

追逐“寒秋”——长江中小盘 2011 年三季报分析

相关研究

报告要点

■ 三季报弱于预期但不致太糟

在我们统计的市值小于 100 亿的沪深中小市值企业样本中，三季报弱于预期，尽管如此，其单季平均归属母公司净利润为 2359.05 万元，较去年同期上市中小市值企业的均值 2244.23 万元仍小幅增长 5.12%。

■ 公司资金收紧，行业分化显现

我们观察到自 2011 年中期，企业间正常的现金流动出现了问题，其短期信用出现了恶化。同时，在现金状况上，行业间分化加剧。较为令人担忧的情况是，随着企业间信用状况的恶化以及市场利率地提高，企业间直接融资可能会收到不利影响。

■ 行业整体运营效率下降，外部环境则出现分化

上市中小企业存货增长情况相对快于营收增长，运营效率略有下降。在净营运资本上，不同企业间出现了明显地分化，结合来看，反映了行业外部环境的分化。

■ 对比历史数据，企业营运状况好过“最糟糕时刻”

我们发现，上市中小企业运营情况相较历史水平反而较好。行业销售净利率、存货周转、营运资本占款情况均好于历史一般水平。

■ 可鉴之历史，藏机遇于未来

受部分景气周期结束行业拖累带来大盘估值水平整体向下也带来了投资机会。对于部分盈利能力较好且估值下降幅度较大的上游行业以及经营杠杆较低的轻资产高周转行业可予以关注。

分析师：

苏雪晶

(8621) 68751691

suxj@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120021

联系人：

陈开伟、陈烨远

(8621) 68751691

chenkw@cjsc.com.cn

正文目录

今日之寒还是明日冰冻三尺.....	4
市场整体向下	4
公司钱袋收紧，行业分化显现	4
整体运营情况呈下行趋势	4
自选指标显示行业境遇存在分化	6
分行业观察，危中有机.....	6
行业间分化初显.....	6
冰火两重天.....	9
可鉴之历史，藏机遇于未来.....	13
销售净利率高于近 6 年来平均水平	13
存货周转低于历史均值.....	13
营运资本占用情况相对好于历史水平	14
净资产收益率接近中值水平	15
市场的恐慌在哪？机会何在？	15

图表目录

图 1: 上市中小市值企业收入情况统计 (万元)	4
图 2: 上市中小市值企业盈利情况统计 (万元)	4
图 3: 上市中小市值企业周转情况统计	5
图 4: 上市中小市值企业现金情况统计 (万元)	5
图 5: 上市中小市值企业营业外净收入统计 (万元)	5
图 6: 上市中小市值企业经营现金流/营业利润统计	5
图 7: 上市中小市值企业营运资本与存货情况统计	6
图 8: 上市中小市值企业短期信用净额标准差统计	6
图 9: 分行业短期信用情况增量趋势 (万元)	7
图 10: 分行业存货变化趋势 (万元)	7
图 11: 分行业收入情况 (万元)	8
图 12: 分行业净营运资本变化趋势 (万元)	8
图 13: 纺织服装中小企业经营情况统计 (万元)	9
图 14: 公用事业中小企业经营情况统计 (万元)	9
图 15: 黑色金属中小企业经营情况统计 (万元)	10
图 16: 机械设备中小企业经营情况统计 (万元)	10
图 17: 家用电器中小企业经营情况统计 (万元)	10
图 18: 交运设备中小企业经营情况统计 (万元)	10
图 19: 采掘业中小企业经营情况统计 (万元)	11
图 20: 建筑建材中小企业经营情况统计 (万元)	11
图 21: 信息设备中小企业经营情况统计 (万元)	12
图 22: 信息服务中小企业经营情况统计 (万元)	12
图 23: 电子中小企业经营情况统计 (万元)	12
图 24: 分行业销售净利率情况 (季度)	13
图 25: 分行业营业收入/存货情况 (季度)	14
图 26: 分行业净经营资本/营业收入情况 (季度)	14

今日之寒还是明日冰冻三尺

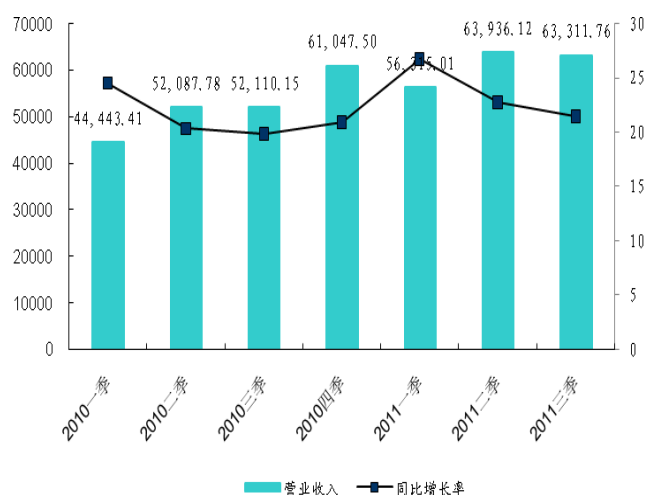
市场整体向下

已公布的上市公司三季报寒风阵阵，在我们统计的已出公告市值小于 100 亿的沪深中小市值企业（剔除金融、地产、有色、交运个股）样本中，其三季度单季平均归属母公司净利润为 2359.05 万元，较去年同期上市中小市值企业的均值 2244.23 万元小幅增长 5.12%，但是相较二季度环比下降 22.29%。而二季度环比一季度增长 32.08%，今年头两个季度的上市公司净利润同比涨幅分别为 26.66%、25.85%，去年三季度同比增长也达到了 17.74%，上市公司增长势头严重受挫。

如果以稳定性更高的收入指标来衡量的话，上市中小企业在环比出现 0.97% 小幅下滑。今年前三季度收入同比增幅分别为 26.71%、22.75%、21.50%，呈逐步下降趋势。

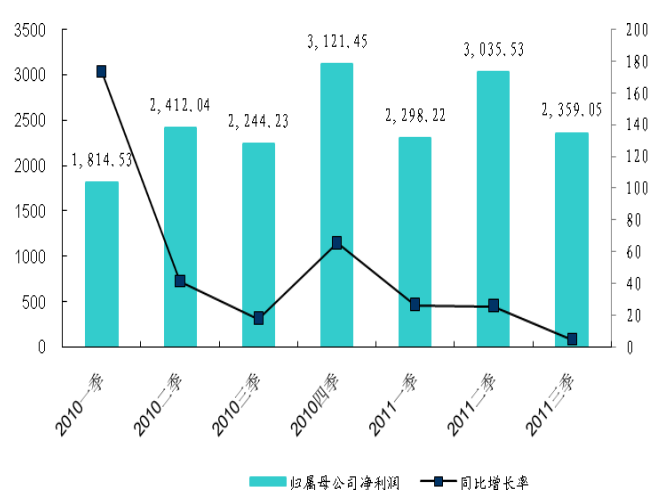
可以看到，观察中的上市中小企业净利润增长幅度显著低于收入增速，其正处于盈利能力下降趋势中。

图 1：上市中小市值企业收入情况统计（万元）



资料来源：Wind、长江证券研究所

图 2：上市中小市值企业盈利情况统计（万元）



资料来源：Wind、长江证券研究所

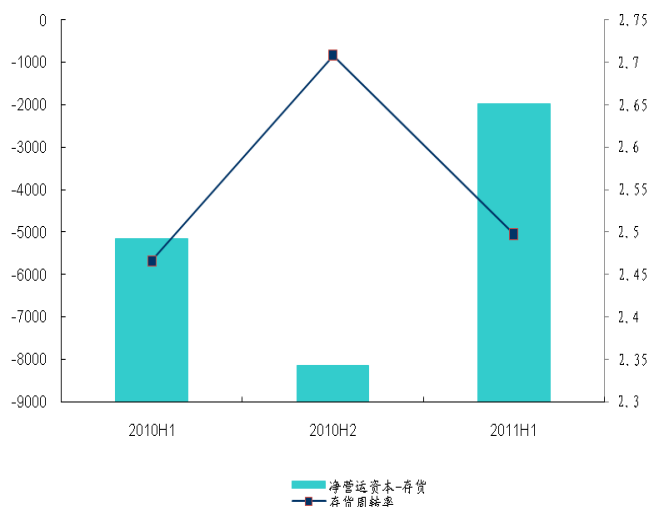
不仅如此，更令我们担忧的情况是上市公司在收入状况下降同时的现金情况恶化。直观的感觉上，今年以来上市公司现金流情况普遍不尽如人意，这亦是此次报告的所要探讨的。

公司钱袋收紧，行业分化显现

整体运营情况呈下行趋势

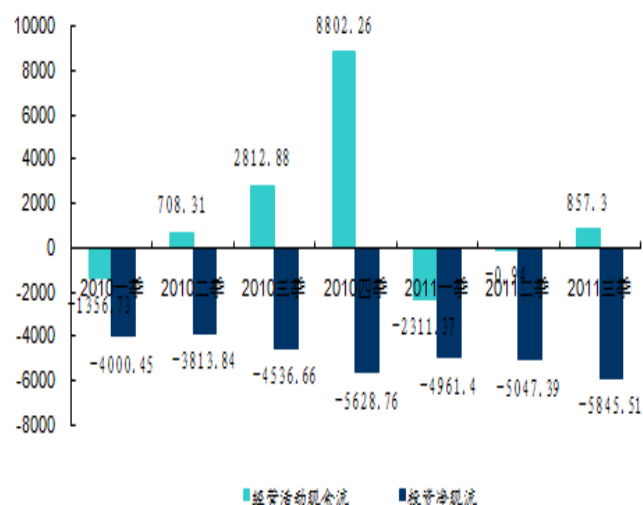
和前面一样，我们的数据样本：中小企业以 100 亿市值作为划分标准，对于丢失数据的样本点我们予以剔除。在行业层面上，我们剔除了金融、有色、交运、地产股。我们的基本指标均以上市企业原始数据加总，剔除无效值后除以有效企业数得到。

图 3: 上市中小市值企业周转情况统计



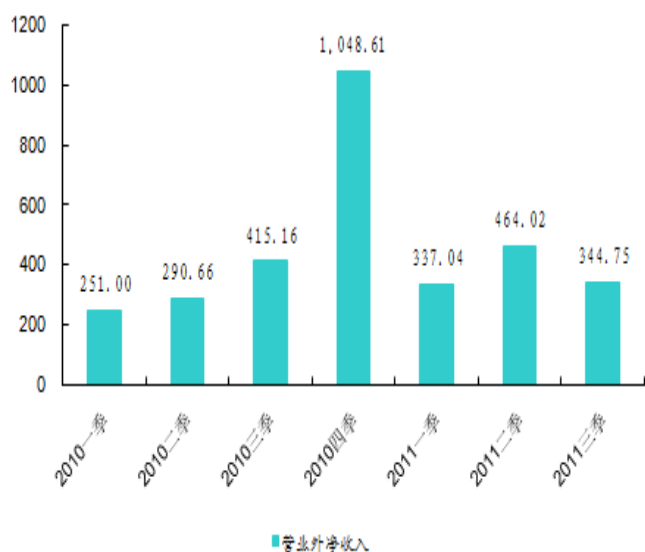
资料来源: Wind、长江证券研究所

图 4: 上市中小市值企业现金情况统计 (万元)



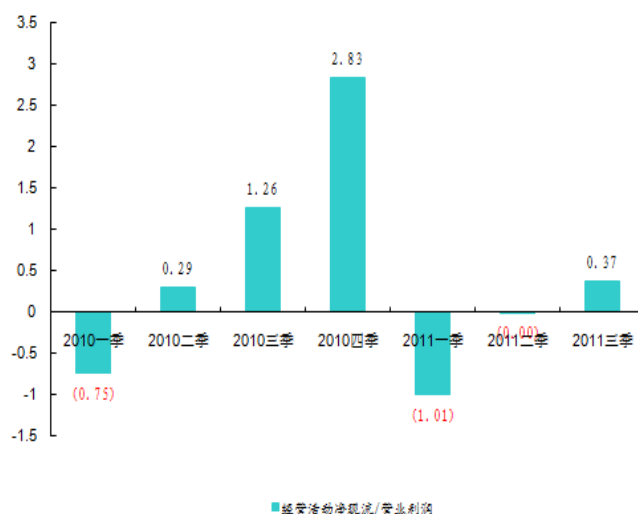
资料来源: Wind、长江证券研究所

图 5: 上市中小市值企业营业外净收入统计 (万元)



资料来源: Wind、长江证券研究所

图 6: 上市中小市值企业经营现金流/营业利润统计



资料来源: Wind、长江证券研究所

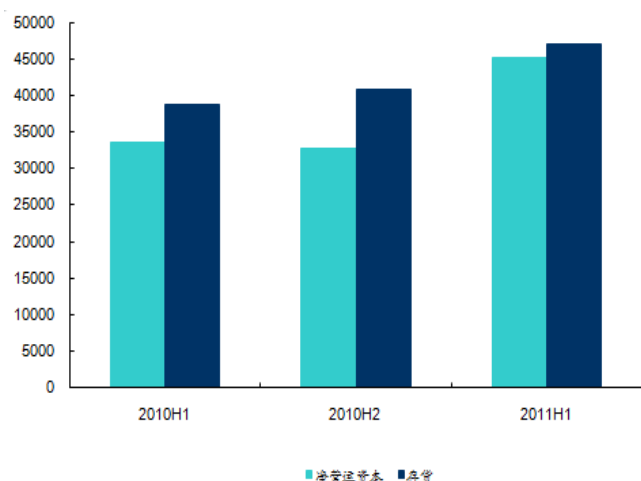
我们看到在营业收入下降（环比）的同时，企业存货周转率出现了下降，而企业的盈利水平也在三季度发生恶化，可以认为企业正经历着被动补库存的过程。

同时，对照往年的情况，企业经营现金流一般是从 1 季度开始逐步恢复的，11 年以来，企业的经营现金流情况相较往年表现不佳。而衡量盈利质量的经营现金流/营业利润表现亦非常糟糕。可以说，今年以来上市企业的盈利情况有所恶化。

自选指标显示行业境遇存在分化

我们考虑到上下游企业应收项目的抵消关系，我们以营运资本和存货的变化来综合地衡量企业短期信用情况。（净营运资金-存货）急速回升且幅度高于存货增长速度，这也暗示了站在整个资产负债表的角度，信用占款的比例在增加，当然，我们可以有另一种理解，就是上市企业对非上市企业的短期信用在增加。进一步的理解是，相较于上市企业，非上市企业体量更小，也正表明中小企业短期资金需求在上升。

图 7：上市中小市值企业营运资本与存货情况统计



资料来源：Wind、长江证券研究所

图 8：上市中小市值企业短期信用净额标准差统计



资料来源：Wind、长江证券研究所

由于票据需支付利息，在企业，尤其是相关企业间，其存量比例并不高，我们可以将（净营运资金-存货）近似地看做企业间短期信用金额。我们可以看到，做为一个整体来看，上市企业营运资金状况的恶化既有存货增长的影响，又有短期信用情况恶化的影响。

为了不将上市中小企业作为黑匣子探讨，我们用（净营运资金-存货）的整体标准差来衡量企业间短期信用分化状况。可以很明显地看到，到 2011 年中报时，企业间正常的现金流动出现了问题，其短期信用出现了恶化。以行业为维度的短期信用流动方向应该与其增量趋势相关，而更令人担忧的情况是，随着企业间信用状况的恶化以及市场利率地提高，企业间直接融资可能会收到不利影响。

我们本来希望能够观察企业是否通过放贷等方式将闲置资金释放，但是这里存在一个问题，就是上市企业可能通过子公司进行放贷或购买理财产品，在并表中，可能只计入长期股权投资，由于各公司处理方法不一致，对于企业资金有多少流出又有多少流入产业，至少我们还没有找到较好的指标，这里就不考虑了。

分行业观察，危中有机

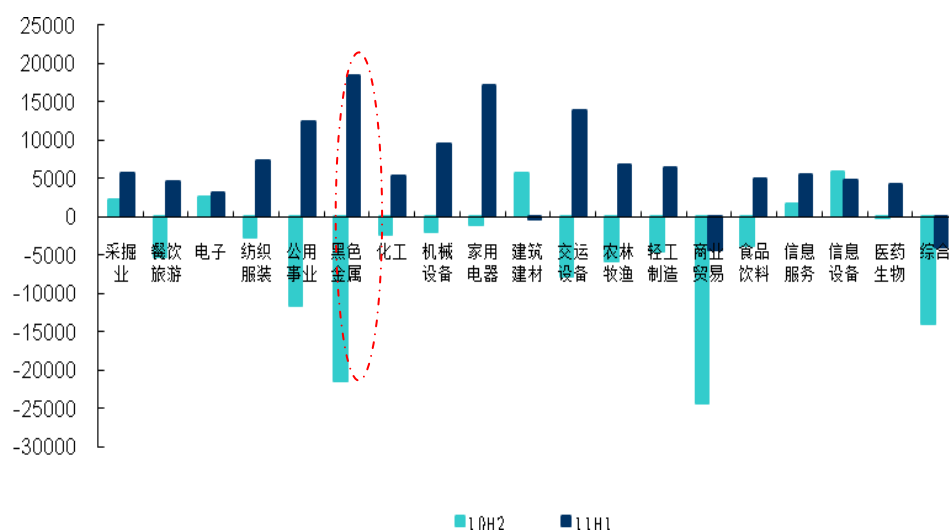
行业间分化初显

承上，具体到行业层面上的信用占款情况，我们对符合标准的申万一级行业企业进行进一步的分析。承前述观点，我们认为企业营业收入、利润水平以及存货状况更多地反映了企业所处行业本身的健康。而以（净营运资金-存货）衡量的现金流动情况则反映了行业外部环境

的境况。我们前面所列出的数据清晰显示，上市中小企业整体上自中期以来面临了一个内外部环境恶化的局面。

同样地，我们亦看到这也是行业间内外部环境加剧分化的时代，这也是在上市企业整体经营风险加剧情况下寻找投资机会的立足点。

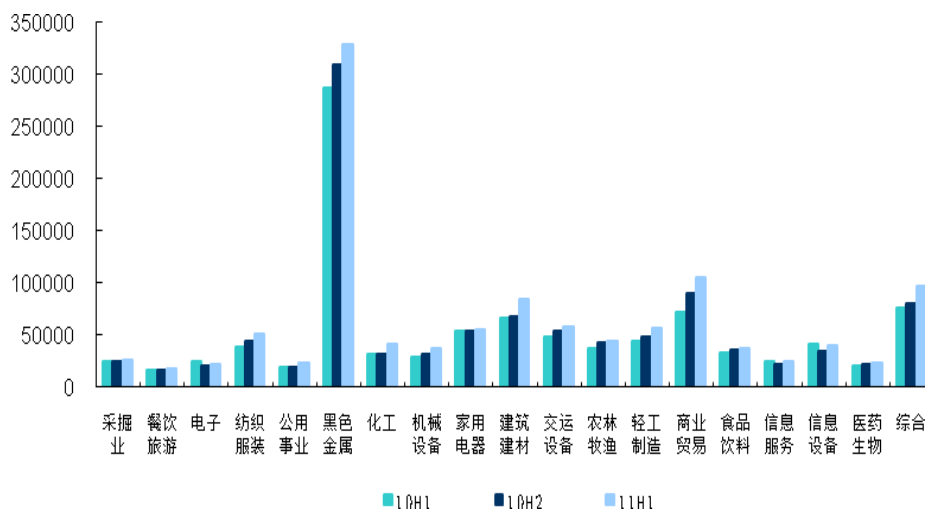
图 9：分行业短期信用情况增量趋势（万元）



资料来源：Wind、长江证券研究部

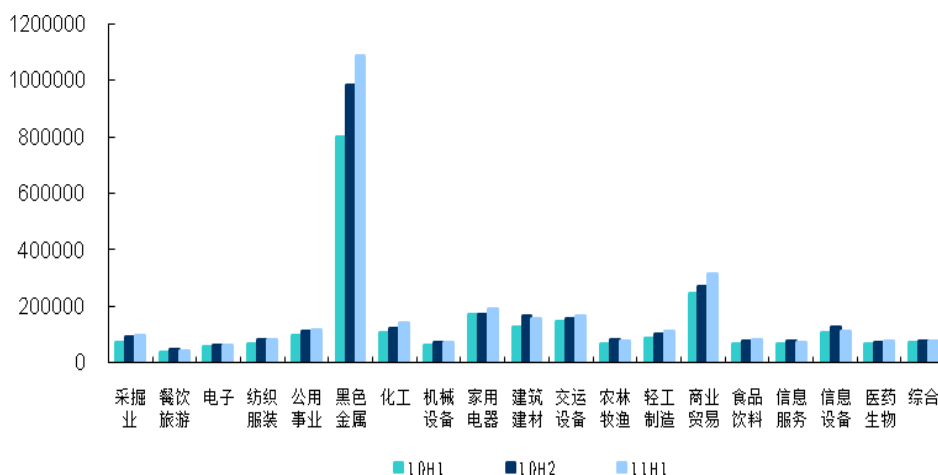
我们看到，不同行业间短期信用的增量趋势是不同的。以黑色金属为例，依照我们的指标，其代表了产业资金的流出。整体而言，企业间短期信贷情况有明显的增长趋势。但是其趋势在行业间呈明显分化表现。例如信息设备、信息服务、电子等行业便体现了很好的防御性。也如我们此前的观点，这正在很大程度上表明行业上下游资金状况较为良好。类似于公用事业等依赖于政府工程的行业，受制于地方政府债务问题，其资金呈加速流出趋势，也加大了企业经营风险。

图 10：分行业存货变化趋势（万元）



资料来源：Wind、长江证券研究部

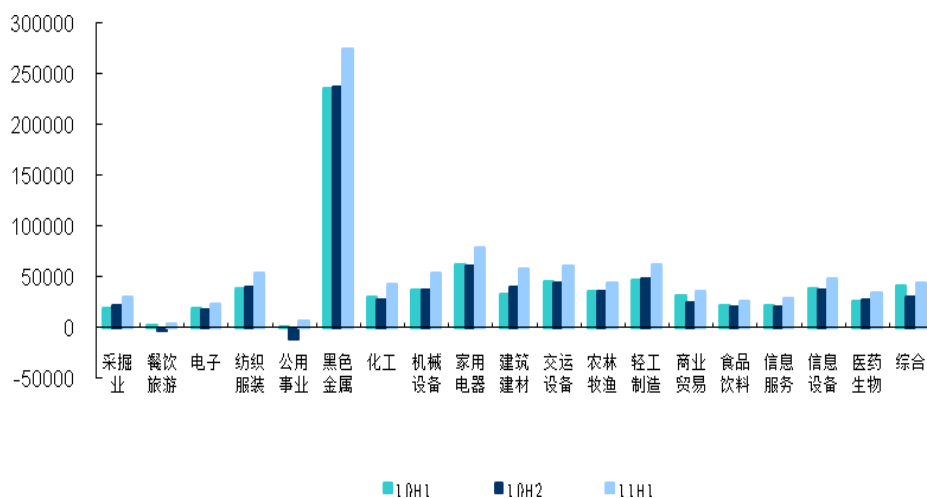
图 11: 分行业收入情况 (万元)



资料来源：Wind、长江证券研究部

我们对企业的存货和收入情况进行分开比较，可以显著地观察到企业存货增长情况相对快于营收增长。这也与前面对于上市企业整体情况的判断是一致的。同时，行业间在收入与存货的变化趋势上分化较为缓和。主要原因有两个方面，一是在（净营运资金-存货）指标上我们采取了增量指标作为比较，二是指标本身在一定程度上抵消了上下游信贷，为净值，这一点在将存货指标改为净营运资本后得到体现。

图 12: 分行业净营运资本变化趋势 (万元)



资料来源：Wind、长江证券研究部

在经营资本上，不同企业间出现了明显地分化，这也是企业（净营运资金-存货）的整体标准差增长的根源，反映了企业内部信用资金的流向。同时，也为寻找底部的市场提供了一个构筑安全边际的行业指标。

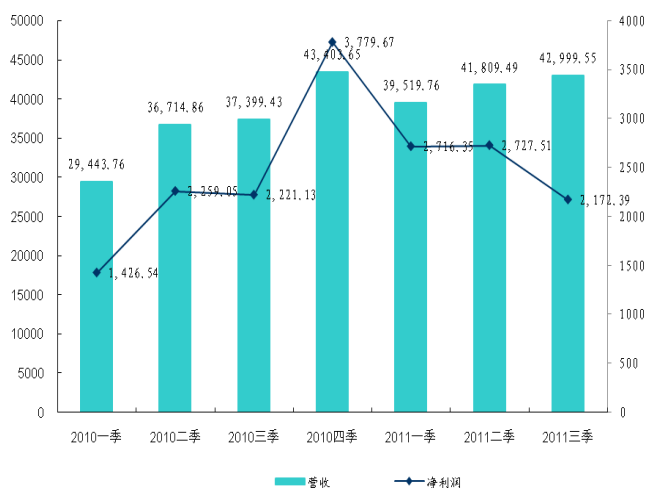
冰火两重天

按照前面的思路，我们对上市中小企业进行了业绩梳理。行业情况自今年以来出现了冰火两重天的局面。

根据我们跟踪的数据，纺织服装、公用事业、黑色金属、机械设备、家用电器、交通运输等行业出现了较大程度的短期信用占款快速上升情况，其共同的特点体现在下游行业经营出现了恶化。进一步地，以季度数据来看，我们观察上述行业的收入、利润增速情况。在此基础上，我们发现，公用事业及交通运输的表现相对较差，而像黑色金属则由于上游的成本压力缓解，利润率水平同比上升幅度较大，但是我们认为这只是在一定程度上缓解了其业绩下滑。下游需求的可能放缓，利润率水平较低终会使其经历痛苦的去库存过程。

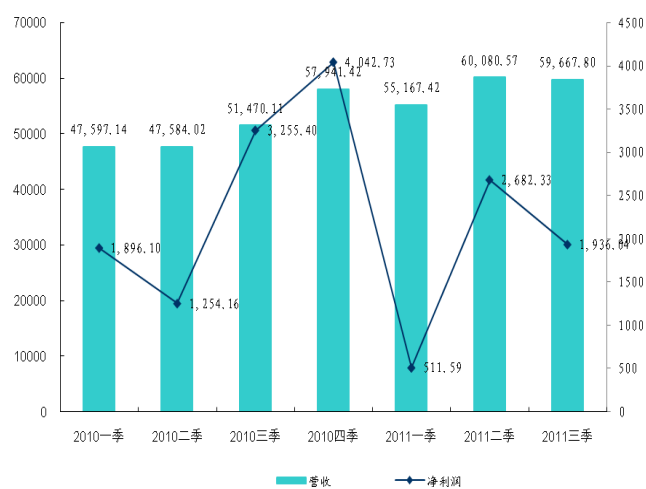
图 13: 纺织服装中小企业经营情况统计（万元）

图 14: 公用事业中小企业经营情况统计（万元）



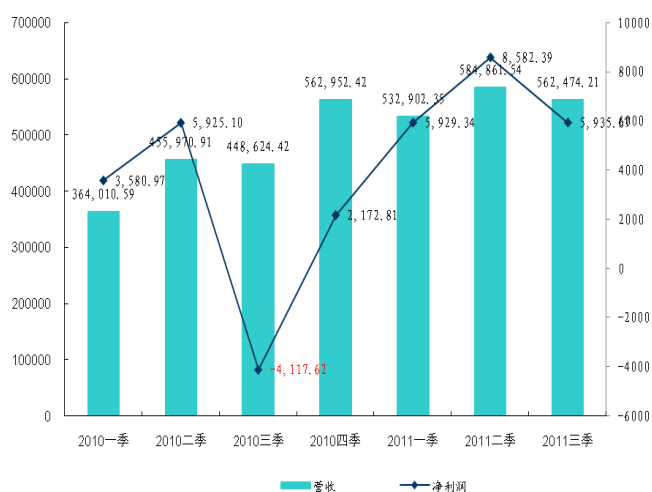
资料来源: Wind、长江证券研究所

图 15: 黑色金属中小企业经营情况统计 (万元)



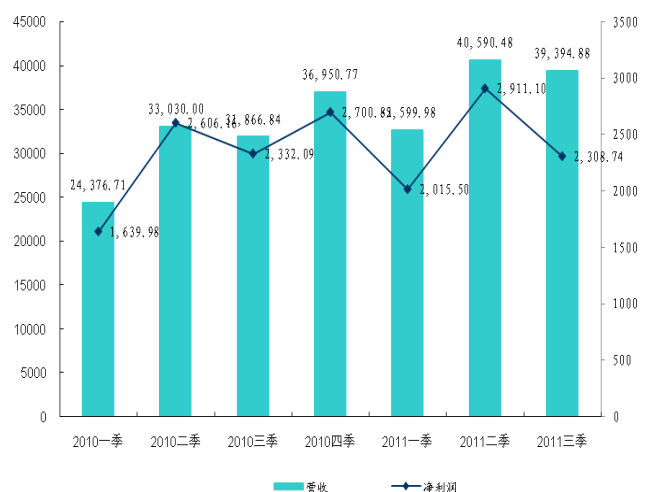
资料来源: Wind、长江证券研究所

图 16: 机械设备中小企业经营情况统计 (万元)



资料来源: Wind、长江证券研究所

图 17: 家用电器中小企业经营情况统计 (万元)



资料来源: Wind、长江证券研究所

图 18: 交运设备中小企业经营情况统计 (万元)



资料来源: Wind、长江证券研究所



资料来源: Wind、长江证券研究所

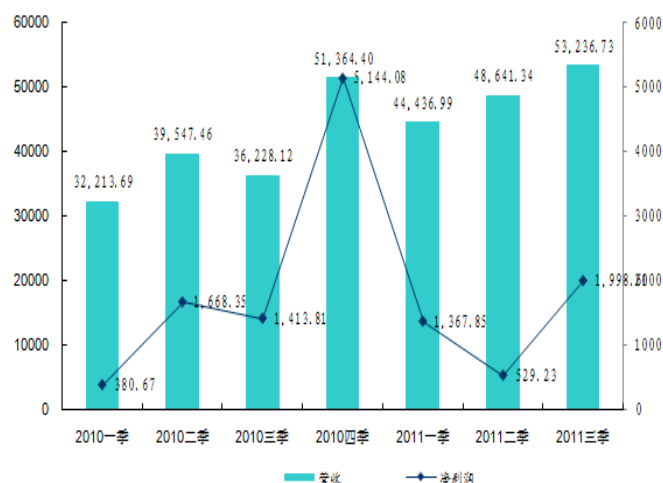
我们假定短期信用占款间接地反映了行业上下游的经营景气程度,则行业内企业的营收及净利润情况反映了行业自身的景气程度。从这个角度上来看,公用事业、机械设备、家用电器、交运设备,这些行业目前内外部环境均不占优,应予回避。

相反地,采掘业、建筑建材、信息设备、信息服务行业在短期信用占款方面表现出色。同样地,我们再此基础上对比各行业相关季度数据。

参照前述策略,我们认为采掘业、信息服务、电子等行业有一定的防御性。但同时,并不排除在此之外的其他行业亦具有较强的防御性。

图 19: 采掘业中小企业经营情况统计(万元)

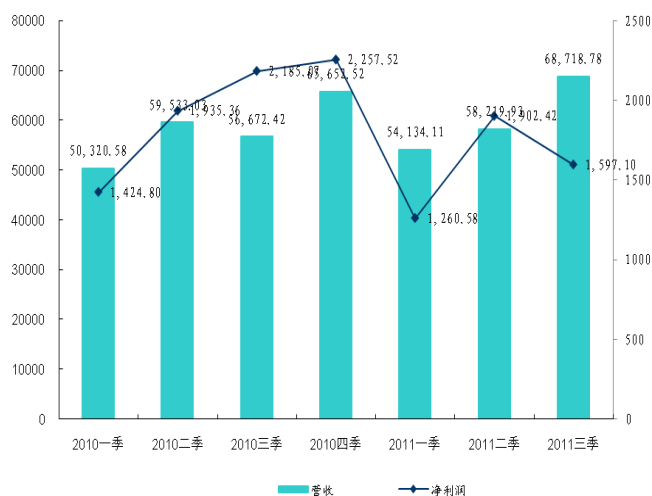
图 20: 建筑建材中小企业经营情况统计(万元)



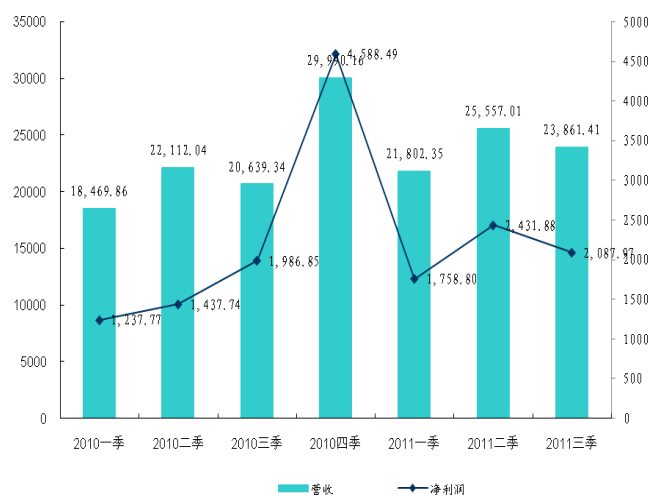
资料来源: Wind、长江证券研究所



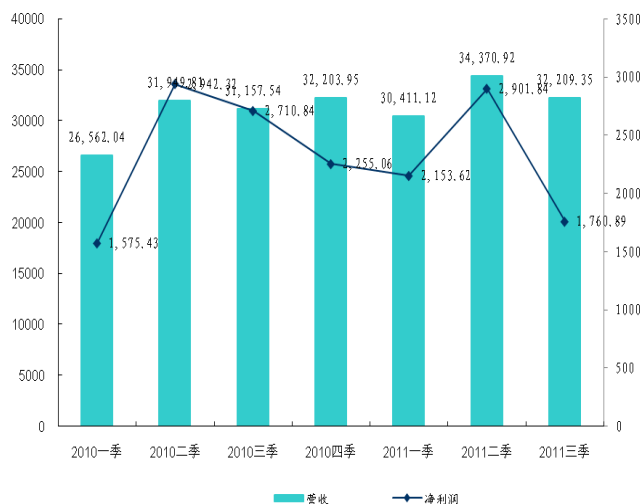
资料来源: Wind、长江证券研究所

图 21: 信息设备中小企业经营情况统计 (万元)


资料来源: Wind、长江证券研究所

图 22: 信息服务中小企业经营情况统计 (万元)


资料来源: Wind、长江证券研究所

图 23: 电子中小企业经营情况统计 (万元)


资料来源: Wind、长江证券研究所

基于前述假设,我们认为在经济增长前景不甚明朗的情况下,稳健的经营现金流和良好的信贷反映了行业自身及其外部环境的防御力。而在经济复苏之时,其亦能先发制人地进行扩展,打出一波“防守反击”。

基于以上逻辑,我们认为短中期的选股逻辑在于对事件有较大弹性而业绩上又具有稳定性从而能锁定绝对收益的公司。我们倾向选择轻资产高周转的消费相关类行业及采掘业行业。

可鉴之历史，藏机遇于未来

我们希望从历史的数据中对行业选择提供参考意见，故此，我们以 2005 年以来的截面数据对近 900 家上市中小企业的经营数据进行纵向比较。

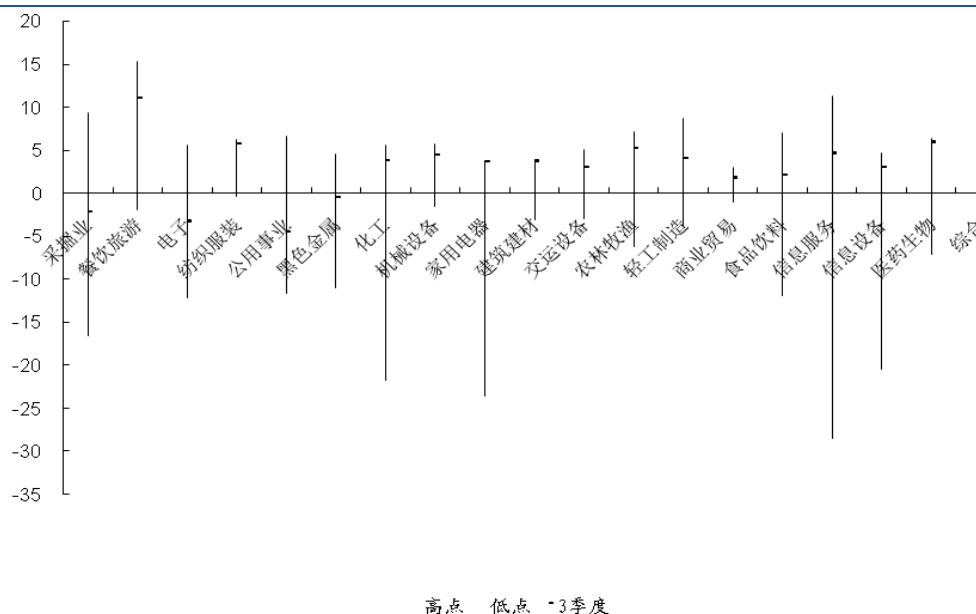
管中窥豹，可见一斑。诚然，我们不能在简短的报告中包罗所有影响企业盈利的因素，我们的主线很明晰，所选取的三个主要指标——销售净利率、存货/营业收入（季度）、经营运资本/营业收入（季度）旨在分别反映企业现时的经营情况与盈利能力、短期的趋势、内外部环境及其可能带来的中长期影响。

销售净利率高于近 6 年来平均水平

与机构对上市企业三季报阵阵寒意下的心灰意冷相比，事实上，上市企业的盈利能力从历史的角度来看是提升的，当然，从近期趋势来看，其处于下降趋势之中。考虑到 A 股市场整体估值水平相较 2007 年已有较大改善，作为大的基调，过度地悲观似不必要。

在我们的样本企业中，可以发现餐饮旅游、信息服务、医药生物等行业的盈利能力处于历史高位，同时，其今年以来运营状况良好。可以认为在上市企业整体情况下行的大环境下，上述企业具有较高的防御性。

图 24：分行业销售净利率情况（季度）



资料来源：Wind、长江证券研究部

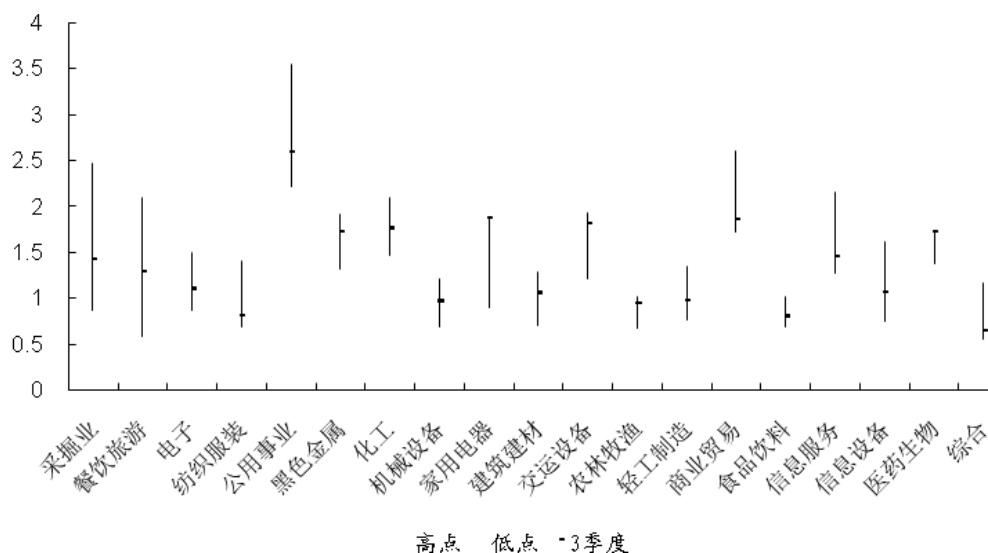
存货周转低于历史均值

我们以 2005 年存续至今的近 900 家上市中小企业为样本，按照申万一级行业划分，基于 Wind 季度数据得到以下结果。

可以看到，总体来看，行业存货周转情况低于历史平均水平。相对来说，家用电器、交运设备，其在不考虑季节性因素的情况下，周转水平处于历史高位。考虑到其呈下降趋势的盈利

及现金流情况，可以认为上述行业正处于一个去库存的过程，在中期来看，业绩很难有良好地表现。

图 25：分行业营业收入/存货情况（季度）

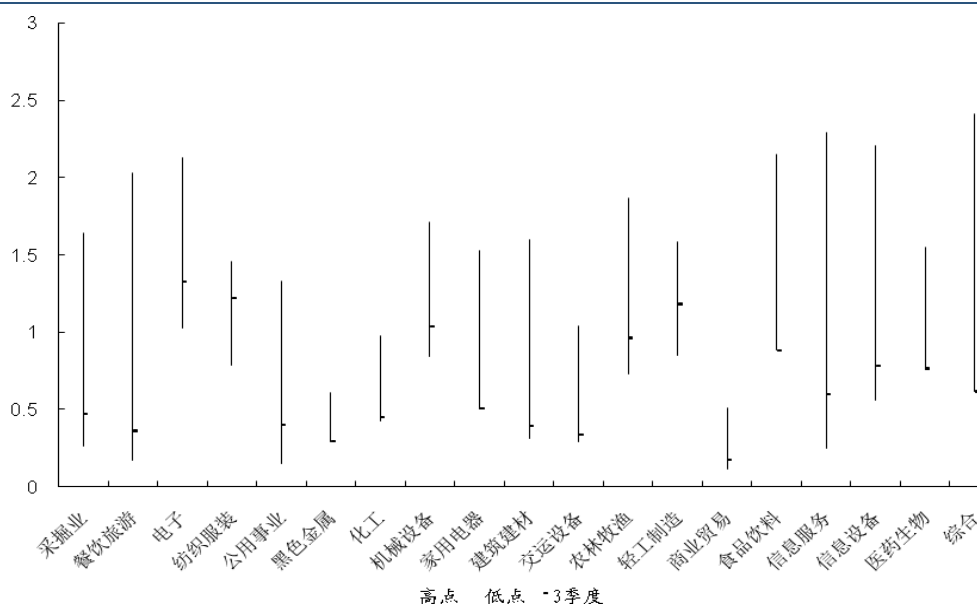


资料来源：Wind、长江证券研究部

营运资本占用情况相对好于历史水平

意外的情况是上市企业的营运资金占用情况事实上是好于历史水平的。考虑到企业存货周转情况略有好转，上市企业间的直接信用占款情况并没有想象中这么严重。以生物医药类企业为例，其利润率水平及现金流情况均处于中期的最佳水平。

图 26：分行业净经营资本/营业收入情况（季度）



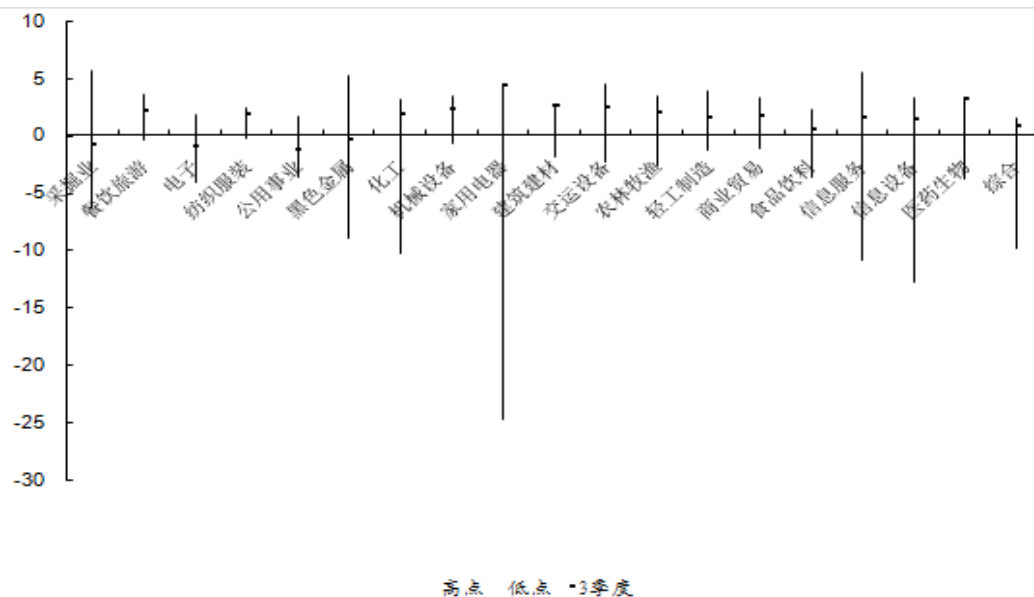
资料来源：Wind、长江证券研究部

净资产收益率接近中值水平

在我们统计的样本中，企业净资产收益率受累余周转率下降、销售净利率下滑的影响，表现接近于历史中值水平。

分行业来看，前述指标表现较好的医药生物、信息服务、餐饮旅游等表现依然不错。

图 27：分行业净资产收益率情况（季度）



资料来源：Wind、长江证券研究部

根据我们在中期报告《公司经济的年代》中对于企业净资产收益率的判断逻辑来看，正如我们当时所预期，ROE 下降的趋势已接近中段。我们预计未来 1-2 个季度将是对 ROE 拐点判断的重要时间段。

市场的恐慌在哪？机会何在？

我们认为，3 季报的寒潮可能意味着一些企业的景气周期结束，随着诸如工程机械、房地产、交运设备“黄金五年”、“黄金十年”的结束，市场予以无情地估值调整。

城门失火难免殃及池鱼，在整体估值下降的同时，伴随着 ROE 进入负值区间及拐点的来临，投资机会也必然会浮出水面。底部何在尚不可知，但具有较强防御性的行业会较有吸引力。中短期来看，我们可以回避中游行业，对于部分盈利能力较好且估值下降幅度较大的上游行业以及经营杠杆较低的轻资产高周转行业可予以关注。

我们的年度思路也与此观点契合，在接下来的年度报告中，我们亦将以企业盈利能力、现金流情况等基本面因素为基础，整理出下一年度的选股思路。

分析师介绍

苏雪晶，天津财经大学国际金融专业毕业，从事房地产行业研究、中小公司研究。

陈开伟，长江证券中小公司研究组高级分析师，2009-2011 年在长江证券宏观策略部开展策略研究，主要研究领域为行业比较和资产配置。

陈烨远，长江证券中小公司研究组高级分析师，2009-2011 年在长江证券宏观策略部开展策略研究，主要研究领域为选股策略及上市公司行为研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

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。