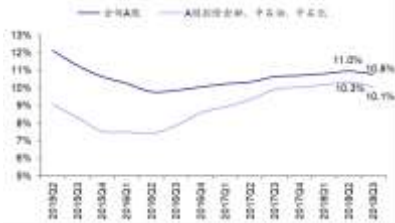


2019 年 11 月 01 日

A 股全部上市公司 ROE 走势变化

市场数据

中小板/月涨跌幅(%)	11,916/0.99
创业板/月涨跌幅(%)	2,389/-1.79
AH 股价差指数	
A 股总/流通市值 (万亿元)	64.05/45.10

相关研究报告:

《全市场流动性分析专题：流动性紧张趋缓，长端国债利率创新高》——2017-10-20
 《美国减税专题研究：历史经验、影响机制与现实意义》——2017-10-17
 《行业比较专刊：新兴产业延续景气，消费升级趋势确定》——2017-10-09
 《全市场流动性分析专题：9 月份全市场流动性总体偏紧》——2017-09-28
 《上市公司 2017 年中报分析：盈利复苏强劲稳健》——2017-09-04

证券分析师：燕翔

电话：010-88005325
 E-MAIL: yanxiang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

证券分析师：战迪

电话：010-88005309
 E-MAIL: zhandi@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519060001

联系人：朱成成

电话：010-88005319
 E-MAIL: zhuchengcheng@guosen.com.cn

联系人：许茹纯

电话：021-60933151
 E-MAIL: xuruchun@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

深度策略
业绩略有改善、板块分化明显
● A 股整体：利润增速止跌企稳，ROE 水平持续回落

单季利润增速小幅回升，累计增速止跌企稳。三季度全部 A 股净利润单季同比增速小幅回升，而累计同比增速同样止跌企稳，与上月持平。分板块看，各板块净利润单季同比增速集体回升，其中中小创企业净利润改善幅度较为显著。从盈利的影响因素来看，三季度单季全部 A 股剔除金融两油后三项费用率小幅抬升，毛利率同样有所下降，但所得税及其他项较上季度出现了改善，同时营收增速也所有提高。全部 A 股上市公司净利润率环比基本持平。

销售净利率环比下滑，ROE 水平小幅回落。三季度全部 A 股 ROE 和非金融两油上市公司 ROE 小幅回落。分解来看，ROE 环比回落的主要原因仍在于销售净利率、资产周转率的下降。从变化趋势看，2018 年三季度以来全部 A 股上市公司 ROE 高位回落，且当前已创下 2016 年底以来新低。

现金流状况略有恶化，资本支出增速持续下行。现金流方面，上市公司三季度现金流状况略有恶化，经营现金流占营收比重小幅下滑。库存方面，上市公司存货同比增速小幅下行，但存货占总资产比重延续升势。投资方面，全部 A 股剔除金融两油后固定资产、在建工程和资本支出同比增速集体回落。

● 创业板：利润增速大幅转正，现金流增速仍处高位

利润增速大幅回升，净利润率环比改善。三季度中小板和创业板净利润单季同比增速均大幅回升，且双双由负转正。且三季度中小创板块净利率、营收、三项费用率等各项财务指标也均出现了改善，其中创业板改善幅度较为明显。

哑铃重心开始右偏，板块现金流增速仍处高位。三季度创业板盈利增速两头大中间小的哑铃型状分布依然不变，但净利润增速为负公司占比环比减少，盈利增速大于 30%组占比有所提高。创业板企业盈利增速的哑铃型分布特征依然具有行业普遍性。三季度中小创板块现金增速虽然放缓，但仍维持较高增速。

● 行业比较：通信、传媒盈利大幅改善，各行业现金流普遍好转

通信、商业贸易、传媒等行业盈利增速大幅提高。2019 年三季度申万 28 个一级行业中有 17 个行业的单季盈利增速有所改善，其余 11 个行业盈利增速均出现不同程度的恶化，其中通信、商业贸易、传媒、非银金融等行业盈利增速显著提升，而农林牧渔、机械设备、综合、钢铁、采掘等行业增速降幅居前。

农林牧渔、商业贸易、非银等行业 ROE 显著改善。分行业来看，2019 年三季度申万 28 个一级行业中有 12 个行业 ROE 环比有所上升，其中农林牧渔、商业贸易、非银金融、家用电器、电子等行业 ROE 增幅居前，主要驱动力在于销售净利率和资产周转率的提高。

申万各一级行业现金流状况普遍好转。28 个申万一级行业中，18 个行业 2019 年二季末的资产负债率同比上升，从经营现金占营收的比例来看，28 个申万一级行业中有 17 个行业同比上升。

● 风险提示

经济下行超预期，国际市场大幅波动。

内容目录

A 股整体：利润增速止跌企稳，ROE 水平小幅回落	4
单季利润增速小幅回升，累计增速止跌企稳	4
销售净利率环比下滑，ROE 水平小幅回落	6
现金流状况略有恶化，资本支出增速持续下行	8
创业板：利润增速大幅转正，现金流增速仍处高位	9
利润增速大幅回升，净利率环比改善	9
哑铃重心开始右偏，板块现金流增速仍处高位	11
行业比较：通信、传媒盈利大幅改善，各行业现金流普遍好转	13
通信、商业贸易、传媒等行业盈利增速大幅提高	13
农林牧渔、商业贸易、非银等行业 ROE 显著改善	17
申万各一级行业现金流状况普遍好转	20
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 全部 A 股营收单季度同比增速持续回落.....	5
图 2: 全部 A 股上市公司单季度毛利率小幅下滑	5
图 3: 全部 A 股上市公司三项费用率小幅提高.....	6
图 4: 全部 A 股上市公司单季度财务费用率环比持平	6
图 5: 三季度 A 股上市公司 ROE (TTM) 环比稳中有降.....	7
图 6: A 股上市公司销售净利润率 (TTM) 环比下降.....	7
图 7: A 股上市公司资产周转率 (TTM) 环比微降	7
图 8: A 股上市公司权益乘数 (TTM) 环比持续上升.....	7
图 9: A 股上市公司资产负债率 (TTM) 环比持续上升	7
图 10: A 股上市公司应收账款同比增速持续回落	8
图 11: A 股上市公司存货同比增速小幅下行	8
图 12: 上市公司经营现金流占营收比环比下滑.....	8
图 13: A 股上市公司存货占总资产比重延续升势	8
图 14: 上市公司固定资产同比增速再度转跌.....	9
图 15: A 股上市公司在建工程同比增速持续下降	9
图 16: A 股上市公司资本支出同比增速跌至低位.....	9
图 17: 中小创板块单季净利润增速双双回升	10
图 18: 中小创板块单季度营收同比增速触底回升.....	10
图 19: 中小创板块单季度毛利率小幅改善.....	10
图 20: 中小创板块单季度净利润率环比上升	10
图 21: 中小创板块三项费用率环比下降	11
图 22: 创业板净利润增速为正公司占比环比上升.....	12
图 23: 2019 年三季度单季度净利润增速提升最大的 10 个二级行业.....	15
图 24: 2019 年三季度单季度净利润增速降幅最大的 10 个二级行业	15
图 25: 申万分类一级行业净利润率变化 (%)	19
图 26: 申万分类一级行业资产周转率变化.....	19
图 27: 申万分类一级行业权益乘数变化	20
图 28: 申万分类一级行业资产负债率变化.....	20
表 1: 2019 年三季度全部 A 股净利润单季同比增速小幅回升 (%)	5
表 2: 2019 年三季度全部 A 股净利润累计同比增速环比持平 (%)	5
表 3: 按市值大小分类的创业板公司净利润单季度增长比较	11
表 4: 创业板业绩哑铃型分布行业普遍性持续存在	12
表 5: 最近一年创业板与中小板的经营性现金流与应收账款同比变化.....	13
表 6: 申万分类 28 个一级行业净利润单季度增速一览.....	14
表 7: 申万分类二级行业净利润单季增速一览	16
表 8: 申万分类二级行业净利润单季增速一览 (续)	17
表 9: 申万分类 28 个一级行业 ROE (TTM) 比较	18
表 10: 申万分类一级行业经营现金占营业收入比例	21

A 股整体：利润增速止跌企稳，ROE 水平小幅回落

2019 年三季度全部 A 股净利润单季同比增速小幅回升，而累计同比增速同样止跌企稳，与上月持平。分板块看，三季度各板块净利润单季同比增速集体回升，其中中小创企业净利润改善幅度较为显著。从盈利的影响因素来看，三季度单季全部 A 股剔除金融两油后三项费用率小幅抬升，毛利率同样有所下降，但所得税及其他项较上季度出现了改善，同时营收增速也有所提高。全部 A 股上市公司净利润率环比微幅下降，基本与上月持平。分行业来看，2019 年三季度 A 股行业单季利润增速改善居多。ROE 方面，三季度 A 股上市公司 ROE 小幅回落。现金流方面，上市公司三季度现金流状况略有恶化，经营现金流占营收比重小幅下滑。

单季利润增速小幅回升，累计增速止跌企稳

2019 年三季度全部 A 股净利润单季同比增速小幅回升，而累计同比增速同样止跌企稳，与上月持平。分板块看，三季度各板块净利润单季同比增速集体回升，其中中小创企业净利润改善幅度较为显著，且利润增速均由负转正。从盈利的影响因素来看，三季度单季全部 A 股剔除金融两油后三项费用率小幅抬升，毛利率同样有所下降，但所得税及其他项较上季度出现了改善，同时营收增速也有所提高。全部 A 股上市公司净利润率（TTM）环比基本持平。分行业来看，2019 年三季度 A 股行业单季利润增速改善居多。

（1）2019 年三季度全部 A 股净利润单季同比增速小幅回升，而累计同比增速同样止跌企稳，与上月持平。2019 年三季度 A 股上市公司净利润单季同比增长 7.0%，相比上季度上升 3.1%；剔除金融后净利润单季同比增速为 -1.5%，跌幅相比上季度减少 4.0%；剔除金融和两油后净利润单季同比增速为 2.4%，环比上升 7.4%；剔除银行后单季增速为 6.3%，环比上升 4.7%；剔除银行和两油后净利润单季同比增速为 10.4%，环比上升 7.8%。从累计增速来看，三季度全部 A 股净利润增速同比增速为 6.8%，与上季度持平，剔除金融后三季度 A 股净利润增速为 -1.7%，相比上季度同样仅小幅回升 0.1%。

（2）分主要市场板块来看，三季度各板块净利润单季同比增速集体回升，其中中小创企业净利润改善幅度较为显著，且利润增速均由负转正。具体看，2019 年三季度主板上市公司净利润单季增速为 5.7%，相比今年二季度小幅上升 0.3%；中小板上市公司三季度净利润单季增速为 14.2%，相比二季度提高 15.1%；创业板上市公司三季度净利润单季增速为 25.6%，相比二季度的 -34.5% 大幅改善。从各个主要市场板块的动态变化趋势来看，2017 年一季度以来，主板上市公司净利润增速震荡下滑，并于去年四季度跌至历史低位，在经历一季度短暂的 V 型反弹后小幅回落。中小板单季净利润增速自 2017 年三季度以来整体呈震荡回落趋势，但近三个季度业绩状况触底反弹迹象十分明显。创业板大多上市公司业绩增速同样自 2017 年三季度以来趋势下行，且由于去年年底商誉减值较为集中，致单季净利润增速骤降至历史低位，不过当前已从年初震荡回升至 2010 年中枢水平。

（3）从盈利的影响因素来看，三季度单季全部 A 股剔除金融两油后三项费用率小幅抬升，毛利率同样有所下降，但所得税及其他项较上季度出现了改善，同时营收增速也有所提高。2019 年三季度全部 A 股剔除金融两油营收增速为 8.6%，相比二季度上升 0.3%。分板块看，主板营收增速由今年二季度的 9.6% 降至 8.2%，中小板和创业板营收增速分别从今年二季度的 5.4%、3.5% 升至 6.0 和 11.7%。毛利率方面，三季度全部 A 股剔除金融两油后毛利率环比下降，由今年二季度的 19.7% 降至 19.1%。分板块看，三大板块毛利率涨跌略有分化，其中主板毛利率下降 0.2% 至 32.3%，而创业板毛利率小幅上升 0.2% 至 23.6%，中小板毛利率上升 0.3% 至 29.5%。费用方面，全部 A 股剔除金融两油后三项费用率环比微幅上升，由今年二季度的 9.5% 升至 9.7%。其中，销售费用率、财务费用率、管理费用率分别为 4.5%、

1.6%、3.7%，环比分别上升 0.1%、0.0%和 0.1%。分板块看，主板、中小板和创业板三项费用率分别从今年二季度的 10.4%、12.5%、14.9%变化至第三季度的 11.0%、12.4%和 14.6%。此外全部 A 股剔除金融两油后的所得税及其他项小幅降低 0.8%。

(4) 2019 年三季度全部 A 股上市公司净利润率 (TTM) 环比微幅下跌，基本与上月持平。 三季度全部 A 股上市公司净利润率 (TTM) 为 7.4%，环比基本持平，去年四季度以来全部 A 股净利率中枢自明显降一台阶。分板块看，三大板块净利率分别由今年二季度的 8.1%、3.9%和 0.4%变化至第三季度的 8.0%、4.1%和 1.1%。综合来看，三季度全部 A 股净利润率 (TTM) 环比基本持平，并且当前处于 2015 年以来的较低位。

(5) 分行业来看，2019 年三季度 A 股行业单季利润增速改善略多。 2019 年三季度申万 28 个行业中 17 个行业盈利增速环比有所改善，其余 11 个行业利润增速则出现不同程度的下滑，其中通信、商业贸易、传媒等行业的盈利增速涨幅居前，而农林牧渔、机械设备、综合等行业盈利增速降幅居前。

表 1：2019 年三季度全部 A 股净利润单季同比增速小幅回升 (%)

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
全部 A 股	4.0	-44.7	9.9	3.9	7.0
A 股剔除金融	8.0	-71.8	2.5	-5.5	-1.5
A 股剔除金融、中石油、中石化	2.9	-72.4	3.7	-4.9	2.4
A 股剔除银行	1.4	-68.1	12.8	1.6	6.3
A 股剔除银行、中石油、中石化	-3.2	-68.4	14.4	2.6	10.4

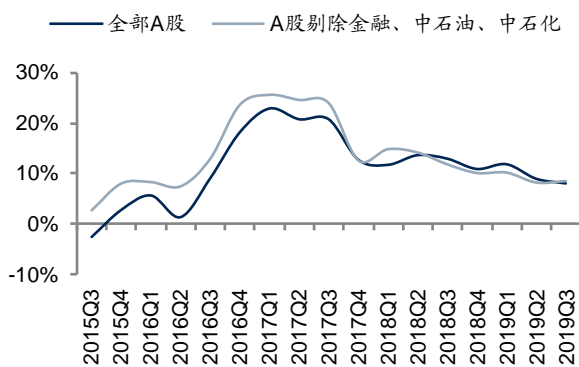
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 2：2019 年三季度全部 A 股净利润累计同比增速环比持平 (%)

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
全部 A 股	11.0	-1.6	9.9	6.8	6.8
A 股剔除金融	18.0	-5.2	2.5	-1.8	-1.7
A 股剔除金融、中石油、中石化	14.4	-8.1	3.6	-1.0	0.1
A 股剔除银行	14.3	-6.8	12.8	6.8	6.6
A 股剔除银行、中石油、中石化	11.0	-9.3	14.4	8.1	8.8

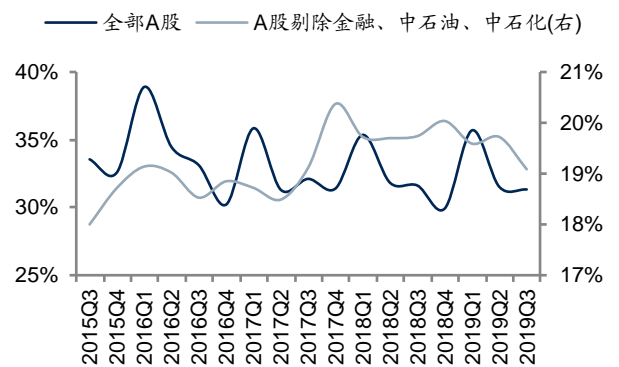
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 1：全部 A 股营收单季度同比增速持续回落



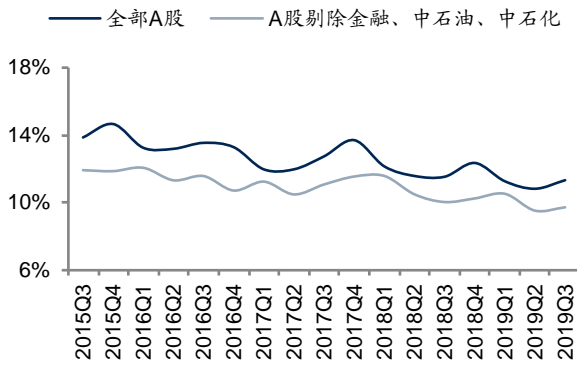
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：全部 A 股上市公司单季度毛利率微幅下滑



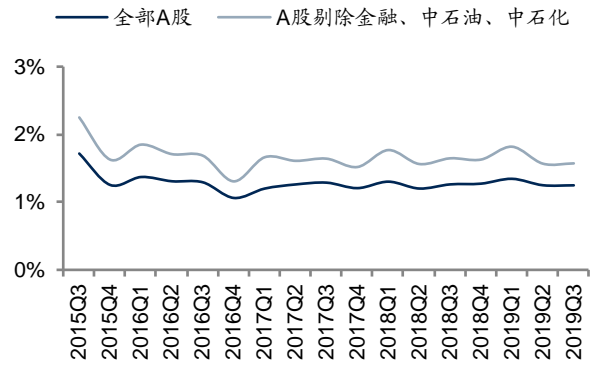
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 全部A股上市公司三项费用率小幅提高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 全部A股上市公司单季度财务费用率环比持平



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

销售净利率环比下滑，ROE 水平小幅回落

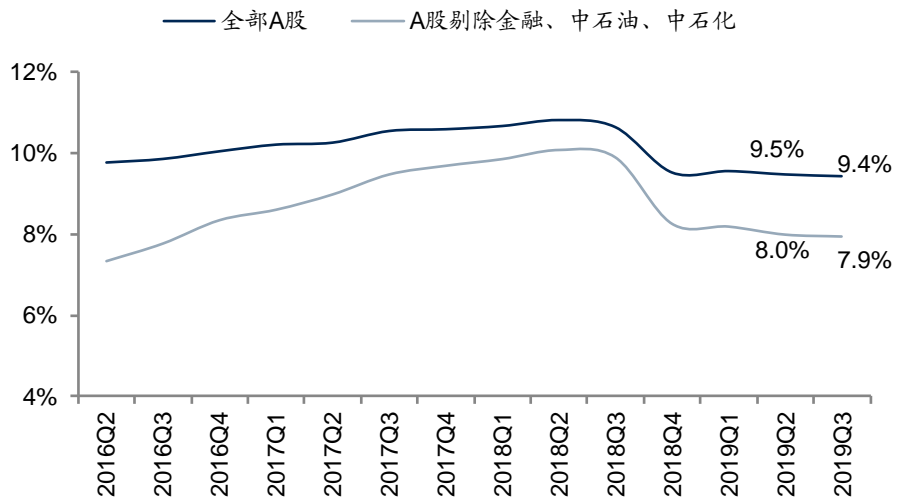
ROE 方面，三季度全部 A 股 ROE (TTM) 和非金融两油上市公司 ROE (TTM) 小幅回落。分解来看，ROE 环比回落的主要原因仍在于销售净利率、资产周转率的下降。从变化趋势看，2018 年三季度以来全部 A 股上市公司 ROE 高位回落，且当前已创下 2016 年底以来新低。

(1) 三季度全部 A 股 ROE (TTM) 和非金融两油上市公司 ROE (TTM) 小幅回落。2019 年三季度全部 A 股 ROE (TTM) 为 9.4%，环比下滑 0.1%；全部 A 股剔除金融和两油后的 ROE (TTM) 为 7.9%，环比继续回落 0.1%。

(2) 分解来看，净利润率和资产周转率小幅下降是全部 A 股剔除金融两油后 ROE 下滑的主要原因。三季度全部 A 股剔除金融和两油后销售净利率 (TTM) 为 4.38%，环比下降 0.02%；三季度全部 A 股剔除金融和两油后资产周转率 (TTM) 为 14.68%，环比下降 0.02%；不过三季度非金融两油上市公司权益乘数则微幅上升。综合来看，由于销售净利率、资产周转率下降的负贡献大于权益乘数升的正向贡献，所以非金融两油上市公司 ROE (TTM) 环比小幅下降。

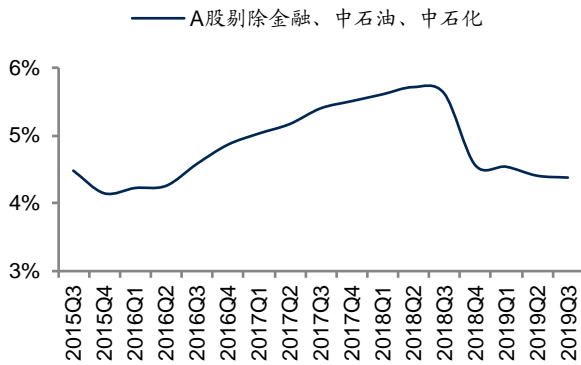
(3) 从变化趋势看，2018 年三季度以来全部 A 股上市公司 ROE 高位回落，且当前已创下 2016 年底以来新低。2016 年二季度以来上市公司 ROE 一路上行，持续改善，但去年三季度以来上市公司 ROE 水平有所回落，虽然一季度上市公司 ROE 水平小幅回升，但此后的二季度再度下滑，且当前已创 2016 年底以来新低。从影响因素的变化趋势来看，销售净利率自 2016 年二季度以来走势较 ROE 基本一致，资产周转率则自 2017 年三季度以来稳中有降，而财务杠杆率在经历近一年的下降后于 2018 年三季度开始再度回升。

图 5: 三季度 A 股上市公司 ROE (TTM) 环比稳中有降



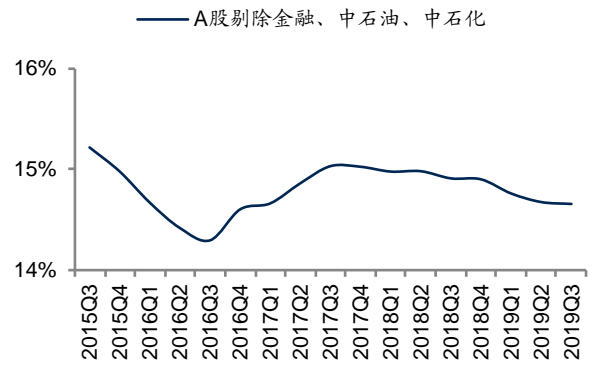
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: A 股上市公司销售净利润率 (TTM) 环比下降



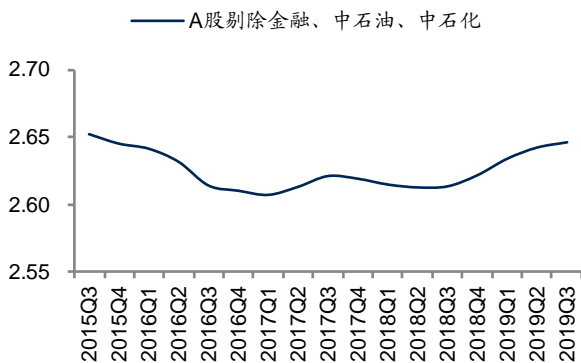
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: A 股上市公司资产周转率 (TTM) 环比微降



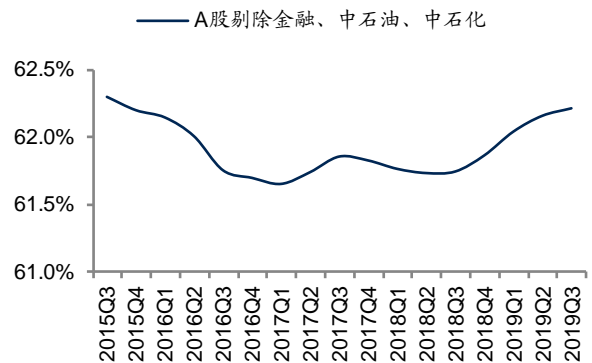
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: A 股上市公司权益乘数 (TTM) 环比持续上升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: A 股上市公司资产负债率 (TTM) 环比持续上升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

现金流状况略有恶化，资本支出增速持续下行

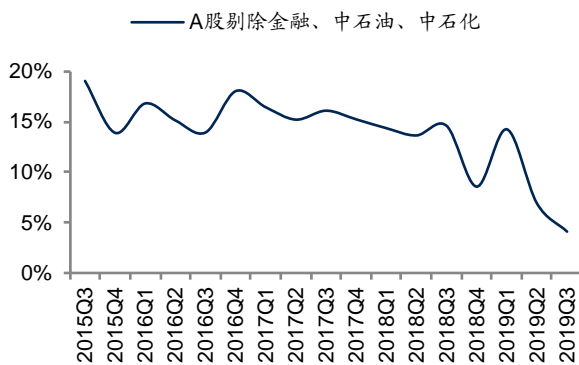
现金流方面，上市公司三季度现金流状况略有恶化，经营现金流占营收比重小幅下滑。库存方面，上市公司存货同比增速小幅下行，但存货占总资产比重延续升势。投资方面，全部 A 股剔除金融两油后固定资产同比增速、在建工程和资本支出同比增速集体回落。

(1) 现金流方面，上市公司三季度经营现金流占营收比重环比小幅下滑。2019 年三季度全部 A 股剔除金融和两油后的经营性现金流占营业收入的比例 (TTM) 进一步升至 8.8%，环比小幅下滑 0.3%。三季度全部 A 股剔除金融和两油后的应收账款同比增速进一步下降 2.8%至 4.2%。从变化趋势来看，自去年三季度以来，企业现金流状况总体有所好转，经营现金流占营收比重上行趋势较为显著。

(2) 库存方面，上市公司存货同比增速小幅下行，但存货占总资产比重延续升势。具体来看，三季度全部 A 股剔除金融和两油后的存货同比增速为 11.4%，相比今年二季度增速下降 1.0%；三季度存货占总资产的比重为 20.6%，环比上升 0.6%。

(3) 投资方面，全部 A 股剔除金融两油后固定资产同比增速、在建工程和资本支出同比增速集体回落。三季度全部 A 股剔除金融和两油后的固定资产同比增速为 5.8%，相比今年二季度小幅下降 0.2%；三季度在建工程同比增速为 8.4%，相比二季度下降 2.7%；购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金同比增速由今年二季度的 6.2%进一步降至 4.5%，从趋势看，A 股上市公司资本支出自 2015 年四季度开始震荡上行，并于去年三季度达到高点后开始回落，且当前已基本回落至历史较低水平位置。

图 10: A股上市公司应收账款同比增速持续回落



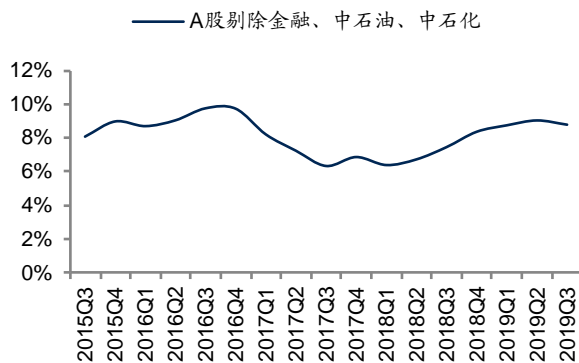
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: A股上市公司存货同比增速小幅下行



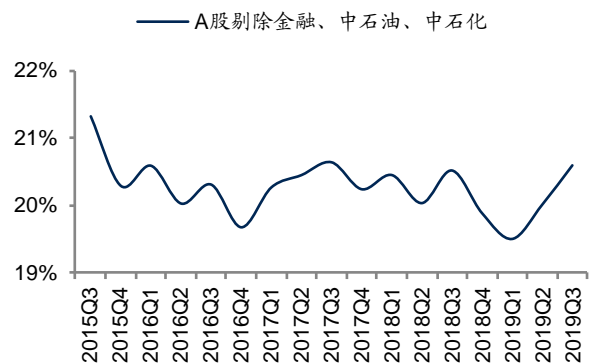
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 上市公司经营现金流占营收比环比下滑



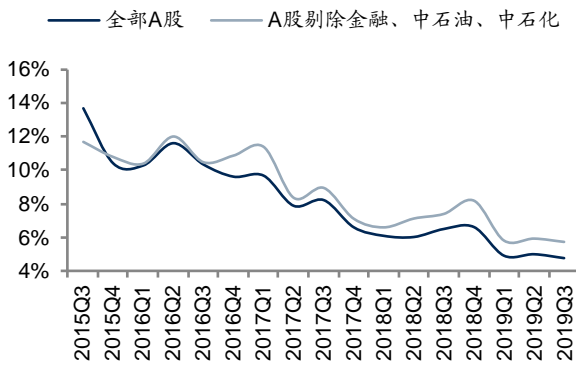
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: A股上市公司存货占总资产比重延续升势



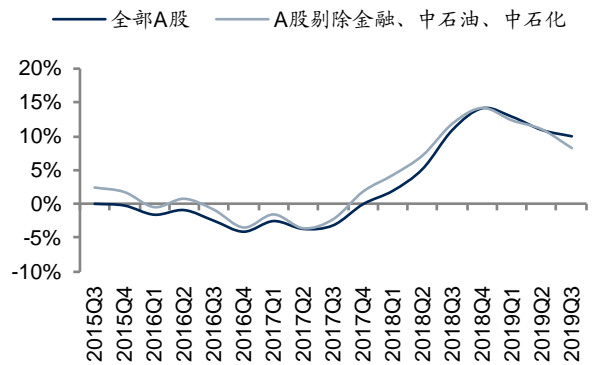
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 上市公司固定资产同比增速再度转跌



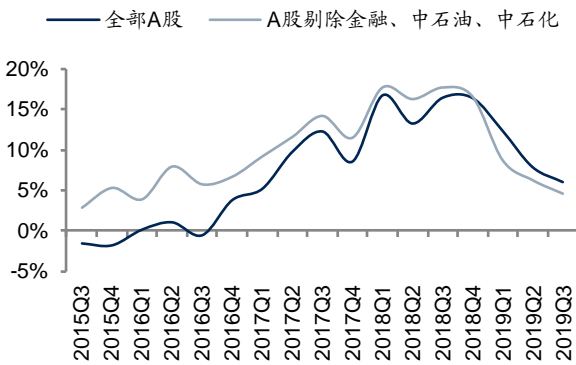
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: A股上市公司在建工程同比增速持续下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: A股上市公司资本支出同比增速跌至低位



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

创业板: 利润增速大幅转正, 现金流增速仍处高位

三季度中小板和创业板净利润单季同比增速均大幅回升, 且双双由负转正。从变化趋势来看, 创业板盈利单季增速自 2018 年一季度 V 型反弹后再度跌至负区间, 并于去年四季度深度探底, 此后开始震荡回升, 当前整体来看已处于历史中枢水平之上位置。且三季度中小创板块净利率、营收、三项费用率等各项财务指标也均出现了改善, 其中创业板改善幅度较为明显。从结构上看, 三季度创业板盈利增速两头大中间小的哑铃型分布依然不变, 但净利润增速为负公司占比环比减少, 盈利增速大于 30%组占比有所提高, 即哑铃重心开始右偏。创业板企业盈利增速的哑铃型分布特征依然具有行业普遍性, 从现金流来看, 三季度中小板、创业板企业现金增速虽然放缓, 但仍维持较高增速。

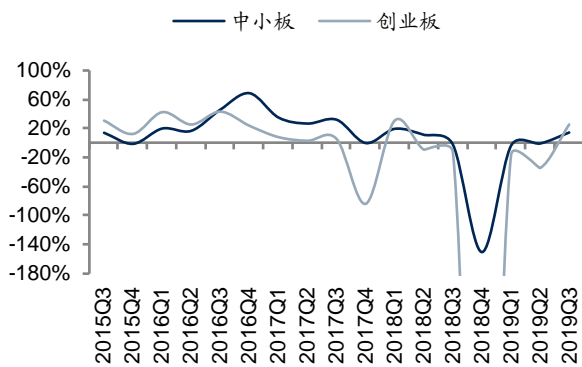
利润增速大幅回升, 净利率环比改善

三季度中小板和创业板净利润单季同比增速均大幅回升, 且双双由负转正。从变化趋势来看, 创业板盈利单季增速自 2018 年一季度 V 型反弹后再度跌至负区间, 并于去年四季度深度探底, 此后开始震荡回升, 当前整体来看已处于历史中枢水平之上位置。且三季度中小创板块净利率、营收、三项费用率等各项财务指标也均出现了改善, 其中创业板改善幅度较为明显。

(1) **创业板利润单季增速大幅回升至正区间。**三季度中小板和创业板净利润单季同比增速分别为 14.2%和 25.6%，双双由负转正，相比今年二季度分别提高 15.1%和 60.1%。从变化趋势来看，创业板盈利单季增速自 2018 年一季度 V 型反弹后再度跌至负区间，并于去年四季度深度探底，此后开始震荡回升，当前整体来看已处于历史中枢水平之上位置；中小板净利润增速变化与创业板走势较为一致，即在去年四季度深度探底后开始震荡回升，且当前增速水平同样升至两位数。

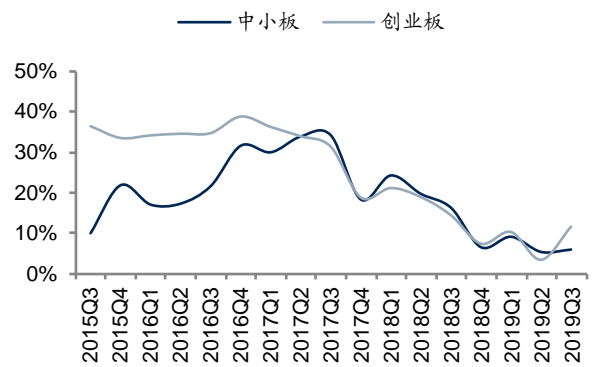
(2) **创业板单季净利率环比有所改善。**三季度，中小板、创业板上市公司营业收入同比增速分别为 6.0%和 11.7%，相比今年二季度分别上升 0.6%和 8.2%；毛利率分别为 23.6%和 29.5%，环比分别上升 0.2%和 0.3%；三项费用率分别为 12.4%和 14.6%，环比分别下降 0.1%和 0.3%；净利率分别为 7.1%和 9.2%，环比分别提高 0.3%和 4.0%。综合来看，三季度中小创板块各项财务指标普遍出现了改善，其中创业板改善幅度较为明显。

图 17: 中小创板块单季净利润增速双双回升



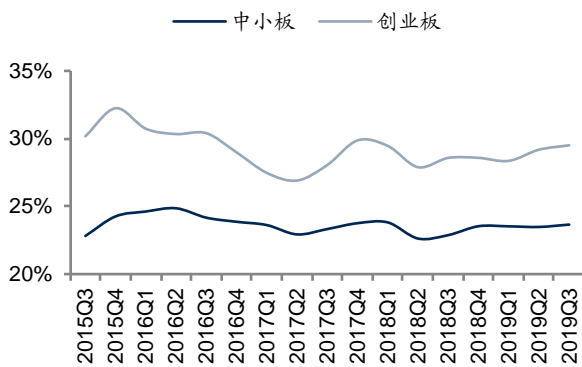
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 中小创板块单季度营收同比增速触底回升



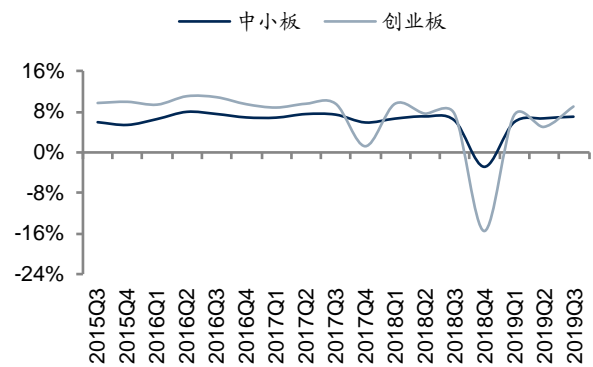
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 中小创板块单季度毛利率小幅改善



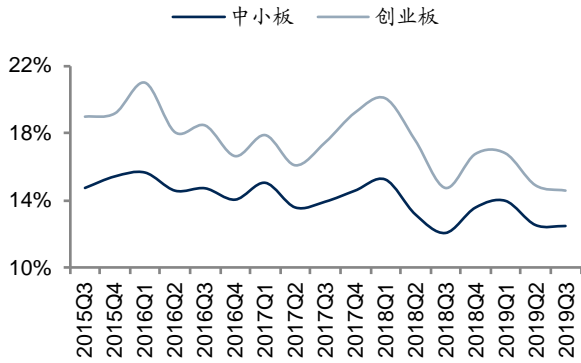
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 中小创板块单季度净利率环比上升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 中小创业板三项费用率环比下降



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

哑铃重心开始右偏，板块现金流增速仍处高位

从结构上看，三季度创业板盈利增速两头大中间小的哑铃型分布依然不变，但净利润增速为负公司占比环比减少，盈利增速大于 30%组占比有所提高，即哑铃重心开始右偏。创业板企业盈利增速的哑铃型分布特征依然具有行业普遍性，从现金流来看，三季度中小板、创业板企业现金增速虽然放缓，但仍维持较高增速。

(1) 按照市值大小的分类比较来看，大市值和中市值公司单季业绩增速绝对值以及改善程度均明显好于小市值公司。创业板大市值公司盈利同比增速从今年二季度的 2.8%进一步提高至三季度的 18.6%；中等市值上市公司净利润同比增速由今年二季度的-37.0%大幅升至 62.3%；而小市值公司利润增速虽然仍为正，但由二季度的 137.9%大幅回落至 17.2%。

(2) 三季度创业板盈利增速两头大中间小的哑铃型分布依然不变，但净利润增速为负公司占比环比减少，盈利增速大于 30%组占比有所提高，即哑铃重心开始右偏。三季度，净利润负增长的企业占比从二季度的 47.9%降至 43.4%；净利润增速高于 30%的企业所占比重为 36.1%，环比上升 5.9%；净利润增速处于 0~10%和 10%~30%的企业所占比重分别为 7.7%和 12.8%，环比分别变化+0.3%和-1.7%。

(3) 创业板企业盈利增速的哑铃型分布特征依然具有行业普遍性。从表 4 可以看出，创业板企业盈利增速的哑铃型分布特征依然具有行业普遍性，创业板中大多数行业的业绩分布均呈现出两头大的哑铃型分布 (17/25)，说明创业板企业内部的业绩分化十分明显。

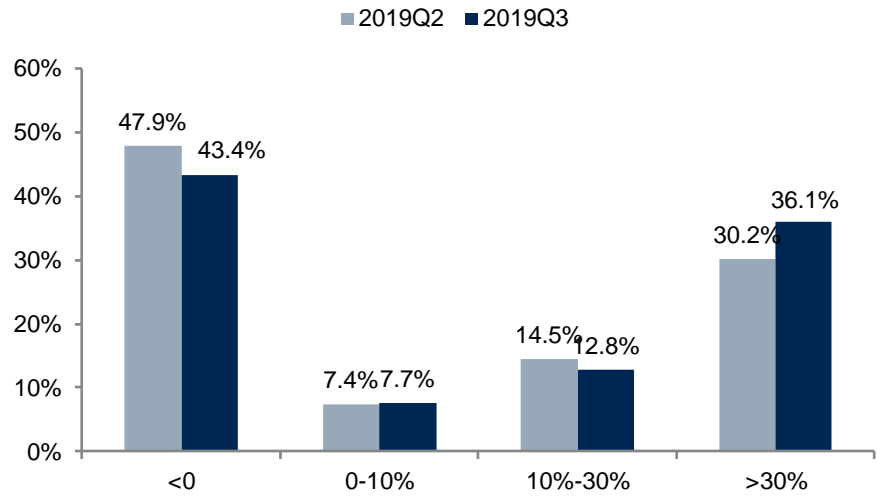
(4) 从现金流来看，三季度中小板、创业板企业现金增速虽然放缓，但仍维持较高增速。创业板上市公司三季度经营性净现金流同比增速为 49.2%，相比今年二季度小幅下降 4.4%；中小板三季度经营性净现金流增速为 283.7%，相比今年二季度回落 262.5%。从应收账款增长来看，创业板三季度应收账款同比增速为 7.1%，前值 6.9%，中小板应收账款同比增速为 3.9%，前值 6.4%。

表 3: 按市值大小分类的创业板公司净利润单季度增长比较

按市值大小分类	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
前 1/3	2.9	-151.1	-16.5	2.8	18.6
中 1/3	-57.4	-2326.7	-16.5	-37.0	62.3
后 1/3	-28.5	-707.7	-22.0	137.9	17.2
前 1/3 (剔除温氏股份)	19.2	-107.3	-7.3	-4.9	9.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 22: 创业板净利润增速为正公司占比环比上升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 4: 创业板业绩哑铃型分布行业普遍性持续存在

行业	<0	0-10%	10%-30%	30%以上
电气设备	40.7%	1.9%	9.3%	48.1%
计算机	38.3%	9.3%	16.8%	35.5%
医药生物	29.3%	11.0%	23.2%	36.6%
机械设备	46.6%	7.8%	8.7%	36.9%
纺织服装	20.0%	0.0%	20.0%	60.0%
国防军工	37.5%	0.0%	12.5%	50.0%
综合	50.0%	0.0%	0.0%	50.0%
交通运输	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
电子	38.7%	8.0%	14.7%	38.7%
通信	40.5%	9.5%	11.9%	38.1%
化工	50.7%	5.6%	8.5%	35.2%
农林牧渔	57.1%	14.3%	0.0%	28.6%
商业贸易	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非银金融	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
传媒	60.0%	0.0%	5.0%	35.0%
公用事业	30.8%	7.7%	11.5%	50.0%
轻工制造	30.0%	20.0%	30.0%	20.0%
建筑材料	44.4%	11.1%	11.1%	33.3%
汽车	63.2%	10.5%	0.0%	26.3%
有色金属	61.5%	0.0%	7.7%	30.8%
休闲服务	33.3%	33.3%	33.3%	0.0%
食品饮料	50.0%	50.0%	0.0%	0.0%
采掘	33.3%	0.0%	33.3%	33.3%
家用电器	50.0%	0.0%	37.5%	12.5%
建筑装饰	52.6%	15.8%	15.8%	15.8%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 5：最近一年创业板与中小板的经营性现金流与应收账款同比变化

		2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
现金流	中小板	33.6%	4.0%	103.9%	546.2%	283.7%
	创业板	480.8%	36.0%	117.9%	53.6%	49.2%
应收账款	中小板	19.7%	12.5%	10.8%	6.4%	3.9%
	创业板	17.5%	14.9%	13.1%	6.9%	7.1%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

行业比较：通信、传媒盈利大幅改善，各行业现金流普遍好转

分行业来看，2019年三季度申万28个一级行业中有17个行业的单季盈利增速有所改善，其余11个行业盈利增速均出现不同程度的恶化，其中通信、商业贸易、传媒、非银金融、电气设备等行业盈利增速显著提升。分行业来看，2019年三季度申万28个一级行业中有12个行业ROE环比有所上升，其中农林牧渔、商业贸易、非银金融、家用电器、电子等行业ROE增幅居前，主要驱动力在于销售净利率和资产周转率的提高。从资产负债率来看，28个申万一级行业中，18个行业2019年三季末的资产负债率同比上升，从经营现金占营收的比例来看，28个申万一级行业中，有17个行业2019年三季度的经营现金流占营收的比重相对于去年三季度有所上升。

通信、商业贸易、传媒等行业盈利增速大幅提高

分行业来看，2019年三季度申万28个一级行业中有17个行业的单季盈利增速有所改善，其余11个行业盈利增速均出现不同程度的恶化，其中通信、商业贸易、传媒、非银金融、电气设备等行业盈利增速显著提升，而农林牧渔、机械设备、综合、钢铁、采掘等行业增速降幅居前。商业贸易、非银金融、农林牧渔、国防军工、公用事业等行业的盈利增速均超过15%，而钢铁、汽车、化工等行业的净利润增速垫底，综合来看，三季度申万28个行业中有16个行业单季净利润增速为正。

(1) 2019年三季度，申万28个一级行业中有17个行业的单季盈利增速有所改善，其余11个行业盈利增速均出现不同程度的恶化，其中通信、商业贸易、传媒、非银金融、电气设备等行业盈利增速显著提升，而农林牧渔、机械设备、综合、钢铁、采掘等行业增速降幅居前。具体来看，通信行业2019年三季度的盈利增速从今年二季度的-350.1%升至-10.0%，商业贸易行业三季度的盈利增速从-33.0%上升至96.9%，传媒行业三季度的盈利增速从-87.4%升至-5.1%。而农林牧渔行业三季度的盈利增速从今年二季度的6331.7%回落至49.6%，机械设备行业的盈利增速从28.2%下降至-2.0%。

(2) 商业贸易、非银金融、农林牧渔、国防军工、公用事业等行业的盈利增速均超过15%，而钢铁、汽车、化工等行业的净利润增速垫底，综合来看，三季度申万28个行业中有16个行业单季净利润增速为正。具体来看，商业贸易行业三季度的盈利增速为96.9%，非银金融行业盈利增速为85.6%，农林牧渔行业盈利增速为49.6%。而钢铁、汽车、化工行业三季度盈利增速分别为-59.2%、-24.9%和-21.6%。

(3) 从细分行业情况来看，申万103个二级行业中，专业零售、视听器材、

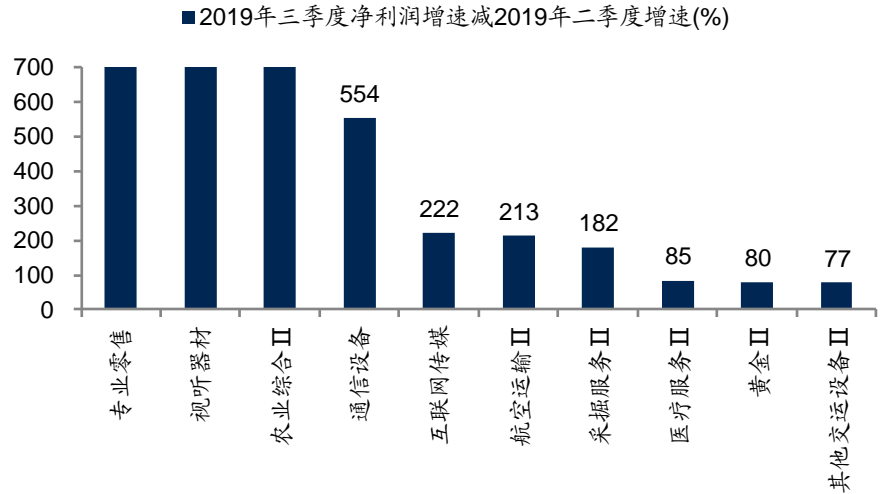
农业综合、通信设备、互联网传媒、航空运输、采掘服务、医疗服务、黄金等行业 2019 年三季度净利润增速相对于今年二季度提升幅度最大，航运、种植业、通用设备、林业、畜禽养殖、饲料、其他轻工制造、石油开采、航空装备、化学纤维等行业三季度净利润增速相比二季度有明显下滑。

表 6：申万分类 28 个一级行业净利润单季度增速一览

一级行业	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3-2019Q2
通信	19.7	-101.8	702.3	-350.1	-10.0	340.1
商业贸易	13.1	-0.3	20.7	-33.0	96.9	129.9
传媒	-14.6	-11729.8	-24.3	-87.4	-5.1	82.3
非银金融	-37.3	-42.7	75.8	62.0	85.6	23.6
电气设备	-24.3	-229.2	9.0	-8.9	11.2	20.1
轻工制造	-8.2	-186.1	-29.7	-22.3	-2.6	19.6
建筑装饰	4.3	-4.1	13.5	-2.8	15.4	18.2
纺织服装	1.6	-138.2	2.8	-29.1	-13.7	15.4
公用事业	-14.0	-44.7	20.6	6.6	18.7	12.1
汽车	-14.1	-86.8	-27.5	-35.7	-24.9	10.8
国防军工	-41.2	-45.8	63.6	37.3	47.1	9.8
电子	-8.8	-152.7	-13.9	1.1	10.9	9.8
有色金属	-24.8	-236.6	-38.2	-23.9	-16.2	7.7
家用电器	13.8	-93.4	6.4	11.8	18.0	6.2
建筑材料	75.9	21.2	45.7	11.0	15.3	4.3
医药生物	-11.1	-93.0	8.4	-1.1	1.2	2.3
银行	7.8	0.1	6.3	7.2	7.9	0.8
食品饮料	9.9	40.4	23.7	19.1	17.1	-2.0
化工	41.4	-59.1	-18.1	-14.7	-21.6	-6.9
休闲服务	25.7	-87.6	76.9	-7.5	-14.7	-7.2
房地产	19.6	-10.7	16.4	12.3	2.3	-10.0
交通运输	-20.0	-34.1	14.4	13.5	2.3	-11.3
计算机	4.8	-134.2	66.1	26.3	6.2	-20.1
采掘	81.1	31.5	7.4	6.2	-18.5	-24.7
钢铁	20.0	-28.1	-45.5	-32.8	-59.2	-26.3
综合	0.1	-96.1	78.8	19.3	-8.8	-28.0
机械设备	18.1	-136.3	37.1	28.2	-2.0	-30.2
农林牧渔	16.1	-320.4	-61.2	6331.7	49.6	-6282.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

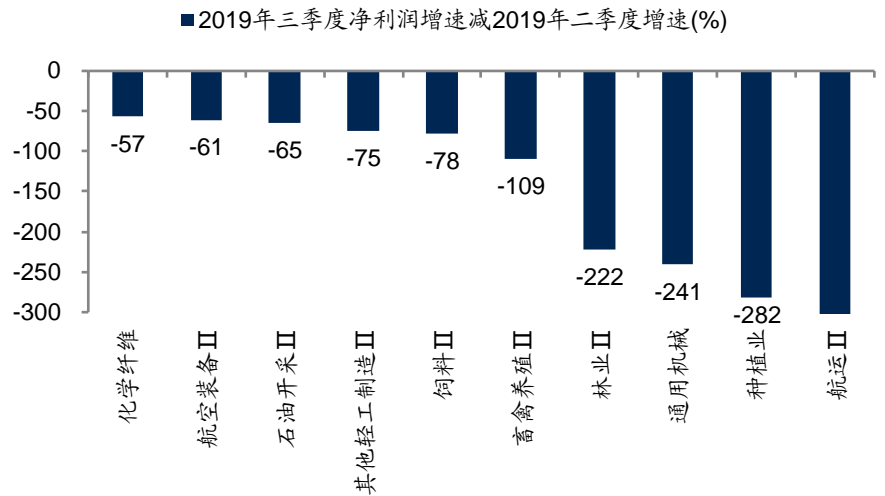
图 23: 2019 年三季度单季度净利润增速提升最大的 10 个二级行业



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 专业零售、视听器材、农业综合三季度净利润增速变化分别为 6921%、2065%、781%

图 24: 2019 年三季度单季度净利润增速降幅最大的 10 个二级行业



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 航运二级行业三季度净利润增速降幅为-833%

表 7：申万分类二级行业净利润单季增速一览

一级行业	二级行业	2018Q1-2019Q3							
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3-2019Q2
采掘	采掘服务II	43.7	475.1	214.7	91.2	129.2	-17.2	164.5	181.6
采掘	煤炭开采II	6.9	12.0	13.2	-9.9	4.6	5.3	8.2	2.9
采掘	其他采掘II	48.0	142.6	55.2	6265.9	87.4	1.6	9.2	7.6
采掘	石油开采II	79.3	146.7	350.6	-20.5	-1.8	9.5	-55.8	-65.3
传媒	互联网传媒	-18.0	4.6	-3.0	-309.0	1.6	-219.5	2.5	222.0
传媒	文化传媒	35.2	-19.5	-13.1	-546.6	-33.6	-17.6	6.7	24.3
传媒	营销传播	11.6	13.4	-32.2	-747.3	-47.0	-56.6	-45.0	11.6
电气设备	电机II	87.8	54.4	-45.7	-910.1	-1.8	34.1	-2.7	-36.7
电气设备	电气自动化设备	13.3	67.1	-4.1	-102.3	3.5	-29.3	-30.2	-0.9
电气设备	电源设备	8.4	-35.0	-54.7	-3861.5	27.8	-2.1	47.1	49.2
电气设备	高低压设备	2.0	0.1	17.3	-125.7	-4.3	-4.3	7.1	11.4
电子	半导体	3065.2	23.2	-16.6	-179.0	14.3	-1.9	48.5	50.4
电子	电子制造II	2.6	-9.8	8.9	-80.5	7.1	31.5	30.2	-1.3
电子	光学光电子	11.2	-17.2	-44.1	-322.3	-42.6	-37.9	-39.9	-2.0
电子	其他电子II	22.9	-13.2	20.4	96.5	-10.8	-10.4	12.0	22.4
电子	元件II	1.1	42.8	48.2	9.7	12.3	8.8	-6.3	-15.0
房地产	房地产开发II	36.7	39.5	20.0	-10.1	14.2	12.7	0.5	-12.2
房地产	园区开发II	62.5	37.8	4.3	-24.8	55.4	4.2	67.1	63.0
纺织服装	纺织制造	7.9	8.7	12.3	-148.4	44.5	-9.7	-0.5	9.2
纺织服装	服装家纺	13.8	-4.2	-4.4	-128.2	-8.6	-41.0	-22.0	19.1
非银金融	保险II	30.8	31.6	-28.8	-22.4	75.0	84.5	95.9	11.4
非银金融	多元金融II	24.7	-1.9	-40.8	-76.0	16.6	-20.5	13.3	33.9
非银金融	证券II	-11.9	-39.7	-51.1	-62.3	96.6	28.4	84.6	56.2
钢铁	钢铁II	93.0	170.7	20.0	-28.1	-45.5	-32.8	-59.2	-26.3
公用事业	电力	23.9	24.7	-11.9	224.9	40.6	19.5	23.9	4.4
公用事业	环保工程及服务II	55.7	-2.2	-33.9	-242.1	-42.9	-37.7	-13.8	23.9
公用事业	燃气II	13.6	-3.9	-3.0	-226.6	-17.7	-33.2	10.4	43.6
公用事业	水务II	-12.6	0.2	-0.5	-34.0	19.7	5.9	11.9	6.0
国防军工	船舶制造II	35.8	7.2	-1929.5	-22.5	15.2	114.6	74.8	-39.8
国防军工	地面兵装II	13.3	78.2	-26.0	26.0	55.4	-1.2	-18.5	-17.3
国防军工	航空装备II	4943.1	22.7	55.6	-26.0	257.0	56.8	-4.2	-61.0
国防军工	航天装备II	1.2	67.5	18.2	-19.3	47.9	-63.4	-47.1	16.2
化工	化学纤维	50.2	78.9	106.6	-166.3	-8.8	67.9	10.9	-57.0
化工	化学原料	-18.4	91.7	30.0	330.2	7.1	-39.8	-36.1	3.7
化工	化学制品	62.0	43.8	20.5	-22.0	-15.1	-0.9	-13.5	-12.5
化工	石油化工	12.6	117.7	50.3	-72.9	-24.0	-28.9	-34.4	-5.5
化工	塑料II	10.9	12.8	13.3	-281.8	-61.2	-76.1	-52.3	23.8
化工	橡胶	47.5	122.3	97.4	23.7	-1.9	-12.9	-12.6	0.3
机械设备	金属制品II	-15.8	61.3	90.6	-41.5	-4.0	-47.1	-88.4	-41.4
机械设备	通用机械	30.3	-83.7	25.5	-159.5	7.3	187.3	-53.5	-240.8
机械设备	仪器仪表II	-5.1	4.9	4.0	-130.6	41.1	35.5	8.2	-27.3
机械设备	运输设备II	18.2	-15.1	6.7	-86.0	31.5	36.2	6.6	-29.6
机械设备	专用设备	57.7	33.1	13.8	-206.5	53.5	21.6	35.0	13.4
计算机	计算机设备II	-16.0	-13.6	-31.5	-170.2	115.9	-8.9	65.3	74.2
计算机	计算机应用	18.7	31.5	17.4	-128.8	54.5	34.7	-6.3	-41.0
家用电器	白色家电	23.7	21.9	16.4	-77.5	7.8	12.2	14.1	1.9
家用电器	视听器材	21.5	31.9	-91.1	-131.4	-30.0	-0.1	2064.8	2064.9
建筑材料	玻璃制造II	21.8	25.7	-24.1	-78.1	-27.9	-6.8	32.6	39.4
建筑材料	其他建材II	146.7	32.8	-4.7	-64.6	31.6	-21.7	25.7	47.5
建筑材料	水泥制造II	267.7	92.5	123.0	52.4	56.2	19.6	12.4	-7.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 8：申万分类二级行业净利润单季增速一览（续）

一级行业	二级行业	2019Q1-2019Q3							
		2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q3-2019Q2
建筑装饰	房屋建设 II	16.1	1.4	3.5	49.4	16.9	5.0	23.3	18.3
建筑装饰	基础设施建设	10.2	18.2	11.7	-12.7	15.3	4.9	15.6	10.7
建筑装饰	园林工程 II	104.7	8.0	-52.2	-120.1	-143.3	-79.6	-37.2	42.5
建筑装饰	专业工程	23.5	16.6	-5.1	0.0	9.5	-16.3	18.5	34.8
建筑装饰	装饰装修 II	13.3	33.4	11.7	-50.8	16.5	-16.2	-9.3	6.9
交通运输	港口 II	16.1	-0.8	10.0	-12.1	24.1	55.5	21.9	-33.7
交通运输	高速公路 II	1.5	35.1	-9.4	64.2	32.5	-4.3	4.1	8.5
交通运输	公交 II	-11.6	24.5	-21.9	53.6	144.4	-34.9	-13.9	21.0
交通运输	航空运输 II	25.9	-90.8	-39.9	-130.7	1.0	-203.9	8.8	212.7
交通运输	航运 II	-57.7	-95.1	-13.9	162.5	216.4	846.8	13.6	-833.3
交通运输	机场 II	19.0	3.5	-0.9	-8.0	10.8	10.1	4.8	-5.3
交通运输	铁路运输 II	32.4	-6.5	7.7	2.2	-3.1	2.3	-4.2	-6.5
交通运输	物流 II	27.3	11.1	-25.1	-98.7	-10.9	12.2	-29.0	-41.2
农林牧渔	畜禽养殖 II	-19.3	-353.6	-0.1	-143.6	-125.4	259.3	150.3	-109.0
农林牧渔	动物保健 II	7.0	-4.8	10.3	-69.8	-29.4	-9.1	-42.5	-33.3
农林牧渔	林业 II	107.8	-44.9	278.2	-90.0	-35.9	165.4	-56.7	-222.1
农林牧渔	农产品加工	-13.7	-40.1	17.6	8.6	-20.7	19.3	-6.6	-25.9
农林牧渔	农业综合 II	100.5	57.6	80.8	-34.4	10.4	73.6	854.8	781.2
农林牧渔	饲料 II	-0.8	-45.7	-0.8	-62.9	-50.5	133.3	55.2	-78.1
农林牧渔	渔业	976.8	4.4	42.1	-55.1	-156.9	-58.4	-48.2	10.2
农林牧渔	种植业	-47.0	-43.2	246.3	31.9	21.4	176.4	-105.1	-281.5
汽车	其他交运设备 II	-69.9	-29.0	14.7	-69.6	63.6	23.2	100.6	77.4
汽车	汽车服务 II	9.2	-6.6	-19.7	-498.2	-38.1	-44.5	-30.8	13.6
汽车	汽车零部件 II	20.2	20.3	-0.5	-117.6	-12.8	-30.2	-21.7	8.5
汽车	汽车整车	-6.7	-0.7	-23.2	-46.3	-37.0	-41.4	-30.6	10.8
轻工制造	包装印刷 II	-8.9	42.3	7.8	-29.5	9.9	-15.3	10.5	25.8
轻工制造	家用轻工	4.5	-11.7	-9.3	-351.4	-32.5	2.5	0.7	-1.8
轻工制造	其他轻工制造 II	248.1	140.1	59.2	40.1	37.6	8.1	-66.4	-74.5
轻工制造	造纸 II	30.4	35.3	-15.2	-57.4	-47.8	-47.7	-15.0	32.7
商业贸易	贸易 II	-5.7	8.6	15.1	-30.9	124.4	-22.7	-24.0	-1.3
商业贸易	商业物业经营	14.0	39.8	200.3	-83.1	-13.3	-22.4	-25.8	-3.4
商业贸易	一般零售	18.6	42.7	9.9	-33.8	11.2	-11.3	-0.5	10.8
商业贸易	专业零售	19.6	800.1	-88.1	54.0	-11.2	-59.1	6862.3	6921.4
食品饮料	食品加工	23.1	16.9	6.9	18.5	14.9	11.6	14.7	3.2
食品饮料	饮料制造	33.0	41.6	11.0	46.7	26.3	22.1	18.0	-4.1
通信	通信设备	-175.2	-69.6	14.1	-203.7	265.3	-571.7	-18.1	553.6
通信	通信运营 II	281.6	128.6	64.4	187.9	25.8	8.5	39.2	30.6
休闲服务	餐饮 II	-1.2	-4.4	-12.6	-67.8	-127.1	-73.4	-84.3	-10.9
休闲服务	景点	-22.6	35.1	30.6	-164.3	144.3	-5.2	-12.3	-7.1
休闲服务	酒店 II	38.7	17.7	34.6	-77.9	24.5	5.7	-18.2	-23.9
休闲服务	旅游综合 II	57.0	45.1	17.1	-69.6	77.7	-11.3	-15.1	-3.8
医药生物	化学制药	64.4	19.7	-41.6	-152.5	-11.7	13.5	7.8	-5.7
医药生物	生物制品 II	-9.2	-14.2	-13.2	1.1	50.2	10.5	44.6	34.0
医药生物	医疗服务 II	263.0	45.7	-33.4	-445.7	10.9	-30.0	54.8	84.9
医药生物	医疗器械 II	22.8	22.4	18.0	-98.8	50.0	14.2	14.1	-0.1
医药生物	医药商业 II	16.7	7.6	27.6	-13.3	12.8	6.4	-0.4	-6.8
医药生物	中药 II	24.9	20.2	14.4	-92.0	6.7	-18.3	-27.6	-9.3
银行	银行 II	5.6	7.3	7.8	0.1	6.3	7.2	7.9	0.8
有色金属	工业金属	7.0	-33.8	-38.3	-630.7	-9.2	51.8	59.6	7.8
有色金属	黄金 II	3.8	38.6	-15.3	-119.3	-23.5	-32.8	46.8	79.6
有色金属	金属非金属新材料	289.9	69.2	-15.9	-146.6	-40.9	-35.3	-37.3	-2.0
有色金属	稀有金属	132.2	93.7	-10.2	-66.7	-73.2	-66.3	-113.6	-47.3
综合	综合 II	-14.4	15.3	0.1	-96.1	78.8	19.3	-8.8	-28.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

农林牧渔、商业贸易、非银等行业 ROE 显著改善

分行业来看，2019 年三季度申万 28 个一级行业中有 12 个行业 ROE (TTM) 环比有所上升，其中农林牧渔、商业贸易、非银金融、家用电器、电子等行业 ROE (TTM) 增幅居前，主要驱动力在于销售净利率和资产周转率的提高。

(1) 农林牧渔、商业贸易、非银金融、家用电器、电子等行业 ROE (TTM) 增幅居前，主要原因在于销售净利率和资产周转率的提高。具体来看，农林牧渔行业三季度的 ROE (TTM) 为 7.4%，环比提高 1.5%；商业贸易行业三季度的 ROE (TTM) 为 9.0%，环比提高 1.3%；非银金融行业三季度的 ROE (TTM) 为 11.7%，环比提高 0.9%；家用电器行业三季度的 ROE (TTM) 为 16.2%，环比提高 0.7%；电子行业二季度的 ROE (TTM) 为 5.8%，环比提高 0.7%。

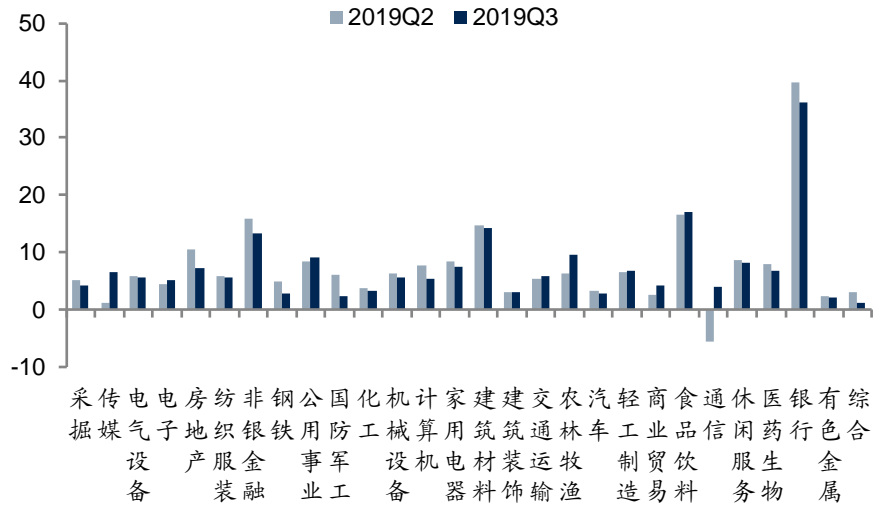
(2) 钢铁、休闲服务、化工、汽车、房地产等行业的 ROE (TTM) 明显下滑, 主要原因是这些行业销售净利率的下滑。其中钢铁行业三季度的 ROE (TTM) 为 9.4%, 环比下滑了 2.8%, 休闲服务行业三季度的 ROE (TTM) 为 9.7%, 环比下滑了 0.8%, 化工行业三季度的 ROE (TTM) 为 7.7%, 环比下滑了 0.7%, 汽车行业三季度的 ROE (TTM) 为 6.6%, 环比下滑了 0.5%。

表 9: 申万分类 28 个一级行业 ROE (TTM) 比较

ROE(TTM)	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
采掘	7.4	7.6	7.6	7.6	7.5
传媒	5.3	-4.4	-4.9	-6.9	-7.0
电气设备	5.9	3.1	3.2	3.0	3.3
电子	7.3	5.1	4.9	5.1	5.8
房地产	14.1	13.5	13.4	13.4	13.0
纺织服装	8.5	5.3	5.4	5.0	4.8
非银金融	9.3	8.2	9.8	10.8	11.7
钢铁	17.6	15.7	13.8	12.2	9.4
公用事业	6.9	6.5	6.7	6.7	7.0
国防军工	2.0	1.6	1.7	2.3	2.5
化工	11.2	9.9	9.1	8.4	7.7
机械设备	6.7	4.3	4.7	5.1	5.1
计算机	7.4	3.4	3.8	4.2	4.4
家用电器	20.0	15.3	15.2	15.5	16.2
建筑材料	17.7	17.5	17.6	17.8	18.0
建筑装饰	10.3	10.1	10.0	9.8	9.8
交通运输	8.6	8.1	8.3	8.4	8.2
农林牧渔	5.8	4.3	3.1	5.9	7.4
汽车	11.8	9.2	8.2	7.1	6.6
轻工制造	10.3	5.6	4.9	4.3	4.3
商业贸易	8.5	8.2	8.5	7.7	9.0
食品饮料	19.6	20.3	21.2	21.3	21.4
通信	1.7	1.5	2.7	0.6	0.7
休闲服务	11.3	9.5	10.9	10.5	9.7
医药生物	11.4	9.1	9.2	9.1	9.0
银行	12.9	12.6	12.4	12.3	12.1
有色金属	7.0	3.4	2.7	2.3	2.2
综合	5.1	4.3	4.8	5.1	4.9

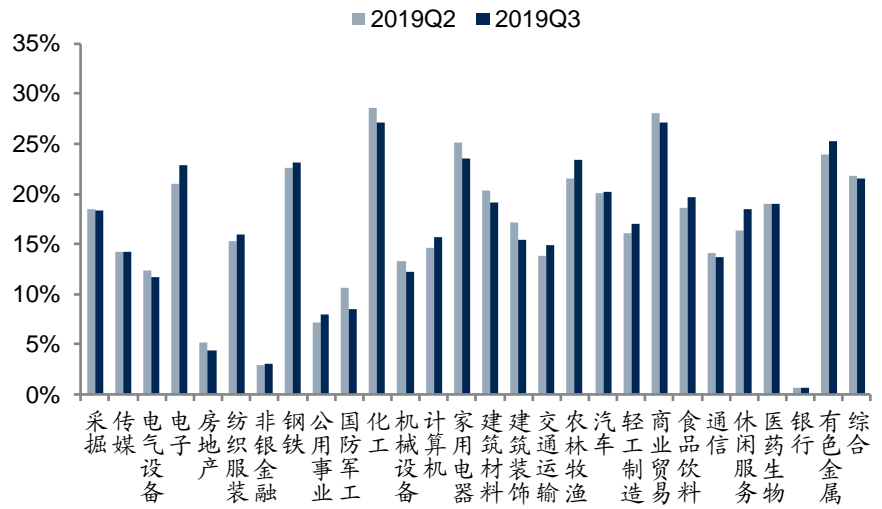
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 申万分类一级行业净利润率变化 (%)



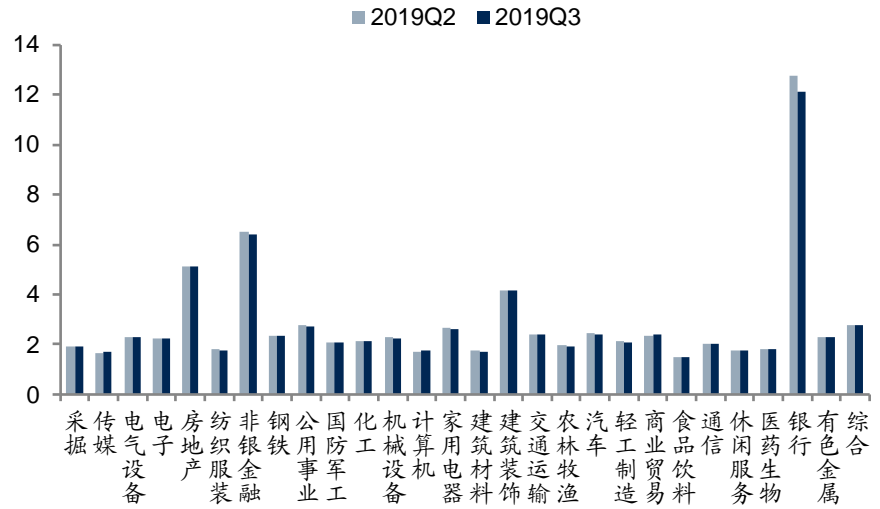
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 申万分类一级行业资产周转率变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 申万分类一级行业权益乘数变化



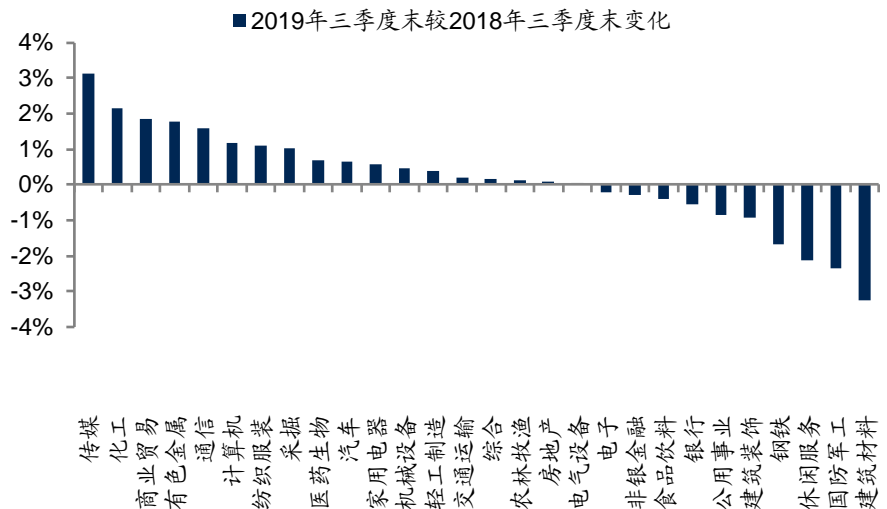
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

申万各一级行业现金流状况普遍好转

从资产负债率来看, 28 个申万一级行业中, 18 个行业 2019 年三季度末的资产负债率同比上升, 其余 10 个行业资产负债率同比下降。其中传媒行业 2019 年三季度末的资产负债率同比上升 3.1%至 40.4%。而建筑材料行业 2019 年三季度末的资产负债率下降 3.2%至 41.7%。

从经营现金占营收的比例来看, 28 个申万一级行业中, 有 17 个行业 2019 年第三季度的经营现金流占营收的比重相对于去年三季度有所上升。其中纺织服装、农林牧渔、通信、汽车行业占比涨幅居前, 银行、钢铁、食品饮料、房地产行业占比降幅较大。

图 28: 申万分类一级行业资产负债率变化



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 10：申万分类一级行业经营现金占营业收入比例

一级行业	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
采掘	21.1	17.9	12.8	12.5	16.7
传媒	4.3	19.9	11.6	3.5	6.6
电气设备	5.0	23.0	-15.2	8.3	6.4
电子	8.0	12.2	4.7	6.3	6.4
房地产	9.1	27.1	-25.7	18.1	3.7
纺织服装	2.7	14.1	1.3	8.2	9.5
非银金融	17.4	36.5	62.8	16.1	21.6
钢铁	18.7	9.7	4.7	5.7	9.2
公用事业	29.9	24.9	21.6	21.7	30.2
国防军工	0.9	17.2	-24.0	-17.1	3.9
化工	9.9	7.9	0.4	8.3	8.9
机械设备	9.1	17.4	-2.2	2.9	10.0
计算机	1.9	34.6	-21.6	-2.0	4.1
家用电器	10.3	15.0	7.3	9.4	12.9
建筑材料	18.6	27.1	2.2	21.0	19.3
建筑装饰	0.7	20.2	-25.9	1.8	-0.6
交通运输	15.8	17.3	5.8	14.9	13.6
农林牧渔	12.2	8.6	3.8	10.3	18.0
汽车	2.1	15.2	-5.2	10.1	6.7
轻工制造	8.8	17.5	1.1	16.9	9.7
商业贸易	2.3	7.4	-1.5	2.3	-0.5
食品饮料	25.2	26.6	9.7	23.9	19.7
通信	18.6	18.4	7.7	14.3	23.8
休闲服务	13.2	5.4	12.3	9.2	13.4
医药生物	8.3	13.3	0.0	10.7	8.7
银行	101.6	-10.7	95.1	-13.5	-34.2
有色金属	8.6	9.3	3.1	8.4	5.6
综合	3.3	7.2	-6.4	7.8	6.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032