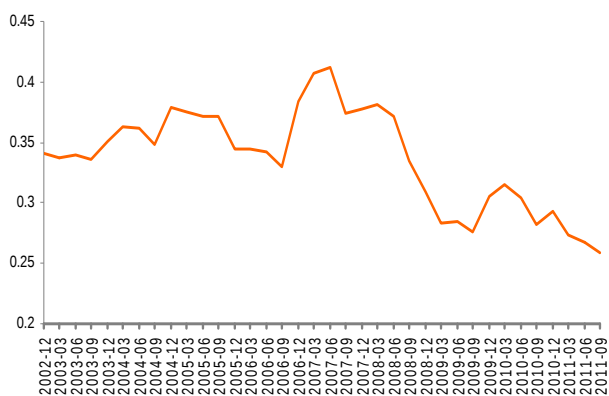
	4Q2009	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	2Q2011	3Q2011
证券	↓							
公用事业		↓						
黑色金属			↓					
轻工制造			↓					
医药生物			↓					
保险			↓					
交运设备				↓				
信息设备				↓				
石油开采					↓			
交通运输					↓			
电子元器件					↓			
其他采掘						↓		
石油化工						↓		
煤炭开采							↓	
机械设备							↓	
家用电器							↓	
食品饮料							↓	
纺织服装							↓	
银行							↓	
信息服务								
房地产								
农林牧渔								
基础化工								
有色金属								
建筑建材								
商业贸易								
餐饮旅游								

来源：Wind，齐鲁证券研究所

注：绿色带表示 PPI 开始下降，黑色向下箭头表示行业 ROE 拐点向下

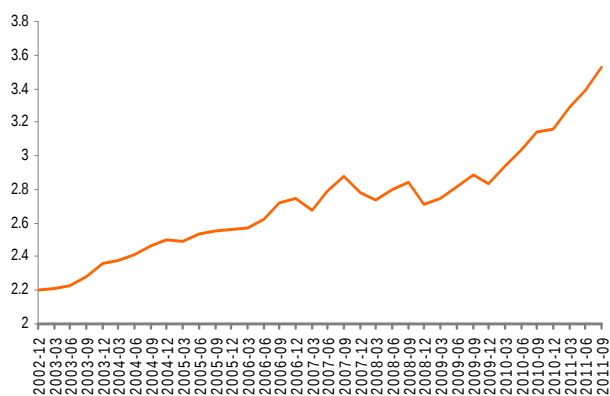
考虑到需求回落和较高的经营杠杆，我们预期地产、建材、商业将紧随其后(图表 6-11)。

图表 6: 地产行业资产周转率(%)



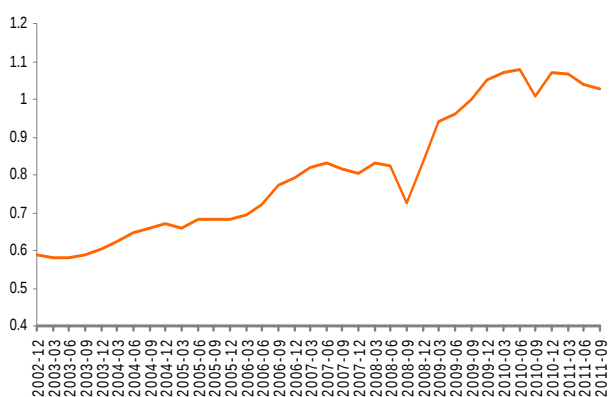
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 7: 地产行业资产权益比(%)



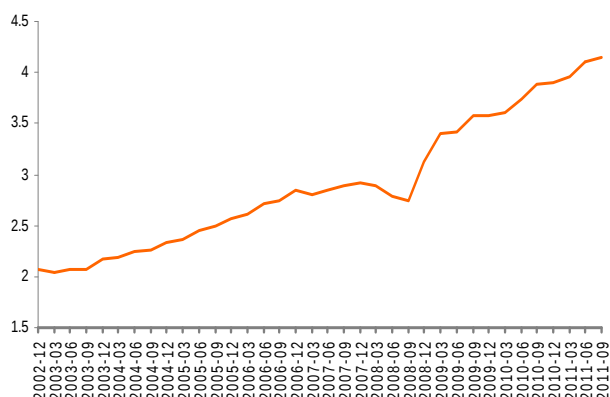
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 8: 建材行业资产周转率(%)



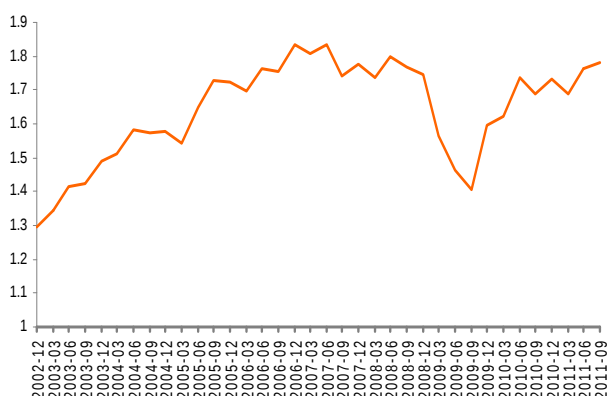
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 9: 建材行业资产权益比(%)



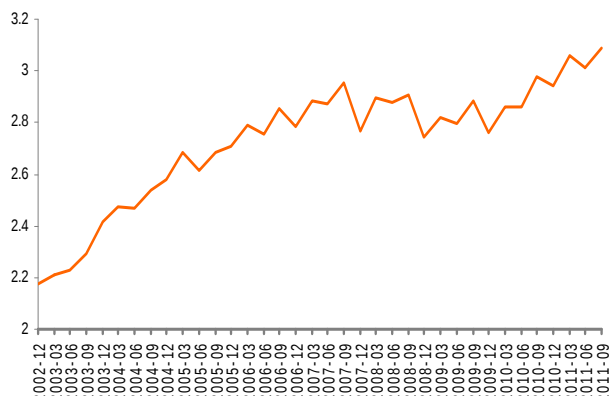
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 10: 商业资产周转率(%)



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 11: 商业资产权益比(%)

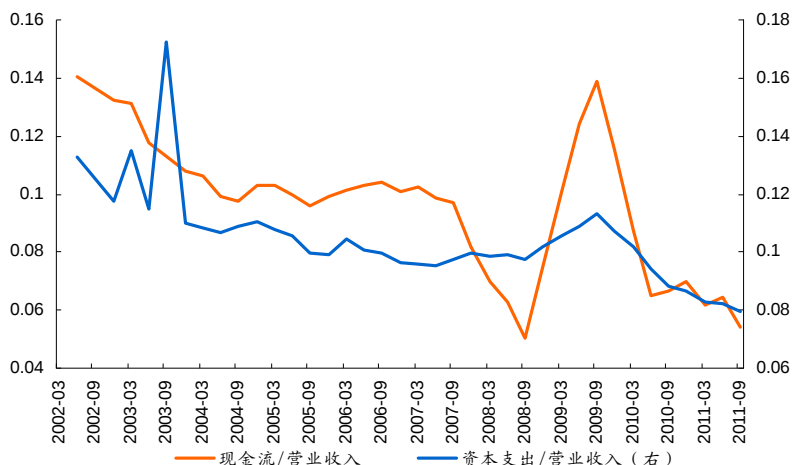


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

■ 盈利质量恶化

除 ROE 进入下降周期外，三季报的另一个显著特点是盈利质量加速恶化，A 股非金融企业的现金流已接近 2008 年的最低值，并导致企业资本支出持续放缓(图表 12)。

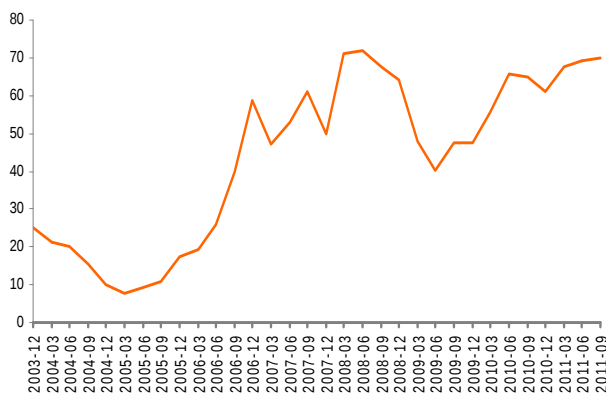
图表 1212：非金融行业经营现金流与资本支出



来源：Wind，齐鲁证券研究所

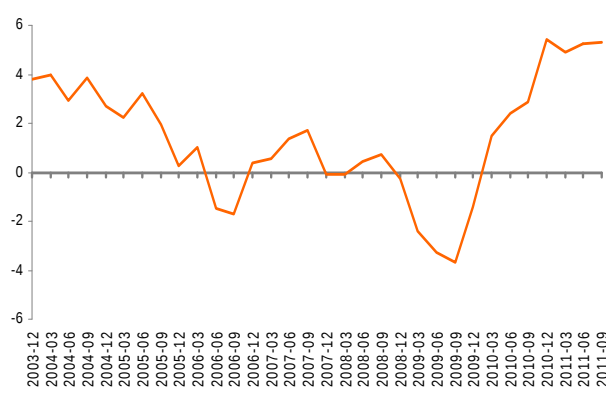
在
现金流短缺的背景下，我们首先关注高库存的压力，发现：地产、电子、商业、建材、机械、家电、纺织服装、医药行业库存增长偏快(图表 13-20)；传统周期行业因已经历过一次库存去化，相对中性。

图表 13：地产行业新增库存/主营收入(%)



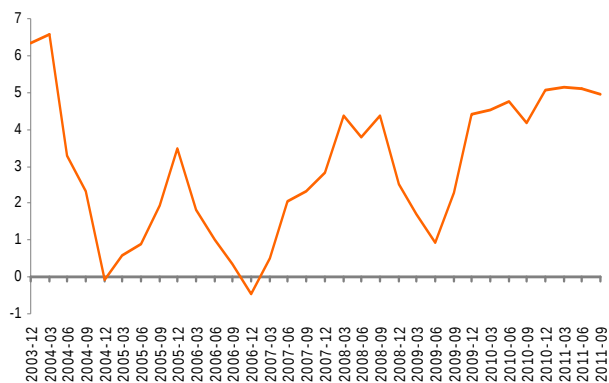
来源：齐鲁证券研究所

图表 14：电子行业新增库存/主营收入(%)



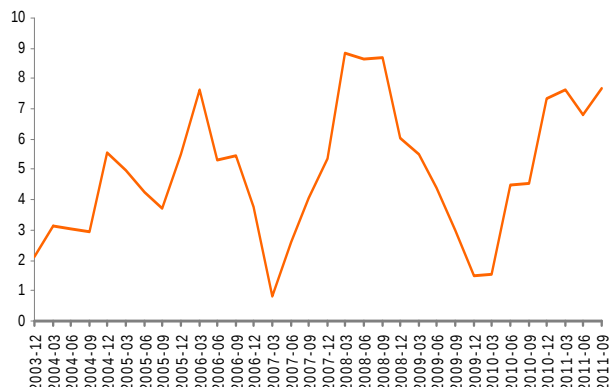
来源：齐鲁证券研究所

图表 15: 商业新增库存/主营收入(%)



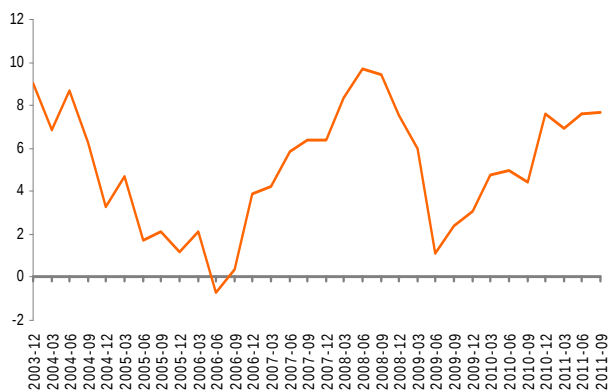
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 16: 建材行业新增库存/主营收入(%)



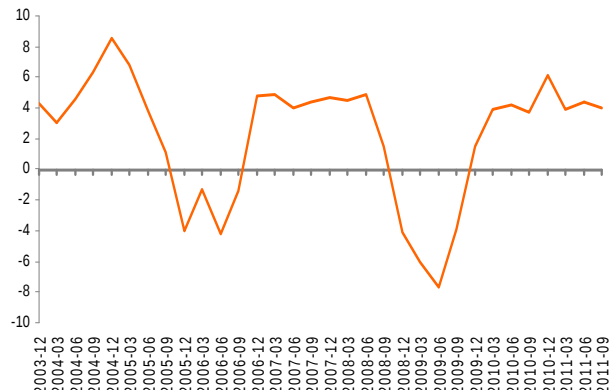
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 17: 机械行业新增库存/主营收入(%)



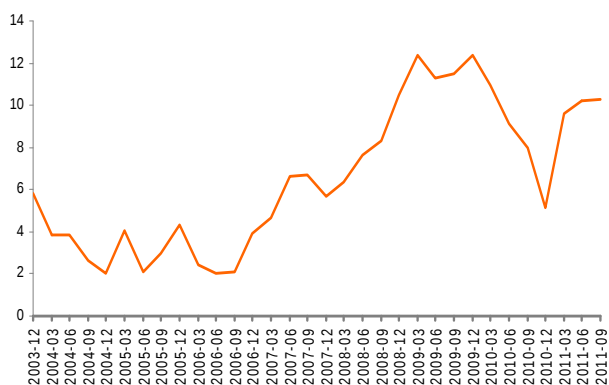
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 18: 家电行业新增库存/主营收入(%)



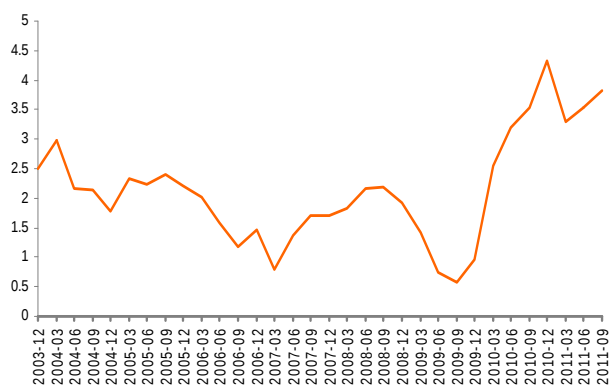
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 19: 纺织服装行业新增库存/主营收入(%)



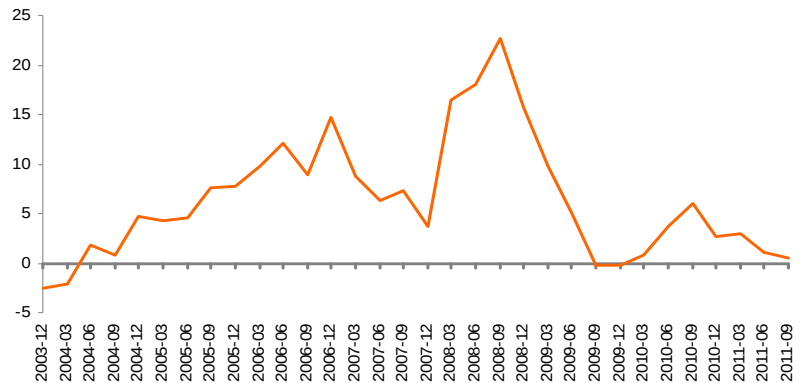
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 20: 医药行业新增库存/主营收入(%)



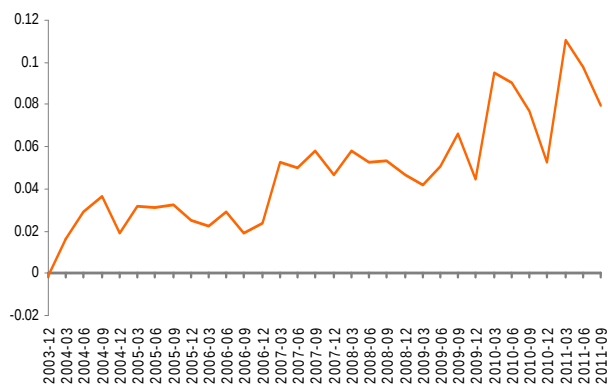
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

相比较而言, 军工行业的数据指标最优(图表 21)。

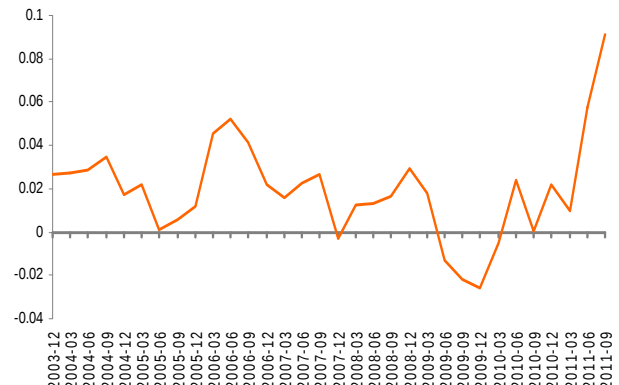
图表 21: 军工行业新增库存/主营收入(%)


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

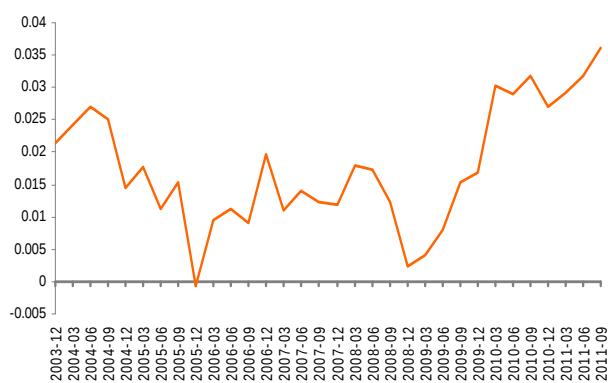
此外,如果流动性层面的改善不够显著,我们预期持续上升的回款压力可能增加机械、非汽车交运设备、医药、商业等行业四季度业绩加速调整的风险(图表 22-25)。

图表 22: 机械行业新增应收款/主营收入(%)


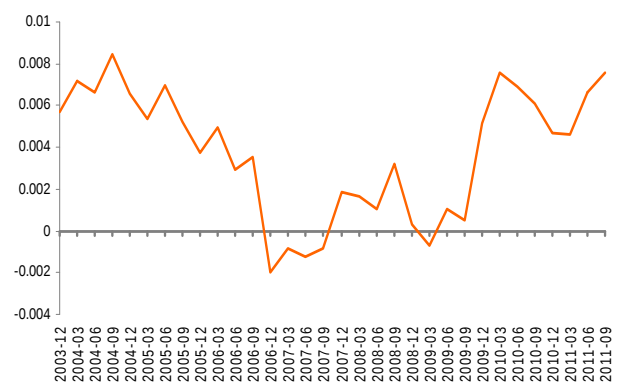
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 23: 非汽车交运设备新增应收款/主营收入(%)


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 24: 医药行业新增应收款/主营收入(%)


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 25: 商业新增应收款/主营收入(%)


来源: Wind, 齐鲁证券研究所

■ 估值的内生性

随经济回落和年关效应市场对政策与流动性的预期重新抬头。我们认为，判定流动性足以应付盈利下降冲击、由此决定市场底部的根本性指标是：市场借贷成本和银行负债成本双降(参见《拿什么拯救 A 股？》，2011 年 9 月 24 日)，目前我们认为时机尚不成熟。

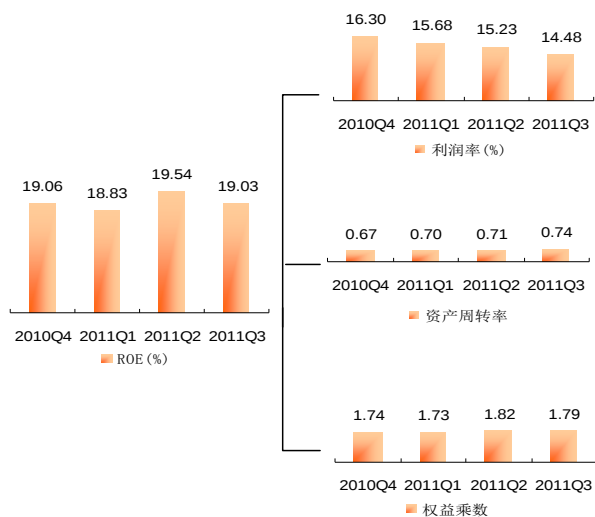
针对流动性未来的变化趋势，我们需要指出：回顾上一个经济周期，国内流动性供给的上升或者是贸易顺差推动的内生性趋势，或者是信贷政策推动的外生性趋势。如今我们判断流动性供给的上升给将很难再形成趋势，而更多具有政策推动的阶段性和周期性特征。

在此背景下，我们继续强调，估值受盈利推动的内生性将越来越显著(参见《趋势投资时代的终结》，2011 年 7 月 21 日)，而且我们也证明了无论流动性的松紧，ROE 比 Beta、风格、情绪等因素更具有配置上的普适性(参见《返朴归真》，2011 年 7 月 8 日)。

为此，我们继续坚持以流动性判定拐点，以 ROE 的变化趋势构建组合的观点。建议：(1)短期反弹，三低策略依然有效；(2)中期择机向未来景气长周期行业靠拢，排序是农业、饮料、医药；(3)维持对金融股的必要配置；(4)主题继续推荐军工。

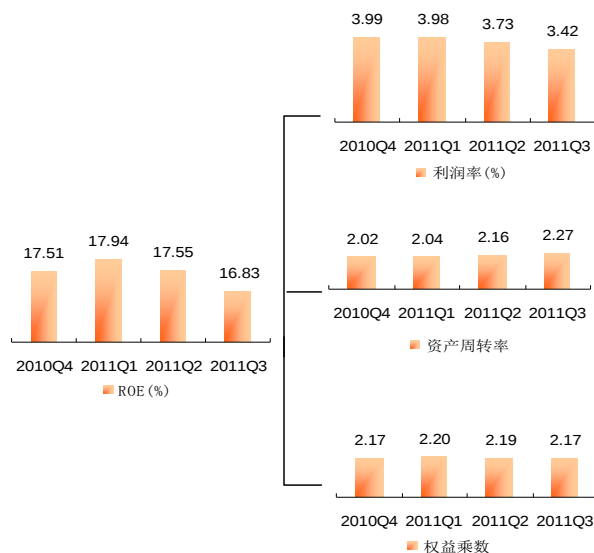
■ 附录：分行业杜邦分解图

图表 26：煤炭行业利润率下降、周转率提升



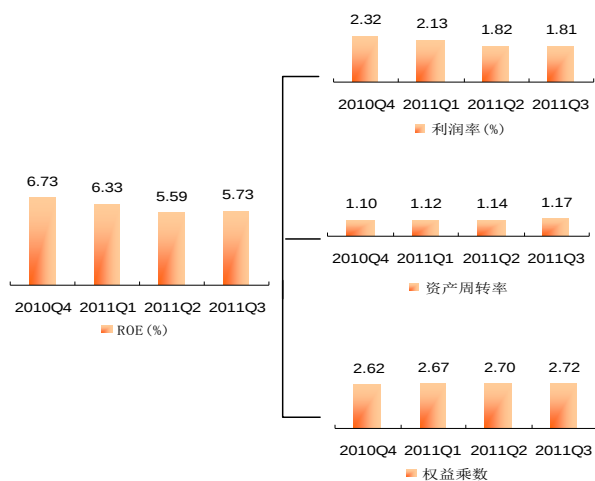
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 27：石油化工利润率下降、周转率提升



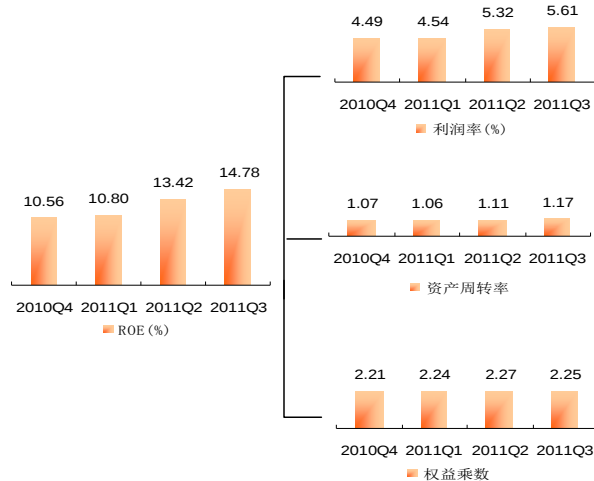
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 28：钢铁行业盈利能力持续下降



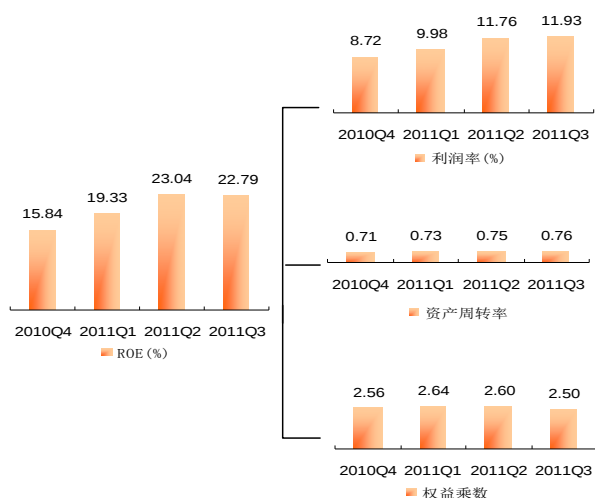
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 29：有色金属行业量价齐升



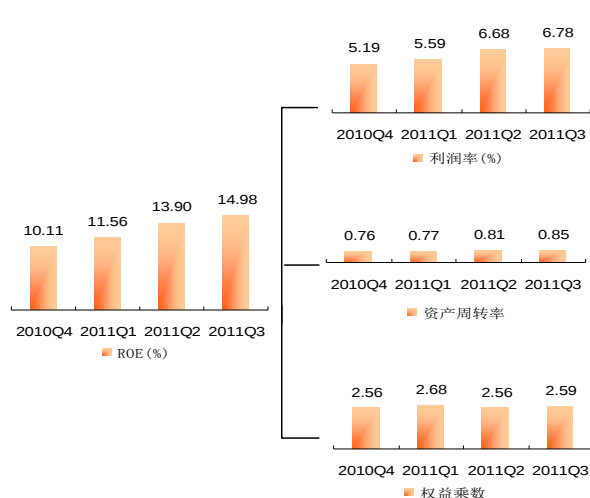
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 30：化工新材料行业盈利能力强劲



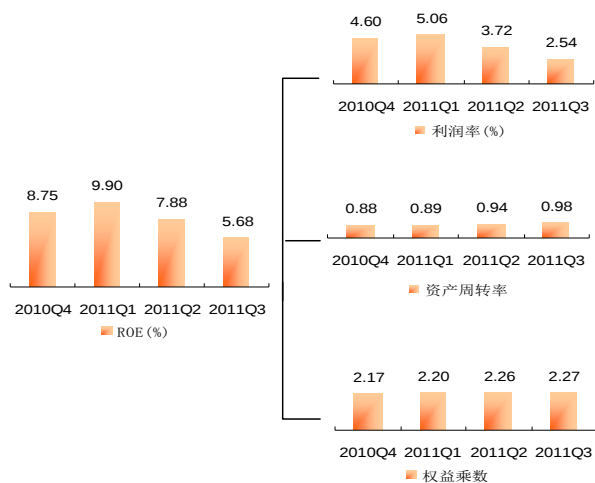
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 31：化学原料行业盈利能力提高



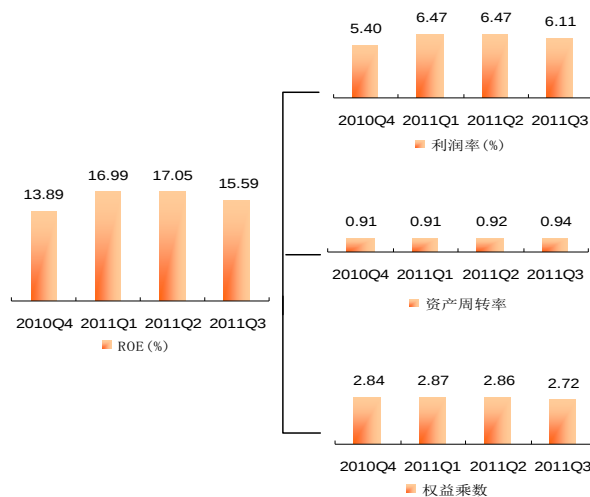
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 32：化纤行业利润率下降、周转率提升



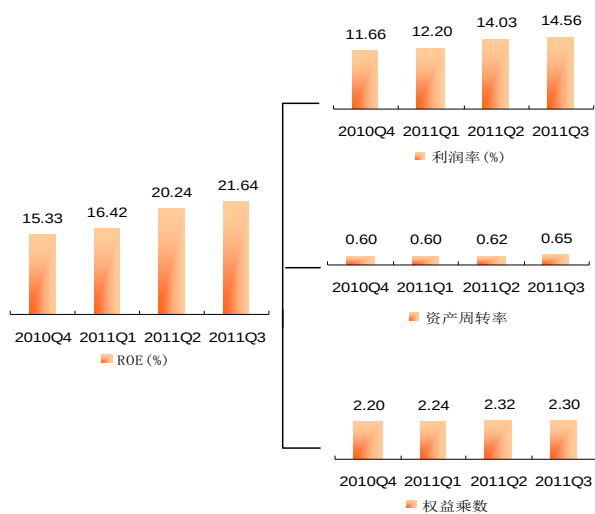
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 33：塑料行业周转率提升



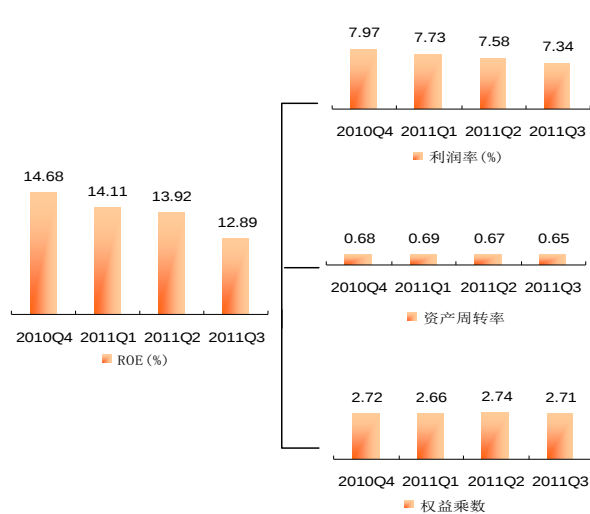
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 34：水泥行业盈利能力继续上升



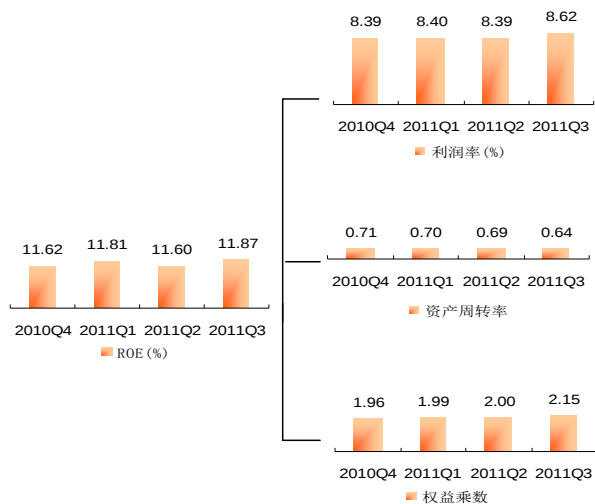
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 35：电气设备行业盈利恶化



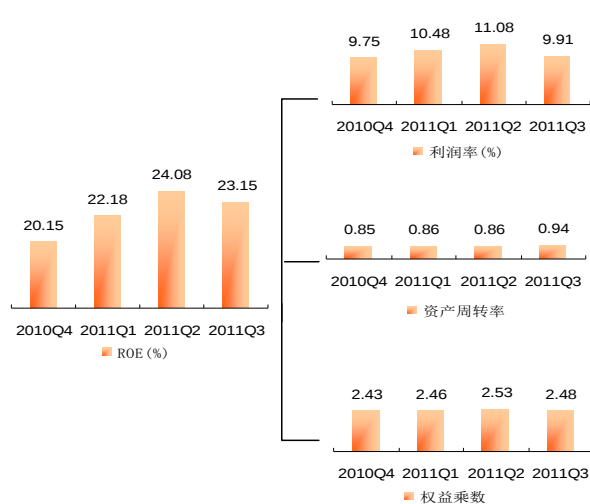
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 36：普通机械利润反弹



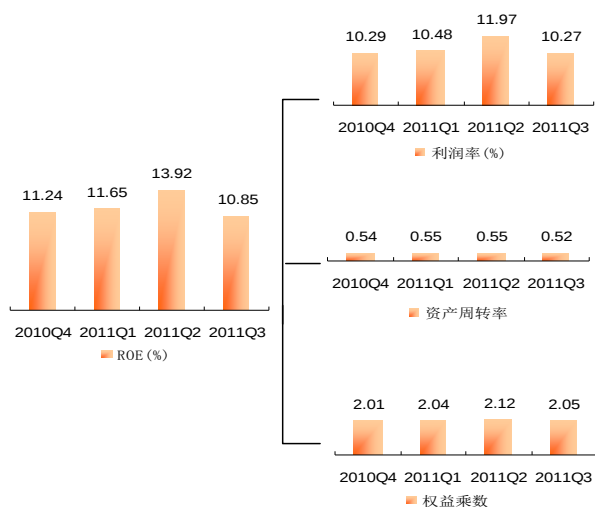
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 37：专用设备利润率回落



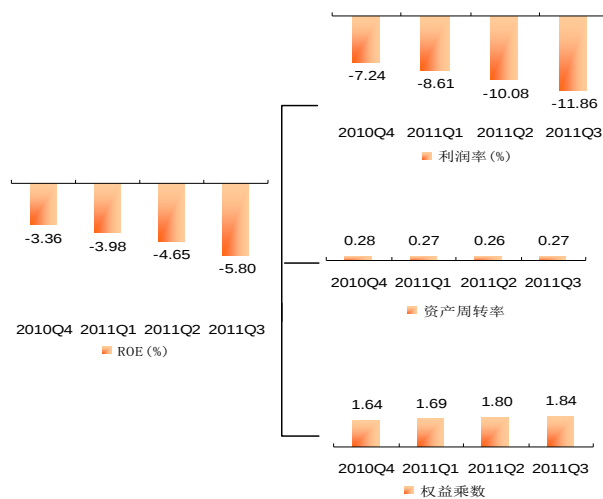
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 38：半导体行业利润率回落



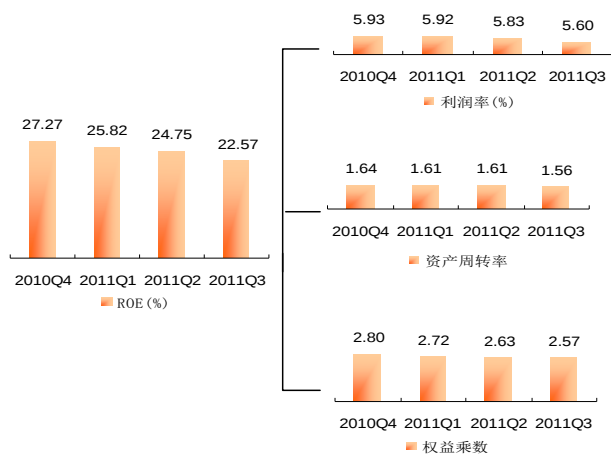
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 39：显示器件盈利恶化



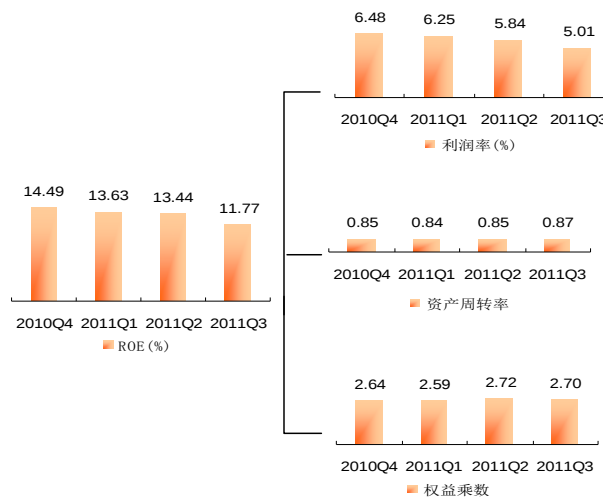
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 40：汽车行业盈利恶化



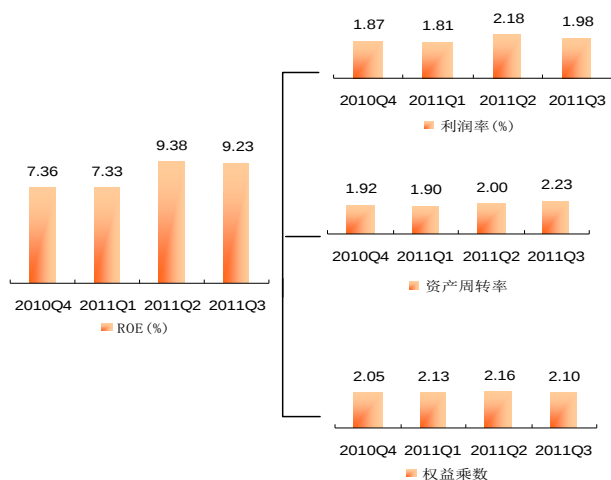
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 41：通信设备利润率下降、周转回升



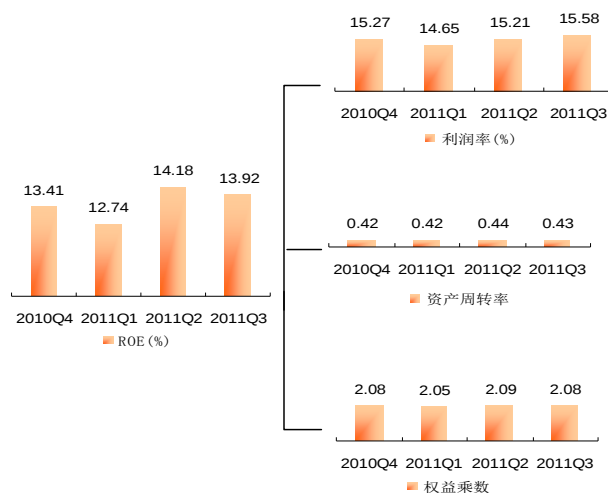
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 42: 饲料行业利润率回落



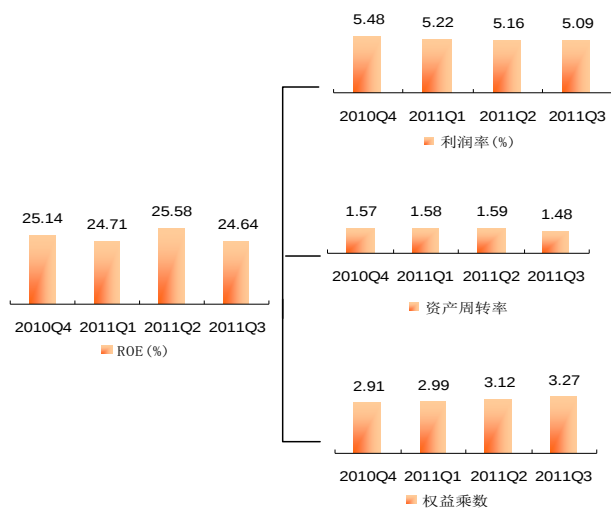
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 43: 渔业利润率持续回升



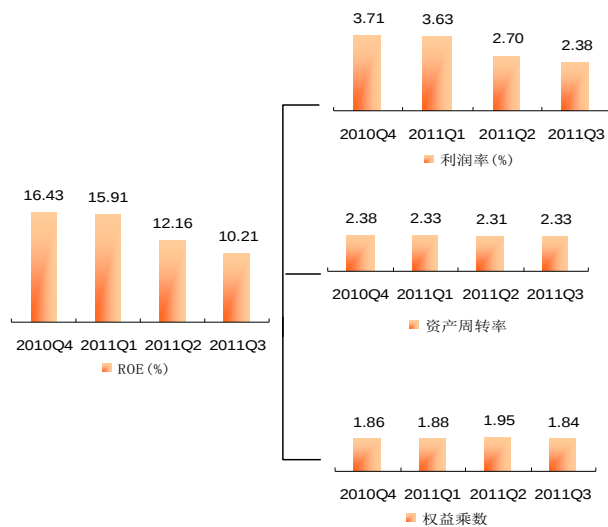
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 44: 白色家电盈利转弱



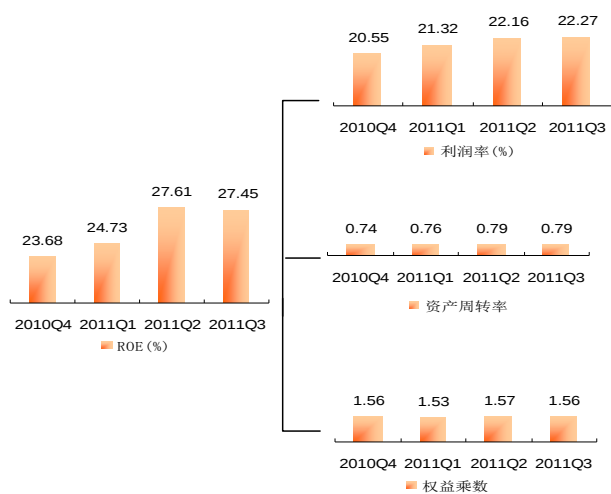
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 45: 食品加工行业盈利下降较多



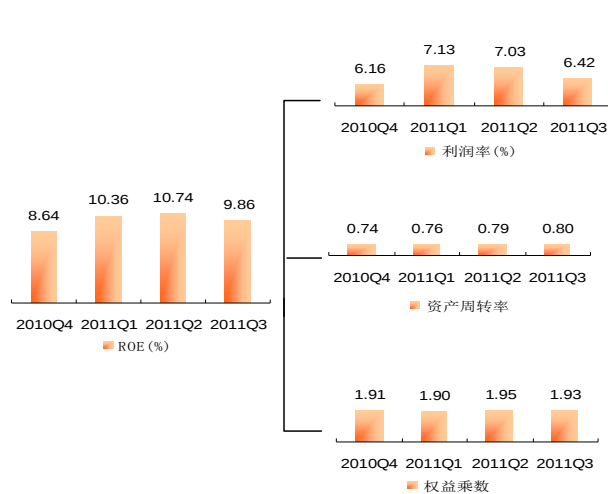
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 46：白酒行业依然高景气



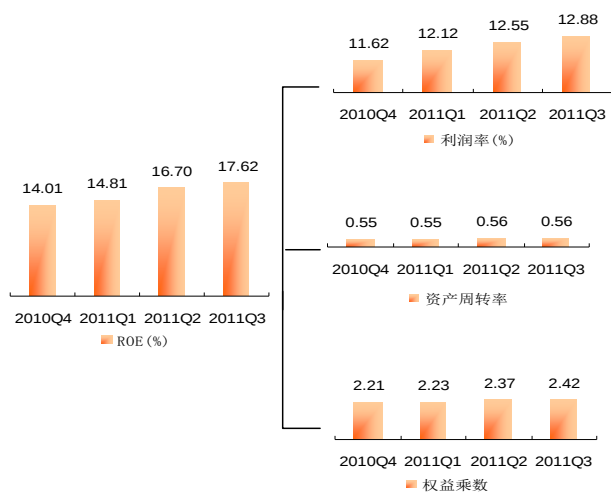
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 47：纺织行业利润率下滑



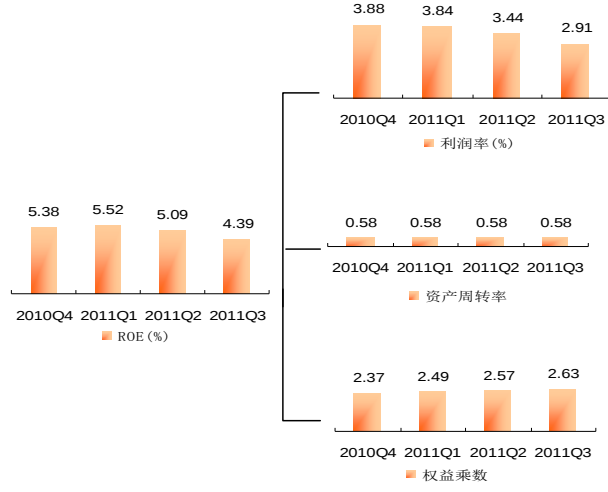
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 48：服装行业维持高景气



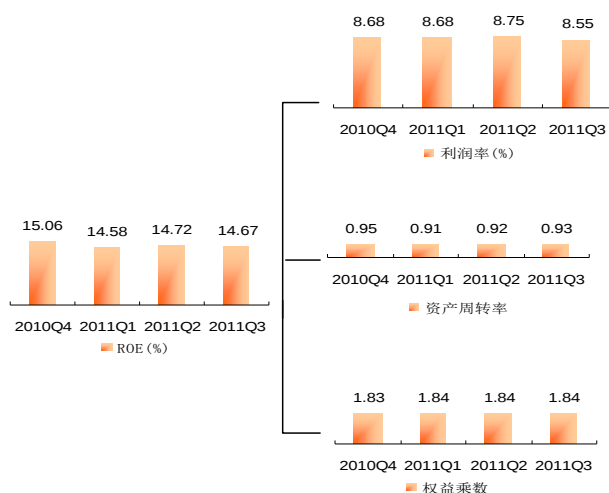
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 49：造纸行业利润率下滑



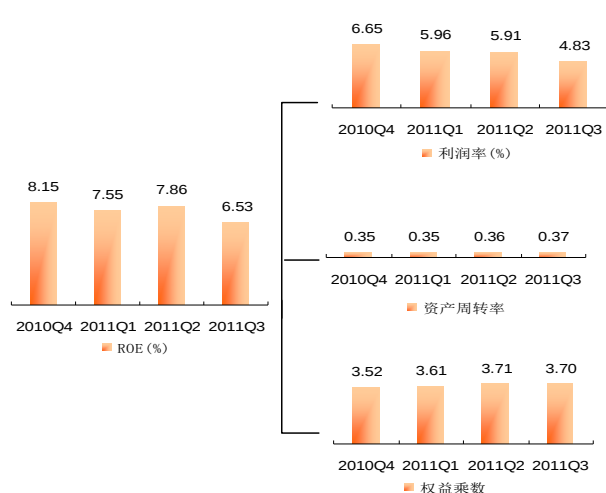
来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 50: 医药行业盈利回落



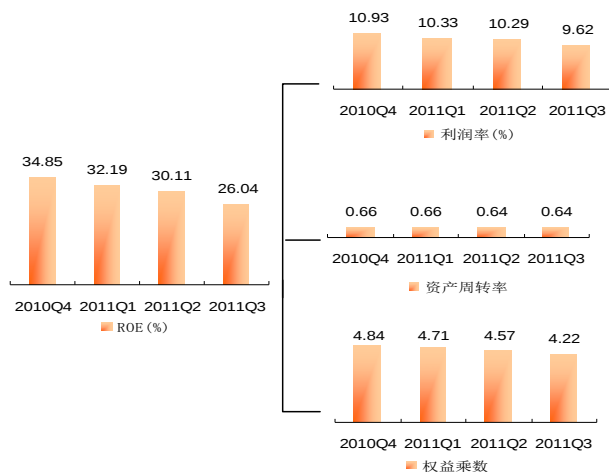
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 51: 电力行业利润下滑



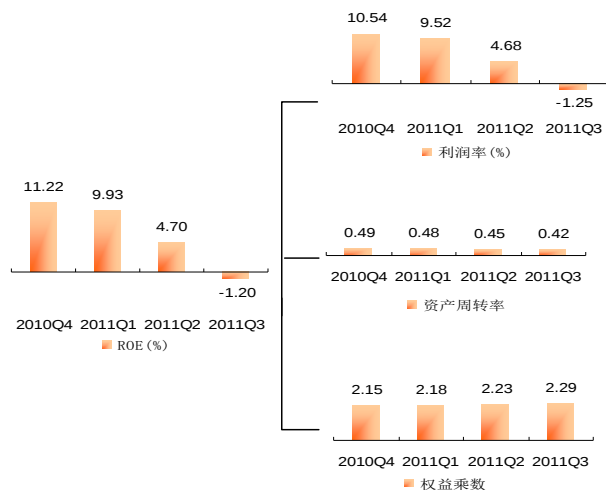
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 52: 航空运输盈利恶化



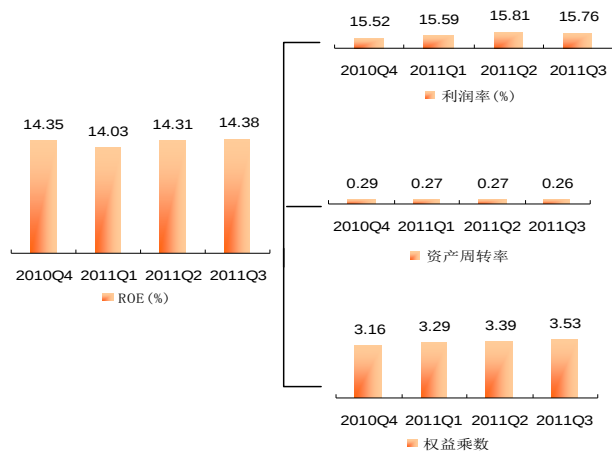
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 53: 航运盈利恶化



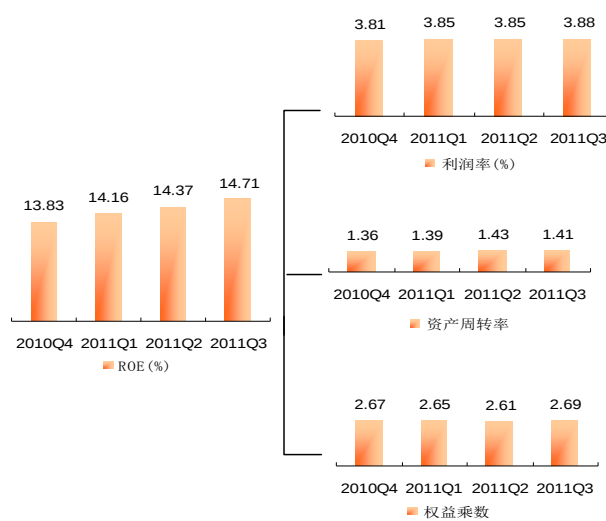
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 54：房地产行业利润率下滑、负债上升



来源：Wind，齐鲁证券研究所

图表 55：零售行业周转下降



来源：Wind，齐鲁证券研究所

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-20315181
手机:13641659577
传真:021-20315125
邮编:200120
地址:上海市花园石桥路 66 号
东亚银行金融大厦 18 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-20315187
手机:18621368050
传真:021-20315125
邮编:200120
地址:上海市花园石桥路 66 号
东亚银行金融大厦 18 楼

济南
联系人:阴红星
电话:0531- 68889520
手机:13969199716
传真:0531- 68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308