仅供内部参考，请勿外传

财通证券 CAITONG SECURITIES

26Q2：盈利回归加速，现金流转型深化
——自由现金流系列研究 6

证券研究报告

策略专题报告 / 2026.09.02

分析师 徐近峰
SAC 证书编号：S0160523030003
xucy@ctsec.com

分析师 林昊
SAC 证书编号：S0160526010002
linhao@ctsec.com

相关报告

1. 《【财通策略】南下转为流入、两融&ETF 微增，全球风偏上行放缓》 2026-08-31
2. 《【财通策略徐近峰团队】牛还在：从炎夏到金秋——2026 年 A 股四季度策略》 2026-08-30
3. 《【财通策略】资金再转向，ETF 小幅回流、两融流出》 2026-08-24

核心观点

- **全 A 非金融盈利加速回归，资本开支维持低位。**全 A 非金融 EBITDA TTM 同比增速自 24Q4 低点-2.5%连续四个季度回升，26Q2 单季大幅抬升 2.7pct 至 6.8%，为 2024 年以来最快单季改善，确认盈利增长不仅回归且斜率抬升。资本开支强度（CAPEX/EBITDA）进一步降至 58%，创 2022Q2 以来近四年新低，CAPEX/D&A 在 1.3 附近低位盘整，整体开支意愿结束三年下滑后“止跌走平”，尚无重新扩张迹象。营运资本方面，库存正式转入回补通道（26Q2 环比+3177 亿元），“应收-预收”高位小幅回落，金融类资产配置重新回流，成为现金转化率修复的边际对冲项。

- **行业现金流与盈利质量显著分化，上游资源景气占优。**全 A 非金融 FCFF 总量 15440 亿元，结构上石油石化（3297 亿元）、通信、有色金属、交通运输贡献居前，环保、有色、医药 FCFF 规模创历史新高；电子（-1928 亿元）、汽车（-592 亿元）显著为负且处历史低位。FCFF 回报率方面，仅房地产、基础化工、环保、医药生物四行业处于十年 80%分位以上，地产与环保改善最显著。盈利质量加速改善向上游集中，石油石化、有色金属、国防军工、煤炭、基础化工等 EBITDA/营收处于加速改善通道；房地产与建筑装饰则处于低位加速见底阶段。

- **“真金加速度”筛选聚焦油气链与资源品，重视现金流转型+景气双击。**同时满足“现金流模式转型”（FCFF 规模历史分位高企且 CAPEX 收缩）与“景气加速”（盈利质量改善且增量扩张）的三级行业由 26Q1 的 26 个进一步聚焦至 21 个，名单由消费与服务类切换为油气链、资源品与涨价化工品主导。FCFF 规模领先者为油气开采III（1314 亿元）、铜、面板（358 亿元，100%分位）、钾肥（272 亿元）；电能综合服务、体外诊断完成由负转正的现金流模式切换，为转型特征最极致的样本。在盈利增长回归背景下，建议重视叠加景气因子的“现金流模式转型+景气加速”双击组合配置。

- **风险提示：**宏观及行业政策、监管环境发生重大变化，使得行业发展逻辑根本性改变；历史经验不代表未来；组合策略基于历史数据回测，不保证未来数据的有效性。

内容目录

1 全 A 非金融：盈利增长斜率抬升 3
2 行业：关注现金流模式转型且景气加速行业 5
3 【真金加速度】现金流增强组合更新 9
4 风险提示 11

图表目录

图 1：全 A 非金融 EBITDA 拆分：资本开支占比走低至 58%，盈利增长持续背景下 FCFF 占比走平 4
图 2：资本开支强度 CAPEX/D&A 1.30 新低 4
图 3：全 A 非金融增长持续，26Q2 走高至 7% 4
图 4：全 A 非金融△NWC 拆分，存货转正增、金融类资产增长其次 5

表 1：一级行业 FCFF 规模，环保、有色、医药为十年新高，石化、化工在 90%分位以上 6
表 2：一级行业 FCFF 回报率，环保、医药、地产、化工为正且 80%分位以上 7
表 3：一级行业 CAPEX/D&A，多数行业持续新低，Q1 走高的军工、有色边际回落 7
表 4：一级行业 EBITDA/营收，以二阶导看，盈利能力加速改善——石化、有色、军工、煤炭；盈利见底趋势——地产、交运 8
表 5：一级行业 EBITDATTM 环比变化同差，有色、电子、煤炭、石化、化工盈利增速加速提升 ..8
表 6：三级行业【真金加速度】思路筛选，油气开采、铜、面板、钾肥、快递等行业入选 9
表 7：【真金加速度】组合 26/8/31 调仓后权重领先行业包括医药 15%、化工 12%、环保 9%、交运 9% 10
表 8：【真金加速度】组合 26/8/31 调仓后成分 10

核心结论：盈利斜率抬升、开支强度近四年新低、现金转化率低位企稳。26Q2 全 A 非金融 EBITDA（TTM）82441 亿元、可比同比增速升至 6.8%，盈利改善的斜率较 26Q1（4.1%）进一步抬升；但“盈利改善→自由现金流”的传导仍在被两端吸收——资本开支占 EBITDA 比重降至 58%、创 2022Q2 以来新低的同时，经营性净营运资本连续第二个季度维持正贡献（3.8%）、金融类资产配置重新回流（占比由 26Q1 的 5.7%回升至 7.3%）。最终 FCFF 总额 15440 亿元、较 26Q1 的 14660 亿元环比回升 780 亿元，但占 EBITDA 比重 19%、仅较 26Q1 微升 0.2pct，仍显著低于 25Q2 的高点 27%，现金转化率整体处于低位企稳状态。

1 全 A 非金融：盈利增长斜率抬升

一、盈利端：增长回归的斜率在抬升，而非仅仅企稳

本期最重要的边际变化在盈利。全 A 非金融 EBITDATTM 可比同比增速自 24Q4 低点-2.5%回升(25Q2 曾二次回落至-0.9%),25Q3 以来连续四个季度回升,且 26Q2 单季抬升 2.7pct 至 6.8%，为 2024 年以来最快单季改善。这意味着上一期“前端盈利增长回归”的判断在 26Q2 得到确认并强化：盈利增长不仅回归，还在加速。分项看，盈利增量（EBITDATTM 环比变化的同差）加速扩张的行业同样指向这一趋势。

二、开支端：CAPEX 强度降至 58%，为 2022Q2 以来最低

资本开支占 EBITDA 比重由 26Q1 的 60%进一步下探至 58%,仅 2021Q2、2021Q4、2022Q1、2022Q2 四个季度（介于 57%-58%之间）低于当前水平，即创 2022Q2 以来新低、近四年最低。以折旧消耗口径衡量，CAPEX/D&A 由 26Q1 的 1.33 降至 1.30，在 1.3 附近低位盘整——上市公司整体开支意愿阶段性结束 2023-2025 年三年下滑趋势的判断维持，但目前仅是“止跌走平”，尚无重新扩张迹象。开支端的收缩是当前 FCFF 占比未随盈利改善同步回升的对冲项之一。

三、营运资本端：三个边际变化值得注意

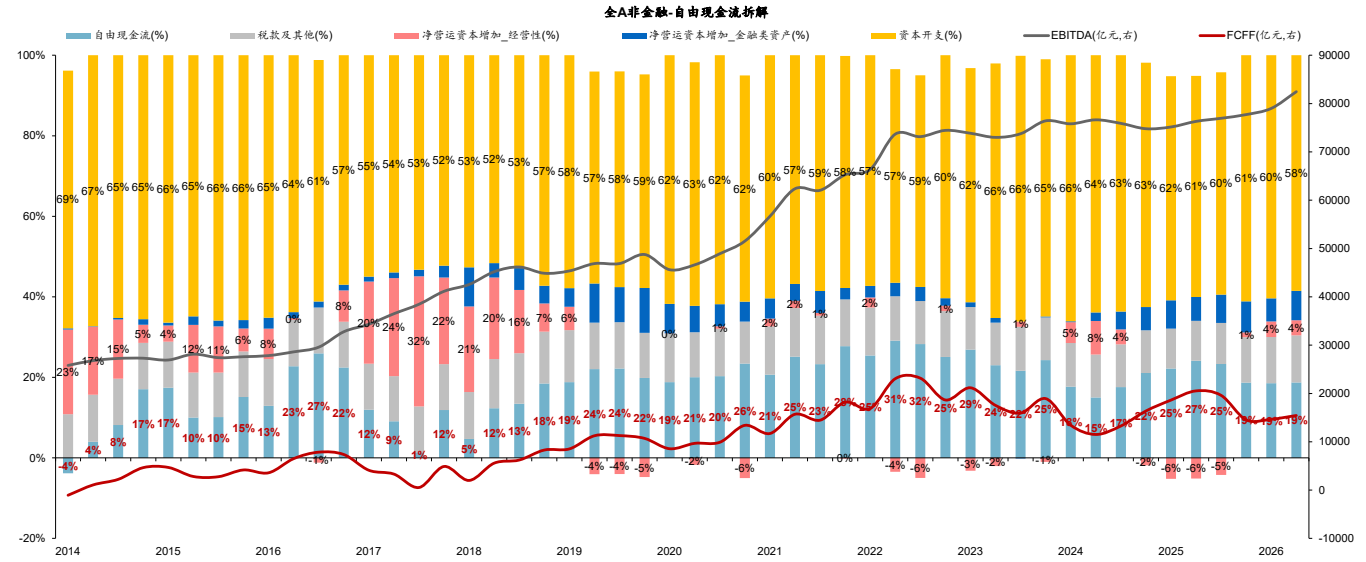
经营性△NWC 占 EBITDA 比重 26Q2 为 3.8%（26Q1 为 3.9%），连续第二个季度为正，与 25Q2 的-5.7%相比已完成方向逆转。拆分看有三个边际变化：

1.库存正式转入回补：存货变化由 25Q2 单季去库 6538 亿元，经 25Q3（-4093 亿元）、25Q4（-2297 亿元）持续收敛后，26Q1 转为+377 亿元、26Q2 进一步扩大至+3177 亿元，连续两个季度正贡献。以地产链主导的去库周期整体收官，库存进入回补通道是本期经营资本扩张最主要的构成。

2.“应收-预收”高位小幅回落：由 26Q1 的 13378 亿元回落至 26Q2 的 11787 亿元，但仍高于 25Q3（11675 亿元）、25Q4（12142 亿元）的水平，对下游收入端的资金占用维持高位，下游需求恢复的判断未被破坏，但边际加速的势头暂缓。

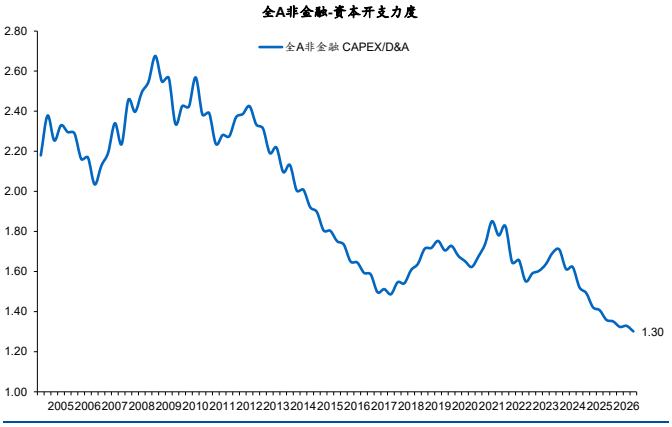
3.金融类资产配置重新回流：由 26Q1 的 4524 亿元回升至 26Q2 的 6027 亿元，重新接近 25Q4 高点（5993 亿元）。26Q1"企业将账面冗余现金投入生产经营”的积极信号在本期出现反复，财务性资金的配置意愿有所回归，这也是现金转化率难以快速修复的另一原因。

图1: 全 A 非金融 EBITDA 拆分：资本开支占比走低至 58%，盈利增长持续背景下 FCFF 占比走平



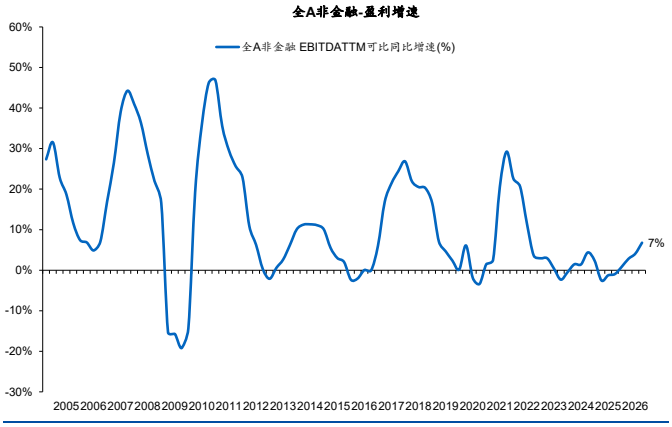
数据来源：Wind，财通证券研究所；流量数据均为 TTM 口径，下同

图2: 资本开支强度 CAPEX/D&A 1.30 新低



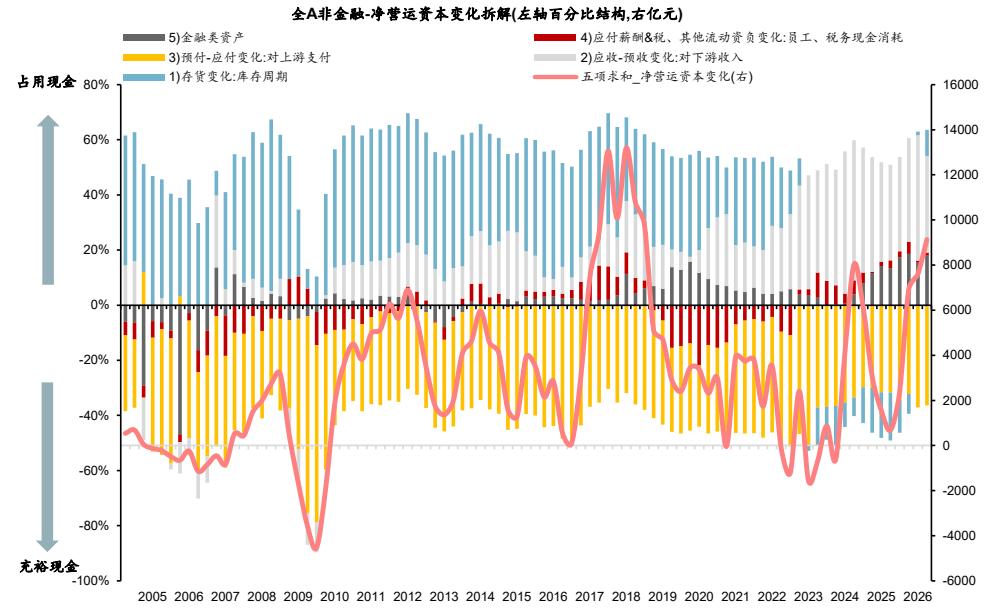
数据来源：Wind，财通证券研究所

图3: 全 A 非金融增长持续，26Q2 走高至 7%



数据来源：Wind，财通证券研究所

图4：全 A 非金融△NWC 拆分，存货转正增、金融类资产增长其次



数据来源：Wind，财通证券研究所

2 行业：关注现金流模式转型且景气加速行业

（一）FCFF 规模：总量 15440 亿元，上游资源与公用类贡献扩大。结构上，石油石化 3297 亿元、通信 1821 亿元、有色金属 1536 亿元、交通运输 1535 亿元为前四大贡献，医药生物 1276 亿元、煤炭 1113 亿元紧随其后。以行业自身十年历史衡量：环保（195 亿元）、有色金属（1536 亿元）、医药生物（1276 亿元）当前 FCFF 规模创历史新高；石油石化（95%分位）、基础化工（995 亿元、93%分位）升至 90%分位以上——注意，26Q1 时处于 90%分位以上的机械设备（当前 60%分位，544 亿元）、通信（80%分位）本均已回落，前者 FCFF 规模较 26Q1 的 897 亿元大幅收缩，后者由 2400 亿元回落至 1821 亿元。另一端，电子（-1928 亿元）、汽车（-592 亿元）FCFF 规模显著为负、均处 2.5%分位的历史低位：汽车受政策端约束、厂商账期缩短推升经营性净营运资本；电子则在景气扩张背景下开支提速叠加经营资本扩张，且 26Q2 较 26Q1（-1991 亿元、-643 亿元）均仅小幅收敛。

（二）FCFF 回报率：80%分位以上仅剩四行业，地产、环保改善最显著。为正且处十年 80%分位以上的行业为房地产 16%（93%分位）、基础化工 2.1%（88%分位）、环保 2.3%（100%分位）、医药生物 1.9%（100%分位），四者环比全部提升：地产+2.5pct、环保+1.4pct、化工+0.4pct、医药+0.4pct。26Q1 名单中的农林牧渔（当前-0.2%，FCFF 转负拖累回报率转负）与美容护理（65%分位）已双双退出。上一期规模高位的三个行业中，有色金属回报率 2.6%（63%分位）尚属合理，而机械设备（0.8%、33%分位）、通信（2.4%、40%分位）则因规模回落叠加估值中枢上移，回报率分位明显下移。

（三）CAPEX/D&A：开支意愿历史高位的行业收敛为综合、军工、煤炭。多数行业资本开支周期延续收缩（超半数一级行业 CAPEX/D&A 的十年分位不足 10%），供给端主动去开支的“高质量转型”趋势不变。十年分位维持 80%以上的为综合（2.3、100%分位，环比由 1.2 大幅抬升）、国防军工（1.6、85%分位）、煤炭（1.5、83%分位）——26Q1"军工、有色环比提升”的组合中，有色金属已回落至 35%分

仅供内部参考，请勿外传

位（1.5，环比 26Q1 的 1.6 回落），军工高位走平。综合行业的环比跳升与军工、煤炭的持续高位，与后文景气指标相互印证。

（四）盈利质量：加速改善向上游集中，“见底”名单换为地产链。以近一年二阶导>0 且回归 R^2>0.7 的有效测算筛选，EBITDA/营收处于加速改善通道的行业为：石油石化（15%，100%分位）、有色金属（14%，100%分位）、国防军工（11%，98%分位）、煤炭（28%，90%分位）、基础化工（15%，70%分位）、电子（13%，70%分位）；而处于低位加速见底的为房地产（-4%，0%分位）与建筑装饰（5.3%，2.5%分位）。26Q1 名单中的公用、环保、计算机本均因二阶导转负或 R^2失效退出。与之呼应，EBITDATTM 增量（同差）口径下：石油石化+928 亿元（90%分位）、有色金属+731 亿元（100%分位）、电子+653 亿元（100%分位）、煤炭+432 亿元（98%分位）、基础化工+298 亿元（90%分位）居前，环保（+29 亿元、88%分位）、军工（+28 亿元、85%分位）提速程度亦处历史高位；承压端则集中于消费与地产链上游——农林牧渔-256 亿元、建筑装饰-193 亿元、公用事业-158 亿元、汽车-142 亿元、建筑材料-98 亿元、食品饮料-69 亿元、钢铁-59 亿元。

表1: 一级行业 FCFF 规模，环保、有色、医药为十年新高，石化、化工在 90%分位以上

FCFF(亿元)

一级行业	走势	1601	1602	1603	1604	1701	1702	1703	1704	1801	1802	1803	1804	1901	1902	1903	1904	2001	2002	2003	2004	2101	2102	2103	2104	2201	2202	2203	2204	2301	2302	2303	2304	2401	2402	2403	2404	2501	2502	2503	2504	2601	2602	10年分位(%)
环保		14	-74	-40	11	-23	-7	-45	-92	-132	-156	-194	-152	-171	-183	-231	-287	-327	-318	-289	-267	-345	-226	-147	-165	-138	-119	-22	-53	-14	45	-78	-76	-68	-137	-52	-39	-17	-8	68	54	87	195	100
有色金属		121	136	449	190	39	-51	-315	-204	-182	-165	-86	-11	152	254	27	127	84	168	340	240	74	103	272	719	746	1105	1268	1424	1236	1039	857	632	623	691	788	1064	983	1184	1440	1237	1355	1536	100
医药生物		292	289	318	183	145	127	-5	110	-141	1	183	-63	110	351	253	468	506	729	956	876	859	1080	1044	1151	1020	927	1097	900	643	992	794	901	1082	982	673	662	436	542	816	889	1033	1276	100
石油石化		1372	1473	1871	2099	2289	2618	2539	2017	1812	2052	2161	1387	839	-34	-228	595	226	517	-332	1006	1591	2315	3031	1410	1671	1208	1501	1746	1847	435	890	2505	2720	3696	3600	2127	2597	2337	2301	2960	2565	3297	95
基础化工		224	-72	24	216	-67	87	-34	53	-87	-13	212	78	-64	186	-46	-702	-808	-334	-332	204	-88	424	168	906	1125	1281	1195	960	401	-17	-191	-21	79	216	451	619	308	530	637	632	840	995	93
社会服务		8	38	55	94	105	111	118	67	79	101	76	44	52	77	90	108	31	98	129	73	78	4	-42	6	33	1	43	9	50	70	89	105	74	101	72	100	101	79	87	103	80	101	83
通信		435	542	196	-415	-371	-949	-643	-174	-104	36	46	-137	-109	109	179	322	328	333	294	261	84	92	235	680	676	1614	1414	1829	2545	799	825	1610	1334	1390	1630	2926	2593	2438	2424	1981	2400	1821	80
房地产		-3434	-1262	739	1080	787	310	-1433	-890	-2268	-1016	-948	661	973	759	445	-508	-320	-937	-100	335	982	1266	661	1908	1490	1626	1867	28	1383	1284	950	192	-646	-944	78	863	1862	2056	2168	1635	1546	1514	80
轻工制造		70	64	14	-7	-17	2	-35	22	80	132	197	155	84	71	86	127	45	142	216	285	371	328	168	72	-37	55	109	97	224	249	323	293	196	133	2	118	82	85	15	-138	31	158	73
美容护理		-3	10	28	2	-4	-14	-19	2	5	8	16	-7	4	13	5	-7	-47	-35	-44	-43	1	4	16	50	33	35	23	34	27	32	73	54	95	80	46	14	15	54	62	71	47	30	65
国防军工		-33	-88	-210	-274	-292	-175	-37	165	162	176	209	-112	-60	-145	-169	263	193	152	191	446	264	727	459	101	-6	33	30	-6	78	-429	-174	-258	-414	-354	-354	-357	32	-31	146	-3	5	65	63
机械设备		-182	5	32	-154	-124	71	-130	225	-22	46	295	8	23	278	349	597	676	857	725	1070	765	871	735	265	-39	426	476	475	489	175	476	558	595	425	290	613	614	1003	899	1164	897	544	60
钢铁		120	236	113	110	-219	-168	-136	477	704	1197	1407	1418	1488	1230	1133	1069	903	1154	896	800	761	959	1145	1510	1738	1315	1211	548	226	305	55	466	264	325	265	464	474	358	779	509	792	846	60
电力设备		38	64	-26	-14	-182	-213	-290	-398	-442	-260	-214	-69	67	149	179	297	292	237	279	388	166	289	199	-269	-616	-82	-252	63	-112	-53	258	218	-141	-1347	-1749	-1396	-1106	156	-102	-255	-95	23	60
传媒		205	199	215	162	212	225	210	163	-139	138	75	-179	-88	-109	-41	128	218	206	256	404	446	521	477	372	335	316	247	301	327	355	571	634	555	398	310	134	143	222	206	309	359	295	58
公用事业		729	1360	1048	1214	776	-39	-108	-499	77	574	777	1242	1267	1389	1508	1277	1206	1320	1042	1400	1102	1091	1129	163	-90	-116	-199	307	230	-116	-588	-404	-705	-263	18	-201	-324	-192	165	218	500	770	58
纺织服饰		51	46	39	68	38	68	41	3	8	37	79	22	-28	95	87	181	231	202	212	145	126	99	81	257	177	224	252	181	276	318	317	399	318	276	271	140	114	166	112	260	190	170	55
农林牧渔		56	53	53	52	-41	-53	-52	-119	-105	-10	-61	-84	-26	20	98	188	21	-95	-417	-910	-1482	-1316	-1079	-925	-823	-553	-440	-370	-262	-197	-157	73	161	266	340	463	481	573	560	373	203	-32	53
交通运输		1005	1057	931	214	-83	-375	-606	52	-129	-148	281	589	1091	1745	1662	1646	1133	1358	1153	499	-258	386	694	2917	3425	3535	3671	2412	2683	2516	2563	2510	1779	1908	2280	2760	3420	3617	2855	1931	1444	1535	50
建筑装饰		580	739	-219	903	2	153	578	656	533	746	811	1976	1247	1034	637	-184	-713	-462	363	-32	304	-167	-962	99	23	1450	1930	2438	2262	2971	2000	1246	-109	-2110	-943	667	1232	1323	988	227	440	611	50
食品饮料		478	634	766	830	721	667	519	608	647	718	692	845	860	1030	940	997	853	903	1045	1126	1205	1376	1298	1497	1220	1197	1184	1195	1438	1433	1518	1706	1796	2301	2105	1741	2014	1660	1519	919	1079	986	40
商贸零售		-55	4	-121	-161	-416	-290	-116	139	229	170	66	-20	-16	90	575	359	285	309	84	225	87	369	168	164	245	435	569	404	726	576	621	759	495	413	332	495	667	330	522	90	125	144	38
计算机		122	3	-47	-138	-154	-85	-69	131	-129	-154	-176	43	34	208	178	95	79	158	335	261	240	196	44	-201	-406	-333	-241	-116	69	168	138	39	-146	-218	-117	-92	118	115	58	153	-82	-84	38
煤炭		364	204	541	465	813	1584	1337	1660	1295	962	768	740	1396	1774	1716	1821	1517	1329	1546	1928	1639	2050	2318	2728	3036	3642	3532	3264	3122	2785	2334	2074	1757	1555	1669	1029	990	700	677	989	1054	1113	33
综合		-109	-146	-120	-179	-175	-137	-236	-155	-108	-74	-16	45	-6	154	250	150	154	111	39	-37	-49	-31	-44	85	84	77	72	-41	-23	-1	5	19	-22	-26	-49	-29	-4	17	-10	-29	-76	-142	13
家用电器		507	571	649	321	469	362	154	544	315	245	250	134	36	556	1037	1130	1012	668	646	927	1028	1198	568	692	591	634	835	700	840	1212	1439	1254	1344	1231	956	850	564	585	337	-184	328	148	8
建筑材料		242	172	149	152	20	108	44	366	321	421	554	556	502	543	594	669	698	830	732	699	797	631	950	1131	929	922	472	110	114	174	221	257	200	140	103	265	282	337	273	138	148	45	5
电子		-235	-253	-194	-421	-628	-713	-619	-692	-754	-704	-939	-827	-761	-346	-299	-531	-735	-862	-768	-523	-844	-220	-67	-409	-416	-326	-779	-1129	-738	-492	-164	-204	-644	-654	-759	-591	-880	-805	-1073	-1389	-1991	-1928	3
汽车		601	693	646	761	486	519	607	656	477	581	35	10	-370	-61	269	307	823	1081	1288	1613	1807	1758	1887	1275	869	955	980	947	1092	1113	799	1396	859	1039	1008	964	840	1102	674	-312	-643	-592	3

数据来源：Wind，财通证券研究所

表2：一级行业 FCFF 回报率，环保、医药、地产、化工为正且 80%分位以上

FCFF/MV(%)

一级行业	走势	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	10年分位(%)
环保		0.3	-1.4	-0.7	0.2	-0.4	-0.1	-0.8	-1.8	-2.6	-4.0	-5.9	-3.4	-3.9	-4.6	-5.8	-6.4	-7.3	-6.2	-6.3	-4.7	-6.1	-3.6	-2.5	-2.8	-2.3	-1.8	-0.4	-0.8	-0.2	0.7	-1.2	-1.2	-1.0	-2.4	-0.7	-0.5	-0.2	-0.1	0.8	0.5	0.8	2.3	100
医药生物		1.1	1.0	1.1	0.6	0.5	0.4	0.0	0.3	-0.4	0.0	0.6	-0.2	0.3	0.9	0.6	0.9	1.0	1.0	1.4	1.0	1.0	1.5	1.5	1.8	1.6	1.4	1.7	1.2	0.9	1.5	1.2	1.4	1.7	1.8	1.1	1.1	0.7	0.7	1.1	1.3	1.5	1.9	100
房地产		-16.0	-5.5	3.2	4.9	3.6	1.4	-6.2	-4.2	-10.7	-5.7	-5.6	3.1	4.6	4.2	2.3	-2.7	-1.7	-4.4	-0.5	1.8	5.4	7.9	4.2	10.9	8.5	10.1	13.5	0.2	10.0	9.1	7.6	1.8	-6.1	-9.9	0.6	7.8	16.8	16.8	17.0	13.9	13.3	15.8	93
基础化工		1.2	-0.4	0.1	1.0	-0.3	0.4	-0.1	0.2	-0.4	-0.1	1.1	0.3	-0.3	0.9	-0.2	-2.9	-3.3	-1.0	-1.0	0.5	-0.2	0.7	0.3	2.7	3.4	3.4	3.6	2.8	1.2	-0.1	-0.6	-0.1	0.3	0.8	1.4	1.9	0.9	1.3	1.5	1.2	1.6	2.1	88
社会服务		0.2	0.8	1.2	1.9	2.1	2.5	2.5	1.7	2.0	2.7	2.3	0.9	1.1	1.4	1.6	1.8	0.5	1.0	1.4	0.7	0.7	0.1	-0.5	0.1	0.7	0.0	0.9	0.2	1.0	1.5	2.1	2.4	1.7	2.8	1.5	2.2	2.2	1.4	1.6	1.9	1.5	2.1	75
美容护理		-0.7	2.2	6.3	0.4	-1.0	-3.0	-4.0	0.3	0.8	1.6	3.4	-1.0	0.5	1.6	0.6	-0.4	-2.6	-1.5	-2.0	-1.0	0.0	0.1	0.4	1.1	0.8	0.7	0.6	0.8	0.6	0.8	2.2	1.6	2.7	2.9	1.4	0.4	0.4	1.4	1.8	2.4	1.6	1.2	65
电子		-1.4	-1.3	-1.0	-2.0	-3.0	-3.2	-2.5	-2.9	-3.2	-3.5	-5.6	-3.2	-2.9	-1.2	-1.0	-1.2	-1.7	-1.6	-1.5	-0.9	-1.4	-0.3	-0.1	-0.8	-0.8	-0.6	-1.5	-1.6	-1.1	-0.7	-0.2	-0.3	-1.0	-1.0	-0.9	-0.7	-1.0	-0.6	-0.8	-0.8	-1.1	-0.9	65
传媒		1.3	1.3	1.4	1.1	1.4	1.5	1.5	1.1	-0.9	1.2	0.7	-1.5	-0.7	-1.0	-0.4	1.0	1.6	1.2	1.8	3.0	3.3	4.5	4.0	3.3	3.0	2.6	2.4	1.6	1.8	2.2	4.1	4.8	4.2	3.6	2.2	0.9	1.0	1.2	1.2	1.8	2.1	2.0	63
有色金属		1.0	1.0	3.1	1.3	0.3	-0.3	-1.8	-1.2	-1.1	-1.3	-0.7	-0.1	1.2	1.8	0.2	1.0	0.6	1.0	2.2	1.1	0.3	0.3	0.9	3.0	3.1	4.1	5.4	5.1	4.4	4.1	3.4	2.2	2.2	2.8	2.8	3.7	3.4	2.9	3.0	1.9	2.1	2.6	63
钢铁		1.9	3.6	1.7	1.4	-2.7	-1.7	-1.5	5.5	7.9	14.6	17.9	18.2	19.1	19.3	16.8	16.0	13.5	15.7	12.7	7.6	7.2	6.5	10.3	14.9	17.2	13.4	14.1	6.1	2.5	3.6	0.6	5.5	3.1	4.7	3.2	5.6	5.7	3.7	7.7	4.9	7.6	9.9	63
国防军工		-0.4	-0.9	-2.1	-2.5	-2.7	-1.8	-0.4	1.6	1.6	2.1	2.7	-1.2	-0.6	-1.4	-1.9	2.3	1.7	0.9	1.3	3.0	1.8	3.5	2.4	0.6	0.0	0.2	0.1	0.0	0.3	-2.0	-0.8	-1.3	-2.1	-1.9	-1.5	-1.5	0.1	-0.1	0.5	0.0	0.0	0.2	63
轻工制造		1.4	1.2	0.3	-0.1	-0.3	0.0	-0.6	0.3	1.2	2.5	4.4	2.5	1.4	1.3	1.5	2.1	0.7	1.7	2.8	2.8	3.6	3.5	1.9	0.9	-0.4	0.6	1.4	1.0	2.3	2.6	3.5	3.3	2.2	1.9	0.0	1.4	0.9	0.8	0.1	-1.1	0.3	1.6	60
电力设备		0.3	0.4	-0.2	-0.1	-1.2	-1.5	-1.9	-2.7	-3.0	-2.3	-2.0	-0.4	0.4	1.0	1.2	1.6	1.6	0.9	1.0	1.0	0.4	0.5	0.3	-0.5	-1.1	-0.1	-0.4	0.1	-0.2	-0.1	0.5	0.4	-0.3	-3.0	-2.9	-2.7	-2.1	0.2	-0.1	-0.3	-0.1	0.0	60
食品饮料		3.4	3.9	4.6	4.5	3.9	3.2	2.1	2.4	2.6	3.0	3.4	2.5	2.6	2.7	2.5	2.4	2.0	1.4	1.7	1.5	1.6	2.4	1.9	2.5	2.0	1.9	2.5	2.0	2.4	2.5	2.7	3.2	3.4	5.3	4.4	3.6	4.2	3.4	3.3	2.1	2.5	2.6	58
纺织服饰		0.9	0.8	0.6	1.2	0.7	1.2	0.7	0.0	0.1	0.8	2.0	0.5	-0.6	2.2	2.1	4.8	6.1	4.5	4.7	2.6	2.3	1.9	1.6	4.3	3.0	3.6	4.8	2.9	4.4	5.1	5.1	6.3	5.0	5.4	4.7	2.4	1.9	2.5	1.7	3.8	2.8	2.7	55
公用事业		4.5	8.1	6.2	7.1	4.5	-0.2	-0.6	-3.0	0.5	3.7	5.2	7.1	7.2	8.2	9.1	7.6	7.2	7.0	5.8	6.7	5.2	4.8	4.4	0.6	-0.4	-0.4	-0.8	1.0	0.7	-0.4	-2.0	-1.2	-2.1	-0.8	0.1	-0.6	-1.0	-0.6	0.5	0.5	1.2	2.0	55
石油石化		5.9	6.3	8.1	8.3	9.1	10.1	9.8	7.7	6.9	7.7	8.2	5.7	3.5	-0.2	-1.1	3.6	1.4	3.2	-2.2	6.2	9.7	12.7	15.8	6.1	7.2	5.0	7.0	4.3	4.6	1.1	2.4	5.1	5.6	8.1	8.5	5.3	6.4	5.4	5.2	5.1	4.4	6.1	53
农林牧渔		0.7	0.6	0.6	0.6	-0.5	-0.7	-0.6	-1.5	-1.3	-0.1	-0.9	-0.7	-0.2	0.2	0.8	1.4	0.2	-0.6	-3.2	-4.9	-7.9	-8.9	-6.8	-6.4	-5.7	-3.4	-3.2	-2.5	-1.8	-1.5	-1.2	0.6	1.3	2.4	2.7	3.6	3.7	3.8	3.8	2.7	1.5	-0.2	53
建筑装饰		3.9	4.6	-1.3	4.3	0.0	0.7	2.9	3.7	3.0	4.8	5.5	11.8	7.5	7.3	4.5	-1.3	-5.2	-3.1	2.7	-0.2	2.2	-1.1	-6.1	0.5	0.1	8.3	12.2	10.7	10.0	15.7	11.4	7.2	-0.6	-13.5	-4.9	3.8	7.0	6.8	5.0	1.1	2.1	3.5	50
计算机		0.6	0.0	-0.2	-0.7	-0.8	-0.4	-0.3	0.5	-0.5	-0.7	-1.0	0.2	0.1	0.8	0.7	0.3	0.2	0.4	1.0	0.7	0.7	0.6	0.1	-0.7	-1.5	-1.2	-0.8	-0.3	0.2	0.4	0.4	0.1	-0.4	-0.8	-0.3	-0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.2	43
商贸零售		-0.6	0.0	-1.1	-1.5	-3.8	-2.6	-1.0	1.4	2.4	2.1	0.9	-0.2	-0.2	1.1	7.3	4.3	3.4	3.0	0.9	2.6	1.0	4.5	2.0	1.5	2.3	3.8	5.7	3.6	6.4	5.9	6.8	9.1	5.9	5.8	3.7	5.1	6.9	3.0	4.8	0.9	1.2	1.6	40
通信		8.0	8.8	3.0	-5.9	-5.3	-12.7	-8.0	-2.1	-1.3	0.5	0.8	-1.4	-1.1	1.2	1.9	3.0	3.1	3.1	3.0	3.0	1.0	0.9	2.4	5.6	5.5	11.9	10.5	4.4	6.1	2.0	2.2	3.8	3.2	3.4	3.6	6.1	5.4	4.1	4.2	2.7	3.3	2.4	40
交通运输		6.1	6.2	5.1	1.1	-0.4	-1.8	-2.8	0.2	-0.6	-0.8	1.6	2.5	4.7	8.3	7.9	8.0	5.5	5.5	5.0	1.8	-0.9	1.4	2.4	10.0	11.8	11.6	12.6	7.4	8.2	8.7	9.1	8.4	5.9	6.6	7.3	8.7	10.7	10.9	8.4	5.8	4.3	4.8	38
机械设备		-0.8	0.0	0.1	-0.6	-0.5	0.3	-0.5	1.0	-0.1	0.3	1.8	0.0	0.1	1.4	1.7	2.5	2.8	2.7	2.4	2.8	2.0	1.9	1.8	0.9	-0.1	1.2	1.4	1.2	1.3	0.5	1.4	1.5	1.6	1.3	0.7	1.4	1.4	1.9	1.6	1.8	1.4	0.8	33
煤炭		4.8	2.5	6.1	5.3	9.2	15.7	13.8	17.6	13.7	11.6	8.9	7.9	14.9	21.1	20.9	24.8	20.6	16.8	19.6	19.5	16.6	15.7	19.7	16.7	18.6	20.4	22.1	20.0	19.2	18.9	14.8	10.3	8.7	8.3	8.6	6.1	5.9	4.0	3.4	4.1	4.3	4.7	13
家用电器		6.9	7.1	7.6	3.2	4.7	3.3	1.2	4.6	2.6	2.5	2.8	1.1	0.3	4.5	8.1	8.9	8.0	4.3	4.0	5.1	5.6	7.9	3.8	4.6	3.9	3.9	6.2	4.2	5.1	7.5	9.3	7.0	7.5	8.0	5.0	4.4	3.0	2.8	1.6	-0.9	1.6	0.7	5
建筑材料		3.9	2.6	2.2	1.8	0.2	1.2	0.5	4.8	4.2	6.1	9.2	7.4	6.7	7.8	8.2	6.6	6.9	6.6	6.4	5.4	6.1	4.8	7.8	10.2	8.3	8.8	5.5	1.1	1.2	1.9	2.7	3.4	2.7	2.3	1.3	3.8	4.0	3.8	3.1	1.2	1.3	0.4	3
汽车		3.5	3.8	3.4	3.7	2.4	2.5	2.8	3.3	2.4	3.5	0.2	0.1	-1.9	-0.4	1.6	1.7	4.6	4.8	4.8	5.3	5.9	4.4	4.6	4.3	2.9	2.5	3.0	2.8	3.3	3.2	2.2	3.8	2.3	3.2	2.5	2.1	1.8	2.1	1.3	-0.6	-1.2	-1.4	3
综合		-2.7	-3.4	-2.8	-4.4	-4.3	-3.4	-6.0	-4.5	-3.1	-2.6	-0.6	1.5	-0.2	5.8	9.4	6.4	6.6	3.9	1.5	-1.4	-1.9	-1.0	-1.5	6.4	6.4	5.3	5.5	-3.0	-1.7	-0.1	0.4	2.0	-2.3	-3.4	-4.5	-2.7	-0.4	1.0	-0.7	-1.4	-3.7	-7.2	0

数据来源：Wind，财通证券研究所

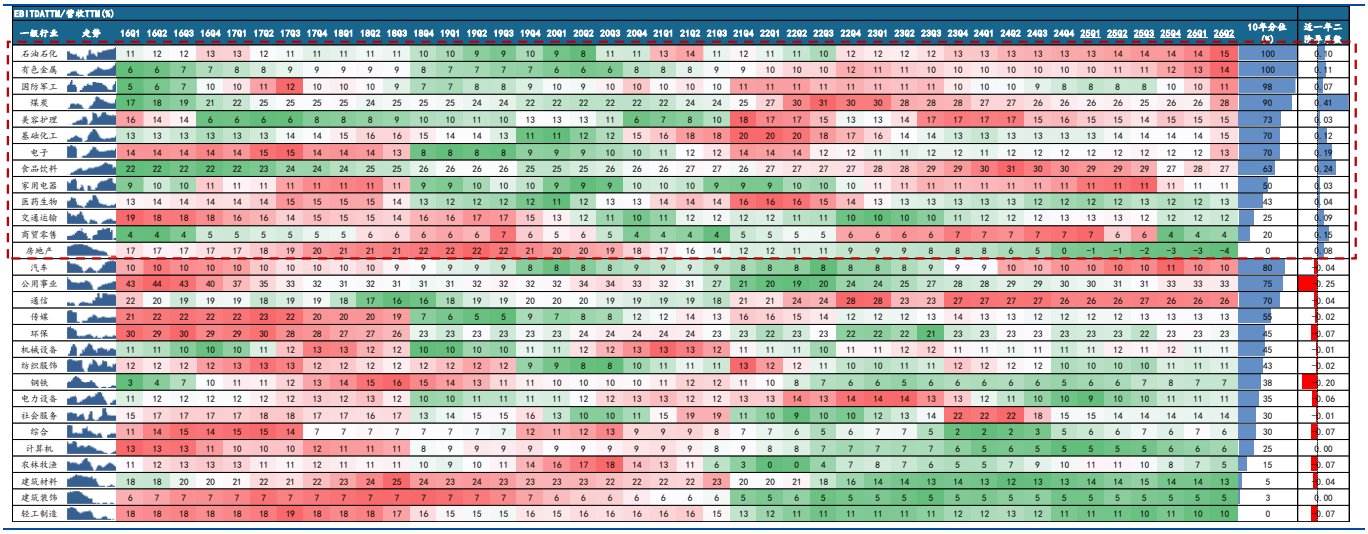
表3：一级行业 CAPEX/D&A，多数行业持续新低，Q1 走高的军工、有色边际回落

CAPEX/D&A

一级行业	走势	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2	10年分位(%)
房地产		3.1	3.5	3.5	2.8	3.0	2.8	3.2	3.5	3.8	3.5	3.7	3.6	4.1	3.3	3.6	3.8	3.6	3.9	4.1	4.1	4.5	3.7	3.4	2.5	2.2	2.0	2.3	1.9	2.1	2.0	1.9	2.1	1.8	1.5	1.4	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0
传媒		1.5	1.5	1.6	1.6	1.8	1.7	1.8	1.7	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0
钢铁		1.7	1.5	1.4	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0
轻工制造		1.7	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4	1.7	2.0	2.2	2.2	2.3	2.2	2.2	2.0	1.9	1.9	1.8	1.7	1.8	1.9	2.1	2.1	2.2	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4	1.0	0.9	0
农林牧渔		2.1	2.2	2.5	2.6	2.8	2.7	3.0	2.8	3.0	2.9	2.8	2.5	2.5	2.4	2.7	3.3	4.0	4.7	6.3	5.4	5.9	4.3	3.6	2.7	2.3	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0
医药生物		2.3	2.2	2.3	2.1	2.1	2.0	2.0	2.1	2.2	2.1	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0	2.2	2.1	2.3	2.1	2.2	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	0
家用电器		2.1	2.0	2.0	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4	1.6	1.7	2.1	2.3	2.4	2.2	1.9	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1	0
环保		3.2	3.2	3.4	3.6	3.7	3.8	4.0	4.3	4.9	4.4	4.9	4.4	4.7	4.4	4.7	4.6	4.7	4.4	4.5	4.0	4.2	3.6	3.2	2.5	2.2	2.0	1.9	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	2.0	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	0
食品饮料		1.7	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	2.1	2.5	2.6	2.5	2.3	2.2	2.1	2.3	2.1	2.2	2.0	2.0	1.9	2.0	1.9	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2	0
美容护理		2.0	1.5	1.3	1.4	1.6	1.7	1.9	1.7	1.7	1.9	1.9	2.0	1.8	1.7	1.6	1.8	1.8	1.6	2.1	3.3	3.5	3.2	3.1	2.2	2.2	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5	1.6	1.5	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3	1.3	1.2	0
基础化工		1.6	1.6	1.5	1.3	1.4	1.3	1.6	1.7	2.0	2.2	2.6	2.6	2.8	2.9	2.9	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5	2.8	2.6	3.0	2.1	2.2	2.2	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.3	2.2	2.0	1.9	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	0
机械设备		1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.5	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.7	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	0
电力设备		2.8	2.7	2.8	2.8	3.0	2.9	3.1	2.9	3.0	2.9	3.0	2.7	2.7	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.3	2.3	2.6	2.7	3.1	3.4	3.7	3.5	3.8	3.6	3.8	3.3	3.3	2.9	2.8	2.5	2.3	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	0
建筑装饰		3.4	3.2	3.4	3.1	3.4	3.3	3.1	3.5	3.2	3.1	3.1	3.0	3.2	3.1	3.2	3.3	3.3	3.5	3.6	4.2	4.4	3.9	3.8	2.9	2.7	2.6	2.6	2.5	2.6	2.5	2.6	2.6	2.8	2.5	2.4	2.2	2.1	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1	0
纺织服饰		2.1	2.1	1.9	1.7	1.7	1.7	2.1	1.7	1.9	1.9	1.7	1.8	1.8	1.6	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	3
建筑材料		0.9	0.9	0.9	1.1	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	1.5	1.5	1.6	1.6	2.1	2.0	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	5
通信		1.3	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	1.0	0.9	1.2	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	13
汽车		1.9	1.7	1.8	1.7	1.8	1.8	1.9	1.7	1.9	1.8	1.9	1.8	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	1.7	1.7	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.2	15
社会服务		1.3	1.3	1.5	1.4	1.5	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4	1.7	1.6	1.7	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.6	1.3	1.3	0.9	0.7	0.5	0.5	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	23
计算机		2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.7	2.9	2.7	3.1	3.1	3.4	3.2	3.1	2.5	2.4	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	2.1	1.9	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	1.5	23
电子		2.3	2.1	2.4	2.6	3.2	3.1	3.3	2.9	2.9	2.8	3.0	2.6	2.6	2.2	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2	2.3	2.4	2.1	2.1	1.9	2.0	1.8	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.7	1.6	25
石油石化		1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	30
商贸零售		1.9	1.8	1.7	2.0	2.0	1.9	1.9	1.7	2.0	1.9	2.0	2.1	2.0	1.9	2.0	1.9	1.8	1.5	1.3	1.4	1.4	1.1	1.2	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	35
有色金属		1.4	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	1.9	1.9	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.6	1.5	35
交通运输		1.8	1.8	1.8	2.0	1.9	1.9	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.5	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	60
公用事业		1.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.0	73
煤炭		1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	0.9	1.0	1.1	1.1	1.4	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5	1.8	1.9	2.0	1.9	1.6	1.6	1.5	83
国防军工		1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.4	1.4	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.6	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	1.8	1.7	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3	1.7	1.6	85
综合		1.6	1.5	1.5	1.6	1.8	1.9	2.1	1.3	1.4	1.4	1.7	1.6	1.6	1.4	1.7	1.5	1.5	1.6	1.7	1.9	2.1	2.0	2.0	1.1	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.2	1.2	2.3	100

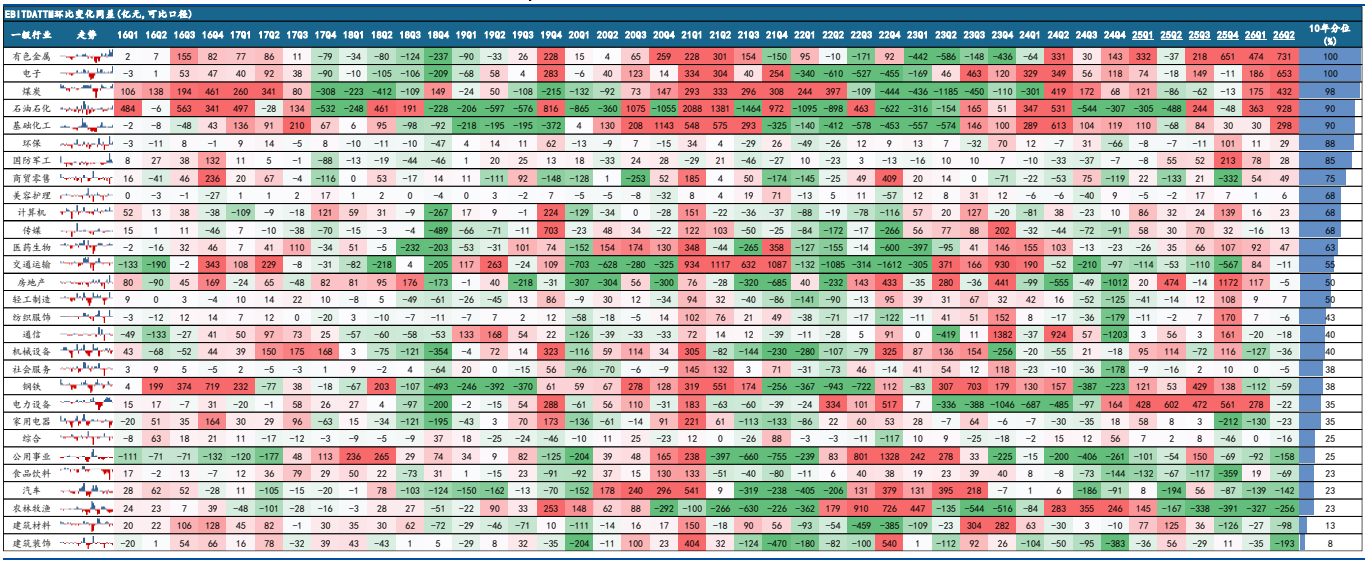
数据来源：Wind，财通证券研究所

表4：一级行业 EBITDA/营收，以二阶导看，盈利能力加速改善——石化、有色、军工、煤炭；盈利见底趋势——地产、交运



数据来源：Wind，财通证券研究所

表5：一级行业 EBITDATTM 环比变化同差，有色、电子、煤炭、石化、化工盈利增速加速提升



数据来源：Wind，财通证券研究所

【真金加速度】三级行业筛选更新：21 个行业入选，油气链、资源品接棒

参考我们此前报告《年化 22%指数的误区及再增强——自由现金流系列研究 2》对个股的筛选条件，应用在三级行业口径并适当放宽参数约束后，当前同时满足“现金流模式转型”（FCFF 规模历史分位高企且 CAPEX 意愿收缩）与“景气加速”（EBITDA/营收二阶导为正、盈利增量扩张）的行业共 21 个，较 26Q1 的 26 个进一步聚焦。FCFF 规模领先者为：油气开采Ⅲ（1314 亿元）、铜（622 亿元）、面板（358 亿元）、钾肥（272 亿元）、快递（213 亿元）、电能综合服务（146 亿元）、体外诊断（144 亿元）、煤化工（140 亿元）。

与 26Q1 名单的衔接变化：上期 FCFF 规模领先的航空运输、安防设备、纺织化学制品、固废治理本均已落选，仅快递保留并进一步上台阶；本期新晋领跑的油气开采Ⅲ、钾肥、面板均为“现金流转型+景气加速”双击下的新晋品种，电能综合服务、体外诊断则完成了由负转正的现金流模式切换，是名单中转型特征最极致的样本。整体看，筛选结果由 26Q1 的消费与服务类切换为油气链、资源品与涨价化工品主导，与一级行业层面“盈利改善向上游集中”的结论一致。

表6: 三级行业【真金加速度】思路筛选，油气开采、铜、面板、钾肥、快递等行业入选

	FCFF(亿元)						FCFF/MV(%)						CAPEX/D&A						EBITDA/营收(%)						TDATTM环比变化同差(亿元，可比口					
三级行业	2502	2503	2504	2601	2602	10年分位(%)	2502	2503	2504	2601	2602	10年分位(%)	2502	2503	2504	2601	2602	10年分位(%)	2502	2503	2504	2601	2602	10年分位(%)	近一年二阶导系数	2502	2503	2504	2601	2602
油气开采Ⅲ	849	869	1100	1063	1314	89	6.7	6.5	5.6	5.4	7.8	73	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3	22	63	61	62	61	62	83	0.26	-147	-66	57	81	199
铜	768	899	575	771	622	63	6.0	5.3	3.1	4.1	3.1	71	1.5	1.4	1.4	1.8	1.7	39	9	9	10	11	12	100	0.06	-56	67	160	178	220
面板	239	234	272	179	358	100	3.9	4.1	4.7	3.1	4.1	93	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0	18	18	17	17	18	71	0.11	-83	56	-185	-37	13
钾肥	13	102	101	207	272	97	0.9	5.3	3.5	7.2	8.0	88	1.8	2.0	1.7	1.7	1.3	39	47	50	49	53	68	93	1.98	31	17	8	23	33
快递	187	245	103	141	213	88	5.4	7.6	3.2	4.3	7.5	98	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	24	10	10	10	10	10	20	0.09	-74	-24	34	16	21
电能综合服务	-155	-119	-56	-34	146	100	-7.4	-5.5	-2.3	-1.4	6.0	100	2.5	2.4	2.1	2.1	1.6	0	22	23	25	25	37	69	1.50	-22	2	37	3	29
体外诊断	-14	1	11	53	144	100	-0.4	0.0	0.4	1.9	5.1	98	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	2	20	19	22	21	29	54	0.93	-9	-17	54	0	42
煤化工	72	71	58	126	140	89	3.5	3.4	1.8	3.9	5.2	89	1.8	1.7	1.4	1.3	1.4	6	17	18	18	19	21	78	0.28	-21	24	7	11	34
其他化学原料	136	103	92	122	136	85	9.2	7.3	4.9	6.5	7.6	95	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	5	18	18	16	16	19	56	0.57	1	-18	-35	-3	34
大宗用纸	-22	-8	-52	69	130	100	-2.2	-0.8	-5.1	6.8	13.9	90	1.5	1.5	1.3	0.4	0.3	0	4	3	5	6	7	15	0.15	-32	1	106	29	40
聚氨酯	-163	-18	23	43	120	63	-6.4	-0.8	0.7	1.3	4.4	76	2.2	2.0	1.8	1.6	1.3	12	16	16	16	16	18	46	0.23	-11	13	52	29	67
油气及炼化工程	-15	-25	78	74	106	90	-2.4	-3.9	9.2	8.8	14.3	95	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8	49	5	5	5	5	5	46	0.05	0	-3	-4	-3	3
商用载货车	8	62	125	93	88	61	0.3	2.5	5.0	3.8	5.1	66	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7	10	4	4	4	4	4	56	0.00	8	6	28	4	17
水务及水治理	-36	33	-11	-17	83	95	-1.2	1.1	-0.4	-0.5	3.0	95	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3	0	34	32	33	32	33	54	0.22	6	-22	-9	2	2
印刷包装机械	21	21	21	19	42	76	3.5	3.5	3.7	3.2	8.4	100	1.6	1.5	1.2	1.0	1.1	7	13	13	14	13	40	100	3.77	1	0	2	-6	48
电视广播Ⅲ	54	26	80	31	33	85	3.0	1.5	4.9	1.9	2.3	71	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	5	21	21	19	19	19	2	0.15	3	2	-10	0	2
彩电	54	57	23	35	30	61	5.0	5.3	1.8	2.8	2.7	63	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8	15	6	6	6	6	6	80	0.05	0	12	-12	-7	14
汽车综合服务	6	-1	8	7	15	90	1.3	-0.2	2.1	1.7	4.0	95	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	37	15	15	17	17	21	66	0.36	0	0	4	-1	4
专业连锁Ⅲ	26	44	55	25	13	61	4.0	7.1	9.3	4.2	2.7	63	0.9	0.7	0.7	0.8	0.6	2	2	2	2	2	2	10	0.03	-5	1	1	2	7
耐火材料	11	1	12	7	11	80	2.9	0.2	3.0	1.8	3.1	66	0.7	0.7	1.0	0.9	0.9	39	8	8	6	5	6	2	0.21	-2	-1	-3	-2	2
其他橡胶制品	7	6	10	8	11	98	1.0	0.9	1.5	1.2	1.9	100	1.6	1.4	1.4	1.2	0.8	0	10	9	9	8	9	12	0.18	0	-1	-5	-2	4

数据来源：Wind，财通证券研究所

3 【真金加速度】现金流增强组合更新

【真金加速度】组合更新，盈利增长回归重视“现金流模式”+“景气加速”。在上市公司整体前端盈利增长回归的背景下，市场对成长风格的风偏或再迎提升。而如我们此前报告《年化 22%指数的误区及再增强——自由现金流系列研究 2》所述，传统现金流指数产品的定位更加偏向于追求稳定性，在当前市场环境极大可能面临弹性不足，故投资者更应重视我们此前叠加景气因子考量而构建的【真金加速度】个股组合，组合最新行业权重分布及个股情况见下。

表7：【真金加速度】组合 26/8/31 调仓后权重领先行业包括医药 15%、化工 12%、环保 9%、交运 9%

一级行业	组合内行业权重14以来走势图(%)	20/8/31	20/10/31	21/4/30	21/8/31	21/10/31	22/4/30	22/8/31	22/10/31	23/4/30	23/8/31	23/10/31	24/4/30	24/8/31	24/10/31	25/4/30	25/8/31	25/10/31	26/4/30	26/8/31
医药生物		4	5	3	3	3	9	10	9	14	8	2	10	5	7	4	5	7	19	15
基础化工		12	13	10	5	5	3	13	5	2	6	4	5	7	11	9	5	12	5	12
环保		0	0	0	0	0	0	5	5	2	0	2	0	5	7	7	10	12	7	9
交通运输		8	15	14	19	11	3	3	14	6	4	6	2	9	2	2	24	7	7	9
有色金属		0	0	3	0	8	6	13	5	2	2	6	5	7	9	4	2	2	2	9
公用事业		8	10	1	3	3	0	3	2	8	0	6	2	7	0	4	2	2	0	9
石油石化		0	0	4	0	0	0	3	5	0	2	0	2	2	0	0	2	5	7	6
电力设备		12	8	1	0	0	6	0	0	0	2	9	10	12	11	7	7	5	5	6
纺织服饰		0	8	7	10	0	0	0	7	0	8	9	7	0	2	7	7	2	10	3
汽车		20	13	8	5	5	6	3	5	6	8	6	5	5	9	9	7	7	5	3
商贸零售		0	3	7	8	11	6	8	2	10	13	9	10	2	2	11	2	5	5	3
电子		0	0	3	3	0	3	0	2	6	6	4	0	2	2	7	0	2	2	3
房地产		4	8	4	14	14	12	8	11	4	6	4	2	2	0	2	0	5	0	3
食品饮料		0	0	6	3	0	3	0	0	0	2	0	2	2	2	0	5	2	0	3
社会服务		0	0	0	0	3	0	0	2	2	4	4	2	0	0	2	2	0	0	3
计算机		0	3	1	0	0	0	0	2	0	2	2	2	0	2	0	2	0	0	3
机械设备		4	3	3	2	3	6	8	7	4	12	6	5	12	7	9	7	5	10	0
轻工制造		0	0	3	5	8	0	8	0	4	4	6	10	0	5	2	5	7	5	0
农林牧渔		8	0	0	0	0	0	3	0	4	0	2	2	5	9	4	2	0	5	0
建筑装饰		4	5	4	8	3	0	0	5	10	4	2	10	2	9	0	0	0	5	0
钢铁		4	3	4	3	3	0	3	2	2	2	4	0	0	0	2	2	2	2	0
综合		4	0	0	0	0	0	0	0	2	2	0	0	0	0	0	0	5	0	0
建筑材料		0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	0	0	0	2	0	0
传媒		4	0	4	5	5	3	0	2	4	0	6	0	0	0	7	0	2	0	0
煤炭		4	3	0	0	11	24	10	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0
家用电器		0	5	0	0	3	6	3	9	8	6	4	2	7	0	2	0	0	0	0
国防军工		0	0	3	0	0	3	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
通信		0	0	3	2	3	0	0	0	0	0	0	0	5	2	0	0	0	0	0
美容护理		0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：Wind，财通证券研究所；数据截至 26/8/31

表8：【真金加速度】组合 26/8/31 调仓后成分

								EBITDA_TTM/营收TTM(%)				FCFF回报率=FCFF_TTM/总市值				CAPEX_TTM/D&A_TTM			
证券代码	证券简称	一级行业	三级行业	总市值(亿元)	上市日期	最新报告期披露日	最新报告期	上期报告期	最新报告期	最新分位	近5年季频变化趋势	上期报告期	最新报告期	10年分位	近10年季频变化趋势	上期报告期	最新报告期	最新分位	近10年季频变化趋势
601816.SH	京沪高铁	交通运输	铁路运输	2397	2020-01-16	2026-08-31	2026-06-30	57	57	58%		8%	9%	100%		0.1	0.1	4%	
601600.SH	中国铝业	有色金属	铝	1999	2007-04-30	2026-08-28	2026-06-30	18	21	100%		15%	23%	90%		0.7	0.7	34%	
002648.SZ	卫星化学	基础化工	其他化学原料	997	2011-12-28	2026-08-15	2026-06-30	27	30	90%		8%	12%	90%		0.5	0.5	20%	
000301.SZ	东方盛虹	石油石化	炼油化工	877	2000-05-29	2026-08-29	2026-06-30	11	13	55%		16%	24%	100%		1.0	1.0	5%	
300475.SZ	香农芯创	电子	其他电子Ⅲ	812	2015-06-10	2026-08-28	2026-06-30	6	8	48%		5%	9%	100%		0.4	0.7	49%	
002532.SZ	天山铝业	有色金属	铝	770	2010-12-31	2026-08-19	2026-06-30	31	35	100%		10%	12%	100%		0.9	0.8	7%	
603806.SH	福斯特	电力设备	光伏辅材	489	2014-09-05	2026-08-20	2026-06-30	8	13	35%		3%	8%	93%		0.8	0.8	5%	
000967.SZ	盈峰环境	环保	环保设备Ⅲ	437	2000-03-30	2026-08-28	2026-06-30	14	17	95%		-3%	11%	100%		0.9	0.6	0%	
600663.SH	陆家嘴	房地产	商业地产	414	1993-06-28	2026-07-30	2026-06-30	26	25	0%		27%	21%	90%		1.1	1.1	5%	
688599.SH	天合光能	电力设备	光伏电池组件	407	2020-06-10	2026-08-07	2026-06-30	1	3	21%		20%	23%	100%		0.6	0.6	4%	
002468.SZ	申通快递	交通运输	快递	250	2010-09-08	2026-08-28	2026-06-30	8	9	65%		3%	9%	100%		1.4	1.2	7%	
000875.SZ	电投绿能	公用事业	电能综合服务	237	2002-09-26	2026-08-25	2026-06-30	50	51	85%		7%	16%	100%		1.3	1.0	0%	
002408.SZ	齐翔腾达	石油石化	其他石化	187	2010-05-18	2026-08-25	2026-06-30	5	5	13%		4%	8%	100%		0.3	0.0	0%	
000089.SZ	深圳机场	交通运输	机场	146	1998-04-20	2026-08-20	2026-06-30	42	50	95%		10%	11%	98%		0.4	0.3	5%	
000599.SZ	青岛双星	汽车	轮胎轮毂	135	1996-04-30	2026-08-14	2026-06-30	8	15	100%		2%	9%	98%		1.2	0.7	27%	
600116.SH	三峡水利	公用事业	电能综合服务	126	1997-08-04	2026-08-21	2026-06-30	17	21	50%		-1%	10%	100%		1.4	1.0	0%	
601330.SH	绿色动力	环保	固废治理	123	2018-06-11	2026-08-29	2026-06-30	48	48	38%		13%	16%	100%		0.4	0.4	0%	
300244.SZ	迪安诊断	医药生物	诊断服务	121	2011-07-19	2026-08-21	2026-06-30	11	12	28%		15%	15%	95%		0.4	0.5	2%	
600163.SH	中闽能源	公用事业	风力发电	117	1998-06-02	2026-08-28	2026-06-30	82	84	55%		15%	28%	100%		0.4	0.3	24%	
600572.SH	康恩贝	医药生物	中药Ⅲ	114	2004-04-12	2026-08-26	2026-06-30	15	15	33%		8%	9%	100%		0.4	0.3	0%	
603883.SH	老百姓	医药生物	线下药店	106	2015-04-23	2026-08-28	2026-06-30	11	11	58%		28%	27%	98%		0.1	0.1	0%	
000516.SZ	国际医学	医药生物	医院	103	1993-08-09	2026-08-21	2026-06-30	12	12	78%		11%	11%	100%		0.2	0.2	2%	
600874.SH	创业环保	环保	水务及水治理	98	1995-06-30	2026-08-26	2026-06-30	46	47	68%		28%	33%	100%		0.7	1.0	7%	
002380.SZ	科远智慧	计算机	IT服务Ⅲ	83	2010-03-31	2026-08-24	2026-06-30	15	15	33%		7%	8%	100%		0.2	0.3	5%	
000989.SZ	九芝堂	医药生物	中药Ⅲ	83	2000-06-28	2026-08-20	2026-06-30	22	25	85%		5%	8%	93%		0.3	0.5	12%	
603055.SH	台华新材	纺织服饰	其他纺织	81	2017-09-21	2026-08-27	2026-06-30	19	20	68%		11%	13%	100%		1.4	1.5	9%	
603101.SH	汇嘉时代	商贸零售	多业态零售	52	2016-05-06	2026-07-31	2026-06-30	16	18	85%		8%	14%	98%		0.6	0.4	5%	
000526.SZ	学大教育	社会服务	培训教育	42	1993-11-01	2026-08-18	2026-06-30	20	21	80%		16%	17%	100%		0.4	0.3	12%	
605158.SH	华达新材	有色金属	其他金属新材料	41	2020-08-05	2026-08-28	2026-06-30	0	1	5%		18%	46%	96%		1.9	0.4	5%	
002998.SZ	优彩资源	基础化工	涤纶	34	2020-09-25	2026-07-16	2026-06-30	10	10	50%		10%	10%	100%		0.3	0.6	36%	
603237.SH	五芳斋	食品饮料	预加工食品	34	2022-08-31	2026-08-27	2026-06-30	13	15	79%		3%	9%	100%		0.7	0.5	0%	
300575.SZ	中旗股份	基础化工	农药	32	2016-12-20	2026-08-18	2026-06-30	6	8	11%		5%	11%	100%		0.7	0.6	0%	
920471.BJ	美邦科技	基础化工	其他化学制品	12	2023-05-25	2026-08-22	2026-06-30	2	8	42%		6%	8%	100%		0.0	-0.3	0%	

数据来源：Wind，财通证券研究所；数据截至 26/8/31

4 风险提示

1）宏观及行业政策、监管环境发生重大变化，使得行业发展逻辑根本性改变：若未来宏观经济政策出现转向（如货币政策收紧、产业政策调整），或行业监管出台新规，可能导致原有商业模式失效、盈利预期大幅下修，投资者需密切关注政策动向；

2）历史经验不代表未来：股市产业结构、投资者结构改变可能阶段性改变市场资金行为，本文仅以历史数据进行复盘分析；

3）组合策略基于历史数据回测：策略构建依赖于对历史价格、财务指标、市场情绪等数据的统计分析和回测优化，个股公司未来基本面及估值情况可能发生较大变化。

仅供内部参考，请勿外传

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。