

成本侵蚀盈利能力 业绩底取决于去库存进程

——三季度报的行业比较分析

策略专题报告

2011年11月6日

主要观点:

- 上市公司今年以来业绩增速逐季下降，盈利向银行业倾斜明显。这样的资源配置效果显示经济增长结构并不健康，预计随着宏观政策预调微调，该现象将得到适度修正。
- 上游行业因其资源属性而在三季度经济尚属温和的下滑过程中表现最好，消费属性的下游行业次之，中游行业因需求不振而出现了负增长。创业板则继续令人失望的业绩。
- 受益于消费升级的“吃、穿、行”行业盈利较好，行业景气度低迷、原材料或者经营成本高企是导致航运、电力、电子、通信设备、汽车零部件和酒店业业绩不佳的主因。
- 原材料和资金成本上升影响上市公司盈利能力。毛利率下滑斜率稳定，外需行业受影响明显；资金成本上升较快，交运费用压力较大；销售净利率大降拖累 ROE 下行。
- ROE 绝对数和相对变化方面，上游行业要好于中下游行业。下游消费升级和上游资源行业在高通胀环境下显现优势，一些盈利能力较差的细分行业大多受外需下降影响。
- 创业板盈利质量呈下降趋势，房地产行业的公允价值变动净收益无法持续。
- 创业板和地产行业现金流持续净流出，设备类公司资金压力加大。设备类公司在调控下难以顺畅地回笼资金。预计明年上半年中小型地产开发商的资金链就将面临大考。
- 上游价格发生逆转，四季度面临原材料跌价和产成品积压双重压力。第四季度去库存进程深化困扰业绩，寄望政策的预调和微调；应收账款结合现金流情况表明上市公司的货款变现能力正在下降，但总体仍属温和；地产去化困局超 08 年。
- 今年三季度上市公司存货变现依然较为平稳。银根收紧和经济下滑对创业板的影响较大，上游行业的存货变现情况较好，下游行业的消费需求受到产品涨价等因素的抑制，营业周期上升，中游行业会为了降低原材料价格上升的压力而缩短采购周期，但存货变现则受制于下游需求不旺，风险在于：内外交困下 8 月份大部分上游原材料价格发生了逆转，中游囤积的存货很难顺畅地变现，将要承受原材料跌价和产成品积压的双重压力，航运、建筑和汽车相关行业存货变现的压力最大。另外，引人关注的房地产行业的存货去化天数今年以来升破了以往的正常轨迹，面临的困局或将超过 08 年。
- 三季度报的行业比较和年内的配置建议
- 前期超配流动性敏感或受益于政策预期的板块如金融、信息服务、汽车，后期重点配置受益于铜、铝等原材料下跌、毛利率弹性高、政策面可能有改善的电源输变电设备或者负面因素消化充分、需求较稳定的空调板块，以及盈利增长稳定、估值切换预期增加、估值溢价适中的零售。这些都是我们四季度行业配置策略中建议超配的板块。

策略组

分析师：戴康 CFA

执业证书编号：S0550511070001

TEL: (021)63367000-232

FAX: (021)63373209

Email: daikang@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

正文目录

一、 第三季度业绩概览：业绩增速逐季下滑，盈利向银行业倾斜	4
二、 原材料和资金成本上升影响上市公司盈利能力	8
2.1、毛利率下滑斜率稳定，外需行业受影响明显	8
2.2、资金成本上升较快，交运费用压力较大	10
2.3、销售净利率大降是拖累 ROE 下行的主因	14
三、 创业板盈利质量较高但呈下降趋势	17
四、 创业板和地产行业现金流持续净流出，设备类公司资金压力回笼加大	18
五、 上游价格发生逆转，四季度面临原材料跌价和产成品积压双重压力	20
5.1、去库存进程将深化，房地产去化不理想	20
5.2、主动或被动放松信用，货款变现能力下降	22
5.3、整体存货变现依然平稳，地产去化困局超 08 年	24
六、 三季报的行业比较和年内的配置建议	26

图表目录

图 1、今年三季度大类行业盈利分布图	4
图 2、今年三季度大类行业贡献盈利增量分布图	4
图 3、三季度上市公司整体的毛利率下滑斜率稳定	9
图 4、整体以及大类行业去年和今年 1-3 季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入变化	19
图 5、上市公司最近 7 个季度存货水平以及占比变动	21
图 6、房地产上市公司最近 5 年存货变动（可比公司数据）	21
图 7、风格板块最近 7 个季度存货占比变动	21
图 8、上中下游行业最近 7 个季度存货占比变动	21
图 9、上市公司最近 7 个季度应收账款变动	23
图 10、上市公司最近 7 个季度应收账款同比环比增速	23
图 11、风格板块最近 7 个季度应收账款占比变化	23
图 12、上中下游行业最近 7 个季度应收账款占比变化	23
图 13、上市公司最近 7 个季度存货变现天数	25
图 14、房地产上市公司最近 5 年存货变现天数	25
图 15、风格板块最近 7 个季度存货变现天数	25
图 16、上中下游行业最近 7 个季度存货变现天数	25
图 17、良好的季报预期提振“吃、穿、行”板块三季度的超额收益	27
图 18、糟糕的季报预期使航运等板块三季度无法取得超额收益	27
图 19、“稳金融”政策取向有望持续推升金融板块超额收益	27
图 20、电源设备毛利率较输变电设备对铜价更敏感	27
图 21、空调行业集中度上升增强了寡头厂商的提价能力	28
图 22、零售板块的市盈率偏低，估值溢价适中	28

表 1、上中下游行业划分	4
表 2、整体以及大类行业三季度盈利同比增速	5
表 3、整体以及大类行业三季度盈利环比增速	6
表 4、各行业三季度营业收入同比增速	6
表 5、各行业三季度净利润同比增速	7
表 6、整体以及大类行业三季度毛利率变化	8
表 7、各行业三季度毛利率变化	9
表 8、整体以及大类行业三季度工资开支占比变化	10
表 9、整体和大类行业三季度财务费用占比变化	11
表 10、整体以及大类行业三季度三费占比变化	11
表 11、各行业三季度工资开支占比变化	11
表 12、各行业三季度财务费用占比变化	12
表 13、各行业三季度三费占比变化	13
表 14、整体以及大类行业三季度 ROE 分解	14
表 15、各行业三季度 ROE 变化	16
表 16、整体以及大类行业 09、10、11 年三季度的盈利质量对比解析	17
表 17、各行业 09、10 和 11 年三季度的盈利质量比较解析	17
表 18、整体以及大类行业三季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入	18
表 19、各行业近两年 1-3 季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入变化	19
表 20、整体以及大类行业最近 7 个季度存货水平变化	20
表 21、各行业最近 7 个季度存货占营业成本比重变化	21
表 22、整体以及大类行业最近 7 个季度应收账款水平变化	22
表 23、各行业最近 7 个季度应收账款占营业收入比重变化	23
表 24、整体以及大类行业最近 7 个季度存货变现天数变化	24
表 25、各行业最近 7 个季度存货变现天数	25
表 26、2011 年三季度行业业绩评价表	26

一、 第三季度业绩概览：业绩增速逐季下降，盈利向银行业倾斜

我们先将各行业归类为上中下游，考虑到金融房地产行业在会计处理上的特殊性，将这两个大行业自上中下游的分类中单独取出分析。

表 1、上中下行业划分

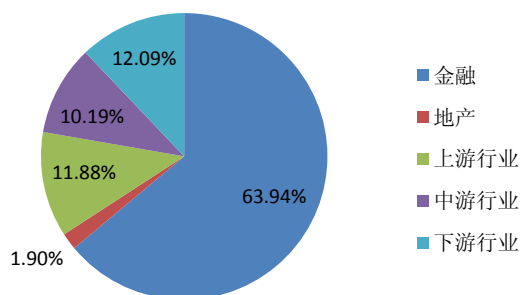
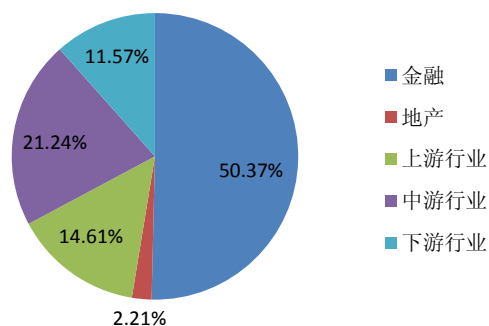
上游行业	中游行业	下游行业
煤炭开采	黑色金属	非汽车交运设备
石油开采	建筑材料	汽车零部件
有色金属	建筑装饰	汽车整车
农林牧渔	化工	航空运输
	机械设备	计算机设备
	电子	通信设备
	轻工制造	信息服务
	电力	家用电器
	港口	医药生物
	机场	纺织制造
	高速公路	服装家纺
	航运	餐饮
	铁路运输	景点
		酒店
		旅游综合
		饮料制造
		食品加工制造
		零售

数据来源：东北证券

三季报上市公司盈利中金融占据了半壁江山。我们在相对于去年同期的盈利增量分布图中可以发现：在持续的宏观调控下，盈利向银行业倾斜的趋势明显，这样的资源配置效果显示经济增长结构并不健康，预计随着宏观政策微调，该现象将得到适度修正。同时，四万亿投资效应逐渐弱化以及原材料、资金和人工成本上升对中游行业的影响显现，中游行业的盈利空间被大幅挤占，下游行业更稳定。

图 1、大类行业 2011 年三季度盈利分布图

图 2、大类行业 2011 年三季度贡献盈利增量分布图



数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

2011 年上市公司整体的盈利同比增速逐季放缓，环比都呈负增长。风格上仅主板公司维持两位数同比增长，中小板次之，创业板继续令人失望的业绩表现。大类行业盈利同比增速均出现下滑，上游行业因其资源属性而继续在三季度经济尚属温和的下滑过程中表现最好，消费属性的下游行业次之，中游行业因需求不振而出现了负增长。占据盈利半壁江山的金融行业受贷款增速下滑拖累但仍有 20% 增长，地产行业净利润环比下降显示了该行业可结算项目减少的趋势。

表 2：整体以及大类行业三季度盈利同比增速

		10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
营业收入	全部 A 股剔除金融石油石化	54.27%	47.14%	32.41%	29.64%	25.56%	26.52%
	主板 A 股	48.00%	41.73%	30.27%	28.88%	25.55%	25.08%
	中小企业板	37.90%	35.84%	31.35%	31.88%	27.87%	28.03%
	创业板	18.56%	30.35%	33.24%	39.54%	27.85%	24.65%
	金融	19.65%	11.59%	19.31%	25.58%	26.55%	17.73%
	地产	83.46%	13.81%	17.20%	-2.99%	18.33%	22.35%
	上游行业剔除中石油	56.60%	60.30%	37.26%	32.66%	34.15%	44.52%
	中游行业剔除中石化	39.15%	40.92%	28.66%	27.42%	23.56%	19.65%
	下游行业	50.90%	44.19%	34.32%	28.26%	20.16%	22.87%
营业利润	全部 A 股剔除金融石油石化	96.18%	39.23%	23.89%	24.36%	19.00%	8.02%
	主板 A 股	62.74%	31.40%	28.96%	27.09%	25.61%	14.83%
	中小企业板	68.92%	39.20%	28.70%	30.08%	17.74%	9.76%
	创业板	27.42%	15.53%	15.08%	38.10%	14.84%	7.73%
	金融	37.03%	22.91%	35.01%	29.41%	32.48%	21.81%
	地产	138.76%	-3.84%	5.51%	-8.85%	28.61%	22.90%
	上游行业剔除中石油	63.34%	54.99%	31.32%	23.68%	46.08%	26.55%
	中游行业剔除中石化	219.34%	97.81%	35.23%	23.88%	14.12%	-0.38%
	下游行业	61.36%	39.81%	17.11%	29.78%	27.61%	16.41%
归属母公司股东的净利润	全部 A 股剔除金融石油石化	98.77%	38.79%	26.24%	20.73%	14.90%	6.40%
	主板 A 股	63.80%	31.41%	27.14%	24.96%	23.32%	13.34%
	中小企业板	68.34%	35.51%	27.17%	29.78%	17.79%	9.87%
	创业板	30.50%	16.80%	16.42%	36.36%	13.19%	5.06%
	金融	37.88%	23.31%	28.14%	28.64%	32.33%	20.46%
	地产	129.85%	-1.35%	2.62%	-3.03%	29.87%	21.69%
	上游行业剔除中石油	61.84%	52.06%	27.40%	20.18%	39.45%	25.29%
	中游行业剔除中石化	239.51%	101.45%	37.20%	20.99%	11.89%	-3.46%
	下游行业	68.39%	41.39%	24.96%	27.98%	25.54%	9.93%

资料来源：WIND，东北证券

表 3：整体以及大类行业三季度净利润环比增速

	10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
全部 A 股剔除金融石油石化	14.33%	19.97%	-1.95%	-10.80%	14.09%	-9.47%
主板 A 股	28.12%	7.79%	1.00%	11.49%	6.35%	-7.17%
中小企业板	-20.19%	25.54%	3.44%	-19.37%	18.02%	-6.61%
创业板	-30.69%	41.00%	1.87%	-30.22%	36.60%	-10.40%
金融	29.31%	0.61%	4.29%	36.69%	0.86%	-4.84%
地产	-47.67%	10.10%	-27.81%	-64.29%	47.11%	-32.35%
上游行业剔除中石油	45.26%	6.20%	3.49%	14.79%	23.23%	-6.98%
中游行业剔除中石化	23.85%	43.19%	-2.63%	-17.59%	32.20%	-16.31%
下游行业	-4.29%	11.26%	-4.02%	-5.65%	9.08%	-16.67%

资料来源：WIND，东北证券

分行业来看，有色金属、建筑材料、餐饮、建筑装饰、景点、服装家纺、旅游综合三季度的盈利同比增速较高，其中的上中游行业得益于较低的业绩基数，而餐饮旅游和服装家纺即所谓的“吃、穿、行”受益于消费升级趋势。航运、电力、电子、通信设备、汽车零部件和酒店行业三季度净利润出现了较大的负增长，行业景气度低迷、原材料或者经营成本高企是影响这些行业业绩的主因。

表 4：各行业三季度营业收入同比增速

		10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	53.01%	56.42%	43.83%	40.08%	33.70%	38.75%
	石油开采	75.55%	56.61%	35.69%	39.89%	38.32%	46.06%
	有色金属	73.59%	87.22%	41.32%	29.23%	34.87%	52.73%
	农林牧渔	41.17%	20.53%	23.87%	27.27%	40.63%	44.45%
中游行业	黑色金属	43.17%	53.34%	29.59%	22.49%	18.34%	17.63%
	建筑材料	28.12%	29.96%	27.27%	45.67%	47.93%	35.56%
	建筑装饰	34.49%	32.06%	20.27%	23.76%	20.29%	15.42%
	化工	79.80%	56.79%	35.20%	34.64%	30.49%	31.75%
	机械设备	36.72%	42.69%	32.13%	37.73%	19.50%	16.07%
	电子	54.69%	40.43%	29.54%	25.37%	24.71%	21.04%
	轻工制造	32.42%	26.38%	18.95%	25.66%	21.95%	19.68%
	电力	45.30%	40.92%	31.04%	22.34%	24.65%	19.14%
	港口	24.35%	19.93%	16.50%	62.55%	73.21%	71.56%
	机场	16.17%	18.89%	22.01%	13.24%	12.99%	8.89%
	高速公路	19.72%	19.12%	16.67%	15.45%	18.11%	20.98%
	航运	47.40%	71.27%	50.96%	-1.09%	-11.45%	-16.25%
	铁路运输	28.79%	36.40%	60.04%	47.28%	30.80%	5.42%
下游行业	非汽车交运设备	30.91%	35.20%	22.51%	64.40%	45.21%	36.70%
	汽车零部件	132.25%	62.17%	33.99%	24.26%	8.72%	8.98%

汽车整车	95.45%	78.75%	55.22%	31.57%	0.58%	9.05%
航空运输	41.80%	72.58%	64.70%	26.32%	18.96%	15.43%
计算机设备	203.75%	151.65%	127.84%	6.82%	0.00%	2.39%
通信设备	10.96%	13.02%	6.56%	18.09%	28.29%	63.51%
信息服务	10.98%	14.64%	16.66%	20.12%	21.99%	22.65%
家用电器	54.84%	45.39%	40.75%	38.92%	25.86%	15.48%
医药生物	31.27%	24.58%	23.81%	21.05%	20.92%	20.91%
纺织制造	34.64%	21.34%	21.29%	31.79%	17.30%	15.49%
服装家纺	1.44%	35.54%	30.39%	28.29%	17.06%	24.94%
餐饮	13.40%	16.81%	9.98%	52.61%	63.73%	70.75%
景点	26.45%	29.31%	13.34%	16.76%	36.58%	43.10%
酒店	20.75%	108.65%	63.16%	57.24%	-17.62%	11.20%
旅游综合	39.74%	22.49%	59.20%	24.84%	32.09%	40.75%
饮料制造	24.07%	19.79%	25.72%	36.04%	32.45%	23.94%
零售	24.62%	24.94%	22.06%	26.76%	29.00%	31.24%

资料来源：WIND，东北证券

表 5：各行业三季度净利润同比增速

		10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	21.76%	41.05%	39.14%	19.30%	20.21%	11.01%
	石油开采	72.83%	3.87%	12.59%	14.03%	-11.47%	7.88%
	有色金属	624.25%	123.15%	20.25%	29.80%	128.06%	80.51%
	农林牧渔	62.42%	-9.12%	16.73%	19.21%	41.23%	34.15%
中游行业	黑色金属	317.57%	457.73%	-63.90%	-14.68%	-28.58%	21.35%
	建筑材料	220.33%	10.56%	20.26%	107.41%	130.00%	70.14%
	建筑装饰	39.09%	49.20%	-28.46%	17.74%	3.23%	48.49%
	化工	53.67%	-7.74%	19.88%	40.05%	15.88%	10.35%
	机械设备	72.66%	48.03%	51.11%	54.44%	20.56%	-6.96%
	电子	204.34%	527.37%	536.90%	23.11%	13.96%	-33.60%
	轻工制造	236.21%	30.25%	-14.83%	49.92%	75.66%	-13.31%
	电力	29.96%	1.48%	12.79%	-48.47%	22.26%	-36.50%
	港口	38.58%	49.17%	18.95%	26.87%	-4.36%	5.32%
	机场	56.07%	36.53%	34.73%	17.19%	17.47%	2.00%
	高速公路	27.67%	18.01%	11.37%	6.29%	-6.77%	17.61%
	航运	137.28%	251.27%	309.63%	-119.27%	-150.38%	-164.79%
	铁路运输	49.38%	60.18%	62.24%	46.95%	18.69%	-0.32%
下游行业	非汽车交运设备	27.61%	35.54%	18.21%	89.18%	75.21%	6.78%
	汽车零部件	207.59%	88.53%	36.22%	20.74%	0.72%	-17.46%
	汽车整车	543.04%	140.75%	47.72%	13.85%	-12.48%	-11.54%
	航空运输	254.94%	59.99%	753.06%	-8.55%	20.56%	-5.86%
	计算机设备	132.57%	15.07%	16.85%	8.37%	45.51%	29.42%

通信设备	107.99%	27.58%	64.28%	-1.94%	2.45%	-30.89%
信息服务	-33.16%	-4.92%	6.32%	15.19%	36.97%	9.16%
家用电器	96.84%	28.97%	54.89%	44.39%	28.18%	16.31%
医药生物	64.49%	32.57%	3.25%	20.31%	21.16%	9.49%
纺织制造	135.77%	-23.15%	37.54%	158.23%	105.11%	-12.19%
服装家纺	-52.25%	-8.36%	25.88%	71.92%	32.58%	44.53%
餐饮	51.90%	-6.37%	-7.42%	57.08%	56.84%	66.66%
景点	35.67%	25.08%	6.31%	202.06%	50.96%	47.50%
酒店	-42.83%	60.39%	110.85%	54.01%	-17.81%	-15.55%
旅游综合	69.44%	19.78%	46.46%	-17.18%	50.68%	43.62%
饮料制造	22.67%	35.86%	23.60%	45.58%	55.09%	31.99%
零售	41.13%	35.66%	24.32%	38.29%	24.05%	26.19%

资料来源：WIND，东北证券

二、原材料和资金成本上升影响上市公司盈利能力

2.1、毛利率下滑斜率稳定，外需行业受影响明显

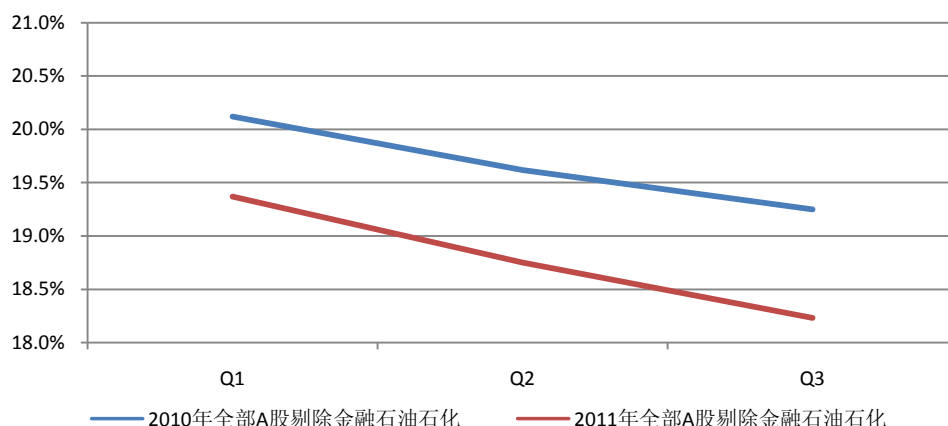
第三季度全部 A 股剔除金融石油石化的毛利率环比略有下降，创业板企业毛利率较稳定。大类行业中，上中下游毛利率均有下滑但差别不大，房地产调控不动摇很可能意味着房地产行业今年二季度近 40% 的毛利率成为今后几年的高点。

表 6：整体以及大类行业三季度毛利率变化

	10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
全部 A 股剔除金融石油石化	20.12%	19.62%	19.25%	19.37%	18.75%	18.23%
主板 A 股	19.79%	19.25%	18.86%	19.04%	18.39%	17.86%
中小企业板	23.08%	23.49%	23.07%	22.85%	22.17%	21.46%
创业板	43.22%	35.77%	35.69%	35.02%	35.20%	34.94%
金融	25.72%	24.07%	25.28%	22.43%	20.29%	20.42%
地产	38.24%	35.44%	33.40%	39.54%	39.99%	37.09%
上游行业剔除中石油	22.99%	21.42%	21.11%	21.52%	20.93%	20.35%
中游行业剔除中石化	14.80%	15.34%	14.90%	14.52%	14.58%	14.13%
下游行业	20.83%	20.10%	19.83%	20.16%	19.97%	19.15%

资料来源：WIND，东北证券

图 3：上市公司整体三季度的毛利率下滑斜率稳定



数据来源：东北证券

细分行业，综合同比和环比数据分析，今年三季度有色金属、航空运输、服装家纺、家用电器、建筑装饰和高速公路行业的毛利率表现较好，而航运、通信设备、纺织制造、港口、电力和非汽车交运设备行业的毛利率皆出现了较大的下滑，这些除了电力外都是外贸依存度高的行业，外需下降对相关行业上市公司业绩的影响在三季度体现地较为明显。

表 7：各行业三季度毛利率变化

		10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	35.31%	34.17%	32.53%	31.41%	31.04%	28.90%
	石油开采	35.25%	33.94%	33.35%	32.56%	29.68%	27.79%
	有色金属	12.03%	10.72%	11.27%	12.06%	12.96%	14.08%
	农林牧渔	15.15%	12.41%	12.10%	14.60%	11.98%	11.86%
中游行业	黑色金属	9.47%	9.96%	6.68%	8.18%	7.60%	7.02%
	建筑材料	22.04%	24.04%	24.72%	28.16%	30.97%	28.74%
	建筑装饰	10.76%	11.01%	9.40%	10.68%	10.91%	10.64%
	化工	18.02%	17.64%	18.04%	17.26%	16.19%	16.40%
	机械设备	20.75%	21.61%	21.11%	21.88%	22.35%	20.30%
	电子	19.59%	21.69%	21.25%	19.99%	20.43%	19.19%
	轻工制造	18.78%	20.44%	18.80%	17.98%	18.41%	17.56%
	电力	13.59%	15.29%	19.30%	12.08%	14.83%	14.32%
	港口	37.95%	41.69%	38.78%	29.88%	27.95%	27.25%
	机场	43.64%	40.94%	44.42%	42.62%	41.07%	43.35%
	高速公路	64.32%	61.28%	59.06%	62.48%	54.41%	59.44%
	航运	14.08%	20.11%	18.97%	7.58%	0.54%	-3.64%
	铁路运输	44.58%	41.39%	40.44%	40.35%	37.34%	37.75%
下游行业	非汽车交运设备	15.93%	15.72%	16.64%	15.15%	17.24%	14.89%
	汽车零部件	21.31%	20.14%	21.29%	20.43%	19.67%	19.42%
	汽车整车	17.44%	17.44%	17.60%	17.31%	16.12%	16.14%

航空运输	18.42%	19.47%	28.81%	18.61%	18.49%	26.00%
计算机设备	9.19%	9.88%	9.37%	10.71%	13.80%	11.87%
通信设备	30.00%	30.25%	30.00%	29.33%	25.70%	22.61%
信息服务	31.06%	31.14%	30.26%	29.48%	32.16%	30.29%
家用电器	18.69%	17.93%	18.34%	17.51%	18.81%	19.63%
医药生物	29.36%	29.83%	28.13%	27.13%	26.87%	26.56%
纺织制造	14.13%	14.94%	15.10%	18.93%	14.58%	12.75%
服装家纺	33.55%	29.09%	25.43%	28.23%	27.59%	29.19%
餐饮	60.37%	59.99%	61.53%	56.12%	58.71%	55.81%
景点	35.60%	46.84%	52.97%	37.22%	54.45%	54.62%
酒店	56.20%	75.24%	69.57%	64.86%	69.65%	70.54%
旅游综合	26.73%	25.11%	21.95%	23.84%	26.02%	21.94%
饮料制造	58.33%	55.95%	52.97%	58.77%	58.40%	55.15%
零售	18.78%	19.59%	19.03%	18.20%	19.35%	18.57%

资料来源：WIND，东北证券

2.2、资金成本上升较快，交运费用压力较大

从各类媒体报导和我们草根感知都能了解到劳动力成本尤其是低端工人工资持续上涨。从三季度数据看，由于营业收入基数的上升，工资开支占比上浮仍不明显，风格上创业板企业人工成本上升较多，大类行业上看，房地产行业的工资开支压力显著加大。

表 8：整体以及大类行业三季度工资开支占比变化

	10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
全部 A 股剔除金融石油石化	5.98%	4.95%	5.08%	5.89%	4.88%	5.01%
主板 A 股	7.43%	6.01%	6.14%	7.22%	5.83%	6.13%
中小企业板	8.64%	6.62%	6.92%	9.06%	7.01%	7.08%
创业板	13.09%	9.17%	9.40%	14.25%	10.52%	11.30%
金融	14.99%	12.92%	12.78%	14.72%	12.32%	13.80%
地产	7.04%	4.40%	4.95%	10.45%	4.64%	6.33%
上游行业剔除中石油	7.95%	6.92%	7.46%	7.54%	6.25%	6.68%
中游行业剔除中石化	6.85%	5.60%	5.46%	6.98%	5.49%	5.41%
下游行业	6.89%	5.62%	5.72%	6.84%	6.01%	6.00%

资料来源：WIND，东北证券

持续的银根紧缩使得上市公司的资金成本无论从同比和环比看皆在上升。创业板企业仍能取得净利息收入显示超募资金在主客观环境下未取得良好的运用。上游行业资金成本压力有较显著上升，广泛关注的房地产企业财务费用压力仍不明显。

表 9：整体以及大类行业三季度财务费用占比变化

	10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
全部 A 股剔除金融石油石化	1.12%	1.09%	0.86%	1.00%	0.95%	1.10%
主板 A 股	1.14%	1.10%	0.88%	1.04%	0.99%	1.13%
中小企业板	0.89%	0.81%	0.62%	0.68%	0.64%	0.78%
创业板	-1.12%	-1.12%	-1.06%	-1.53%	-1.71%	-0.90%
地产	2.02%	1.97%	2.20%	2.81%	2.26%	2.37%
上游行业剔除中石油	1.35%	1.86%	0.64%	1.35%	1.13%	1.66%
中游行业剔除中石化	1.83%	1.62%	1.41%	1.66%	1.52%	1.69%
下游行业	0.55%	0.51%	0.43%	0.42%	0.40%	0.56%

资料来源：WIND，东北证券

三季度整体和大类行业三费占比同比变化情况看，风格上看尽管创业板企业的超募资金能够带来净利息收入，但营业费用和管理费用开支上升更快使其费用支出压力较主板及中小板明显大；房地产企业在持续的调控下经营压力继续加大，营销费用、工资成本和资金成本都在攀升。

表 10：整体以及大类行业三季度三费占比变化

	10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
全部 A 股剔除金融石油石化	9.07%	8.43%	8.60%	8.44%	7.87%	8.34%
主板 A 股	12.05%	11.47%	11.73%	11.22%	10.72%	11.31%
中小企业板	13.09%	12.42%	12.23%	12.36%	11.69%	12.15%
创业板	21.73%	15.78%	15.75%	17.14%	15.36%	17.82%
地产	10.03%	9.62%	11.20%	13.65%	10.23%	12.45%
上游行业剔除中石油	8.62%	8.22%	7.70%	7.96%	7.26%	7.88%
中游行业剔除中石化	7.96%	7.24%	7.33%	7.64%	7.11%	7.61%
下游行业	13.09%	12.35%	12.74%	12.25%	11.99%	12.42%

资料来源：WIND，东北证券

分行业三季度同比环比综合看，旅游综合、铁路运输、航空运输、港口和有色金属行业的工资占比下降稍多，而航运、汽车零部件、高速公路、机场、零售和机械设备行业人工成本上升明显。

表 11：各行业三季度工资开支占比变化

		10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	10.65%	9.66%	10.65%	9.69%	9.12%	10.27%
	石油开采	5.10%	4.39%	4.78%	4.39%	3.93%	4.21%
	有色金属	4.87%	4.20%	4.28%	4.65%	3.57%	3.42%
	农林牧渔	8.85%	7.04%	6.54%	8.70%	6.60%	6.52%
中游行业	黑色金属	4.16%	3.90%	3.85%	4.04%	3.70%	3.76%
	建筑材料	9.59%	5.64%	6.01%	9.57%	5.43%	5.96%
	建筑装饰	6.75%	5.31%	4.40%	6.94%	4.97%	4.45%

	化工	2.20%	1.82%	2.25%	1.93%	1.76%	2.16%
	机械设备	8.27%	5.82%	6.46%	8.32%	6.24%	7.01%
	电子	13.39%	10.81%	11.28%	14.62%	12.10%	12.38%
	轻工制造	7.13%	6.34%	6.33%	6.86%	6.27%	6.29%
	电力	5.01%	4.78%	4.30%	4.77%	4.60%	4.20%
	港口	16.25%	13.19%	13.69%	12.15%	8.93%	9.48%
	机场	22.96%	19.86%	19.16%	25.80%	21.19%	22.85%
	高速公路	8.41%	7.03%	6.87%	8.88%	6.33%	8.08%
	航运	10.76%	7.77%	6.48%	13.08%	9.09%	9.45%
	铁路运输	13.33%	12.33%	26.45%	16.78%	18.14%	17.39%
下游行业	非汽车交运设备	11.44%	8.15%	9.33%	9.65%	8.19%	8.89%
	汽车零部件	6.42%	5.10%	5.77%	7.04%	6.10%	7.54%
	汽车整车	3.89%	2.99%	3.67%	3.90%	4.04%	4.19%
	航空运输	11.85%	10.88%	7.73%	13.49%	11.22%	7.45%
	计算机设备	5.06%	4.48%	4.09%	6.55%	6.26%	5.43%
	通信设备	14.00%	17.70%	9.56%	17.14%	14.74%	11.25%
	信息服务	15.57%	12.90%	13.46%	14.74%	12.53%	12.70%
	家用电器	6.45%	4.61%	4.93%	6.02%	5.35%	4.81%
	医药生物	7.50%	6.38%	6.44%	7.33%	6.37%	6.59%
	纺织制造	10.87%	8.63%	9.33%	10.37%	9.20%	9.18%
	服装家纺	13.11%	9.44%	8.99%	12.66%	9.93%	8.40%
	餐饮	18.75%	18.78%	14.13%	20.19%	18.57%	14.39%
	景点	34.28%	8.93%	9.78%	37.08%	8.47%	8.51%
	酒店	24.83%	18.12%	16.22%	22.16%	17.59%	17.80%
	旅游综合	8.91%	7.02%	5.54%	8.88%	6.55%	4.83%
	饮料制造	10.14%	8.88%	8.70%	9.52%	8.59%	8.63%
	零售	4.58%	4.32%	4.32%	4.80%	4.69%	5.08%

资料来源：WIND，东北证券

分行业来看，信息服务、航空运输、旅游综合、景点和酒店行业的财务费用占比下降，信息设备、煤炭开采、家用电器、汽车零部件和电子行业的资金成本上升明显。鉴于目前仍处于宏观调控稳固期，资本密集型的民营中小企业将越来越受到财务费用支出的压力。

表 12：各行业三季度财务费用占比变化

		10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	0.78%	2.34%	-0.69%	0.74%	0.66%	1.95%
	石油开采	0.61%	0.27%	0.40%	0.50%	0.55%	0.52%
	有色金属	1.65%	1.39%	1.55%	1.81%	1.42%	1.48%
	农林牧渔	1.81%	1.69%	1.39%	1.64%	1.28%	1.20%
中游行业	黑色金属	1.31%	1.23%	1.09%	1.30%	1.15%	1.21%
	建筑材料	3.14%	2.28%	2.49%	2.87%	2.49%	2.90%
	建筑装饰	0.52%	0.59%	0.37%	0.60%	0.58%	0.81%
	化工	0.67%	0.75%	0.64%	0.65%	0.57%	0.57%

下游行业	机械设备	1.07%	0.93%	0.66%	0.56%	0.72%	0.94%
	电子	1.59%	1.56%	1.20%	0.47%	0.79%	1.80%
	轻工制造	2.45%	2.68%	2.64%	2.56%	2.71%	2.71%
	电力	7.14%	7.31%	6.97%	7.50%	7.62%	7.61%
	港口	3.15%	3.18%	3.05%	2.44%	2.35%	2.99%
	机场	2.12%	2.46%	1.37%	1.63%	1.22%	1.25%
	高速公路	8.38%	7.36%	7.76%	9.18%	8.30%	9.70%
	航运	1.91%	1.12%	1.46%	1.46%	1.16%	1.72%
	铁路运输	1.87%	1.56%	2.05%	1.97%	1.86%	2.09%
	非汽车交运设备	0.31%	0.04%	0.16%	0.19%	0.31%	0.24%
	汽车零部件	0.57%	0.48%	0.45%	0.57%	0.80%	1.14%
	汽车整车	0.13%	0.14%	0.23%	0.09%	0.22%	0.28%
	航空运输	2.48%	1.31%	-1.02%	0.07%	-0.66%	-1.61%
	计算机设备	0.50%	0.76%	-0.39%	-0.09%	-0.06%	0.85%
	通信设备	1.89%	1.81%	-0.13%	0.95%	1.01%	2.71%
	信息服务	0.87%	0.62%	0.69%	0.58%	0.11%	-0.12%
	家用电器	0.25%	0.35%	0.16%	0.24%	0.22%	0.41%
	医药生物	1.03%	1.06%	0.82%	0.82%	0.82%	0.92%
	纺织制造	2.13%	1.95%	1.98%	1.75%	1.71%	1.83%
	服装家纺	1.61%	1.70%	1.35%	1.51%	1.73%	1.43%
	餐饮	0.83%	0.61%	1.20%	2.25%	2.52%	2.26%
下游行业	景点	5.95%	2.87%	2.45%	3.48%	1.37%	1.20%
	酒店	3.65%	3.89%	3.31%	3.19%	3.31%	2.87%
	旅游综合	0.57%	0.62%	0.40%	0.40%	0.22%	0.09%
	饮料制造	0.13%	-0.12%	0.07%	0.00%	-0.48%	-0.18%
	零售	0.42%	0.39%	0.53%	0.36%	0.37%	0.49%

资料来源：WIND，东北证券

细分行业，综合同比和环比数据分析，今年三季度旅游综合、石油开采、航空运输、景点、服装家纺和农林牧渔行业的三费占比皆出现了下降；而计算机设备、铁路运输、煤炭开采、建筑装饰、汽车零部件、航运和高速公路行业的三费占比出现了明显的上升，可见交通运输相关行业的费用压力较大。

表 13：各行业三季度三费占比变化

		10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	10.34%	10.86%	8.99%	9.29%	9.06%	10.73%
	石油开采	9.00%	8.81%	8.67%	7.59%	6.74%	6.33%
	有色金属	5.73%	5.04%	5.54%	5.50%	4.89%	4.85%
	农林牧渔	11.79%	10.39%	9.44%	10.43%	8.94%	8.41%
中游行业	黑色金属	5.32%	5.20%	5.10%	5.10%	4.95%	5.38%
	建筑材料	14.81%	11.82%	11.96%	14.02%	10.96%	12.17%
	建筑装饰	4.33%	3.97%	3.86%	4.43%	4.14%	4.62%
	化工	5.71%	5.41%	5.90%	5.19%	4.86%	5.42%
	机械设备	12.04%	10.83%	11.56%	11.25%	10.78%	11.78%

	电子	14.57%	13.12%	13.36%	13.77%	12.27%	13.54%
	轻工制造	12.86%	12.83%	12.89%	12.28%	12.36%	12.73%
	电力	10.29%	10.29%	9.81%	10.23%	10.40%	10.40%
	港口	12.10%	11.80%	11.41%	9.22%	8.71%	9.37%
	机场	8.34%	8.61%	7.33%	8.19%	7.41%	7.28%
	高速公路	14.34%	12.63%	13.13%	14.72%	13.71%	14.98%
	航运	7.21%	5.31%	5.96%	7.18%	6.24%	6.84%
	铁路运输	7.83%	6.55%	7.51%	7.49%	7.73%	9.11%
下游行业	非汽车交运设备	9.71%	8.02%	9.65%	8.04%	8.58%	9.23%
	汽车零部件	8.82%	8.96%	9.23%	8.59%	9.59%	10.76%
	汽车整车	10.23%	9.58%	9.98%	9.43%	9.25%	10.25%
	航空运输	11.86%	11.06%	8.26%	9.37%	8.81%	7.25%
	计算机设备	7.13%	7.32%	6.28%	7.87%	8.53%	8.80%
	通信设备	19.82%	16.56%	18.43%	17.56%	16.55%	16.16%
	信息服务	22.67%	21.47%	21.89%	22.58%	20.80%	20.71%
	家用电器	15.79%	14.07%	15.75%	13.97%	13.48%	15.27%
	医药生物	18.85%	18.88%	18.23%	17.24%	16.98%	17.80%
	纺织制造	9.88%	11.64%	9.68%	9.18%	8.57%	8.98%
	服装家纺	24.08%	20.13%	17.68%	18.58%	18.59%	15.88%
	餐饮	43.34%	45.90%	47.78%	40.84%	41.43%	41.09%
	景点	36.88%	23.03%	20.17%	33.91%	18.66%	17.06%
	酒店	46.82%	58.19%	51.47%	53.35%	50.89%	51.50%
	旅游综合	17.30%	16.16%	13.18%	17.26%	14.52%	11.13%
	饮料制造	20.31%	22.12%	20.21%	18.97%	18.92%	19.47%
	零售	12.39%	13.37%	13.79%	11.82%	13.20%	13.73%

资料来源：WIND，东北证券

2.3、销售净利率大降是拖累 ROE 下行的主因

总体来说，整体和各大类行业今年三季度 ROE 同比和环比都出现了下降，主要是受到了销售净利率下滑的拖累。风格上虽然创业板企业的 ROE 依旧是最底的，但从相对变化看主板和创业板企业的 ROE 表现要好于中小企板。从大类行业上看，ROE 绝对数和相对变化方面，上游行业要好于中下游行业，这与之前总结的毛利率变化的比较是相一致的，7-8 月份 CRB 指数维持在高位使得上游行业仍能加快周转。金融业显著好于地产业，房地产行业 ROE 同比尚可但环比出现大幅下降，主要原因除了房价开始滞涨外还有资产周转速度显著放缓，体现了持续限购的累计杀伤力。

表 14：整体以及大类行业三季度 ROE 分解

行业	10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	11Q3
全部 A 股剔除金	销售净利率	5.98%	6.00%	5.93%	5.59%	5.50%
	总资产周转率	0.1906	0.2217	0.2108	0.2039	0.2255
融石油石化	权益乘数	2.6579	2.6992	2.6880	2.6754	2.7419
	ROE	3.03%	3.59%	3.36%	3.05%	3.40%

主板 A 股	销售净利率	10.20%	9.57%	9.65%	9.90%	9.40%	8.75%
	总资产周转率	0.0500	0.0522	0.0497	0.0515	0.0553	0.0537
	权益乘数	7.5098	8.4800	8.3542	8.0196	8.2500	8.1277
	ROE	3.83%	4.24%	4.01%	4.09%	4.29%	3.82%
中小企业板	销售净利率	8.31%	8.94%	8.86%	8.56%	8.31%	7.49%
	总资产周转率	0.1444	0.1655	0.1637	0.1507	0.1733	0.1762
	权益乘数	2.3500	2.2162	2.1793	2.0620	2.1111	2.0758
	ROE	2.82%	3.28%	3.16%	2.66%	3.04%	2.74%
创业板	销售净利率	18.34%	16.91%	16.70%	15.12%	16.17%	14.19%
	总资产周转率	0.0731	0.0993	0.1060	0.0873	0.1113	0.1113
	权益乘数	1.1269	1.1429	1.1582	1.1742	1.2056	1.2215
	ROE	1.51%	1.92%	2.05%	1.55%	2.17%	1.93%
金融	销售净利率	29.31%	32.00%	31.61%	31.12%	33.26%	32.37%
	总资产周转率	0.0113	0.0100	0.0095	0.0112	0.0102	0.0099
	权益乘数	15.6061	16.1250	16.3333	15.4000	15.8824	15.2813
	ROE	5.15%	5.16%	4.90%	5.39%	5.40%	4.89%
地产	销售净利率	14.35%	13.67%	11.32%	14.48%	14.99%	11.26%
	总资产周转率	0.0544	0.0593	0.0477	0.0394	0.0534	0.0444
	权益乘数	3.3333	3.4691	3.6667	3.8596	3.9750	4.2000
	ROE	2.60%	2.81%	1.98%	2.20%	3.18%	2.10%
上游行业剔除	销售净利率	9.83%	8.62%	9.09%	8.91%	8.94%	7.89%
	总资产周转率	0.1750	0.2042	0.1936	0.1953	0.2282	0.2281
中石油	权益乘数	2.1628	2.2159	2.1534	2.1437	2.2206	2.2111
	ROE	3.72%	3.90%	3.79%	3.73%	4.53%	3.98%
中游行业剔除	销售净利率	4.90%	5.57%	5.40%	4.66%	5.05%	4.36%
	总资产周转率	0.1531	0.1903	0.1815	0.1652	0.1921	0.1812
中石化	权益乘数	3.1067	3.1321	3.1020	3.0000	3.0619	3.0380
	ROE	2.33%	3.32%	3.04%	2.31%	2.97%	2.40%
下游行业	销售净利率	5.28%	5.13%	5.00%	5.32%	5.41%	4.47%
	总资产周转率	0.2386	0.2729	0.2560	0.2481	0.2569	0.2483
	权益乘数	2.6825	2.6571	2.6406	2.5985	2.6115	2.6126
	ROE	3.38%	3.72%	3.38%	3.43%	3.63%	2.90%

资料来源：WIND，东北证券

细分行业，综合同比和环比数据分析，今年三季度服装家纺、餐饮、旅游综合、景点、有色金属和石油开采行业的盈利能力较好，下游消费升级和上游资源行业在高通胀环境下显现优势；航运、电子、轻工制造、通信设备、汽车零部件和电力行业的 ROE 盈利能力较差，前四个行业都受外需下降的影响较大。

表 15：各行业三季度 ROE 变化

		10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	4.84%	5.15%	5.07%	4.90%	5.33%	4.85%
	石油开采	3.68%	3.67%	3.86%	3.78%	2.98%	3.83%
	有色金属	2.47%	2.22%	2.14%	2.72%	4.26%	3.23%
	农林牧渔	1.56%	1.86%	2.19%	1.59%	2.40%	2.47%
中游行业	黑色金属	2.10%	2.61%	0.92%	1.69%	1.75%	1.05%
	建筑材料	1.67%	3.28%	3.84%	2.82%	6.28%	4.86%
	建筑装饰	2.53%	3.70%	2.09%	2.59%	3.33%	2.69%
	化工	3.33%	3.84%	3.60%	3.85%	3.73%	3.29%
	机械设备	2.81%	4.23%	3.54%	3.11%	3.76%	2.54%
	电子	1.09%	2.03%	1.94%	1.09%	1.88%	1.11%
	轻工制造	1.65%	2.17%	1.93%	2.32%	3.18%	1.42%
	电力	1.23%	1.97%	3.26%	0.57%	2.10%	1.83%
	港口	2.54%	3.83%	2.88%	2.56%	2.68%	2.37%
	机场	2.51%	2.52%	3.04%	2.67%	2.71%	2.80%
	高速公路	2.88%	3.33%	2.96%	2.85%	2.88%	3.11%
	航运	1.26%	4.16%	4.02%	-0.22%	-2.03%	-2.70%
	铁路运输	3.61%	3.94%	5.45%	4.33%	3.83%	3.99%
下游行业	非汽车交运设备	1.82%	2.59%	2.60%	2.77%	3.64%	2.22%
	汽车零部件	6.38%	6.22%	5.47%	4.97%	4.40%	3.22%
	汽车整车	6.52%	6.37%	5.46%	5.11%	3.88%	3.27%
	航空运输	8.40%	7.08%	15.59%	4.03%	5.31%	9.84%
	计算机设备	1.88%	2.21%	2.10%	1.73%	2.68%	2.28%
	通信设备	1.55%	3.06%	3.01%	1.29%	2.56%	1.77%
	信息服务	1.10%	1.70%	1.73%	1.20%	2.16%	1.73%
	家用电器	3.48%	5.29%	4.77%	3.51%	5.00%	4.24%
	医药生物	3.86%	3.61%	3.32%	3.48%	3.40%	2.84%
	纺织制造	1.07%	1.25%	1.73%	2.51%	2.19%	1.35%
	服装家纺	1.60%	2.39%	2.50%	2.58%	2.64%	3.46%
	餐饮	2.30%	1.81%	1.84%	2.89%	2.22%	2.37%
	景点	-0.43%	3.53%	4.75%	0.06%	4.33%	5.32%
	酒店	1.05%	3.55%	2.28%	1.40%	2.68%	1.83%
	旅游综合	1.79%	2.47%	2.71%	1.31%	3.25%	3.44%
	饮料制造	6.82%	5.68%	5.57%	7.84%	7.04%	5.94%
	零售	3.50%	3.43%	2.73%	4.15%	3.44%	2.64%

资料来源：WIND，东北证券

三、创业板盈利质量较高但呈下降趋势

我们用非经常性损益和价值变动净收益占比来衡量上市公司盈利质量，目的是提取出持续力强的主营业务带来的盈利。但后者包含的投资净收益有些也是与主营业务相关联的，因此并不十分准确，我们更看重非经常性损益统计。从风格上看创业板的盈利质量较高但今年有下降的趋势；今年以来房地产行业的公允价值变动净收益在未来几年是无法持续的。

表 16：整体以及大类行业 09、10、11 年三季报的盈利质量对比解析

	2009 (Q1-Q3)		2010 (Q1-Q3)		2011 (Q1-Q3)	
	非经常性损益/ 净利润	价值变动净收益 /利润总额	非经常性损益/ 净利润	价值变动净收益 /利润总额	非经常性损益/ 净利润	价值变动净收益 /利润总额
全部 A 股剔除金融石油石化	20.24%	11.95%	8.89%	9.18%	16.07%	9.69%
主板 A 股	11.65%	19.38%	8.32%	11.91%	9.36%	11.41%
中小企业板	12.38%	4.68%	9.12%	3.42%	10.54%	4.30%
创业板	N/A	N/A	5.86%	-1.96%	8.12%	2.55%
金融	2.01%	26.46%	1.74%	14.58%	2.19%	12.57%
地产	24.50%	15.79%	16.16%	12.57%	21.33%	14.47%
上游行业剔除中石油	12.06%	4.10%	11.93%	3.39%	13.95%	3.68%
中游行业剔除中石化	36.40%	19.67%	15.99%	11.31%	17.62%	10.86%
下游行业	27.48%	19.93%	21.94%	14.17%	22.30%	14.59%

注：价值变动净收益=公允价值变动净收益+投资净收益+汇兑净收益

资料来源：WIND，东北证券

今年以来饮料制造、铁路运输、景点、煤炭开采、石油开采和高速公路行业延续了一贯的主营化趋势，盈利质量较高，而通信设备、汽车整车、电力、纺织制造、信息服务和电子行业的盈利则参杂了较多的非经常性损益，可持续性存疑。

表 17：各行业 09、10 和 11 年三季报的盈利质量比较解析

		2009 (Q1-Q3)		2010 (Q1-Q3)		2011 (Q1-Q3)	
		非经常性损益 /净利润	价值变动净收益 /利润总额	非经常性损益 /净利润	价值变动净收益 /利润总额	非经常性损益 /净利润	价值变动净收益 /利润总额
上游行业	煤炭开采	9.08%	1.97%	9.61%	1.39%	9.56%	0.55%
	石油开采	2.74%	1.56%	4.85%	3.28%	6.73%	5.68%
	有色金属	29.76%	2.28%	19.10%	5.08%	24.17%	7.51%
	农林牧渔	32.70%	34.41%	29.57%	38.53%	19.66%	30.80%
中游行业	黑色金属	39.75%	24.64%	6.50%	6.14%	8.36%	9.52%
	建筑材料	22.29%	11.51%	14.65%	6.52%	15.12%	5.09%
	建筑装饰	17.45%	2.90%	20.23%	5.37%	18.74%	4.95%
	化工	11.52%	5.98%	9.39%	5.40%	10.77%	5.79%
	机械设备	25.60%	16.92%	16.18%	9.32%	14.82%	6.45%
	电子	N/A	N/A	19.83%	14.07%	28.11%	18.53%
	轻工制造	27.05%	3.24%	17.48%	4.81%	37.61%	4.52%
	电力	28.92%	25.78%	25.82%	22.02%	32.72%	33.74%
	港口	24.81%	8.89%	21.14%	10.84%	17.08%	11.40%
	机场	7.21%	12.31%	5.93%	13.71%	5.72%	19.60%

下游行业	高速公路	7.60%	9.51%	6.24%	7.66%	7.02%	7.19%
	航运	N/A	N/A	17.03%	13.52%	N/A	N/A
	铁路运输	-0.11%	0.13%	-9.17%	1.01%	0.05%	9.61%
	非汽车交运设备	18.31%	8.80%	14.70%	3.53%	15.29%	5.09%
	汽车零部件	24.15%	15.65%	20.84%	12.07%	23.24%	12.58%
	汽车整车	16.74%	64.43%	31.79%	29.05%	35.80%	31.45%
	航空运输	161.85%	97.97%	15.45%	22.48%	11.50%	7.83%
	计算机设备	41.35%	49.55%	32.40%	27.57%	19.64%	14.00%
	通信设备	18.19%	11.67%	29.19%	11.10%	39.95%	38.73%
	信息服务	56.37%	11.61%	34.95%	8.49%	33.42%	13.55%
	家用电器	26.44%	7.46%	29.24%	7.15%	23.84%	7.78%
	医药生物	28.76%	26.98%	13.61%	11.36%	15.94%	15.58%
	纺织制造	37.86%	21.05%	4.93%	19.80%	30.53%	20.53%
	服装家纺	41.71%	38.05%	23.44%	29.16%	17.68%	22.29%
	餐饮	7.21%	6.91%	8.03%	6.48%	20.63%	10.14%
	景点	6.86%	5.45%	10.91%	13.05%	4.62%	5.60%
	酒店	65.69%	61.77%	29.21%	32.02%	18.61%	29.90%
	旅游综合	54.45%	17.53%	40.16%	18.05%	27.73%	10.21%
	饮料制造	12.55%	4.75%	9.10%	2.98%	7.25%	0.37%
	零售	18.94%	12.88%	17.06%	8.81%	17.58%	8.13%

注：价值变动净收益=公允价值变动净收益+投资净收益+汇兑净收益

资料来源：WIND，东北证券

四、 创业板和地产行业现金流持续净流出，设备类公司资金回笼压力加大

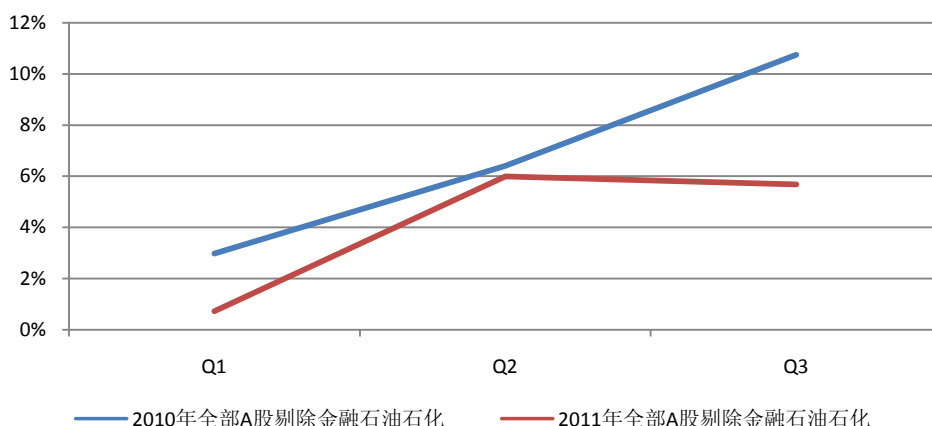
上市公司现金流压力正在加大，风格上看今年三季度中小企板现金回笼情况较好而创业板同比环比都在恶化。大类行业看，下游行业三季度现金流占营收比的下降幅度略大，房地产行业的现金流连续两年为负已成定局，显示开发商一方面回款的速度趋缓，另一方面支付施工开支的压力在加大，如果政府对楼市的调控坚决且持续，预计明年上半年中小型房地产开发商的资金链就将面临大考。

表 18：整体以及大类行业三季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入

	10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
全部 A 股剔除金融石油石化	2.98%	6.41%	10.75%	0.72%	5.99%	5.68%
主板 A 股	28.68%	14.54%	19.70%	15.48%	6.29%	10.14%
中小企板	-9.40%	3.24%	5.11%	-28.31%	15.48%	11.33%
创业板	-17.57%	0.36%	-3.51%	-21.30%	-0.33%	-6.37%
地产	-66.36%	-50.32%	-8.09%	-62.53%	-11.99%	-21.86%
上游行业剔除中石油	8.17%	13.60%	10.47%	10.30%	17.90%	9.58%
中游行业剔除中石化	-0.84%	5.58%	9.08%	-1.75%	4.26%	3.92%
下游行业	2.79%	5.99%	9.68%	-1.90%	4.86%	3.38%

资料来源：WIND，东北证券

图 4：整体以及大类行业去年和今年 1-3 季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入变化



数据来源：东北证券

细分行业，综合同比和环比数据分析，今年三季度餐饮、汽车零部件、服装家纺、计算机设备和旅游综合行业的现金流状况改善较多。而通信设备、非汽车交运设备、航运、医药生物和机械设备行业的现金流状况恶化较多，设备类公司在持续的宏观调控下难以顺畅地回笼资金。

表 19：各行业近两年 1-3 季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入变化

		10Q1	10Q2	10Q3	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	19.88%	23.21%	19.59%	20.87%	29.87%	17.67%
	石油开采	23.67%	20.46%	26.97%	15.05%	12.22%	16.29%
	有色金属	-2.09%	6.30%	2.90%	0.90%	9.74%	2.68%
	农林牧渔	1.04%	8.52%	-2.55%	4.93%	8.10%	4.38%
中游行业	黑色金属	1.23%	2.80%	7.54%	4.12%	5.07%	2.31%
	建筑材料	-11.95%	11.18%	17.58%	0.67%	13.62%	13.43%
	建筑装饰	-10.07%	-0.99%	1.06%	-9.07%	-5.09%	-3.53%
	化工	5.40%	4.42%	9.20%	2.13%	3.73%	6.06%
	机械设备	-12.41%	7.19%	4.47%	-23.19%	2.20%	-0.86%
	电子	2.24%	6.16%	5.45%	-4.52%	3.81%	2.06%
	轻工制造	1.19%	6.39%	4.56%	-1.21%	9.03%	0.43%
	电力	19.27%	20.41%	23.03%	15.71%	13.40%	20.63%
	港口	23.34%	24.82%	34.48%	11.00%	23.30%	20.74%
	机场	30.68%	45.96%	68.57%	18.60%	48.61%	32.74%
	高速公路	53.67%	65.69%	53.37%	48.49%	47.26%	51.74%
	航运	7.71%	16.62%	20.93%	0.99%	1.74%	-3.04%
	铁路运输	34.11%	55.54%	27.97%	15.71%	36.50%	37.76%
	非汽车交运设备	-20.81%	11.17%	6.34%	-28.37%	-5.51%	-14.47%
下游行业	汽车零部件	4.56%	11.07%	8.71%	0.62%	5.31%	13.13%
	汽车整车	7.65%	2.26%	9.46%	0.38%	1.32%	4.86%
	航空运输	15.39%	12.67%	28.83%	14.62%	16.82%	26.99%
	计算机设备	-6.67%	-1.47%	-7.48%	-3.67%	-3.85%	0.44%

通信设备	-44.36%	8.30%	-7.72%	-33.32%	-3.64%	-19.03%
信息服务	27.45%	22.48%	43.49%	8.37%	29.68%	22.32%
家用电器	3.08%	7.28%	4.77%	2.68%	5.61%	1.15%
医药生物	3.38%	8.47%	4.74%	-0.41%	6.85%	-0.59%
纺织制造	1.60%	13.61%	7.31%	-8.51%	4.00%	0.39%
服装家纺	-3.24%	0.75%	-4.62%	-19.94%	-1.64%	3.08%
餐饮	20.79%	15.20%	15.49%	21.38%	8.50%	26.73%
景点	-4.48%	30.29%	31.10%	-15.48%	29.77%	37.32%
酒店	5.11%	33.58%	44.01%	5.96%	25.84%	23.00%
旅游综合	5.79%	8.50%	13.16%	0.32%	3.93%	9.30%
饮料制造	25.20%	21.37%	33.22%	29.76%	28.30%	28.61%
零售	4.93%	-3.83%	13.57%	3.57%	-0.01%	8.01%

资料来源：WIND 东北证券

五、上游价格发生逆转，四季度面临原材料跌价和产成品积压双重压力

5.1、去库存进程将深化，房地产去化不理想

三季度上市公司存货水平略有上升，由于营业收入增速放缓导致存货占比出现反弹，但存货环比增速逐季走低验证自今年一季度之后上市公司进入去库存阶段。风格上看创业板公司存货压力较大。大类行业中，上游行业存货占比下降，中下游行业库存压力因需求疲弱而有所加大，预计四季度去库存进程深化将困扰上市公司业绩，调控政策的预调和微调起到小幅对冲作用。另外，2008年一季度后房地产开发商显著放缓了拿地节奏，使得在销售不利的当年存货没有大幅上升，去年4月份房地产调控“国十条”发布后，开发商同样放慢了拿地节奏而存货水平却上升较快显示房地产去化不理想，预计限购政策今年不会放开，中小型开发商明年上半年去库存压力达到临界点。

表 20：整体以及大类行业最近 7 个季度存货水平变化

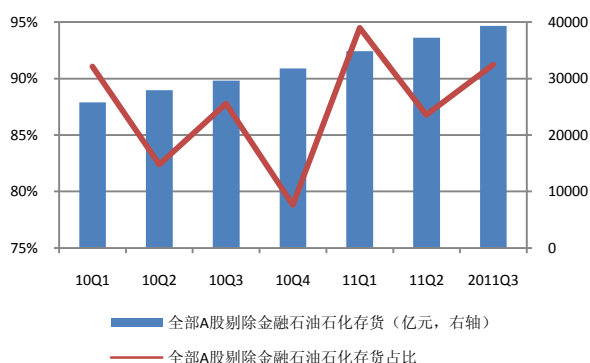
单位：亿元

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	2011Q3
全部 A 股剔除金融石油石化	25799.48	27951.38	29612.47	31791.61	34852.78	37226.22	39319.44
主板 A 股	24341.43	26374.23	27848.37	29911.25	32741.67	34881.49	36793.58
中小企板	1424.77	1538.61	1713.11	1821.19	2042.99	2262.09	2423.52
创业板	58.26	64.11	76.44	83.72	95.38	110.83	128.47
地产	7197.68	7919.91	8587.10	9219.79	10060.49	11036.79	11977.32
上游行业剔除中石油	1775.31	1787.31	1902.33	2185.59	2346.40	2278.88	2311.97
中游行业剔除中石化	9376.37	10503.17	11211.47	11775.88	12715.01	13574.09	14587.37
下游行业	4809.38	5017.29	5328.36	5822.38	6406.84	6763.00	7146.26

注：数据不全的公司不作统计以确保数据可比

资料来源：WIND，东北证券

图 5、上市公司最近 7 个季度存货水平以及占比变动



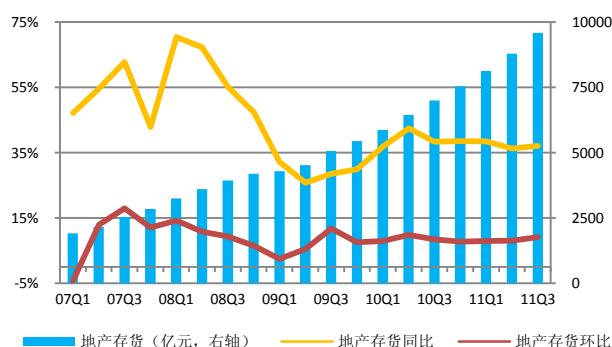
数据来源：WIND，东北证券

图 7、风格板块最近 7 个季度存货占比变动



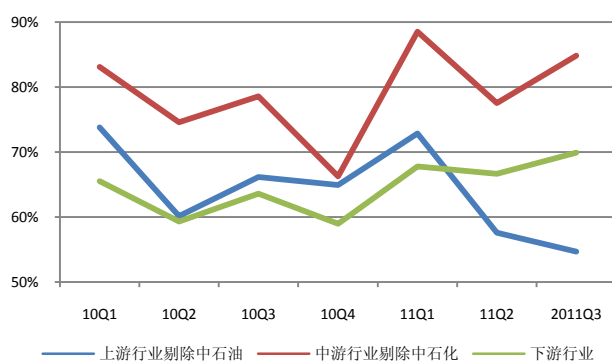
数据来源：WIND，东北证券

图 6、房地产上市公司最近 5 年存货变动（可比公司数据）



数据来源：WIND，东北证券

图 8、上中下游行业最近 7 个季度存货占比变动



数据来源：WIND，东北证券

细分行业，综合同比和环比数据分析，旅游综合、景点、煤炭开采、有色金属、农林牧渔、和航空运输行业的存货占营业成本比重均出现下降，资源和消费升级特征明显。而航运、汽车零部件、高速公路、建筑装饰、信息服务和轻工制造行业的存货占比均大幅上升，值得保持关注。

表 21：各行业最近 7 个季度存货占营业成本比重变化

		10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	34.43%	31.22%	34.49%	31.18%	31.58%	27.77%	26.91%
	石油开采	44.73%	37.56%	36.01%	37.00%	40.08%	37.66%	37.81%
	有色金属	94.31%	73.14%	86.26%	87.31%	97.01%	73.22%	70.20%
	农林牧渔	127.82%	105.25%	94.29%	100.39%	137.64%	100.28%	86.08%
中游行业	黑色金属	70.78%	66.97%	66.98%	65.78%	71.50%	63.93%	66.78%
	建筑材料	118.15%	100.31%	98.05%	94.50%	141.27%	103.13%	106.91%
	建筑装饰	108.25%	91.35%	102.09%	72.74%	128.17%	102.22%	118.22%
	化工	43.49%	40.24%	39.39%	38.94%	39.86%	38.44%	36.44%
	机械设备	151.83%	113.54%	127.16%	113.24%	139.84%	121.85%	137.87%
	电子	79.54%	73.06%	74.28%	69.16%	88.48%	82.85%	82.52%
	轻工制造	104.52%	103.89%	104.48%	95.95%	109.84%	107.73%	117.54%
	电力	24.15%	26.87%	25.47%	21.78%	24.05%	27.24%	25.30%

下游行业	港口	22.17%	21.36%	19.75%	18.25%	23.15%	18.52%	17.98%
	机场	2.77%	2.62%	2.87%	2.34%	2.95%	3.11%	3.02%
	高速公路	70.53%	71.68%	83.63%	58.10%	99.43%	75.75%	95.59%
	航运	16.28%	14.39%	11.92%	14.42%	19.93%	19.10%	21.32%
	铁路运输	23.17%	19.75%	25.90%	22.44%	27.11%	27.10%	26.45%
	非汽车交运设备	140.33%	114.71%	135.78%	88.96%	135.98%	128.16%	146.30%
	汽车零部件	54.59%	46.58%	56.38%	59.67%	61.64%	56.64%	68.26%
	汽车整车	33.53%	26.74%	29.98%	32.60%	34.28%	32.34%	32.02%
	航空运输	8.11%	7.65%	7.31%	5.90%	6.73%	6.53%	6.33%
	计算机设备	58.08%	62.75%	61.12%	45.67%	65.22%	65.86%	63.36%
	通信设备	111.14%	91.89%	107.12%	68.54%	113.69%	87.82%	97.09%
	信息服务	27.76%	26.42%	26.60%	23.39%	29.29%	28.24%	30.26%
	家用电器	58.03%	45.43%	46.69%	57.52%	50.27%	46.93%	52.20%
	医药生物	63.66%	67.16%	63.68%	69.65%	65.65%	68.28%	70.98%
	纺织制造	126.47%	106.36%	103.75%	107.29%	122.37%	119.85%	116.42%
	服装家纺	341.81%	294.18%	298.76%	192.84%	359.87%	364.69%	323.29%
	餐饮	20.14%	20.23%	25.93%	20.34%	19.83%	18.99%	21.44%
	景点	155.22%	114.45%	128.63%	84.52%	148.85%	111.89%	102.05%
	酒店	55.51%	32.64%	42.66%	44.42%	47.13%	45.97%	44.42%
	旅游综合	107.37%	86.91%	70.74%	72.55%	100.26%	80.36%	51.99%
	饮料制造	141.20%	145.55%	126.77%	160.81%	126.74%	139.42%	128.65%
	零售	45.07%	52.71%	57.58%	51.14%	49.09%	57.65%	63.50%

资料来源：WIND，东北证券

5.2、主动或被动放松信用，货款变现能力下降

今年三季度上市公司应收账款在持续的货币紧缩和经济回落态势明朗之下同比环比增速双升，占营业收入的比重也在上升，结合现金流情况表明上市公司的货款变现能力正在下降，但总体仍属温和。风格上看主板上市公司应收账款占比上升稍多，大类行业中则是下游行业的信用放松多一些。

表 22：整体以及大类行业最近 7 个季度应收账款水平变化

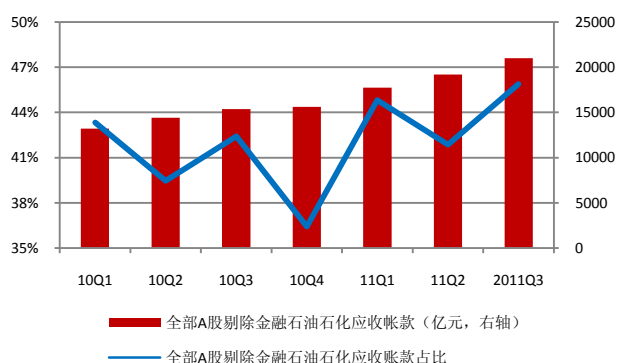
单位：亿元

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	2011Q3
全部 A 股剔除金融石油石化	13212.98	14403.74	15384.67	15610.02	17740.33	19209.26	21010.91
主板 A 股	12132.43	13133.88	13973.15	14143.44	16168.04	17416.29	19029.12
中小企板	997.88	1169.53	1295.97	1344.23	1437.85	1636.86	1809.16
创业板	97.72	114.98	130.90	136.90	150.63	174.10	190.06
地产	160.33	160.92	168.28	228.54	198.23	200.18	208.63
上游行业剔除中石油	1057.62	1184.84	1274.67	1204.09	1363.30	1464.67	1663.21
中游行业剔除中石化	7134.85	7837.56	8399.36	8585.41	9312.09	10231.14	10955.21
下游行业	4103.57	4400.96	4732.68	4710.34	5575.85	5932.21	6758.13

注：数据不全的公司不作统计以确保数据可比

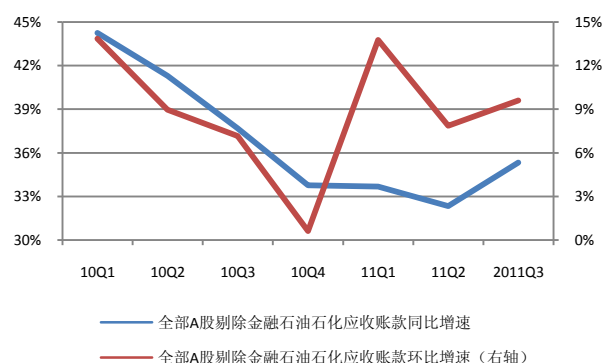
资料来源：WIND，东北证券

图 9、上市公司最近 7 个季度应收账款变动



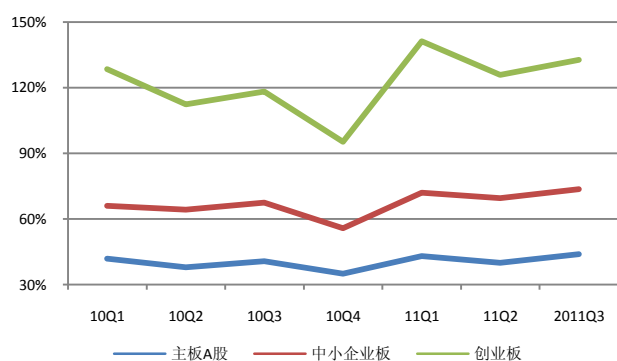
数据来源：WIND，东北证券

图 10、上市公司最近 7 个季度应收账款同比环比增速



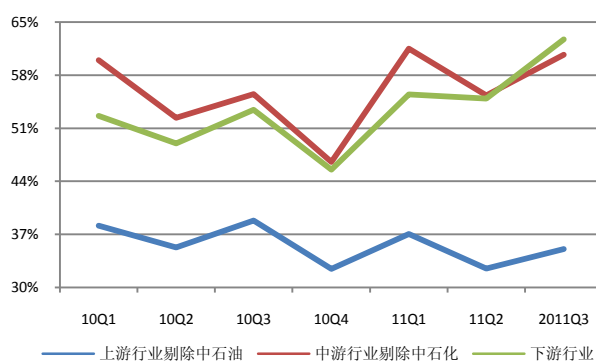
数据来源：WIND，东北证券

图 11、风格板块最近 7 个季度应收账款占比变化



数据来源：WIND，东北证券

图 12、上中下游行业最近 7 个季度应收账款占比变化



数据来源：WIND，东北证券

细分行业，综合同比和环比数据分析，航空运输、旅游综合、农林牧渔、景点、电力和煤炭开采行业应收账款占营业收入比重下降稍多，货款变现的能力强。而非汽车交运设备、家用电器、建筑材料、航运、服装家纺和汽车整车行业的应收账款占比上升较多，货款变现的能力差。将存货水平和应收账款水平对照来看，旅游综合、景点、航空运输、农林牧渔和煤炭开采行业双降显著，存货变现的压力最小，符合三季度较好的行业景气度。而航运以及建筑和汽车相关行业双升明显，存货变现的压力最大。

表 23：各行业最近 7 个季度应收账款占营业收入比重变化

		10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	48.45%	48.00%	54.06%	47.63%	49.18%	44.42%	47.12%
	石油开采	13.19%	12.90%	11.53%	12.21%	15.54%	14.42%	13.83%
	有色金属	25.06%	21.32%	22.64%	21.07%	24.02%	21.12%	24.62%
	农林牧渔	35.29%	30.17%	30.65%	21.07%	28.56%	26.26%	25.39%
中游行业	黑色金属	33.29%	28.03%	30.07%	27.32%	28.56%	29.89%	32.11%
	建筑材料	57.73%	44.94%	47.27%	42.45%	64.78%	51.57%	63.41%
	建筑装饰	66.58%	53.55%	57.63%	43.77%	73.54%	58.15%	66.93%
	化工	18.84%	17.73%	19.83%	19.01%	20.70%	20.59%	22.41%
	机械设备	135.45%	112.58%	127.13%	107.17%	134.35%	121.57%	141.30%
	电子	112.09%	101.11%	101.34%	94.64%	110.37%	102.34%	108.50%

下游行业	轻工制造	80.37%	74.50%	77.91%	70.70%	87.09%	81.83%	86.28%
	电力	47.34%	46.91%	47.34%	40.18%	48.27%	45.02%	42.63%
	港口	74.28%	71.05%	69.89%	57.74%	71.90%	64.71%	68.30%
	机场	130.93%	115.18%	92.97%	79.58%	103.05%	87.72%	94.77%
	高速公路	26.61%	20.20%	18.91%	15.78%	18.48%	19.33%	21.62%
	航运	33.30%	31.03%	30.04%	28.97%	37.38%	37.56%	39.52%
	铁路运输	34.82%	15.96%	20.94%	18.27%	27.37%	17.32%	20.09%
	非汽车交运设备	117.81%	91.69%	96.26%	60.15%	110.05%	104.78%	140.69%
	汽车零部件	96.94%	96.04%	105.54%	89.04%	101.92%	103.30%	115.14%
	汽车整车	43.31%	39.87%	46.46%	46.35%	48.36%	49.42%	56.31%
	航空运输	14.12%	14.32%	12.18%	11.91%	12.03%	12.00%	9.94%
	计算机设备	71.16%	68.36%	65.97%	62.24%	75.06%	76.24%	78.92%
	通信设备	144.01%	110.56%	125.13%	82.53%	156.74%	117.96%	128.99%
	信息服务	44.31%	42.54%	43.43%	35.84%	44.68%	43.27%	46.13%
	家用电器	78.21%	68.20%	83.63%	81.82%	82.72%	80.60%	109.40%
	医药生物	75.06%	74.09%	77.17%	71.08%	78.29%	80.44%	87.87%
	纺织制造	52.37%	43.80%	43.61%	32.20%	41.21%	44.13%	46.85%
	服装家纺	44.12%	40.13%	48.96%	29.59%	45.87%	42.24%	46.15%
	餐饮	9.77%	8.39%	9.83%	8.85%	10.37%	8.69%	11.49%
	景点	22.82%	15.31%	13.96%	17.75%	26.38%	14.85%	12.92%
	酒店	22.22%	11.77%	19.70%	12.71%	16.79%	17.69%	18.90%
	旅游综合	29.50%	32.14%	30.86%	29.08%	36.87%	33.00%	27.75%
	饮料制造	23.52%	24.14%	23.48%	31.43%	27.36%	25.37%	26.61%
	零售	6.29%	7.66%	8.70%	6.52%	6.33%	7.42%	8.92%

资料来源：WIND，东北证券

5.3、整体存货变现依然平稳，地产去化困局超 08 年

今年三季度上市公司存货变现依然较为平稳，风格上看创业板企业营业周期从去年同期的约 180 天延长到三季度的约 210 天，银根收紧和经济下滑对其的影响较大；大类行业看，上游行业的存货变现情况较好，下游行业的消费需求受到产品涨价等因素的抑制，营业周期上升，中游行业会为了降低原材料价格上升的压力而缩短采购周期，但存货变现则受制于下游需求不旺，风险在于：内外交困下 8 月份大部分上游原材料价格发生了逆转，中游囤积的存货很难顺畅地变现，将要承受原材料跌价和产成品积压的双重压力，这将在四季度的业绩中得到更集中体现。另外，引人关注的房地产行业的存货去化天数今年以来升破了正常轨迹，面临的困局或将超过 08 年。

表 24：整体以及大类行业最近 7 个季度存货变现天数变化

单位：天

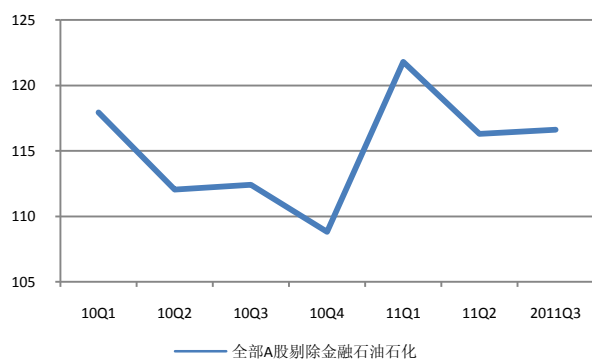
	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	2011Q3
全部 A 股剔除金融石油石化	117.93	112.02	112.40	108.80	121.79	116.29	116.59
主板 A 股	115.93	109.83	110.08	106.70	119.24	113.65	115.53
中小企板	160.00	146.97	147.52	137.12	160.91	152.66	151.63
创业板	232.30	186.20	180.10	166.78	223.32	209.20	210.91

地产	1474.28	1405.98	1477.09	1148.41	2196.56	1902.93	1928.67
上游行业剔除中石油	90.72	81.92	82.57	81.92	87.63	77.98	74.92
中游行业剔除中石化	119.74	114.06	112.63	106.92	128.60	120.17	120.70
下游行业	95.90	90.99	92.89	89.26	97.87	96.71	99.18

注：数据不全的公司不作统计以确保数据可比

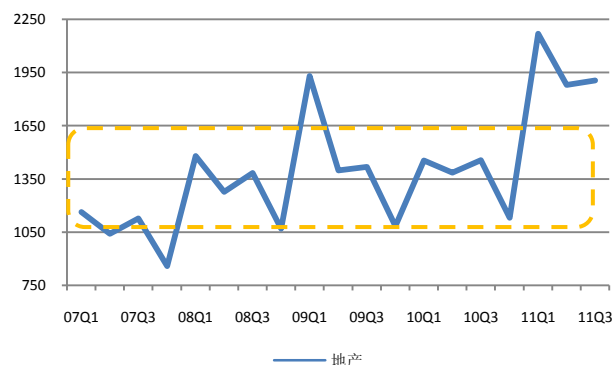
资料来源：WIND，东北证券

图 13、上市公司最近 7 个季度存货变现天数



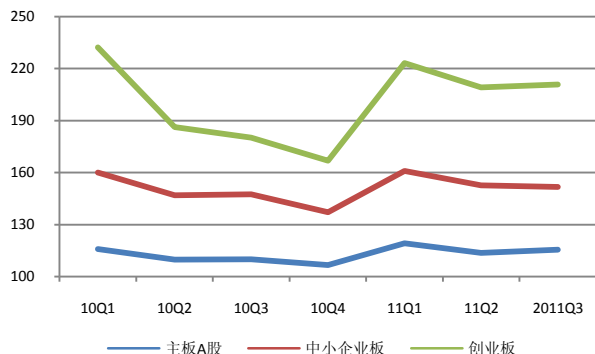
数据来源：WIND，东北证券

图 14、房地产上市公司最近 5 年存货变现天数



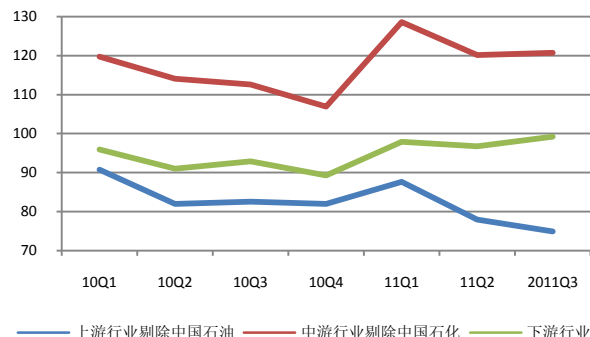
数据来源：WIND，东北证券

图 15、风格板块最近 7 个季度存货变现天数



数据来源：WIND，东北证券

图 16、上中下游行业最近 7 个季度存货变现天数



数据来源：WIND，东北证券

细分行业，综合同比和环比数据分析，今年三季度旅游综合、港口、农林牧渔、景点、煤炭开采和航空运输行业的营业周期有所缩短，而建筑材料、航运、汽车整车、餐饮、汽车零部件和建筑装饰行业的营业周期拉长较为明显，存货变现压力最大。

表 25：各行业最近 7 个季度存货变现天数

		10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	2011Q3
上游行业	煤炭开采	52.19	50.06	50.91	46.41	48.05	44.81	44.21
	石油开采	61.23	56.62	53.13	55.41	54.24	52.20	50.89
	有色金属	98.83	87.36	89.88	91.54	101.30	88.39	84.34
	农林牧渔	171.22	130.02	123.40	126.48	140.71	117.66	108.38
中游	黑色金属	72.67	70.86	68.96	68.82	74.08	69.92	69.72

行业	建筑材料	132.11	94.48	88.35	85.38	175.65	146.53	142.24
	建筑装饰	157.08	141.80	141.85	128.20	183.93	162.65	164.83
	化工	54.66	52.50	51.70	50.78	50.16	49.58	47.89
	机械设备	253.39	217.97	215.70	203.74	238.56	225.49	222.97
	电子	168.67	159.37	155.89	149.91	178.02	169.21	167.84
	轻工制造	148.77	147.86	147.21	140.81	149.57	145.19	150.41
	电力	60.09	60.68	61.11	57.38	61.48	61.64	59.94
	港口	74.44	76.18	67.62	64.45	60.53	56.00	54.00
	机场	97.91	94.47	87.80	80.48	84.77	78.90	81.69
	高速公路	113.52	108.73	116.41	101.58	139.02	120.20	128.89
	航运	39.92	38.60	36.52	34.53	46.48	46.60	47.87
	铁路运输	54.05	42.87	41.99	39.27	48.97	44.33	45.70
下游行业	非汽车交运设备	214.26	189.73	192.62	166.17	190.62	189.86	206.33
	汽车零部件	103.37	85.86	94.06	92.50	104.08	100.93	107.73
	汽车整车	42.53	38.59	38.74	40.44	45.91	49.03	49.69
	航空运输	19.77	19.71	18.62	16.69	18.16	18.02	17.04
	计算机设备	127.84	114.61	109.92	102.40	129.21	128.48	127.94
	通信设备	259.22	211.70	220.53	188.69	249.35	211.34	215.86
	信息服务	69.61	70.25	70.55	68.16	76.10	75.33	78.47
	家用电器	88.06	79.55	76.50	80.74	80.34	79.31	80.72
	医药生物	138.44	124.22	125.83	120.92	124.98	126.75	129.97
	纺织制造	153.38	137.79	132.36	130.59	139.42	135.82	131.08
	服装家纺	475.04	395.93	288.91	260.49	284.84	278.80	272.39
	餐饮	46.48	45.63	56.59	61.70	76.60	74.00	72.53
	景点	402.94	170.18	169.74	133.52	217.09	175.19	154.48
	酒店	125.22	114.03	119.33	118.36	124.06	127.15	129.52
	旅游综合	143.72	131.77	119.54	112.83	139.98	124.88	102.09
	饮料制造	223.25	226.40	211.20	228.58	198.20	206.97	204.97
	零售	55.31	60.21	65.39	62.93	58.89	63.99	69.66

资料来源：WIND 东北证券

六、 三季报的行业比较和年内的配置建议

表 26、2011 年三季度行业业绩评价表

指标	三季度表现好	三季度表现差
盈利增长	有色金属、建筑材料、餐饮、 建筑装饰、景点、服装家纺、旅游综合	航运、电力、电子、 通信设备、汽车零部件、酒店
盈利能力	服装家纺、餐饮、旅游综合、 景点、有色金属、石油开采	航运、电子、轻工制造、 通信设备、汽车零部件、电力
盈利质量	饮料制造、铁路运输、景点、 煤炭开采、石油开采、高速公路	通信设备、汽车整车、电力、 纺织制造、信息服务、电子
现金流状况	餐饮、汽车零部件、服装家纺、	通信设备、非汽车交运设备、航运、

	计算机设备、旅游综合	医药生物、机械设备、地产
存货变现速度	旅游综合、港口、农林牧渔、 景点、煤炭开采、航空运输	建筑材料、航运、汽车整车、 餐饮、汽车零部件、建筑装饰、地产
综合评价	旅游、餐饮、服装家纺、景点（吃、穿、行）	航运、通信设备、电力、电子、汽车零部件

今年三季度旅游、餐饮、服装家纺和景点等受益于消费升级趋势的“吃、穿、行”行业业绩靓丽，市场慷慨地给予了超额收益（消费股仅在业绩披露后期进行了集中兑现）。而航运、通信设备、电力、电子和汽车零部件板块受困于糟糕的业绩预期而无法在三季度取得超额收益，由此可见市场先生的聪明有效，因此四季度的行业配置显然不能仅凭三季报的评价结果来进行。

图 17、良好的季报预期提振“吃、穿、行”板块三季度的超额收益

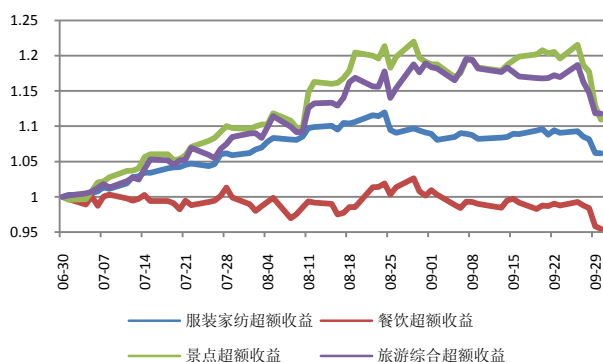
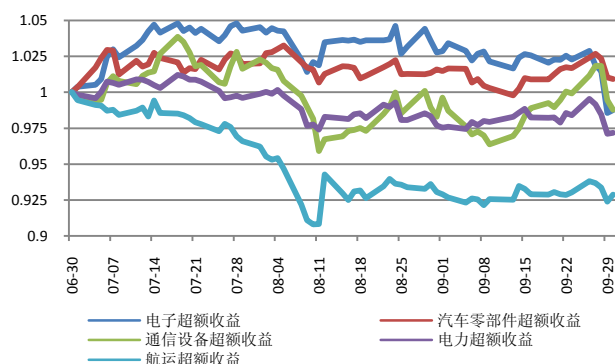


图 18、糟糕的季报预期使航运等板块三季度无法取得超额收益

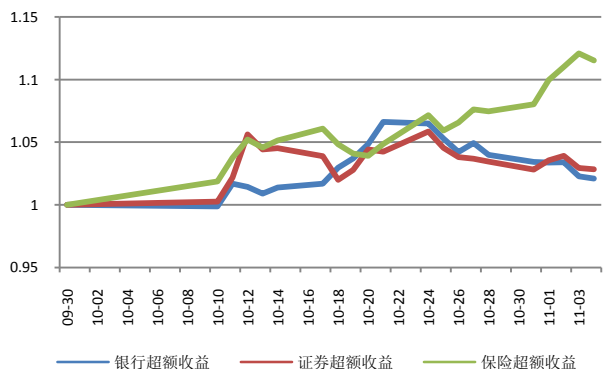


数据来源：WIND，东北证券

数据来源：WIND，东北证券

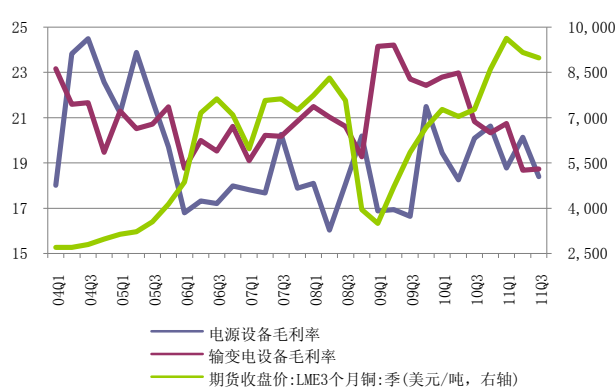
三季报的结果显示经济逐季回落的过程中上市公司业绩虽有韧劲但依然会在四季度乃至明年一季度受到国内去库存进程深化的挑战和国外发达经济体增速放缓的影响。因此在重视流动性改善对金融体系和实体经济补给效应的同时仍不宜对政策力度和企业盈利表现做过分乐观的预期。我们对四季度的定调是流动性右侧初期和盈利左侧中后期，对应到板块配置上则适合以局部进攻（而非全面出击）代替三季度的深度防御。前期超配流动性敏感或受益于政策预期的板块如金融、信息服务和汽车，后期重点配置符合受益于铜、铝等原材料成本下降、毛利率弹性高、基本面可能有催化剂的电源输变电设备板块或者负面因素消化充分、需求较稳定的空调板块，以及盈利增长稳定、估值切换预期增加、估值溢价适中的零售板块。这些都是我们四季度行业配置策略中建议超配的板块。

图 19、“稳金融”政策取向有望持续推升金融板块超额收益



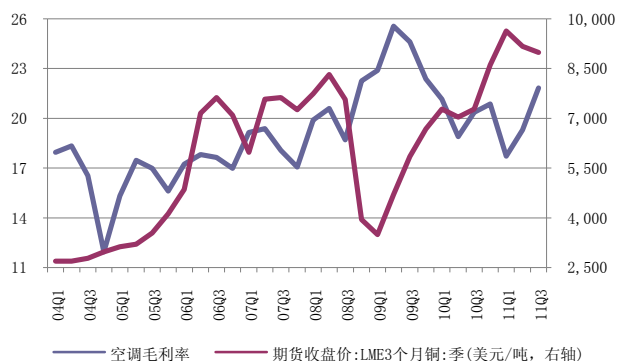
数据来源：WIND，东北证券

图 20、电源设备毛利率较输变电设备对铜价更敏感



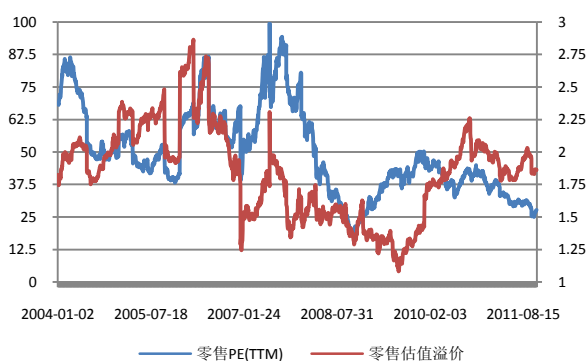
数据来源：WIND，东北证券

图 21、空调行业集中度上升增强了寡头厂商的提价能力



数据来源: WIND, 东北证券

图 22、零售板块的市盈率偏低, 估值溢价适中



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。