

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 业绩增速平稳，全年有望正增长 —上市公司 2019 年三季度报深度分析

分析师：

孙征

执业证书编号：S1380515090001

联系电话：010-88300852

邮箱：sunzheng@gkzq.com.cn

2019 年 11 月 15 日

### 内容提要：

上市公司 2019 年三季度报显示，全部 A 股归母净利润累计同比增速为 6.73%，扣除金融行业和中石油中石化以后，三季度报利润同比增速为-0.40%。

考虑到 2018 年四季度企业受计提大额固定资产减值准备影响，导致业绩增速出现明显下降，今年如果未再出现计提大额固定资产减值准备，则上市公司净利润同比增速有望明显修复，全 A 除金融两油全年业绩增速有望在 20-30%左右。但如扣除固定资产减值准备影响，真实业绩同比增长或在 5-10%。

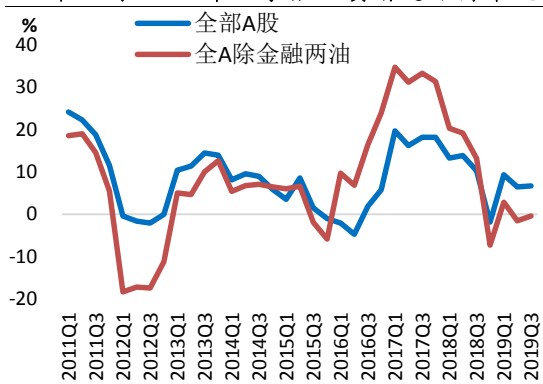
我们预计中小板全部公司 2019 年净利润增速或在 60-80%，较中报预期有所增长，但如果扣除非经常性损益导致的低基数因素，真实利润增速或在 ±10%之间。创业板 2019 年业绩同比增速有望达到 250-300%，但如果将创业板 2018 年业绩进行调整（按照三季度利润占全年业绩的均值重估），则创业板业绩实际增长水平或在 5-10%，如果扣除今年业绩大增的农业股及部分业绩波动异常的公司，则其业绩增速可能进一步下降至 ±5%之间。

行业方面，今年前三季度金融业贡献了绝大部分盈利增长，建筑和房地产行业延续正增长，周期性行业普遍表现不佳，仅有机械设备行业维持较快增长，但增速也在逐季下降；医药消费有较好表现，食品饮料行业自 2015 年以来已经连续 19 个季度维持正增长，不过近两个季度也出现增速缓慢下行；TMT 总体表现不佳，但计算机行业今年有复苏迹象。

从估值角度来看，银行、房地产、建筑装饰等行业显著低于中位估值，距离历史低位也仅有一步之遥，且其业绩仍较为稳定，如果基本面进一步改善则有估值修复机会。

**风险提示：**上市公司业绩变脸，经济下滑超预期。

### 上市公司 2019 年三季度报业绩增速保持平稳



### 相关报告

业绩整体增长乏力，寻找结构性机会——上市公司2019年中报深度分析

业绩改善，但企业经营压力仍大——上市公司2018年报及2019年一季报分析

三季度表现不佳，全年增长堪忧——上市公司2018年三季度报分析

目录

一、三季度业绩增速保持平稳 .....	3
二、三季度业绩拆解分析 .....	3
1. 营业收入增速温和下行 .....	3
2. 毛利率和净利率稳中有降 .....	4
3. 四费占比有所分化 .....	5
4. 总资产周转率出现分化 .....	6
5. 资产负债率明显下降 .....	6
6. 净资产收益率尚未见底 .....	7
7. 总结 .....	8
三、中小创三季度报受少量公司影响较大 .....	8
1. 中小创业绩情况 .....	8
2. 中小创估值情况 .....	11
四、行业分析 .....	12
1. 风格类别行业表现 .....	12
2. 申万一级行业分析 .....	13
3. 行业估值 .....	16

图表目录

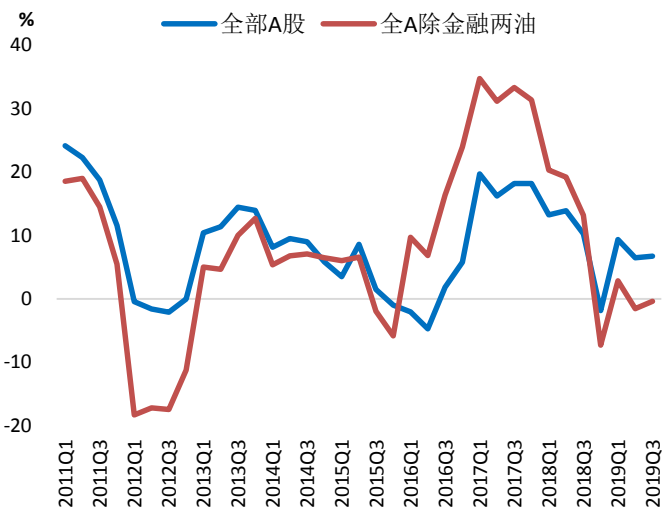
图 1: A 股 2019 年三季度业绩增速保持平稳 .....	3
图 2: 中小创 2019 年三季度业绩增速回升 .....	3
图 3: A 股营业收入增速小幅下行 .....	4
图 4: 营收变化趋势与 PPI 基本一致 .....	4
图 5: A 股毛利率继续下降 .....	5
图 6: A 股净利率处于近年来均值附近 .....	5
图 7: 四项费用占比分化 (数据经平滑处理) .....	5
图 8: 全 A 除金融两油总资产周转率持续下降 .....	6
图 9: 资产负债率明显下降 .....	7
图 10: 全 A 除金融两油 ROE (TTM) 小幅下降 .....	8
图 11: 中小创三季度业绩明显改善 .....	9
图 12: 剔除部分行业和公司后改善幅度有限 .....	9
图 13: 中小创营业收入增速小幅反弹 .....	10
图 14: 毛利率难以提升 .....	10
图 15: 中小板综指 PE BAND .....	11
图 16: 创业板综指 PE BAND .....	12
图 17: 金融消费风格企业保持正增长, 周期性企业继续寻底 .....	13
图 18: 各行业净利润占比近两年变化 .....	14
图 19: 近 3 个季度各行业利润累计同比增长对比 .....	15
图 20: 部分行业 2018-2019 年 PB-ROE 对比图 (横轴为 PB, 纵轴为 ROE) .....	18
表 1: 申万一级行业指数估值指标与 2000 年以来数据对比 (按市盈率与历史最低之差排序) .....	17

## 一、三季报业绩增速保持平稳

截至11月1日，除了\*ST长生以外，其他上市公司2019年三季报已公布完毕，全部A股归母净利润累计同比增速为6.73%，扣除金融行业和中石油中石化以后，三季报利润同比增速为-0.40%。金融行业2019年三季度延续稳定增长，且占据全市场净利润超半壁江山（52.3%），其对三季报业绩增长贡献高达92.9%，除金融业外的其他公司合计对三季报增长贡献仅有7.1%，虽然依旧极少但强于中报（-2.4%）。

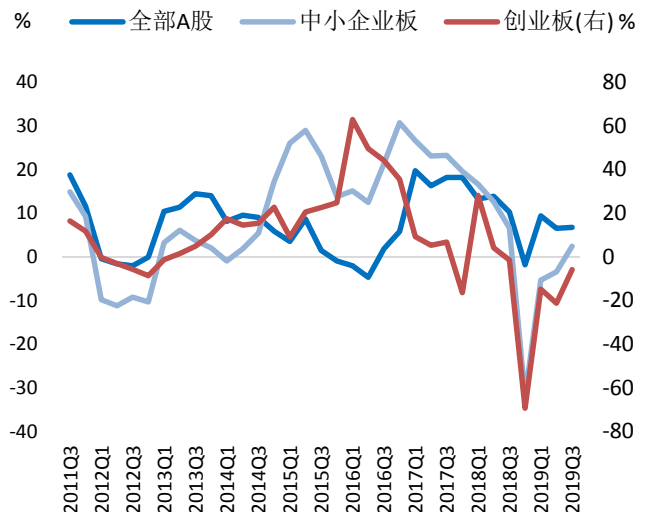
中小板上市公司2019年三季报归母净利润增速为2.45%，与中报（-3.45%）相比有所改善，连续两个季度增速上行，三季报终于转正。创业板上市公司三季报归母净利润增速为-5.88%，与中报（-21.32%）相比显著转好，单季同比增速高达23.35%，但主要由少数公司贡献，具体情况详见后文分析。

图1: A股2019年三季报业绩增速保持平稳



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图2: 中小创2019年三季报业绩增速回升



资料来源: Wind, 国开证券研究部

## 二、三季度业绩拆解分析

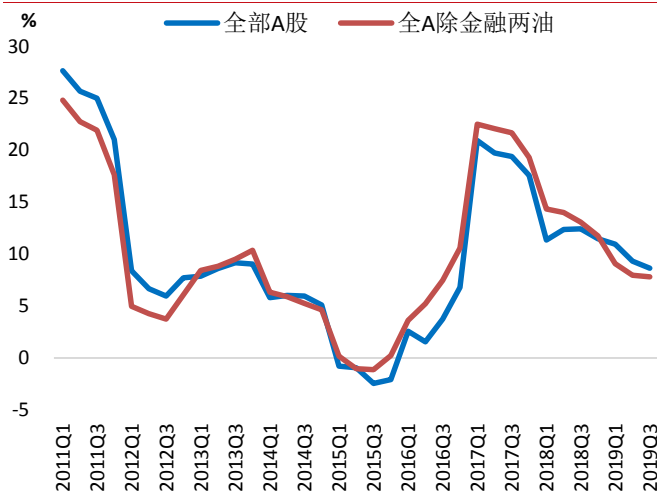
### 1. 营业收入增速温和下行

2019年三季报显示，上市公司营业收入同比延续温和下滑趋势。全部A股2017年初营业收入增速创出5年来新高后，阶段顶部迹象明显，2019年三季度营业收入同比增速为8.66%，创出近11个季度以来新低，全A除金融两油营业收入同比为7.82%，连续第11个季度下降，不过下行速

度有所放缓。

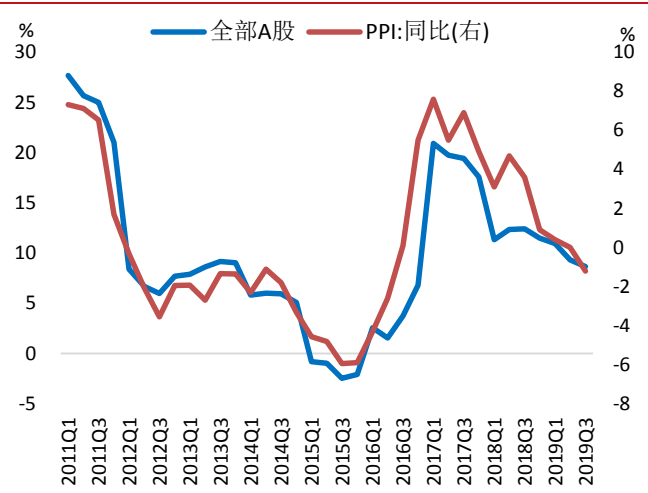
A 股营业收入同比变化趋势与 PPI 基本一致，两者相关性强且基本同步，PPI 公布频率较高，因此通过 PPI 趋势可提前预判营业收入变化。PPI 自 2017 年初见顶以后，与营业收入增速同步下行，今年 9 月 PPI 同比下降 1.2%，三季报营业收入增速也较中报继续下滑 0.66 个百分点。不过考虑到去年四季度工业品价格下跌较为明显（尤其是 11 月份），今年四季度 PPI 同比或将出现阶段底部，虽然在需求乏力的情况下工业品价格缺少上涨动力，但同比数据改善也有望令营业收入增速下滑趋势进一步放缓。

图 3: A 股营业收入增速小幅下行



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 营收变化趋势与 PPI 基本一致



资料来源: Wind, 国开证券研究部

## 2. 毛利率和净利率稳中有降

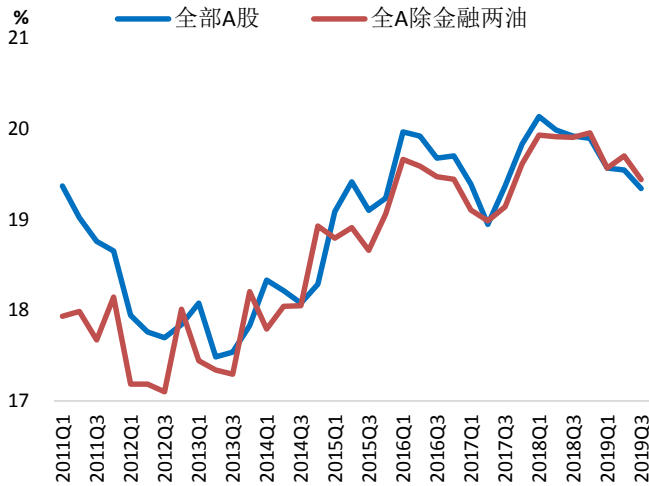
在营收增速下降过程中，上市公司毛利率也逐步下行，但净利率保持平稳。

全部 A 股三季报毛利率为 19.34%，略低于中报（19.54%），扣除金融两油后毛利率为 19.44%，同样低于中报（19.70%）。全部 A 股除金融两油当前毛利率与去年三季报（19.92%）相比有所下降，考虑到目前毛利率水平从 2018 年四季度见顶（19.96%）后仍处于下行阶段，在终端需求放缓的压力下，毛利率下降趋势或仍未结束。

全部 A 股三季报净利率 9.69%，低于中报（9.90%），与去年三季报（9.83%）相比差距并不显著；全 A 除金融两油三季度净利率 6.45%，低于中报（6.56%）且低于去年三季报（6.89%），但下降程度并不明显。今年以来

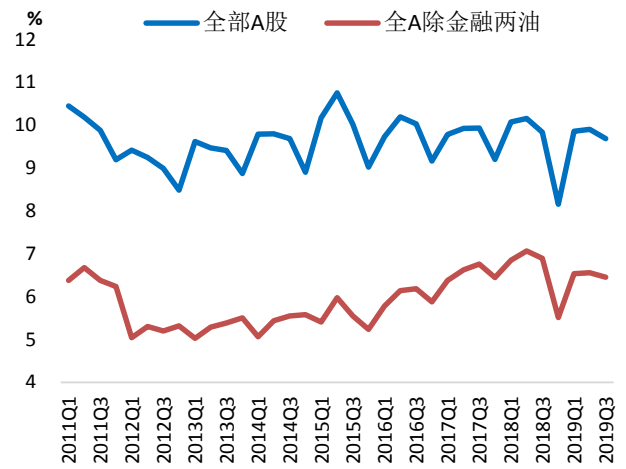
减税降费政策或对上市公司净利率保持平稳有一定帮助，但考虑到过去3年企业净利率一直维持小幅上行，2019年减税降费政策的实质性影响有限。

图 5: A 股毛利率继续下降



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: A 股净利率处于近年来均值附近

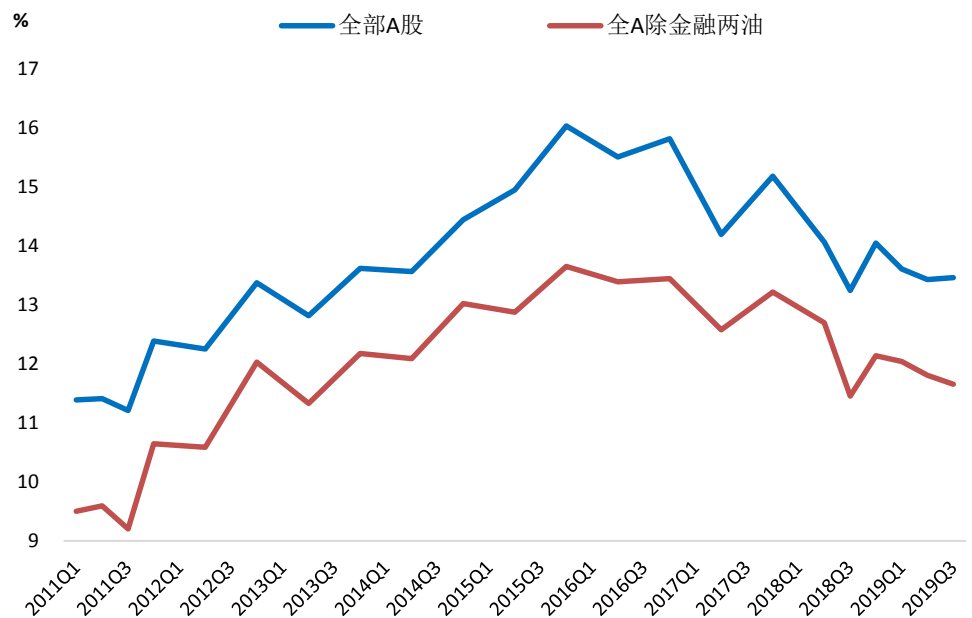


资料来源: Wind, 国开证券研究部

### 3. 四费占比有所分化

全部 A 股三季报四费（管理费用、销售费用、财务费用、研发费用）占比为 13.46%，与中报（13.43%）相比微幅上升，2016 年以来费用占比趋势以下降为主；全 A 除金融两油三季报四费占比 11.66%，比中报（11.81%）有所下降。

图 7: 四项费用占比分化（数据经平滑处理）



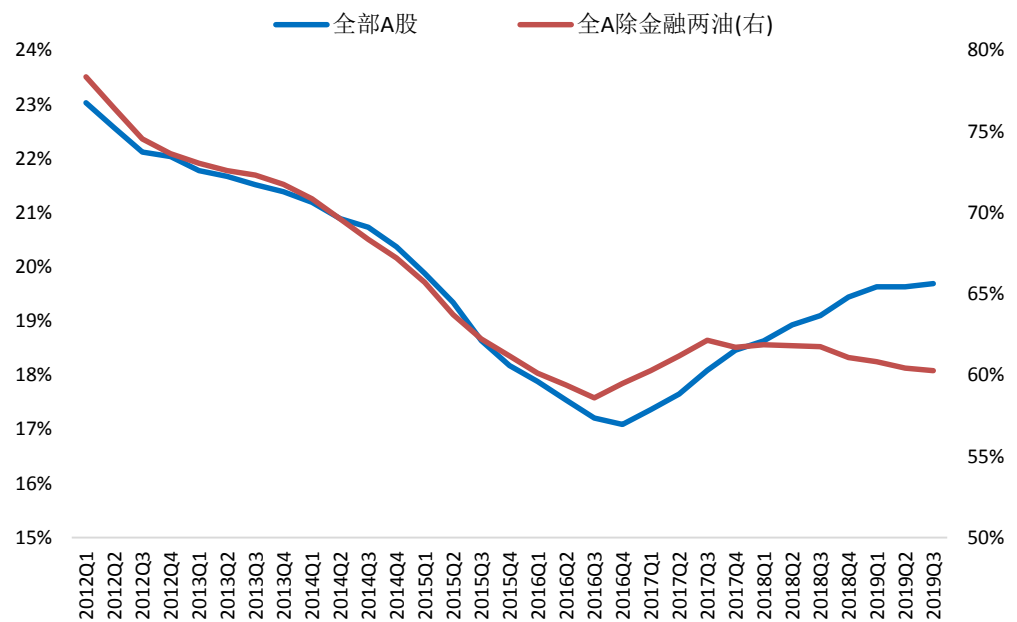
资料来源: Wind, 国开证券研究部

具体来看，全部 A 股除金融两油三季度销售费用占比 4.56%，环比下降 0.03 个百分点，好于近 8 年均值（增加 0.03 个百分点）；管理费用占比 3.69%，环比下降 0.01 个百分点，降幅弱于均值（下降 0.13 个百分点）；财务费用占比 1.63%，环比下降 0.04 个百分点，略强于均值（微增 0.01 个百分点）；研发费用占比 1.78%，比前值下降 0.18 个百分点，略高于去年同期（下降 0.12 个百分点）。

#### 4. 总资产周转率出现分化

全部 A 股三季度总资产周转率（TTM）19.7%，略高于前值，处于近 4 年以来高位，但全 A 除金融两油总资产周转率（60.3%）较前值下降 0.1 个百分点，连续 8 个季度保持稳中有降的态势。金融行业总资产周转率与其他行业相比分化较为明显。

图 8：全 A 除金融两油总资产周转率持续下降



资料来源：Wind、国开证券研究部

#### 5. 资产负债率明显下降

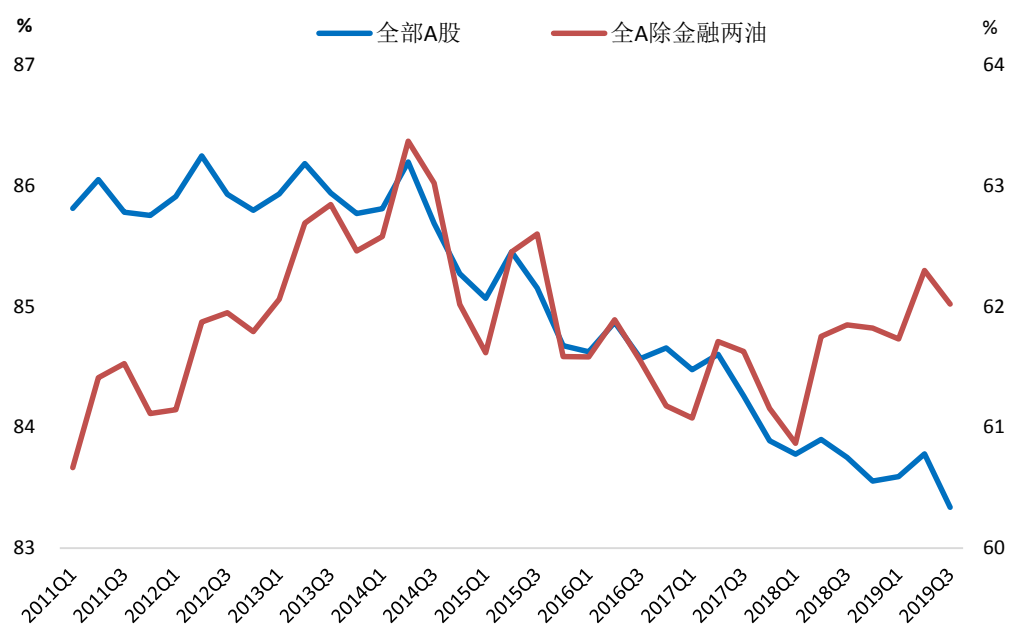
全部 A 股 2019 年三季度资产负债率（整体法）为 83.34%，低于前值（83.78%），全 A 除金融两油三季度资产负债率 62.02%，低于前值（62.30%）。

近期社科院公布了最新一期中国杠杆率报告，2019 年三季度实体经济部门杠杆率继续保持平稳态势，由二季度末的 249.5% 升至 251.1%，上升了

1.6个百分点。前三季度增量较多的主要是居民杠杆率，从2018年末的53.2%增加到2019年第三季度的56.3%，累计上升3.1个百分点，其中三季度上升1个百分点。非金融企业杠杆率前三季度分别增长3.3、-1.2和-0.1个百分点，虽然一季度增长较快，但二三季度均出现下降，与宏观经济热度基本同步。

社科院报告指出，杠杆率波动对于PPI同比增速具有先行作用，企业杠杆率转向后，PPI同比会在滞后4期内出现拐点，由于2019年前三季度企业部门杠杆率的跌幅逐渐收窄，PPI的同比增速有望在年底由负转正。

图9：资产负债率有所下降



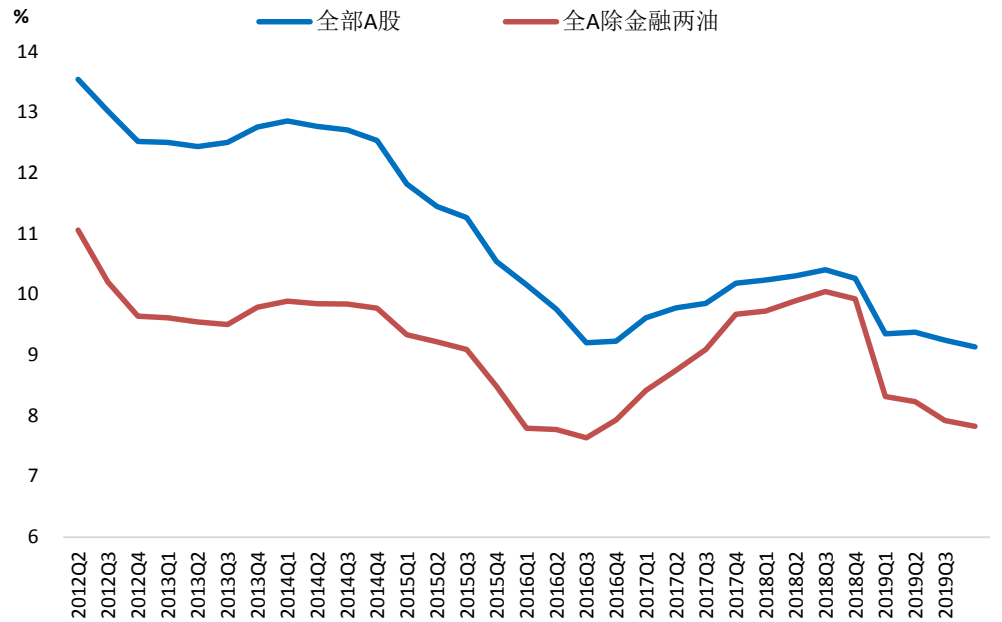
资料来源：Wind、国开证券研究部

## 6. 净资产收益率尚未见底

全部A股的净资产收益率(TTM)2019年三季报(9.13%)较前值下降0.11个百分点，全A除金融两油净资产收益率(TTM)(7.83%)环比下降0.09个百分点，较二季度(下降0.31个百分点)明显收窄，但仍高于长期均值(下降0.04个百分点)。

当前PPI尚未改变下降趋势，如果按照社科院预测PPI增速有望由负转正的话，预计上市公司四季度营收增速或将趋于平稳，考虑到销售净利率稳中有降、资产负债率下降、总资产周转率分化、四费占比下降不明显，四季度ROE将保持温和下降或持平态势，企业经营情况明显转好的概率不大。

图 10: 全 A 除金融两油 ROE (TTM) 小幅下降



资料来源: Wind、国开证券研究部

## 7. 总结

总体来看, 2019 年三季报略好于市场预期, 但目前仍看不到 ROE 见底的迹象。与此同时, 工业企业利润下行明显, 固定资产投资增速持续走低, 产能扩张尚未出现, 四季度企业经营环境依旧难以出现明显改善。

如果 PPI 增速在四季度逐步见底并转正, 营收增速下降趋势或将有所改善。考虑到 2018 年四季度企业受计提大额固定资产减值准备影响, 导致业绩增速出现明显下降, 今年如果未再出现计提大额固定资产减值准备, 则上市公司净利润同比增速有望明显修复, 全 A 除金融两油全年业绩增速有望在 20-30% 左右。但如扣除固定资产减值影响, 真实业绩同比增长或在 5-10%。

## 三、中小创三季报受少量公司影响较大

### 1. 中小创业绩情况

2019 年三季度中小创业绩增速均有复苏迹象, 中小板三季报业绩同比增长 2.45%, 前值为-3.45%, 业绩增速连续第二个季度提高, 创业板三季报业绩同比下降 5.88%, 前值为-21.32%, 三季度单季度业绩同比增长高达 23.35%。

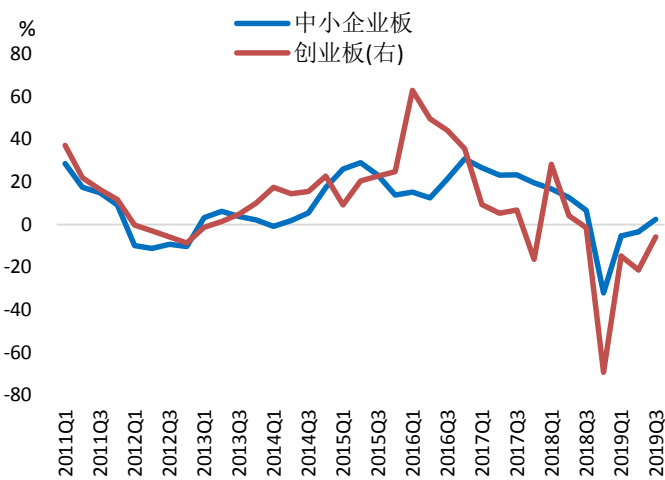


不过中小创受少量行业和公司的影响依旧较为显著。

中小板受金融行业和农业板块影响较大，如果扣除金融和农业，中小板三季报和中报业绩同比分别为-2.51%、-7.71%，增速均有明显下降，三季报增速较中报的改善程度也有所减少。此外苏宁易购和宁波东力两家公司因非经常性损益导致同比业绩出现较大波动，是三季报业绩波动的主要原因，如果不扣除金融农业，仅扣除苏宁易购和宁波东力的话，中小板三季报和中报业绩同比增长分别为-1.32%、-2.26%，三季度单季度业绩增速为-0.37%，与全部中小板的10.92%相差甚远，因此少数公司非经常性损益是导致中小板业绩增速看似复苏的主要原因。

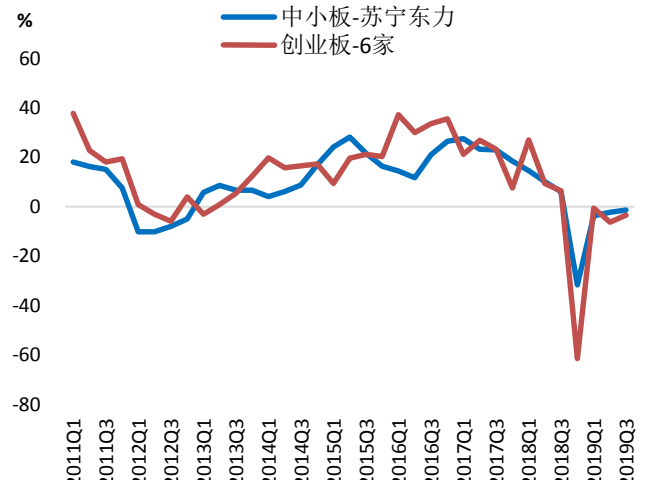
创业板受温氏股份、金龙机电、乐视网、光线传媒、天山生物、天海防务等6家公司的非经常性损益和业绩突变影响较大，其中乐视网三季报业绩巨亏逾100亿元，温氏股份由于猪肉价格上涨导致业绩暴增，光线传媒、天山生物、天海防务、金龙机电等三季大公司由于去年同期基数因素导致三季度业绩大幅波动，因此我们在下面分析创业板时将这6家公司扣除，简称创业板-6家。扣除这6家公司后，三季报和中报业绩同比分别为-3.46%、-6.30%，单季度业绩同比分别为2.79%、-11.24%，虽然三季报与中报相比仍然有明显改善，但改善程度比板块整体要低很多。

图 11: 中小创三季报业绩明显改善



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 12: 剔除部分公司后改善幅度有限

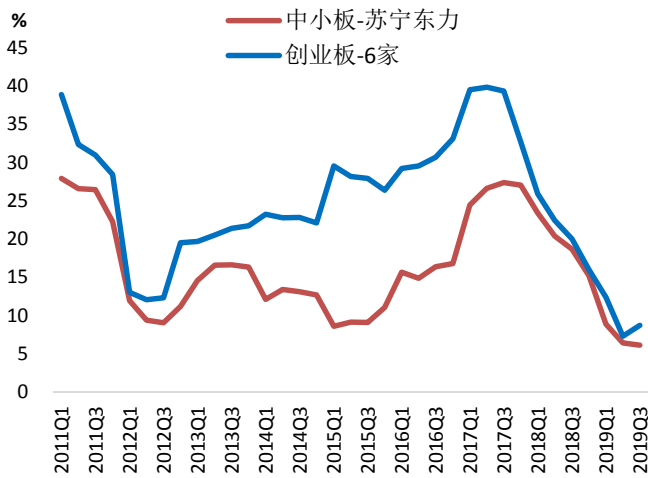


资料来源: Wind, 国开证券研究部

营业收入增速维持低位。中小板-苏宁东力三季报营业收入同比增长6.15%，与中报相比下降0.29个百分点，营收增速持续8个季度下降。创业板-6家公司在2017年营业收入同比增速连续三个季度接近40%，但2018年以来快速下降至不足10%，三季报营收同比增长8.71%，较中报

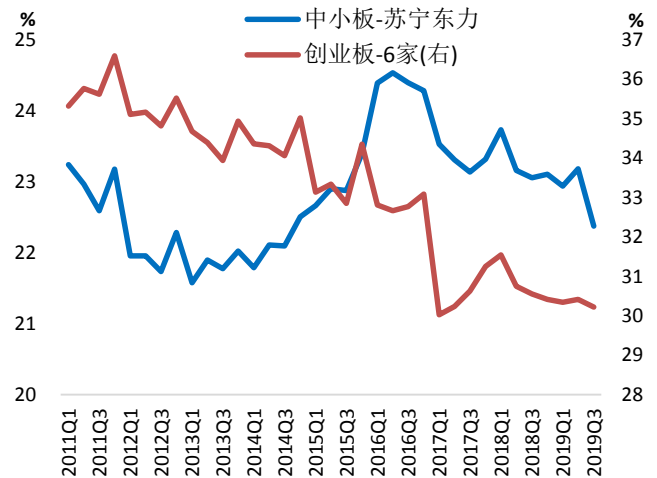
(7.30%)略有改善但仍不足以确认见底。中小创营业收入增速维持低位，显示需求不足是企业面临的重要压力，未来政府还需进一步减税降费以加强企业活力、改善企业经营情况。若中美贸易谈判取得一定进展，如海外需求恢复，有可能会对中小创营收增长复苏带来正面影响。

图 13: 中小创营业收入增速小幅反弹



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 14: 毛利率难以提升



资料来源: Wind, 国开证券研究部

毛利率方面，中小板-苏宁东力三季报毛利率 22.37%，与中报相比下降 0.81 个百分点，下降速度远超历史均值（0.2 个百分点），不排除未来逐渐下降至 2013 年低点附近的可能。创业板-6 家公司的毛利率则从 2011 年以来一直处于下降趋势中，三季报毛利率 30.22%，虽然仍高于 2017 年初的低点 30.03，但已相差不远，目前看毛利率下降趋势并无明显的终结迹象。

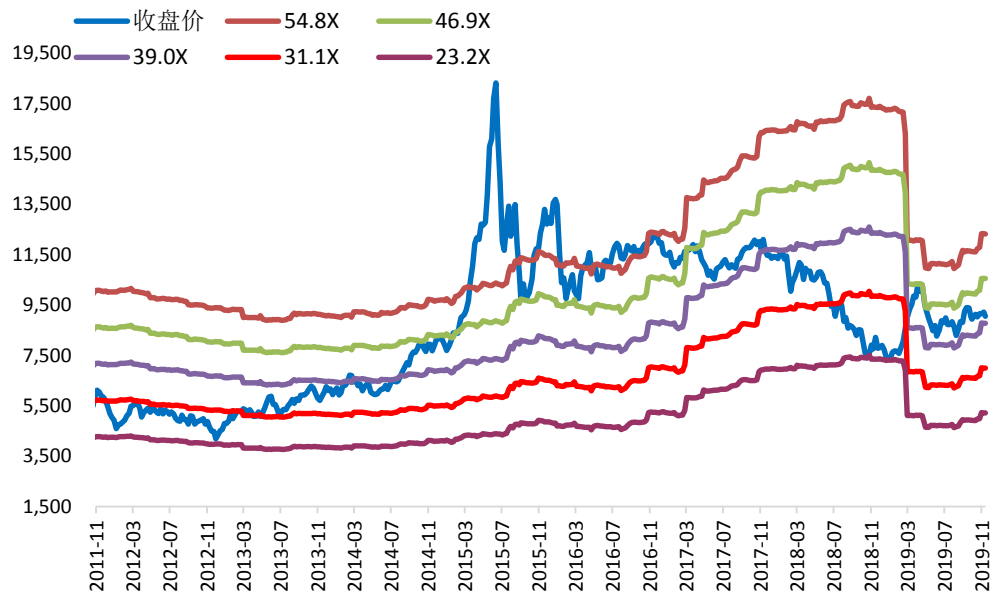
净资产收益率方面。中小板-苏宁东力三季度 ROE（摊薄）为 6.68%，低于去年同期 0.38 个百分点，也低于全 A 除金融两油（7.10%），过去 8 年三季度单季度 ROE 均值为 2.17%，今年三季度为 2.21%，略好于历史均值，但低于去年（2.3%）。创业板-6 家公司的三季度 ROE 5.87%，低于去年同期 0.28 个百分点，下降程度略好于中小板，但单季度 ROE 仅有 2.1%，好于近 8 年均值（1.82%），但在各板块中排名靠后。从中小板-苏宁东力和创业板-6 家公司与全 A 除金融两油的 ROE 对比情况来看，中小板-苏宁东力三季度 ROE 与全 A 除金融两油相比少了 0.43 个百分点，低于中报（-0.35 个百分点），略好于去年同期（-0.53 个百分点），但低于均值（高 0.01 个百分点）；创业板-6 家公司三季度 ROE 与全 A 除金融两油相比少了 1.21 个百分点，中报少了 1.05 个百分点，去年同期为 -1.47 个百分

点，历史均值为-1.00 个百分点。总体来看，今年中小创盈利能力虽然略强于去年同期，但与中报相比进一步下行，且低于历史均值，考虑到去年四季度低基数因素，今年四季度中小创在同比数据上或有明显改善，但如扣除非经常性损益情况仍难言见底。

## 2. 中小创估值情况

投资者对于科技创新型企业的前景较为乐观，因此对中小创给予更高估值。中小板综指最新 PE (TTM) 目前略高于 40 倍，处于历史均值之上，而去年年底时估值仅有 23 倍左右。今年以来中小板综指估值从历史低位提升近 100%，或由于市场预期中小板 2019 年继续形成计提大额固定资产减值准备的概率较小，同比业绩将有较大改善。我们预计中小板全部公司 2019 年净利润增速或在 60-80%，较中报预期有所增长，但如果扣除非经常性损益导致的低基数因素，真实利润增速或在 ±10% 之间。

图 15: 中小板综指 PE BAND

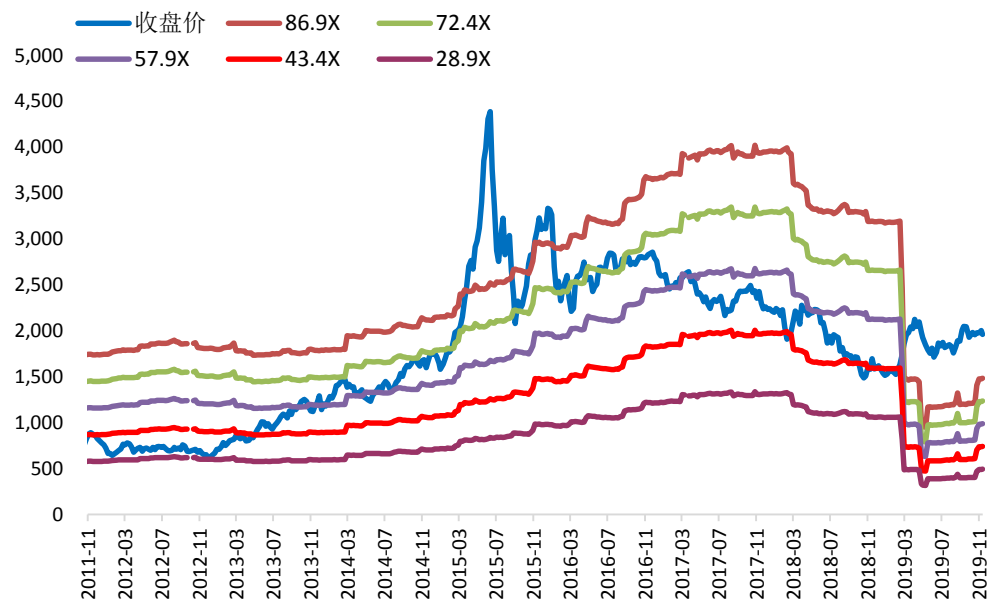


资料来源: Wind、国开证券研究部

创业板最新 PE (TTM) 114.8 倍，同样是由于 2018 年四季度资产减值准备影响，目前估值明显高于长期均值，且绝对估值水平高。如果今年四季度资产减值情况恢复正常，在低基数环境下，创业板 2019 年业绩同比增速有望达到 250-300%。但实际经营情况并没有那么乐观，如果将创业板 2018 年业绩进行调整（按照三季度利润占全年业绩的均值重估），则创业板业绩实际增长水平或在 5-10%，如果扣除今年业绩大增的农业股

以及部分业绩波动异常的公司，则其业绩增速可能进一步下降至±5%之间。当前创业板估值按照调整重估方式测算仍在 50 倍左右，考虑到其 2019 年实际业绩增速不高，除非 2020 年上市公司经营情况出现大幅改善，否则当前估值显著偏高。

图 16: 创业板综指 PE BAND



资料来源: Wind、国开证券研究部

#### 四、行业分析

##### 1. 风格类别行业表现

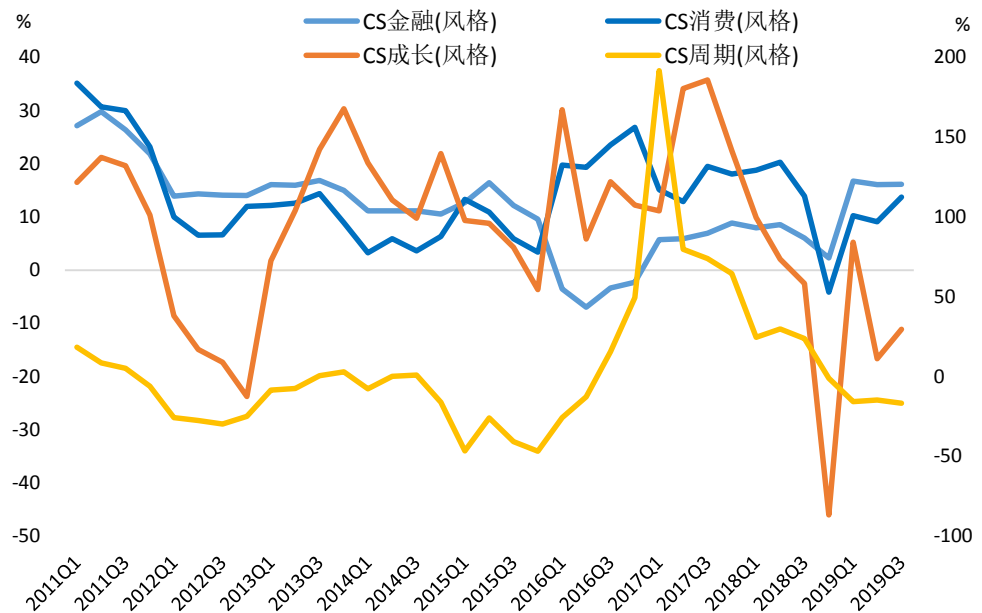
从风格类别行业情况来看，周期性行业最近两年来一直处于筑底阶段，随着 PPI 一路下行而同步走低，最近 4 个季度连续负增长，考虑到今年四季度同比低基数因素 PPI 有望走平，但终端需求疲弱下工业品价格上行压力仍然较大，周期性行业未来同比即使温和改善也很难有大幅增长。

消费品板块三季报业绩与上半年相比再度小幅上行，维持中高速增长水平，且最近 8 年以来仅有 2018 年出现负增长，长期保持稳定增长态势，消费品依然是投资者的最佳长期配置。

金融板块 2019 年以来业绩增速大幅改善，保险、券商行业业绩复苏，银行业利润增长也超出预期，但考虑到金融板块今年普遍已有明显上涨，除非央行放水力度加大或者新一轮牛市出现，否则金融板块明年继续跑赢市场的概率较小。

成长性企业利润增速波动较大，在 2017 年以前一直有多次增速逾 30% 的表现，2018 年因计提大额商誉减值准备导致业绩大幅负增长，今年三季报较中报相比有明显改善，全年因同比低基数原因或将出现大幅正增长，但实际经营情况仍需深入到细分行业内观察。

图 17: 金融消费风格企业保持正增长，周期性企业继续寻底



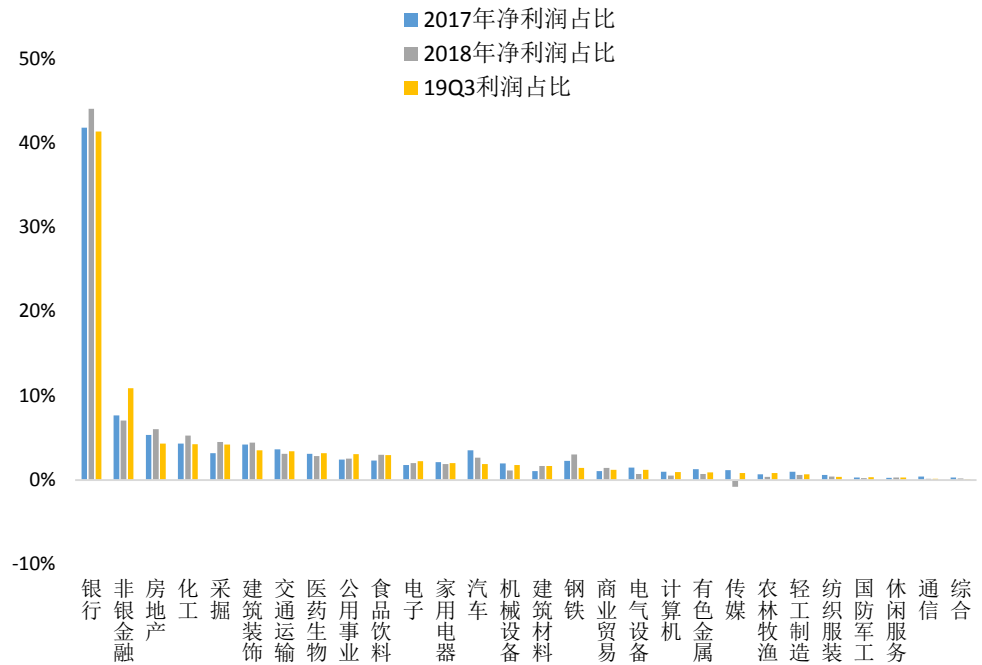
资料来源: Wind、国开证券研究部

## 2. 申万一级行业分析

从行业净利润占比情况来看，银行和非银金融行业在上市公司利润中占比高达 52.3%，其中银行占比 41.4%，比 2018 年下降 2.6 个百分点，但非银金融占比大增至 10.9%，比 2018 年增加 3.8 个百分点。除金融业外，周期行业占比 16.9%，比 2018 年下降 2.6 个百分点；基建和房地产链占比 9.5%，比 2018 年下降 2.6 个百分点；医药消费品占比 9.5%，下降 0.5 个百分点；TMT 占比 4.1%，上升 2.3 个百分点，但主要由于去年同期非经常损益导致的低基数因素，实际经营情况好转有限。

申万一级行业方面，净利润占比增加较大的行业分别为非银金融（增加 3.8 个百分点，下同），传媒（+1.6），公用事业（+0.5）；净利润占比下滑较大的行业分别为银行（-2.7），房地产（-1.7），钢铁（-1.6），化工（-1.0），建筑装饰（-0.9）。

图 18: 各行业净利润占比近两年变化

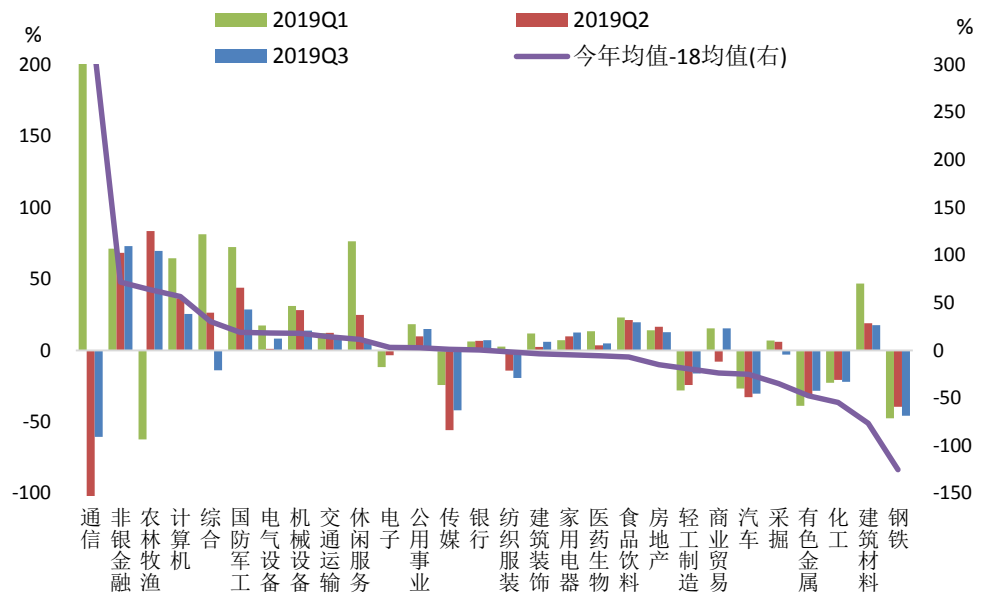


资料来源: Wind、国开证券研究部

从净利润增长情况来看,金融业三季度净利润增加额高达 2584.45 亿元,占全部 A 股净利润增加额的 92.9%,比中报略有下降,但仍是今年上市公司业绩增长的最重要来源,除金融业以外其他所有公司利润增加总量为 196.02 亿元。基建和房地产链是金融业以外的主要利润增量来源,此外医药和消费品行业三季度也有 10%以上增长,TMT 和周期行业均是负增长。

2019 年三季度共有 18 个行业维持正增长,与上半年持平,2018 年是 12 个,三季度总体保持稳定且强于 2018 年。其中周期性行业三季度净利润同比下降 13.9%,略低于中报(-13.8%);基建和房地产链同比增加 12.8%,略低于中报(12.9%);医药消费品同比增加 11.2%,好于中报(10.4%);TMT 同比下降 4.5%,显著好于中报(-14.0%);金融业同比增加 18.3%,低于中报(18.9%)。

图 19: 近 3 个季度各行业利润累计同比增长对比



资料来源: Wind、国开证券研究部

从细分行业来看, 非银金融 (73.01%)、农林牧渔 (69.66%)、国防军工 (28.72%) 等行业三季度净利润增速居于前列, 非银金融行业受保险公司投资收益大增及证券业同比低基数影响, 农林牧渔行业业绩大增主要因畜牧业产品价格大幅上涨导致, 国防军工行业中天海防务、\*ST 集成、中船防务三家公司贡献 107% 的增长, 少数公司业绩波动对行业影响较大。业绩下滑最为显著的行业有通信 (-60.5%)、钢铁 (-45.59%)、传媒 (-41.96%), 通信行业主要受 \*ST 信威巨亏 150.35 亿元影响, 扣除 \*ST 信威和中兴通讯两家业绩波动剧烈影响较大的公司以外, 通信行业业绩同比下降 18.15%, 与 4G 投资放缓导致部分企业利润大幅下降有关; 传媒行业业绩下降受乐视网、分众传媒、光线传媒三家公司影响较大, 扣除这三家公司, 传媒行业净利润下降 13.83%, 与中报 (-19.87%) 相比有所改善; 钢铁行业则因商品价格下降出现整体下滑, 预计四季度同比低基数因素将导致降幅放缓, 但全年仍将维持负增长。

最近 3 个季度净利润一直维持正增长的行业有非银金融、国防军工、计算机等 15 个行业, 与上半年相比增加了 6 个行业; 3 个季度维持负增长的行业有钢铁、传媒、汽车、有色金属、化工、轻工制造等 6 个行业, 比上半年增加了钢铁、化工, 减少了电子行业, 电子行业近 3 个季度同比增速持续改善, 5G 投资加速对其有正面影响。

总体来看, 今年前三季度金融业贡献了绝大部分盈利增长, 建筑和房地

产行业延续正增长，以钢铁、煤炭为主的强周期行业一直表现不佳，仅有机电设备行业维持较快增长，但增速也在逐季下降；医药消费有较好表现，食品饮料行业自 2015 年以来已经连续 19 个季度维持正增长，不过近两个季度也出现增速缓慢下行；TMT 总体表现不佳，但计算机行业今年有复苏迹象。

### 3. 行业估值

各行业估值水平横向对比，银行（6.82 倍 PE/0.79 倍 PB）仍然是绝对估值最低的板块，虽然其 PE 明显高于历史底部，但当前 PB 仍在历史低点附近，市场估值水平已经较为充分地反映了市场的负面担忧，今年三季度银行股业绩好于预期是 10 月底至 11 月初银行股走强的主要因素，如果银行业上市公司调整拨备覆盖率的话，全年利润有望继续超预期，则明年一季度仍将有阶段性机会。建筑装饰（9.03 倍 PE、0.93 倍 PB、三季报同比增 6.07%）、商业贸易（14.22 倍 PE、1.33 倍 PB、三季报同比增 15.45%）、房地产（8.86 倍 PE、1.25 倍 PB、三季报同比增 12.70%）也都处于历史估值底部。房地产和建筑装饰行业从二季度以来其估值水平维持低位，主要受政策对房地产行业的调控影响，投资者对其前景仍然较为担忧，如果政策环境略有转暖，则有一定估值回归空间。不过低估值行业各有缺陷，且其估值回归需要较长时间以及政策环境改善，前述行业今年以来并未出现明显估值修复，因此仍然需要耐心等待催化剂的出现。

绝对估值最高的行业有计算机（55.72 倍 PE、3.70 倍 PB）、国防军工（54.34 倍 PE、2.26 倍 PB）、电子（39.37 倍 PE、3.15 倍 PB）等，其中计算机是唯一一个高于历史中位值的行业，这几个行业历来估值水平较高，今年以来业绩快速增长成为其维持较高估值水平的主要因素。例如中报估值接近历史中位的农林牧渔（9 月初 40.17 倍 PE、3.88 倍 PB）行业，其指数近两个月变化不大，但随着业绩迅速释放，最新估值（33.26 倍 PE、3.69 倍 PB）却出现明显下降。

从估值角度来看，银行、房地产、建筑装饰等行业显著低于中位估值，距离历史低位也仅有一步之遥，且其业绩仍保持较为稳定，如果基本面进一步改善则有估值修复机会。



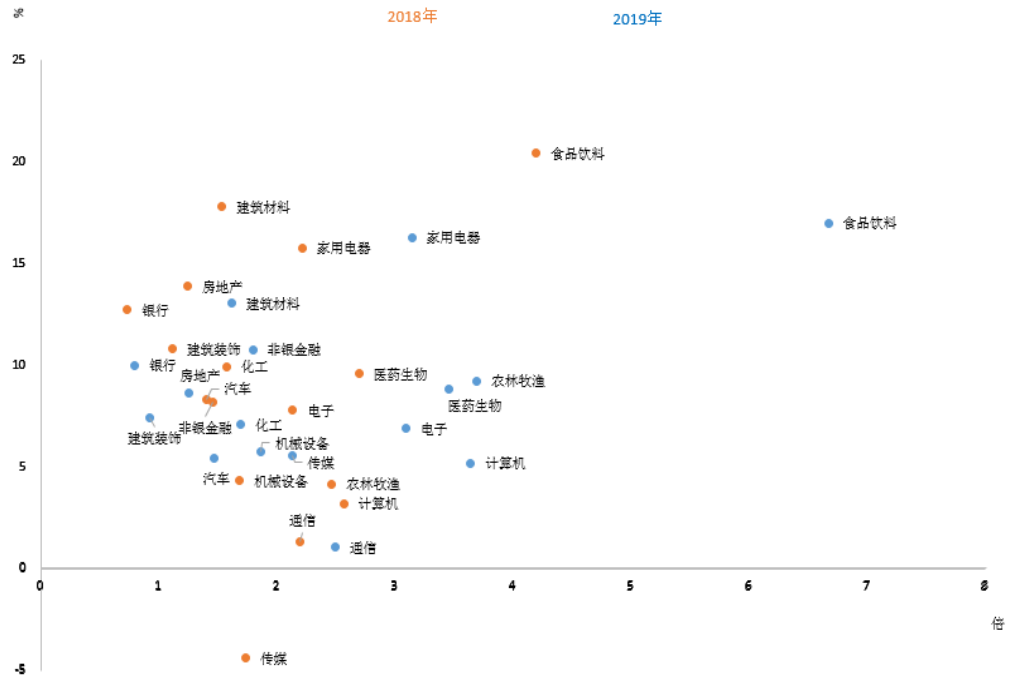
**表 1: 申万一级行业指数估值指标与 2000 年以来数据对比 (按市盈率与历史最低之差排序)**

申万行业指数	市盈率 (TTM) (倍)					市净率 (倍)				
	当前	最低	中位	与最低差	与中位差	当前	最低	中位	与最低差	与中位差
商业贸易	14.22	14.22	35.30	0.0%	-59.7%	1.33	1.30	2.66	2.3%	-50.0%
建筑装饰	9.03	9.03	25.72	0.0%	-64.9%	0.93	0.93	2.07	0.0%	-55.1%
房地产	8.86	8.82	23.92	0.5%	-63.0%	1.25	1.24	2.34	0.8%	-46.6%
建筑材料	10.98	10.24	33.38	7.2%	-67.1%	1.63	1.37	2.57	19.0%	-36.6%
综合	29.01	22.65	51.17	28.1%	-43.3%	1.62	1.21	3.29	33.9%	-50.8%
休闲服务	32.14	24.92	52.59	29.0%	-38.9%	3.45	1.64	3.82	110.4%	-9.7%
公用事业	18.32	14.11	26.78	29.8%	-31.6%	1.38	1.36	2.34	1.5%	-41.0%
非银金融	14.84	10.88	24.70	36.4%	-39.9%	1.79	1.45	2.77	23.4%	-35.4%
农林牧渔	33.26	22.99	48.09	44.7%	-30.8%	3.69	1.20	3.43	207.5%	7.6%
采掘	12.05	8.32	22.18	44.8%	-45.7%	1.05	1.05	2.45	0.0%	-57.1%
银行	6.82	4.66	11.22	46.4%	-39.2%	0.79	0.73	2.10	8.2%	-62.4%
家用电器	15.97	10.66	21.26	49.8%	-24.9%	3.15	0.96	2.59	228.1%	21.6%
化工	19.27	12.86	31.68	49.8%	-39.2%	1.70	1.53	2.67	11.1%	-36.3%
轻工制造	22.40	14.23	37.88	57.4%	-40.9%	1.63	1.14	2.60	43.0%	-37.3%
电气设备	29.23	18.08	42.75	61.7%	-31.6%	1.98	1.58	3.46	25.3%	-42.8%
交通运输	16.51	9.95	23.26	65.9%	-29.0%	1.36	1.12	2.27	21.4%	-40.1%
医药生物	36.72	21.80	39.20	68.4%	-6.3%	3.49	1.68	4.14	107.7%	-15.7%
纺织服装	23.10	13.70	31.96	68.6%	-27.7%	1.66	1.17	2.62	41.9%	-36.6%
电子	39.37	23.17	50.40	69.9%	-21.9%	3.15	1.36	3.31	131.6%	-4.8%
钢铁	8.78	4.74	22.43	85.2%	-60.9%	0.83	0.73	1.55	13.7%	-46.5%
传媒	36.90	19.49	55.30	89.3%	-33.3%	2.13	1.71	4.13	24.6%	-48.4%
食品饮料	32.86	16.68	33.25	97.0%	-1.2%	6.70	2.16	4.44	210.2%	50.9%
机械设备	24.05	12.05	32.69	99.6%	-26.4%	1.88	1.53	3.09	22.9%	-39.2%
汽车	17.79	8.08	20.60	120.2%	-13.6%	1.46	1.22	2.52	19.7%	-42.1%
有色金属	32.60	12.89	41.91	152.9%	-22.2%	1.81	1.45	3.15	24.8%	-42.5%
计算机	55.72	19.23	49.36	189.8%	12.9%	3.70	1.91	4.10	93.7%	-9.8%
国防军工	54.34	18.37	64.62	195.8%	-15.9%	2.26	1.32	2.98	71.2%	-24.2%
通信	35.56	9.28	39.75	283.2%	-10.5%	2.52	1.33	2.64	89.5%	-4.5%

资料来源: Wind、国开证券研究部

从 PB-ROE 对比图来看,随着 2019 年一轮估值修复行情,不少行业在 PB-ROE 图上出现向右移动的迹象,但一些行业出现因风险偏好导致的显著移动,而基本面的改善程度并未跟上。以食品饮料行业为例,随着机构对消费品行业的追捧,食品饮料行业最近一年 PB 从 4.2 倍上升到 6.7 倍,但 ROE 从 20.4% 下降到 17.0%,表明虽然其盈利能力依旧较好但是有所下降,今年以来股价的上涨更多反映了风险偏好的变化而非盈利驱动。与此同时,如果我们用 ROE/PB 来衡量行业长期回报,其 2.55% 的水平也明显低于当前的无风险收益率。对于此类行业宜更为谨慎,今年以来持续跑赢市场的医药生物、家用电器、电子等行业均有这种情况,如果行业盈利能力有所下降或出现负面事件,则市场可能会出现阶段性的双杀走势。

图 20: 部分行业 2018-2019 年 PB-ROE 对比图 (横轴为 PB, 纵轴为 ROE)



资料来源: Wind、国开证券研究部

风险提示: 上市公司业绩变脸, 经济下滑超预期。

## 分析师简介承诺

孙征：策略研究员，中国人民大学金融学硕士，17年证券从业经历，9年策略研究经验，2015年加入国开证券研究部，负责策略研究工作。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层