

A 股市场策略快报——上市公司 2011 年中报业绩回顾及三季度业绩展望

增长基础不实，仍有下行压力

中信证券研究部 策略组

陈华良 电话：010-60838072 邮件：chl@citics.com 执业证书编号：S1010510120069	邵峰 电话：010-60838032 邮件：xif@citics.com 执业证书编号：S1010510120025	刘浩波 电话：0755-23835395 邮件：lhb@citics.com 执业证书编号：S1010510120038	刘津 电话：010-60838281 邮件：liujin@citics.com 执业证书编号：S1010510120034
联系人：刘晨茹 电话：010-60838247 邮件：liucr@citics.com			

摘要：

- ❖ **整体增速：费用率大幅下降对冲原材料上涨压力。**A 股上市公司 2011 年中报/二季报净利润增速为 23.8%/22.8%，高于我们之前预测中报业绩增速 21% 的预测，金融板块业绩增长 30%，贡献主要增长。二季度营业收入同比从一季度 15.6% 上升至 25.7%，但环比增速 15.58% 低于往年 18%-24% 的水平。非金融企业毛利率和净利率小幅下降至 18.8% 和 6.17%，但费用率下降 0.55 个百分点，对冲原材料上涨压力。在二季度净利率环比下降的 0.06 个百分点中，毛利率下降 0.64 个百分点，销售费用/财务费用/管理费用分别下降 0.23/0.27/0.06 个百分点，正面贡献 0.56 个百分点，投资收益、汇兑收益及税收正面贡献 0.02 个百分点。中小板和创业板中报增速分别为 19.34% 和 23.3%，业绩增速较一季度有所好转，毛利率略微下降，费用率显著下降。
- ❖ **结构剖析：金融、原材料是中报业绩增长的主要动力，制造业连续三个季度下滑。**二季度金融/非金融板块业绩同比增速为 32%/15.8%，金融好于非金融；而非金融企业中，原材料板块/中游制造/下游制造/下游消费增速分别为 35.5%/16.73%/2.9%/29%，工业产业链上游好于下游，消费较为稳定。盈利能力上来看，除原材料及科技板块外，其他板块全部下降，表明二季度原材料价格上涨侵蚀下游利润。分行业看，建材、基础化工、纺织服装、有色、机械增长亮丽，钢铁、交运、电力设备、汽车出现负增长。餐饮旅游、计算机、电力、国防军工、家电、机械、有色毛利率上升较快，交运、石油石化、纺织下降较多。总体看，中期业绩显示出“金融侵蚀工业，上游侵蚀下游”的特征。
- ❖ **经营质量：现金流有所好转，资产负债率上升至历史高位。**杜邦分析显示，二季度非金融企业 ROE 环比提升 0.35%，剔除石油石化上升 0.59%。杠杆率提升是 ROE 提升的原因之一，二季度非金融板块杠杆率从 2.38 提升至 2.43，资产负债率上升至 58.8%，达到历史高位。杠杆率提升由流动负债的增加引起，表明企业运营的短期周转压力在增加。从大类板块来看，原材料、中游制造业、科技类提升 ROE 较多，而下游制造业下降迅速，消费类略有下降。二季度应收应付占营业收入比例相比一季度有所回落，表明企业之间借贷情况有所改善。现金流方面，企业经营性现金流较一季度情况有所好转，但非金融企业中 77.5% 经营性现金流流入资源类企业，中游制造业二季度经营性现金流则流出 222 亿。
- ❖ **业绩展望：三季度显现全年业绩增速低点。**我们上调全年 A 股业绩增速预测至 19%，下调非金融企业业绩增速预测至 14.5%。其中 A 股整体三季度单季业绩同比/环比增速预计分别为 9.8%/-11.2%，四季度业绩预计单季同比增速 12%，银行股业绩超预期是我们此次业绩略微上调的主要原因，但淡季更淡的事实和旺季不旺的预期判断使我们继续下调非金融企业，尤其是周期板块的业绩预期。前期我们判断中报前后是全社会业绩下调的节点，目前来看，从 6 月至今，A 股业绩一致预期增速从 22% 下调至目前 19.6% 左右，从一定程度上反映了悲观预期的释放。分行业看，预计三季度业绩较好的行业可能出现在白酒、医药、品牌服饰、农业和通信等领域。

目 录

中报回顾：金融侵蚀工业，上游侵蚀下游	1
增长趋势：中报 23.8%超出预期，金融原材料为增长主力	1
盈利能力：原材料侵蚀企业毛利率，费用降低使净利率下降速度好于预期	2
经营质量：现金流情况较一季度有所好转，资产负债率提升到 03 年以来最高点	4
业绩展望：全年业绩低点在三季度	6
近期业绩调整：交运、机械、电子、采掘带领 A 股增速一致预期下调至 19.6%	6
三季度展望：预计三季度业绩环比下滑 11%，同比增速回落至 10%附近	6
附表：A 股季度主要指标一览	1
附图：主要指标情况	1

插图目录

图 1：营业收入增长趋势，二季度有所回升	1
图 2：归属于母公司净利润同比增长趋势	1
图 3：金融、原材料净利润增速回升，资源略微下降	2
图 4：制造业净利润增速下降迅速，消费较为稳定	2
图 5：非金融企业毛利率继续下滑	2
图 6：非金融企业净利率下滑速度好于预期，剔除石油石化净利润相比一季度有所提升	2
图 7：二季度仅原材料和科技板块毛利率上升	3
图 8：费用率大幅下降	3
图 9：季度餐饮旅游、计算机、电力等毛利率上升较多，而交运、石油石化、纺织下降较多	3
图 10：中小板毛利率净利率情况	4
图 11：创业板毛利率净利率情况	4
图 12：各大板块 ROE 变动趋势	4
图 13：资产负债率二季度位于历史最高点	4
图 14：原材料、中游制造、科技板块二季度 ROE 提升，资源、下游制造有所下降	5
图 15：下游制造、中游制造杠杆率（A/E）提升较快	5
图 16：非金融企业应收应付/营业收入情况较一季度有所好转	5
图 17：各类板块应收应付/营业收入均有所回落	5
图 18：近期一致预期调整情况，与投资相关周期行业下调较多	6
图 19：A 股业绩中信预测增速与一致预期增速情况	7
图 20：非金融板块业绩预测增速与一致预期增速情况	7
图 21：三季度业绩预告情况	8
图 22：三季报预增+略增+续盈公司家数情况	8

图 23: 资源行业毛利率	1
图 24: 原材料及中游制造行业毛利率.....	1
图 25: 下游制造及下游消费行业毛利率.....	1
图 26: 科技类及其他板块行业毛利率.....	1
图 27: 资源及金融行业净利率.....	1
图 28: 原材料及中游制造行业净利率.....	1
图 29: 下游制造及下游消费行业净利率.....	2
图 30: 科技类及其他板块行业净利率.....	2
图 31: 金融及资源行业费用率.....	2
图 32: 原材料及中游制造行业费用率.....	2
图 33: 下游制造及下游消费行业费用率.....	2
图 34: 科技类及其他板块行业费用率.....	2
图 35: 资源及金融行业 ROE	3
图 36: 原材料及中游制造行业 ROE.....	3
图 37: 下游制造及下游消费行业 ROE.....	3
图 38: 科技类及其他板块行业 ROE.....	3

表格目录

表 1: 中信 A 股盈利预测表.....	7
表 2: 主要行业三季度业绩展望.....	8

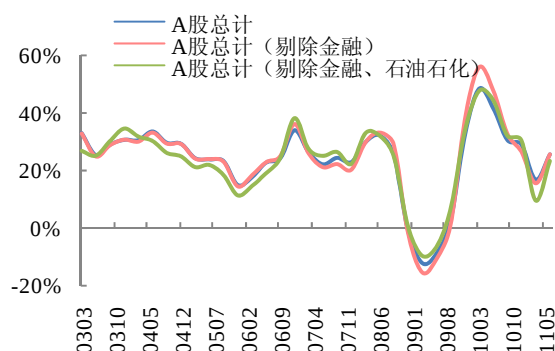
中报回顾：金融侵蚀工业，上游侵蚀下游

增长趋势：中报 23.8% 超出预期，金融原材料为增长主力

2011 年中报 A 股归属于母公司净利润增速为 23.8%，其中金融/非金融板块增速分别为 30.4% 和 17.5%，高于我们之前预测的 30%/11%。二季度单季 A 股业绩同比/环比增速为 22.8%/6.7%，非金融板块同比/环比增速为 14.8% 和 13.5%，好于之前预期。其中建材、基础化工、纺织服装、有色、机械增长亮丽，中报业绩增速分别为 132%/84.8%/77.5%/73%/66%。钢铁、交运、电力设备、汽车出现负增长。

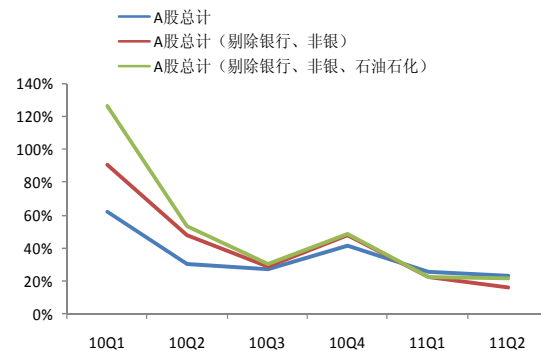
从 2010 年一季度以来，A 股利润单季同比增速呈现下滑趋势，非金融企业下滑速度更为明显。2011 年二季度非金融企业营业收入同比从一季度 15.6% 上升至 25.7%，环比增速为 15.58%，显示出一定需求的反弹。但考虑到二季度通常是订单旺季，营业收入环比上升属季节性现象，并且从营业收入环比增速来看较往年已有所回落，2009/10 年二季度营业收入环比增速为 18.2%，24.6%，19.46%，均高于今年二季度。

图 1：营业收入增长趋势，二季度有所回升



资料来源：wind，中信证券研究部

图 2：归属于母公司净利润同比增长趋势

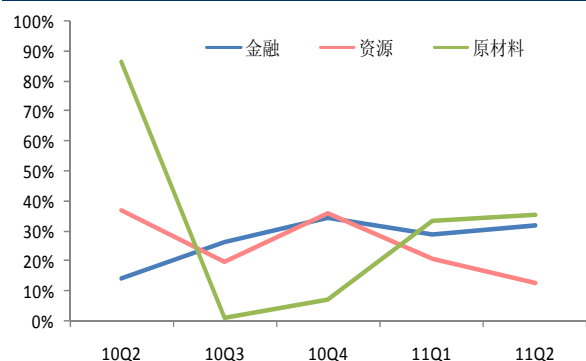


资料来源：wind，中信证券研究部

从大类板块来看，金融、原材料企业盈利近 3 个季度以来同比增速逐步往上，而制造业，尤其是下游制造业（汽车、家电），盈利下降迅速，消费增速相对稳定，科技企业有所回暖。

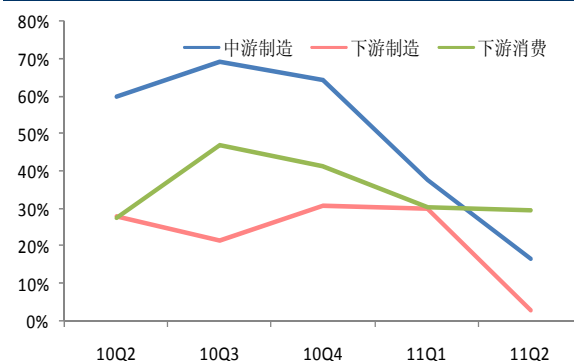
从一级行业来看，今年二季度有色、建材、基础化工、传媒、机械、农林牧渔业增速亮丽，同比分别增 118%、139%、79%、56%、50%、45%。信贷逐步紧缩导致工业企业资金紧张信贷成本上升，原油煤炭价格高启和原材料产能受限导致下游企业成本提升。因此，近 5 个季度以来，接近下游需求的工业企业增速逐步放缓，接近资源（自然资源、资本资源）的企业增速逐步提升。消费和科技是二季报的亮点，尽管投资预期下滑，但消费业绩增速始终稳定在 30% 附近，二季度仅下滑 1.7 个百分点。而科技企业同比增速则从一季度的 -6.5% 上升至 27.7%。

图 3：金融、原材料净利润增速回升，资源略微下降



资料来源：wind，中信证券研究部

图 4：制造业净利润增速下降迅速，消费较为稳定



资料来源：wind，中信证券研究部

中小板和创业板中报业绩增速分别为 19.34%和 23.3%，虽较 A 股整体业绩增速略有差距，但高于非金融企业增速。季度增速上，二季度创业板可比公司整体业绩较一季度有较大回升，环比上升 38%。

盈利能力：原材料侵蚀企业毛利率，费用降低使净利率下降速度好于预期

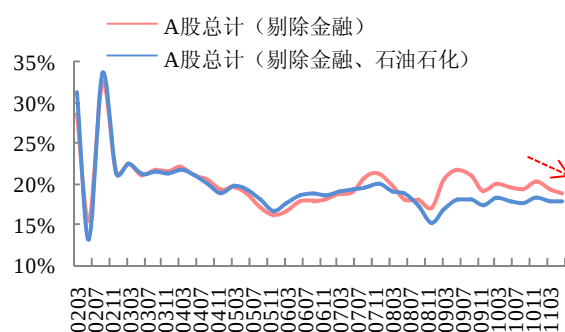
整体情况：毛利率微降，仅原材料及科技板块毛利率上升，费用率大幅下降提升盈利能力

二季度非金融企业毛利率从一季度的 19.42%下降至 18.8%，下降程度好于我们之前预期。从大类板块来看，除原材料及科技板块毛利率上升，其他板块全部下降。其中下游消费板块下降最多，从一季度的 21.6%下降至 20.83%，人工成本等上升是毛利率下降的原因之一，但一季度是消费的传统旺季也是导致二季度消费板块毛利率下滑较多的原因。资源板块由于二季度炼油亏损导致毛利率下降，制造板块则受原材料成本的影响。

值得注意的是，与一季度相仿，非金融企业二季度净利率下降的幅度好于预期，从一季度的 6.23%下降至 6.17%。并且，剔除石油石化板块，净利率从一季度 6.27%上升至 6.67%。其中费用率的大幅下降避免了净利润的大幅下滑，二季度非金融企业费用率从 8.4%下降至 7.85%。其中销售费用/财务费用/管理费用分别从一季度的 3.33%/4.07%/1%下降至 3.1%/3.8%/0.95%。此数据表明企业在需求下降原材料成本上升的情况下继续缩减费用开支。

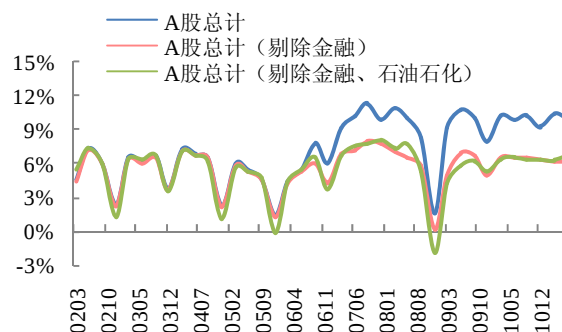
在二季度净利率环比下降的 0.06 个百分点中，毛利率下降 0.64 个百分点，销售费用/财务费用/管理费用分别下降 0.23/0.27/0.06 个百分点，正面贡献 0.56 个百分点，投资收益、汇兑收益及税收正面贡献 0.02 个百分点。

图 5：非金融企业毛利率继续下滑



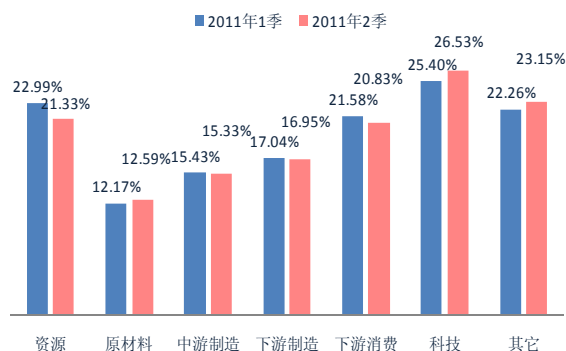
资料来源：wind，中信证券研究部

图 6：非金融企业净利率下滑速度好于预期，剔除石油石化净利润相比一季度有所提升



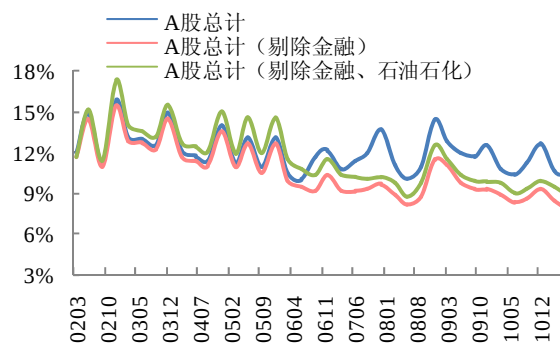
资料来源：wind，中信证券研究部

图 7：二季度仅原材料和科技板块毛利率上升



资料来源：wind，中信证券研究部

图 8：费用率大幅下降



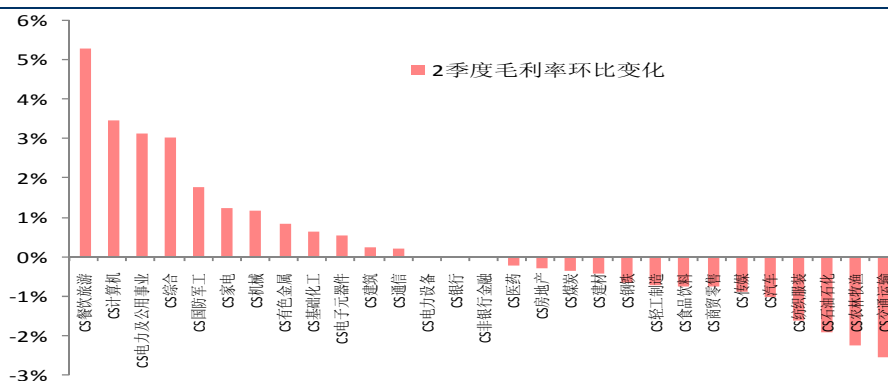
资料来源：wind，中信证券研究部

行业比较：消费类餐饮科技类计算机毛利率提升，交运、石油石化、纺织下降较多

分行业来看，餐饮旅游、计算机、电力、国防军工、家电、机械、有色毛利率上升较快。餐饮旅游和计算机显示出经济下滑时期的抗周期性，而电力则受益于提价。机械和家电二季度销售数据较好，且家电部分产品在一季度铜、板材价格上涨后二季度开始提价，但机械和家电今年料将呈现典型前高后低增速走势，预计未来毛利率将有所下滑。

交运、农林牧渔、石油石化、纺织服装、汽车等行业毛利率下滑较快。油价上涨导致交运、石油石化炼油板块成本上升，而前期高价的棉花库存以及中板价格使得纺织服装、汽车毛利率下降。

图 9：季度餐饮旅游、计算机、电力等毛利率上升较多，而交运、石油石化、纺织下降较多

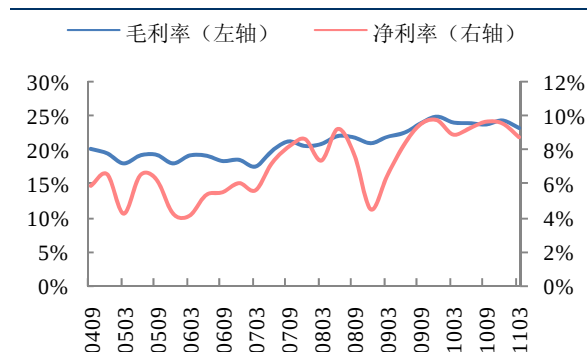


资料来源：wind，中信证券研究部

中小企业：中小板毛利率下降趋缓，创业板环比提升

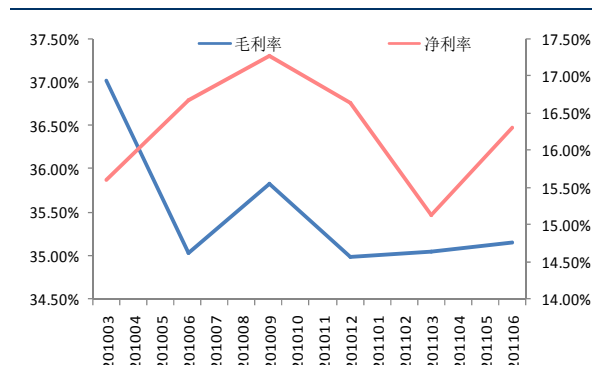
中小板二季度毛利率较一季度下降 0.49 个百分点，但下降幅度有所趋缓，净利率仅下降 0.02%。创业板毛利率和净利率较一季度均有提升，费用率从一季度 17.31% 大幅下降至 15.4%。其中销售费用和财务费用分别从一季度的 8.09%/10.33% 下降至 7.55% 和 9.49%。

图 10: 中小板毛利率净利率情况



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 11: 创业板毛利率净利率情况



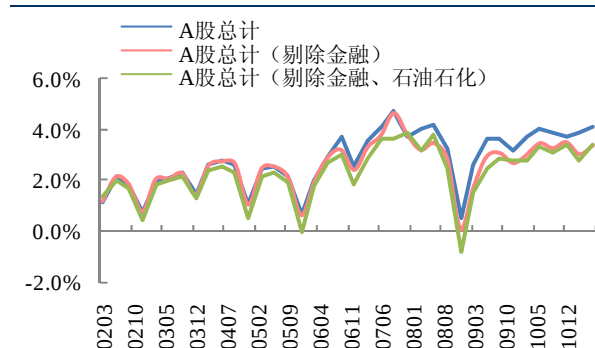
资料来源: wind, 中信证券研究部

经营质量：现金流情况较一季度有所好转，资产负债率提升到 03 年以来最高点

从整体数据来看，经营质量是二季度报亮点所在，无论从 ROE，存货周转情况、现金流、应收应付来看，相比一季度均有所好转，尽管二季度是传统旺季，但相比去年二季度情况亦有所改善。

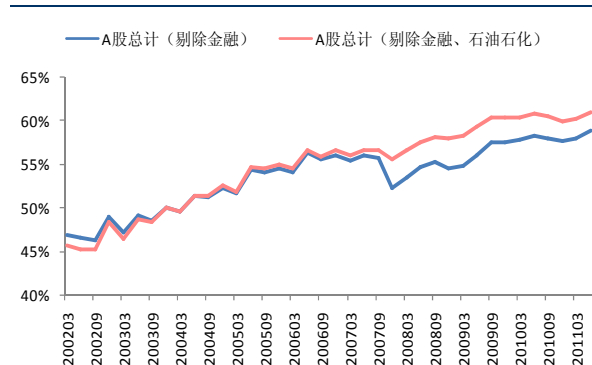
杜邦分析显示，二季度非金融企业 ROE 环比提升 0.35%，剔除石油石化上升 0.59%，杠杆率提升是 ROE 提升的主要原因。二季度非金融板块杠杆率从 2.38 提升至 2.43，从负债结构上来看，二季度流动性负债较一季度上升 8%，大于非流动性负债 3% 的增速，说明企业为解决营业资金周转问题增加了短期负债。从大类板块来看，原材料、中游制造业、科技类提升 ROE 较多，而下游制造业下降迅速，消费类略有下降。

图 12: 各大板块 ROE 变动趋势



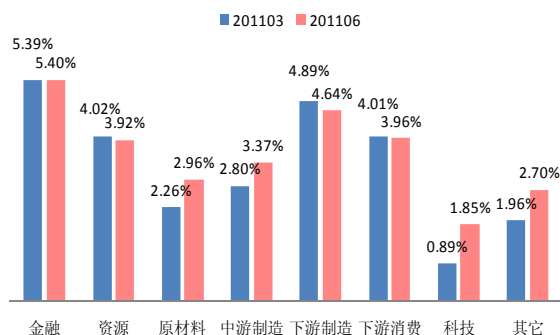
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 13: 资产负债率二季度位于历史最高点



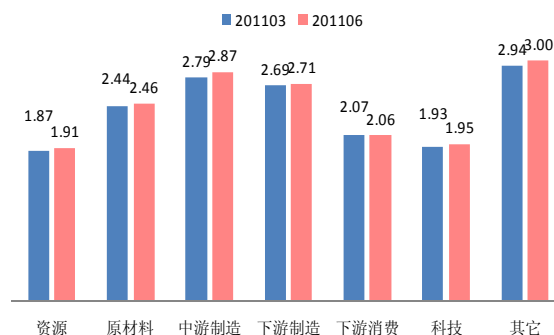
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 14: 原材料、中游制造、科技板块二季度 ROE 提升, 资源、下游制造有所下降



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 15: 下游制造、中游制造杠杆率 (A/E) 提升较快 (%)



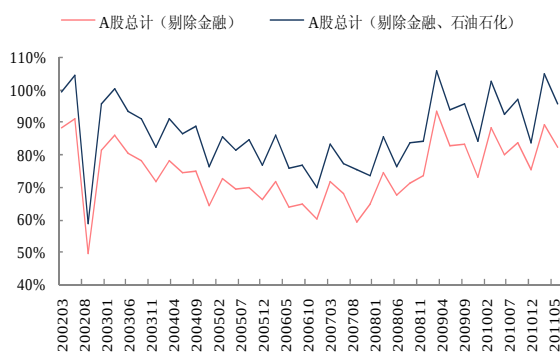
资料来源: wind, 中信证券研究部

二季度应收应付占营业收入比例相比一季度有所回落, 表明企业之间借贷情况有所好转。分结构来看, 各大类板块此指标均有一定回落。

经营性现金流情况总体也有所好转, 二季度非金融企业经营性现金流净流入 2970 亿元, 相比去年同期提升了 620 亿元。分结构来看, 资源类企业占经营性净现金流的 77.5%, 而中游制造业二季度经营性现金流流出 222 亿。二季度存货周转天数出现季节性回落, 从一季度的 113 天回落至 103 天。这一指标历史上在二季度均会出现一定回落。

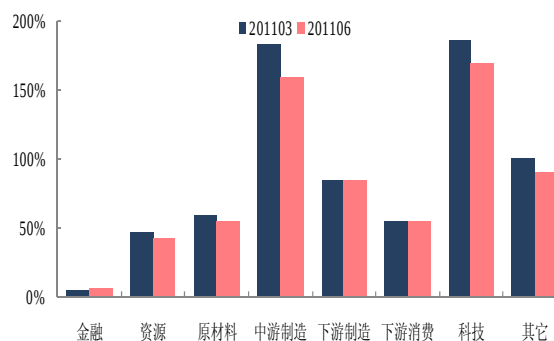
中小企业方面, 中小板及创业板应收应付/营业收入较一季度均有所回落, 但创业板经营性现金流二季度流出 2.97 亿。

图 16: 非金融企业应收应付/营业收入情况较一季度有所好转



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 17: 各类板块应收应付/营业收入均有所回落



资料来源: wind, 中信证券研究部

分析结论: 中报业绩增长略超预期, 业绩下调时间或推后, 结构特征反映金融侵蚀工业, 上游侵蚀下游

如果从中报及二季报绝对数额来看, 中报超出我们预期, 且毛利率下滑也比我们预想的要温和, 尤其在企业大幅缩减开支情况下, 净利润仅有少许下降。甚至, 从杜邦分析, 企业现金流、应收应付情况来看, 二季度也有所好转。考虑到净利润规模占比较大, 金融板块取得了整体 30% 的增速, 是业绩超预期的主要贡献者。

但是，无论从业绩增速还是企业盈利能力、经营情况来看，我们发现中报的繁荣主要是由原材料及金融板块造成的。第二季度的工业企业经营状况并不乐观，企业信贷资源紧缺，原材料价格上涨压力较大。在这种情况下，大行业中，仅有金融板块及原材料板块持续增长和毛利率上升，其他大多数板块均出现整体性毛利率及业绩同比增速下滑情况。虽然经营质量上，ROE 出现一定程度的提升，但资产负债率也达到历史的高点，从负债结构上，流动性负债增速上升表明企业营运资金出现一定问题。

从产业链关系看，金融和原材料的繁荣是建立在下游的繁荣的基础上，尽管中报超预期，但其增速结构并不乐观。银行业绩超预期是因为息差上行，而息差上行是因为企业资金链紧张，但资金链紧张也可能引来四季度银行大量坏账，并且息差上行的空间已经极为有限。原材料增速较高一方面是因为价格上涨，另一方面是因为去年同期基数较低，但在下游企业（地产、家电、汽车）未来增速均放缓情况下，四季度原材料也将面临价格的下跌以及需求的萎缩。

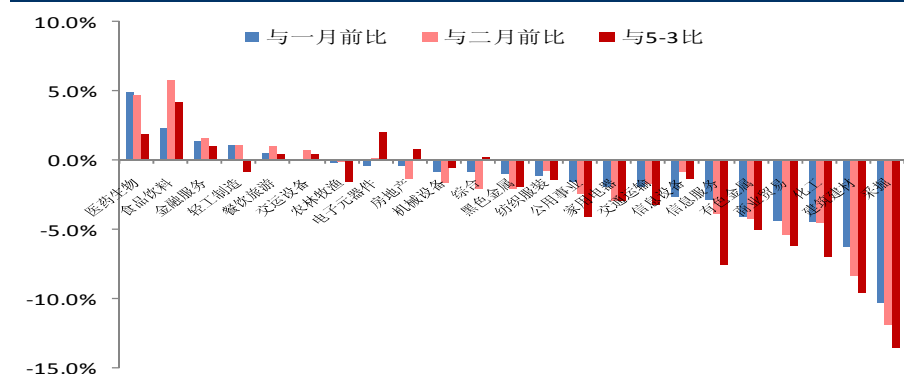
业绩展望：全年业绩低点在三季度

近期业绩调整：交运、机械、电子、采掘带领 A 股增速一致预期下调至 19.6%

从 7 月底至今 A 股一致预期业绩增速从 21.7% 下调至 19.65%。在《A 股市场 2011 年 8 月投资策略—市场需要信用重建》报告中，我们判断三季度是市场大幅向下修正盈利预测的时期，而固定资产投资下滑对于周期的悲观是业绩预测下调的导火索。从近两个月来看，A 股中报业绩超预期并未带来 A 股业绩一致预期上调，三季度疲软的数据使得机械、钢铁、电子、采掘一致预期大幅下滑。

近一个月大幅下调的一级行业中，采掘、建筑建材、化工、黑色金属、机械设备等基本与投资相关，动车事件及房地产打压预期下，固定资产投资数据往下是大概率事件。近期从水泥订单、PVC 需求情况来看，旺季不旺是大概率事件，旺季需求低于预期导致固定资产投资相关的周期行业均开始下调。

图 18：近期一致预期调整情况，与投资相关周期行业下调较多



资料来源：中信证券研究部

三季度展望：预计三季度业绩环比下滑 11%，同比增速回落至 10% 附近

整体增速：旺季不旺，下调非金融企业全年业绩增速至 14.5%

目前我们对于三、四季度的宏观判断是：淡季更淡，旺季不旺。由于房地产持续打压政策以及动车事件带来中央大项目的停工，机械、建材、基础化工等需求回落持续的时间可能更长。家电、汽车方面，由于去年的高基数，预计下半年家电及汽车销量同比将继续回落。因此从此角度出发，我们认为三季度 A 股上市公司净利率将下滑至 6%，环比净利润下滑 11%，同比增速回落至 19% 附近。

表 1: 中信 A 股盈利预测表

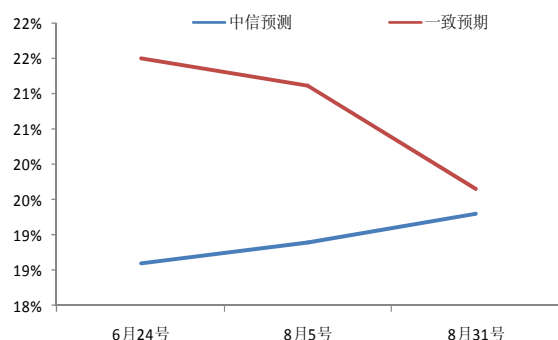
项目/时间	20101Q	20102Q	20103Q	20104Q	20111Q	20112Q	20113QE	20114QE	2011HE	2011NE
非金融板块（从上至下法）										
营业收入(十亿元)	3115	3722	3662	4311	4041	4679	4305	5166	8720	18191
同比增长率 YoY%	59.0%	51.5%	33.6%	27.6%	29.7%	25.7%	17.6%	19.8%	27.5%	22.8%
环比增长率	-7.8%	19.5%	-1.6%	17.7%	-6.3%	15.8%	-8.0%	20.0%	9.4%	
净利润(十亿元)	208	249	239	275	251	289	254	300	541	1094
同比增长率 YoY%	107.7%	45.3%	27.5%	55.8%	21.2%	16.3%	6.4%	8.8%	18.5%	12.8%
环比增长率	17.4%	19.8%	-3.9%	15.4%	-8.7%	15.0%	-12.2%	18.0%	-2.3%	
毛利率%	20.2%	19.7%	19.3%	20.3%	19.4%	18.8%	18.4%	18.3%	19.1%	18.7%
净利率%	6.7%	6.7%	6.5%	6.4%	6.2%	6.2%	5.9%	5.8%	6.2%	6.0%
A 股（从上至下法）										
净利润(十亿元)	405	443	441	462	506	546	485	516	1052	2052
同比增长率 YoY%	82.5%	43.3%	28.6%	42.8%	24.8%	23.2%	9.8%	11.7%	24.0%	17.2%
环比增长率	25.2%	9.3%	-0.4%	4.7%	9.4%	7.9%	-11.2%	6.5%	16.4%	
非金融板块 2011 净利润增速（结构预测法）	15.0%	A 股 2011 净利润增速预测（结构预测法）				18.7%	非金融板块 2011 净利润增速预测（平均）			14.5%
非金融板块 2011 净利润增速（重点覆盖个股预测法）	15.9%	A 股 2011 净利润增速预测（重点覆盖个股预测法）				21.2%	A 股 2011 净利润增速预测（平均）			19.0%

资料来源：中信证券研究部

全年我们将 A 股整体业绩增速预测从 18.9%上调至 19%。将非金融板块业绩增速预期从 17%下调至 14.5%。其中三季度累计的整体/非金融同比增速预计分别为 19.2%和 14.4%。分季度看，预计三季度单季度整体/非金融同比增速分别为 9.8%和 6.4%，环比增速为-11.2%和-12.2%；四季度单季整体/非金融同比增速为 12%和 8.8%。四季度投资增速继续下行的判断是我们此次下调非金融板块业绩增速的主要原因。我们判断，三季度可能是业绩同比环比增速低点，特别是剔除金融板块以后更明显一点。

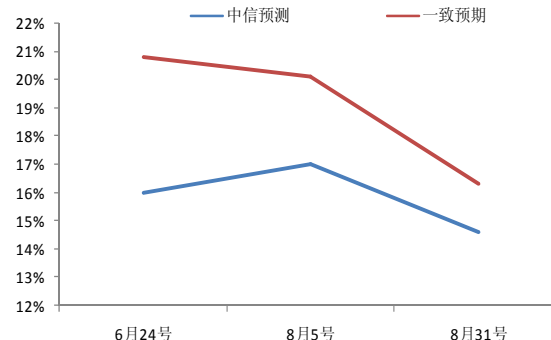
观察业绩下调情况意义不在于确认 2011 年业绩增速多少，而在于观察市场的情绪，业绩预测下调一定程度反映了悲观预期的释放。由于我们对于一致预期统计是由全市场所有研究员对于所有 A 股公司预测加总而来。一般来说，研究员下调盈利预测是相对滞后的。因此，业绩的下调也反映了目前相关板块悲观预期一定程度的释放。从图 19 和图 20 可以看出，对于非金融板块，我们预测较之前有所下调。但由于银行板块全年业绩增速预测由之前的 22%提升至 27%，我们对 A 股整体业绩增速预测有所上调。

图 19: A 股业绩中信预测增速与一致预期增速情况



资料来源：wind，中信证券研究部

图 20: 非金融板块业绩预测增速与一致预期增速情况

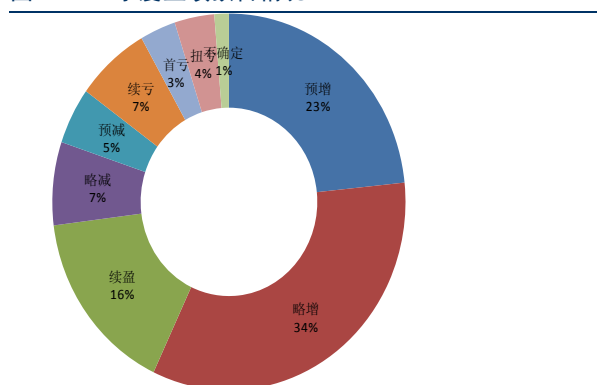


资料来源：wind，中信证券研究部

行业比较：三季度医药、品牌服饰、白酒业绩可能超预期，机械建材面临业绩下调风险

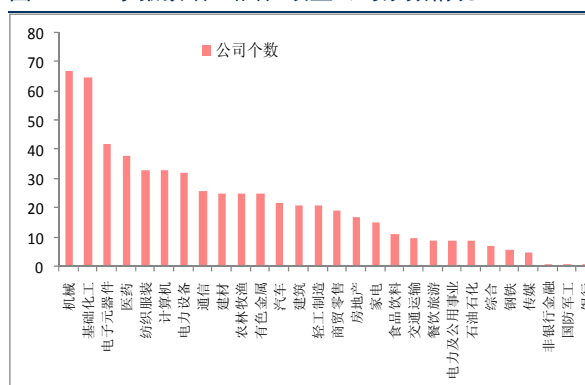
截至 8 月 31 号，共有 826 家上市公司发布三季度业绩预告，占上市公司总数的 37%。从业绩预告情况来看，机械、基础化工、医药、纺织三季报情况较好，而农林牧渔、汽车、电力设备、地产三季报不容乐观。考虑到三、四季度投资下滑趋势，以及各行业各自情况，我们判断全年业绩前高后低的行业有银行、工程机械、建材、基础化工。而中报后随着 8 月份固定资产投资数据公布以及相关销售数据出炉，我们认为机械、建材行业的业绩存在一定下调的空间。

图 21：三季度业绩预告情况



资料来源：wind，中信证券研究部

图 22：三季报预增+略增+续盈公司家数情况



资料来源：wind，中信证券研究部

目前我们全面看空三、四季度周期品业绩增速，一方面因为经济下滑情况超预期，另一方面因为去年基数较高。我们认为超预期的行业可能集中在消费板块，预计白酒近期提价、品牌服饰订单较好、医药基数效应均将使得板块业绩在三季度有较好表现。

表 2：主要行业三季度业绩展望

行业	判断	要点展望
银行	中性	三季度息差上行有限，下半年拨备压力可能显现，三季度业绩可能仍有上调但幅度不大
房地产	负面	尽管业绩锁定程度较高，但由于三季度以来销售压力显现，价格已有松动迹象，公司平滑业绩的可能性增加，整体业绩增速可能低于预期，优势公司差距会继续拉大
石油石化	正面	从 2-3 个月的滞后效应看，原油价格回落的成本效应在三季度得以体现，行业毛利率下降的压力会减小
煤炭	负面	煤炭价格在三季度大致平稳，但由于去年三季度增速较高，预计技术效应将拉低今年三季度的增速
机械	负面	微观显示销量和订单继续下滑，企业生产时间仍然不足，淡季情况差与往年，业绩不容乐观
水泥	负面	三季度水泥价格小幅下滑，目前库存上升、销售略显疲态，业绩增速或走过高点，预计三-四季度逐步降低
农业	正面	养殖、饲料和种子等子行业的景气度在三季度较高，业绩仍有超预期的可能性
钢铁	中性	长材盈利在去年三季度是低点，今年保持目前盈利水平将推动业绩同比增速提高，板材盈利已经下降到历史低点，未来改善的概率较大，行业整体业绩可能略好于预期
电力设备	负面	输变电和风电的景气下行态势或将延续到整个下半年，三季度业绩仍然不乐观
汽车	中性	预计三季度情况与二季度大致相当，环比增速会有所改善，但考虑到去年同期的高增长，同比增速下降压力仍然较大
家电	负面	海外经济波动导致的出口压力将在下半年显现，政策退出也会收缩国内市场需求，业绩同比前高后低
食品饮料	正面	白酒提价趋势延续，业绩仍有超预期的概率，但边际降低
服装	正面	销量增长稳定，棉花价格下降带来的成本效应会有显现，盈利能力将会提高，业绩增长确定性仍然较高
医药	正面	成本压力下降，降价趋势减缓，全年业绩前低后高
交通运输	中性	各领域周转率随着宏观经济下行而降低，成本压力虽有减缓但增长仍然有限
电子	负面	三季度预期的补库存需求可能延后，需求上升不明显，三季度业绩总体增长难以超预期
通信	正面	数据业务在上半年的超预期预示行业景气开始确定性回升，预计三季度运营和投资的业绩都会继续改善

资料来源：中信证券研究部

附表：A 股季度主要指标一览

	归属母公司净利润 同比增速		毛利率		净利率		ROE		资产负债率		存货周转天数		应收应付占营业总 收入比	
	2Q	1Q	2Q	1Q	2Q	1Q	2Q	1Q	2Q	1Q	2Q	1Q	2Q	1Q
中信一级行业														
CS 石油石化	-6.30%	18.92%	21.52%	23.43%	4.75%	6.13%	3.46%	4.06%	46.80%	45.90%	36.58	36.28	43.69%	46.88%
CS 煤炭	20.23%	19.15%	30.88%	31.24%	14.63%	15.19%	5.11%	4.73%	45.52%	41.93%	29.57	31.85	55.63%	61.68%
CS 有色金属	123.74%	27.65%	12.86%	12.01%	6.73%	5.29%	4.50%	2.80%	55.32%	54.73%	69.08	88.41	30.05%	35.79%
CS 电力及公用事业	29.70%	-16.96%	16.32%	13.18%	7.20%	3.22%	2.21%	0.92%	71.90%	71.46%	29.92	28.64	95.66%	107.29%
CS 钢铁	-27.07%	-10.41%	7.70%	8.35%	2.17%	2.41%	1.80%	1.79%	63.51%	62.76%	61.28	66.86	46.05%	47.76%
CS 基础化工	83.70%	93.94%	18.53%	17.90%	6.94%	6.91%	2.83%	2.63%	50.70%	52.06%	65.29	70.40	67.17%	73.73%
CS 建筑	5.20%	24.16%	10.77%	10.52%	2.57%	2.67%	3.41%	2.64%	79.61%	78.54%	96.56	122.71	151.41%	186.38%
CS 建材	144.57%	106.69%	28.52%	28.92%	15.29%	11.16%	6.28%	2.73%	59.15%	58.01%	90.42	150.73	73.28%	113.90%
CS 轻工制造	-6.12%	21.37%	19.33%	20.05%	5.38%	6.21%	1.78%	1.95%	55.41%	55.06%	97.36	97.52	102.78%	110.99%
CS 机械	50.07%	93.23%	22.01%	20.83%	9.86%	9.07%	4.64%	3.87%	60.40%	59.94%	110.57	111.94	171.31%	182.27%
CS 电力设备	-11.17%	0.04%	20.00%	19.97%	7.54%	7.13%	2.57%	1.98%	56.59%	55.65%	163.29	191.48	255.54%	293.72%
CS 国防军工	9.87%	16.24%	18.08%	16.32%	6.55%	4.92%	2.28%	1.22%	46.52%	45.15%	164.83	223.62	194.59%	242.58%
CS 汽车	-5.71%	1.08%	16.30%	17.33%	5.99%	6.85%	4.52%	5.57%	57.49%	58.26%	45.37	43.06	90.99%	93.33%
CS 商贸零售	32.57%	30.66%	11.78%	12.54%	3.11%	3.44%	3.65%	3.90%	63.72%	64.31%	59.34	60.87	34.32%	35.43%
CS 餐饮旅游	-0.83%	-3.87%	44.33%	39.07%	16.08%	8.50%	3.63%	1.47%	52.36%	52.31%	386.63	426.77	69.62%	90.92%
CS 家电	26.49%	42.01%	18.76%	17.52%	4.57%	3.74%	4.69%	3.41%	66.18%	64.06%	48.98	54.86	88.60%	89.71%
CS 纺织服装	64.11%	102.05%	21.02%	22.61%	7.34%	8.49%	2.43%	2.72%	48.79%	48.33%	169.53	169.02	67.22%	67.36%
CS 医药	23.23%	19.28%	27.08%	27.29%	9.95%	9.54%	3.59%	3.55%	40.57%	40.57%	75.26	75.80	111.94%	107.76%
CS 食品饮料	42.53%	43.59%	42.78%	43.54%	14.35%	15.18%	5.94%	6.68%	42.07%	39.72%	110.16	104.21	39.62%	35.85%
CS 农林牧渔	42.24%	39.03%	14.00%	16.24%	5.07%	5.83%	2.56%	2.26%	50.84%	51.92%	93.24	126.13	50.60%	60.60%
CS 银行	35.31%	33.23%	100.00%	100.00%	42.28%	43.38%	5.84%	5.74%	94.27%	94.10%			7.32%	5.85%
CS 非银行金融	4.17%	-1.38%	99.96%	99.97%	10.15%	8.86%	2.93%	3.44%	82.77%	82.11%	326.10	391.52	0.07%	0.11%
CS 房地产	33.77%	-1.06%	39.95%	40.22%	16.76%	15.22%	3.09%	2.07%	71.38%	70.74%	1681.96	2183.28	112.18%	144.76%
CS 交通运输	-28.20%	1.36%	19.89%	22.44%	9.70%	10.88%	2.57%	2.62%	56.31%	55.25%	18.30	19.29	72.46%	76.53%
CS 电子元器件	24.11%	3.27%	18.36%	17.81%	7.98%	4.99%	2.07%	1.11%	39.78%	37.33%	74.48	80.47	129.67%	138.04%
CS 通信	20.65%	-17.23%	28.37%	28.16%	4.97%	1.69%	1.55%	0.45%	53.40%	52.89%	51.22	54.96	181.55%	200.61%
CS 计算机	13.78%	15.47%	20.62%	17.18%	5.83%	3.89%	2.23%	1.36%	38.41%	36.91%	74.96	75.03	152.48%	160.51%
CS 传媒	54.64%	63.92%	33.41%	34.30%	14.72%	14.04%	2.72%	2.38%	35.23%	34.98%	83.06	90.21	131.56%	150.50%
CS 综合	404.52%	29.09%	26.25%	23.24%	27.96%	12.15%	4.80%	1.81%	59.49%	57.20%	505.95	559.65	86.04%	101.45%
大类板块														
金融	32.14%	28.85%	99.99%	99.99%	33.70%	31.45%	5.40%	5.39%	93.64%	93.43%	326.10	391.52	5.38%	3.87%
资源	9.46%	20.02%	21.33%	22.99%	6.08%	7.04%	3.92%	4.02%	47.68%	46.40%	42.30	44.86	42.79%	47.02%
原材料	34.29%	31.84%	12.59%	12.17%	4.84%	4.20%	2.96%	2.26%	59.32%	59.01%	64.63	72.48	54.32%	58.89%
中游制造	20.03%	42.57%	15.33%	15.43%	5.45%	5.52%	3.37%	2.80%	65.10%	64.15%	101.92	118.43	158.52%	182.40%
下游制造	2.63%	8.33%	16.95%	17.04%	4.94%	5.13%	4.64%	4.89%	63.04%	62.83%	43.99	44.12	83.90%	84.08%
下游消费	31.55%	34.41%	20.83%	21.58%	6.71%	6.87%	3.96%	4.01%	51.53%	51.62%	82.00	82.63	54.30%	54.06%
科技	23.64%	12.39%	26.53%	25.40%	5.90%	3.26%	1.85%	0.89%	48.77%	48.16%	60.54	63.80	169.76%	185.12%
其它	4.72%	-1.36%	23.15%	22.26%	10.81%	8.89%	2.70%	1.96%	66.68%	65.97%	314.57	331.14	89.32%	100.44%
A 股总计	22.84%	24.96%	30.15%	32.90%	10.02%	10.45%	4.10%	3.89%	86.06%	85.80%	86.78	93.60	71.52%	74.76%
A 股总计（剔除金融）	14.87%	20.91%	18.78%	19.42%	6.17%	6.23%	3.38%	3.03%	58.80%	57.96%	86.77	93.59	82.29%	89.00%
A 股总计（剔除金融、石油石化）	21.86%	21.66%	17.82%	17.93%	6.67%	6.27%	3.36%	2.77%	60.93%	60.18%	103.59	113.55	95.83%	104.72%
中小板	20.05%	19.71%	22.79%	23.28%	8.69%	8.71%	3.05%	2.72%	50.76%	50.39%	399.5	423.2	102.70%	106.61%
创业板	13.33%	37.07%	35.15%	35.04%	16.31%	15.13%	2.17%	1.72%	16.61%	16.04%	423.76	464.84	156.22%	163.66%

资料来源：wind，中信证券研究部

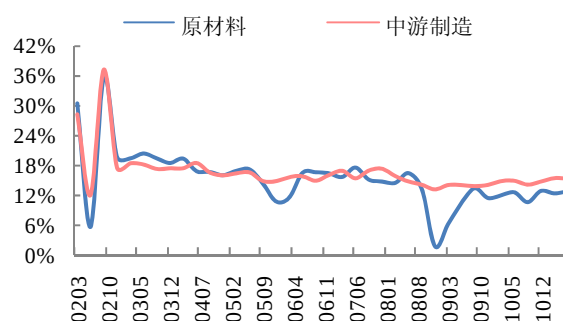
附图：主要指标情况

图 23：资源行业毛利率



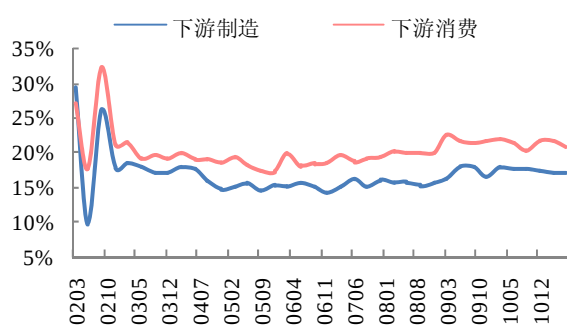
资料来源：wind，中信证券研究部

图 24：原材料及中游制造行业毛利率



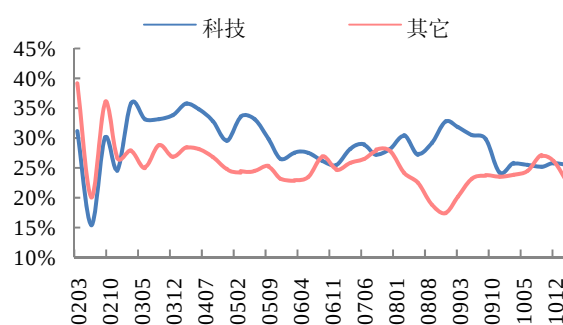
资料来源：wind，中信证券研究部

图 25：下游制造及下游消费行业毛利率



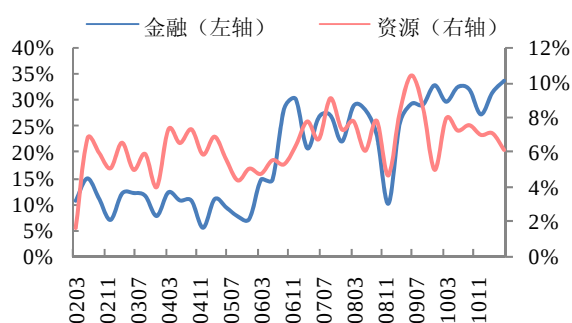
资料来源：wind，中信证券研究部

图 26：科技类及其他板块行业毛利率



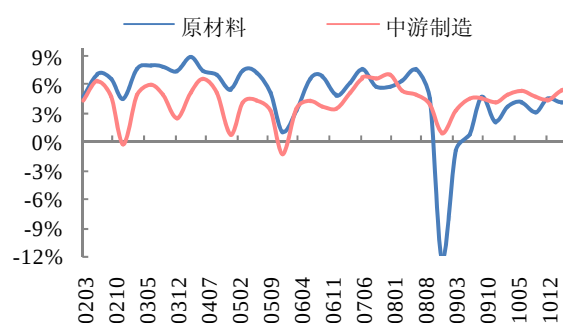
资料来源：wind，中信证券研究部

图 27：资源及金融行业净利率



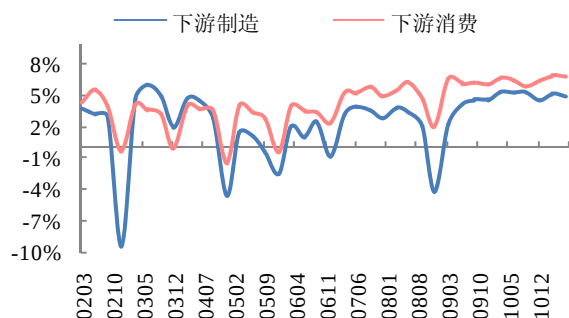
资料来源：wind，中信证券研究部

图 28：原材料及中游制造行业净利率



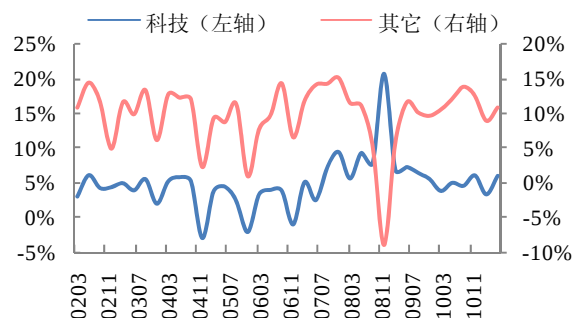
资料来源：wind，中信证券研究部

图 29: 下游制造及下游消费行业净利率



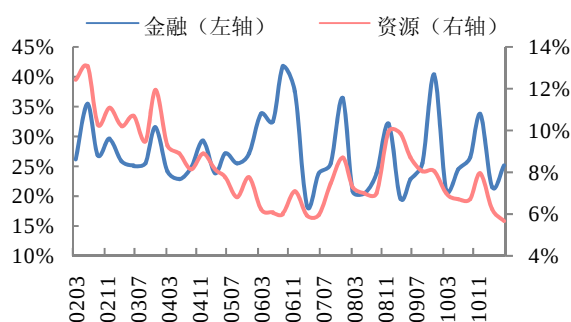
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 30: 科技类及其他板块行业净利率



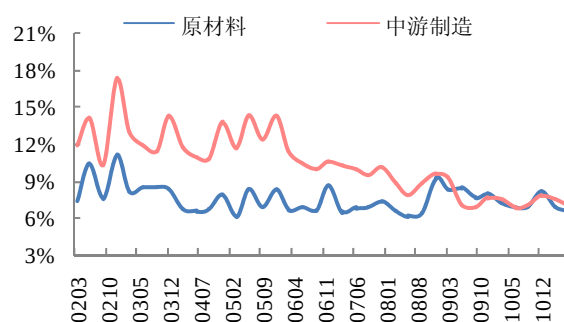
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 31: 金融及资源行业费用率



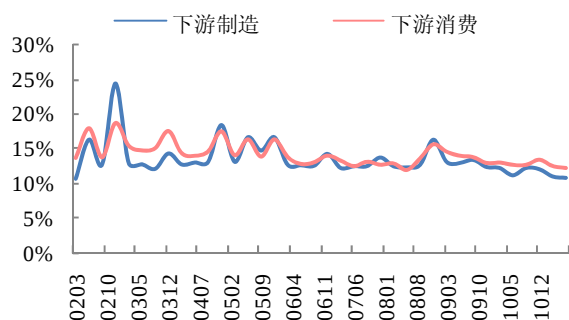
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 32: 原材料及中游制造行业费用率



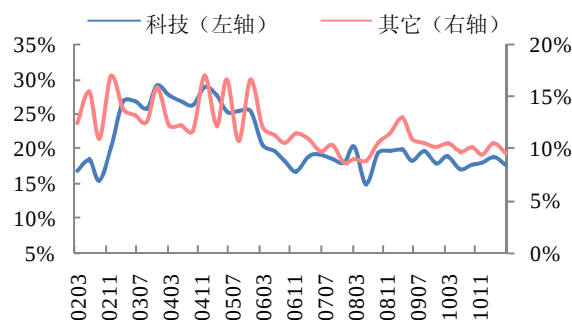
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 33: 下游制造及下游消费行业费用率



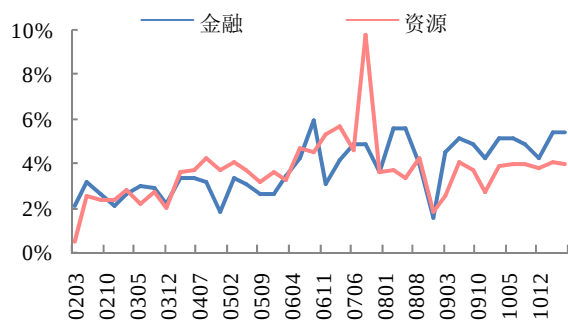
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 34: 科技类及其他板块行业费用率



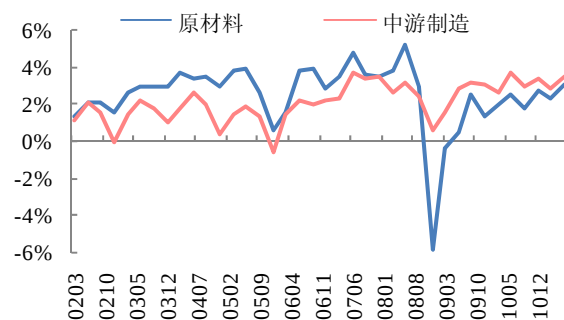
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 35: 资源及金融行业 ROE



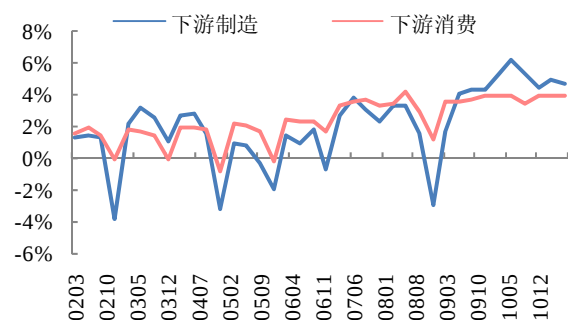
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 36: 原材料及中游制造行业 ROE



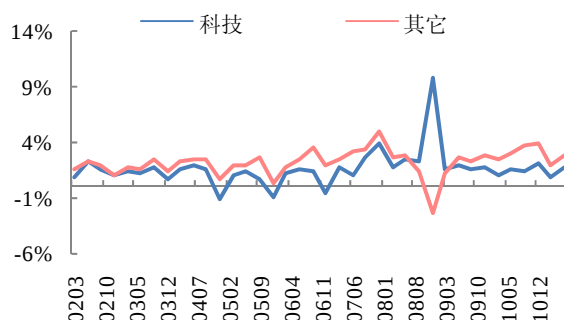
资料来源: wind, 中信证券研究部

图 37: 下游制造及下游消费行业 ROE



资料来源: wind, 中信证券研究部

图 38: 科技类及其他板块行业 ROE



资料来源: wind, 中信证券研究部

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的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中信证券投行收入而定，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。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信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。

评级说明

1. 投资建议的比较标准		评级	说明
投资建议分为股票评级和行业评级。	股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；		增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅；		中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号中信大 厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区送发研究报告而做的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company ("CITIC Securities", regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to "major U.S. institutional investors" as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。