



11 September 2012 | 29 pages

主动去库存，被动加杠杆

—产业链角度对半年报和半年报的行业比较

戴康 CFA

86-21-64718888-1308

执业证书编号: S1230512040002

daikang@stocke.com.cn

相关报告

本报告导读:

- 从产业链的角度出发，自上而下对今年半年报和半年报做了分析，通过对盈利能力、盈利质量、现金流状况和营运效率的综合解析得出二季度行业业绩比较的评价。

投资要点:

- 上半年上市公司整体的盈利同比增速与去年四季度相差不大。下游行业最稳定，上游行业在滞胀期转入类衰退期后开始恶化，中游行业半年报业绩最糟糕。
- 今年半年报全部 A 股剔除金融石油石化同比下降 14.2%，降幅比一季度稍有收窄。下游行业盈利相对稳定，上游行业开始大幅下滑，中游行业盈利降幅收窄。
- 全部 A 股剔除金融石油石化二季度 ROE 同比继续大幅下降，降幅与一季度相若。销售净利率下行依然是主因，资产周转也继续减缓，上市公司被动加杠杆稳住盈利能力。下游行业 ROE 下降幅度<中游行业<上游行业。上游行业在经济进入类衰退后盈利能力发生逆转，中游行业虽更能受益原料成本下跌，但需求没有起色导致销售不畅，下游行业尤其是必需消费品需求相对刚性显现优势。
- 二季度全部 A 股剔除金融石油石化经营活动产生的现金流量净额占比同比环比都改善，这是持续下行的经济环境下企业主动降低资本开支的行为造成的。
- 今年二季度全部 A 股剔除金融石油石化存货水平略有上升，上市公司加大主动去库存力度使得存货环比增速并不高且存货占比从高位有所回落。上游行业的存货变现最好，下游行业的营业周期上升，中游行业产成品挤压最严重。
- 上周发改委批复逾万亿元项目和胡主席在 APEC 会议上关于加强基础设施建设的表述，以及 8 月房地产投资增速超预期回升基本可以确认需求端已经或即将企稳，中国经济进入被动去库存的弱复苏阶段。顺着之前逐步加强进攻性的思路，建议更积极地将配置结构上提半步：下游以可选消费为主，建议积极增持地产和航空；中游围绕基建结合库存，钢铁、工程机械、建筑、铁路设备、水泥和重卡板块；上游关注动力煤反弹；大金融的推荐顺序是保险-券商-银行。





正文目录

1. 中报概览：资源配置失衡，上游业绩滑坡	4
2. 上市公司被动加杠杆稳住盈利能力	9
2.1 供求矛盾贯穿二季度制约毛利率	9
2.2 三费压力继续增大，资金成本升幅最大	10
2.3 被动加杠杆稳住 ROE	16
3. 盈利质量延续下降趋势	18
4. 降低资本开支改善经营性现金流	19
5. 主动去库存阶段，滞销致存货变现不畅	21
5.1 上市公司加大主动去库存力度	21
5.2 滞销致货款变现不畅，中游行业被动放宽信用	23
5.3 主动去库存压力大，中游存货变现不力	25
6. 二季报的行业比较和当下的行业配置建议	27

图表目录

图 1：大类行业 2012 年中报盈利分布图	5
图 2：大类行业中报贡献盈利增量分布	5
图 3：企业规模越小，工资成本压力越大	11
图 4：中游行业工资成本压力最大	11
图 5：上市公司最近 5 个季度存货水平以及占比变动	21
图 6：房地产可比上市公司最近 10 个季度存货变动	21
图 7：风格板块最近 6 个季度存货占比变动	22
图 8：上中下游行业最近 6 个季度存货占比变动	22
图 9：上市公司最近 5 个季度应收账款以及占比变动	23
图 10：上市公司最近 6 个季度应收账款同比环比增速	23
图 11：风格板块最近 5 个季度应收账款占比变化	24
图 12：上中下游行业最近 5 个季度应收账款占比变化	24
图 13：上市公司最近 5 个季度存货变现天数变化	25
图 14：地产上市公司最近 5 个季度存货变现天数变化	25
图 15：风格板块最近 5 个季度存货变现天数变化	26
图 16：上中下游行业最近 5 个季度存货变现天数变化	26





表 1、上中下游行业划分	4
表 2、整体以及大类行业今年中报和二季度盈利同比增速	5
表 3、整体以及大类行业今年中报和二季度盈利环比增速	6
表 4、各行业今年中报和最近 5 个季度营业收入同比增速	7
表 5、各行业今年中报和最近 5 个季度净利润同比增速	8
表 6、整体以及大类行业最近 5 个季度毛利率变化	9
表 7、各行业今年中报和最近 5 个季度毛利率变化	9
表 8、整体以及大类行业最近 5 个季度工资开支占比变化	10
表 9、整体以及大类行业最近 5 个季度财务费用占比变化	11
表 10、整体以及大类行业最近 5 个季度营业费用占比变化	11
表 11、整体以及大类行业最近 5 个季度三费占比变化	12
表 12、各行业今年中报和最近 5 个季度工资占比变化	12
表 13、各行业今年中报和最近 5 个季度财务费用占比变化	13
表 14、各行业今年中报和最近 5 个季度营业费用占比变化	14
表 15、各行业今年中报和最近 5 个季度三项费用占比变化	15
表 16、整体以及大类行业今年中报和最近 5 个季度 ROE 分解	16
表 17、各行业今年中报和最近 5 个季度 ROE 变化	17
表 18、整体以及大类行业 10、11 年中报和今年中报的盈利质量解析	18
表 19、各行业 10、11 年中报和今年中报各行业的盈利质量解析	19
表 20、整体以及大类行业今年中报和最近 5 个季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入	20
表 21、各行业今年中报和最近 5 个季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入变化	20
表 22、整体以及大类行业最近 5 个季度可比存货水平变化	21
表 23、各行业最近 5 个季度存货占营业成本比重变化	22
表 24、整体以及大类行业最近 5 个季度可比应收账款水平变化	23
表 25、各行业最近 5 个季度应收账款占营业收入比重变化	24
表 26、整体以及大类行业最近 5 个季度存货变现天数水平变化	25
表 27、各行业最近 5 个季度存货变现天数变化	26
表 28、2012 年二季度行业业绩评价表	27





1. 中报概览：资源配置失衡，上游业绩滑坡

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：上中下游行业划分

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

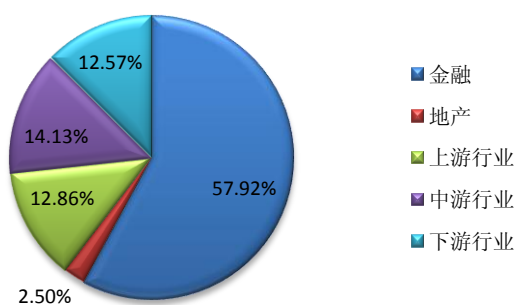
资料来源：浙商证券研究所

今年上半年上市公司盈利中金融行业继续扩大盈利占比达到了近 58%，我们在相对于去年中期的盈利增量分布图中可以发现：盈利向银行业倾斜的趋势不断增强，资源配置效果显示经济增长结构继续走向失衡，预计鼓励民营资本进入金融以及利率市场化等改革的推进将有助于缓和这一现象。另外，四万亿投资效应减退以及原材料、资金和人工成本上升对中游行业的影响继续深化，议价能力较弱的中游行业的盈利空间被大幅挤占，下游行业更稳定。



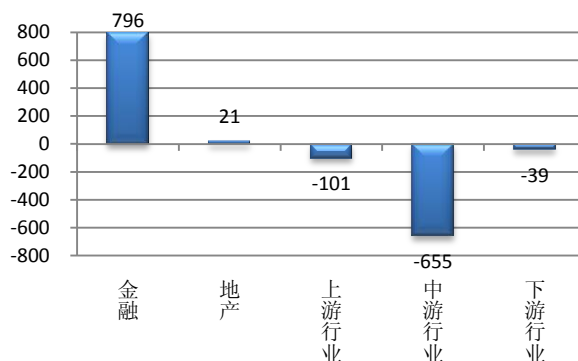


图 1：大类行业 2012 年中报盈利分布图



资料来源：WIND 浙商证券研究所

图 2：大类行业中报贡献盈利增量分布 单位：亿元



资料来源：WIND 浙商证券研究所

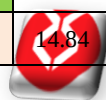
中报业绩分析：2011 年下半年上市公司业绩开始跳水并于第四季度出现了两位数的负增长，今年上半年上市公司整体的盈利同比增速与去年四季度相差不大。风格上，中小企板业绩压力较大，录得两位数负增长，主板和创业板小幅负增长；大类行业中，金融行业的业绩最佳，消费属性的下游行业在经济下滑中后期最稳定，上游行业在享受资源优势的滞胀期转入类衰退期后开始恶化，中游行业需求不济库存压力大，中报业绩最糟糕，同比下降高达 30.7%。

今年二季度业绩分析：全部 A 股剔除金融石油石化同比下降 14.2%，降幅比一季度稍有缩窄。风格上，主板业绩好于创业板好于中小板，创业板盈利降幅有所扩大；大类行业中，金融稳定增长，地产行业盈利增速由负转正，下游行业盈利相对稳定，值得关注的是：上游行业业绩开始大幅下滑显现经济回落中后期特征，中游行业盈利降幅有所缩窄，但仍高达-22.0%。4 月份初温总理提出预调微调措施要尽快出台，但目前看力度不及预期。

表 2：整体以及大类行业今年中报和二季度盈利同比增速

单位：百分比

指标	大类行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入	全部 A 股剔除金融石油石化	6.95	23.20	22.78	12.92	7.80	6.30
	主板 A 股	8.41	25.47	24.66	15.62	10.29	6.79
	中小企板	10.70	27.87	28.04	15.74	13.16	8.85
	创业板	12.90	27.85	24.65	17.94	12.58	13.16
	金融	14.04	26.55	17.73	14.29	13.95	14.18
	地产	18.69	18.23	22.42	16.18	7.39	26.46
	上游行业剔除中石油	22.15	32.37	43.73	50.83	26.60	18.63
	中游行业剔除中石化	1.05	23.48	18.60	2.78	1.39	0.75
	下游行业	9.77	19.72	22.84	18.46	10.53	9.25
营业利润	全部 A 股剔除金融石油石化	-17.27	24.39	10.31	-16.63	-14.97	-19.28
	主板 A 股	-1.14	25.47	14.70	-6.67	1.31	-3.41
	中小企板	-13.56	17.75	9.77	-13.69	-11.37	-15.43
	创业板	-7.71	14.84	7.73	-3.21	-3.92	-11.47





归属母公司股东的净利润	金融	15.77	32.48	21.81	10.00	15.97	15.65
	地产	9.72	28.44	23.06	8.77	0.83	15.40
	上游行业剔除中石油	-15.07	45.35	26.22	9.46	3.50	-29.62
	中游行业剔除中石化	-32.26	14.48	0.45	-41.66	-38.59	-28.07
	下游行业	-4.58	23.65	9.61	-9.16	-1.03	-7.47
	全部 A 股剔除金融石油石化	-17.38	21.52	6.84	-16.64	-16.03	-14.18
	主板 A 股	-1.03	23.36	13.29	-7.08	1.11	-0.73
	中小企业板	-11.15	17.80	9.88	-4.77	-8.59	-10.75
	创业板	-2.66	13.14	5.06	1.76	-0.28	-5.62
	金融	14.96	32.33	20.46	9.27	14.67	15.34
	地产	-0.03	29.76	21.87	9.54	-1.51	10.62
	上游行业剔除中石油	-11.19	39.15	25.27	4.41	2.97	-17.29
	中游行业剔除中石化	-30.73	10.64	-3.50	-34.95	-39.36	-21.95
	下游行业	-5.99	22.46	6.37	-12.11	-1.00	-4.23

资料来源: WIND 浙商证券研究所

表 3: 整体以及大类行业今年中报和二季度盈利环比增速

单位: 百分比

大类行业	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股剔除金融石油石化	23.79	-15.21	-5.14	-15.96	26.50
主板 A 股	6.13	-7.15	-14.93	20.54	4.19
中小企业板	18.02	-6.90	5.95	-22.73	16.71
创业板	36.89	-11.35	19.17	-36.53	34.76
金融	0.86	-4.90	-16.42	43.42	1.19
地产	47.16	-32.28	209.47	-68.58	68.66
上游行业剔除中石油	23.31	-6.35	-21.98	14.35	-0.95
中游行业剔除中石化	29.97	-23.53	-18.79	-25.65	67.15
下游行业	9.61	-3.96	-12.07	6.83	6.04

资料来源: WIND 浙商证券研究所

中报业绩分析(分行业): 盈利同比增速较高的行业依次为饮料制造、旅游综合、电力、餐饮、景点、酒店和计算机设备。下游消费行业需求相对稳定, **必需消费品和弱可选消费品行业在由滞涨转向类衰退的经济环境中凸显优势**, 电力行业尽管需求端较为疲弱, 但作为成本敏感型行业, 更受益于煤炭价格的持续下行; 盈利较糟糕的行业依次为航运、钢铁、航空运输、有色金属、建筑材料、化工和纺织制造。上中游原材料和出口敞口大的行业受到下行的固定资产投资和出口增速冲击业绩颓势明显。

今年二季度业绩分析(分行业): 盈利同比增速较高的行业依次为餐饮、饮料制造、计算机设备、酒店、电力和景点, 显示了非周期行业在经济持续下滑期的韧劲。后周期特征的煤价继续下行, 电力行业吨毛利稳步回升。较糟糕的行业依次为有色金属、航空运输、化工、建筑材料、通信设备和轻工制造。上中游工业材料行业在类衰退期表现不佳, 而二季





度出口继续恶化拖累了外向型行业。虽然预调微调的力度不及预期，但三季度以来我们观察到需求开始有企稳迹象，预计靠近上游的成本敏感型中游材料行业如钢铁的吨毛利会逐步改善，而全球经济环境会继续制约国内出口型企业盈利。

表 4：各行业今年中报和最近 5 个季度营业收入同比增速

单位：百分比

大类行业	明细行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	26.00	33.70	38.73	45.50	26.62	25.44
	石油开采	9.91	38.32	46.06	24.83	17.86	2.91
	有色金属	8.88	35.00	52.40	18.35	15.72	3.62
	农林牧渔	54.37	40.67	44.42	157.96	61.67	48.59
中游行业	黑色金属	-6.74	18.34	17.63	-0.13	-3.84	-9.29
	建筑材料	0.49	48.00	35.56	11.79	2.78	-1.09
	建筑装饰	0.85	20.37	15.39	-8.86	-2.60	3.31
	化工	8.08	30.55	31.75	26.24	13.11	3.58
	机械设备	5.34	19.90	16.48	16.65	3.63	6.70
	电子	9.05	25.48	21.39	16.51	8.42	9.91
	轻工制造	12.66	21.95	19.61	29.31	13.31	12.04
	电力	9.77	24.66	19.14	12.18	14.72	5.20
	港口	20.44	73.21	71.47	38.41	19.58	21.17
	机场	8.76	12.99	8.89	5.81	9.04	8.50
	高速公路	11.68	18.11	20.98	21.29	15.59	8.25
	航运	3.50	-11.45	-16.25	-11.39	-1.82	8.36
	铁路运输	9.59	30.80	5.42	6.73	0.88	18.17
	非汽车交运设备	2.53	45.20	36.51	12.82	-0.93	5.46
	汽车零部件	-4.62	8.72	8.98	-3.30	-6.69	-2.64
	汽车整车	8.60	0.54	9.81	35.31	9.33	7.83
下游行业	航空运输	8.72	18.96	15.43	10.90	11.13	6.53
	计算机设备	-0.73	0.07	2.55	-2.61	-8.50	6.54
	通信设备	13.73	28.29	63.51	43.72	18.63	10.06
	信息服务	20.92	22.01	22.65	19.89	24.49	18.45
	家用电器	-5.07	25.83	15.47	1.91	-7.11	-3.48
	医药生物	20.01	20.92	20.93	21.81	20.61	19.62
	纺织制造	-4.87	17.30	15.49	4.27	-7.06	-2.99
	服装家纺	15.14	17.05	24.91	-2.76	12.69	16.88
	餐饮	10.64	63.73	70.75	24.12	13.02	8.29
	景点	19.71	36.58	43.10	3.95	30.86	15.10
	酒店	4.27	-17.62	11.20	12.26	6.02	2.59
	旅游综合	26.39	32.09	40.75	28.66	38.24	17.34
	饮料制造	26.05	32.45	23.94	28.91	26.19	25.91
	零售	16.41	29.02	31.26	15.44	18.55	14.35

资料来源：WIND 浙商证券研究所





表 5: 各行业今年中报和最近 5 个季度净利润同比增速

单位: 百分比

大类行业	明细行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	3.19	20.21	11.01	11.35	7.49	4.15
	石油开采	-6.03	-11.47	7.88	-26.06	5.81	-21.15
	有色金属	-51.50	125.36	77.98	-44.21	-20.76	-69.50
	农林牧渔	-19.58	41.46	34.59	28.97	3.80	-16.70
中游行业	黑色金属	-76.70	-28.58	21.35	-178.40	-122.55	-28.39
	建筑材料	-50.70	130.00	70.05	-32.23	-59.00	-47.11
	建筑装饰	-6.69	3.23	48.44	21.22	-6.61	-3.45
	化工	-47.15	15.81	10.35	-37.73	-42.12	-51.69
	机械设备	-25.64	20.56	-7.17	-23.79	-23.98	-19.13
	电子	-15.95	12.89	-35.23	156.03	-12.38	-17.07
	轻工制造	-42.45	75.66	-13.22	-71.73	-48.09	-32.06
	电力	20.79	22.26	-36.50	-5.89	48.17	16.80
	港口	-0.26	-4.36	5.32	-17.08	-1.80	3.35
	机场	2.91	17.47	2.00	5.60	5.68	0.18
	高速公路	-0.61	-6.77	17.61	-1.29	-0.67	7.71
	航运	-181.18	-150.38	-164.79	-395.85	-1707.26	-9.56
	铁路运输	-3.47	18.69	-0.32	-16.42	-3.08	1.93
	非汽车交运设备	-22.61	75.21	6.04	-3.12	-15.71	-24.42
	汽车零部件	-23.54	0.72	-17.46	-31.05	-24.23	-21.92
	汽车整车	-3.57	-12.48	-6.27	33.47	-0.78	13.07
下游行业	航空运输	-69.28	20.56	-5.86	-136.78	-75.48	-64.75
	计算机设备	13.15	45.49	25.66	51.90	-0.57	27.45
	通信设备	-38.14	2.45	-30.89	-31.03	-30.90	-39.36
	信息服务	6.22	36.97	9.16	-17.08	26.10	6.67
	家用电器	10.03	28.18	16.31	13.75	11.62	9.19
	医药生物	-0.84	21.12	9.34	-1.22	0.27	2.71
	纺织制造	-46.35	105.11	-12.19	-80.37	-60.27	-17.59
	服装家纺	9.18	32.58	44.53	-27.61	5.28	13.14
	餐饮	19.73	56.84	66.66	1.86	5.75	40.44
	景点	18.16	50.96	47.50	-18.31	979.27	15.57
	酒店	13.74	-38.57	-15.55	25.06	8.50	17.38
	旅游综合	26.75	50.68	43.62	-43.57	150.14	-18.51
	饮料制造	41.22	55.09	31.99	47.35	46.54	35.26
	零售	-8.35	24.05	26.19	4.28	7.35	-11.91

资料来源: WIND 浙商证券研究所





2. 上市公司被动加杠杆稳住盈利能力

2.1 供求矛盾贯穿二季度制约毛利率

今年上半年全部 A 股剔除金融石油石化的毛利率 17.08% 为 2004 年以来的半年度第二低点（仅高于 2008 年下半年），其中上游行业毛利率更是创 2004 年以来的半年度新低。今年二季度全部 A 股剔除金融石油石化的毛利率同比下降环比持平。风格上，主板上市公司毛利率下降较多，创业板毛利率更稳定；大类行业中，金融行业毛利率显著上升，下游行业毛利率稳定，中游行业毛利率同比小幅下降而上游行业毛利率显著下行，显示中下游行业的原材料成本压力正在持续减轻，我们在一季报分析中的判断“制约上市公司毛利率的主要因素已经开始由原材料成本转变为供求矛盾”在二季度延续。

表 6：整体以及大类行业最近 5 个季度毛利率变化

单位：百分比

大类行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股剔除金融石油石化	17.08	17.71	17.07	17.48	17.07	17.07
主板 A 股	17.31	18.28	17.81	17.67	17.55	17.11
中小企业板	21.63	22.17	21.46	22.56	21.62	21.55
创业板	35.12	35.31	34.94	35.31	35.04	34.93
金融	26.58	20.29	20.42	23.55	21.80	27.95
地产	38.90	39.99	37.09	38.48	40.43	38.00
上游行业剔除中石油	17.70	21.32	20.69	17.29	18.89	16.69
中游行业剔除中石化	13.41	14.25	13.38	13.72	12.99	13.71
下游行业	20.30	20.15	19.74	19.52	20.29	20.28

资料来源：WIND 浙商证券研究所

细分行业，今年二季度毛利率变化较好的行业依次为航运、电力、家用电器、景点、酒店和餐饮行业，下游消费业居多。毛利率变化糟糕的行业依次为有色金属、煤炭开采、铁路运输、石油开采和通信设备行业，经济持续下行传导至上游原材料行业的迹象明显。

表 7：各行业今年中报和最近 5 个季度毛利率变化

单位：百分比

大类行业	明细行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	25.67	31.04	28.90	26.68	27.27	24.24
	石油开采	26.70	29.68	27.79	26.03	28.27	25.12
	有色金属	9.63	13.03	14.14	10.14	10.39	9.00
	农林牧渔	12.48	11.98	11.89	11.27	12.90	12.11
中游行业	黑色金属	5.61	7.60	7.02	6.55	5.10	6.08
	建筑材料	22.65	30.97	28.74	25.26	20.49	24.07
	建筑装饰	11.53	10.91	10.64	13.10	11.50	11.55
	化工	14.22	16.14	16.40	15.25	14.21	14.24
	机械设备	20.78	22.35	20.30	20.47	20.20	21.18
	电子	19.00	20.39	19.11	20.33	17.82	19.86
	轻工制造	16.75	18.41	17.55	15.94	15.90	17.43
	电力	16.42	14.83	14.32	13.46	14.38	18.47
	港口	24.95	27.95	27.25	21.74	25.70	24.33
	机场	41.12	41.07	43.35	38.40	40.96	41.27





下游行业	高速公路	57.07	54.41	59.44	46.67	59.57	54.73
	航运	-2.00	0.54	-3.64	-11.83	-6.48	1.71
	铁路运输	35.22	37.34	37.75	30.74	39.08	31.72
	非汽车交运设备	15.99	17.24	14.86	16.09	15.41	16.45
	汽车零部件	19.67	19.65	19.42	21.23	19.79	19.54
	汽车整车	16.36	16.12	16.45	16.76	16.66	16.05
	航空运输	15.51	18.49	26.00	10.68	14.34	16.61
	计算机设备	13.31	13.80	11.87	13.97	12.76	13.66
	通信设备	21.73	25.70	22.61	23.05	22.35	21.13
	信息服务	31.27	32.16	30.29	30.87	29.53	32.79
	家用电器	21.06	18.81	19.63	20.58	20.55	21.31
	医药生物	27.91	26.89	26.60	29.07	27.34	28.40
	纺织制造	14.07	14.69	12.75	13.60	13.62	14.12
	服装家纺	30.23	28.17	29.19	34.55	30.97	29.58
	餐饮	62.80	58.71	55.81	60.86	62.53	63.08
	景点	48.80	54.45	54.62	48.27	38.14	53.82
	酒店	70.30	69.65	70.54	70.68	67.58	72.99
	旅游综合	25.29	26.02	21.94	23.51	26.24	24.43
	饮料制造	60.70	58.40	55.15	60.44	61.83	59.47
	零售	18.27	19.33	18.57	19.10	18.16	18.40

资料来源：WIND 浙商证券研究所

2.2 三费压力继续增大，资金成本升幅最大

今年二季度人工成本占比同比继续上升但升幅稍有缩窄。与我们草根感知的一样：企业规模越小，人工成本上升幅度越大，一则低端人工工资涨幅更大，二则小型企业抗经济下行风险能力弱造成人员流动频繁从而降低平均工时效用。从大类行业看，中游行业人工成本占比同比上升最快，上游行业人工成本占比仅小幅上升，而金融行业人工成本占比甚至微幅下降。

表 8：整体以及大类行业最近 5 个季度工资开支占比变化

单位：百分比

大类行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股剔除金融石油石化	7.00	5.76	5.66	7.34	7.85	6.27
主板 A 股	7.02	5.85	6.07	8.20	7.77	6.33
中小企业板	8.92	6.98	7.09	7.83	10.05	7.93
创业板	14.42	10.50	11.06	11.39	17.38	12.22
金融	13.83	12.33	13.83	17.74	15.37	12.20
地产	7.37	4.58	6.31	2.97	11.84	4.74
上游行业剔除中石油	7.06	6.41	6.43	8.29	7.63	6.57
中游行业剔除中石化	6.62	5.27	5.09	7.21	7.50	5.90
下游行业	7.50	6.42	6.20	7.90	8.17	6.87

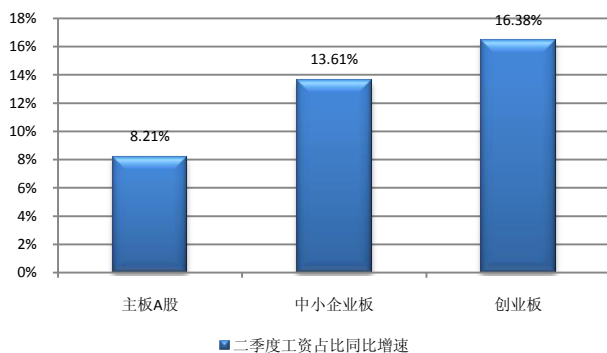
注：工资取现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”的数据

资料来源：WIND 浙商证券研究所



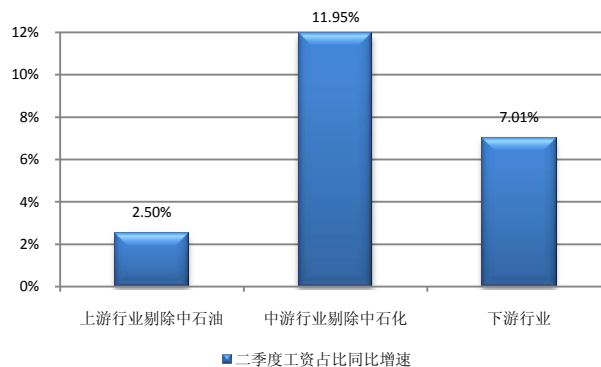


图 3: 企业规模越小, 工资成本压力越大



资料来源: WIND 浙商证券研究所

图 4: 中游行业工资成本压力最大



资料来源: WIND 浙商证券研究所

今年二季度上市公司资金成本压力继续增加且上升幅度大于一季度。风格上, 创业板公司因超募资金的结余而继续取得净利息收入; 大类行业中, 下游行业财务费用占比上升仍然最快, 上游行业上升最慢, 房地产企业资金成本占比虽然仍在上升但升幅已经显著缩窄。

表 9: 整体以及大类行业最近 5 个季度财务费用占比变化

单位: 百分比

大类行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股剔除金融石油石化	1.70	1.12	1.34	1.33	1.65	1.76
主板 A 股	1.47	0.98	1.13	1.15	1.39	1.55
中小企业板	0.90	0.64	0.78	0.81	0.85	0.94
创业板	-1.20	-1.69	-0.90	-1.39	-1.71	-0.96
地产	3.04	2.26	2.37	1.66	3.77	2.61
上游行业剔除中石油	1.62	1.17	1.71	1.15	1.49	1.73
中游行业剔除中石化	2.32	1.53	1.82	1.91	2.39	2.28
下游行业	0.74	0.32	0.37	0.47	0.61	0.88

资料来源: WIND 浙商证券研究所

今年二季度上市公司营业费用占比继续上升且升幅略大于一季度。小型企业的竞争环境要弱于大型国企, 体现在创业板营业费用占比大于中小企业板大于主板。今年二季度创业板营业费用占比升幅继续最大; 大类行业中, 中游行业营业费用压力上升略快, 上游行业的营业费用压力仍然在减轻。

表 10: 整体以及大类行业最近 5 个季度营业费用占比变化

单位: 百分比

大类行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股剔除金融石油石化	3.83	3.48	3.65	3.74	3.96	3.72
主板 A 股	3.08	2.87	3.01	3.14	3.15	3.03
中小企业板	6.23	5.82	5.93	6.52	6.36	6.16
创业板	8.53	7.69	8.41	8.67	8.87	8.47
金融	6.64	6.91	5.81	6.67	6.17	7.09
地产	3.74	3.33	4.63	2.91	4.34	3.39
上游行业剔除中石油	1.98	1.99	1.97	2.07	2.04	1.92
中游行业剔除中石化	1.75	1.58	1.64	1.92	1.80	1.69
下游行业	7.35	7.05	7.14	7.14	7.32	7.39

资料来源: WIND 浙商证券研究所





今年二季度，上市公司在经济下行期中三项费用占比皆出现了不同程度的上升。风格上，从三费占比变化来看尽管创业板公司的超募资金能够带来净利息收入，但管理和营销费用开支上升更快使其费用支出压力较主板和中小板公司更大；大类行业中，中游行业的费用占比增幅继续>下游行业>上游行业。而房地产行业在成交回暖之下费用压力也相较一季度显著减轻。

表 11：整体以及大类行业最近 5 个季度三费占比变化

单位：百分比

大类行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股剔除金融石油石化	10.07	8.70	9.32	10.57	10.27	9.91
主板 A 股	11.75	10.63	11.24	13.32	11.76	11.78
中小企板	13.13	11.69	12.15	13.91	13.32	12.96
创业板	18.67	15.48	17.82	18.93	19.52	18.10
地产	12.25	10.23	12.45	8.27	15.25	10.49
上游行业剔除中石油	7.88	7.43	8.01	8.70	7.82	7.93
中游行业剔除中石化	8.31	6.84	7.51	9.16	8.61	8.04
下游行业	13.06	11.97	12.16	13.64	12.88	13.26

资料来源：WIND 浙商证券研究所

分行业来看，通信设备、航运、农林牧渔、港口、饮料制造和旅游综合行业的工资占比同比下降，化工、纺织制造、酒店、汽车零部件和建筑材料行业的人工成本占比上升明显。

表 12：各行业今年中报和最近 5 个季度工资占比变化

单位：百分比

大类行业	明细行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	9.16	9.09	9.35	13.35	9.34	9.00
	石油开采	4.35	3.93	4.21	6.74	4.33	4.37
	有色金属	4.26	3.52	3.42	4.66	4.75	3.83
	农林牧渔	6.72	6.51	6.51	4.73	7.73	5.86
中游行业	黑色金属	4.21	3.66	3.86	5.16	4.35	4.08
	建筑材料	9.15	5.39	5.92	7.25	11.77	7.40
	建筑装饰	6.65	5.30	4.11	7.05	8.03	5.72
	化工	2.29	1.75	2.14	3.70	2.09	2.48
	机械设备	8.68	6.24	7.26	8.74	10.35	7.35
	电子	14.27	11.66	12.16	14.90	16.22	12.67
	轻工制造	6.56	6.01	6.28	6.76	7.05	6.10
	电力	4.78	4.57	4.19	6.65	4.72	4.83
	港口	9.60	8.93	9.48	11.59	11.30	8.19
	机场	27.33	21.19	22.85	30.16	30.47	24.37
	高速公路	8.33	6.33	8.08	9.68	9.11	7.59
	航运	11.00	9.09	9.45	12.55	14.07	8.46
	铁路运输	20.64	18.14	17.39	21.02	22.13	19.39
	非汽车交运设备	9.93	8.08	8.90	11.26	11.52	8.67
下游行业	汽车零部件	8.09	5.90	7.55	7.99	8.69	7.50
	汽车整车	4.93	4.15	4.33	5.01	5.20	4.64
	航空运输	14.43	11.22	7.45	16.19	15.91	13.04
	计算机设备	7.89	6.23	5.44	6.02	8.78	7.16
	通信设备	14.31	14.64	13.60	10.68	16.68	12.46





信息服务	13.34	12.62	12.86	15.10	14.31	12.45
家用电器	6.66	5.41	4.88	8.55	7.47	5.98
医药生物	7.31	6.42	6.64	8.34	7.79	6.84
纺织制造	9.45	10.35	8.72	9.18	9.62	12.38
服装家纺	11.64	10.19	8.65	10.72	13.09	10.26
餐饮	18.10	18.57	14.39	32.21	17.82	18.37
景点	17.50	8.47	8.51	16.93	34.56	9.48
酒店	23.33	17.59	17.80	22.58	24.50	22.18
旅游综合	7.02	6.55	4.83	7.20	7.78	6.34
饮料制造	9.11	8.59	8.63	12.06	10.08	8.05
零售	4.99	4.39	4.88	5.37	5.32	4.62

资料来源: WIND 浙商证券研究所

分行业来看, 机场、服装家纺、汽车零部件、铁路运输和医药生物行业的财务费用占比同比下降略多。航空运输、计算机设备、信息服务、家用电器、航运、煤炭开采和通信设备行业财务费用占比上升明显。人民币汇率升值显著放缓使得航空公司的汇兑收益预期锐减。

表 13: 各行业今年中报和最近 5 个季度财务费用占比变化

单位: 百分比

大类行业	明细行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	1.18	0.66	1.95	0.85	0.83	1.49
	石油开采	0.77	0.55	0.52	0.40	0.68	0.86
	有色金属	2.06	1.42	1.48	1.56	2.07	2.06
	农林牧渔	1.45	1.28	1.20	0.78	1.57	1.35
中游行业	黑色金属	1.77	1.15	1.21	1.58	1.72	1.81
	建筑材料	3.55	2.49	2.90	2.65	3.95	3.28
	建筑装饰	1.17	0.58	0.81	1.00	1.25	1.13
	化工	0.83	0.57	0.57	0.71	0.80	0.86
	机械设备	1.26	0.73	0.96	1.05	1.07	1.40
	电子	1.03	0.70	1.80	0.93	0.79	1.20
	轻工制造	3.17	2.71	2.70	3.21	2.99	3.37
	电力	9.29	7.62	7.61	8.01	9.09	9.51
	港口	2.79	2.35	2.99	2.43	3.09	2.53
	机场	0.75	1.22	1.25	0.77	0.94	0.57
	高速公路	11.62	8.30	9.70	9.03	12.06	11.22
	航运	3.37	1.16	1.72	1.29	3.04	3.65
	铁路运输	1.41	1.86	2.09	1.54	1.27	1.52
	非汽车交运设备	0.53	0.31	0.24	0.70	0.53	0.54
下游行业	汽车零部件	0.45	0.82	1.14	0.55	0.42	0.48
	汽车整车	0.29	0.22	0.27	0.13	0.22	0.37
	航空运输	3.23	-0.66	-1.61	0.27	2.37	4.03
	计算机设备	1.14	-0.06	0.85	0.32	0.28	1.84
	通信设备	1.50	1.01	2.71	1.80	0.82	2.03
	信息服务	0.78	0.11	-0.12	0.20	0.84	0.74
	家用电器	0.34	0.22	0.41	0.19	0.10	0.53
	医药生物	0.76	0.82	0.92	0.91	0.79	0.72
	纺织制造	2.31	1.68	1.83	2.36	2.57	2.30





服装家纺	1.15	1.68	1.43	0.83	1.35	0.99
餐饮	1.72	2.52	2.26	0.68	1.31	2.14
景点	1.66	1.37	1.20	2.54	2.29	1.37
酒店	2.78	3.31	2.87	1.11	2.53	3.02
旅游综合	0.23	0.22	0.09	0.21	0.16	0.29
饮料制造	-0.51	-0.48	-0.18	-1.21	-0.42	-0.60
零售	0.46	0.36	0.49	0.50	0.38	0.55

资料来源：WIND 浙商证券研究所

分行业来看，港口、高速公路、通信设备、建筑装饰、航运和煤炭开采行业的营业费用占比同比下降较多。铁路运输、电力、餐饮、计算机设备、汽车零部件、纺织制造和非汽车交运设备行业的营业费用占比上升较多，大多为下游行业。

表 14：各行业今年中报和最近 5 个季度营业费用占比变化

单位：百分比

大类行业	明细行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	2.55	2.70	2.71	2.69	2.65	2.45
	石油开采	2.52	2.49	2.53	2.89	2.50	2.53
	有色金属	0.92	0.84	0.85	0.96	0.92	0.92
	农林牧渔	3.60	3.59	3.39	3.09	3.65	3.55
中游行业	黑色金属	1.14	1.07	1.12	1.33	1.16	1.13
	建筑材料	4.44	3.74	3.93	4.72	4.60	4.34
	建筑装饰	0.35	0.38	0.39	0.48	0.41	0.32
	化工	1.68	1.65	1.87	2.06	1.65	1.72
	机械设备	4.38	4.19	4.33	5.01	4.57	4.23
	电子	3.30	3.15	3.26	3.81	3.30	3.30
	轻工制造	4.72	4.74	4.99	5.56	4.50	4.92
	电力	0.36	0.27	0.33	0.41	0.35	0.37
	港口	0.25	0.27	0.19	0.22	0.39	0.20
	机场	1.08	1.00	1.25	1.94	1.04	1.11
	高速公路	0.48	0.70	0.45	0.94	0.46	0.49
	航运	0.27	0.29	0.34	0.38	0.30	0.25
	铁路运输	9.86	0.68	0.79	0.76	0.91	11.81
	非汽车交运设备	2.22	2.08	2.18	2.23	2.00	2.38
下游行业	汽车零部件	3.53	3.29	3.37	4.68	3.22	3.83
	汽车整车	5.19	4.96	5.57	4.11	5.14	5.24
	航空运输	6.51	6.58	6.29	7.00	6.49	6.52
	计算机设备	4.79	4.02	3.73	4.23	4.49	5.02
	通信设备	8.24	9.78	8.63	7.60	8.95	7.72
	信息服务	11.41	11.29	11.25	12.20	11.45	11.36
	家用电器	10.55	9.87	10.76	9.84	10.64	10.45
	医药生物	11.27	10.30	10.70	12.33	11.14	11.41
	纺织制造	2.78	2.43	2.53	3.10	2.72	2.90
	服装家纺	11.97	10.94	9.58	13.97	12.35	11.85
	餐饮	34.44	27.83	26.97	38.25	33.24	35.68
	景点	4.72	6.08	5.09	6.01	3.66	5.22
	酒店	27.96	26.98	27.21	29.24	28.32	27.60





旅游综合	8.11	8.01	6.43	8.34	8.22	8.01
饮料制造	12.07	13.03	12.63	14.77	10.96	13.27
零售	8.82	8.73	9.24	9.59	8.38	9.29

资料来源：WIND 浙商证券研究所

细分行业，今年二季度机场、景点、通信设备、港口、服装家纺和农林牧渔的三费占比同比下降较多；而铁路运输、航空运输、计算机设备、航运、纺织制造和电力行业的三费占比则上升较多，可见交通运输（水陆空）相关行业的费用压力增大。

表 15：各行业今年中报和最近 5 个季度三项费用占比变化

单位：百分比

大类行业	明细行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	9.21	9.06	10.73	11.11	8.86	9.52
	石油开采	6.95	6.74	6.33	7.37	6.70	7.20
	有色金属	5.86	4.95	4.90	6.71	5.93	5.81
	农林牧渔	9.41	8.93	8.41	7.84	9.64	9.20
中游行业	黑色金属	5.76	4.95	5.38	7.36	5.71	5.82
	建筑材料	14.33	10.96	12.18	14.96	15.97	13.24
	建筑装饰	5.21	4.14	4.62	5.89	5.73	4.89
	化工	5.19	4.85	5.42	6.24	5.09	5.29
	机械设备	12.25	10.75	11.75	14.12	12.59	11.96
	电子	13.68	12.17	13.54	15.94	13.80	13.52
	轻工制造	12.84	12.36	12.73	14.31	12.36	13.28
	电力	12.18	10.40	10.40	11.94	11.88	12.51
	港口	9.02	8.71	9.37	9.60	9.96	8.30
	机场	6.65	7.41	7.28	8.85	6.99	6.31
	高速公路	16.73	13.71	14.98	15.66	17.34	16.17
	航运	8.75	6.24	6.84	9.20	8.98	8.57
	铁路运输	16.72	7.73	9.11	7.56	7.61	18.79
	非汽车交运设备	9.54	8.58	9.19	11.50	9.65	9.45
	汽车零部件	10.56	9.55	10.76	13.63	9.89	11.21
下游行业	汽车整车	10.19	9.25	10.14	10.06	10.03	10.37
	航空运输	12.49	8.81	7.25	11.25	11.61	13.31
	计算机设备	11.65	8.53	8.80	10.19	10.41	12.63
	通信设备	15.12	16.55	16.16	14.23	15.52	14.80
	信息服务	21.82	20.80	20.71	23.78	21.86	21.76
	家用电器	15.37	13.48	15.27	15.86	15.42	15.27
	医药生物	18.13	17.01	17.86	21.24	17.85	18.40
	纺织制造	10.31	8.55	8.98	10.91	10.52	10.45
	服装家纺	18.61	18.91	15.88	20.83	19.25	18.29
	餐饮	46.36	41.43	41.09	49.09	45.02	47.73
	景点	20.58	18.66	17.06	24.54	26.73	17.69
	酒店	55.24	50.89	51.50	55.02	55.87	54.61
	旅游综合	14.95	14.52	11.13	15.90	14.58	15.29
	饮料制造	17.57	18.92	19.47	23.29	16.37	18.88
	零售	13.08	13.13	13.73	14.51	12.50	13.71

资料来源：WIND 浙商证券研究所





2.3 被动加杠杆稳住 ROE

全部 A 股剔除金融石油石化今年二季度 ROE 同比继续大幅下降，降幅与一季度相若。和上一季度一样，销售净利率下行依然是主因，资产周转也继续减缓，上市公司被动加杠杆稳住盈利能力。风格上，仍然是主板 ROE 下降幅度<创业板<中小板，其中金融板块 ROE 平稳做出了较大的贡献，中小板上市公司 ROE 糟糕主要是受到销售净利率的拖累。大类行业中，下游行业 ROE 下降幅度<中游行业<上游行业，这与之前总结的毛利率变化的比较是相一致的。与一季度相比，上游行业产品价格在经济进入类衰退后加速下跌，盈利能力发生了逆转，我们预计三季报上游行业的资产周转率也会发生明显下降，中游行业虽然更能受益原料成本下跌，但需求没有起色导致销售不畅，供求关系不佳不得不继续降价促销，下游行业尤其是必需消费品需求相对刚性显现优势。另外，房地产市场二季度开始温和回暖，地产行业资产周转恢复，开发商加杠杆提升了盈利能力，如果没有更严厉的调控措施出台，我们预计开发商的销售策略将从二季度之前的以价换量慢慢转化为待价而沽。

表 16：整体以及大类行业今年中报和最近 5 个季度 ROE 分解

大类行业	指标	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股除金融石油石化	销售净利率	4.57%	5.91%	5.06%	4.30%	4.37%	4.75%
	总资产周转率	0.3648	0.2204	0.2076	0.2219	0.1749	0.1967
	权益乘数	2.9812	2.9173	2.9035	2.8402	2.8915	2.9754
	ROE	4.97%	3.80%	3.05%	2.71%	2.21%	2.78%
主板 A 股	销售净利率	8.82%	9.31%	8.72%	6.89%	9.03%	8.63%
	总资产周转率	0.1041	0.0601	0.0576	0.0598	0.0517	0.0543
	权益乘数	8.4952	8.4356	8.2824	8.1306	8.2682	8.4932
	ROE	7.80%	4.72%	4.16%	3.35%	3.86%	3.98%
中小企板	销售净利率	6.88%	8.54%	7.66%	7.26%	6.79%	6.95%
	总资产周转率	0.3260	0.1953	0.1921	0.1981	0.1574	0.1742
	权益乘数	2.2337	2.2184	2.1543	2.0720	2.1988	2.2219
	ROE	5.01%	3.70%	3.17%	2.98%	2.35%	2.69%
创业板	销售净利率	13.35%	16.44%	14.59%	15.20%	12.83%	13.73%
	总资产周转率	0.2225	0.1421	0.1300	0.1360	0.0957	0.1296
	权益乘数	1.1446	1.1943	1.1546	1.0884	1.1239	1.1352
	ROE	3.40%	2.79%	2.19%	2.25%	1.38%	2.02%
金融	销售净利率	32.45%	33.28%	32.39%	25.69%	31.40%	33.55%
	总资产周转率	0.0221	0.0111	0.0105	0.0107	0.0118	0.0107
	权益乘数	15.7569	16.4317	15.7603	15.2792	15.3298	15.8224
	ROE	11.30%	6.07%	5.36%	4.20%	5.68%	5.68%
地产	销售净利率	13.22%	15.08%	11.24%	14.02%	13.24%	13.20%
	总资产周转率	0.0974	0.0623	0.0511	0.1207	0.0381	0.0613





上游行业剔 除中石油	权益乘数	4.1239	3.7467	3.9348	3.9120	3.9846	4.1277
	ROE	5.31%	3.52%	2.26%	6.62%	2.01%	3.34%
	销售净利率	6.75%	9.12%	8.03%	5.49%	7.30%	6.28%
	总资产周转率	0.4536	0.2434	0.2455	0.2716	0.2204	0.2425
中游行业剔 除中石化	权益乘数	2.3026	2.2209	2.2066	2.1796	2.2127	2.2982
	ROE	7.05%	4.93%	4.35%	3.25%	3.56%	3.50%
	销售净利率	3.27%	4.82%	3.85%	2.94%	2.71%	3.73%
	总资产周转率	0.3391	0.2193	0.2009	0.2051	0.1587	0.1872
下游行业	权益乘数	3.1023	3.0274	2.9995	2.9354	2.9762	3.1077
	ROE	3.44%	3.20%	2.32%	1.77%	1.28%	2.17%
	销售净利率	4.90%	5.62%	5.26%	4.24%	4.90%	4.90%
	总资产周转率	0.4940	0.2751	0.2702	0.2794	0.2451	0.2549
	权益乘数	2.6977	2.7683	2.7230	2.5661	2.6728	2.6901
	ROE	6.53%	4.28%	3.87%	3.04%	3.21%	3.36%

资料来源：WIND 浙商证券研究所

2012 年二季度餐饮、计算机设备、电力、酒店和饮料制造行业的 ROE 变化较好，下游必需消费行业在经济加速下行周期里显然更有韧劲，电力行业则受益于煤价下跌；有色金属、化工、航空运输、汽车零部件、石油开采和机械设备的 ROE 同比下降较多，上中游材料行业产品跌价，航空运输景气度不佳且去年基数较高。

表 17：各行业今年中报和最近 5 个季度 ROE 变化

单位：百分比

大类行业	明细行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	9.91	5.70	5.18	4.36	4.79	5.08
	石油开采	6.16	3.11	3.99	3.04	3.87	2.27
	有色金属	3.29	4.63	3.49	1.68	2.06	1.25
	农林牧渔	3.71	2.90	2.74	2.70	1.75	1.98
中游行业	黑色金属	0.82	1.76	1.07	-0.89	-0.38	1.20
	建筑材料	3.90	6.93	5.37	3.48	0.93	2.99
	建筑装饰	5.81	4.31	2.99	4.69	2.32	3.55
	化工	3.85	4.23	3.71	1.98	2.10	1.78
	机械设备	5.01	4.62	2.92	2.33	2.26	2.77
	电子	2.38	2.19	1.31	3.45	0.96	1.44
	轻工制造	2.32	2.01	1.49	-0.21	1.09	1.23
	电力	3.13	2.20	1.90	1.90	0.84	2.30
	港口	4.99	3.25	2.63	2.14	2.29	2.78
	机场	5.35	2.83	2.94	2.65	2.69	2.62
	高速公路	5.64	2.99	3.28	2.39	2.68	2.93
	航运	-6.77	-2.05	-2.64	-6.20	-4.25	-2.37
	铁路运输	7.73	4.21	4.60	3.17	4.02	3.68
	非汽车交运设备	4.71	4.12	2.48	2.32	2.13	2.61
下游行业	汽车零部件	6.78	5.36	3.86	3.72	3.49	3.33
	汽车整车	8.57	4.90	4.37	5.23	4.68	3.97





航空运输	2.78	6.77	12.27	-1.58	0.95	1.84
计算机设备	3.51	1.92	1.65	3.52	1.30	2.21
通信设备	2.41	3.01	1.98	3.17	0.88	1.54
信息服务	3.71	2.38	1.84	2.48	1.42	2.31
家用电器	8.67	5.86	4.78	4.37	3.59	5.12
医药生物	6.66	4.14	3.35	2.41	3.33	3.44
纺织制造	3.11	2.75	1.71	0.68	1.02	2.08
服装家纺	5.57	2.86	3.44	3.88	2.72	2.83
餐饮	7.21	2.53	2.93	1.79	3.69	3.41
景点	5.33	5.48	6.72	1.79	0.53	4.82
酒店	3.52	1.90	1.68	2.12	1.38	2.14
旅游综合	5.64	3.45	3.68	0.78	3.25	2.51
饮料制造	18.78	7.80	6.60	6.17	10.23	8.50
零售	6.79	3.93	3.06	3.19	3.93	2.94

资料来源：WIND 浙商证券研究所

3. 盈利质量延续下降趋势

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。整体上看，今年上半年上市公司非经常性损益占比上升盈利质量有所下降，中小板企业的盈利质量有所提高；大类行业中，下游行业盈利质量较高，中游行业盈利质量下降明显，而房地产行业延续主营业务利润占比下降的趋势。

表 18：整体以及大类行业 10、11 年中报和今年中报的盈利质量解析

大类行业	2010H1		2011H1		2012H1	
	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	17.30%	11.13%	18.47%	11.15%	22.94%	11.97%
主板 A 股	8.65%	11.84%	9.41%	13.36%	10.04%	14.43%
中小企业板	8.20%	3.38%	10.66%	5.01%	10.37%	4.21%
创业板	7.70%	0.97%	7.75%	2.15%	10.39%	1.00%
金融	1.79%	15.19%	1.86%	14.71%	1.98%	16.13%
地产	15.10%	11.53%	20.86%	16.02%	26.65%	18.25%
上游行业剔除中石油	12.97%	4.14%	13.78%	4.52%	15.90%	4.61%
中游行业剔除中石化	16.35%	10.08%	16.71%	11.39%	27.51%	14.14%
下游行业	21.21%	18.68%	21.68%	15.66%	21.66%	14.13%

注：个股价值变动净收益=公允价值变动净收益+投资净收益+汇兑净收益

资料来源：WIND 浙商证券研究所

今年上半年服装家纺、餐饮、轻工制造、零售、通信设备和旅游综合行业盈利质量变化趋势较好，大多为下游行业；而钢铁、铁路运输、酒店、建筑材料和煤炭开采行业的盈利质量变化趋势不佳，符合上中游材料行业景气度不佳的现状。





表 19: 各行业 10、11 年中报和今年中报各行业的盈利质量解析

大类行业	明细行业	2010H1		2011H1		2012H1	
		非经常性损益/净利润	价值变动净收益/利润	非经常性损益/净利润	价值变动净收益/利润	非经常性损益/净利润	价值变动净收益/利润
上游行业	煤炭开采	10.25%	1.50%	9.50%	0.57%	14.10%	1.74%
	石油开采	6.45%	2.97%	8.81%	5.84%	9.06%	5.94%
	有色金属	21.47%	7.92%	22.84%	11.64%	26.26%	11.17%
	农林牧渔	36.15%	43.95%	24.61%	28.86%	22.21%	26.21%
中游行业	黑色金属	6.32%	4.73%	8.22%	8.85%	210.02%	18.49%
	建筑材料	15.70%	7.05%	14.67%	5.39%	27.40%	13.41%
	建筑装饰	19.13%	4.93%	18.18%	6.43%	16.90%	9.77%
	化工	10.45%	6.37%	11.22%	6.22%	14.34%	5.83%
	机械设备	16.77%	8.72%	12.96%	6.25%	17.97%	6.76%
	电子	22.18%	14.86%	27.18%	16.19%	29.11%	13.32%
	轻工制造	14.73%	4.78%	42.43%	5.30%	24.97%	5.77%
	电力	31.12%	29.63%	36.81%	37.11%	28.45%	29.63%
	港口	26.01%	8.04%	17.14%	11.40%	18.78%	12.82%
	机场	6.30%	18.01%	5.47%	21.35%	6.67%	18.67%
	高速公路	7.18%	7.23%	6.28%	7.15%	8.56%	7.19%
	航运	21.87%	11.90%	N/A	N/A	N/A	N/A
	铁路运输	-0.07%	0.13%	-0.85%	9.57%	6.07%	12.83%
	非汽车交运设	12.80%	1.17%	15.97%	6.21%	13.46%	2.71%
下游行业	汽车零部件	21.60%	12.02%	23.31%	12.47%	22.28%	14.92%
	汽车整车	30.98%	29.71%	34.89%	30.03%	37.11%	38.12%
	航空运输	22.37%	37.25%	13.83%	11.13%	37.89%	7.04%
	计算机设备	38.47%	42.75%	19.60%	12.29%	26.49%	42.38%
	通信设备	25.20%	12.18%	45.97%	41.88%	35.48%	21.42%
	信息服务	35.24%	7.83%	33.13%	16.37%	32.13%	9.13%
	家用电器	29.32%	9.19%	23.39%	5.65%	19.46%	3.38%
	医药生物	13.69%	11.19%	19.09%	17.34%	15.11%	11.16%
	纺织制造	-11.91%	22.27%	32.66%	20.55%	53.81%	24.30%
	服装家纺	25.11%	22.55%	20.37%	28.74%	5.02%	14.05%
	餐饮	6.65%	7.37%	23.55%	13.55%	11.51%	3.68%
	景点	12.76%	27.24%	6.73%	9.89%	15.49%	4.59%
	酒店	40.21%	33.84%	8.69%	30.81%	25.71%	41.01%
	旅游综合	43.04%	22.69%	28.76%	13.63%	23.26%	6.11%
	饮料制造	8.76%	3.08%	7.36%	1.20%	6.57%	0.89%
	零售	15.14%	8.40%	17.14%	8.79%	11.29%	7.52%

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 浙商证券研究所

4. 降低资本开支改善经营性现金流

今年二季度全部 A 股剔除金融石油石化经营活动产生的现金流量净额占比同比环比都有所改善, 主要是主板上市公司贡献了大比例的经营性现金流量净额, 这是持续下行的经济环境下企业主动降低资本开支的行为造成的, 从同比数据看, 唯有中小板公司的现金流状况不佳; 大类行业中, 上游行业景气度下行, 回笼资金的能力有所削弱, 受益于 4 月份以来的成交回暖, 房地产开发商现金流压力大大缓解。





表 20: 整体以及大类行业今年中报和最近 5 个季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入

大类行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股剔除金融石油石化	3.81%	5.60%	3.68%	9.91%	0.03%	7.06%
主板 A 股	32.67%	6.24%	10.00%	24.81%	36.07%	29.71%
中小企业板	1.31%	15.48%	11.33%	-1.13%	-5.33%	7.11%
创业板	-2.47%	-0.50%	-6.37%	18.56%	-12.69%	5.74%
地产	5.81%	-11.96%	-21.88%	3.92%	-23.92%	23.22%
上游行业剔除中石油	8.61%	18.24%	10.22%	7.99%	8.41%	8.85%
中游行业剔除中石化	2.03%	3.67%	2.31%	9.73%	-2.03%	5.37%
下游行业	4.36%	5.78%	5.18%	11.97%	0.97%	7.49%

资料来源: WIND 浙商证券研究所

细分行业, 今年二季度服装家纺、计算机设备、通信设备、汽车整车、纺织制造和汽车零部件行业的经营性现金流状况改善较多, 全部为下游行业; 而铁路运输、航运、煤炭开采、石油开采、港口和农林牧渔行业的现金流状况恶化。

表 21: 各行业今年中报和最近 5 个季度经营活动产生的现金流量净额/营业收入变化

大类行业	明细行业	2012H1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	13.31%	29.87%	17.75%	13.10%	15.21%	11.60%
	石油开采	4.59%	12.22%	16.29%	14.33%	4.16%	5.02%
	有色金属	3.88%	9.75%	2.69%	3.59%	0.84%	6.56%
	农林牧渔	4.16%	8.11%	4.41%	3.20%	3.22%	5.08%
中游行业	黑色金属	3.81%	5.07%	2.31%	10.81%	2.73%	4.82%
	建筑材料	9.39%	13.62%	13.36%	9.74%	-2.56%	17.31%
	建筑装饰	-5.12%	-5.09%	-3.54%	7.83%	-10.77%	-1.33%
	化工	2.33%	3.77%	6.06%	10.28%	-3.12%	7.63%
	机械设备	-4.16%	1.97%	-0.80%	11.98%	-15.91%	5.27%
	电子	3.06%	3.61%	2.08%	15.06%	2.00%	4.05%
	轻工制造	6.47%	9.03%	0.29%	4.09%	2.05%	10.70%
	电力	23.26%	13.40%	20.63%	18.17%	21.94%	24.59%
	港口	10.87%	23.30%	20.74%	15.92%	7.30%	13.83%
	机场	32.52%	48.61%	32.74%	61.47%	13.91%	50.09%
	高速公路	42.87%	47.26%	51.74%	37.40%	40.42%	45.18%
	航运	-6.59%	1.74%	-3.04%	-12.76%	-15.08%	0.43%
	铁路运输	-3.32%	36.50%	37.76%	23.73%	10.96%	-16.31%
下游行业	非汽车交运设备	-15.92%	-5.51%	-14.49%	30.31%	-22.59%	-10.62%
	汽车零部件	4.91%	5.01%	13.13%	15.82%	-3.29%	12.76%
	汽车整车	4.89%	1.32%	5.30%	4.85%	3.82%	6.03%
	航空运输	11.25%	16.82%	26.99%	11.51%	9.33%	13.07%
	计算机设备	-1.04%	-3.85%	0.44%	8.55%	-12.00%	7.80%
	通信设备	-11.40%	-3.64%	-19.03%	27.13%	-32.91%	5.42%
	信息服务	16.28%	29.61%	22.32%	27.01%	10.56%	21.78%
	家用电器	10.34%	5.61%	1.15%	1.46%	14.99%	6.72%
	医药生物	5.35%	6.84%	-0.56%	11.55%	2.02%	8.57%
	纺织制造	6.26%	4.30%	0.39%	12.02%	-3.00%	11.54%
	服装家纺	7.73%	-1.82%	-3.08%	3.62%	8.09%	8.44%





餐饮	10.46%	8.50%	26.73%	17.29%	8.84%	12.14%
景点	19.02%	29.77%	37.32%	36.83%	-13.61%	34.37%
酒店	14.47%	26.25%	28.03%	36.18%	4.58%	24.26%
旅游综合	4.82%	3.93%	9.30%	8.68%	6.81%	3.02%
饮料制造	24.20%	28.30%	28.61%	21.53%	19.59%	29.19%
零售	0.55%	-0.05%	8.01%	11.29%	-0.53%	1.66%

资料来源：WIND 浙商证券研究所

5. 主动去库存阶段，滞销致存货变现不畅

5.1 上市公司加大主动去库存力度

今年二季度全部 A 股剔除金融石油石化存货水平略有上升，尽管需求疲弱，但上市公司加大主动去库存力度使得存货环比增速并不高且存货占比从高位有所回落。风格上，创业板公司存货占比显著下降；大类行业中，上游行业因景气度下降而主动减少了囤货，下游行业存货占比降幅最小。值得一提的是房地产行业结算预收账款后的真实存货水平环比几乎零增长显示二季度以来的成交逐步回升加快了存货去化步伐，如果政府不出台更严厉的调控措施，预计下半年尤其是四季度开发商拿地意愿增强。

表 22：整体以及大类行业最近 5 个季度可比存货水平变化

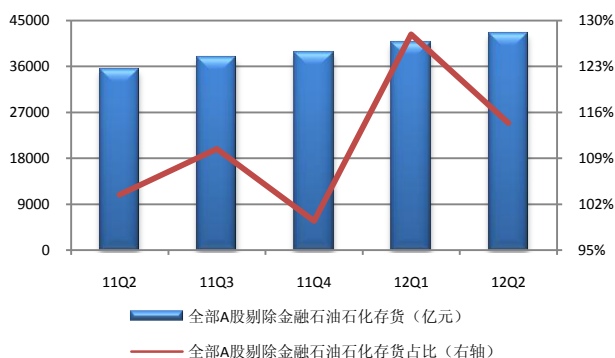
单位：亿元

大类行业	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股剔除金融石油石化	35405.21	37722.20	38774.67	40620.57	42419.04
主板 A 股	36148.67	38121.05	39194.69	41555.79	42894.06
中小企板	2828.87	3031.67	3129.34	3248.88	3389.75
创业板	283.48	322.16	333.74	365.38	383.62
地产	11105.48	12047.26	12773.20	13204.48	13753.94
上游行业剔除中石油	2252.06	2276.59	2413.67	2607.07	2593.17
中游行业剔除中石化	15009.41	15948.47	15835.59	16793.90	18125.07
下游行业	6661.94	7036.24	7340.31	7569.64	7482.57

注：数据不全的公司不作统计以确保数据可比

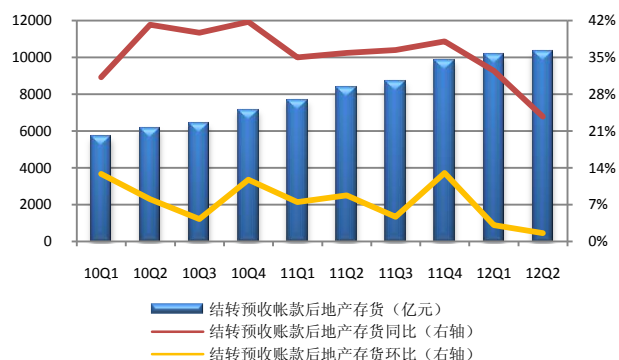
资料来源：WIND 浙商证券研究所

图 5：上市公司最近 5 个季度存货水平以及占比变动



资料来源：WIND 浙商证券研究所

图 6：房地产可比上市公司最近 10 个季度存货变动

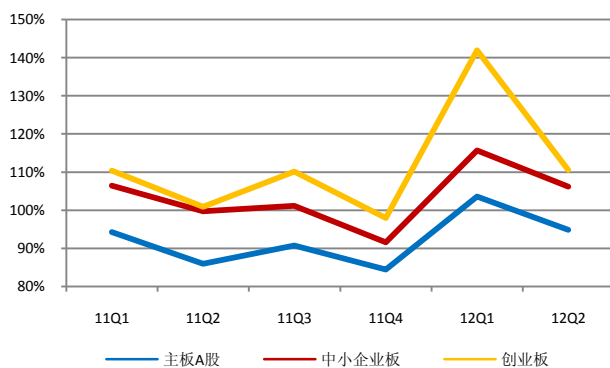


资料来源：WIND 浙商证券研究所



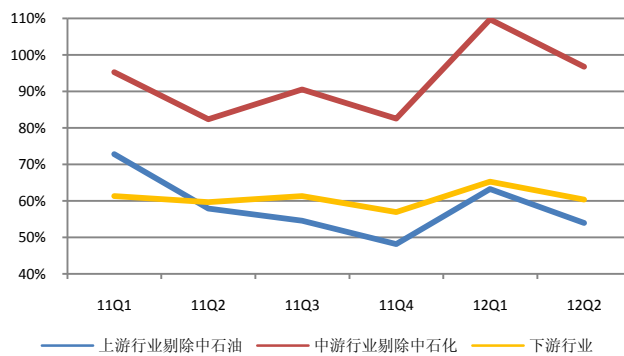


图 7：风格板块最近 6 个季度存货占比变动



资料来源：WIND 浙商证券研究所

图 8：上中下游行业最近 6 个季度存货占比变动



资料来源：WIND 浙商证券研究所

细分行业，今年二季度港口、旅游综合、农林牧渔、通信设备和铁路运输行业的存货占营业成本比重下降幅度较大；而酒店、高速公路、建筑装饰、电力和餐饮行业的存货占比均大幅上升，值得保持关注。

表 23：各行业最近 5 个季度存货占营业成本比重变化

大类行业	明细行业	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	28.10%	27.30%	26.01%	29.67%	28.36%
	石油开采	44.28%	39.61%	37.49%	43.83%	45.11%
	有色金属	72.69%	69.73%	70.19%	87.68%	70.43%
	农林牧渔	99.04%	84.58%	45.94%	93.98%	80.42%
中游行业	黑色金属	65.08%	68.21%	65.67%	73.68%	66.48%
	建筑材料	103.24%	107.46%	103.42%	158.52%	111.38%
	建筑装饰	101.50%	118.61%	101.96%	168.05%	134.17%
	化工	38.63%	36.62%	38.89%	42.97%	37.68%
	机械设备	124.68%	145.93%	114.67%	163.07%	128.53%
	电子	79.85%	79.69%	69.96%	87.73%	77.60%
	轻工制造	106.56%	115.73%	113.43%	120.97%	113.62%
	电力	27.51%	25.35%	26.20%	27.12%	31.11%
	港口	18.44%	17.50%	14.51%	17.44%	13.69%
	机场	3.11%	3.02%	2.83%	3.12%	2.98%
	高速公路	83.33%	104.87%	88.71%	133.64%	127.49%
	航运	19.14%	21.36%	19.02%	25.81%	21.09%
	铁路运输	27.12%	26.47%	25.34%	29.18%	24.55%
下游行业	非汽车交运设备	128.44%	146.93%	110.70%	165.23%	125.06%
	汽车零部件	59.20%	70.81%	70.71%	71.28%	64.32%
	汽车整车	35.36%	34.66%	29.73%	36.52%	35.10%
	航空运输	6.53%	6.33%	5.88%	6.56%	6.44%
	计算机设备	66.54%	64.42%	46.80%	72.47%	67.56%
	通信设备	89.05%	98.88%	70.96%	113.38%	81.54%
	信息服务	30.02%	32.51%	25.86%	31.64%	30.13%
	家用电器	47.25%	52.51%	67.55%	66.30%	52.51%
	医药生物	68.24%	70.91%	70.89%	67.77%	68.90%
	纺织制造	119.29%	115.87%	109.87%	133.02%	121.51%





服装家纺	237.43%	214.35%	208.84%	228.55%	214.84%
餐饮	18.99%	21.44%	21.67%	20.70%	21.11%
景点	105.20%	96.10%	89.30%	161.72%	105.46%
酒店	45.97%	44.42%	72.39%	65.91%	95.82%
旅游综合	79.34%	51.51%	49.56%	62.46%	61.06%
饮料制造	139.42%	128.65%	176.67%	141.73%	150.93%
零售	61.67%	67.10%	66.26%	59.40%	65.96%

资料来源: WIND 浙商证券研究所

5.2 滞销致货款变现不畅, 中游行业被动放宽信用

今年二季度全部 A 股剔除金融石油石化应收账款同比增速继续下行, 但占营业收入比重仍然偏高。风格上, 中小板上市公司货款变现情况较差。大类行业中, 跟一季度情况相似, 对经济下行最敏感的中游行业为达成销售只能在信用条件上放宽, 应收账款占比上升最多, 上游行业受到的影响较小。

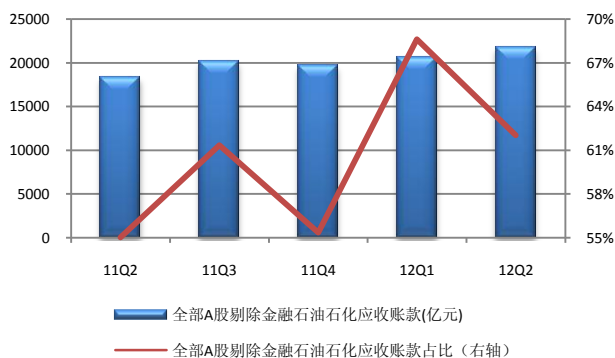
表 24: 整体以及大类行业最近 5 个季度可比应收账款水平变化

单位: 亿元

大类行业	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
全部 A 股剔除金融石油石化	18353.36	20114.05	19676.88	20617.73	21744.89
主板 A 股	17845.62	19414.74	18641.35	19958.60	20666.68
中小企业板	1873.36	2084.40	2240.21	2301.64	2439.42
创业板	286.66	326.69	341.95	354.12	394.09
地产	107.11	119.03	125.51	113.12	127.00
上游行业剔除中石油	1431.17	1614.64	1578.87	1691.88	1781.04
中游行业剔除中石化	10817.68	11577.60	11607.05	12051.98	12831.42
下游行业	5958.88	6757.13	6326.74	6722.57	6965.98

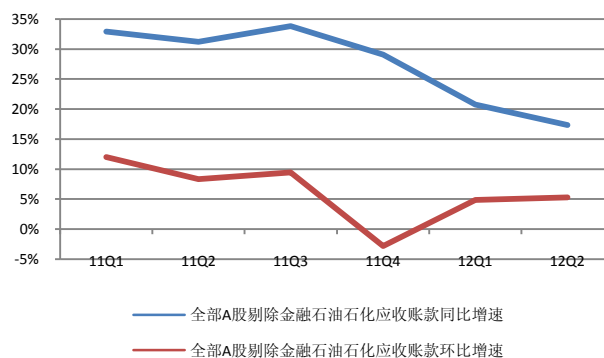
资料来源: WIND 浙商证券研究所

图 9: 上市公司最近 5 个季度应收账款以及占比变动



资料来源: WIND 浙商证券研究所

图 10: 上市公司最近 6 个季度应收账款同比环比增速

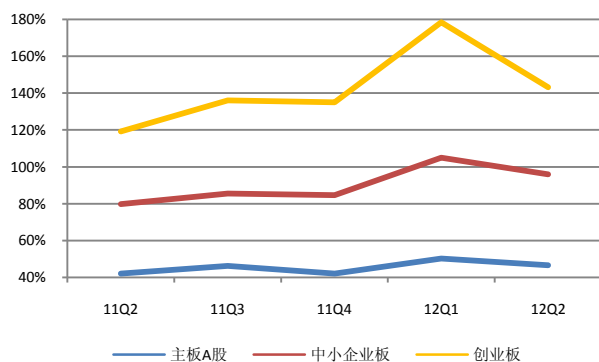


资料来源: WIND 浙商证券研究所



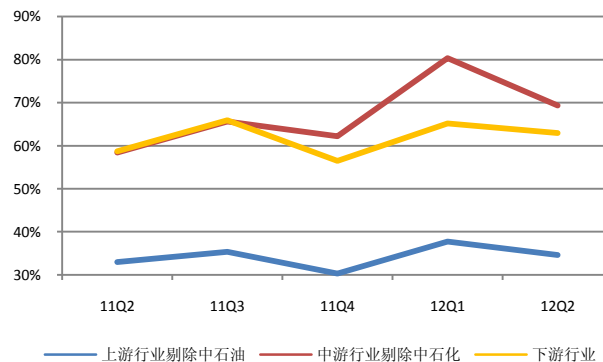


图 11: 风格板块最近 5 个季度应收账款占比变化



资料来源: WIND 浙商证券研究所

图 12: 上中下游行业最近 5 个季度应收账款占比变化



资料来源: WIND 浙商证券研究所

细分行业, 铁路运输、农林牧渔、饮料制造、旅游综合和石油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; 而餐饮、高速公路、酒店、非汽车交运设备、钢铁和服装家纺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、农林牧渔和铁路运输行业双降显著, 存货变现的压力最小。而酒店和高速公路行业双升明显, 存货变现的压力最大。

表 25: 各行业最近 5 个季度应收账款占营业收入比重变化

大类行业	明细行业	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
上游行业	煤炭开采	44.17%	46.70%	43.41%	47.11%	44.55%
	石油开采	14.42%	13.83%	12.77%	16.81%	14.17%
	有色金属	21.88%	25.04%	24.40%	29.29%	25.34%
	农林牧渔	22.29%	21.85%	7.87%	17.03%	16.14%
中游行业	黑色金属	30.27%	32.45%	33.15%	41.43%	38.41%
	建筑材料	50.96%	63.02%	62.49%	81.04%	57.74%
	建筑装饰	59.21%	68.47%	60.72%	92.06%	67.64%
	化工	20.79%	22.88%	21.91%	24.03%	22.39%
	机械设备	123.99%	149.48%	129.45%	175.90%	153.60%
	电子	99.84%	105.70%	101.29%	118.35%	110.85%
	轻工制造	81.39%	86.57%	80.77%	97.64%	91.04%
	电力	44.77%	42.04%	44.19%	48.07%	47.31%
	港口	63.66%	67.50%	61.57%	77.60%	71.59%
	机场	103.08%	114.38%	82.27%	117.13%	107.17%
	高速公路	1.20%	1.22%	0.95%	1.35%	1.56%
	航运	38.62%	40.58%	34.95%	45.30%	43.72%
	铁路运输	19.24%	20.96%	9.19%	21.11%	14.14%
	非汽车交运设备	105.37%	141.22%	85.37%	132.25%	134.21%
下游行业	汽车零部件	102.83%	115.23%	101.29%	115.33%	108.05%
	汽车整车	52.88%	58.92%	46.90%	60.07%	57.91%
	航空运输	14.45%	11.50%	11.12%	11.65%	13.95%
	计算机设备	74.01%	76.84%	68.81%	88.44%	79.43%
	通信设备	119.40%	131.91%	99.10%	163.45%	128.07%
	信息服务	41.88%	44.31%	39.45%	44.93%	45.87%
	家用电器	80.83%	109.34%	111.46%	96.93%	82.90%





医药生物	81.66%	89.71%	80.77%	90.44%	88.37%
纺织制造	44.03%	47.20%	40.09%	53.80%	51.01%
服装家纺	30.33%	32.27%	37.72%	38.66%	37.54%
餐饮	8.69%	11.49%	6.93%	10.01%	12.68%
景点	13.22%	11.60%	13.08%	25.93%	14.72%
酒店	17.71%	18.92%	13.88%	20.02%	22.36%
旅游综合	32.64%	27.51%	24.26%	27.78%	29.28%
饮料制造	28.59%	30.79%	40.09%	30.72%	25.22%
零售	11.96%	14.43%	11.70%	9.59%	11.93%

资料来源: WIND 浙商证券研究所

5.3 主动去库存压力大, 中游存货变现不力

今年上半年宏观经济处于主动去库存期, 上市公司存货变现天数同比有所上升。风格上, 创业板企业营业周期从去年上半年的 209 天延长到今年中报的 251 天, 经济加速下行对其影响较大; 大类行业中, 上游行业的存货变现情况最好, 下游行业的消费需求较为疲弱, 营业周期上升, 而宏观政策预调微调的效果尚未显现, 中游行业存货滞销产成品挤压最严重。另外值得关注的是二季度以来的成交回升导致房地产开发商存货去化压力有所减轻, 预计三季度房地产行业的存货变现天数继续下行。

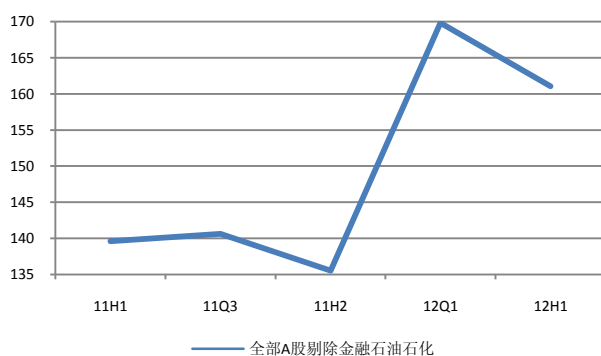
表 26: 整体以及大类行业最近 5 个季度存货变现天数水平变化

单位: 天

大类行业	11H1	11Q3	11H2	12Q1	12H1
全部 A 股剔除金融石油石化	139.60	140.59	135.51	169.82	161.04
主板 A 股	114.82	116.71	114.49	141.21	134.86
中小企业板	152.72	151.69	146.35	182.26	175.15
创业板	209.20	210.91	201.95	280.04	251.33
地产	1903.26	1928.64	1424.72	2833.49	2081.08
上游行业剔除中石油	78.62	75.10	70.86	79.04	73.49
中游行业剔除中石化	126.25	127.83	123.70	161.26	151.03
下游行业	90.11	90.54	87.41	100.67	99.36

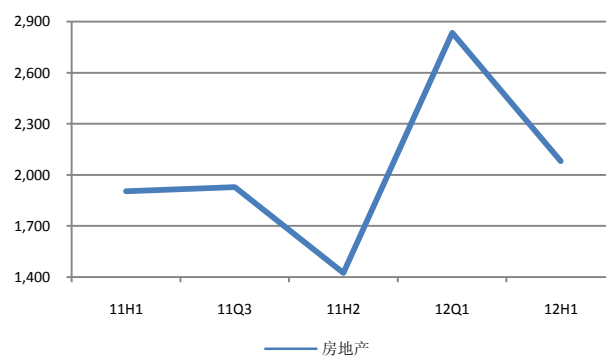
资料来源: WIND 浙商证券研究所

图 13: 上市公司最近 5 个季度存货变现天数变化



资料来源: WIND 浙商证券研究所

图 14: 地产上市公司最近 5 个季度存货变现天数变化

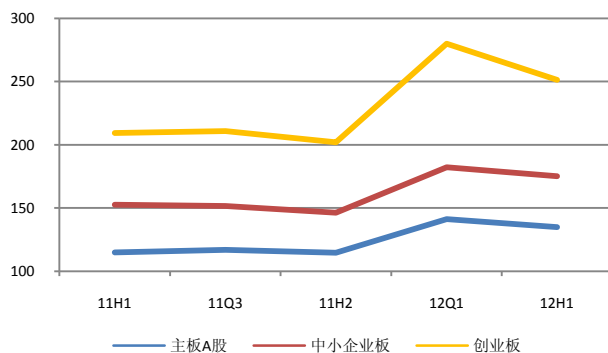


资料来源: WIND 浙商证券研究所



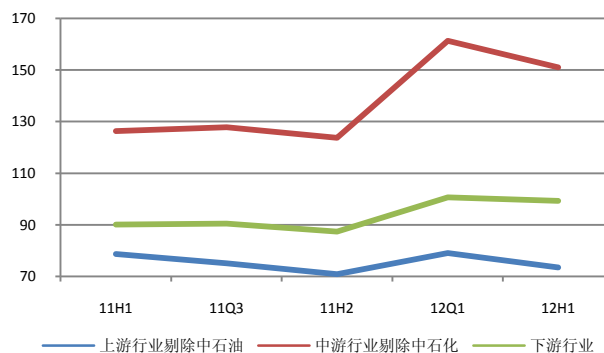


图 15: 风格板块最近 5 个季度存货变现天数变化



资料来源: WIND 浙商证券研究所

图 16: 上中下游行业最近 5 个季度存货变现天数变化



资料来源: WIND 浙商证券研究所

细分行业, 今年上半年餐饮、旅游综合、通信设备、农林牧渔、机场和港口行业的营业周期有所缩短, 而酒店、高速公路、建筑装饰、非汽车交运设备、纺织制造和家用电器行业的营业周期拉长较为明显, 存货变现压力最大。

表 27: 各行业最近 5 个季度存货变现天数变化

单位: 天

大类行业	明细行业	11H1	11Q3	11H2	12Q1	12H1
上游行业	煤炭开采	44.81	44.21	42.86	47.86	46.62
	石油开采	52.20	50.89	48.93	58.13	56.54
	有色金属	88.54	84.52	82.90	95.19	86.45
	农林牧渔	118.00	108.69	94.63	111.93	104.39
中游行业	黑色金属	69.92	69.72	66.91	76.33	73.33
	建筑材料	146.53	142.24	138.49	212.88	177.69
	建筑装饰	162.65	164.83	158.70	240.86	208.92
	化工	49.55	47.86	46.58	54.92	52.32
	机械设备	224.99	222.52	213.53	289.67	265.06
	电子	167.72	166.47	155.34	181.43	175.14
	轻工制造	146.26	151.46	147.58	165.92	163.92
	电力	61.64	59.94	60.68	67.45	69.47
	港口	56.00	54.00	48.97	55.18	50.45
	机场	78.90	81.69	68.53	76.21	70.36
	高速公路	120.20	128.89	127.37	190.27	178.91
	航运	46.60	47.87	43.12	56.15	53.73
	铁路运输	44.33	45.70	40.47	46.40	42.51
	非汽车交运设备	189.86	206.43	176.94	257.56	241.23
下游行业	汽车零部件	100.93	107.73	114.19	128.70	122.48
	汽车整车	49.03	49.69	47.06	52.55	52.69
	航空运输	18.02	17.04	15.88	16.58	17.28
	计算机设备	128.49	127.95	117.14	146.80	141.38
	通信设备	211.34	215.86	189.73	220.75	189.64
	信息服务	75.33	78.47	71.85	80.90	81.48
	家用电器	79.31	80.72	85.62	105.48	96.91
	医药生物	126.79	130.01	130.08	135.63	136.58
	纺织制造	135.82	131.08	139.09	170.87	168.43





服装家纺	278.80	272.39	265.46	295.14	279.70
餐饮	74.00	72.53	49.72	53.65	56.16
景点	175.19	154.48	144.97	236.95	183.08
酒店	127.15	129.53	160.02	195.62	246.55
旅游综合	122.57	100.19	88.52	93.11	93.33
饮料制造	206.97	204.97	232.20	215.68	224.38
零售	63.99	69.66	65.43	62.54	66.33

资料来源：WIND 浙商证券研究所

6. 二季报的行业比较

今年二季报显示：上市公司加大主动去库存力度的同时被动加杠杆稳住盈利能力。从盈利增长、盈利能力、盈利质量、现金流状况和存货变现速度指标综合分析，表现较佳的行业依次是餐饮、餐饮、计算机设备、饮料制造、电力和酒店行业，而表现不佳的行业依次是有色金属、航空运输、化工、建筑材料和石油开采行业。印证了在经济加速下行期，下游必需消费及服务行业的盈利稳定性最强而上中游的工业材料行业盈利下行风险最大。我们在一季报分析结论中“预计二季度国内仍处于类衰退时期，建议在中观层面观察到宏观政策预调微调效果显现之前将稳定增长的下游必需消费及服务行业和低估值的金融股作为基础配置。”随后我们在《景气度、库存、烧冷灶—A股8-9月行业配置策略》中基于企业毛利率改善中，需求不足可能在缓解的判断，配置思路是：“下游仍是重点，必需消费向可选消费过渡。中游逢低布局，成本敏感型优先。上游机会不大，等待存货出清。大金融转为更看好银行。”当下，我们认为上周发改委批复逾万亿元项目和胡主席在APEC会议上关于加强基础设施建设的表述，以及周末公布的房地产投资增速超预期回升基本可以确认需求端已经或即将企稳，而水泥价格自4月底以来首次环比微幅回升可能是较早支持这一结论的观察点。我们判断由库存再平衡带来的这波反弹行情力度较大，第一阶段政策效应，第二阶段看到经济实质企稳（7-8月就是最差的时候）。顺着之前逐步加强进攻性的思路，建议更积极地将配置结构上提半步：下游以可选消费为主，建议积极增持二线地产股以及超额收益与景气度背驰的航空股；中游在优选的基础上再增加些库存适中的板块，钢铁、工程机械、建筑、铁路设备、水泥和重卡板块；上游关注9月下旬大秦线检修和冬储煤给动力煤带来的反弹机会；大金融的推荐顺序是保险-券商-银行。

表 28、2012 年二季度行业业绩评价表

指标	二季度表现好（大类比较和细分比较）		二季度表现差（大类比较和细分比较）	
盈利增长（35）	下游行业	餐饮、饮料制造、计算机设备、酒店、电力、景点	中游行业	有色金属、航空运输、化工、建筑材料、通信设备、轻工制造
盈利能力（25）	下游行业	餐饮、计算机设备、电力、酒店、饮料制造	上游行业	有色金属、化工、航空运输、汽车零部件、石油开采、机械设备
盈利质量（10）	下游行业	服装家纺、餐饮、轻工制造、零售、通信设备、旅游综合	中游行业	钢铁、铁路运输、酒店、建筑材料、煤炭开采
现金流状况（15）	下游行业	服装家纺、计算机设备、通信设备、汽车整车、纺织制造、汽车零部件	上游行业	铁路运输、航运、煤炭开采、石油开采、港口、农林牧渔





存货变现速度 (15)	上游行业	餐饮、旅游综合、通信设备、 农林牧渔、机场、港口	中游行业	酒店、高速公路、建筑装饰、 非汽车交运设备、纺织制造、 家用电器
综合评价	下游行业	餐饮、计算机设备、 饮料制造、电力、酒店	中游行业	有色金属、航空运输、化工、 建筑材料、石油开采

资料来源：浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

