

# 投资策略

## 哪些行业景气在改善？——2019 中报分析之二

**上游资源——油价上涨带动煤炭和石油化工业绩上行。**全球油价与煤价走势基本一致，上半年随着两者反弹，带动业绩改善。贵金属三季度将继续改善，但基于当前价格已部分反映预期，四季度或存在调整，改善幅度或放缓。

**中游材料——钢铁化工业绩改善，建材景气回落，玻璃值得关注。**钢铁和化工业绩小幅改善，三季度钢铁进入淡季，业绩或继续底部震荡；建材景气回落，但随着房地产竣工数据的改善，玻璃价格近期有所反弹，三季度业绩大概率继续改善，另外光伏玻璃也将受益于光伏行业的高景气。

**中游制造——轻工小幅改善，重点关注风电光伏。**中游制造整体增速放缓，但轻工制造中的造纸受成本端的改善，毛利率提升。未来重点关注需求向好的风电（风机订单释放加速，有望迎来拐点）与光伏设备（四季度旺季）。

**可选消费——白电业绩超预期，汽车拐点逐步确立。**白电毛利率进一步提升，业绩超预期。汽车整体业绩虽然继续下滑；但乘用车、商用车等已经底部企稳回升。从汽车自身周期来看，行业库存周期已经处于历史底部，7月开始终端价格持续回暖，基本回到国五促销前的价格水平，同时叠加批发销量复苏，行业拐点逐步确立，未来利润表将继续改善，汽车行业值得重点关注。

**必需消费——农林牧渔和医药业绩大幅改善。**商业贸易、纺织服装、食品饮料业绩继续下滑。2018年年底以来非洲猪瘟叠加猪周期，猪肉价格持续上涨，带动农林牧渔大幅提升；另外医药行业业绩连续两期改善。

**其他服务业——中报业绩均下滑，关注旺季来临的航运板块。**受宏观经济压力以及现金流危机的影响，发电及公用事业业绩继续下滑；交运增速也小幅放缓，细分板块分化。9月中旬沙特油田遇袭事件或刺激美国页岩油长航距运输，叠加油运旺季到来，四季度运价或超预期上涨，航运板块值得关注。

**TMT——未来看好国产替代方向，电子半导体值得关注。**国产替代历史性机遇开启，未来持续看好，例如收入进入拐点，国产操作系统+国产 CPU 替代路径明确的安全可控；短期资本开支的调整不改变长期趋势，未来仍将高速增长云计算；运营商资本开支已进入上行周期，商用加速，具有战略地位的“5G”及后端应用延伸“云视讯”等；特别值得关注的是，拐点明确景气向上的电子半导体行业，全球半导体中期供需拐点明确，产业需求持续回暖，日韩事件发酵进一步改变中期供给；同时华为引领国产半导体全面突破，产业V形反转，三季度开始业绩同比环比将有望四个季度以上持续高增长。

**金融——实际利率下行背景下息差压力将加大。**非银和银行业绩均改善，但商业银行净息差上升动能减弱，随着央行在8月改革完善贷款市场报价利率，推进LPR机制后，利率并轨将带动实际利率的下行，息差下行压力将加大。

**风险提示：**宏观经济政策超预期波动，海外市场动荡。

### 作者

分析师 张启尧

执业证书编号：S0680518100001

邮箱：zhangqiyao@gszq.com

分析师 张倩婷

执业证书编号：S0680518060004

邮箱：zhangqianting@gszq.com

### 相关研究

- 1、《投资策略：融资余额大幅增加——市场情绪周监控第43期》2019-09-18
- 2、《投资策略：全球股市定价变迁史：从PE到EPS》2019-09-16
- 3、《投资策略：信用利差继续全面收窄——资金价格周监控第45期》2019-09-16
- 4、《投资策略：策略角度为何继续看好券商？——A股市场策略周报》2019-09-15
- 5、《投资策略：策略研究正面临哪些问题？将去向何处？——新策论·序言》2019-09-14



## 内容目录

前言：为什么盈利分析越来越重要？	4
关于财报分析基准的讨论	4
上游资源：油价上涨带动煤炭和石化工业业绩上行	4
中游材料：钢铁化工业绩改善，建材景气回落	6
中游制造：轻工小幅改善，重点关注风电光伏	9
可选消费：白电业绩超预期，汽车拐点逐步确立	11
必需消费：农林牧渔和医药业绩大幅改善	14
其他服务业：中报业绩均下滑，关注旺季来临的航运板块	16
TMT：未来看好国产替代方向，电子半导体值得关注	18
金融：实际利率下行背景下息差压力将加大	20
风险提示	21

## 图表目录

图表 1: 上游资源板块净利润增速	5
图表 2: 上游资源板块 ROE 水平 (基于中证 800)	5
图表 3: 2019 年上半年采掘工业的 PPI 小幅反弹	5
图表 4: 2019 年上半年油价与煤价一起反弹	5
图表 5: 2019 年二季度在全球需求下滑的预期下铜锌价格大幅下滑	6
图表 6: 2019 年以来美国国债期限利差多次出现倒挂，暗指经济下行	6
图表 7: 全球宽松周期开启，叠加避险情绪，黄金及白银价格大幅上涨	6
图表 8: 2019 年二季度在贸易摩擦，脱欧担忧等影响下，VIX 指数上行	6
图表 9: 中游材料板块净利润增速	7
图表 10: 中游材料板块 ROE 水平 (基于中证 800)	7
图表 11: 春节过后螺纹钢库存快速下滑，钢价小幅反弹	8
图表 12: 2019Q2 铁矿石价格继续上行，钢企成本压力加大	8
图表 13: PTA 价格与石油价格紧密相关，2019Q2 一同回落	8
图表 14: 2019Q2 纯碱价格大幅回落	8
图表 15: 2019 年上半年水泥价格逐步回落	8
图表 16: 2019Q2 玻璃价格下滑，近期随着地产竣工的改善而反弹	8
图表 17: 中游制造板块净利润增速	9
图表 18: 中游制造板块 ROE 水平 (基于中证 800)	10
图表 19: 全国风电累计并网容量同比维持高位	10
图表 20: 光伏组件出口规模同比快速增长，海外需求向好	10
图表 21: 2018 年起军费增速拐点向上	10
图表 22: 2019Q2 挖掘机销量增速继续下滑	10
图表 23: 2019 年上半年基建投资增速较为稳定	11
图表 24: 2019 二季度 PPP 项目投资额小幅下滑	11
图表 25: 受国内禁止废纸进口政策影响外废价格持续下滑	11
图表 26: 2019Q2 纸浆价格在港口高库存的影响下大幅回落	11
图表 27: 可选消费板块净利润增速	12
图表 28: 可选消费板块 ROE 水平 (基于中证 800)	12
图表 29: 社会消费品零售总额餐饮收入持续下滑	13

图表 30: 免税商品销售保持高增长 .....	13
图表 31: 2019Q2 房屋新开工、竣工和商品房销售面积均下滑 .....	13
图表 32: 2019Q2 空调和冰箱销量有所下滑, 洗衣机销量增速增加 .....	13
图表 33: 汽车行业库存已经处于历史低点 .....	13
图表 34: 2019 上半年乘用车整体加权折扣率大幅提升, 7 月开始回落 .....	13
图表 35: 必须消费板块净利润增速 .....	14
图表 36: 必需消费板块 ROE 水平 (基于中证 800) .....	15
图表 37: 2018 年服装鞋帽零售额大幅下滑 .....	15
图表 38: 2018 年下半年以来粮油食品的零售额保持平稳 .....	15
图表 39: 2018 年年底开始食品类的 CPI 大幅上行 .....	15
图表 40: 2019 年开始猪价及鸡肉价格大幅上涨 .....	15
图表 41: 其他服务业板块净利润增速 .....	16
图表 42: 其他服务业板块 ROE 水平 (基于中证 800) .....	16
图表 43: 经济下行压力加大, 发电量增速持续下滑 .....	17
图表 44: 2019Q2 企业融资利率基本持平 .....	17
图表 45: 2019Q2 人民币持续贬值 .....	17
图表 46: 油运四季度即将进入旺季, 运价有望上涨 .....	17
图表 47: 沙特油田被袭或带动美国原油出口持续增加 .....	17
图表 48: TMT 板块净利润增速 .....	18
图表 49: TMT 板块 ROE 水平 (基于中证 800) .....	18
图表 50: 2019Q2 安可板块收入增速继续增长 .....	19
图表 51: 未来 3-5 年时间国内公有云产业链仍有平均 50% 的增速 .....	19
图表 52: 运营商资本开支已经进入上行周期 .....	19
图表 53: 天线射频、光模块、网规网优等早周期行业率先复苏 .....	19
图表 54: 费城半导体指数持续反弹 .....	19
图表 55: 各行业商誉占比 .....	19
图表 56: 金融板块净利润增速 .....	20
图表 57: 金融板块 ROE 水平 (基于中证 800) .....	20
图表 58: 银行净息差上升动能减弱 .....	21
图表 59: 证券市场成交额大幅提升 .....	21

## 前言：为什么盈利分析越来越重要？

我们在2019年9月16日发布的“新策论”系列报告——《全球股市定价变迁史：从PE到EPS》中曾对海外市场进行PE和EPS的拆解复盘，可以看到随着机构投资者占比提升，股价与盈利之间的相关性大幅提升，盈利的变化主导了股价的变化，因此对于A股市场，未来随着机构占比提升，估值波动率下降，盈利将越来越重要。

因此对于行业比较，最核心的任务就是做好盈利分析。我们曾在2019年5月24日发布的报告《哪些行业景气在改善？——2018Q4及2019Q1财报分析之二》中对全行业景气进行了梳理，并推荐了黄金、电气设备、农林牧渔等景气向上的行业，这些行业在后续的市场表现中也非常亮眼。本期报告我们将继续从各行业中报业绩出发，并对行业后续的景气度进行判断，试图筛选未来业绩将持续改善的行业。

## 关于财报分析基准的讨论

我们在2019年9月1日发布报告——《龙头韧性凸显，哪些行业在改善？——2019中报分析之一》中对财报分析的基准进行过讨论，我们认为在行业分化加剧的背景下，基于中证800的行业分析是更为合适的。因此本篇分析我们将延续基于中证800分析的思路，文中若非特别说明，各项业绩指标及财务指标均是基于中证800标的，通过整体法计算的（基于全A的业绩增速我们在表格中列出供投资者对比参考）。

## 上游资源：油价上涨带动煤炭和石油化工业绩上行

煤炭2019Q2的业绩增速为8.8%（2019Q1为4.2%），连续两期改善；从细分行业来看，煤炭化工持续下行，业绩增速主要由煤炭开采洗选贡献。石油化工2019Q2的业绩增速为-10.1%（2019Q1为-16.4%），小幅改善。今年以来，全球油价与煤炭价格的走势基本一致，上半年随着两者价格的反弹，直接带动了业绩增速的改善。从三季度的情况来看，7-8月随着美国对伊朗制裁政策的软化，油价和煤炭价格又再度回落至年初的水平，但9月中旬沙特油田遇袭，石油供给缩减，油价或上涨并带动煤炭和石油化工业绩上行。

有色金属2019Q2的业绩增速为-36.0%（2019Q1为-32.9%），继续下行。从细分行业来看，工业金属业绩再度回落，贵金属业绩继续改善，稀有金属业绩基本持平。2019年二季度以来美国长端国债利率与短端国债利率水平经常出现倒挂，暗示美国经济未来可能陷入衰退，在需求下滑的预期下，铜价以及锌价大幅回落，带动工业金属业绩下滑。同时基于对经济的担忧，全球再度进入宽松模式：截至7月底全球已有20多个国家先后降息；美联储也在二季度快速从加息模式切换到降息模式，并在7月进行了第一次降息；9月欧央行进行了2016年以来的首次降息并宣布再次开启QE。全球宽松模式叠加中美贸易摩擦、英国脱欧等事件导致的避险情绪，共同带动黄金价格和白银价格创下新高。

从三季度金属的价格走势来看，工业金属业绩大概率底部震荡，难言反弹；贵金属业绩则将继续改善，但由于当前贵金属价格已经部分反映预期，四季度或存在阶段性调整，改善幅度或有所放缓。

图表 1: 上游资源板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
<b>煤炭</b>	<b>8.8%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.5%</b>	<b>7.5%</b>
煤炭化工	15.0%	20.2%	68.8%	-21.7%	-0.7%	154.7%
煤炭开采洗选	8.7%	3.9%	2.5%	6.6%	4.8%	2.8%
<b>石油石化</b>	<b>-10.1%</b>	<b>-16.4%</b>	<b>48.4%</b>	<b>-9.4%</b>	<b>-14.2%</b>	<b>60.8%</b>
石油化工	-19.7%	-25.3%	19.4%	-18.5%	-22.6%	16.4%
石油开采 II	5.2%	-2.4%	133.2%	4.9%	-2.1%	126.3%
油田服务 II	146.5%	77.3%	-71.3%	591.1%	95.7%	102.9%
<b>有色金属</b>	<b>-36.0%</b>	<b>-32.9%</b>	<b>-30.3%</b>	<b>-26.9%</b>	<b>-32.9%</b>	<b>-61.3%</b>
工业金属	-23.3%	-12.0%	-28.2%	-7.4%	-26.7%	-83.9%
贵金属	-21.3%	-25.5%	-26.2%	-28.4%	-23.5%	-31.2%
稀有金属 II	-54.4%	-53.8%	-35.1%	-46.8%	-44.7%	-29.8%

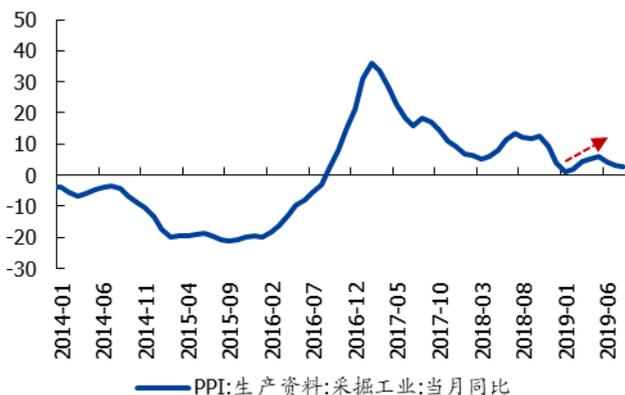
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 上游资源板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE(TTM)			销售利润率 (TTM)			资产周转率 (TTM)			资产负债率		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
<b>煤炭</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.6%</b>	<b>10.6%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.4%</b>	<b>53.2%</b>	<b>51.2%</b>	<b>48.6%</b>	<b>44.8%</b>	<b>44.9%</b>	<b>47.1%</b>
煤炭化工	21.2%	21.8%	22.2%	11.6%	11.4%	11.9%	87.0%	87.7%	81.1%	52.5%	54.1%	56.7%
煤炭开采洗选	10.1%	9.4%	9.4%	10.6%	10.2%	10.4%	52.8%	50.7%	48.2%	44.7%	44.8%	47.0%
<b>石油石化</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.3%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.2%</b>	<b>2.3%</b>	<b>118.2%</b>	<b>115.8%</b>	<b>123.2%</b>	<b>50.9%</b>	<b>50.3%</b>	<b>46.4%</b>
石油化工	6.7%	7.0%	7.8%	1.9%	2.1%	2.3%	151.4%	150.7%	162.7%	56.5%	55.0%	51.2%
石油开采 II	3.8%	3.7%	3.8%	2.2%	2.3%	2.3%	91.4%	89.0%	94.2%	46.0%	46.4%	42.5%
油田服务 II	1.7%	1.6%	0.3%	2.5%	2.6%	0.5%	37.7%	34.3%	31.5%	45.3%	45.5%	45.1%
<b>有色金属</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.9%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>91.7%</b>	<b>90.5%</b>	<b>91.8%</b>	<b>57.3%</b>	<b>56.7%</b>	<b>55.8%</b>
工业金属	2.7%	3.1%	3.3%	1.0%	1.2%	1.2%	106.3%	108.8%	111.3%	59.5%	59.3%	58.1%
贵金属	4.9%	3.8%	4.3%	2.0%	1.7%	2.0%	110.7%	102.0%	102.1%	54.6%	53.9%	53.3%
稀有金属 II	4.5%	3.2%	4.6%	4.8%	3.4%	4.9%	43.3%	43.6%	44.4%	53.9%	53.3%	52.7%

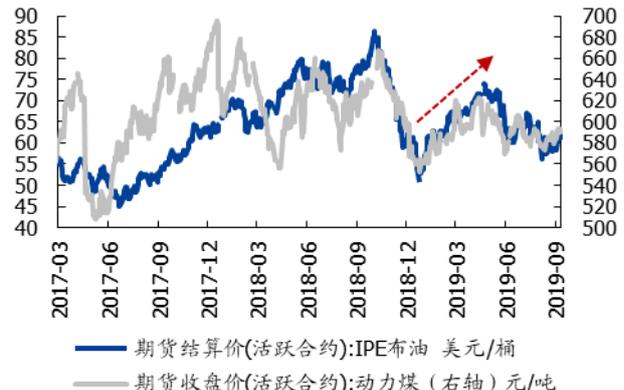
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2019 年上半年采掘工业的 PPI 小幅反弹



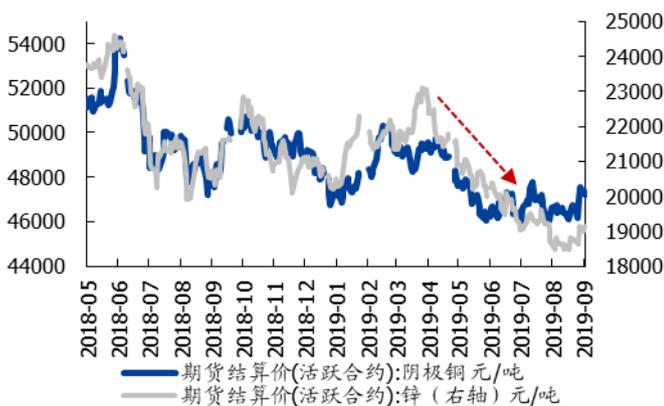
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2019 年上半年油价与煤价一起反弹



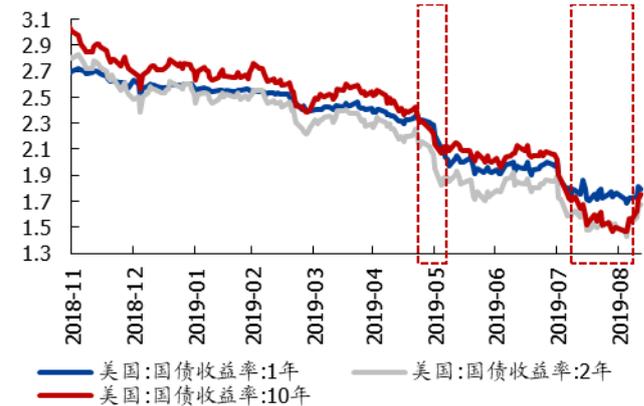
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2019 年二季度在全球需求下滑的预期下铜锌价格大幅下滑



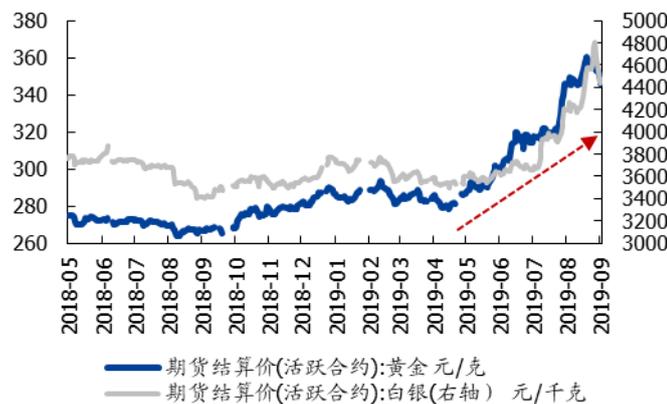
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2019 年以来美国国债期限利差多次出现倒挂, 暗指经济下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 全球宽松周期开启, 叠加避险情绪, 黄金及白银价格大幅上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 2019 年二季度在贸易摩擦, 脱欧担忧等影响下, VIX 指数上行



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## 中游材料: 钢铁化工业绩改善, 建材景气回落

钢铁 2019Q2 的业绩增速为-36.1% (2019Q1 为-42.7%), 小幅改善。2019 年春节复工后, 二季度钢铁进入旺季, 螺纹钢库存下滑带动钢铁价格小幅反弹, 但是成本端铁矿石价格持续大涨, 对钢企盈利造成侵蚀。从三季度的情况来看, 随着巴西供给的恢复, 铁矿石价格大幅回落; 但同时由于钢铁进入淡季, 下游需求走弱, 钢价也有所下滑, 整体来看三季度钢铁行业业绩大概率仍在底部震荡。

基础化工 2019Q2 的业绩增速为-17.5% (2019Q1 为-33.6%), 小幅改善。从细分板块来看, 农用化工业绩继续负增长, 但较 2019Q1 小幅改善, 合成纤维及树脂和化学原料连续两期下滑, 化学制品业绩则较 2019Q1 有所改善。

建材 2019Q2 的业绩增速为 5.3% (2019Q1 为 14.1%), 增速连续两期下滑。从细分板块来看, 水泥和其他建材增速连续两期下滑, 玻璃的业绩增速小幅反弹。水泥在环保限产错峰生产带动供给收紧的背景下, 价格维持在高位, 二季度由于进入淡季, 价格小幅回落, 值得注意的是水泥的 ROE 水平仍在提升, 目前已经处于历史极值的位置, 另一

方面随着房地产新开工增速的回落，或对水泥的需求带来冲击；玻璃由于其产线不能随意关停，2018年还有大量冷修线复产，导致玻璃的供给增加，价格持续回落，但随着房地产竣工数据的改善，玻璃价格近期有所反弹，三季度业绩大概率继续改善；特别的，光伏玻璃还将受益于光伏行业的高景气，值得关注。

图表 9: 中游材料板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
<b>钢铁</b>	<b>-36.1%</b>	<b>-42.7%</b>	<b>32.8%</b>	<b>-34.9%</b>	<b>-40.1%</b>	<b>31.3%</b>
<b>基础化工</b>	<b>-17.5%</b>	<b>-33.6%</b>	<b>4.9%</b>	<b>-15.6%</b>	<b>-16.1%</b>	<b>23.8%</b>
农用化工	-46.3%	-59.9%	128.5%	-33.1%	-40.1%	180.7%
合成纤维及树脂	0.4%	0.7%	15.5%	63.6%	140.4%	-56.4%
化学原料	-23.2%	-19.1%	-2.4%	-24.4%	-17.3%	8.6%
化学制品	19.5%	-32.9%	-11.0%	2.4%	-2.2%	13.0%
<b>建材</b>	<b>5.3%</b>	<b>14.1%</b>	<b>76.3%</b>	<b>7.5%</b>	<b>12.8%</b>	<b>61.9%</b>
水泥 II	28.6%	52.0%	107.7%	30.6%	55.6%	102.9%
玻璃 II	-11.7%	-18.7%	-5.0%	-20.8%	-31.0%	-6.2%
其他建材	-61.3%	-49.9%	31.4%	-34.4%	-33.2%	18.5%

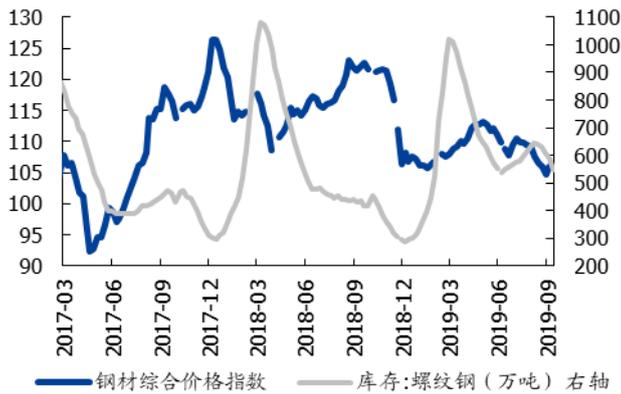
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 中游材料板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE(TTM)			销售利润率 (TTM)			资产周转率 (TTM)			资产负债率		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4									
<b>钢铁</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.9%</b>	<b>13.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.4%</b>	<b>89.6%</b>	<b>90.0%</b>	<b>88.9%</b>	<b>57.0%</b>	<b>56.5%</b>	<b>57.1%</b>
<b>基础化工</b>	<b>11.0%</b>	<b>9.1%</b>	<b>10.6%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.1%</b>	<b>8.1%</b>	<b>69.0%</b>	<b>61.3%</b>	<b>63.7%</b>	<b>52.4%</b>	<b>52.3%</b>	<b>51.2%</b>
农用化工	9.4%	4.9%	7.3%	8.9%	4.4%	6.5%	55.2%	48.0%	49.5%	47.7%	56.6%	55.9%
合成纤维及树脂	13.9%	11.4%	11.7%	13.1%	9.7%	10.0%	65.7%	76.2%	74.7%	38.2%	35.1%	36.0%
化学原料	11.0%	12.3%	13.6%	7.4%	8.4%	9.3%	69.7%	71.1%	73.6%	53.1%	51.4%	49.7%
化学制品	11.6%	8.1%	9.2%	7.1%	6.8%	7.4%	74.7%	59.2%	62.9%	54.2%	50.4%	49.5%
<b>建材</b>	<b>20.7%</b>	<b>20.8%</b>	<b>21.5%</b>	<b>16.8%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.8%</b>	<b>79.0%</b>	<b>73.3%</b>	<b>70.7%</b>	<b>36.0%</b>	<b>36.1%</b>	<b>38.1%</b>
水泥 II	22.5%	21.6%	21.7%	17.1%	17.9%	18.1%	87.1%	79.4%	75.0%	33.9%	34.7%	37.1%
玻璃 II	10.7%	10.9%	11.8%	13.1%	13.3%	13.7%	39.8%	39.7%	41.7%	51.4%	51.7%	51.4%
其他建材	18.0%	22.5%	26.6%	16.6%	22.1%	24.6%	71.9%	71.7%	73.5%	33.4%	29.7%	31.9%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 春节过后螺纹钢库存快速下滑, 钢价小幅反弹



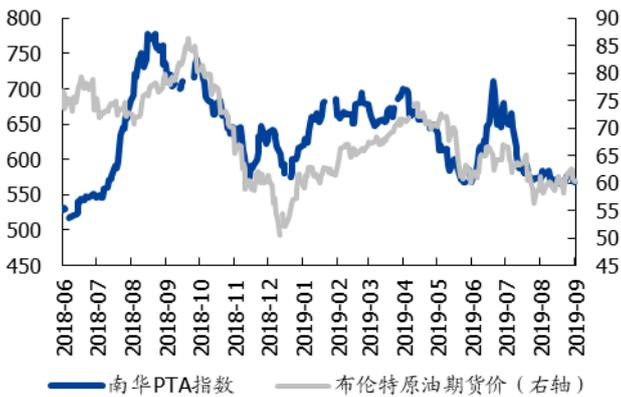
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 2019Q2 铁矿石价格继续上行, 钢企成本压力加大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: PTA 价格与石油价格紧密相关, 2019Q2 一同回落



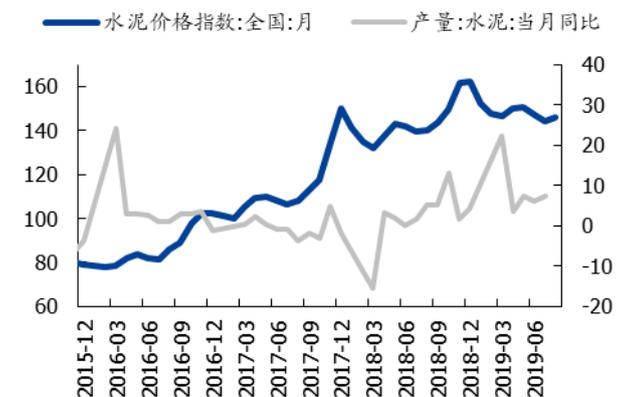
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2019Q2 纯碱价格大幅回落



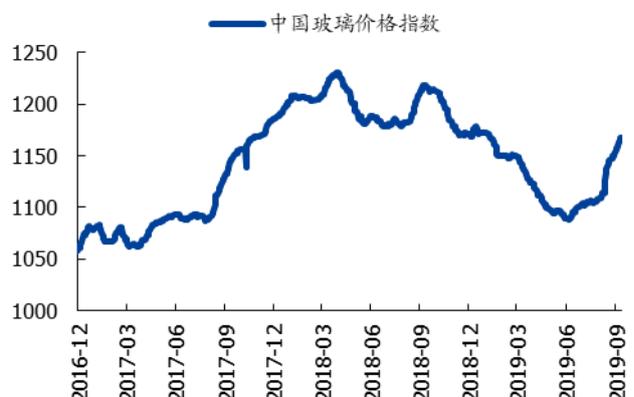
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2019 年上半年水泥价格逐步回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2019Q2 玻璃价格下滑, 近期随着地产竣工的改善而反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 中游制造：轻工小幅改善，重点关注风电光伏

电力设备 2019Q2 的业绩增速为 4.5%（2019Q1 为 20.0%），增速有所放缓，但细分板块中风电和光伏景气度仍将持续，建议重点关注。一方面是风电设备，风机零部件厂商充分受益于行业抢装，业绩高速增长；整机厂商仍有部分低价订单挤压在手中，低价订单释放影响毛利率，但随着后续风机订单释放加速，有望迎来拐点。另一方面是光伏设备，上半年海外需求兴起，产业链价格企稳，带动行业盈利改善。一般四季度是光伏行业旺季，同时也是海外装机的旺季，后续需求仍将持续释放，9 月开始国内项目将陆续启动，每月国内竞价项目需求预计将达到 5GW，相比上半年国内每月 2GW 左右的装机需求有大幅增长，近期电池片和多晶硅料价格已经开始上涨，继续看好光伏行业的业绩。

国防军工 2019Q2 的业绩增速为 22.1%（2019Q1 为 70.8%），增速有所放缓。2018 年起军费增速拐点向上，军费执行率提升，2018-2020 年是十三五后半程，军备投资采购步入高峰期，根据军工产业链特点，总装企业与核心配套企业将率先受益行业景气度的好转，预计 2019 年景气度上升将进一步蔓延到整个产业链。

机械 2019Q2 的业绩增速为 35.2%（2019Q1 为 46.4%），增速有所放缓。2019 年二季度整体制造业固定资产投资增速继续下滑，宏观经济承压的背景下，重卡及挖掘机销量增速也大幅回落。

建筑 2019Q2 的业绩增速为 6.0%（2019Q1 为 13.1%），增速有所放缓。2019 年上半年行业收入的增长主要由房地产业务带动，而毛利率相对较高的基建业务和 PPP 业务增长一般，整体毛利率下滑；同时在负债率约束下，部分国企通过优先股、永续债、项目合作等方式增加了“类权益融资”比重，从而使得归母归母盈利增长较少，也进一步带动净利润增速放缓。

轻工制造 2019Q2 的业绩增速为-18.4%（2019Q1 为-21.8%），增速小幅改善。一方面纸浆受港口高库存的影响带动价格大幅回落，另一方面外废因国内禁止废纸进口政策的影响也大幅下滑，成本端的改善带动造纸、包装等行业毛利率的提升，促进业绩进一步改善；家具等其他家用轻工则主要是跟随房地产销售变化，后续需求端仍然有一定压力。

图表 17：中游制造板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
电力设备	4.5%	20.0%	-9.0%	5.8%	20.3%	-27.0%
国防军工	22.1%	70.8%	18.1%	41.5%	53.4%	20.0%
机械	35.2%	46.4%	0.4%	32.3%	32.9%	-58.2%
建筑	6.0%	13.1%	6.6%	5.4%	14.9%	5.0%
轻工制造	-18.4%	-21.8%	2.2%	-14.5%	-9.2%	-4.4%

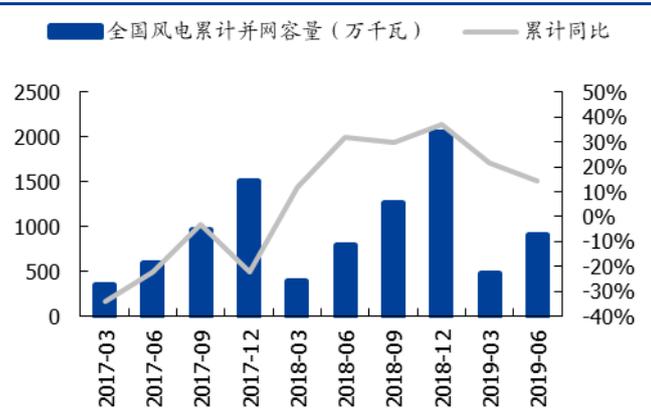
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 18: 中游制造板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE(TTM)			销售利润率 (TTM)			资产周转率 (TTM)			资产负债率		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
电力设备	6.3%	6.4%	6.3%	5.7%	5.6%	5.6%	44.5%	45.3%	45.8%	59.3%	59.9%	59.3%
国防军工	4.0%	4.1%	3.9%	4.4%	4.5%	4.3%	46.0%	45.3%	42.9%	49.8%	50.1%	52.0%
机械	7.5%	6.5%	6.1%	5.5%	4.8%	4.6%	56.0%	56.2%	55.9%	59.4%	58.4%	58.0%
建筑	7.9%	8.0%	8.0%	2.9%	3.0%	3.0%	64.0%	63.4%	63.2%	76.9%	76.6%	76.6%
轻工制造	12.7%	13.8%	14.8%	9.5%	9.7%	10.3%	51.6%	54.9%	55.5%	61.4%	61.2%	61.4%

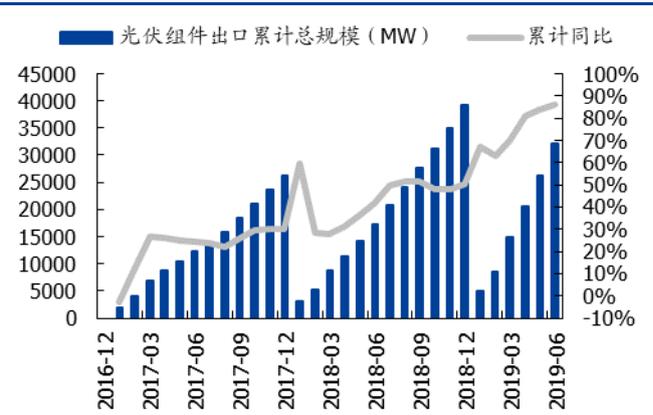
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 全国风电累计并网容量同比维持高位



资料来源: 能源局, 国盛证券研究所

图表 20: 光伏组件出口规模同比快速增长, 海外需求向好



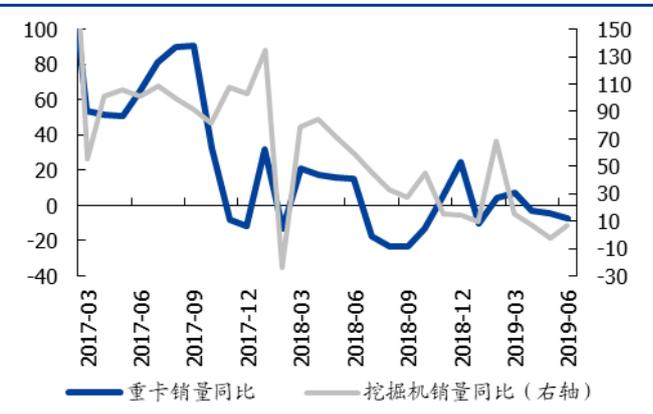
资料来源: 能源局, 国盛证券研究所

图表 21: 2018 年起军费增速拐点向上



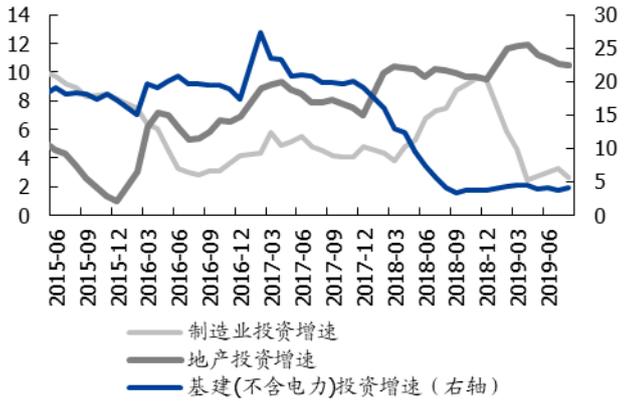
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2019Q2 挖掘机销量增速继续下滑



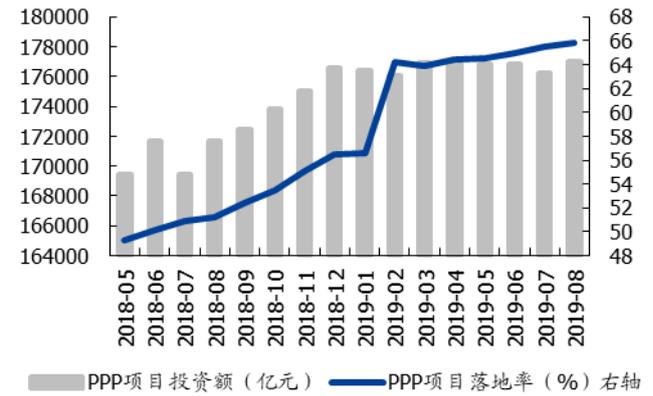
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2019 年上半年基建投资增速较为稳定



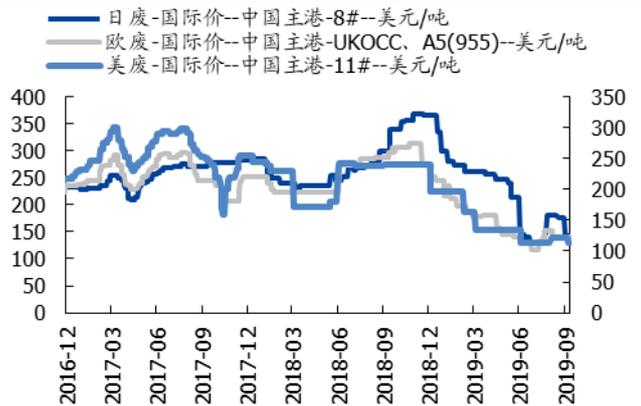
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2019 二季度 PPP 项目投资额小幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 受国内禁止废纸进口政策影响外废价格持续下滑



资料来源: 卓创资讯, 国盛轻工组, 国盛证券研究所

图表 26: 2019Q2 纸浆价格在港口高库存的影响下大幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 可选消费：白电业绩超预期，汽车拐点逐步确立

餐饮旅游 2019Q2 的业绩增速为 38.3% (2019Q1 为 62.6%)，增速有所放缓。具体来看社服板块内部存在一定的分化，免税商品仍维持较高增速；而社消品餐饮的同比较一季度继续下滑，餐饮、酒店、旅游受到宏观经济影响较大，均有所回落。

房地产 2019Q2 的业绩增速为 27.7% (2019Q1 为 11.7%)，小幅改善。2019 年中报的业绩主要是对应着 2017 年上半年的销售，因此整体净利润增速有所改善，但随着后续地产数据的回落，下半年地产业绩将承压。

家电 2019Q2 的业绩增速为 9.2% (2019Q1 为 6.9%)，小幅改善；从细分行业的情况来看，仅白色家电在本期业绩有一定程度的改善，黑色家电、小家电和其他照明设备都连续两期下滑。白电行业龙头一方面进行了促销政策带动收入，另一方面成本端原材料价格的下滑、人民币贬值等因素带动毛利率进一步提升，业绩增速超出市场预期。同时值得注意的是，随着地产的降温，家电行业增长仍有压力，但龙头仍然具有优势，随着格力收购晶弘、美的合并小天鹅等，白电行业集中度进一步提升。

汽车 2019Q2 的业绩增速为-30.6% (2019Q1 为-27.7%)，连续两期下滑；但是从细分

行业的情况来看，内部分化较大，虽然汽车零部件和摩托车及其他仍在继续下行，但是乘用车、商用车、汽车销售及服务以及底部企稳回升。从汽车自身周期来看，行业库存周期已经处于历史底部，7月开始终端价格持续回暖，基本回到国五促销前的价格水平，同时叠加批发销量复苏，行业拐点逐步确立，未来利润表将继续改善，汽车行业值得重点关注。

图表 27: 可选消费板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
<b>餐饮旅游</b>	<b>38.3%</b>	<b>62.6%</b>	<b>17.4%</b>	<b>22.3%</b>	<b>54.7%</b>	<b>13.6%</b>
<b>房地产</b>	<b>27.7%</b>	<b>11.7%</b>	<b>18.1%</b>	<b>13.6%</b>	<b>17.5%</b>	<b>10.5%</b>
<b>家电</b>	<b>9.2%</b>	<b>6.9%</b>	<b>13.9%</b>	<b>8.8%</b>	<b>6.8%</b>	<b>-14.2%</b>
白色家电 II	11.0%	9.0%	15.1%	9.1%	8.4%	4.8%
黑色家电 II	-78.0%	-20.6%	4.9%	-7.5%	-8.0%	-63.1%
小家电 II	4.9%	8.7%	15.4%	10.1%	0.8%	35.3%
照明设备及其他	-2.6%	3.6%	-10.2%	19.4%	26.5%	-265.9%
<b>汽车</b>	<b>-30.6%</b>	<b>-27.7%</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-29.9%</b>	<b>-27.3%</b>	<b>-18.6%</b>
乘用车 II	-40.1%	-40.6%	-12.2%	-40.8%	-40.9%	-11.2%
商用车	16403.8%	382.3%	-120.9%	93.2%	315.5%	-95.6%
汽车零部件 II	-18.9%	-8.0%	18.8%	-18.9%	-13.5%	-6.8%
汽车销售及服务 II	-4.2%	-22.8%	-14.3%	-45.1%	-42.3%	-98.6%
摩托车及其他 II	-204.5%	-61.6%	3.3%	-145.2%	-26.5%	-38.6%

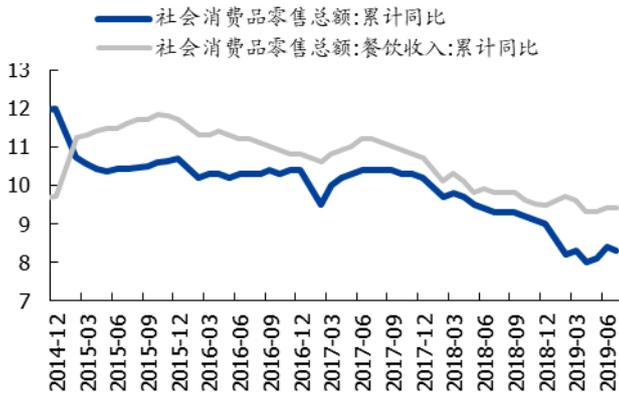
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 可选消费板块 ROE 水平（基于中证 800）

中信行业	ROE(TTM)			销售利润率 (TTM)			资产周转率 (TTM)			资产负债率		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
<b>餐饮旅游</b>	<b>13.1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>11.4%</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.1%</b>	<b>87.3%</b>	<b>87.7%</b>	<b>85.5%</b>	<b>44.5%</b>	<b>44.9%</b>	<b>46.6%</b>
<b>房地产</b>	<b>11.8%</b>	<b>10.7%</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.8%</b>	<b>21.2%</b>	<b>20.4%</b>	<b>20.9%</b>	<b>81.4%</b>	<b>81.3%</b>	<b>81.2%</b>
<b>家电</b>	<b>20.1%</b>	<b>17.1%</b>	<b>17.5%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.0%</b>	<b>94.5%</b>	<b>89.2%</b>	<b>90.7%</b>	<b>64.1%</b>	<b>63.3%</b>	<b>63.6%</b>
白色家电 II	22.6%	21.5%	22.0%	8.7%	8.6%	8.6%	89.3%	91.0%	93.9%	65.4%	63.6%	63.5%
黑色家电 II	0.8%	3.9%	4.3%	0.3%	1.7%	1.8%	121.3%	79.7%	78.8%	63.1%	66.0%	66.7%
小家电 II	28.0%	25.2%	26.5%	10.6%	10.8%	10.9%	169.8%	158.0%	142.9%	35.6%	32.0%	41.2%
照明设备其他	14.2%	14.0%	14.7%	10.8%	10.9%	10.8%	92.1%	92.9%	91.4%	29.7%	27.7%	32.8%
<b>汽车</b>	<b>8.3%</b>	<b>8.9%</b>	<b>10.0%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>88.4%</b>	<b>90.9%</b>	<b>92.7%</b>	<b>60.5%</b>	<b>59.7%</b>	<b>60.6%</b>
乘用车 II	7.7%	8.6%	10.1%	3.5%	3.8%	4.2%	89.2%	91.8%	95.2%	60.1%	60.0%	60.8%
商用车	1.2%	-0.1%	-1.8%	0.5%	0.0%	-0.8%	86.7%	86.2%	75.6%	63.6%	62.9%	65.8%
汽车零部件 II	10.6%	11.5%	12.1%	5.5%	5.9%	6.1%	79.2%	82.9%	84.2%	58.9%	57.0%	57.4%
汽车销售服务	8.4%	6.6%	7.3%	2.3%	1.8%	2.0%	124.0%	126.7%	123.4%	66.5%	64.8%	66.9%
摩托车其他 II	0.5%	6.8%	8.0%	0.3%	4.8%	5.3%	54.0%	54.0%	55.7%	64.0%	62.3%	63.4%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 社会消费品零售总额餐饮收入持续下滑



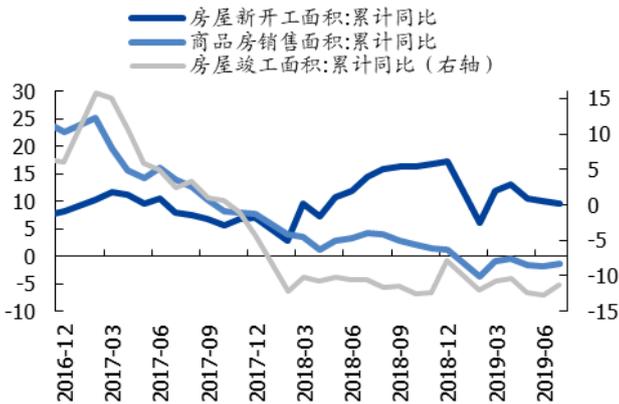
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 免税商品销售保持高增长



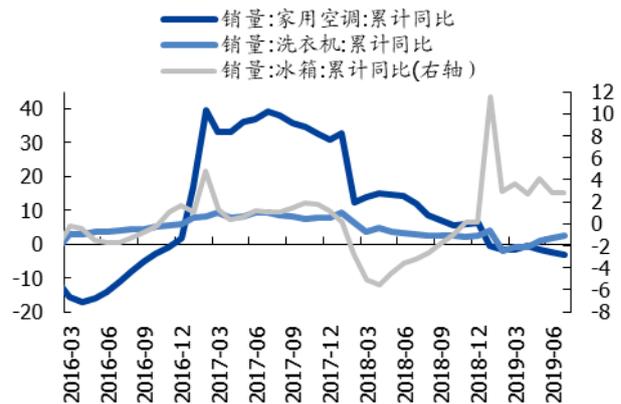
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 2019Q2 房屋新开工、竣工和商品房销售面积均下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 2019Q2 空调和冰箱销量有所下滑, 洗衣机销量增速增加



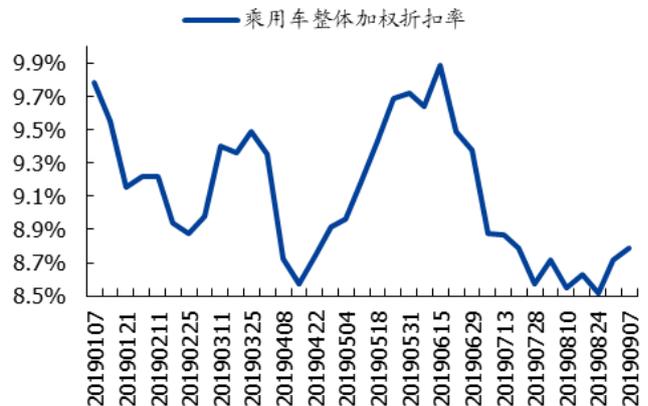
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 汽车行业库存已经处于历史低点



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 2019 上半年乘用车整体加权折扣率大幅提升, 7月开始回落



资料来源: Wind, 国盛汽车组, 国盛证券研究所

## 必需消费：农林牧渔和医药业绩大幅改善

2019年二季度社会消费品零售总额增速小幅回升，但服装鞋帽类的零售额仍在下滑。因此对应的我们看到纺织服装2019Q2的业绩增速为-18.0%（2019Q1为-8.3%），在国内经济下行以及贸易摩擦升级的影响下，增速继续下滑；商贸零售2019Q2的业绩增速为-30.0%（2019Q1为-12.0%），连续两期下滑。

农林牧渔2019Q2的业绩增速为46.1%（2019Q1为-53.6%），大幅改善；2018年年底以来非洲猪瘟叠加猪周期，猪肉价格持续上涨，2019年6月底22个省市平均猪肉价格已经达到25元每千克，截至2019年8月底该价格已经突破36元每千克，未来猪肉价格仍有上行空间。根据《中国农业展望报告（2019-2028）》，猪价预计从2019年下半年阶段性快速上涨，2020年将到达周期高点。

食品饮料2019Q2的业绩增速为20.9%（2019Q1为24.1%），连续两期下滑。2019年二季度粮油食品的零售额仍然保持平稳，下行幅度较小；同时近期CPI快速上行，在价格上对业绩也有一定的支撑。细分行业中，白酒整体业绩小幅下滑，但高端白酒龙头表现亮眼，啤酒则拐点显现。

医药2019Q2的业绩增速为7.3%（2019Q1为5.6%），连续两期改善。从细分板块来看，化学制药（虽然受两票制高基数的影响增速仍然为负数）和中药生产连续两期改善，而生物医药II和其他医药医疗业绩则有所下滑，但疫苗产品仍高速增长。

图表 35：必需消费板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
纺织服装	<b>-18.0%</b>	<b>-8.3%</b>	<b>-10.6%</b>	<b>-11.4%</b>	<b>11.1%</b>	<b>-36.5%</b>
农林牧渔	<b>46.1%</b>	<b>-53.6%</b>	<b>-47.1%</b>	<b>136.0%</b>	<b>-70.8%</b>	<b>-57.9%</b>
商贸零售	<b>-30.0%</b>	<b>-12.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>-23.5%</b>	<b>-3.7%</b>	<b>4.8%</b>
食品饮料	<b>20.9%</b>	<b>24.1%</b>	<b>26.9%</b>	<b>21.0%</b>	<b>21.9%</b>	<b>25.7%</b>
白酒 II	26.4%	28.5%	32.2%	25.6%	27.9%	33.6%
其他饮料 II	-2.1%	3.7%	9.6%	13.9%	12.0%	5.7%
食品	9.6%	14.8%	13.5%	12.5%	9.9%	12.0%
医药	<b>7.3%</b>	<b>5.6%</b>	<b>-11.7%</b>	<b>4.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>-8.2%</b>
化学制药	-6.0%	-16.7%	-34.5%	1.7%	-7.1%	-21.2%
中药生产	4.9%	-1.4%	-11.3%	-8.5%	2.7%	-14.0%
生物医药 II	73.5%	185.1%	7.7%	40.9%	85.1%	-0.6%
其他医药医疗	9.5%	21.6%	14.8%	12.7%	25.3%	15.5%

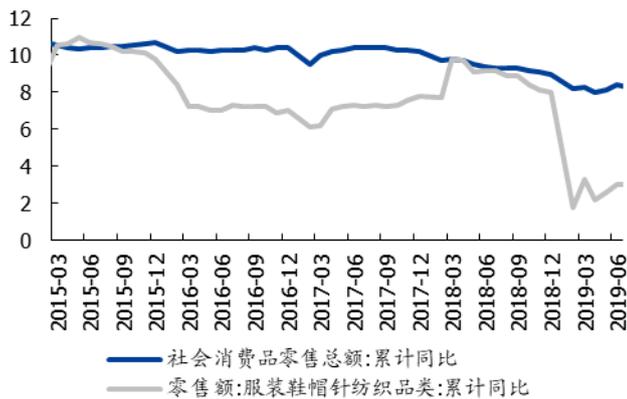
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 36: 必需消费板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE(TTM)			销售利润率 (TTM)			资产周转率 (TTM)			资产负债率		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
纺织服装	8.3%	10.0%	10.6%	5.6%	6.8%	6.9%	76.9%	84.4%	85.5%	47.5%	42.8%	44.5%
农林牧渔	8.6%	3.9%	5.0%	4.8%	2.3%	2.9%	93.9%	80.2%	82.4%	47.7%	53.7%	52.2%
商贸零售	6.7%	6.9%	7.1%	2.9%	3.2%	3.0%	96.6%	88.0%	99.6%	58.7%	58.7%	57.4%
食品饮料	24.5%	22.7%	22.7%	21.7%	21.0%	20.1%	76.8%	75.5%	75.2%	32.1%	30.0%	33.1%
白酒 II	27.4%	24.7%	24.9%	35.8%	35.4%	34.9%	54.4%	52.1%	50.2%	29.0%	25.0%	29.6%
其他饮料 II	11.9%	10.2%	5.9%	17.0%	10.1%	5.0%	53.8%	69.8%	73.3%	22.8%	30.7%	37.0%
食品	21.2%	22.8%	22.4%	9.4%	9.7%	9.6%	132.6%	135.8%	138.8%	41.4%	42.2%	40.7%
医药	10.2%	9.8%	9.9%	6.6%	6.5%	6.6%	81.7%	79.0%	77.3%	47.0%	47.8%	48.5%
化学制药	7.3%	7.3%	8.1%	7.9%	8.2%	9.0%	51.6%	51.3%	51.0%	44.6%	42.6%	43.5%
中药生产	11.1%	10.0%	10.5%	9.1%	8.7%	9.1%	73.9%	65.2%	63.4%	39.4%	43.6%	44.9%
生物医药 II	12.8%	12.2%	10.2%	21.9%	21.9%	19.2%	45.8%	43.7%	41.7%	21.5%	21.8%	21.2%
其他医药医疗	11.2%	11.3%	11.1%	4.1%	3.8%	3.8%	115.0%	119.7%	117.1%	58.2%	60.0%	60.2%

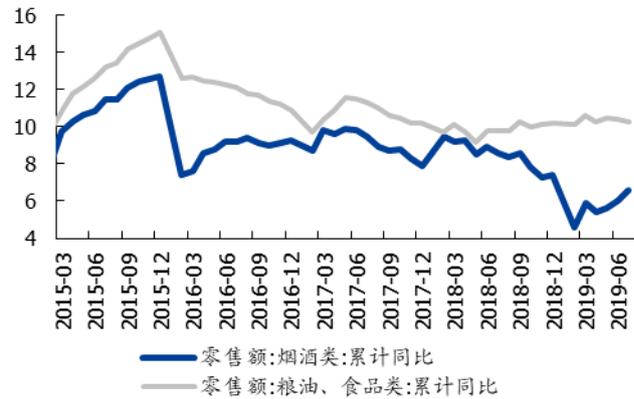
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 2018 年服装鞋帽零售额大幅下滑



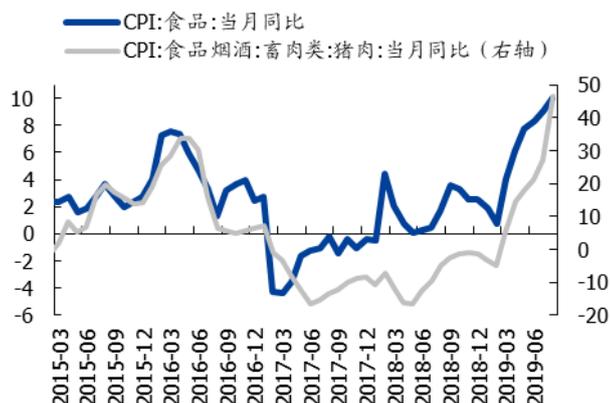
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 2018 年下半年以来粮油食品的零售额保持平稳

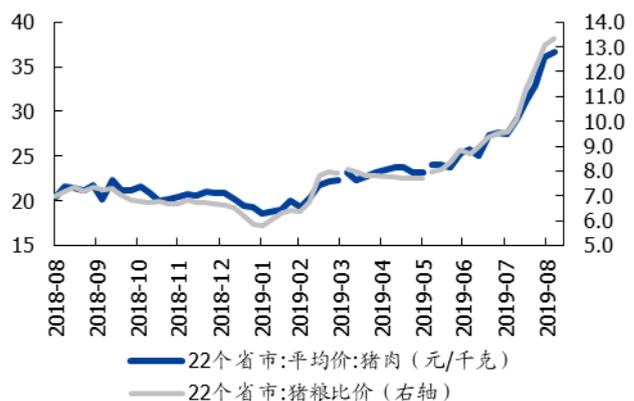


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 2018 年年底开始食品类的 CPI 大幅上行



图表 40: 2019 年开始猪价及鸡肉价格大幅上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 其他服务业: 中报业绩均下滑, 关注旺季来临的航运板块

电力及公用事业 2019Q2 的业绩增速为 20.4% (2019Q1 为 27.9%), 增速小幅下滑。宏观经济面临下行压力, 发电量增速同比持续下滑, 发电及电网业绩跟随回落, 后续需求端大概率难有改善, 发电及电网业绩承压; 另外 2018 年下半年信用环境虽有所改善, 但 2019 年上半年实体融资利率基本较为稳定, 环保企业仍然受到现金流危机的影响, 后续随着 LPR 机制的建立将进一步带动实际利率的下行, 从而缓解民企融资问题。

交通运输 2019Q2 的业绩增速为 9.9% (2019Q1 为 10.2%), 增速小幅放缓。从细分行业来看公路铁路连续两期下滑, 航空机场在汇率贬值冲击下业绩出现下滑, 公交物流增速有所改善, 航运港口则连续两期改善。9 月中旬沙特油田遇袭事件带动石油价格大幅波动, 美国称已准备好在必要时释放美国紧急原油储备, 这或将刺激长航距原油运输, 叠加油运旺季的到来 (从原油运输指数 BDTI 的波动来看, 呈现非常规律的周期性, 每年 9 月到 1 月是运价的快速上涨期), 四季度油运价格或超预期上涨并带动业绩的持续改善, 航运板块值得关注。

图表 41: 其他服务业板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
电力及公用事业	<b>20.4%</b>	<b>27.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>14.5%</b>	<b>24.6%</b>	<b>-3.3%</b>
发电及电网	26.9%	34.3%	16.5%	25.9%	38.7%	20.7%
环保及公用事业	-10.4%	-6.7%	-55.0%	-14.3%	-8.9%	-56.3%
交通运输	<b>9.9%</b>	<b>10.2%</b>	<b>-14.3%</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.6%</b>	<b>-16.0%</b>
公路铁路	-7.6%	1.7%	9.6%	5.1%	15.4%	9.2%
公交物流	8.4%	6.4%	12.2%	1.2%	-1.7%	-29.3%
航运港口	56.7%	45.7%	-16.3%	68.5%	54.0%	-11.2%
航空机场	-5.7%	2.4%	-42.0%	-4.9%	2.5%	-40.8%

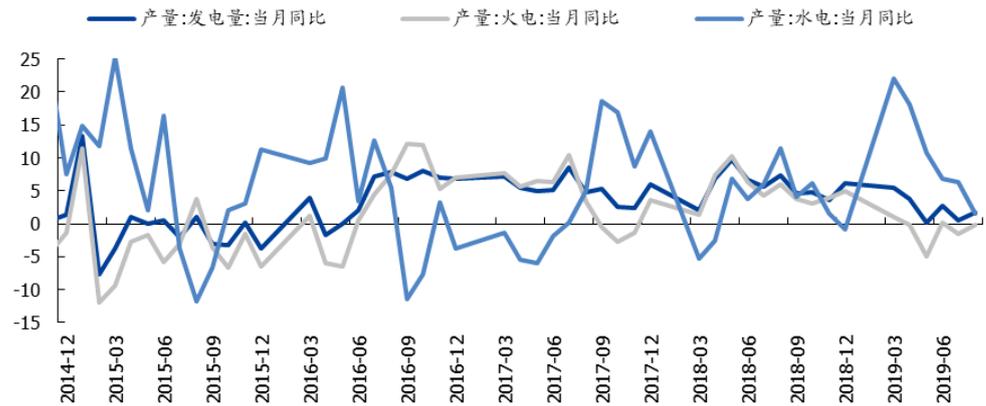
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 其他服务业板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE(TTM)			销售利润率 (TTM)			资产周转率 (TTM)			资产负债率		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
电力及公用事业	<b>6.9%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>9.0%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.6%</b>	<b>27.6%</b>	<b>27.8%</b>	<b>27.8%</b>	<b>64.1%</b>	<b>64.9%</b>	<b>65.9%</b>
发电及电网	7.3%	6.6%	6.6%	9.3%	8.1%	7.9%	27.5%	27.9%	27.9%	65.0%	65.7%	66.9%
环保及公用事业	4.7%	3.6%	3.8%	6.8%	5.6%	5.8%	28.7%	26.9%	27.2%	58.5%	58.4%	58.1%
交通运输	<b>7.2%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>	<b>63.9%</b>	<b>61.9%</b>	<b>63.6%</b>	<b>62.1%</b>	<b>61.1%</b>	<b>59.5%</b>
公路铁路	9.9%	9.7%	10.0%	14.3%	17.4%	17.8%	47.1%	37.2%	37.1%	31.9%	33.0%	33.6%
公交物流	11.9%	11.5%	11.5%	3.2%	3.2%	3.3%	123.4%	125.6%	127.8%	67.2%	65.3%	63.9%
航运港口	6.8%	6.0%	5.8%	4.2%	3.8%	3.6%	62.2%	61.6%	60.8%	61.0%	61.5%	62.5%
航空机场	4.6%	4.8%	4.7%	3.3%	3.5%	3.6%	44.4%	44.2%	48.6%	67.7%	67.4%	63.1%

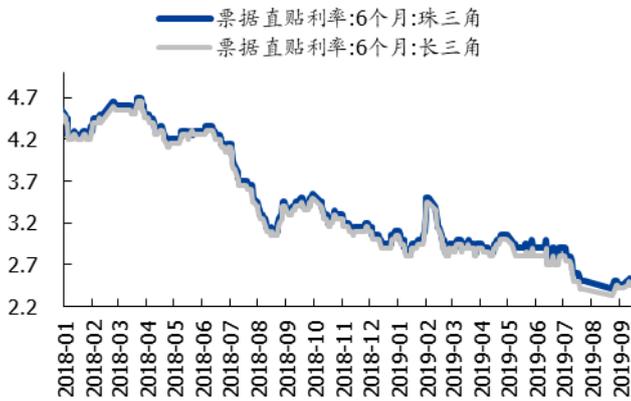
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 经济下行压力加大, 发电量增速持续下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 2019Q2 企业融资利率基本持平



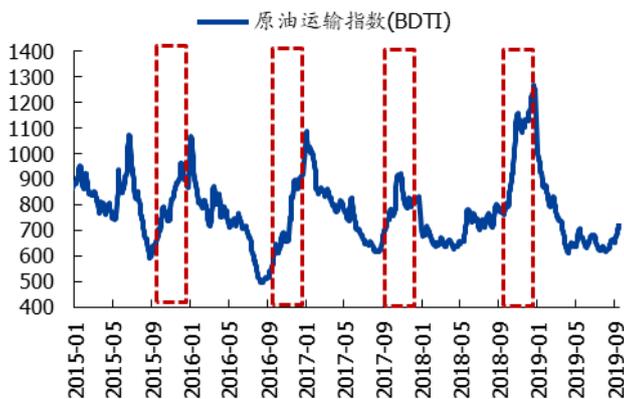
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 2019Q2 人民币持续贬值



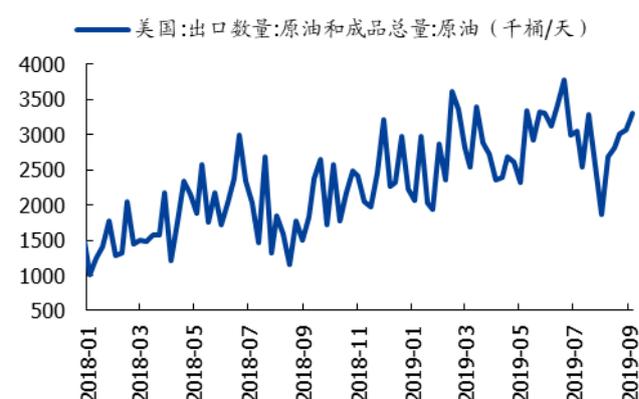
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 油运四季度即将进入旺季, 运价有望上涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 沙特油田被袭或带动美国原油出口持续增加



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## TMT：未来看好国产替代方向，电子半导体值得关注

传媒 2019Q2 的业绩增速为-22.9%（2019Q1 为-22.4%），增速小幅下滑。传媒行业商誉占净资产比例一直较高，对板块业绩影响较大；同时由于政策的原因，院线和影视行业持续下行，但游戏行业改善明显。

电子元器件 2019Q2 的业绩增速为-16.0%（2019Q1 为-19.4%），连续两期改善。未来继续看好半导体行业，当前全球半导体中期供需拐点明确，产业需求持续回暖，日韩事件发酵进一步改变中期供给；同时华为引领国产半导体全面突破，产业 V 形反转，三季度开始业绩同比环比将有望四个季度以上持续高增长。同时，半导体处于整个电子信息产业链的顶端，中国未来将面临着更激烈的竞争和封锁，国产替代将是半导体产业链各个环节的重要发展方向。

计算机 2019Q2 的业绩增速为 56.2%（2019Q1 为 86.7%），增速有所放缓，细分行业建议重点关注安全可控及云计算板块。对于安全可控，国产操作系统+国产 CPU 替代路径明确，安可产业趋势下集成电路设计和软件企业成长空间巨大。2019Q12 安可板块连续两个季度出现收入增速拐点，扣非净利润大幅增长，研发持续加大投入，侧面验证安可产业化全面开始落地。对于云计算，从中美公有云发展轨迹对比，2019 年正是中国公有云对应的是美国公有云的 2015 年，预计未来 3-5 年时间国内公有云产业链仍有平均 50% 的增速，短期资本开支的调整不改变长期趋势。同时政务机构和产业企业掀起上云热潮，产业互联网有望在未来十年迎来黄金发展期。

通信 2019Q2 的业绩增速为 173.0%（2019Q1 为 389.0%），增速有所放缓。2018 年中兴通讯带动行业业绩大幅下滑，随着国内 5G 建设的加速，上半年业绩大幅反弹，当前国内频谱分配方案已经落地，5G 牌照也已经发放，运营商资本开支已进入上行周期，2019 年三大运营商资本开支合计超 3000 亿。作为 5G 早周期行业，天线射频、光模块、网规网优率先反映行业复苏信号，PCB 则攻守兼备。随着 5G 逐步进入试商用阶段，未来关注点将逐步向后端应用延伸，高清视频、云视讯、云 AR/VR 等有望率先落地。

图表 48：TMT 板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
传媒	-22.9%	-22.4%	-54.8%	-53.4%	-19.0%	-144.2%
电子元器件	-16.0%	-19.4%	-25.0%	-12.4%	-15.3%	-34.9%
计算机	56.2%	86.7%	-61.2%	30.6%	56.0%	-54.2%
通信	173.0%	389.0%	-57.6%	-53.5%	1039.1%	-86.6%

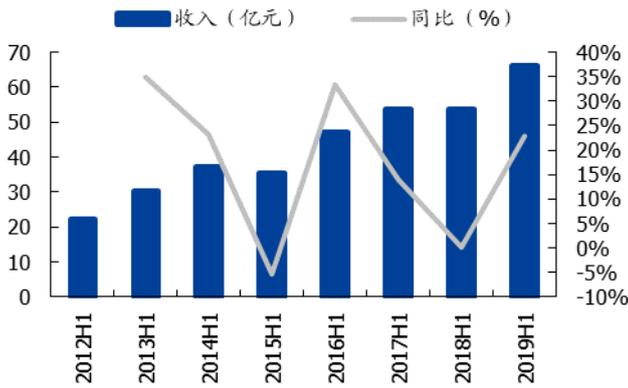
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 49：TMT 板块 ROE 水平（基于中证 800）

中信行业	ROE(TTM)			销售利润率 (TTM)			资产周转率 (TTM)			资产负债率		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
传媒	6.4%	4.2%	4.9%	9.4%	5.9%	6.9%	43.4%	44.8%	46.1%	36.0%	37.1%	35.2%
电子元器件	6.6%	7.3%	7.7%	5.1%	5.9%	6.3%	58.6%	59.3%	57.1%	54.6%	52.4%	53.8%
计算机	5.0%	3.7%	3.0%	5.6%	3.9%	3.1%	51.6%	57.1%	55.2%	41.8%	40.2%	42.5%
通信	6.2%	2.7%	1.4%	3.2%	2.1%	1.0%	92.9%	64.1%	68.3%	52.5%	52.1%	50.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 50: 2019Q2 安可板块收入增速继续增长



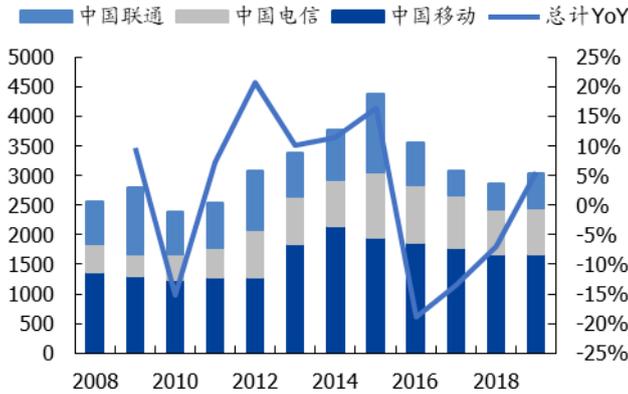
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 未来 3-5 年时间国内公有云产业链仍有平均 50% 的增速



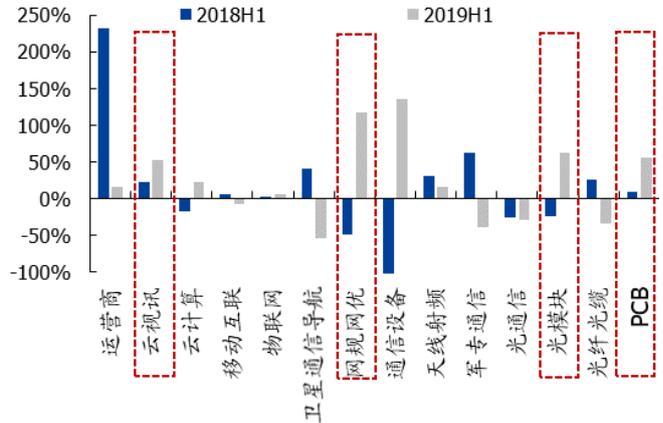
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 52: 运营商资本开支已经进入上行周期



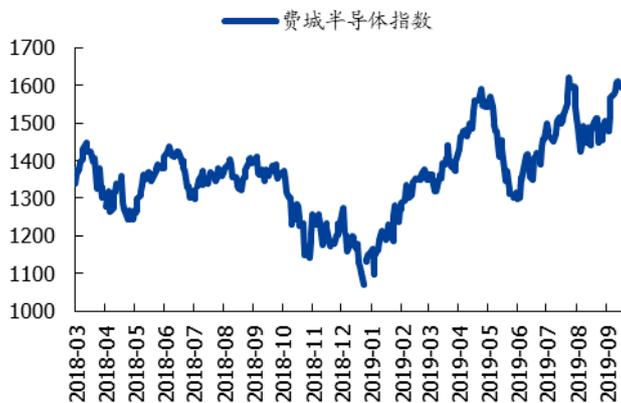
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 天线射频、光模块、网规网优等早周期行业率先复苏



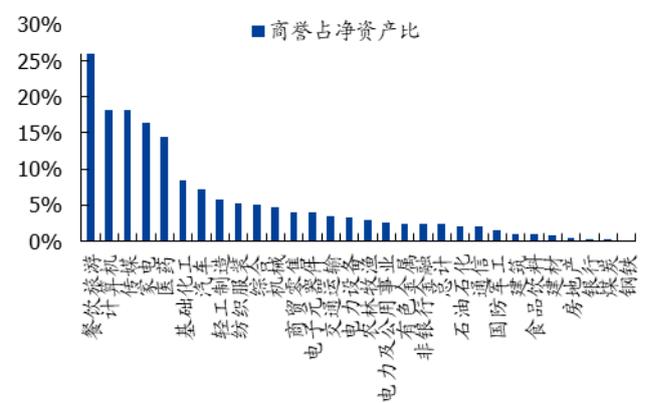
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 54: 费城半导体指数持续反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 各行业商誉占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 金融：实际利率下行背景下息差压力将加大

非银金融 2019Q2 的业绩增速为 71.8% (2019Q1 为 78.1%)，连续两期改善；从细分行业来看，证券和信托行业增速较一季度有所放缓，保险实现连续两期的改善。二季度由于贸易摩擦升级，海外风险加剧等影响，市场成交量有所下滑，券商业绩增速放缓；而保险则受益于手续费及佣金支出企业所得税税前扣除新规，一次性税收的返还带动业绩继续改善。

银行 2019Q2 的业绩增速为 6.7% (2019Q1 为 6.3%)，连续两期改善。但是从商业银行净息差的情况来看，今年以来上升动能明显减弱，随着央行在 8 月改革完善贷款市场报价利率，推进 LPR 形成机制后，利率并轨将带动实际利率的下行，息差下行压力将加大。

图表 56: 金融板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2019Q2	2019Q1	2018Q4
<b>非银行金融</b>	<b>71.8%</b>	<b>78.1%</b>	<b>-17.5%</b>	<b>69.7%</b>	<b>76.6%</b>	<b>-17.6%</b>
证券 II	60.5%	94.6%	-40.1%	62.2%	95.8%	-41.7%
保险 II	79.6%	75.0%	0.6%	79.6%	75.0%	0.6%
信托及其他	14.5%	16.1%	-55.1%	11.1%	14.6%	-32.1%
<b>银行</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.3%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.3%</b>	<b>5.7%</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 57: 金融板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE(TTM)			销售利润率 (TTM)			资产周转率 (TTM)			资产负债率		
	2019Q2	2019Q1	2018Q4									
<b>非银行金融</b>	<b>9.7%</b>	<b>8.7%</b>	<b>7.3%</b>	<b>11.2%</b>	<b>9.9%</b>	<b>8.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>	<b>84.8%</b>	<b>84.8%</b>	<b>84.9%</b>
证券 II	5.4%	5.2%	4.1%	24.9%	25.5%	21.5%	5.2%	5.0%	4.9%	75.9%	75.6%	74.0%
保险 II	15.1%	12.9%	11.4%	9.2%	7.8%	6.7%	17.4%	17.4%	17.1%	89.4%	89.4%	90.0%
信托及其他	4.2%	4.1%	3.3%	10.7%	10.5%	8.1%	7.8%	7.7%	7.8%	80.0%	80.1%	80.6%
<b>银行</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>11.9%</b>	<b>34.3%</b>	<b>34.4%</b>	<b>35.1%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>92.2%</b>	<b>92.1%</b>	<b>92.1%</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 58: 银行净息差上升动能减弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 59: 证券市场成交额大幅提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

宏观经济政策超预期波动, 海外市场动荡。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com