

增速下行，业绩底部临近

—A 股上市公司 2011 年三季度业绩分析



分析师

穆启国

SAC 执业证书编号:S1000510120006

(021)5010 6020

muqg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

顾益辉

(021)50106027

guyh@mail.htlhsc.com.cn

三季度增速下行，风险积聚。 A 股上市公司（剔除银行石化）净利润同比增速为 15.1%，对比中报 20.0% 有所下滑。从利润增速贡献因素看，收入下降对业绩影响较小，业绩下滑主要是由毛利率下滑带动。从 ROE 来看，销售利润率和总资产周转率均下降，三季度量价齐跌拉动 ROE 下行。同时，新增库存占收入的比例抬升，表明库存压力并未消化；货币现金的增速以及经营性现金流占收入比持续下降，资金紧张局面在三季度有所增加。同时，委托贷款相关的持有到期投资科目三季度出现大幅上升，在紧缩环境下上市公司介入委托贷款领域的资金在增加，需要警惕年底前大规模信贷违约带来资产减值对业绩的冲击。

四季度业绩左侧中后期，盈利触底曙光临近。 由于通胀回落带动的去库存仍然持续，我们判断四季度的盈利依然下滑，但业绩单季度下滑的底部出现在四季度。中性假设下，A 股的利润增速全年大概在 14.4%（剔除银行石化净利润全年增速约 9%）。业绩下滑已在市场的预期之中，三季度确认有利于消化风险，开启新的盈利周期。

上游：价格链盈利弱化，银行仍然强势。 煤炭开采净利润同比增长 18.3%，行业盈利的增长受到成本快速上升的制约；有色金属利润盈利稳定同比增长 78.6%，但由于三季度大宗商品调整，后续向下的趋势明显；金融利润同比增长 27.1%。其中银行得益于中间业务繁荣等因素业绩保持稳定增长，而券商保险由于佣金保费和投资收益的双杀，三季度业绩大幅下滑。除了银行，上游要素资源板块的盈利拐点在三季度基本确认，在资源价格和成本的压力下，盈利逐步弱化。

中游：材料类步入下滑通道，设备制造仍不景气。 建材利润同比增长 92%，环比来看景气已过高点。化工利润同比增长 22.1%，其中处于偏上游的化学原料、化学制品表现较好。钢铁受制于毛利挤压，利润同比下滑 13.3%。机械板块前三季度增长 19.3%，但环比出现大幅下滑，集中反应了对下游需求下滑。中游材料板块呈现量稳价跌的格局，需求难以短期逆转的背景下四季度业绩将逐步进入下滑通道；而中游制造业绩在三季度下滑确认了景气底部，产业链看业绩下滑逐步从中游向上游材料能源传导。

下游：可选消费确定下滑，稳定消费景气持续。 房地产行业利润同比增长 15%，短期盈利平稳，但现金存货压力不减，后续仍不乐观；交运设备利润同比增长 8.5%，三季度乘用车行业增量不增利，毛利率下滑带动盈利增速持续下行；医药生物利润同比增长 19.5%，盈利小幅下降，其中中药和医疗服务增长较快。食品饮料利润同比增长 39.7%，收入和毛利率都有所提升，整体实现了量价齐升。四季度大部分食品饮料公司进入销售旺季，全年业绩增速仍将保持。下游的稳定消费总体仍保持稳定增长，其中拥有品牌优势和提价能力的酒类、乳品盈利保持强劲，但环比来看改善空间已不大。

总结 三季度来看，全年能够实现较高业绩增速的行业是：银行、纺织服装、食品饮料、农林牧渔、餐饮旅游。

目 录

上市公司三季度增速下滑，风险凸显.....	5
毛利下滑带动利润增速下行	5
量价齐减，ROE 总体略有下滑	5
库存压力未消化，现金持续收紧	6
委托贷款资产增长，警惕四季度减值风险	7
四季度盈利展望：业绩左侧中后期，曙光临近	8
上游： 价格链条盈利高位回落，银行仍然强势	11
煤炭开采（18.32%）：成本压力逐渐凸显	11
有色金属（78.56%）：业绩阶段性高峰已过	11
金融（27.14%）：银行强势不改，券商保险下滑	12
中游： 材料类步入下滑通道，设备制造仍不景气	13
建材（92.2%）：增速高位下滑，静待政策刺激	13
化工（22.1%）：量稳价跌，景气下行	14
钢铁（-14.5%）：盈利挤压格局未改，四季度仍有下行可能	15
机械设备（19.3%）：确认下滑，期待新周期	15
下游： 可选消费确定下滑，稳定消费景气持续	17
房地产（15.0%）：短期盈利平稳，现金存货压力不减	17
交运设备（8.5%）：毛利下滑带动盈利持续下行	18
医药生物（19.5%）：增速略有下滑，中药和医疗服务增长较快	18
农林牧渔（32.85%）：子行业分化明显，养殖相关子行业景气	20
食品饮料（39.7%）：稳步增长，景气维持	21

图表目录

图 1:	2011 年前三季度 A 股上市公司净利润增速归因（剔除银行石化）	5
图 2:	2011 年前三季度 A 股上市公司 ROE 变动归因分析（剔除银行石化）	6
图 3:	2011 年三季度新增库存占收入比还在提升	6
图 4:	2011 年前三季度存货同比增速高于收入增速	6
图 5:	2011 年三季度现金同比增速下滑	7
图 6:	2011 年三季度经营性现金流占收入比处于低位	7
图 7:	持有到期投资比例与信贷环境负相关	7
图 8:	2010 年三季度持有到期资产环比大幅增加	7
图 9:	通胀领先库存两个月下滑	8
图 10:	去库存确认后往往伴随盈利的下滑	8
图 11:	工业增加值和 PPI 价格下行趋势确认	9
图 12:	近期工业企业利润下滑放缓	9
图 13:	制造业业绩预测框架	9
图 14:	2011 年制造业增速敏感性分析（剔除银行石化）	9
图 15:	2011 年上半年煤炭开采的盈利增速贡献拆分	11
图 16:	2011 年上半年煤炭的开采 ROE 贡献拆分	11
图 17:	2011 年前三季度基本金属利润增速有放缓趋势	12
图 18:	2011 年前三季度小金属和金属新材料盈利回升	12
图 19:	2011 年上半年有色金属同比增速贡献度拆分	12
图 20:	2011 年上半年有色几十年净利率拉动 ROE 提升	12
图 21:	2011 年上半年银行的利润增速稳健	13
图 22:	2011 年上半年保险和券商的利润增速下滑	13
图 23:	2011 年三季度建筑建材利润同比增速回落	13
图 24:	2011 年上半年利润率攀升建筑建材 ROE 创新高	13
图 25:	2011 年上半年化工净利润增速归因	14
图 26:	2011 年上半年化工 ROE 归因	14
图 27:	2011 年前三季度钢铁毛利、费用下滑拉低业绩	15
图 28:	2011 年前三季度钢铁 ROE 有下行趋势	15
图 29:	2011 年前三季度机械业绩下滑源于毛利下滑	15
图 30:	2011 年前三季度 ROE 下行源于利润率下行	15
图 31:	近期专用设备和普通设备新订单季调后仍下滑	16
图 32:	固定资产投资中设备工具采购同比依然下滑	16
图 33:	2011 年前三季度地产利润同比增速持平	17
图 34:	2011 年前三季度房地产 ROE 环比有下滑	17
图 35:	2011 年前三季度地产利润存货增加，现金减少	18
图 36:	2011 年前三季度房地产预售回落	18
图 37:	2011 年前三季度毛利拉低交运设备利润增速	18
图 38:	2011 年前三季度交运设备 ROE 下滑	18
图 39:	2011 年前三季度生物医药业绩增速归下降	19
图 40:	2011 年前三季度生物医药 ROE 归因	19
图 41:	2011 年三季度单季度生物医药业绩增速下降	19

图 42:	2011 年三季度单季度生物医药业绩增速下降	19
图 43:	三季度农业上市公司整体净利润增速上升	20
图 44:	三季度农业上市公司利润率水平	20
图 45:	农业各子行业利润增长情况	20
图 46:	猪肉价格处于历史高位	21
图 47:	生猪价格处于历史高位	21
图 48:	猪周期驱动相关子行业	21
图 49:	2011 年前三季度食品饮料行业净利润归因	22
图 50:	2011 年前三季度食品饮料行业 ROE 略有下降	22
表格 1:	持有到期资产减值对全年净利润增速的敏感性分析	8
表格 2:	上市公司业绩预测表	9
表格 3:	各行业三季度业绩情况汇总	10
表格 4:	化工各个子行业三季度的业绩情况	14
表格 5:	机械各个子板块的业绩情况	16
表格 6:	生物医药各个子板块的三季度单季度业绩增长情况	19
表格 7:	食品饮料各个子板块的业绩情况	22

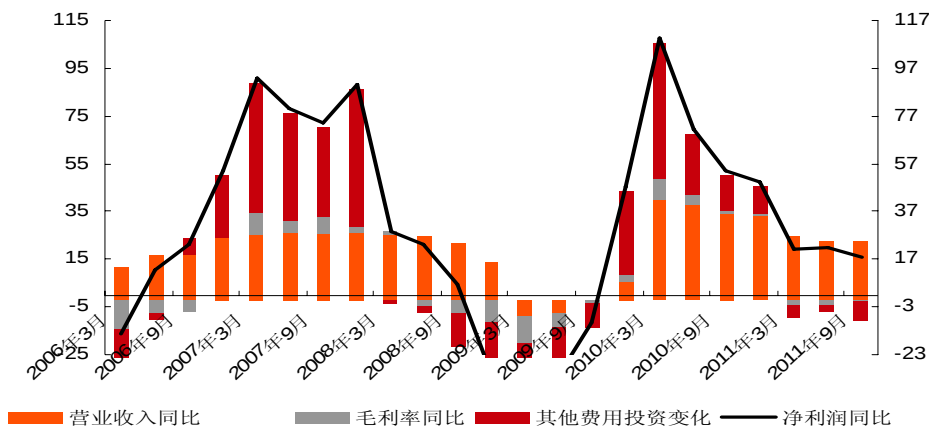
上市公司三季度增速下滑，风险凸显

毛利下滑带动利润增速下行

全部 A 股上市公司 2011 年前三季度净利润同比增长 20.8%，对比中报增速为 24.2% 出现了一定程度的下滑，其中 A 股上市公司（剔除银行石化）净利润同比增速为 15.1%，对比中报的增速为 20.0%。从利润增速的贡献因素来看，收入（剔除银行石化）同比增长 24.4% 与一季度 24.6% 基本持平，上市公司收入下滑对业绩影响并不明显；毛利率同比下滑 2.7%，符合通胀回落背景下，毛利下滑的趋势。投资收益和费用等因素对净利润增速的贡献出现较为明显的负向贡献，说明整体上市公司的各项运营成本较前期有所上升。

注：文中统计数据为截止 2011-10-30 公布的上市公司数据，为减少权重股影响，贴近制造业的变化趋势，剔除了银行、中石油、中石化。我们利用利润增速的贡献因素归因的方法将利润增速进行拆分为收入变化带来的利润变动、毛利变化带来的利润变动、以及费用、投资其他相关项变化带来的利润变动。

图 1： 2011 年前三季度 A 股上市公司净利润增速归因（剔除银行石化）

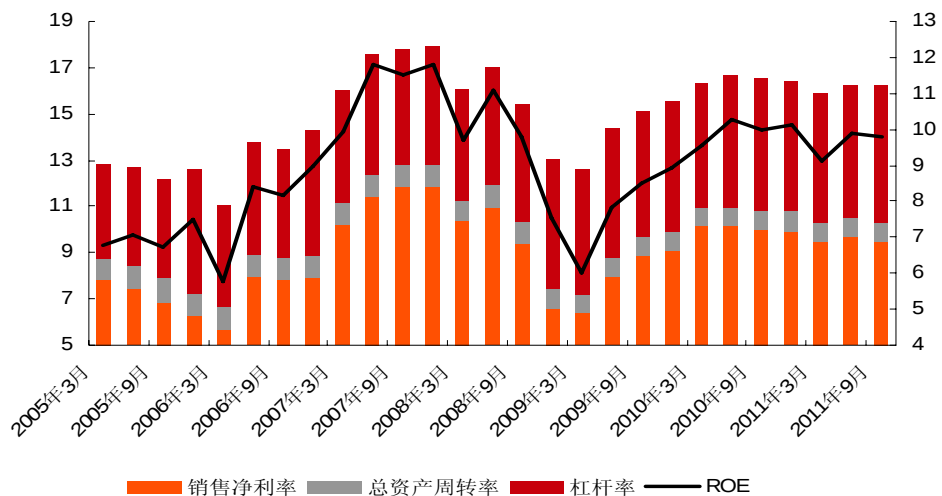


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

量价齐减，ROE 总体略有下滑

我们用杜邦分析的方法将 ROE 拆解为销售净利率、总资产周转率和权益乘数。从三季度来看，销售利润率和总资产周转率对 ROE 的存在负向拉动。量价方面都出现小幅的下滑。对比历史来看，目前全部 A 股的 ROE 水平为 13.99%（剔除银行和石化），距离 2007 年高点时的 17.1% 还有较大距离，可提升空间还很大。

图 2: 2011 年前三季度 A 股上市公司 ROE 变动归因分析 (剔除银行石化)



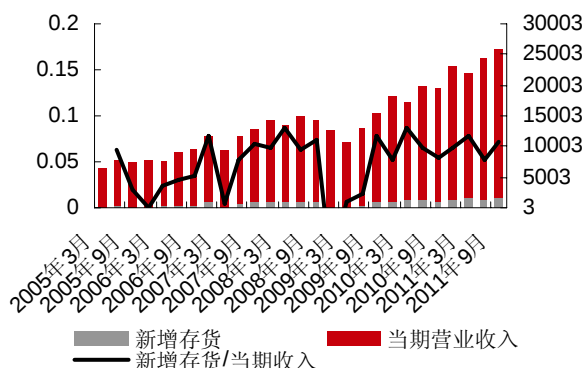
资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

库存压力未消化，现金持续收紧

从新增存货占当期收入的比例来看，三季度新增存货的比例仍在提升，另外前三季度剔除银行石化后全部 A 股上市公司存货同比增速 33% 与前几个季度持平，仍然持续高于收入增速的 26%。下游需求不旺的背景下，去库存的压力仍然存在。

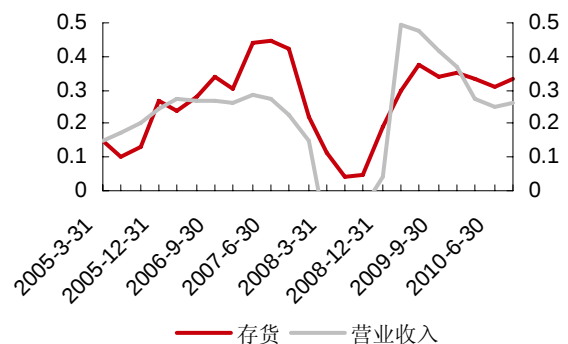
注: 现金和存货数据均经过可比处理，公司为 2006 年前上市的 1040 家可比非金融石化上市公司。

图 3: 2011 年三季度新增库存占收入比还在提升



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 4: 2011 年前三季度存货同比增速高于收入增速

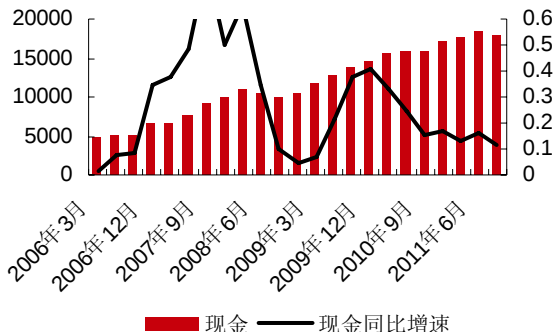


资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

从现金情况来看上半年的可比非金融石化上市公司的货币资金累计同比增速为 11.7%，对比中报的 16.5%，有一定幅度的下滑（但仍高于 08 年的 4%）。表明资金紧张的情况比三季度有所增加，另外从经营性现金流占营业收入的比例也出现了下行，上市公司资金回流的情况也不容乐观。综合来看，上市公司的资金压力在增大，

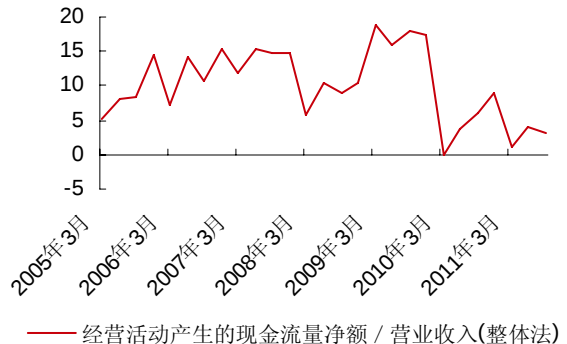
宏观流动性紧缩对上市公司影响逐步凸显。

图 5: 2011 年三季度现金同比增速下滑



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 6: 2011 年三季度经营性现金流占收入比处于低位



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

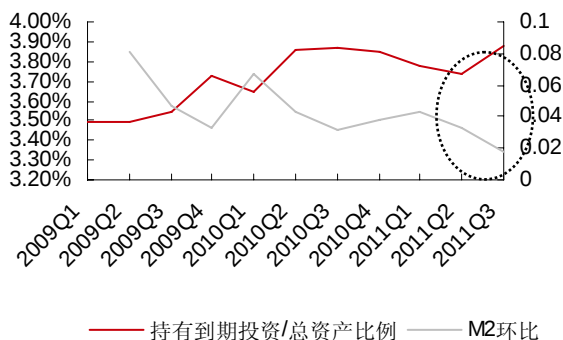
委托贷款资产增长，警惕四季度减值风险

我们考察非金融企业的 09 年以来的持有到期投资科目后发现该科目与信贷环境成较为显著的负相关。当信贷紧张的时候企业民间实际利率上升，企业有更多的动力和意愿将资金投入委托贷款以赚取差价。2011 年三季度上市公司的持有至到期出现大幅上升，表明在信贷紧张的环境下，上市公司利用自身信贷渠道介入委托贷款领域的资金在增加，而近期以温州为代表的民间借贷危机的暴露加剧了上市公司在该类资产的计提风险。根据我们近期在温州调研显示，民间借贷要经历“年关”冲击。与其他季末还不一样，年底春节结算是付清的。不仅企业实体结款，民间资金结清款项压力大。目前媒体报道“跑路”还是少数，许多没报道的资金量并不小。相关政府部门领导也确认：高利贷只要度过今年春节，就算过了一道坎了。

如果年底前出现大规模的信贷违约现象，委托贷款等资产的大幅减值将对上市公司四季度业绩造成冲击。

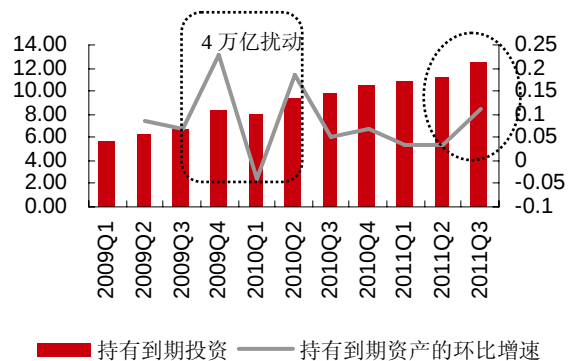
（根据新准则有关规定：委托贷款科目的余额分别转入持有至到期投资目，已计提减值准备的，将相应减值准备的金额自有关科目转入“持有至到期投资减值准备”科目）。

图 7: 持有到期投资比例与信贷环境负相关



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 8: 2010 年三季度持有到期资产环比大幅增加



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

2011 年三季度的持有到期资产为 1126 亿元，假设其中 50%为委托贷款，按 50%的不良率计算，能够将制造业的业绩增速从全年 9.2%下拉到 5.8%，下拉全年业绩增速 3.4 个百分点，极端情况下能够造成全年业绩的负增长。

表格 1：持有到期资产减值对全年净利润增速的敏感性分析

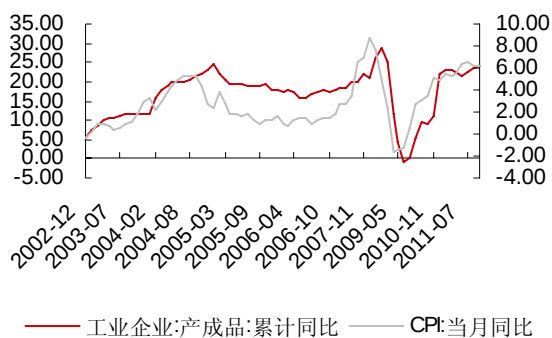
		委托贷款占持有到期投资的比例					
		0.0%	20.0%	50.0%	70.0%	90.0%	100.0%
委	0.0%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
托	20.0%	9.2%	8.6%	7.8%	7.3%	6.7%	6.4%
贷	50.0%	9.2%	7.8%	5.8%	4.4%	3.0%	2.3%
款	70.0%	9.2%	7.3%	4.4%	2.5%	0.5%	-0.4%
不	90.0%	9.2%	6.7%	3.0%	0.5%	-1.9%	-3.2%
良	100.0%	9.2%	6.4%	2.3%	-0.4%	-3.2%	-4.5%
率							

资料来源：wind，华泰联合证券研究所

四季度盈利展望：业绩左侧中后期，曙光临近

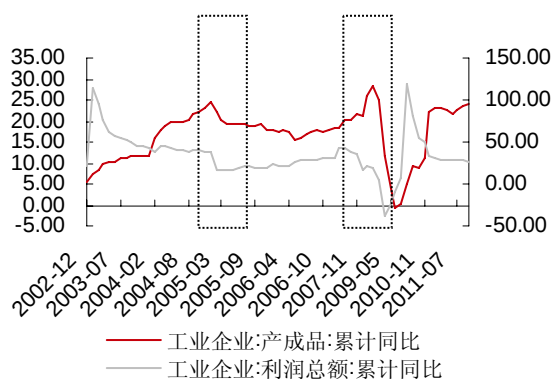
展望四季度由于通胀回落带动的去库存存在仍然持续，我们判断四季度的盈利依然会下滑。只要不发生剧烈的去库存和大规模的信贷违约事件，业绩下滑的速度在四季度依然是可控的。根据我们的测算业绩单季度下滑的底部出现在四季度。同时业绩下滑已然在市场的预料之中，三季度确认后有利于新的盈利周期的启动。

图 9：通胀领先库存两个月下滑



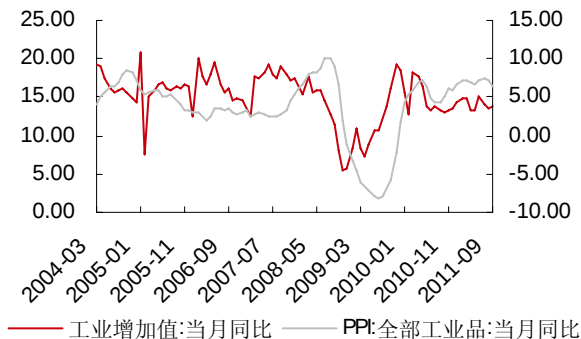
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 10：去库存确认后往往伴随盈利的下滑



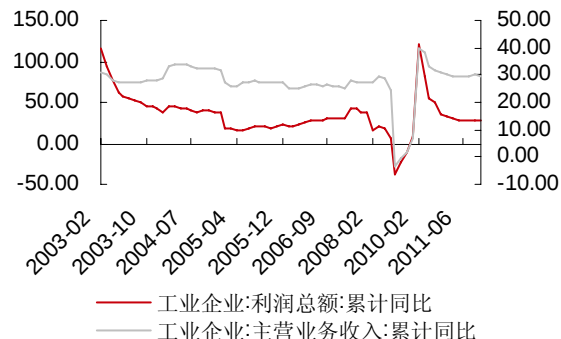
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 11: 工业增加值和 PPI 价格下行趋势确认



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 12: 近期工业企业利润下滑放缓



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

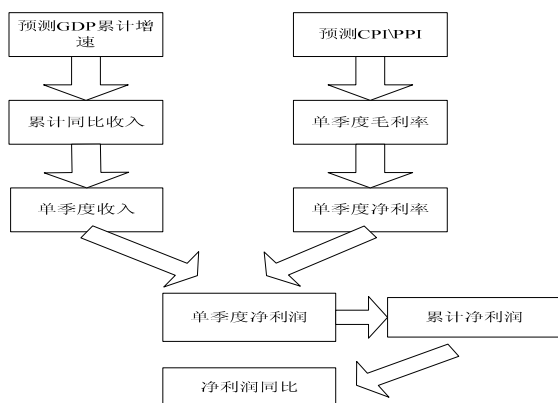
根据我们测算在全年收入增长 26%，制造业毛利四季度下滑到 16.8% 的中性假设下，剔除银行石化上市公司的净利润全年增速大概在 9%。合理的波动区间在 8%-11.4%。而全部 A 股的利润增速全年大概在 14.4%，合理的波动区间为 13.7%-15.4%（根据我们的盈利监测框架，将上市公司分为制造业、银行、石油石化来分别预测。通过经济、PPI、CPI 走势与收入增速、毛利率变动相关性，来预测制造业净利润。）

表格 2: 上市公司业绩预测表

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4 (E)	2012Q1(E)
A 股剔除银行石化净利润累计同比	19.4%	20.0%	15.1%	9.2%	-0.4%
银行净利润累计同比	33.2%	34.3%	31.9%	30.9%	29.9%
石油石化利润累计同比	19.3%	5.6%	4.5%	4.5%	4.5%
全部 A 股上市公司累计同比	25.4%	24.2%	20.8%	14.3%	14.1%
A 股剔除银行石化净利润单季度同比	19.4%	20.6%	5.6%	-4.8%	-0.4%
全部 A 股上市公司单季度同比	25.4%	23.2%	14.3%	-3.7%	14.1%

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 13: 制造业业绩预测框架



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 14: 2011 年制造业增速敏感性分析（剔除银行石化）

		收入累计同比增速%			
		25%	26%	27%	28%
单 季 度 毛 率	16.2%	6.8%	7.5%	8.2%	8.9%
	16.4%	7.4%	8.1%	8.8%	9.5%
	16.6%	8.0%	8.7%	9.4%	10.1%
	16.8%	8.6%	9.3%	10.0%	10.8%
	17.0%	9.1%	9.9%	10.6%	11.4%
	17.2%	9.7%	10.5%	11.2%	12.0%
	17.4%	10.3%	11.1%	11.9%	12.6%

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

从结构上看，大多数行业的三季度业绩环比大幅下滑，仅有四个行业的净利润环比改善（纺织服装、农林牧渔、餐饮旅游、交通运输），主要分布在下游的消费。上游的能源成本和价格的压力下，业绩开始高位回落；中游由于较差的需求，景气处于底部，业绩大幅下滑得以确认；而下游的稳定消费增长虽然保持稳定，但环比来看改善空间也不大。从产业链观察，业绩下滑逐步从中游向上游材料能源传导。另一方面，银行/制造业利润比例仍然在历史高点（金融危机除外），银行利润挤压制造业的趋势进一步确认。

总结三季报来看，全年能够实现较高业绩增速的行业是：银行、纺织服装、食品饮料、农林牧渔。

表格 3：各行业三季度业绩情况汇总

大类	行业分类	2011 三季度单 季度同比	2011 三季度 单季度环比	业绩趋势	增长状态
上游资源	采掘	9.42	14.64	向上	稳定增长
上游资源	有色金属	75.26	-19.44	向下	高位增长
上游要素	金融服务	20.53	-4.87	平稳	高位增长
中游材料	黑色金属	24.87	-39.25	向下	高位增长
中游材料	化工	12.27	-10.35	向下	稳定增长
中游材料	建筑建材	54	-22.59	向下	高位增长
中游制造	机械设备	-7.36	-29.69	向下	业绩下滑
中游制造	轻工制造	-13.45	-23.28	向下	业绩下滑
中游制造	信息设备	-22.03	-19.79	向下	业绩下滑
可选消费	交运设备	-6.17	-24.3	向下	业绩下滑
可选消费	家用电器	17.84	-10.99	向下	稳定增长
可选消费	房地产	25.63	-32.54	向下	高位增长
可选消费	电子	-24.34	-34.04	向下	业绩下滑
可选消费	信息服务	16.68	-20.86	向下	稳定增长
稳定消费	餐饮旅游	36.43	7.57	平稳	高位增长
稳定消费	纺织服装	20.12	4.94	平稳	高位增长
稳定消费	农林牧渔	33.58	1.52	平稳	高位增长
稳定消费	食品饮料	33.35	-6.03	平稳	高位增长
稳定消费	医药生物	9.78	-16.34	向下	稳定增长
稳定消费	商业贸易	25.82	-25.99	向下	高位增长
其他	公用事业	-28.49	-7.23	平稳	业绩下滑
其他	交通运输	-28.91	36.76	向上	业绩下滑
其他	综合	141.09	-39.12	向下	高位增长
制造业	全部 A 股（剔除银 行石化）	3.76	-16.47	向下	稳定增长

资料来源：wind，华泰联合证券研究所

上游：价格链条盈利高位回落，银行仍然强势

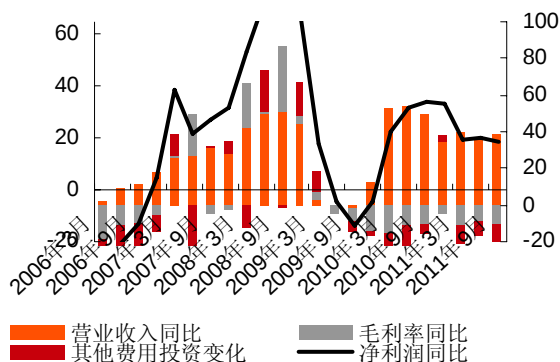
注意：为了便于观察讨论，以下行业对应的行业括号内数字均为2011年前三季度累计净利润同比增速

煤炭开采（18.32%）：成本压力逐渐凸显

2011年前三季度煤炭净利润同比增加主要归因于收入的大幅增加 38.6%，但毛利率同比对净利润的贡献以及各项费用对净利润增速的贡献都在下滑。资源税调节基金、人工成本、政策成本的上升对煤炭企业盈利的挤压开始逐步体现。

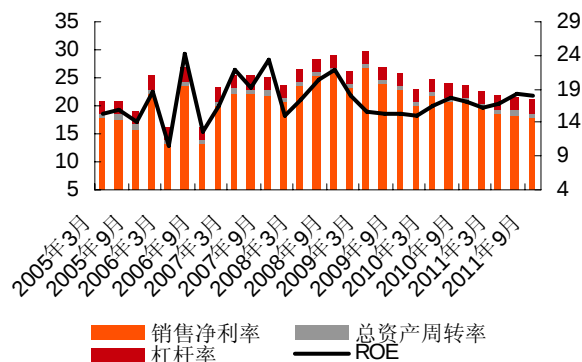
ROE 略有下滑，主要来源于净利率仍持续下滑，而同期周转率加快，表明整体运营能力的有所提升。基于煤价难以大幅上行，而成本提升的趋势不可逆转，煤炭价跌量增的局面将在四季度得以延续。

图 15： 2011 年上半年煤炭开采的盈利增速贡献拆分



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 16： 2011 年上半年煤炭的开采 ROE 贡献拆分

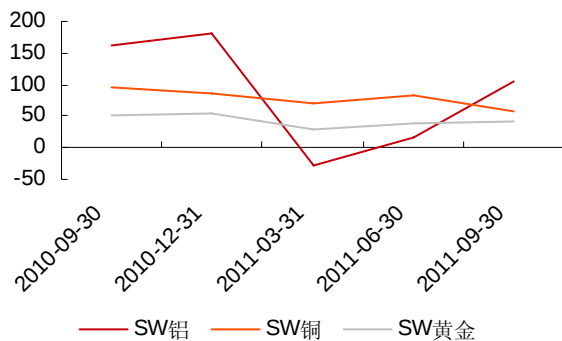


资料来源：wind，华泰联合证券研究所

有色金属（78.56%）：业绩阶段性高峰已过

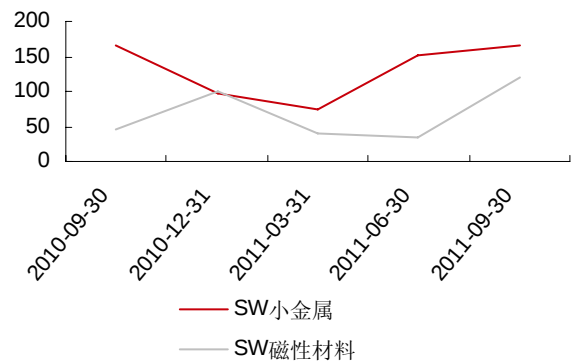
大部分有色上市公司前三季度依然保持了较好的增速。受欧债危机加剧和中国持续紧缩货币政策的影响，金属价格9月份出现了大幅下行，这导致其中工业金属中的铜、铝等子行业的三季度业绩普遍环比大幅下滑，但仍然有部分少数的金属新材料类公司环比实现正增加的。展望4季度，有色金属的价格依然有下行压力，有色公司的业绩将会继续回落。

图 17: 2011 年前三季度基本金属利润增速有放缓趋势



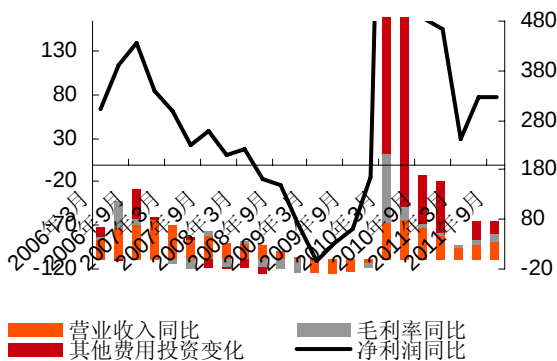
资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 18: 2011 年前三季度小金属和金属新材料盈利回升



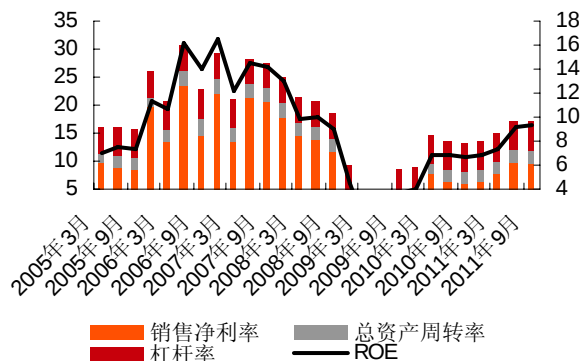
资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 19: 2011 年上半年有色金属同比增速贡献度拆分



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 20: 2011 年上半年有色几十年净利率拉动 ROE 提升



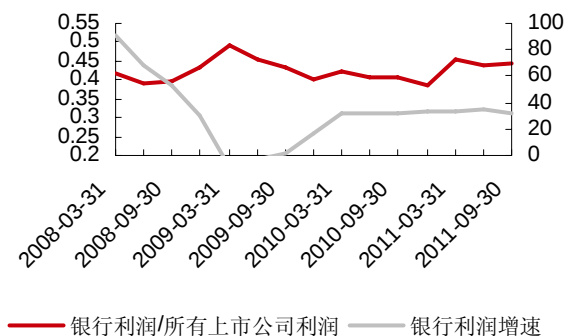
资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

金融 (27.14%): 银行强势不改, 券商保险下滑

2011 年前三季度银行净利润同比增长 31.86%, 与上半年增速基本持平, 且利润增长幅度大于收入增长幅度, 成长能力远超估值水平。息差扩大和收入增长是推动业绩增长的因素。但资本规模管制 (储备率上调), 拨备规模扩大 (坏账水平和监管要求), 增资扩股等仍然压制估值, 同时民间信贷的问题爆发加速了市场对银行资产质量的担忧。

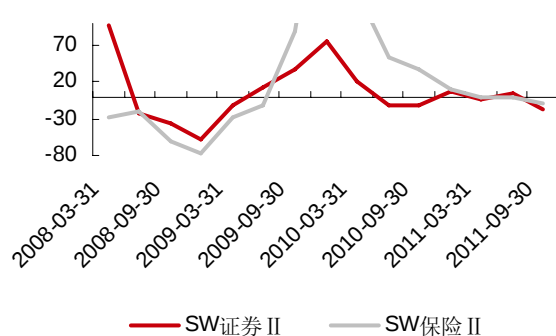
由于全行业保费、佣金下滑, 投资表现不佳等因素在三季度集中体现, 保险 (-10.2%) 和证券 (-16.6%) 盈利情况继续恶化, 预计四季度盈利也难有改观。

图 21: 2011 年上半年银行的利润增速稳健



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 22: 2011 年上半年保险和券商的利润增速下滑



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

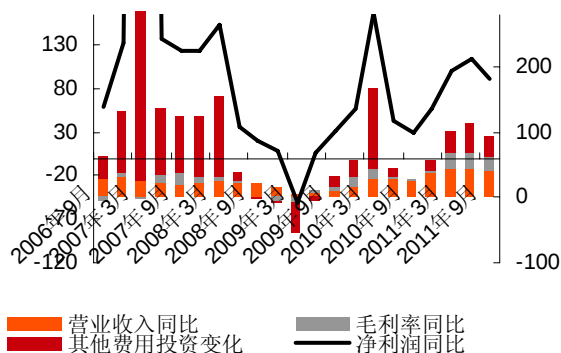
中游：材料类步入下滑通道，设备制造仍不景气

建材（92.2%）：增速高位下滑，静待政策刺激

前三季度建材行业的收入和业绩均实现大幅增长。贡献度归因分析表明收入变动、毛利率变动以及费用变动对净利润的增速贡献均为正向，但是对比中报建材行业的收入以及利润增速已然回落（三季度行业业绩增速环比出现大幅负增长），源于前三季度净利润率的攀升，三季度 ROE 与二季度持平，基本维持在历史高位。在固定资产投资下行，基建投资难以全面放松背景下，建材行业的景气在四季度难以维持。

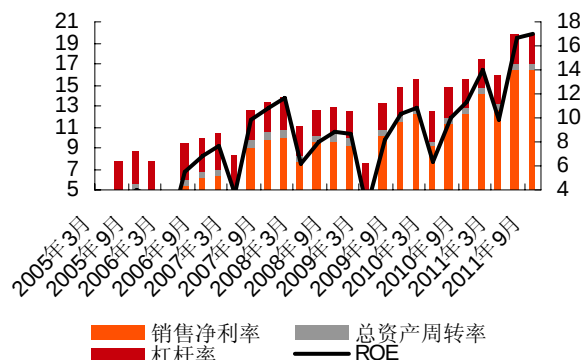
保障房、水利工程等重大项目将是未来 2-3 年内我国固定资产投资的主线，四季度政策的微调也为基建投资留下部分空间，建材行业在总体疲弱的背景下仍不乏刺激因素。

图 23: 2011 年三季度建筑建材利润同比增速回落



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 24: 2011 年上半年利润率攀升建筑建材 ROE 创新高



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

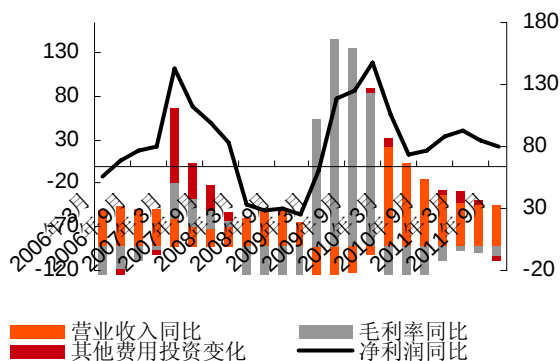
化工（22.1%）：量稳价跌，景气下行

2011 年上半年化工板块盈利（22%）和收入（33.7%）均大幅增长。化工行业净利润同比增速贡献主由收入增速带来，毛利率对业绩的贡献仍然为负面。量稳价跌的格局在三季度持续。

分子行业来看其中盈利情况较好的仍然是处于偏上游的化学原料（394%）、化学制品（86%）。大宗化工的后周期属性导致化学原料和化学制品的盈利仍然在高位，而需求联系更为密切的新材料、化纤等三季度业绩环比大幅下行。同时权重股中石化盈利较为稳定。

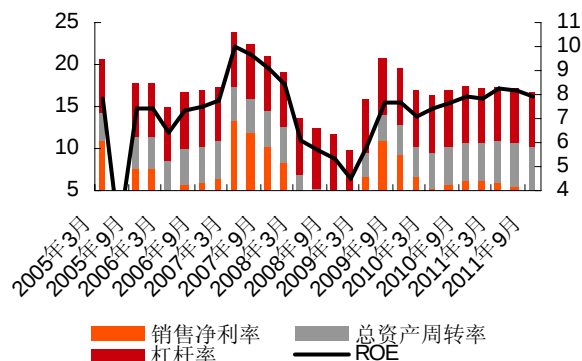
三季度 ROE 略有下行，主要是销售净利率的下跌导致，但总资产周转率仍略有上行，表明总体的运营状况仍然较为稳健。预计四季度随着需求的疲弱进一步向上游传导，整体行业的业绩增速仍有下行压力。

图 25： 2011 年上半年化工净利润增速归因



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 26： 2011 年上半年化工 ROE 归因



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

表格 4：化工各个子行业三季度的业绩情况

	2011 三季 累计同比	2011 中期 累计同比	2011 三季度单 季同比	2011 二季 度单季同 比	2011 三季度单 季环比
化学原料	394.27	401.61	379.08	547.47	-24.71
化学制品	85.66	76.36	102.22	104.92	-18.98
化工新材料 II	58.2	97.12	1.85	78.58	-35.52
化学纤维	57	97.6	3.08	91.96	-42.01
石油化工	7.33	14.25	1.54	0.64	-2.26
塑料 II	40.21	81.07	-14.22	8.04	-12.75
橡胶	9.39	-4.54	60.41	44.46	-15.16

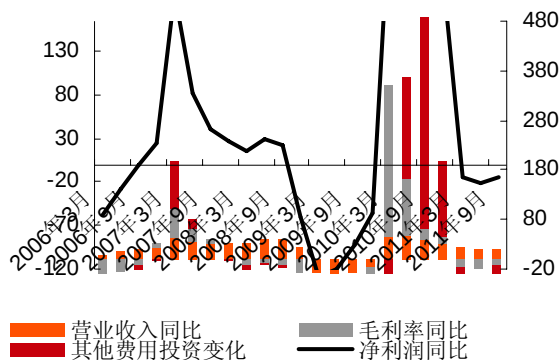
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

钢铁（-14.5%）：盈利挤压格局未改，四季度仍有下行可能

11 年前三季度钢铁上市企业净利润同比下滑 14.5%，净利润下滑主要源于铁矿石成本上升导致。总体来看，钢铁行业在产业链中仍处于弱势，短期盈利改善仍较为困难。宏观紧缩政策的累积效应仍会使得行业有一定下行空间，四季度景气依旧低迷。

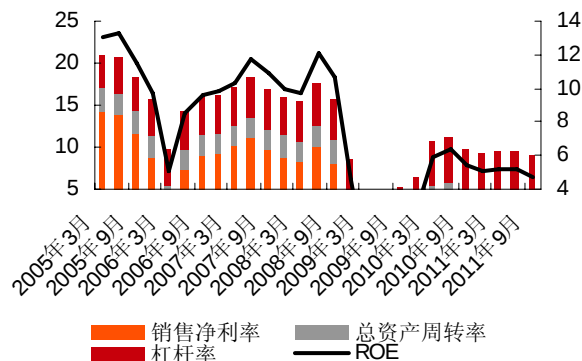
根据华泰联合钢铁行业研究员观点，反映在三季度产量居高不下、铁矿石价格高位、制造业需求增速放缓多重压力下，钢铁行业基本面并未获得实质性好转。四季度需关注板材需求及盈利改善、铁矿石降价、减产时间深度和范围广度。前三季度大部分时间里拥有铁矿石、长材占比高、区域优势突出的企业相对盈利情况较好，综合毛利率能维持在10%左右；但随着对四季度东北、西部钢材消费锐减、行业资金链不断从紧影响，我们认为当前大部分普通钢铁企业对自身盈利的掌控能力仍不强，四季度可以逐步调低对长材为主的钢厂盈利预期。

图 27： 2011 年前三季度钢铁毛利、费用下滑拉低业绩



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 28： 2011 年前三季度钢铁 ROE 有下行趋势



资料来源：华泰联合证券研究所

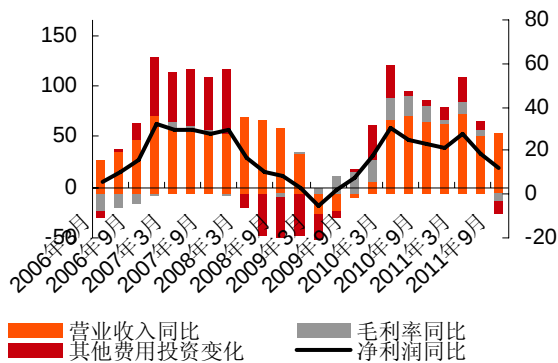
机械设备（19.3%）：确认下滑，期待新周期

机械板块前三季度总体实现19.3%的利润增长，其中收入增长27.6%与中报基本持平，而对应的毛利率仍然有所下滑，这表明三季度机械板块更多的靠以量补价的方式实现增长。

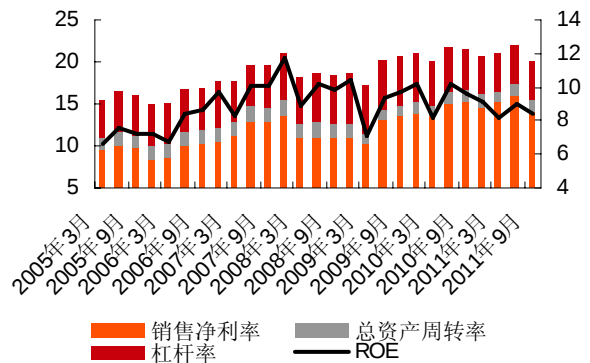
展望四季度固定资产投资的下行较为确认。地方政府换届过程也使地方基建项目一定程度放缓；短期高铁资金紧张和核电项目审批仍然限制该行业进一步投资；货币政策的紧缩也使企业扩张面临资金压力。因此在整体需求环境难以改善的大格局下，机械板块的业绩短期难有改观。虽然整体板块并无太大的表现，新一轮固定资产投资将对某些细分行业产生重大影响，目前发展紧迫程度最高，符合未来中国中长期发展方向子行业将成为中期布局的重要领域。

图 29： 2011 年前三季度机械业绩下滑源于毛利下滑

图 30： 2011 年前三季度 ROE 下行源于利润率下行

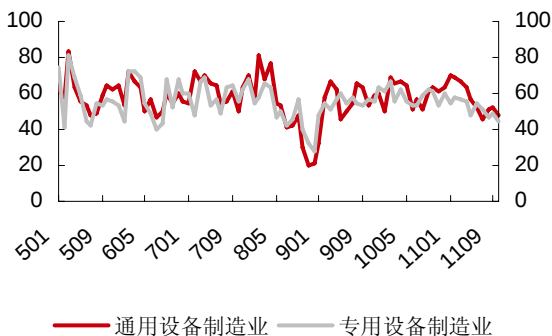


资料来源: wind, 华泰联合证券研究所



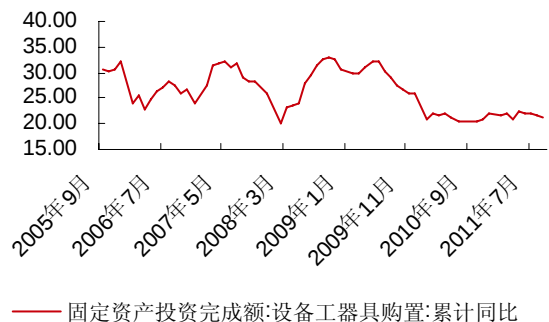
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 31: 近期专用设备和普通设备新订单季调后仍下滑



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 32: 固定资产投资中设备工具采购同比依然下滑



资料来源: 华泰联合证券研究所

表格 5: 机械各个子板块的业绩情况

	2011 三季 累计同比	2011 中期 累计同比	2011 三季度单 季同比	2011 二季 度单季同 比	2011 三季度单 季环比
农用机械	33.15	44.85	30.97	19.2	425.36
重型机械	207.19	-111.38	182.2	203.13	140.6
仪器仪表III	24.36	0.11	68.07	-4.76	6.92
其它专用机械	29.56	25.29	35.11	26.79	4.11
电源设备	-5.44	4.06	-20.17	-11.94	-0.75
冶金矿采设备	-3.12	-1.63	-5.29	-10.63	-1.87
输变电设备	-18.66	-23.78	-2.37	-23.07	-3.3
内燃机	-11.09	21.42	-45.42	15.02	-5.47
环保设备	-2.58	-1.13	-5.22	-5.47	-14.27
楼宇设备	23.74	28.4	15.21	39.14	-14.62
印刷包装机械	50.73	130.44	-9.77	157.11	-17.9
磨具磨料	28.73	41.08	8.36	37.76	-19.99
电气自控设备	27.79	37.03	13.63	40	-21.66

制冷空调设备	16.78	14.53	15.99	25.32	-26.81
纺织服装设备	212.03	643.47	31.35	765.67	-27.1
电机	10.2	17.02	-5.51	-1.09	-29.22
其他电力设备	28.67	63.62	-27.83	24.68	-41.29
机械基础件	4.16	16.74	-34.97	17.55	-47.03
机床工具	-21.2	-21.07	-21.58	-38.09	-47.66
工程机械	56.43	73.82	6.69	43.68	-49.29

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所, 红色的子行业为表现较好的行业

下游: 可选消费确定下滑, 稳定消费景气持续

房地产 (15.0%): 短期盈利平稳, 现金存货压力不减

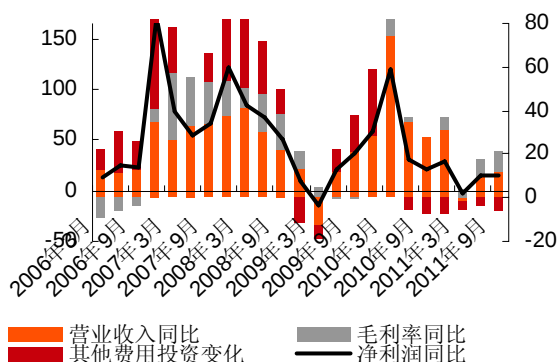
房地产板块 (剔除重组股和 ST) 2011 年前三季度盈利增长 15.0%, 对比中报基本持平。从业绩增速的构成来看, 收入增速以及毛利率基本维持稳定, 而毛利率维持在 39%, 房价并未出现实质性调整。

房地产上半年的 ROE 对比中报有所下降, 主要是由于销售净利率以及周转率环比的小幅下降带来。我们发现支撑 ROE 增长的总资产周转率和销售净利率处于下降趋势, 权益乘数上涨趋势减小难以维系, 因此行业未来 ROE 将存在下降的可能性。

从资产结构上, 2011 年前三季度, 现金占流动资产的比重明显下降至 13.8%, 低于 08 年的水平, 而存货占流动资产比例出现明显上升至 73%, 高于 08 年水平, 房地产行业资金紧张以及去库存压力已经逐步凸显。

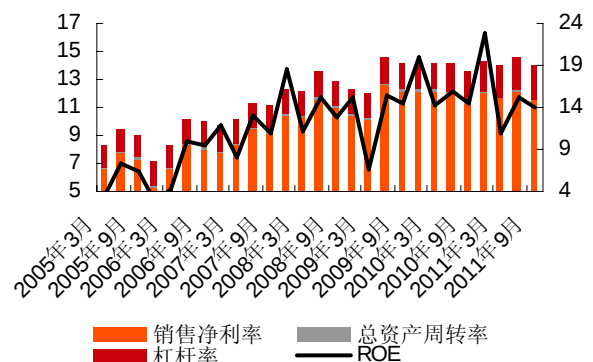
2011 年前三季度预收款项同比增长 46%, 将仍保障今年业绩, 但销售持续低迷使得预售款增速高位回落, 这将对明年业绩产生持续影响。上市公司在业绩调整方面更有经验, 预留了充分的预收款项来支撑业绩。房价的全面松动加剧了观望情绪, 成交低迷将对明年的地产业绩产生影响。

图 33: 2011 年前三季度地产利润同比增速持平



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 34: 2011 年前三季度房地产 ROE 环比有下滑



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 35: 2011 年前三季度地产利润存货增加, 现金减少

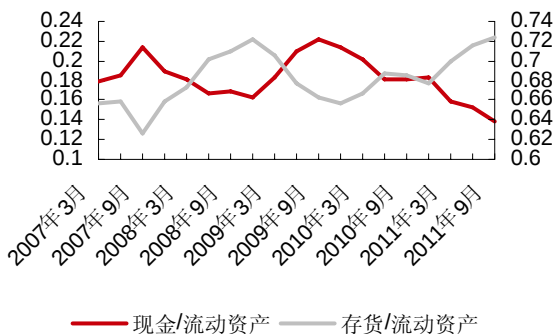
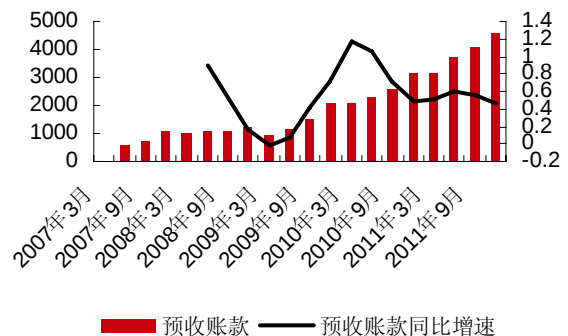


图 36: 2011 年前三季度房地产预售回落



交运设备（8.5%）：毛利下滑带动盈利持续下行

2011 年前三季度交运设备整体板块业绩同比增长 8.5%，对比中报仍有下滑。虽然收入也略有下滑，但业绩增速的下行主要是由于毛利率下滑导致。分析主要原因是三季度乘用车行业增量不增利。三季度日系车企产能逐步恢复，产量迅速增加，促销力度加大，从而带动全行业产品促销力度显著高于上半年。促销力度的加大汽车企业的盈利情况并没有比二季度有所改观。

从 ROE 来看，行业 ROE 下行，资产负债率、总资产周转率、以及销售利润率对 ROE 均产生负向影响。展望四季度随着销售旺季的到来，汽车销售依然会有所增长，盈利水平较三季度将有所改善。

图 37: 2011 年前三季度毛利拉低交运设备利润增速

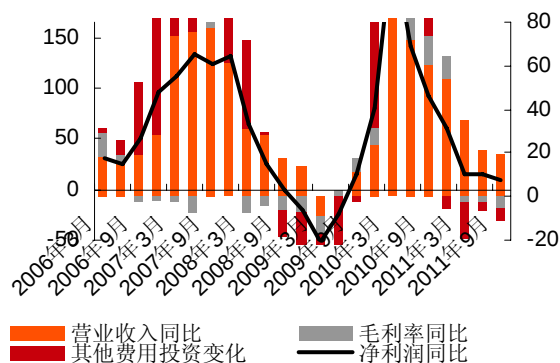
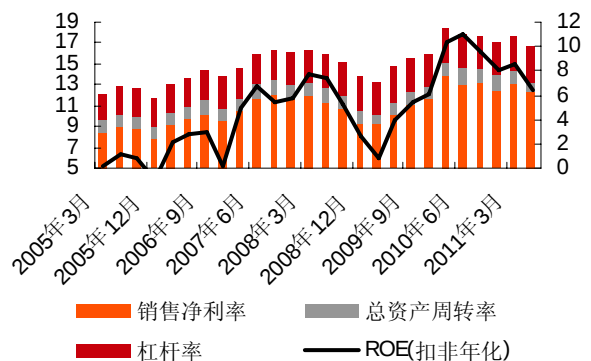


图 38: 2011 年前三季度交运设备 ROE 下滑



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

医药生物（19.5%）：增速略有下滑，中药和医疗服务增长较快

医药生物行业前三季度业绩同比增长 19.5%，对比上半年略有下降。另外毛利率依然处于下降趋势。2010 年一季度起行业销售净利率、总资产周转率、权益乘数均对 ROE 产生持续向下的拉动作用。新医改和药品降价等因素将继续拉低医药生物行业盈利中枢。

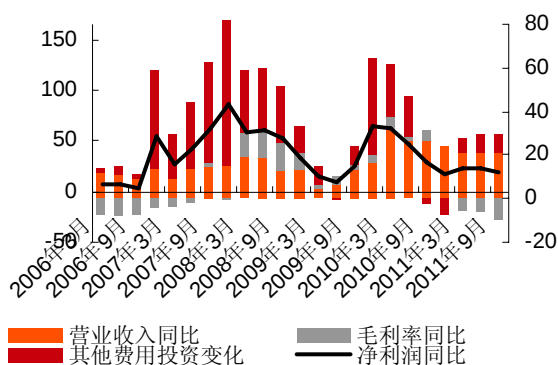
分结构看，化学制药和生物制药业绩较差，单季度净利润同比为-17.72%；医疗服务和中药表现较好，单季度分别同比增长44.6%、23.5%。从业绩上看，医疗器械与医疗服务较好但估值偏高。

表格 6：生物医药各个子板块的三季度单季度业绩增长情况

三季度单季增速	2011Q1	2011Q2	2011Q3
中药	27.66%	23.55%	23.49%
医疗服务	64.11%	61.83%	44.60%
化学制剂	13.58%	3.99%	1.00%
原料药	-17.78%	-5.61%	-28.81%
生物制品	-7.45%	20.31%	8.42%
医疗器械	22.37%	19.97%	-7.55%
医药商业	63.17%	26.74%	-13.86%
医药板块整体	13.54%	12.16%	3.57%

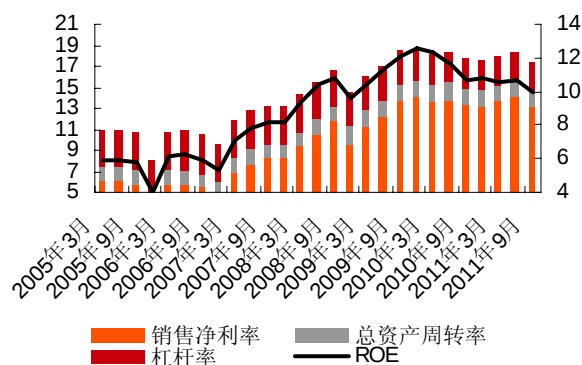
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 39：2011 年前三季度生物医药业绩增速下降



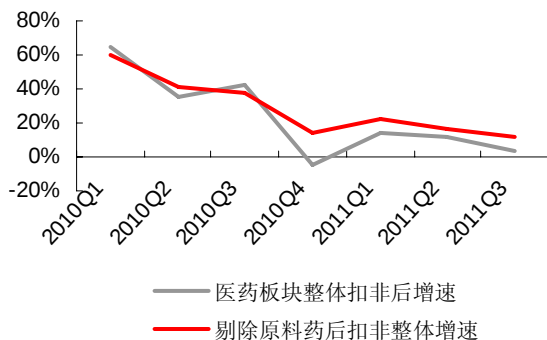
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 40：2011 年前三季度生物医药 ROE 归因



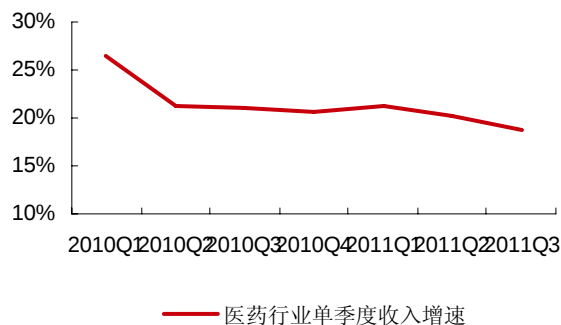
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 41：2011 年三季度单季度生物医药业绩增速下降



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 42：2011 年三季度单季度生物医药业绩增速下降

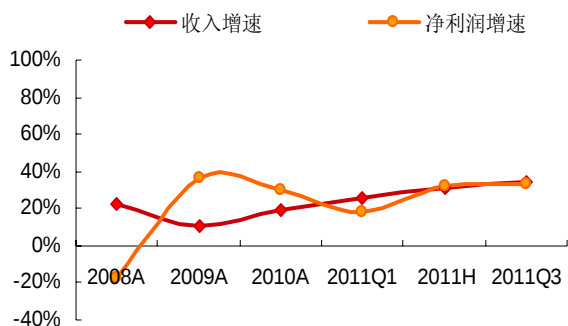


资料来源：wind，华泰联合证券研究所

农林牧渔（32.85%）：子行业分化明显，养殖相关子行业景气

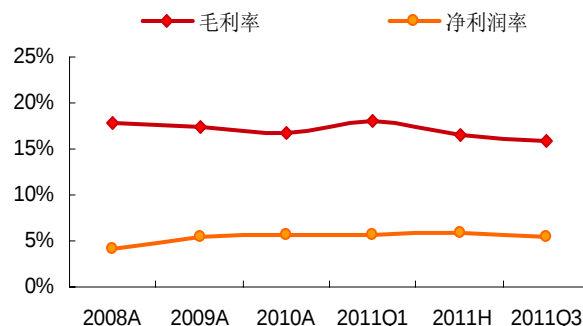
农业板块整体净利润增长维持增长。2011 年前三季度农业板块营业收入和净利润同比增速分别为 34.84%, 和 32.85%, 今年以来处于向上趋势。前三季度毛利率 15.85%, 净利率 5.52%, 较为平稳。

图 43: 三季度农业上市公司整体净利润增速上升



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

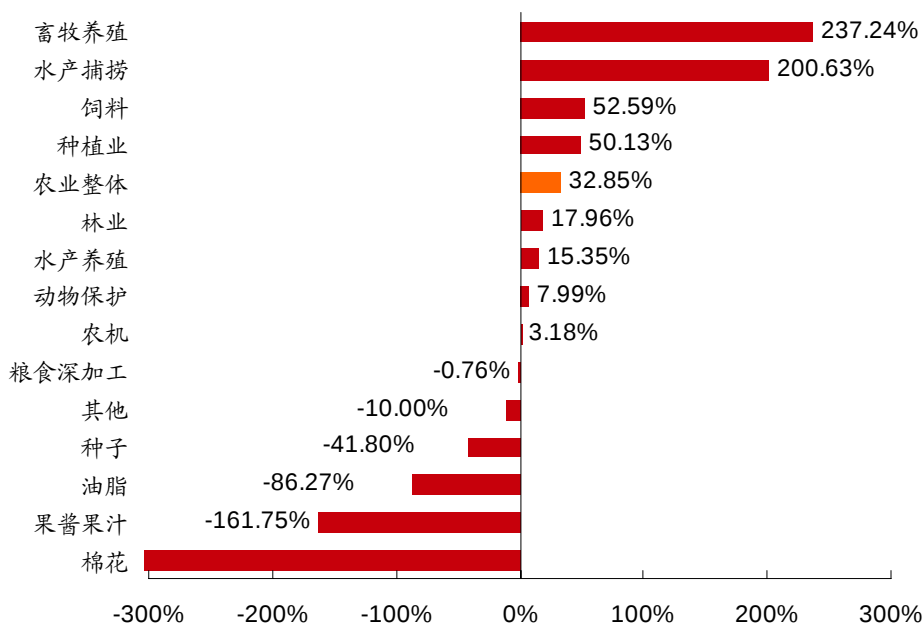
图 44: 三季度农业上市公司利润率水平



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

分子行业看, 业绩最好的是畜牧养殖业, 2011 年前三季度上市公司整体净利润增速达到 237.24%; 其次是水产捕捞, 增速达到 200.63%; 第三是饲料行业, 增速达到 50.13%。业绩较差的子行业有棉花、果汁果酱、油脂和种子, 增速分别-5516%、-162%、-86%和-42%。

图 45: 农业各子行业利润增长情况



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

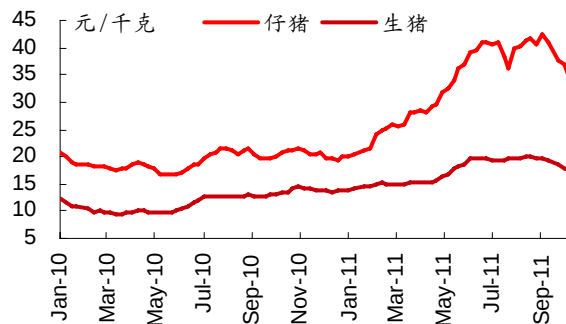
本轮畜牧养殖业和饲料行业的行情主要由猪周期驱动。10 年生猪存栏的大幅下降使得生猪供不应求，启动了生猪景气上行周期。截止 10 月 28 日，猪肉、仔猪和生猪相对于 2010 年 6 月的低点分别上涨了 86%、80%和 101%。

图 46: 猪肉价格处于历史高位



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

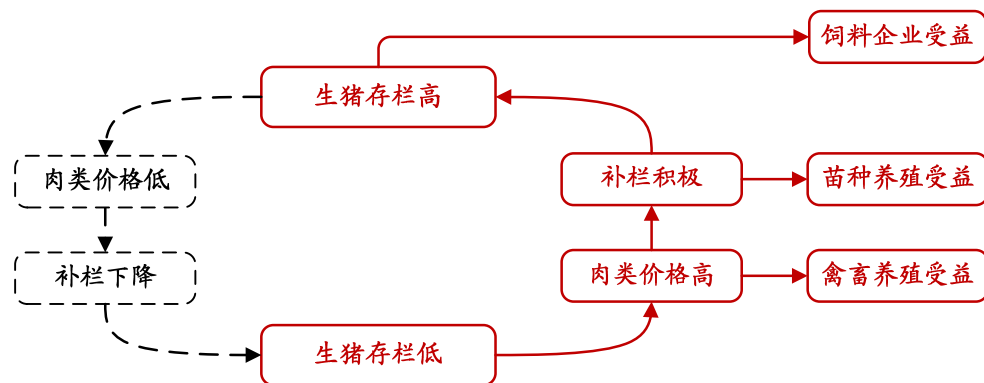
图 47: 生猪价格处于历史高位



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

肉类价格上涨，使得禽畜养殖企业利润丰厚，农户补栏积极，因此拉动苗种价格。补栏使得生猪存栏回升，进而拉动饲料需求。

图 48: 猪周期驱动相关子行业



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

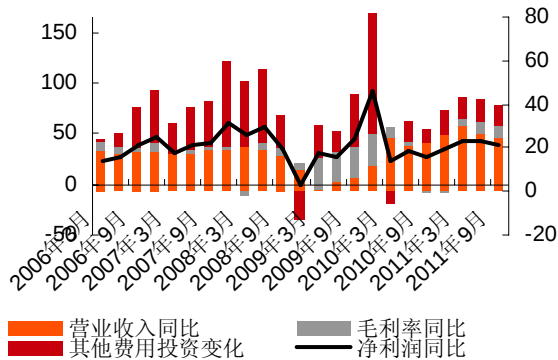
食品饮料（39.7%）：稳步增长，景气维持

从三季报来看，行业保持稳步增长，尤其是白酒企业经营依然向好，四季度大部分食品饮料公司将进入销售旺季，全年业绩增速仍然能够保持。从利润增速的贡献来看，收入和毛利率都有所提升，整体实现了量价齐升。ROE 三季度略有下降，主要是三季度净利率的环比回落造成，在通胀下行的背景下，食品饮料的提价能力受到抑制。

分行业看表现较好的依次是，乳品（114.4%）、白酒（54.5%）、葡萄酒（70.3%）。而提价能力较差的食品制造类表现较差，分别是肉制品（-56%）、食品综合（-7.3%）。

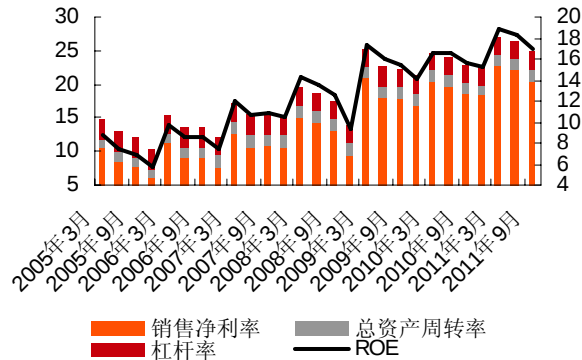
啤酒（4.44%）。总体来看，食品饮料行业处于景气度高位，增速较快。大部分子行业仍处于快速增长期。

图 49： 2011 年前三季度食品饮料行业净利润归因



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 50： 2011 年前三季度食品饮料行业 ROE 略有下降



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

表格 7：食品饮料各个子板块的业绩情况

	2011 三季 累计同比	2011 中期 累计同比	2011 三季度单 季同比	2011 二季度单 季同比	2011 三季度单 季环比
白酒	54.06	57.45	45.95	68.85	-13.33
乳品	114.03	99.02	139.91	141.29	-8.23
啤酒	4.43	9.39	-1.96	1.59	-0.77
软饮料	16.22	15.77	17.23	62.37	10.5
葡萄酒	70.78	82.25	52.72	107.23	19.66
黄酒	21.23	25.29	11.49	118.04	48.74
肉制品	-56.58	-73	-28.38	-170.5	227.59
调味发酵品	-3.08	2.72	-35.57	-33.74	-73.7
食品综合	-7.13	-20.42	38.38	-43.62	13.13

资料来源：wind，华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn