

盈利继续下滑，库存维持高位

——2011 年上市公司三季报分析

报告要点

■ 上市公司 2011 年三季报盈利能力继续下滑

2011 年三季度上市公司净利润同比增长 20.6%，相比中报数据 24.2% 继续下降。上市公司前三季度累计净利润 31615 亿同比增速 22.5%。2010 年全年上市公司净利润增长 39.6%，今年前三季度增长明显弱于去年同期。

从行业风格角度看，三季度创业板净利润同比从前期的 28.2% 下降 10.8 个百分点至 17.4%，中小企业板从 20.9% 下降到 15.4%，主板企业从 24.4% 下降为 20.9%。

所有类型企业净利润同比均下降，以中小企业的净利润增速回落最为剧烈。并且从 WIND 公布的四季度盈利预测情况来看，市场对中小板与创业板的四季度盈利预测高于三季度，仅对主板的盈利预测是上调的。

这一背离，从侧面反映了当前市场对中小板与创业板未来盈利下行预期的调整是非常不充分的，基于盈利的下调风险，中小板与创业板指数仍具备调整的空间。

■ 借库存周转看不同行业的需求冷暖

上市公司库存周转天数反映了企业的库存调整效率。从剔除金融、地产、中石油、中石化的库存周转天数来看，三季报较中报略有回落，由 64.91 天降至 64.70 天，同比则略有上升，由 3.1% 升至 3.2%。上市公司库存周转数据所反映的情况与统计局公布的工业库存数据所反映的情况基本一致。在三季度产出平稳增长、需求疲弱的影响下，库存的调整相对缓和。

■ 信贷收紧的滞后效应，企业现金流处历史低位

企业的资金与宏观信贷政策密切相关。从货币供应量来看，9 月 M1 同比增速降至 09 年以来的新底，为 8.9%。9 月新增贷款余额低于预期水平，为 4700 亿，较上月下降 785 亿。

货币增速与新增贷款反映了当前的流动性依然是相对紧张的。经营现金流量净额占营业收入的比重可以反映企业资金链状况。从剔除金融地产的数据来看，该指标虽有季节性回升，但处于历史较低水平。但考虑到当前政策结构性微调信号逐步释放，如果后续有信贷放松，企业资金链紧张的格局也将出现积极的变化。

相关研究

《基金持仓变动下的投资机会挖掘——基金季度持仓分析专题之三》，邓二勇，2011 年 11 月 1 日

分析师：

邓二勇

(8621) 68751589

denggy@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490210070005

联系人：

吴春杰

(8621) 68751589

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

前瞻：盈利继续下滑，库存维持高位	4
一、上市公司 2011 年三季报盈利能力继续下滑	4
1.1 全部 A 股净利润增速继续回落	4
1.2 创业板净利润同比深幅下行	5
1.3 三季度毛利率稳中回落变化不大	6
1.3 分行业盈利状况分析	7
二、借库存周转看不同行业的需求冷暖	10
2.1 上市公司库存延续缓慢调整态势	10
2.2 行业现分化，地产库存周转天数高位上涨	11
三、信贷收紧的滞后效应，现金流处历史低位	12

图表目录

图 1: 上市公司净利润增幅及 2011 年全年增幅预测 (%)	4
图 2: 上市公司近年来季度净利润增幅情况	5
图 3: 不同风格上市公司净利润增幅及 2011 年全年增幅预测 (%)	5
图 4: 2011 年第三季度上市公司毛利率	6
图 5: 2011 年第三季度上市公司不同风格类型板块毛利率	6
图 6: 上市公司近年来季度营业收入和营业成本增幅情况	7
图 7: 各行业前后两季度毛利率变化	7
图 8: 各行业 (扣除金融部门后) 三季度净利润 (亿) 和净利润同比	8
图 9: 各行业三季度营业收入 (亿) 和同比增长	8
图 10: 剔除金融地产及中石油化后的库存周转天数与同比	10
图 11: 工业增加值同比与库存同比反映的库存周期	10
图 12: 库存周转变化的行业差异	11
图 13: 房地产库存周转天数及同比	11
图 14: 货币增速以及金融机构新增贷款	12
图 15: 剔除金融地产后上市公司经营现金流量净额/营业收入处历史低位	13
表 1: 各行业盈利状况变化	9
表 2: 各行业经营现金流量净额占营业收入比较变化	13

前瞻：盈利继续下滑，库存维持高位

2011 年三季度上证指数下跌 15.26%，深证指数下跌 15.64%，市场重心随着盈利预期下滑而出现快速下跌。

截止目前，上市公司 2011 年三季报已经陆续披露完全，全部上市公司三季度净利润同比增长 20.6%，营业收入同比增长 27.0%，营业总成本同比增长 29.9%，整体毛利率水平 16.1%。上市公司主营业务增速慢于营业成本增速，毛利率环比出现微小下降，但下降速度放缓。最新公布的 10 月官方制造业 PMI 购进价格指数大幅回落 10.4，至 46.2，降至临界值以下。企业家对未来价格水平回落的预期非常一致。对于企业来讲，来自成本端价格上涨的压力有望得到实质性的缓解，上市公司盈利水平在明年一季度企稳的概率较大。

上市公司的库存周转变化与统计局公布的工业企业库存数据变化存在较大的一致性。在三季度产出平稳增长、需求疲弱的影响下，库存的调整相对缓和。

对比历史，当前上市公司经营活动现金流处于相对紧张的状况。企业的资金与宏观信贷政策密切相关。从货币供应量来看，9 月 M1 同比增速降至 09 年以来的新底，为 8.9%。9 月新增贷款余额低于预期水平，为 4700 亿，较上月下降 785 亿。货币增速与新增贷款反映了当前的流动性依然是相对紧张的。但考虑到当前政策结构性微调信号逐步释放，如果后续有信贷放松，企业资金链紧张的格局也将出现积极的变化。

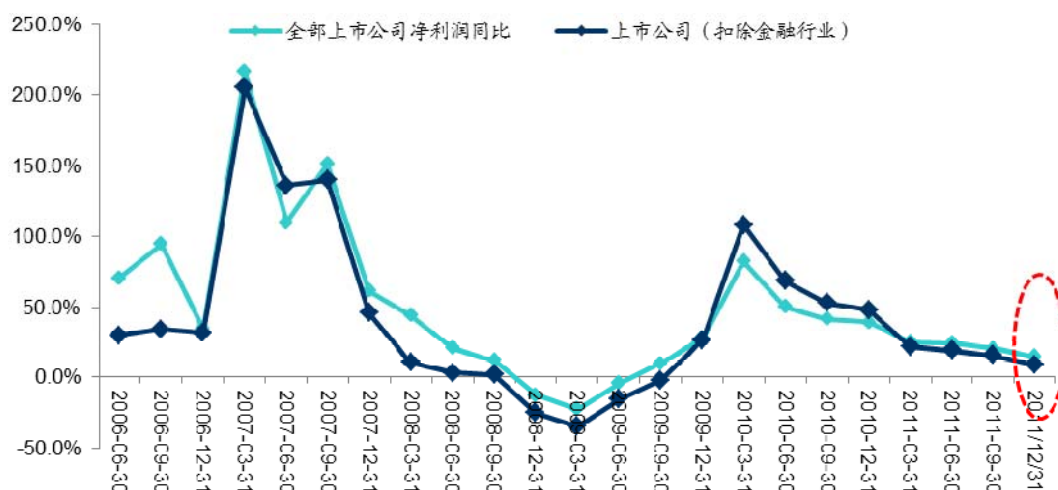
一、上市公司 2011 年三季报盈利能力继续下滑

1.1 全部 A 股净利润增速继续回落

2011 年三季度上市公司净利润同比增长 20.6%，相比中报数据 24.2%继续下降。上市公司前三季度累计净利润 31615 亿同比增速 22.5%。2010 年全年上市公司净利润增长 39.6%，今年前三季度增长明显弱于去年同期。

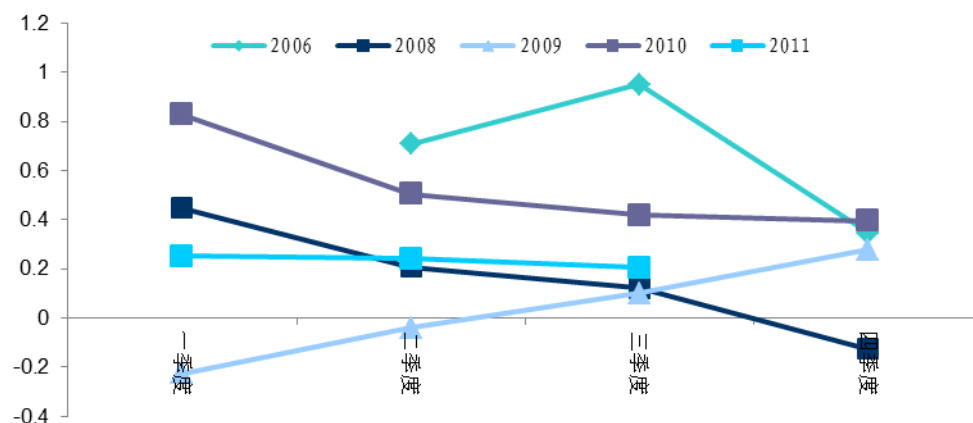
根据 WIND 统计盈利预测（图中 2011 年四季度净利润同比为预测值），第四季度上市公司盈利水平将继续回落。逻辑上，我们认为主要有两方面理由支撑四季度盈利仍继续下行的判断。一方面，净利润变化具有一定的季节性，除了 09 年全年因大量政府基础建设投资使得净利润快速回升外，2006 年以来上市公司每年四季度净利润增长不如三季度增幅。另一方面，今年以来国内经济一直困扰于高通胀和海外市场需求疲软，这两方面也制约了企业盈利能力的改善。

图 1：上市公司净利润增幅及 2011 年全年增幅预测（%）



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

图 2: 上市公司近年来季度净利润增幅情况



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

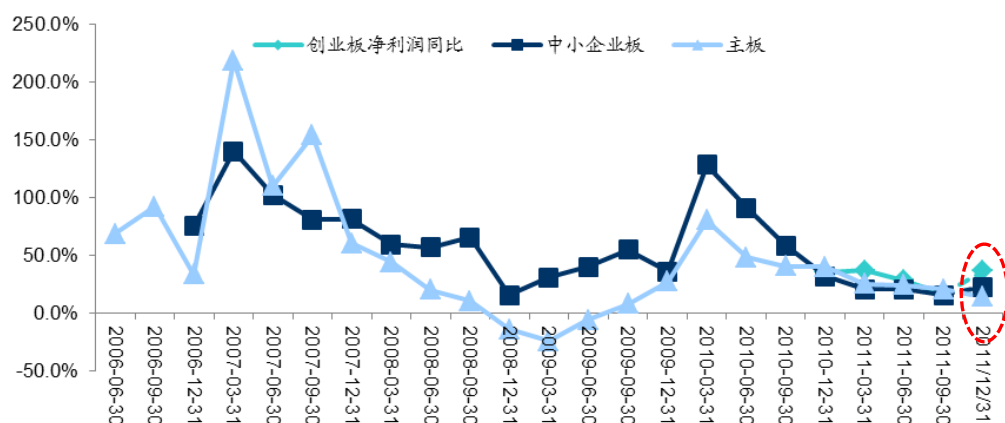
1.2 创业板净利润同比深幅下行

从行业风格角度看, 三季度创业板净利润同比从前期的 28.2% 下降 10.8 个百分点至 17.4%, 中小企业板从 20.9% 下降到 15.4%, 主板企业从 24.4% 下降为 20.9%。

所有类型企业净利润同比均下降, 以中小企业的净利润增速回落最为剧烈。并且从 WIND 公布的四季度盈利预测情况来看, 市场对中小板与创业板的四季度盈利预测高于三季度, 仅对主板的盈利预测是上调的。

这一背离, 从侧面反映了当前市场对中小板与创业板未来盈利下行预期的调整是非常不充分的, 基于盈利的下调风险, 中小板与创业板指数仍具备调整的空间。

图 3: 不同风格上市公司净利润增幅及 2011 年全年增幅预测 (%)



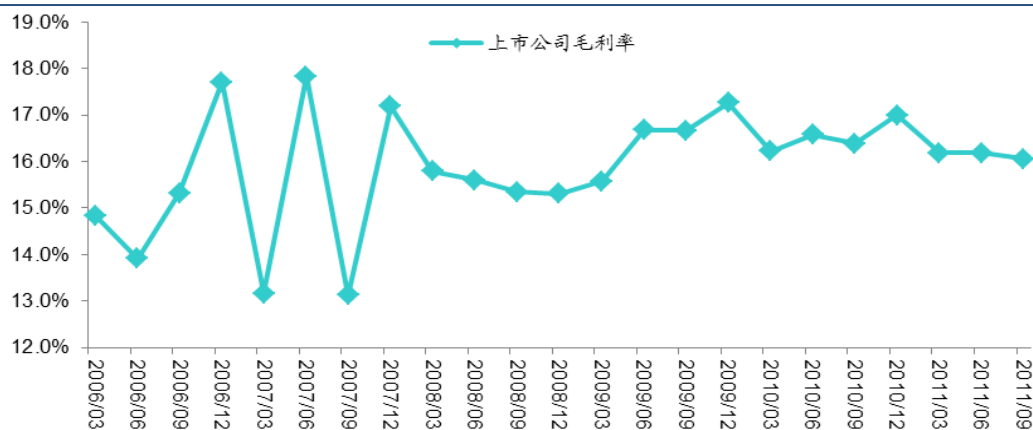
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

1.3 三季度毛利率稳中回落变化不大

三季度，市场毛利率变化不大，从上季度的 16.2% 微幅下降至 16.1%。从毛利率角度看上市公司基本面并没有严重恶化。

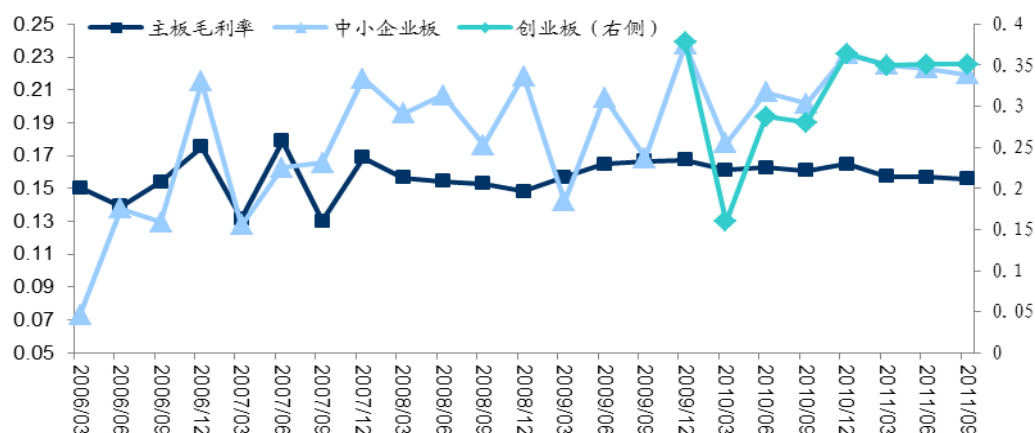
不同风格行业的毛利率有所不同，创业板毛利率两个季度间保持不变，依然为 35.1%，中小板毛利从上季度的 22.3% 下降至 22.0%，调整幅度不大，主板企业毛利率绝对值较低，同上季度相比变化不大，从 15.7% 下降为 15.6%。

图 4：2011 年第三季度上市公司毛利率



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

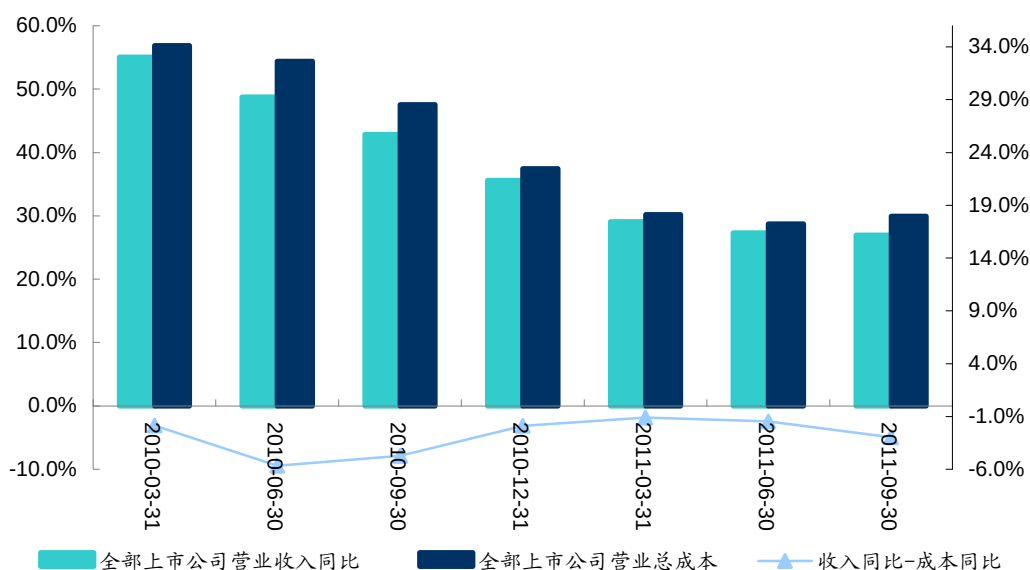
图 5：2011 年第三季度上市公司不同风格类型板块毛利率



资料来源: Wind 资讯, 长江证券研究部

从成本与收入分解来看, 三季度上市公司营业收入增速 27.0%, 较上季度 27.3%略微下降 0.3 个百分点, 营业收入的回落与今年三季度弱势的需求有关。从我们跟踪的行业基本面变化情况来看, “旺季不旺”反映了多个行业的需求差。而成本方面, 高价格压力导致营业成本增速 29.9%比上季度的 29.8%上升 0.1%。收入的回落与成本的上涨双重压力之下, 企业的盈利能力继续回落。

图 6: 上市公司近年来季度营业收入和营业成本增幅情况

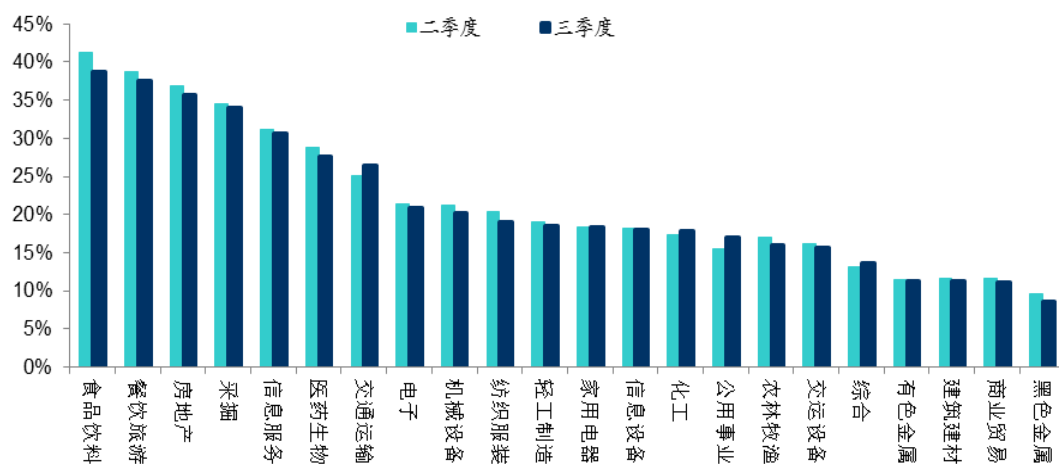


资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

1.3 分行业盈利状况分析

三季度多数行业盈利能力下降。毛利率下降幅度较大的行业如食品饮料, 从二季度的 41.3% 下降到 38.7%, 服装纺织行业从 20.4%下降至 19.0%。在经济景气下降的过程中仅有交通运输业、化工业、公用事业和综合毛利率上升, 分别上升 1.5%, 0.4%, 1.6%和 0.5%。

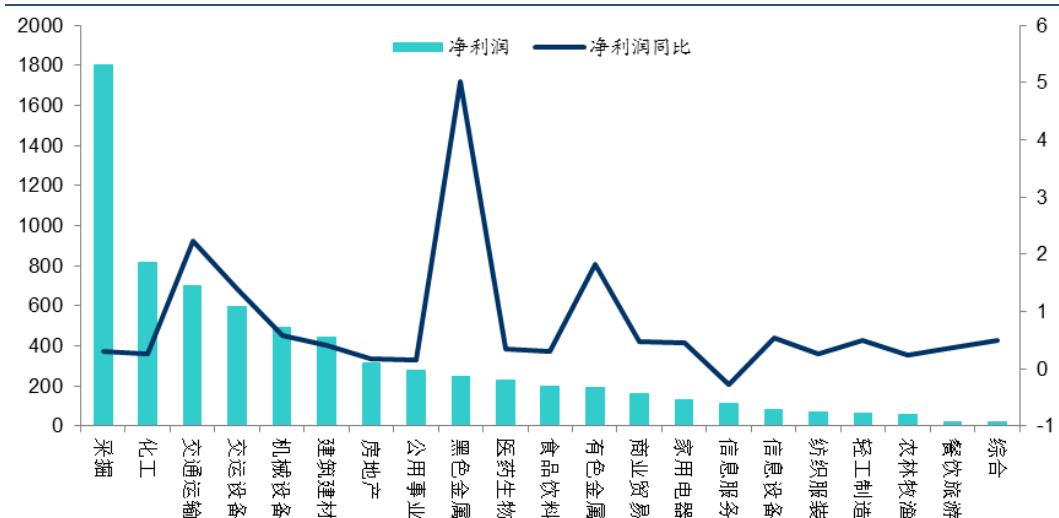
图 7: 各行业前后两季度毛利率变化



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

三季度全行业净利润 13086.67 亿，金融行业的净利润达 5973.74 亿占比达 45.6%，同比增长 30.5%。其它行业的盈利情况如图 8 所示，其中黑色金属净利润同比增速达 502%，主要原因是前期基数较低，而有较高质量的净利润增速行业主要有交通运输业，机械设备、建筑材料、轻工制造，净利润增幅超 40%。信息服务业净利润增速出现负增长，为-26.2%，前两季度增幅也为负值分别为-40.0%和 29.5%。

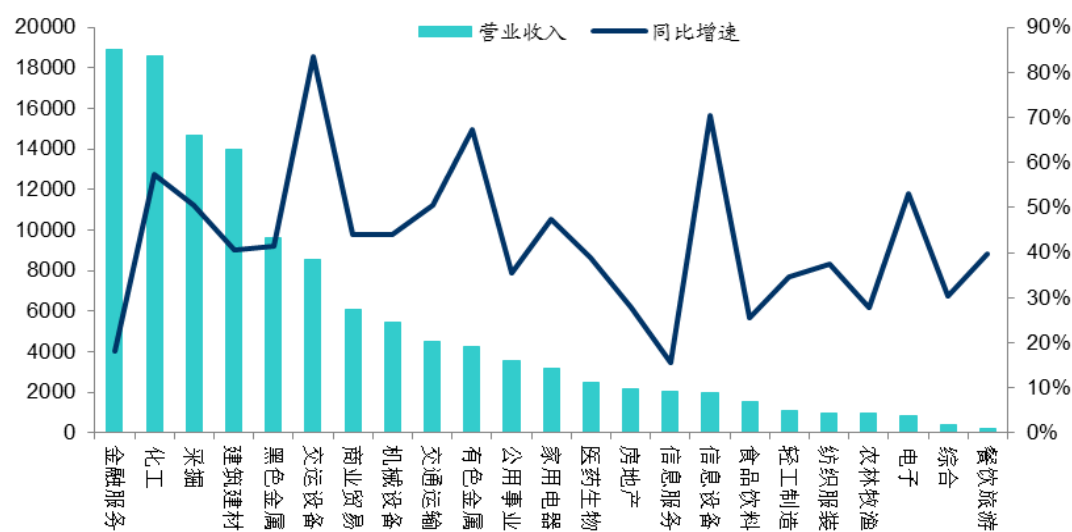
图 8: 各行业（扣除金融部门后）三季度净利润（亿）和净利润同比



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

三季度营业收入同比增长较乐观，多数行业营业利润增幅达 30%以上，其中交运设备、信息设备、有色金属、化工、电子营业利润增幅分别达 83.5%，70.3%，67.3%，57.4%和 53.1%。而增幅较小的行业是金融服务为 18.2%，信息服务 15.5%，食品饮料 25.7%。

图 9: 各行业三季度营业收入（亿）和同比增长



资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

表 1: 各行业盈利状况变化

行业	毛利率			净利润增长率			营业收入增长率		
	二季度	三季度	变化	二季度	三季度	变化	二季度	三季度	变化
农林牧渔	16.9%	16.1%	-0.9%	32.4%	23.4%	-9.0%	31.5%	27.8%	-3.7%
采掘	34.5%	34.1%	-0.5%	36.0%	30.1%	-5.9%	60.3%	50.6%	-9.7%
化工	17.4%	17.8%	0.4%	20.3%	25.4%	5.1%	71.3%	57.4%	-13.9%
黑色金属	9.6%	8.6%	-1.1%	-384.7%	502.5%	887.1%	48.5%	41.5%	-7.0%
有色金属	11.5%	11.3%	-0.1%	669.1%	183.3%	-485.8%	82.7%	67.3%	-15.4%
建筑建材	11.7%	11.2%	-0.4%	55.4%	42.4%	-13.0%	41.9%	40.7%	-1.2%
机械设备	21.1%	20.2%	-0.9%	73.2%	58.8%	-14.3%	53.2%	44.0%	-9.2%
电子	21.4%	20.9%	-0.5%	-499.1%	-1727.4%	-1228.4%	64.3%	53.1%	-11.2%
交运设备	16.2%	15.6%	-0.6%	207.0%	140.0%	-67.0%	97.1%	83.5%	-13.6%
信息设备	18.2%	18.0%	-0.2%	66.8%	53.2%	-13.6%	79.0%	70.4%	-8.6%
家用电器	18.4%	18.3%	-0.1%	49.4%	44.7%	-4.8%	51.6%	47.3%	-4.3%
食品饮料	41.3%	38.7%	-2.6%	36.6%	31.1%	-5.5%	25.9%	25.7%	-0.2%
纺织服装	20.4%	19.0%	-1.4%	13.9%	26.3%	12.4%	40.1%	37.4%	-2.7%
轻工制造	19.0%	18.5%	-0.6%	122.9%	50.1%	-72.8%	45.7%	34.7%	-11.0%
医药生物	28.9%	27.6%	-1.2%	57.6%	35.9%	-21.7%	41.1%	39.0%	-2.2%
公用事业	15.5%	17.1%	1.6%	16.7%	15.4%	-1.3%	42.8%	35.4%	-7.4%
交通运输	25.0%	26.5%	1.5%	210.3%	222.5%	12.1%	49.3%	50.4%	1.1%
房地产	36.8%	35.7%	-1.1%	26.3%	17.0%	-9.3%	35.3%	27.9%	-7.3%

金融服务	11.6%	11.2%	-0.5%	33.0%	30.5%	-2.5%	18.6%	18.2%	-0.4%
商业贸易	38.8%	37.6%	-1.1%	54.2%	47.9%	-6.3%	52.4%	44.1%	-8.3%
餐饮旅游	31.2%	30.7%	-0.5%	37.9%	37.4%	-0.5%	35.6%	39.7%	4.1%
信息服务	13.2%	13.7%	0.5%	-29.5%	-26.2%	3.3%	16.5%	15.5%	-1.0%
综合	16.9%	16.1%	-0.9%	86.9%	49.4%	-37.5%	41.4%	30.5%	-10.9%

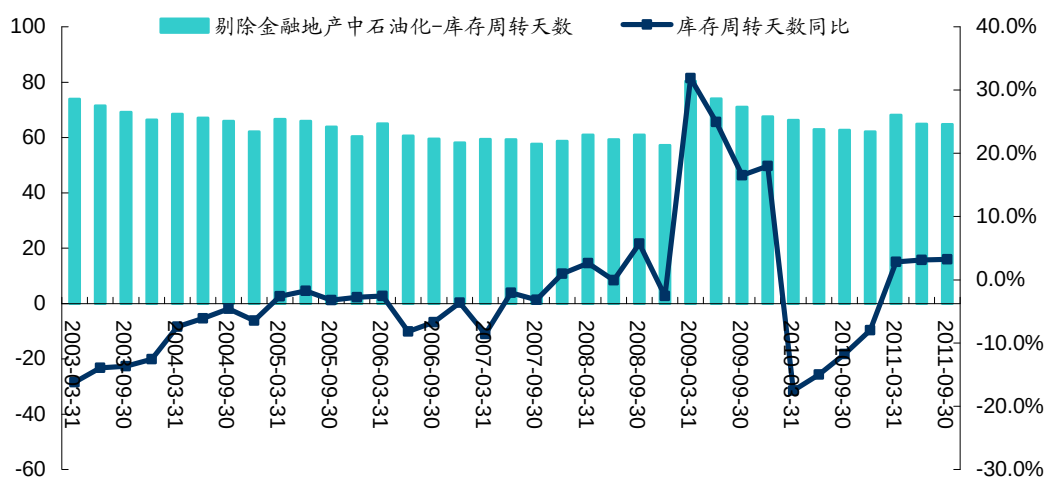
资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

二、借库存周转看不同行业的需求冷暖

2.1 上市公司库存延续缓慢调整态势

上市公司财务统计数据中的库存周转天数反映了企业的库存调整效率。从剔除金融、地产、中石油、中石化的库存周转天数来看，季报较中报略有回落，由 64.91 天降至 64.70 天，同比则略有上升，由 3.1% 升至 3.2%。上市公司库存周转数据所反映的情况与统计局公布的工业库存数据所反映的情况基本一致。在三季度产出平稳增长、需求疲弱的影响下，库存的调整相对缓和。

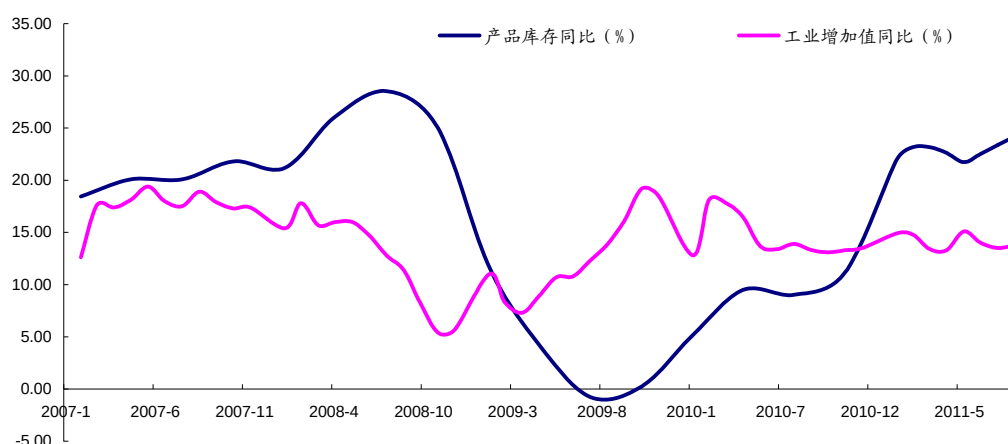
图 10：剔除金融地产及中石油化后的库存周转天数与同比



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

统计局公布的工业库存数据，9 月同比增长 24.2%，较上月上涨 0.82%，上月为 23.38%。考虑到 9 月工业增加值同比的回升有部分去年同期节能减排压力下的低基数因数，我们倾向于认为当前为被动补库存阶段。从行业上来看，库存同比增加的多为中游制造业行业，中游需求较弱。

图 11：工业增加值同比与库存同比反映的库存周期

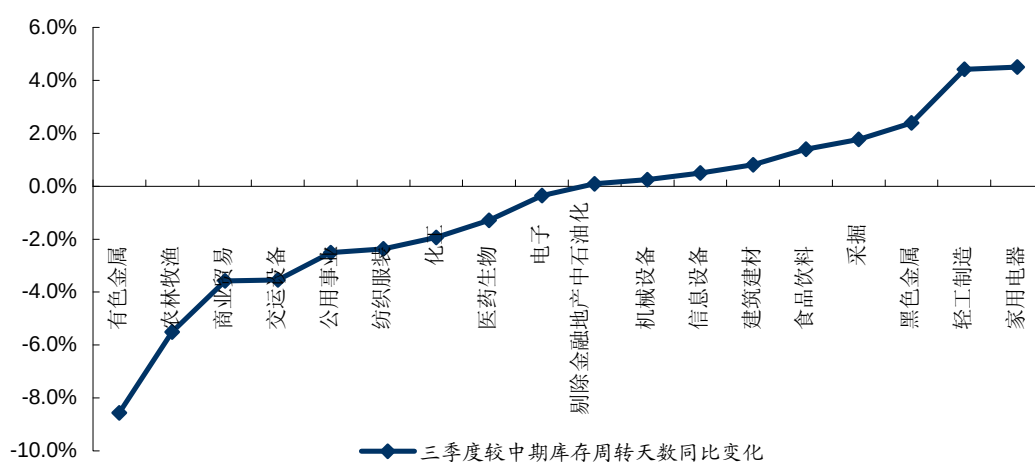


资料来源：CEIC，长江证券研究部

2.2 行业现分化，地产库存周转天数高位上涨

从不同行业的库存周转变化来看，存在较大分化。库存周转变慢的行业有家用电器、轻工制造、食品饮料，以及强周期的黑色金属、采掘、建筑建材、机械设备；而库存周转加快的行业包括有色金属、农林牧渔、商业贸易、交运设备。

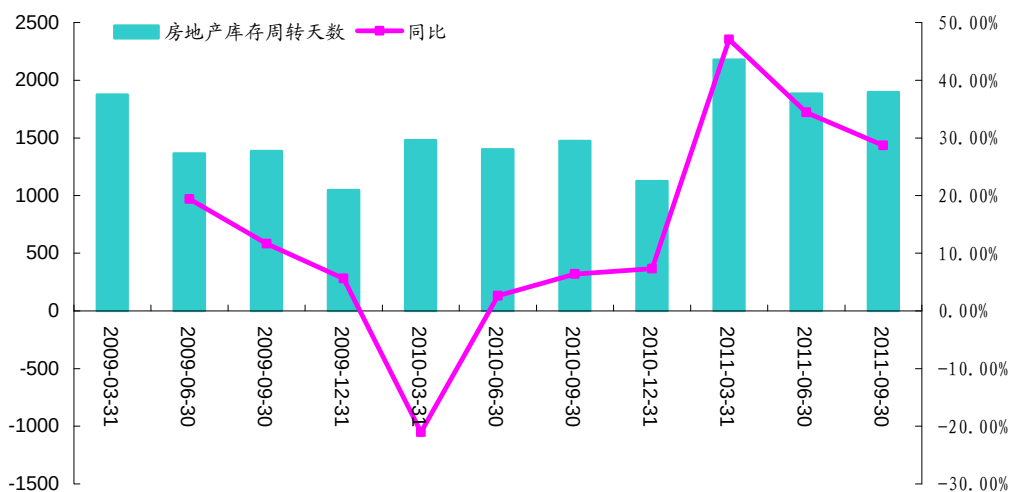
图 12：库存周转变化的行业差异



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

今年以来，政府对房地产的调控延续了此前的严厉政策。尤其是限购政策的实施，直接抑制了房地产的需求。11月1日，在市场开始预期部分城市会放松限购之时，珠海再次传出限购政策，打消了市场对政策放松的预期。从房地产行业的库存周转天数变化也可以看出，三季度房地产行业上市公司的库存周转天数为1895天，较二季度略有回升。当前房地产的库存周转情况为历史上最差的水平，对房地产企业来讲，面临着资金链紧张的严峻考验。

图 13: 房地产库存周转天数及同比

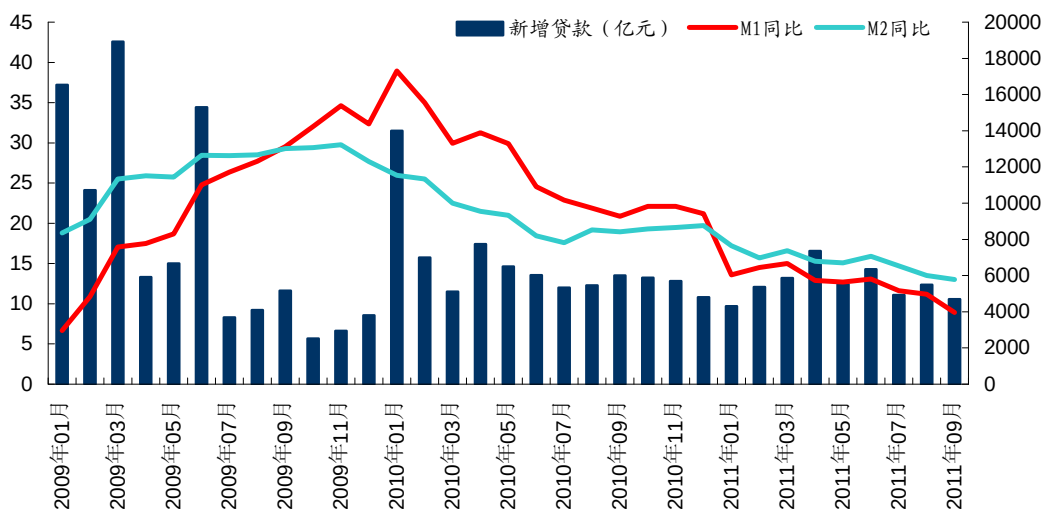


资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究部

三、信贷收紧的滞后效应，现金流处历史低位

企业的资金与宏观信贷政策密切相关。从货币供应量来看，9月M1同比增速降至09年以来的新底，为8.9%。9月新增贷款余额低于预期水平，为4700亿，较上月下降785亿。货币增速与新增贷款反映了当前的流动性依然是相对紧张的。一方面，继续收紧的货币供应状况反映了央行继续以调通胀为目标的政策取向；另一方面，在货币政策工具的选择上，由于当前的货币供应量增速已经处在历史较低水平，央行继续采取数量型调控政策的可能性非常低。从其周期判断的作用来看，当前经济处在衰退前周期，资金链紧张仍将对经济，尤其是中小企业的生产经营产生负面影响。

图 14: 货币增速以及金融机构新增贷款

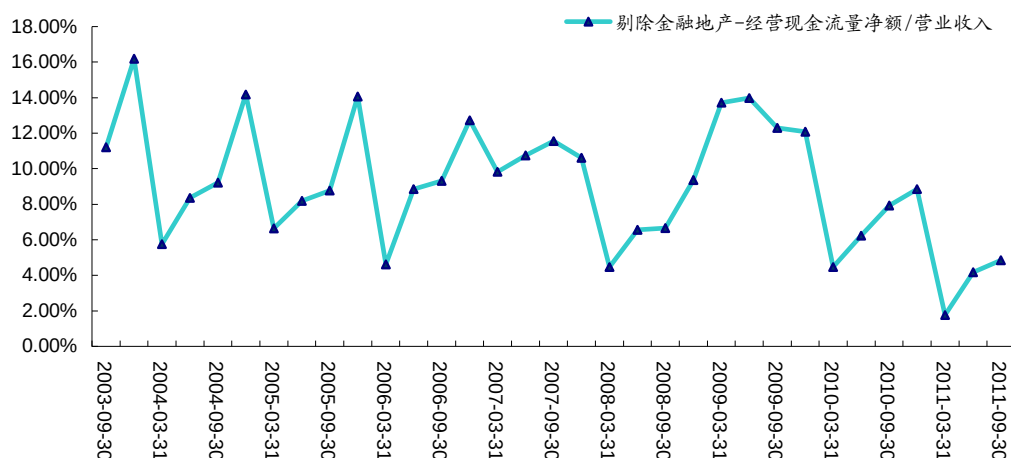


资料来源: WIND 资讯, 长江证券研究所

经营现金流量净额占营业收入的比重可以反映企业资金链状况。从剔除金融地产的数据来看，该指标虽有季节性回升，但处于历史较低水平。当前，在前期信贷收缩的背景之下，上市公司的资金链条也相对紧张。但考虑到当前政策结构性微调信号逐步释放，如果后续有信

贷放松，企业资金链紧张的格局也将出现积极的变化。

图 15：剔除金融地产后上市公司经营现金流量净额/营业收入处历史低位



资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

表 2：各行业经营现金流量净额占营业收入比较变化

行业	第一季度	第二季度	第三季度	三季度较中期变化
房地产	-61.9%	-34.1%	-29.1%	5.0%
餐饮旅游	2.2%	7.4%	11.0%	3.6%
机械设备	-23.7%	-9.9%	-6.7%	3.2%
纺织服装	-14.5%	-6.2%	-3.4%	2.8%
公用事业	15.4%	14.7%	16.9%	2.2%
交通运输	12.4%	15.6%	17.7%	2.1%
交运设备	-5.4%	-3.1%	-1.4%	1.7%
建筑建材	-8.3%	-5.4%	-4.2%	1.2%
化工	2.1%	3.0%	4.0%	1.0%
信息服务	9.0%	20.0%	20.9%	0.9%
食品饮料	15.7%	18.0%	18.6%	0.6%
商业贸易	-1.8%	-0.3%	0.2%	0.5%
信息设备	-17.1%	-9.2%	-8.7%	0.5%
电子	-1.7%	1.8%	2.2%	0.4%
农林牧渔	1.5%	5.8%	6.0%	0.3%
采掘	16.8%	16.9%	16.8%	-0.1%
有色金属	0.5%	5.6%	4.8%	-0.7%
黑色金属	4.1%	4.7%	3.7%	-1.0%
家用电器	2.7%	4.3%	3.2%	-1.1%
轻工制造	-1.5%	4.1%	2.8%	-1.3%
综合	-19.7%	-8.4%	-9.9%	-1.5%
医药生物	-0.3%	3.6%	1.9%	-1.7%

资料来源：WIND 资讯，长江证券研究部

分析师介绍

邓二勇，华中科技大学数量经济学硕士毕业，从事宏观策略研究。主要的研究方向为经济周期与资产配置。

吴春杰，复旦大学经济学硕士，南开大学金融学学士，从事宏观策略研究。主要的研究方向为行业比较。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。