

策略专题

2011 年 9 月 6 日

周期疲弱，消费良好，TMT 给力

——2011 年中期报告回顾

A 股 2251 家上市公司中报业绩公布完毕，我们对行业业绩做梳理：

1. 选择“毛利润”作为比较行业业绩的关键指标。这是因为 1) 毛利润刻画了收入和成本，大多数时候大多数行业，收入和成本是业绩的最重要贡献因素；2) 收入和成本连接了上下游行业，许多行业会受同样的宏观和中观因素影响，许多行业的收入成本变动有共性，研究它们便于行业比较；3) 规避了三费、资产减值、投资收益等可能被个体公司操纵利润的科目，便于行业比较；4) 在所有利润科目中，它的波动最小，便于同比环比比较。
2. 中报业绩较 1 季度有抬升，但整体增速水平回到 2003 年以来平均水平。全部 A 股上市公司的毛利润同比相较 1 季度有抬升，同比增速在 26% 左右的水平。但整个 A 股的毛利润增速水平相比较 2010 年下降了一个台阶。也就是说，2008 年底 4 万亿带动的企业业绩整体抬升到目前已经基本的消化完毕，目前业绩增速维持在自 2003 年以来平均增速水平以上一些的位置。
3. 五大类行业表现：具体如下：
 - (1) 早周期行业业绩触底。2 季度房地产收入同比回升，汽车和家电的收入同比下滑。但从毛利润角度看，房地产、汽车和家电的毛利均有所抬升。
 - (2) 中周期行业偏制造端业绩下滑，偏原料端业绩上升。
 - (3) 后周期尚未表现业绩下滑。2 季度煤炭和有色毛利润同比增速没有明显下滑的迹象。
 - (4) 大消费整体表现不错，但细分行业分化也较为明显。零售、白酒增长明显、品牌服装小幅增长；农业总体不错，水产、养殖、饲料增速较优；医药分化明显，医疗器械表现突出，但是中药、化学制剂、生物制药增速下滑；餐饮旅游明显下滑。
 - (5) 金融服务中银行增速超市场预期。
 - (6) 公用事业中环保表现突出。
 - (7) TMT 整体增速抬升明显，软件和计算机设备表现较为突出。
4. 业绩的历史规律有三：(1) 周期类中“经济下滑时，早周期率先触底、中周期次之、后周期最后，中后周期业绩滞后大约 1-3 个季度”；(2) 大消费“季节特征胜于经济周期”；(3) 项目招标类行业“下半年业绩优于上半年”。
5. 展望：下半年业绩变化——中后周期行业业绩可能恶化；消费增速可持续；银行业绩仍需观察；环保继续受益政策；通讯设备和软件确定性强。

相关研究

《策略周报-中报业绩看行业——周期传导，消费良好，TMT 给力，环保突出，银行超预期》 2011.8

《投资快报-左侧：不深跌不久跌，右侧：等待资金变局，中线策略：攻守兼备的布局》 2011.8

《追求短期确定性，胜于拐点布局》 2010.8

策略高级分析师

陈瑞明

SAC 执业证书编号：

S0850209080673

电话：(021) 23219197

Email: chenrm@htsec.com

联系人：

汤慧

电话：(021) 23219733

Email: tangh@htsec.com

目录

1. 中报分析的逻辑框架.....	4
1.1 业绩分析指标——为什么选择“毛利润”指标作为业绩分析指标？	4
1.2 行业分析框架——为什么将行业划分为五大类？	4
2. 全部A股的中报业绩情况.....	5
3. 行业表现情况——周期疲弱，消费良好，TMT给力，环保突出，银行超预期	5
3.1 周期类：周期类业绩正在从早周期逐步向中后周期传导	5
3.2 大消费类.....	9
3.3 TMT.....	11
3.4 公用服务类	12
3.5 金融服务.....	13
3.6 小结	14
4. 业绩变动历史规律	14
4.1 周期类行业规律：经济下滑时，早周期行业业绩先触底、中周期次之、后周期最后	15
4.2 大消费行业业绩规律：季节性特征胜于经济周期波动	16
4.3 项目-招标类行业：业绩表现下半年优于上半年.....	17
5. 下半年业绩变动展望.....	18

图目录

图 1 全部A股（剔除金融和两油）毛利增速水平在自 2003 年以来平均水平略上	5
图 2 地产毛利润增速有所抬升	6
图 3 汽车毛利润增速较 1 季度有所上升	6
图 4 家用电器毛利润同比增速较 1 季度有所抬升	6
图 5 机械行业毛利润增速下滑明显	7
图 6 电气设备行业毛利润相比较 1 季度有所上升	7
图 7 工程机械毛利润同比急剧下滑	7
图 8 轻工制造毛利润增速上升明显	7
图 9 化工毛利润同比略有上升	8
图 10 化学纤维毛利润同比略有下降	8
图 11 化学原料毛利润同比增速上升	8
图 12 化学制品毛利润同比增速上升	8
图 13 建筑材料毛利润同比较 1 季度略有上升	8
图 14 水泥毛利润同比增速下滑	8
图 15 钢铁毛利润同比略有下滑	9
图 16 煤炭毛利润增速未明显下滑	9
图 17 有色金属毛利润增速有所上升	9
图 18 白酒毛利润增速上升明显	10
图 19 农林牧渔 2 季度毛利润增速表现不俗	10
图 20 医药生物 2 季度毛利润略有抬升	10
图 21 中药 2 季度毛利润下滑	10
图 22 医疗器械是医药毛利润同比上升的主要贡献力量	10
图 23 生物制品&化学制药毛利润增速下滑	10
图 24 零售 2 季度表现“淡季不淡”	11
图 25 餐饮旅游毛利润增速 2 季度下滑	11

图 26 品牌服装毛利润增速 2 季度略有上升.....	11
图 27 计算机设备中报毛利润增速表现良好.....	12
图 28 通讯设备毛利润增速 2 季度继续下滑.....	12
图 29 软件 2 季度毛利润增速上升	12
图 30 网络服务毛利润增速略有抬升.....	12
图 31 传媒 2 季度毛利润增速小幅下滑	12
图 32 电子元器件毛利润绝对增速良好	12
图 33 电力 2 季度毛利润小幅上升	13
图 34 环保&水务毛利润增速抢眼	13
图 35 交通运输整体表现较为低迷	13
图 36 建筑施工整体表现较为低迷	13
图 37 银行业绩表现略超市场预期	13
图 38 保险 2 季度业绩表现平台	13
图 39 券商 2 季度毛利润增速有抬升	14
图 40 地产同步或滞后 GDP 周期 1-2 个季度.....	15
图 41 汽车同步或领先 GDP 周期 1 季度	15
图 42 钢铁滞后 GDP 周期 2-3 个季度	15
图 43 化工滞后 GDP 周期 2-3 个季度	15
图 44 有色滞后 GDP 周期 2 个季度.....	16
图 45 采掘滞后 GDP 周期 2-3 个季度	16
图 46 零售消费旺季在 1、4 季度.....	16
图 47 白酒消费旺季在 3、4 季度.....	16
图 48 农林牧渔季节性表现明显	17
图 49 餐饮旅游消费旺季在 3、4 季度	17
图 50 三大运营商下半年资本开支较上半年上升明显	17

表 目 录

表 1 早周期行业前期业绩下滑正在逐步向中周期行业传导.....	7
----------------------------------	---

1. 中报分析的逻辑框架

1.1 业绩分析指标——为什么选择“毛利润”指标作为业绩分析指标？

截至 2011 年 8 月 31 日，A 股上市的全部 2251 家公司公布了中报业绩。我们在对中报的业绩进行分析的时候，选择毛利润指标，其中

毛利润=营业收入-营业成本，即老会计科目中的“主营业务收入-主营业务成本”。

之所以在营业收入、毛利润、扣非净利润、净利润这四个指标中首选毛利润作为我们分析的指标原因有四：

其一，毛利润刻画了收入和成本，大多数时候大多数行业，收入和成本是业绩的最重要贡献因素，相比较营业收入指标更为全面；

其二，收入和成本连接了上下游行业，许多行业会受同样的宏观和中观因素影响，许多行业的收入成本变动有共性，研究它们便于行业比较；

其三，规避了三费、资产减值、投资收益和非经常性损益等可能被个体公司操纵利润的科目，相比较扣非净利润和净利润指标更便于比较行业共性；

其四，在所有利润科目中，毛利润的波动最小，便于同比环比比较。

因此，我们在分析全部 A 股和各个行业中报业绩的时候，选取毛利润同比作为分析的指标，关注“宏观-中观-微观”中共性的特征。

1.2 行业分析框架——为什么将行业划分为五大类？

我们将行业总体划分为几个大类：

第一类：周期类，

其中又划分为**早周期类**，包括汽车、地产、家用电器

中周期类，主要集中在中游制造业，包括钢铁、水泥、工程机械、电气设备、建材、化工（化学纤维、石化、农药化肥）、轻工制造

晚周期类，主要是上游资源类，包括：煤炭、石油开采、有色金属

第二类：大消费类，包括食品饮料、农林牧渔、品牌服装、零售、餐饮旅游、医药生物。

第三类：TMT，包括电子元器件，信息设备，信息服务

第四类：公用服务类，包括公用事业，建筑工程、交通运输

第五类：银行

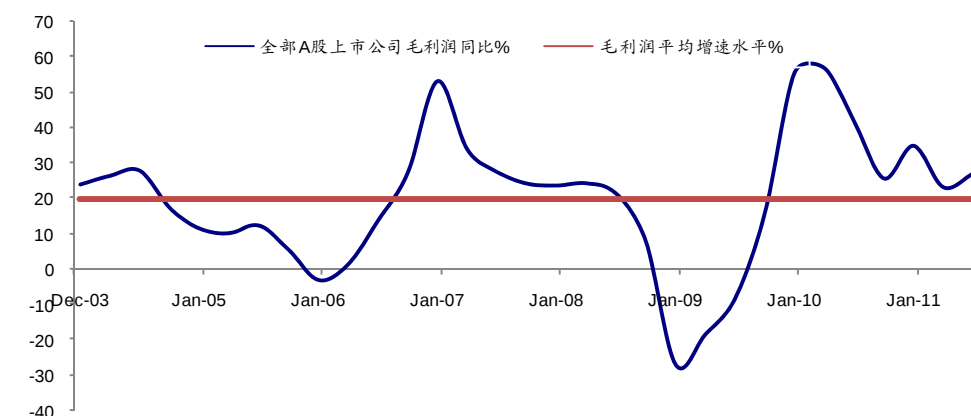
这样划分的原因在于一方面寻找行业共性，属于同一类的行业之间具有共同的属性，共同的业绩驱动因子；一方面便于比较不同类别之间的业绩变动规律。

2. 全部A股的中报业绩情况

全部 A 股上市公司的毛利润（剔除金融和两桶油）同比相较 1 季度有了明显的抬升，同比增速在 26% 左右的水平。但是从下图可以明显的看到，整个 A 股（剔除金融和两油）的毛利润增速水平相比较 2010 年下降了一个台阶。也就是说，2008 年底 4 万亿带动的企业业绩整体抬升到目前已经基本的消化完毕，目前业绩增速维持在自 2003 年以来平均增速水平以上一些的位置。

银行的毛利润同比增速在 31%，比此前市场预期的要略好。全部 A 股 2 季度毛利润增速在 28% 的水平，较 1 季度 25% 左右的水平也略有抬升。

图 1 全部 A 股（剔除金融和两油）毛利增速水平在自 2003 年以来平均水平略上



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3. 行业表现情况——周期疲弱，消费良好，TMT 给力，环保突出，银行超预期

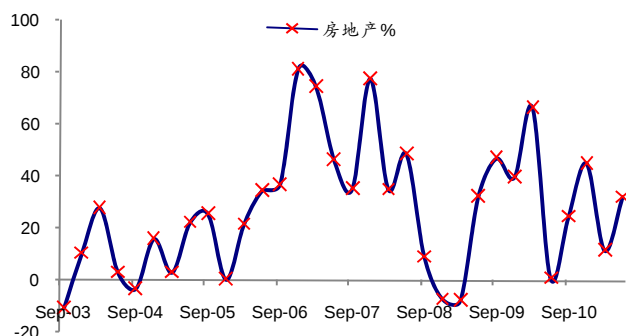
3.1 周期类：周期类业绩正在从早周期逐步向中后周期传导

我们将周期类划分为早、中、后三类，主要根据的是产业链的上下游传导关系。即越是早周期的行业越靠近终端销售，而越是后周期的行业越是靠近上游原材料端。

早周期：早周期行业中的房地产、汽车以及家用电器毛利同比均有抬升。

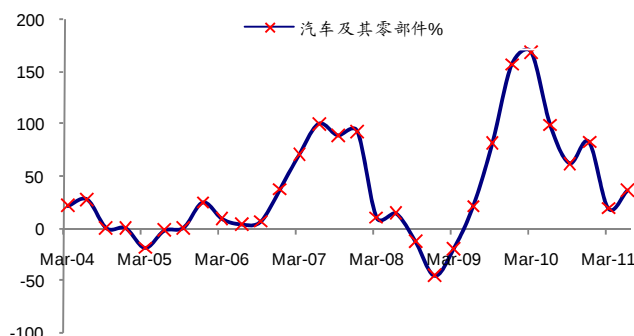
自 2010 年 4 季度政策主动收缩起，到现在已经过去了 3 个季度，从中报业绩规律显示，2 季度房地产、汽车和家电的毛利润均有所抬升。我们判断，2011 年下半年，如果政策不进一步加码（我们觉得这个概率不大，相关分析见报告《修复周期，重启成长》，2011-06-22），那么早周期行业的业绩应该逐步的回复到正常水平，也就是说，我们认为房地产、汽车和家电的业绩不会进一步的恶化。

图 2 地产毛利润增速有所抬升



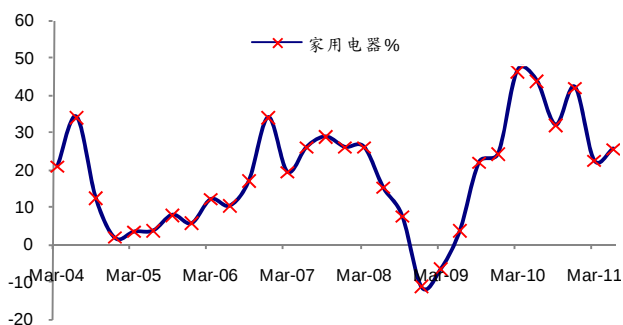
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 3 汽车毛利润增速较 1 季度有所上升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 4 家用电器毛利润同比增速较 1 季度有所抬升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

中周期行业：早周期行业业绩疲弱的表现正逐步向中周期行业转移，特别是中周期中偏中游制造业的行业，表现尤其明显。

制造业中的中下游类业绩已经出现明显的下滑，比如机械类，特别是房地产产业链的上游工程机械，受到房地产销售和新开工下滑的影响，毛利润增速的下滑较为明显；

电气设备行业的毛利润增速在 2 季度有所上升；

化工整体毛利润增速微幅上升，偏中游制造的化学纤维、日化和塑料，毛利润则有所下滑；但是偏上游原料端的化学制剂和化学原料，毛利润增速上升较为明显。这主要是由于业绩向下的传导效应还未完全显现，再加上上半年化学原料的价格有了明显的上升，毛利率提升对毛利润增速有明显的贡献；

轻工制造毛利润有所上升，主要贡献来自于轻工制造中的珠宝、家具行业毛利润增速较高。

水泥的毛利润却有微幅下降，总体下降的趋势并不明显。水泥的表现也和政策相关，虽然受到商品房新开工下降的影响，但是保障房和水利的建设对水泥的需求形成了较为有力的支撑；此外，政策上对落后产能的淘汰也使得水泥行业中的龙头企业受益于行业集中度的提高。

建材整体毛利润微幅提升，主要是玻璃毛利润提升的贡献。

钢铁毛利润也有明显的下滑。

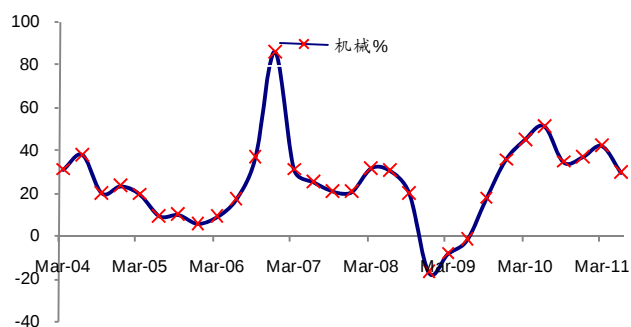
中周期各主要行业的具体表现列表如下：

表 1 早周期行业前期业绩下滑正在逐步向中周期行业传导

行业	营业毛利润同比增速%	相比 1 季度变动	2 季度平均增速% (03 年起)	去年全年增速%
机械%	29.39	下滑	31.15	36.73
其中：工程机械%	38.11	下滑	36.97	78.49
电气设备%	17.19	上升	22.70	26.39
化工	66.01	上升	183.23	36.82
其中：化学纤维	58.62	下滑	100.47	55.16
化学制品	73.19	上升	23.62	19.15
化学原料	153.19	上升	22.90	69.93
建筑材料	89.66	微幅上升	22.81	41.56
其中：水泥	106.21	微幅下滑	25.90	44.87
轻工制造	36.78	上升	15.76	25.07
钢铁	-9.68	下滑	60.50	46.96

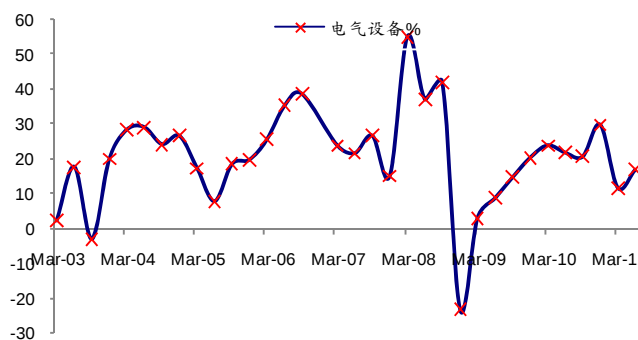
资料来源：海通证券研究所

图 5 机械行业毛利润增速下滑明显



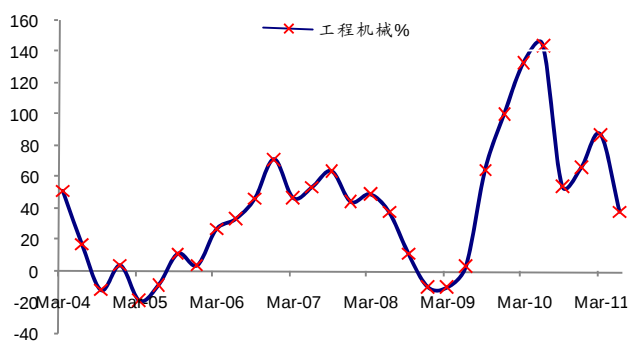
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 6 电气设备行业毛利润相比较 1 季度有所上升



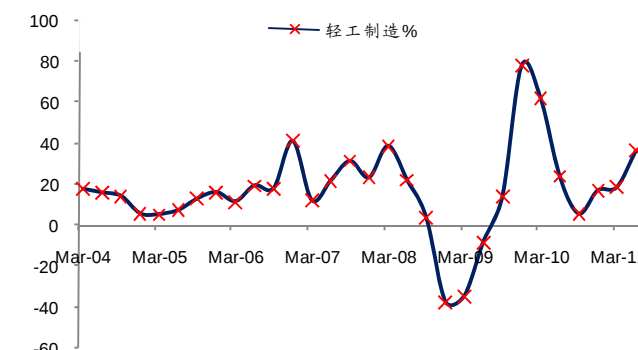
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 7 工程机械毛利润同比急剧下滑



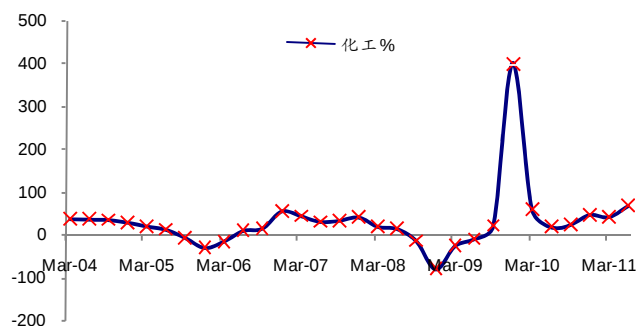
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 8 轻工制造毛利润增速上升明显



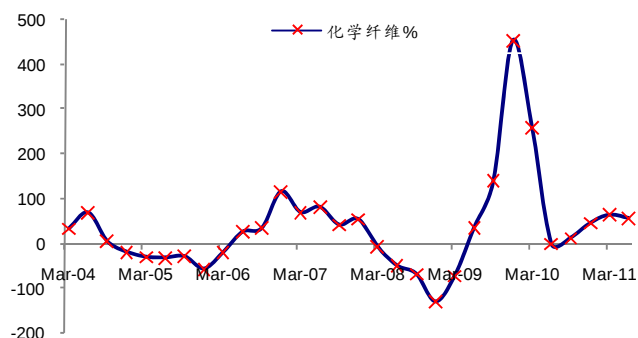
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 9 化工毛利润同比略有上升



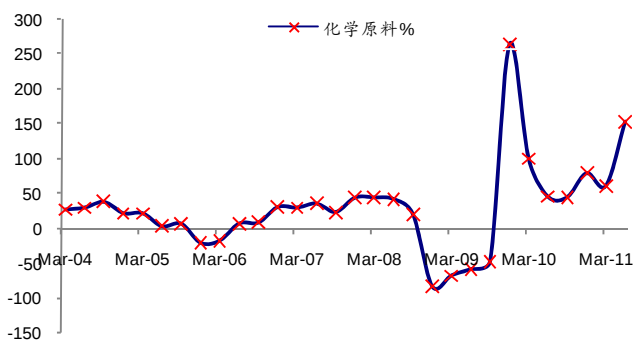
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 10 化学纤维毛利润同比略有下降



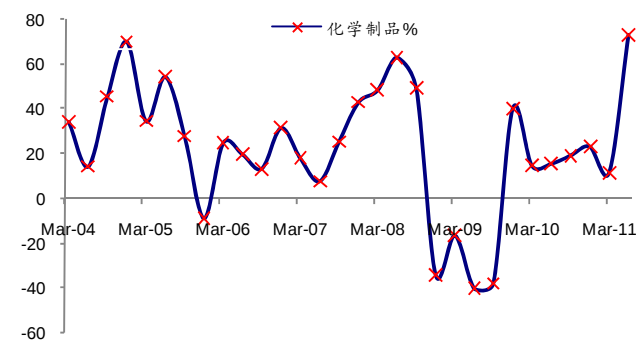
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 11 化学原料毛利润同比增速上升



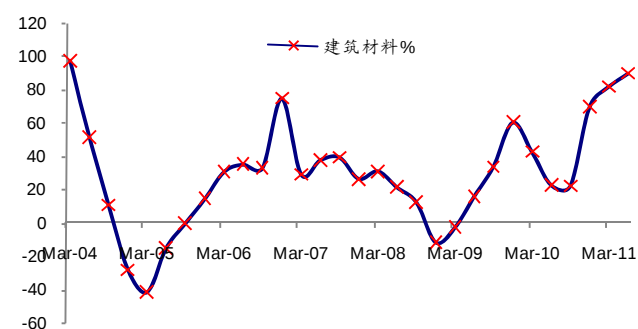
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 12 化学制品毛利润同比增速上升



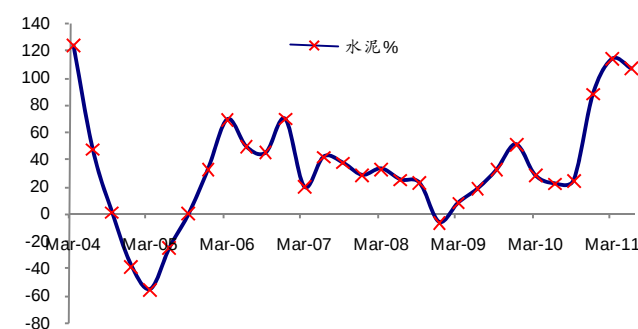
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 13 建筑材料毛利润同比较 1 季度略有上升



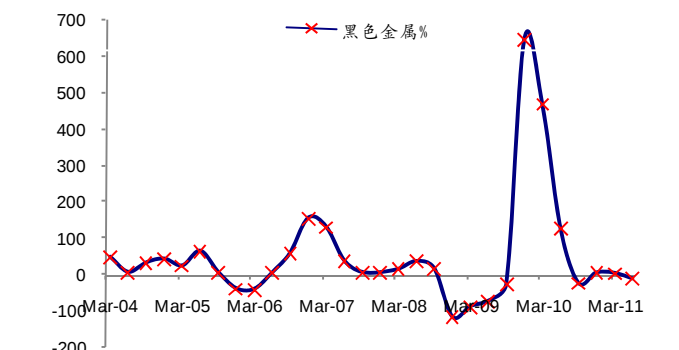
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 14 水泥毛利润同比增速下滑



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 15 钢铁毛利润同比略有下滑



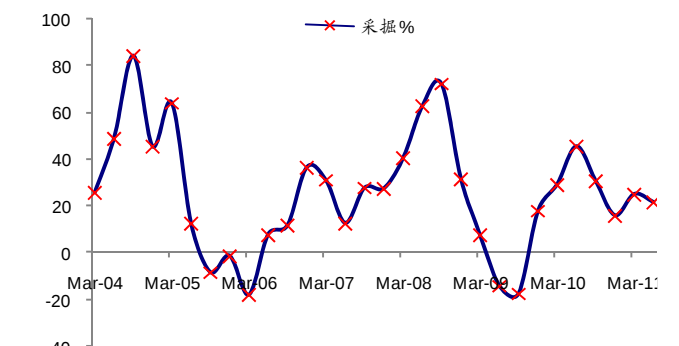
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

后周期行业：上游资源品行业。比较今年 1 季度，煤炭略有下降，有色略有上升，表现较为正常。上游还不体现毛利增速下滑迹象。

后周期行业资源属性更强，从产业链的传导上看，业绩的表现相对于早周期行业更加滞后。以早周期的代表汽车以及后周期的代表煤炭为例，煤炭的营业收入同比变动滞后汽车收入同比变动约 3 个季度。

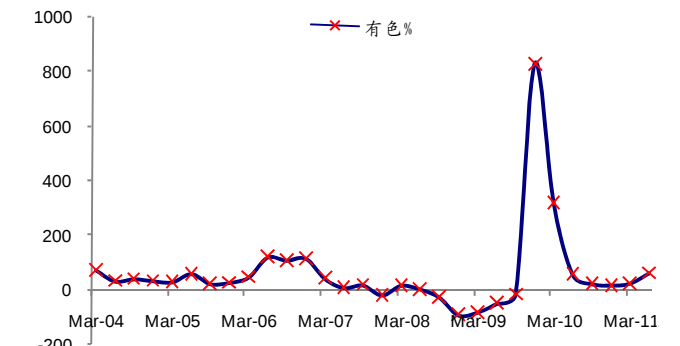
从中报反应的业绩变化看来，有色和煤炭尚没有显示出业绩明显下滑的迹象。我们认为，周期的传导仍需要 1-2 个季度的时间。

图 16 煤炭毛利润增速未明显下滑



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 17 有色金属毛利润增速有所上升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

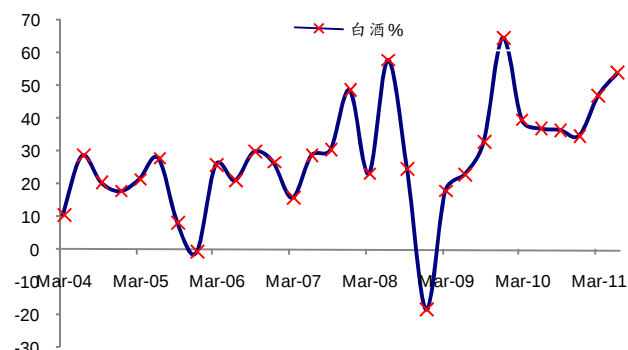
3.2 大消费类

大消费整体表现良好，但是行业细分仍有分化。

大消费类中增长的较快的包括零售、农林牧渔，白酒，医疗器械；品牌服装绝对毛利增速良好，在 30%左右的水平，其中尤其以床品增速更高，达到近 60%的水平。而餐饮旅游、医药中的中药、生物制品和化学制药收入同比增速有明显的下滑。

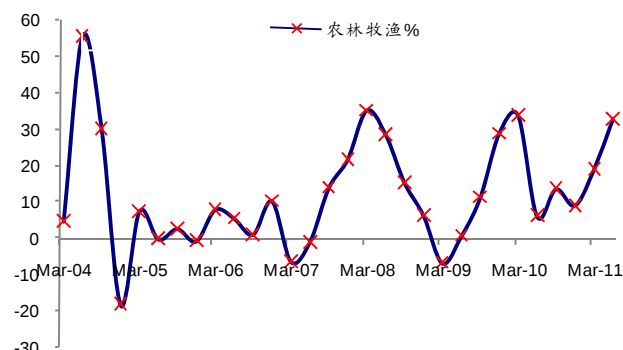
大消费行业受经济周期波动较小，受季节性因素影响较大。大消费中的零售行业 2 季度整体表现较好，收入增速“淡季不淡”，相比较 1 季度出现了明显的上升；农林牧渔中除了种子行业收入增速下滑，其他禽畜养殖、饲料、水产收入增速均有明显上升；医药行业中细分行业分化较大，增速上升明显的行业是医疗器械，中药整体增速良好，但是生物制药和化学制剂增速下滑，主要来自政策主导的药品降价；白酒增速稳定上升；纺织服装中差异也较大，部分床品龙头增速在 60%以上，但是部分品牌服装增速并不明显。

图 18 白酒毛利率增速上升明显



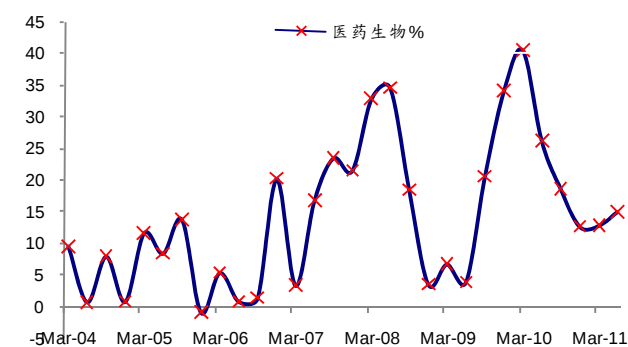
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 19 农林牧渔 2 季度毛利率增速表现不俗



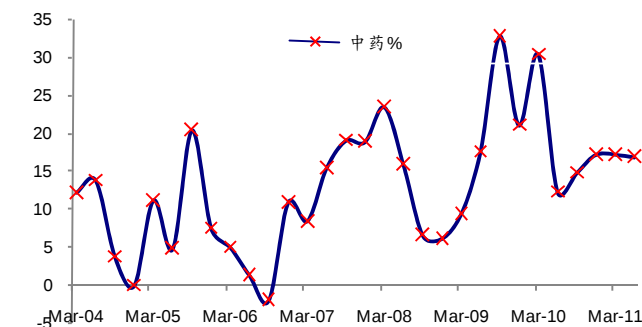
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 20 医药生物 2 季度毛利率略有抬升



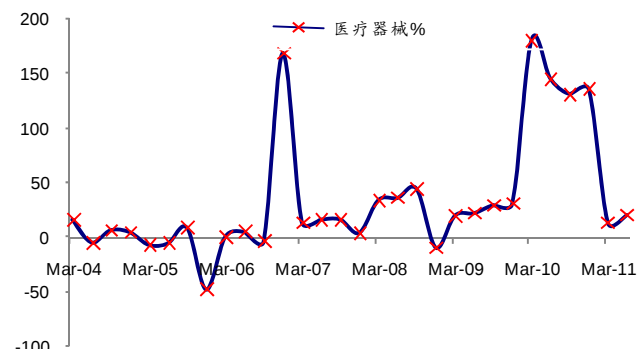
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 21 中药 2 季度毛利率下滑



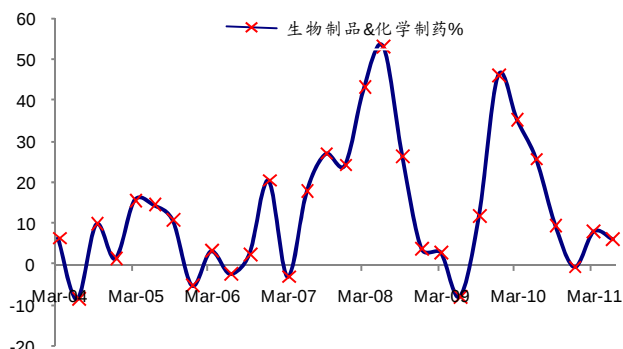
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 22 医疗器械是医药毛利率同比上升的主要贡献力量



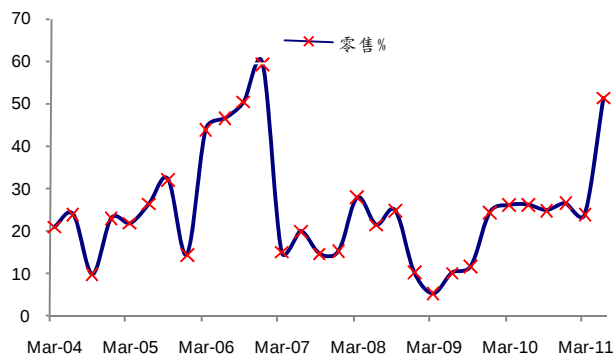
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 23 生物制品&化学制药毛利率增速下滑



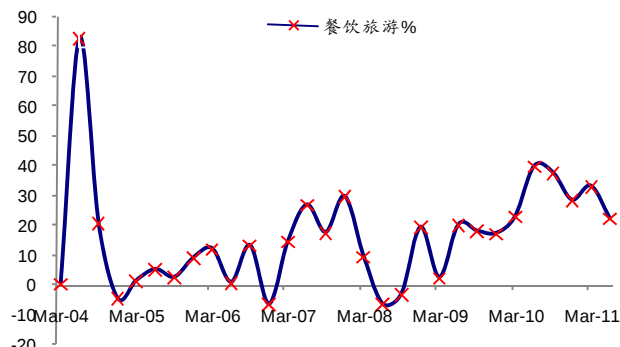
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 24 零售 2 季度表现“淡季不淡”



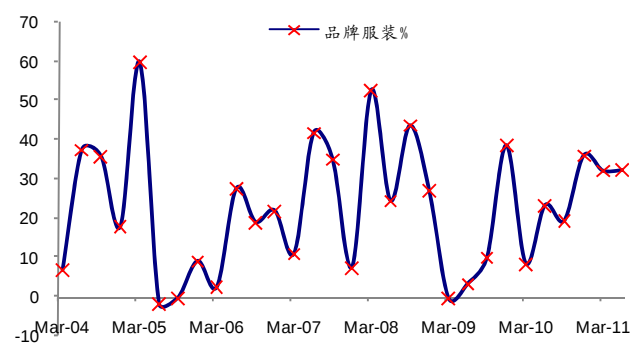
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 25 餐饮旅游毛利润增速 2 季度下滑



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 26 品牌服装毛利润增速 2 季度略有上升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3.3 TMT

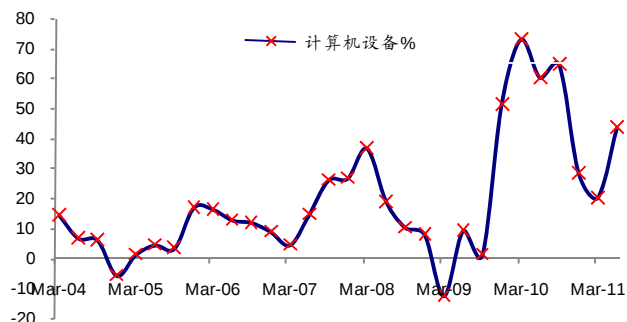
TMT 行业整体表现良好，其中以计算机设备和软件的毛利润增速最好。

TMT 行业中，中报毛利润增速较为明显的有计算机设备以及软件；

网络服务、传媒和电子元器件虽然毛利增速有所抬升，但是绝对值水平上仍然表现较为平稳，相比较 2010 年的高增速水平明显的向下一个台阶；

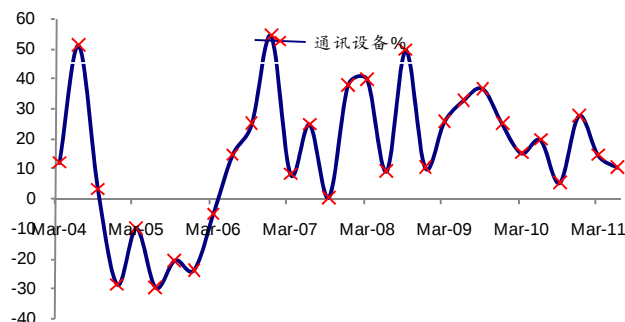
毛利水平明显下降的是通讯设备行业。

图 27 计算机设备中报毛利润增速表现良好



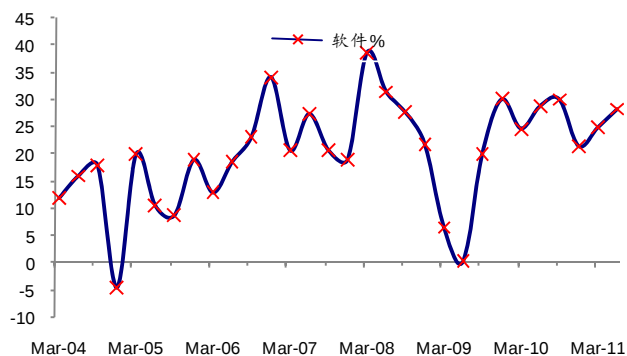
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 28 通讯设备毛利润增速 2 季度继续下滑



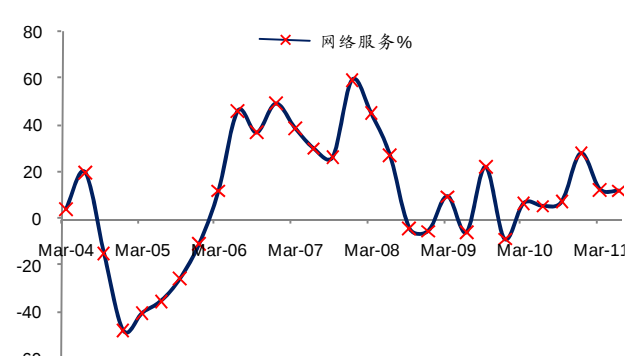
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 29 软件 2 季度毛利润增速上升



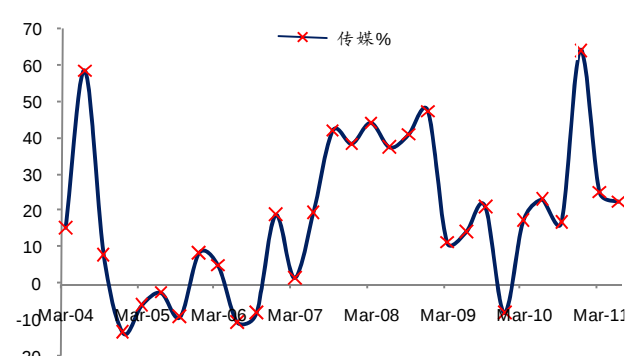
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 30 网络服务毛利润增速略有抬升



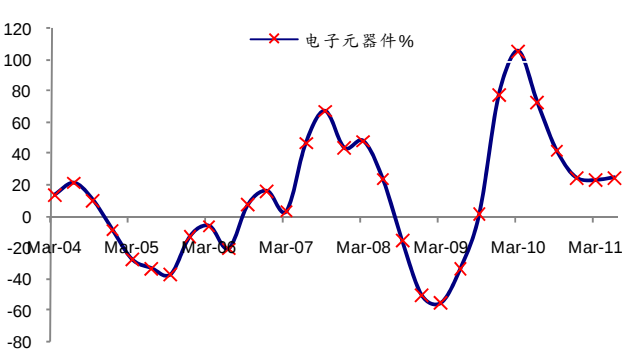
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 31 传媒 2 季度毛利润增速小幅下滑



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 32 电子元器件毛利润绝对增速良好



资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

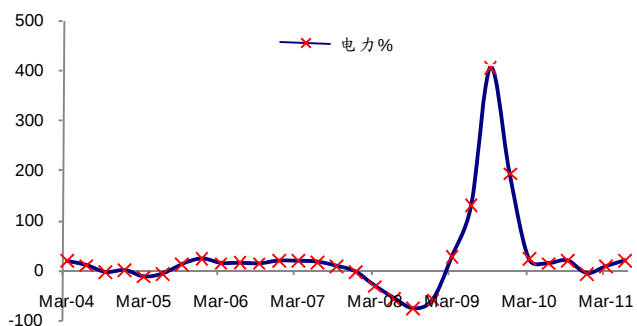
3.4 公用服务类

公用服务类中环保的表现较为抢眼。

公用服务行业中交通运输与建筑工程表现仍然较为低迷,这主要是由于两个行业仍然处在行业周期的底部尚没有明显的拐点迹象;

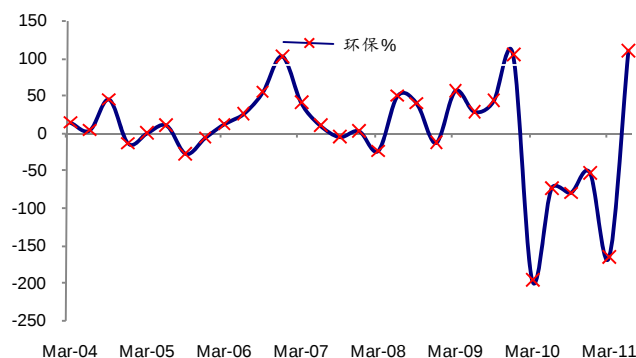
表现较好的是公用事业行业,其中电力 2 季度增速较 1 季度有所抬升,而环保(固废、污水、大气净化处理)的毛利润增速同比上升较快。

图 33 电力 2 季度毛利润小幅上升



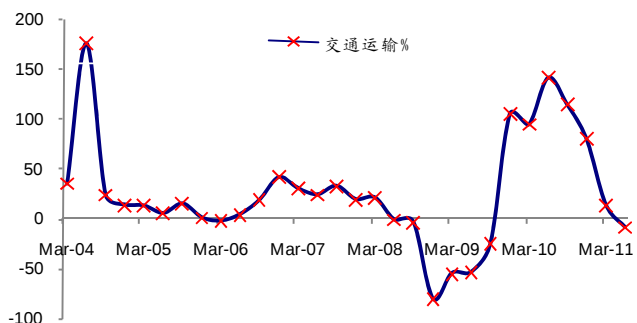
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 34 环保&水务毛利润增速抢眼



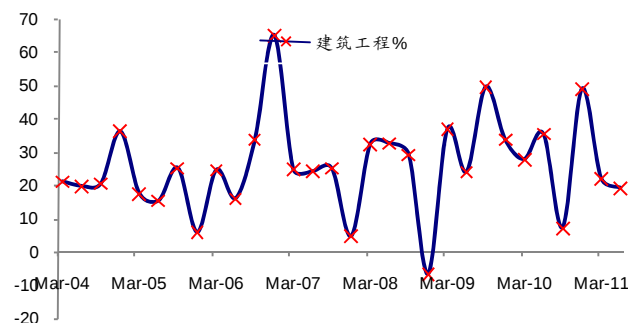
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 35 交通运输整体表现较为低迷



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 36 建筑施工整体表现较为低迷



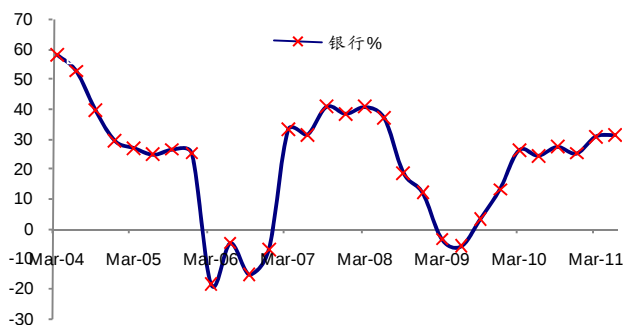
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3.5 金融服务

金融服务：银行业绩增速超市场预期。

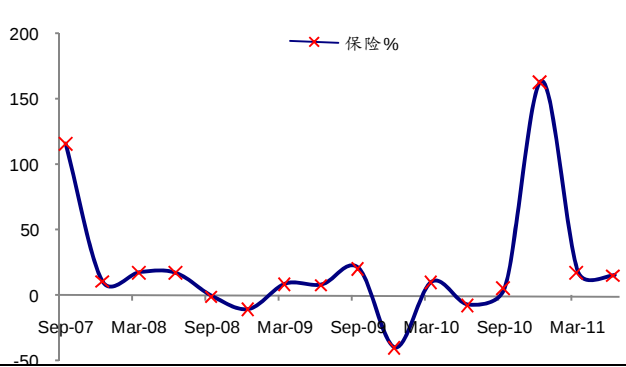
银行维持在 30% 左右较高的毛利增速水平，而券商、保险毛利增速有所上升，其中，券商的增速上升较快。

图 37 银行业绩表现略超市场预期



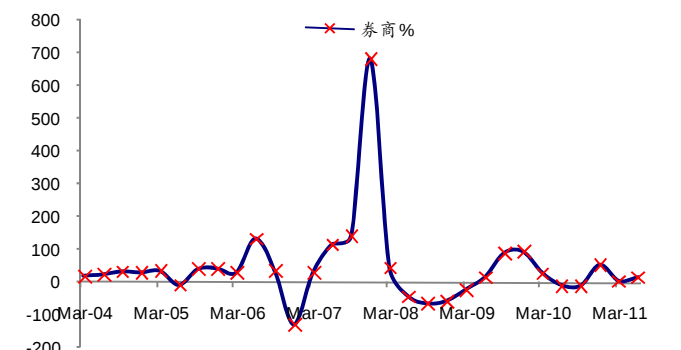
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 38 保险 2 季度业绩表现平台



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 39 券商 2 季度毛利润增速有抬升



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

3.6 小结

中报业绩回顾：

(1) 早周期行业业绩触底。2 季度房地产收入同比回升，汽车和家电的收入同比下滑。但从毛利润角度看，房地产、汽车和家电的毛利均有所抬升。

(2) 中周期行业偏制造端业绩下滑，偏原料端业绩上升。中游制造业的工程机械、化工中的化学纤维、塑料下滑的幅度较为明显；钢铁、水泥微幅下滑。中周期中偏上游原料的化学制品、化学原料毛利润则出现上升。这显示早周期行业的业绩下滑正逐步传导到中周期行业上，但还未完全扩散。

(3) 后周期尚未表现业绩下滑。2 季度煤炭和有色毛利润同比增速没有明显下滑的迹象。

(4) 大消费整体表现不错，但细分行业分化也较为明显。零售、白酒增长明显、品牌服装小幅增长；农业总体不错，水产、养殖、饲料增速较优；医药分化明显，医疗器械表现突出，但是中药、化学制剂、生物制药增速下滑；餐饮旅游明显下滑。

(5) 金融服务中银行增速超市场预期。银行维持在 30% 左右较高的毛利增速水平，略超出市场此前的预期，业绩贡献一半来自中间业务收入；而券商、保险毛利增速有所上升，其中，券商的增速更快。

(6) 公用事业中环保表现突出。固废、污水、大气净化处理的业绩增速较快；电力增速有抬升；建筑工程与交通运输表现仍然较为低迷。

(7) TMT 整体增速抬升明显，软件和计算机设备表现较为突出。增速较为明显的有计算机设备以及软件；网络服务、传媒和电子元器件虽然毛利增速有所抬升，但是绝对值水平上仍然表现较为平稳，相比较 2010 年的高增速水平明显的向下一个台阶；毛利水平明显下降的是通讯设备行业。

4. 业绩变动历史规律

我们根据对中报业绩的总结以及对各个行业业绩的历史规律研究，进行了如下三点总结：

业绩的历史规律有三：(1) 周期类中“经济下滑时，早周期率先触底、中周期次之、

后周期最后,中后周期业绩滞后大约 1-3 个季度”; (2) 大消费“季节特征胜于经济周期”; (3) 项目招标类行业“下半年业绩优于上半年”。

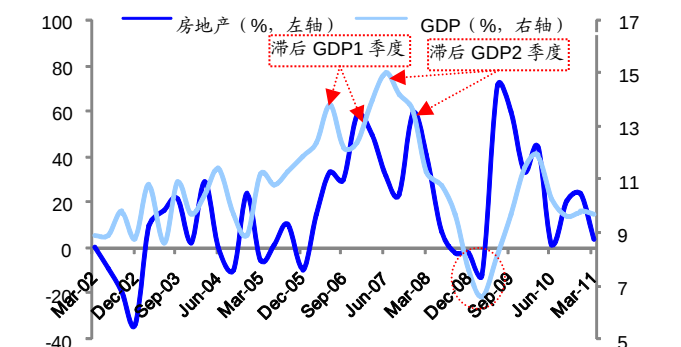
4.1 周期类行业规律: 经济下滑时, 早周期行业业绩先触底、中周期次之、后周期最后

过去两个经济周期显示, 在经济下滑时, 早周期行业业绩往往率先触底, 中周期次之, 后周期最后, 中后周期业绩滞后大约 1-3 个季度。这是“订单-生产”经济模式所决定的, 作为需求端的早周期率先变化, 而作为生产端的中周期和原料端的后周期滞后响应。其逻辑类似我们以前的研究结论“房地产新开工滞后销售 4-6 个月”、“制造业库存波动滞后经济波动 2-3 个季度”。

这种早、中、后周期行业收入的变动规律在市场化程度较高的行业表现尤其明显; 而诸如地产、钢铁等受到政策影响较大的行业, 这种规律表现的稍弱, 地产本身收入确认的滞后性使得周期规律性较弱。

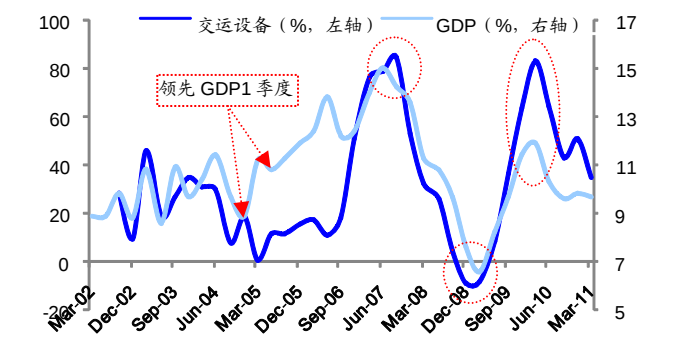
下图中, 早周期行业的代表汽车基本同比或领先 GDP 周期 1 个季度, 而中周期行业和后周期行业则通常滞后 GDP 周期 2-3 个季度。

图 40 地产同步或滞后 GDP 周期 1-2 个季度



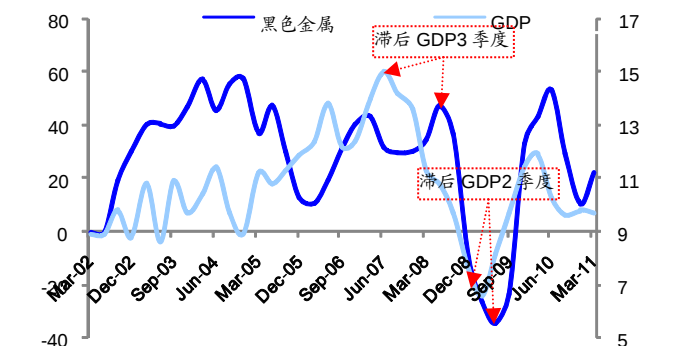
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 41 汽车同步或领先 GDP 周期 1 季度



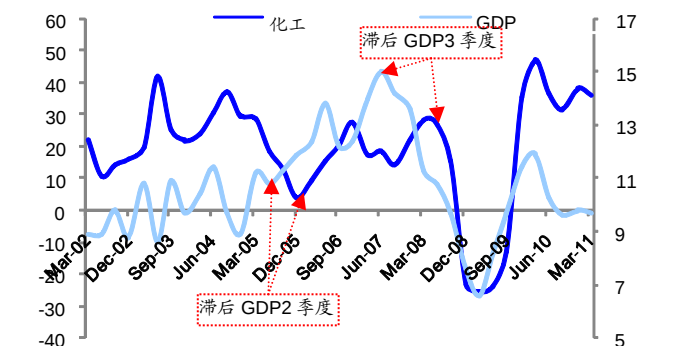
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 42 钢铁滞后 GDP 周期 2-3 个季度



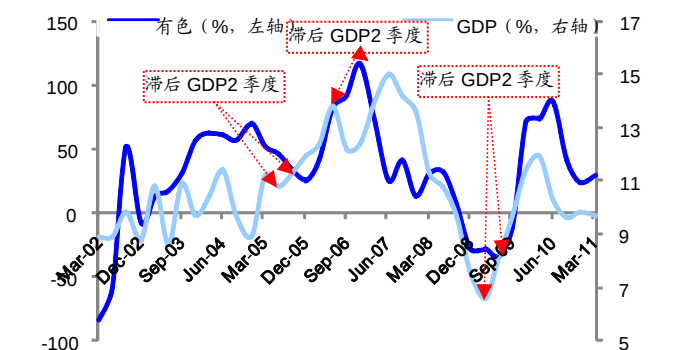
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 43 化工滞后 GDP 周期 2-3 个季度



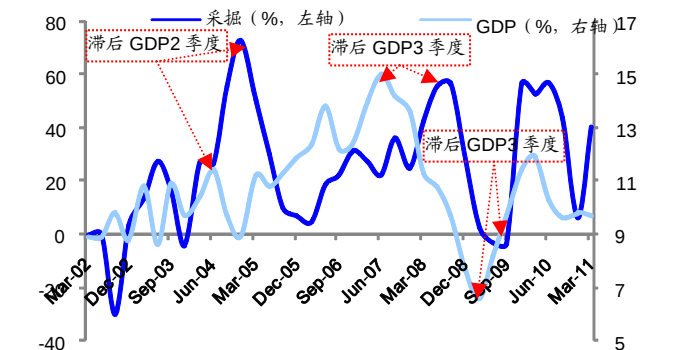
资料来源: WIND 资讯, 海通证券研究所

图 44 有色滞后 GDP 周期 2 个季度



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 45 采掘滞后 GDP 周期 2-3 个季度



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

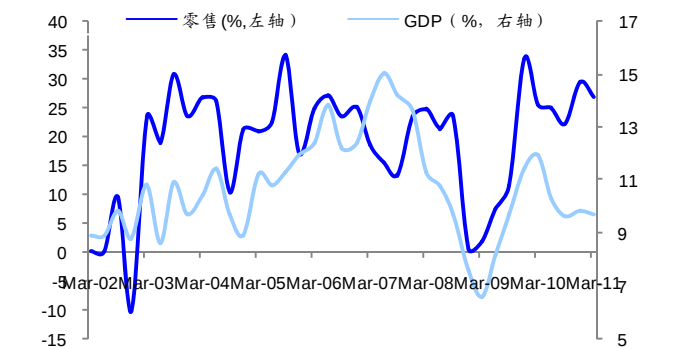
4.2 大消费行业业绩规律：季节性特征胜于经济周期波动

大消费业绩受经济波动影响较小，主要呈现各自的季节性特征，从下图可以看出，除了 2008-2009 年全球性大的经济周期底部外，其余各年度大消费行业的表现随 GDP 周期波动而波动的规律并不明显，而是呈现出明显的季节性特征。

这主要是由于大消费行业自身的属性决定的。如零售行业，消费的旺季是 1、4 季度；农林牧渔中，种业的传统旺季在 1、4 季度，水产在 3 季度；纺织服装的销售旺季在冬夏季节，即 2、4 季度；而白酒、旅游这种社交属性的行业则在 3、4 季度有较好的表现。

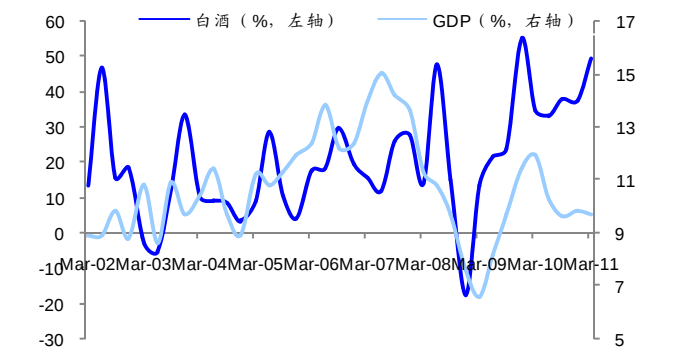
大消费行业各自行业属性也表现在业绩的变动上，即消费旺季的时候业绩表现较优，而消费淡季的时候通常业绩表现较差。

图 46 零售消费旺季在 1、4 季度



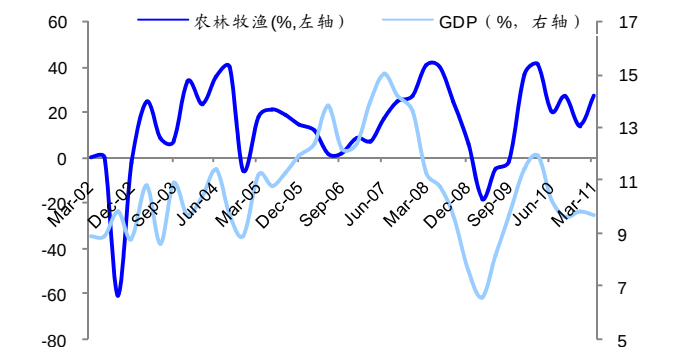
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 47 白酒消费旺季在 3、4 季度



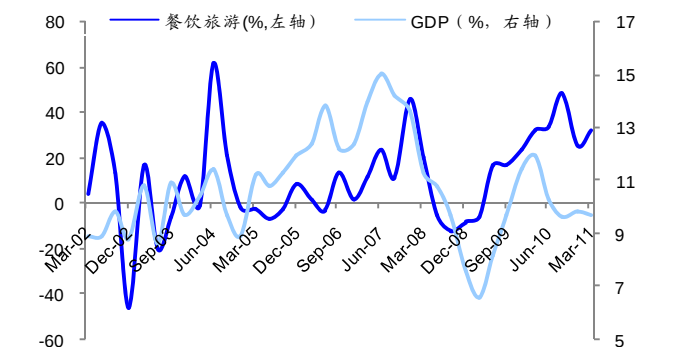
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 48 农林牧渔季节性表现明显



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 49 餐饮旅游消费旺季在 3、4 季度



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

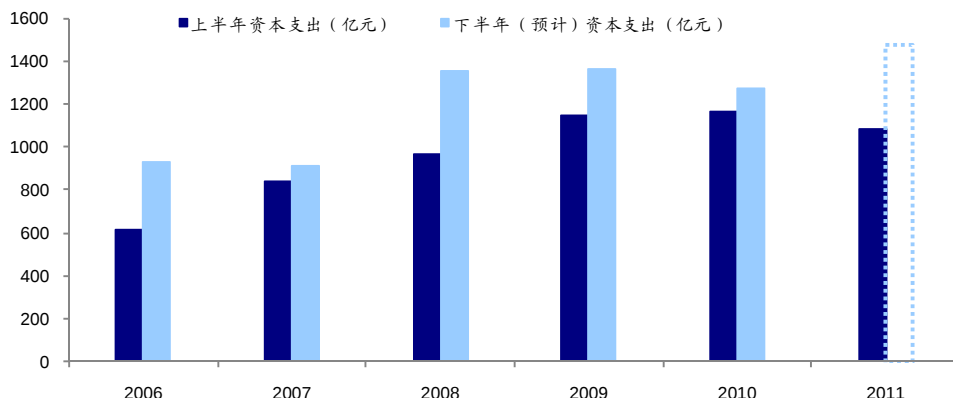
4.3 项目-招标类行业：业绩表现下半年优于上半年

项目招标类行业，如通讯设备、电网设备，以及计算机设备和软件业绩表现通常下半年优于上半年。这与“计划—招标—施工—收入确认”的模式有关。

（1）通讯设备行业业绩确定性来自三大通讯运营商下半年资本支出加速。

根据三大运营商历年的财务报表显示，通常下半年的资本支出要高于上半年，今年三大运营商计划资本支出为 2562 亿元，截至 2011 年上半年，完成资本支出比率约 40%，下半年即将完成剩余的 60%。随着运营商资本支出的增加，可以预见下半年通讯设备行业确定性需求将稳步增长。对应到通讯设备公司的业绩上，即表现为 1 季度有业绩压力，2 季度趋缓，3、4 季度没有业绩压力。

图 50 三大运营商下半年资本开支较上半年上升明显



资料来源：公司财务报告，海通证券研究所

（2）电网设备业绩确定性来自下半年投资增速加快。

电网设备的确定性需求逻辑与通讯设备类似，即电网投资增速在下半年，尤其是 4 季度增长较快，联系到相关上市公司的业绩上，可以预见虽然在上半年相关上市公司的业绩受到电网投资不及预期的影响，但是下半年业绩会有一个集中释放的过程。

（3）计算机设备和软件业绩的确定性来自收入结算在 4 季度的落实。

计算机设备及软件行业下半年业绩的确定性来自于收入结算的季节性原因。大部分计

算机设备与软件的上市公司，其需求端来自于政府或者大型国有企业，因而，拥有更大议价权利的买方通常习惯将收入在 4 季度进行结算。这也是为什么计算机设备和软件行业的收入表现在 4 季度通常出现爆发式增长的原因。

5. 下半年业绩变动展望

周期类：由于我们判断宏观经济是类似“小 L”走势，“L”的拐点已在 2 季度体现，下半年是“L”平台的小幅波动。根据业绩的历史规律，我们判断：早周期行业的业绩已触底，环比不会再恶化，如地产汽车。中后周期行业的业绩正在体现经济下滑的影响，下半年业绩同比仍有下滑风险，典型行业如化工、有色。但明显受政策外力推动的行业是例外，典型如受益保障房和水利的水泥。

消费类：3 季度适逢十一长假和中秋假期，4 季度是传统的消费旺季，从季节性角度考虑，零售、餐饮旅游和白酒下半年的收入仍可期待；农业中水产 3、4 季度是传统旺季，种业 4 季度是旺季，禽畜养殖和饲料在猪肉价格仍然高企的 3 季度收入增速仍有抬升空间；

银行业：下半年的业绩情况仍将取决于政策态度，相对利好的因素可能出现在城投债领域政府态度转积极；相对利空是管理层对银行理财产品的控制；而存款准备金基数上调对银行收入的冲击仍需要观察。

公用服务类：环保中的脱硫脱销下半年受到产业政策支持带动的确定性需求。

TMT：项目招标类的通讯设备行业下半年业绩将有表现。同时软件由于收入确认的因素 4 季度收入增长确定性较强。

信息披露

分析师声明

陈瑞明：策略部

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

联系人

王 旭 (021) 23219396
汤 慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗 震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

徐益鋈 (021) 23219443
陈 瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445

jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
袁兵兵 (021) 23219770
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhhb6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405
联系人
夏 木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374
联系人
黄 娟 (021) 23219638
汤 婧 (021) 23219809

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
tj6639@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人
白 洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞 楠 (021) 23219382
李 晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282
齐 莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

联系人
刘 博 (021) 23219401

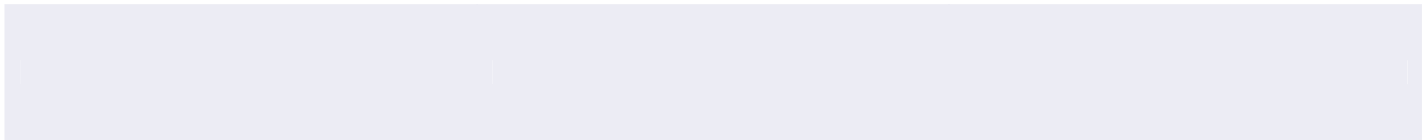
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张 瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	



海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 殷怡琦 (010) 58067944 yinyiq@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com
---	---	--

海通证券股份有限公司研究所
 地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话: (021) 23219000
 传真: (021) 23219392
 网址: www.htsec.com