

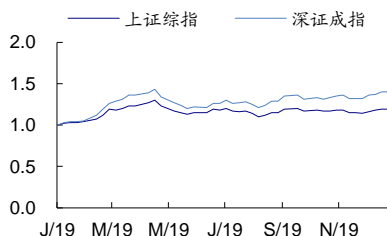
## 证券研究报告—深度报告

## 投资策略

## 上市公司 2019 年年报分析

2020 年 05 月 06 日

## 一年沪深 300 与深圳成指走势比较



## 市场数据

中小板/月涨跌幅(%)	9,890
创业板/月涨跌幅(%)	2,150
AH 股价差指数	2,531
A 股总/流通市值 (万亿元)	66.77/48.99

## 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

## 联系人：朱成成

电话：0755-81982942

E-MAIL: zhuchengcheng@guosen.com.cn

## 联系人：许茹纯

电话：021-60933151

E-MAIL: xuruchun@guosen.com.cn

## 定期策略

## 利润增速下滑，资本支出略增

## ● A 股整体：利润增速下滑，资本支出略增

**A 股净利润单季、累计增速双双下滑。**2019 年四季度全部 A 股净利润单季、累计同比增速均出现下滑。分板块看，2019 年四季度各板块净利润单季同比增速集体出现下滑，其中中小板企业净利润增速降幅较为显著，大幅跌至负区间。从盈利的影响因素来看，四季度全部 A 股营收小幅上升，不过毛利率则出现了下滑，三项费用率及所得税及其他同样有所提高。2019 年四季度全部 A 股上市公司净利润率（TTM）环比下跌 0.1%。分行业来看，2019 年四季度 A 股行业单季利润增速改善略多。

**净利率下滑，ROE 回落。**ROE 方面，2019 年四季度全部 A 股 ROE 和非金融两油上市公司 ROE 均小幅下滑。分解来看，ROE 环比回落的主要原因在于销售净利率的下降。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。

**现金流状况小幅改善，资本支出增速略有回升。**2019 年四季度上市公司经营现金流占营收比重环比上升。库存方面，上市公司存货同比增速有所回升，不过存货占总资产比重开始拐头向下。全部 A 股剔除金融两油后固定资产同比增速探得低位，在建工程延续跌势，资本支出略有回升。

## ● 创业板：利润增速高位回落，净利率降至负值

**利润增速高位回落，净利率降至负值。**2019 年四季度中小创板块利润单季增速双双回落。从变化趋势来看，创业板盈利单季增速自 2018 年一季度 V 型反弹后震荡回升，但在去年三季度达到阶段性高点再次出现回落。四季度创业板营收项有所改善，但毛利率和三项费用率指标均出现了恶化，最终净利率同样降至负值。

**哑铃重心小幅右偏，板块现金流增速环比下行。**从结构上看，2019 年四季度创业板净利润增速为正公司占比环比上升，盈利增速小于 0% 组占比下降，即哑铃重心有所右偏。创业板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，2019 年四季度中小创板块经营性现金流同比增速双双下行。

## ● 行业比较：农业、电子盈利大幅改善，各行业现金流改善居多

**农林牧渔、电子、轻工制造等行业盈利增速大幅提高。**分行业来看，2019 年四季度申万 28 个一级行业中有 15 个行业的单季盈利增速有所改善，其余 13 个行业盈利增速均出现不同程度的恶化，其中农林牧渔、电子、轻工制造、家用电器、汽车等行业盈利增速显著提升。

**农林牧渔、传媒等行业 ROE 显著改善。**分行业来看，2019 年四季度申万一级行业中农林牧渔、传媒、轻工制造等 10 个行业 ROE 有所改善，主要原因在于销售净利率和资产周转率的提高。商业贸易、通信、钢铁、化工等行业的 ROE 明显下滑，主要原因是这些行业销售净利率的下滑。

**申万各一级行业现金流多有好转。**28 个申万一级行业中，12 个行业 2020 年一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

经济增长不及预期，基本面出现严重恶化。

## 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。

## 内容目录

<b>A 股整体：利润增速下滑，ROE 水平走低</b>	<b>4</b>
A 股净利润单季、累计增速双双下滑	4
净利率下滑，ROE 回落	6
现金流状况小幅改善，资本支出增速略有回升	8
<b>创业板：利润增速高位回落，净利率降至负值</b>	<b>9</b>
利润增速高位回落，净利率降至负值	9
哑铃重心小幅右偏，板块现金流增速环比下行	11
<b>行业比较：农业、电子盈利大幅改善，各行业现金流好转居多</b>	<b>14</b>
农林牧渔、电子、轻工制造等行业盈利增速大幅提高	14
农林牧渔、传媒等行业 ROE 显著改善	18
申万各一级行业现金流多有好转	21
<b>国信证券投资评级</b>	<b>23</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>23</b>
<b>风险提示</b>	<b>23</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 全部 A 股营收单季度同比增速有所回升.....	5
图 2: 全部 A 股单季度毛利率小幅下滑 .....	5
图 3: 全部 A 股单季度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下降 .....	6
图 5: 2019 年四季度 A 股上市公司 ROE (TTM) 小幅下降 .....	7
图 6: A 股上市公司销售净利润率 (TTM) 环比下滑 .....	7
图 7: A 股上市公司资产周转率 (TTM) 环比回升 .....	7
图 8: A 股上市公司权益乘数 (TTM) 环比基本持平 .....	7
图 9: A 股上市公司资产负债率 (TTM) 环比基本持平 .....	7
图 10: A 股上市公司应收账款同比增速小幅反弹 .....	8
图 11: A 股上市公司存货同比增速有所回升 .....	8
图 12: 上市公司经营现金流占营收比环比上升 .....	8
图 13: A 股上市公司存货占总资产比重拐点向下 .....	8
图 14: 上市公司固定资产同比增速探得低位 .....	9
图 15: A 股上市公司在建工程同比增速延续跌势 .....	9
图 16: 非金融两油公司资本支出同比增速小幅回升 .....	9
图 17: 中小创板块单季净利润增速双双回落 .....	10
图 18: 中小创板块单季度营收同比增速有所回升 .....	10
图 19: 创业板单季度毛利率环比下降 .....	10
图 20: 中小创板块单季度净利润率降至负值 .....	10
图 21: 中小创板块三项费用率环比上升 .....	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 年四季度单季度净利润增速提升最大的 10 个二级行业 .....	16
图 24: 2019 年四季度单季度净利润增速降幅最大的 10 个二级行业 .....	16
图 25: 申万分类一级行业净利润率变化 (%) .....	20
图 26: 申万分类一级行业资产周转率变化 .....	20
图 27: 申万分类一级行业权益乘数变化 .....	21
图 28: 申万分类一级行业资产负债率变化 .....	21
表 1: 2019 年四季度全部 A 股净利润单季同比增速有所下滑 (%) .....	5
表 2: 2019 年四季度全部 A 股净利润累计同比增速有所下滑 (%) .....	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 (%) .....	12
表 4: 创业板业绩哑铃型分布行业普遍性持续存在 .....	13
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 (%) .....	15
表 7: 申万分类二级行业净利润单季增速一览 .....	17
表 8: 申万分类二级行业净利润单季增速一览 (续) .....	18
表 9: 申万分类 28 个一级行业 ROE (TTM) 比较 (%) .....	19
表 10: 申万分类一级行业经营现金占营业收入比例 (%) .....	22

## A 股整体：利润增速下滑，ROE 水平走低

2019 年四季度全部 A 股净利润单季、累计同比增速均出现下滑。分板块看，2019 年四季度各板块净利润单季同比增速集体出现下滑，其中中小板企业净利润增速降幅较为显著，大幅跌至负区间。从盈利的影响因素来看，四季度全部 A 股营收小幅上升，不过毛利率则出现了下滑，三项费用率和所得税及其他同样有所提高。2019 年四季度全部 A 股上市公司净利润率（TTM）环比下跌 0.1%。分行业来看，2019 年四季度 A 股行业单季利润增速改善略多。ROE 方面，2019 年四季度全部 A 股 ROE 和非金融两油上市公司 ROE 均小幅下滑。分解来看，ROE 环比回落的主要原因在于销售净利率的下降。现金流方面，2019 年四季度上市公司经营现金流占营收比重环比上升。去年四季度全部 A 股剔除金融两油后固定资产同比增速探得低位，在建工程延续跌势，资本支出略有回升。

### A 股净利润单季、累计增速双双下滑

2019 年四季度全部 A 股净利润单季、累计同比增速均出现下滑。分板块看，2019 年四季度各板块净利润单季同比增速集体出现下滑，其中中小板企业净利润增速降幅较为显著，大幅跌至负区间。从盈利的影响因素来看，四季度全部 A 股营收小幅上升，不过毛利率则出现了下滑，三项费用率和所得税及其他同样有所提高。2019 年四季度全部 A 股上市公司净利润率（TTM）环比下跌 0.1%。分行业来看，2019 年四季度 A 股行业单季利润增速改善略多。

（1）2019 年四季度全部 A 股净利润单季、累计同比增速均出现下滑。2019 年四季度 A 股上市公司净利润单季同比为 1.4%，增速相比上季度下降 5.6%；四季度净利润累计同比增速为 6.5%，相比上季度小幅下降 0.3%；剔除金融和两油后净利润单季和累计同比增速分别为-17.4%和-1.2%，相比三季度分别下降 19.8%和 1.3%；剔除银行和两油后净利润单季和累计增速同比增速分别为-9.3%和 7.7%，相比上季度分别下降 19.7%和 1.1%。

（2）分主要市场板块来看，2019 年四季度各板块净利润单季同比增速集体出现下滑，其中中小板企业净利润增速降幅较为显著，大幅跌至负区间。具体看，2019 年四季度主板上市公司净利润单季增速为 1.0%，相比三季度小幅下滑 4.6%；中小板上市公司四季度净利润单季增速为-25.7%，相比去年三季度大幅下降 40.0%；创业板上市公司四季度净利润单季增速为 15.4%，相比去年三季度的 25.4%下滑 10.0%。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 2018 年四季度跌至历史低位，在经历一季度短暂的 V 型反弹后再度回落。中小板单季净利润增速自 2017 年三季度以来整体同样呈震荡回落趋势。而创业板大多上市公司业绩增速自 2017 年三季度以来一波三折，分别在 2017 年和 2018 年年底探得低位，随后出现反弹，并且 2019 年四季度单季增速依然处于历史较高水平。

（3）从盈利的影响因素来看，四季度全部 A 股营收小幅上升，不过毛利率则出现了下滑，三项费用率和所得税及其他同样有所提高。2019 年四季度全部 A 股营收单季增速为 9.4%，相比去年三季度小幅提高 1.3%。分板块看，主板营收单季增速仍维持 8.2%，与去年三季度基本持平；中小板和创业板营收增速分别从去年三季度的 6.0%、11.6%升至 17.4 和 15.6%。毛利率方面，四季度全部 A 股毛利率环比下降，由去年三季度的 31.3%降至 30.4%。分板块看，三大板块毛利率略有分化，其中主板毛利率下降 1.1%至 31.2%，创业板毛利率小幅下降 0.4%至 29.2%，而中小板毛利率上升 0.9%至 24.5%。费用方面，全部 A 股三项费用率环比上升 0.7%，由去年三季度的 11.3%升至 12.0%。其中，销售费用率、财务费用率、管理费用率

分别为 3.6%、1.1%、7.3%，环比分别变化+0.1%、-0.1%和 0.8%。分板块看，主板、中小板和创业板三项费用率分别从去年第三季度的 11.0%、12.4%、14.6%升至四季度的 11.8%、12.8%和 15.8%。此外全部 A 股四季度单季的所得税及其他项环比提高 3.6%。

**(4) 2019 年四季度全部 A 股上市公司净利润率 (TTM) 环比下跌 0.1%。**四季度全部 A 股上市公司净利润率 (TTM) 为 7.3%，环比下降 0.1%。分板块看，三大板块净利率分别由去年第三季度的 8.0%、4.1%和 1.1%变化至四季度的 7.9%、4.0%和 2.1%。综合来看，一季度全部 A 股净利润率 (TTM) 环比有所下降，并且当前处于 2016 年以来的较低位。

**(5) 分行业来看，2019 年四季度 A 股行业单季利润增速改善略多。**2019 年四季度中万 28 个行业中有 15 个行业盈利增速环比有所改善，其余 13 个行业利润增速则出现不同程度的下滑，其中农林牧渔、电子、轻工制造等行业的盈利增速涨幅居前，而医药生物、商业贸易、化工等行业盈利增速降幅居前。

**表 1：2019 年四季度全部 A 股净利润单季同比增速有所下滑 (%)**

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
全部 A 股	-44.7	9.9	3.9	7.0	1.4
A 股剔除金融	-71.8	2.5	-5.4	-1.5	-7.3
A 股剔除金融、中石油、中石化	-72.4	3.6	-4.9	2.4	-17.4
A 股剔除银行	-68.1	12.8	1.7	6.3	-1.5
A 股剔除银行、中石油、中石化	-68.5	14.3	2.7	10.4	-9.3

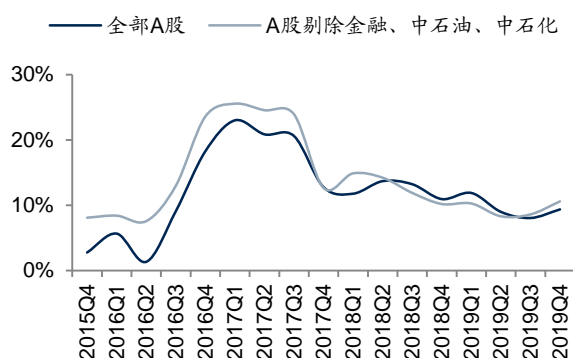
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表 2：2019 年四季度全部 A 股净利润累计同比增速有所下滑 (%)**

	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
全部 A 股	-1.6	9.9	6.8	6.8	6.5
A 股剔除金融	-5.2	2.5	-1.8	-1.7	-1.9
A 股剔除金融、中石油、中石化	-8.0	3.6	-1.0	0.1	-1.2
A 股剔除银行	-6.8	12.8	6.8	6.6	6.5
A 股剔除银行、中石油、中石化	-9.3	14.3	8.1	8.8	7.7

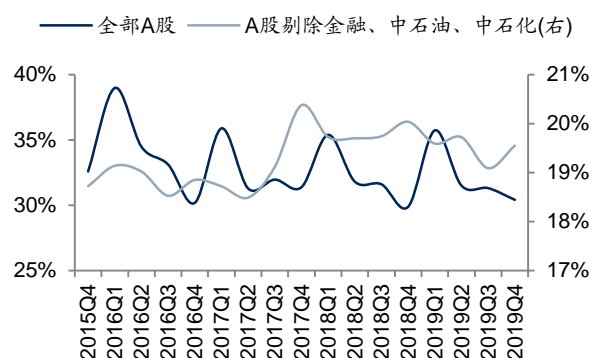
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图 1：全部 A 股营收单季度同比增速有所回升**



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

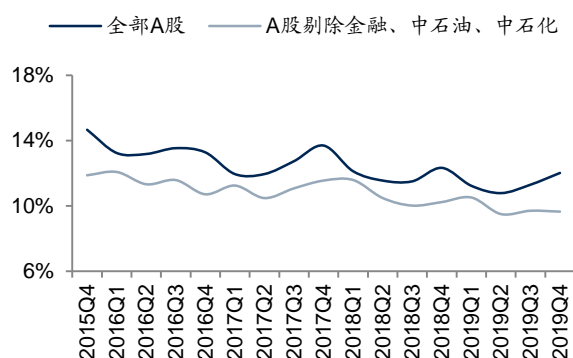
**图 2：全部 A 股单季度毛利率小幅下滑**



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

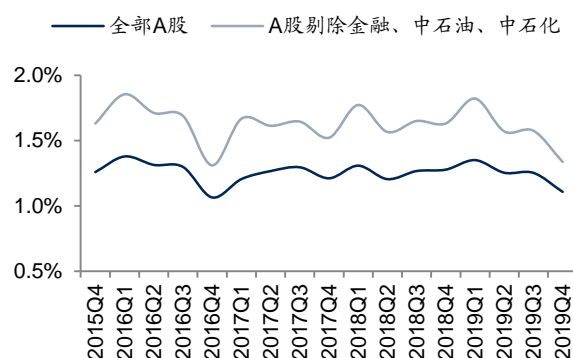


图 3：全部A股单季度三项费用率小幅提高



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下降



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 净利率下滑，ROE 回落

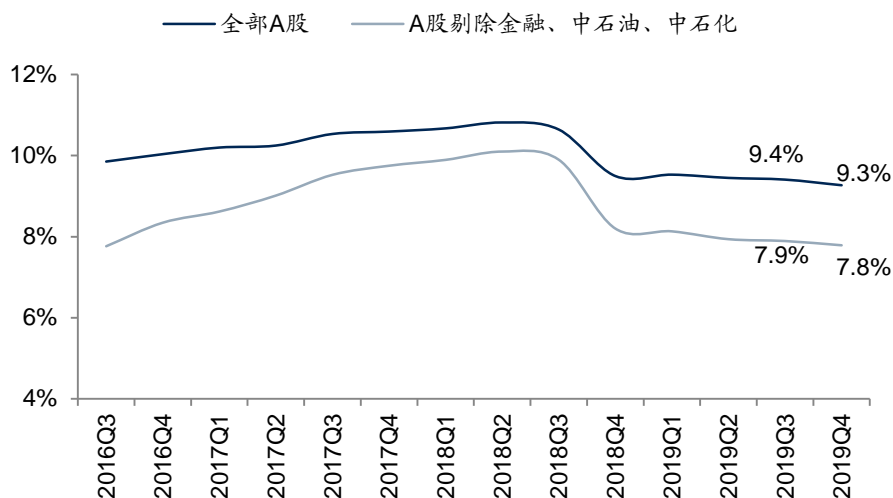
ROE 方面，2019 年四季度全部 A 股 ROE 和非金融两油上市公司 ROE 均小幅下滑。分解来看，ROE 环比回落的主要原因在于销售净利率的下降。从变化趋势看，2018 年三季度以来全部 A 股上市公司 ROE 高位回落，且当前已创下 2016 年底以来新低。

(1) 2019 年四季度全部 A 股 ROE (TTM) 和非金融两油上市公司 ROE (TTM) 均小幅下滑。2019 年四季度全部 A 股 ROE (TTM) 为 9.3%，环比下降 0.1%；全部 A 股剔除金融和两油后的 ROE (TTM) 为 7.8%，环比同样下降 0.1%。

(2) 分解来看，净利润率下降是全部 A 股剔除金融两油后 ROE 下滑的主要原因。四季度全部 A 股剔除金融和两油后销售净利率 (TTM) 为 4.3%，环比下降 0.1%；四季度全部 A 股剔除金融和两油后资产周转率 (TTM) 为 14.8%，环比上升 0.1%；四季度非金融两油上市公司权益乘数环比则资本持平。综合来看，虽然资产周转率小幅提高，但受销售净利率下降的拖累，非金融两油上市公司 ROE (TTM) 环比同样出现了下滑。

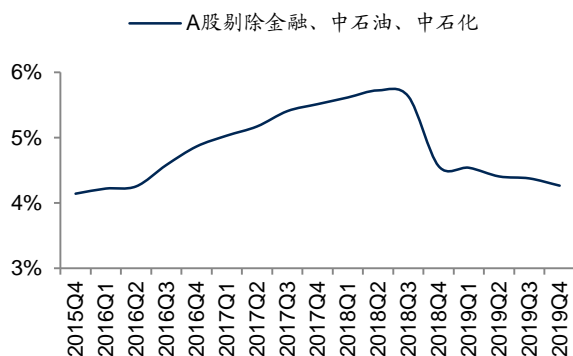
(3) 从变化趋势看，2018 年三季度以来全部 A 股上市公司 ROE 高位回落，且当前已创下 2016 年底以来新低。2016 年二季度以来上市公司 ROE 一路上行，持续改善，但受贸易战影响，2018 年三季度以来上市公司 ROE 水平有所回落，此后虽然上市公司 ROE 水平下滑趋势在 2019 年有所放缓，但仍处于下行通道中，且当前已创 2016 年底以来新低。从影响因素的变化趋势来看，销售净利率自 2016 年二季度以来走势较 ROE 基本一致，资产周转率则自 2017 年三季度以来稳中有降，不过在去年四季度出现了一定程度的回升，而财务杠杆率在经历近一年的下降后于 2018 年三季度开始稳步回升。

图 5：2019 年四季度 A 股上市公司 ROE (TTM) 小幅下降



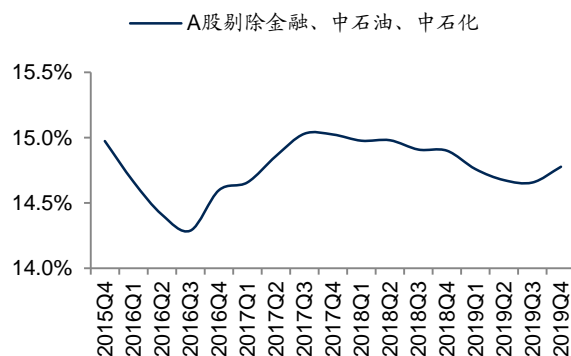
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：A 股上市公司销售净利润率 (TTM) 环比下滑



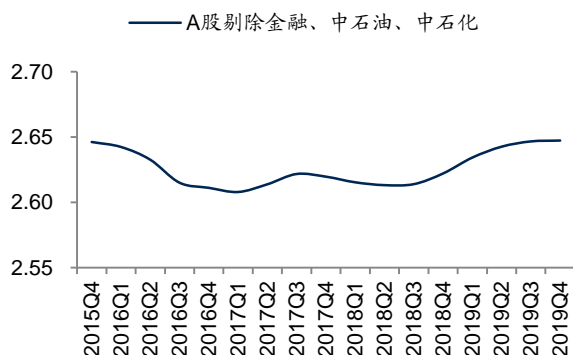
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：A 股上市公司资产周转率 (TTM) 环比回升



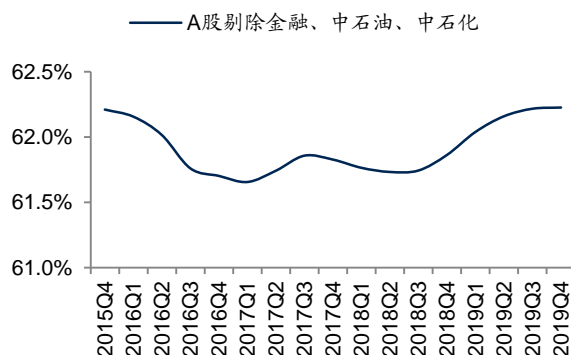
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：A 股上市公司权益乘数 (TTM) 环比基本持平



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) 环比基本持平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 现金流状况小幅改善，资本支出增速略有回升

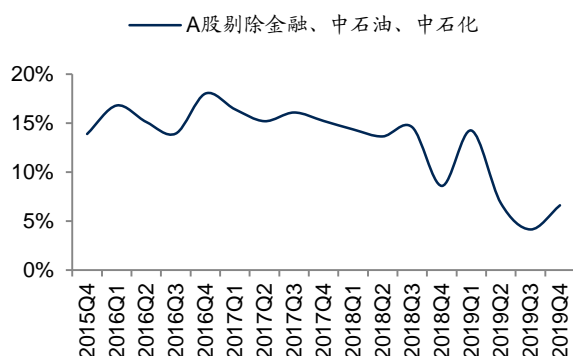
2019 年四季度上市公司经营现金流占营收比重环比上升。库存方面，上市公司存货同比增速有所回升，不过存货占总资产比重开始拐头向下。全部 A 股剔除金融两油后固定资产同比增速探得低位，在建工程延续跌势，资本支出略有回升。

(1) 现金流方面，2019 年四季度上市公司经营现金流占营收比重环比上升。2019 年四季度全部 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）上升至 9.2%，环比上升 0.4%。四季度全部 A 股剔除金融和两油后的应收账款同比增速上升 2.5%至 6.6%。从变化趋势来看，2018 年三季度以来，企业现金流状况总体上还是在有所好转，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有所回升，不过存货占总资产比重开始拐头向下。具体来看，2019 年四季度全部 A 股剔除金融和两油后的存货同比增速为 12.9%，相比去年三季度增速上升 1.5%；四季度存货占总资产的比重为 20.2%，环比下降 0.4%。

(3) 投资方面，全部 A 股剔除金融两油后固定资产同比增速探得低位，在建工程延续跌势，资本支出略有回升。2019 年四季度全部 A 股剔除金融和两油后的固定资产同比增速为 4.7%，相比去年三季度下降 1.0%，且当前已探得历史低位；四季度在建工程同比增速为 3.9%，相比去年三度大幅下降 4.5%；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去年三季度的 4.8%回升至四季度的 5.4%，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 2018 年三季度达到高点后开始回落，且当前同样处于历史较低位水平。

图 10：A股上市公司应收账款同比增速小幅反弹



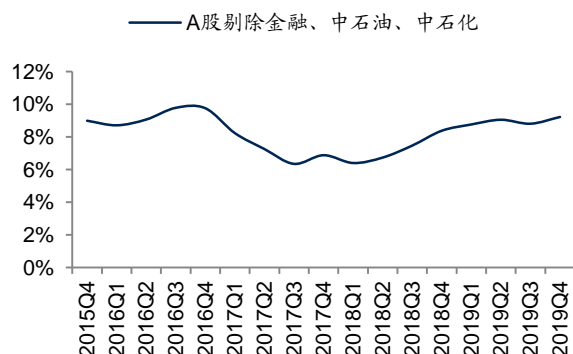
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：A股上市公司存货同比增速有所回升



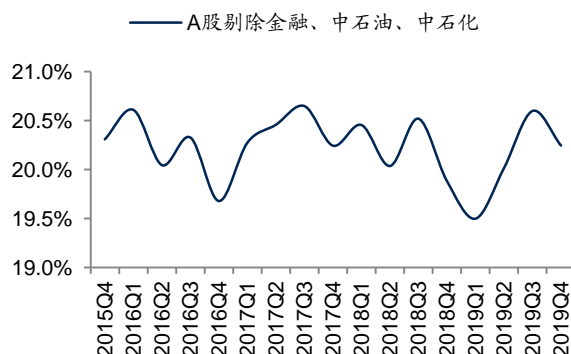
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：上市公司经营现金流占营收比环比上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

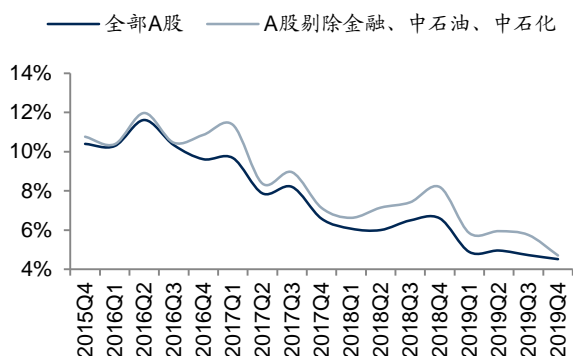
图 13：A股上市公司存货占总资产比重拐头向下



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

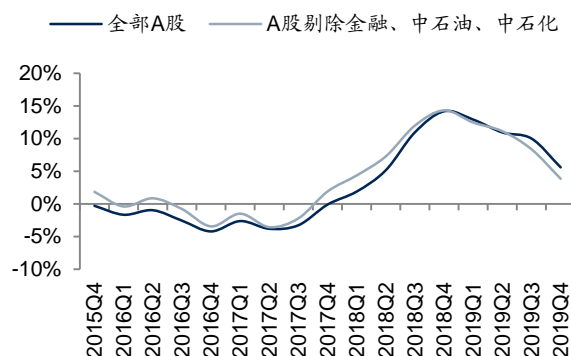


图 14：上市公司固定资产同比增速探得低位



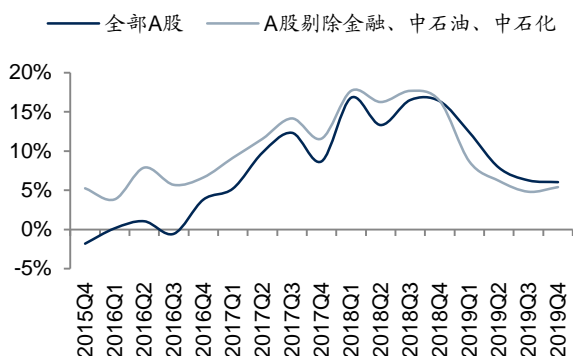
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 15：A股上市公司在建工程同比增速延续跌势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 16：非金融两油公司资本支出同比增速小幅回升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 创业板：利润增速高位回落，净利率降至负值

2019 年季度中小创板块利润单季增速双双回落。从变化趋势来看，创业板盈利单季增速自 2018 年一季度 V 型反弹后震荡回升，但在去年三季度达到阶段性高点再次出现回落。四季度创业板营收项有所改善，但毛利率和三项费用率指标均出现了恶化，最终净利率同样降至负值。从结构上看，2019 年四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，且净利润增速为正公司占比环比上升，盈利增速小于 0% 组占比下降，即哑铃重心有所右偏。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，2019 年四季度中小板、创业板企业经营性现金流同比增速双双下行。

### 利润增速高位回落，净利率降至负值

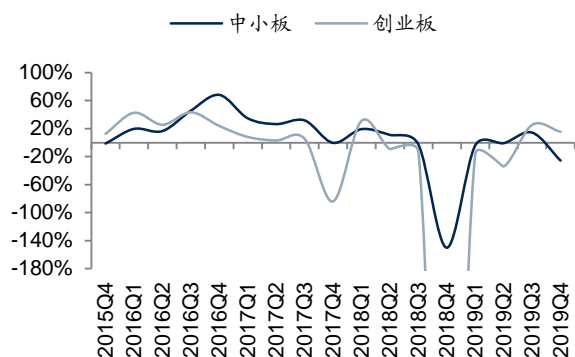
2019 年季度中小创板块利润单季增速双双回落。从变化趋势来看，创业板盈利单季增速自 2018 年一季度 V 型反弹后震荡回升，但在去年三季度达到阶段性高点再次出现回落。四季度创业板营收项有所改善，但毛利率和三项费用率指标均出现了恶化，最终净利率同样降至负值。

(1) 2019 年四季度中小创板块利润单季增速双双回落。四季度中小板和创业板净

利润单季同比增速分别为-25.7%和 15.4%，双双回落，相比去年三季度分别下降 40.0%和 9.9%。从变化趋势来看，创业板盈利单季增速自 2018 年一季度 V 型反弹后震荡回升，但在去年三季度达到阶段性高点再次出现回落；中小板净利润增速变化与创业板走势较为一致，即在 2018 年四季度深度探底后开始震荡回升，并在去年三季度以来同样有所回落。

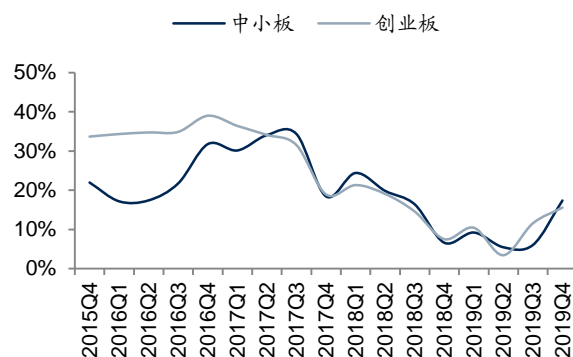
(2) 中小创板块单季净利率降至负值。2019 年四季度中小板、创业板上市公司营业收入单季同比增速分别为 17.4%和 15.6%，相比去年三季度分别上升 11.3%和 4.0%；毛利率分别为 24.5%和 29.2%，环比分别变化+0.9%和-0.3%；三项费用率分别为 12.8%和 15.8%，环比分别上升 0.4%和 1.2%；净利率分别为-2.3%和-9.4%，环比分别大幅下降 9.4%和 18.6%。综合来看，2019 年四季度中小创板块净利率指标出现了较大程度的恶化，均降至了负区间，这其中尤以创业板下滑幅度较为明显。

图 17：中小创板块单季净利润增速双双回落



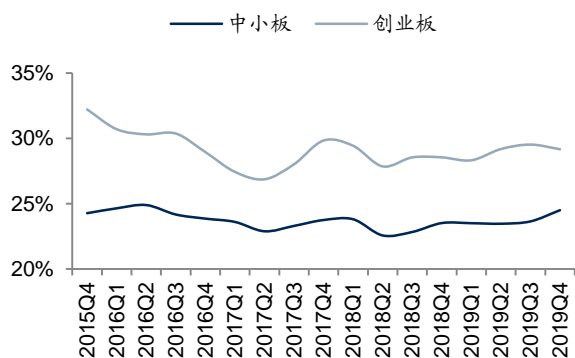
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 18：中小创板块单季度营收同比增速有所回升



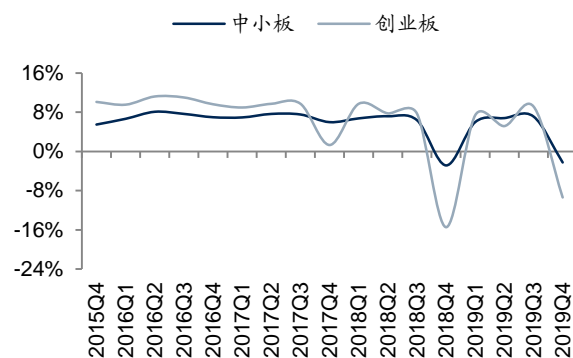
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 19：创业板单季度毛利率环比下降



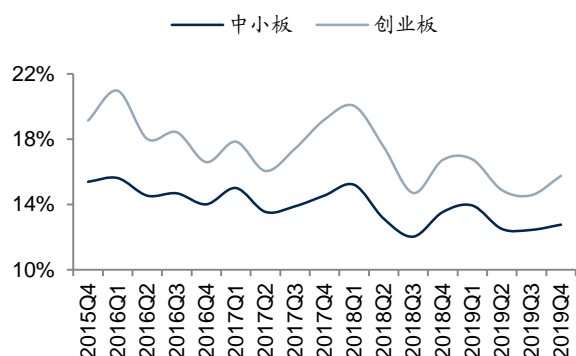
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 20：中小创板块单季度净利润率降至负值



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 21：中小创板块三项费用率环比上升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 哑铃重心小幅右偏，板块现金流增速环比下行

从结构上看，2019 年四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，且净利润增速为正公司占比环比上升，盈利增速小于 0%组占比下降，即哑铃重心有所右偏。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，2019 年四季度中小板、创业板企业经营性现金流同比增速双双下行。

(1) 按照市值大小的分类比较来看，2019 年四季度创业板上市公司单季利润增速随规模由大到小渐次提高，即大市值公司利润增速差于中小市值公司。创业板大市值公司盈利同比增速从去年三季度的 18.7%大幅降至四季度的-657.5%；中等市值上市公司净利润同比增速由去年三季度的 61.5%降至 1.5%；而小市值公司利润增速则由去年三季度的 12.0%升至四季度的 37.3%。

(2) 2019 年四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，且净利润增速为正公司占比环比上升，盈利增速小于 0%组占比下降，即哑铃重心有所右偏。四季度，净利润负增长的企业占比从去年三季度的 43.6%降至 41.7%；净利润增速高于 30%的企业所占比重为 44.0%，环比提高 4.1%；净利润增速处于 0~10%和 10%~30%的企业所占比重分别为 5.0%和 9.3%，环比分别降低 2.5%和 3.7%。

(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 (20/25)，说明创业板企业内部的业绩分化十分明显。

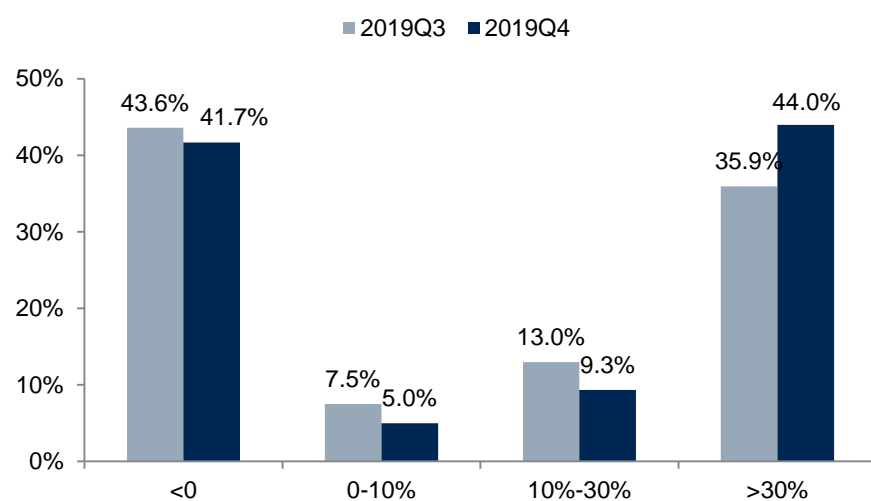
(4) 从现金流来看，2019 年四季度中小板、创业板企业经营性现金流同比增速双双下行。创业板上市公司去年四季度单季经营性净现金流同比增速为 26.6%，相比去年三季度下降 22.3%；中小板四季度经营性净现金流增速为 24.8%，相比去年三季度大幅下降 259.2%。从应收账款增长来看，创业板四季度应收账款同比增速为 5.4%，前值 7.1%，中小板应收账款同比增速为 7.8%，前值 3.9%。

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	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
前 1/3	-151.1	-16.5	2.8	18.7	-657.5
中 1/3	-2326.7	-16.5	-36.7	61.5	1.5
后 1/3	-707.7	-22.0	179.9	12.0	37.3
前 1/3（剔除温氏股份）	-107.3	-7.3	-4.9	9.0	-241.9

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	24.1%	7.4%	11.1%	57.4%
计算机	42.6%	8.3%	8.3%	40.7%
医药生物	41.7%	3.6%	13.1%	41.7%
机械设备	48.6%	1.9%	3.8%	45.7%
纺织服装	20.0%	0.0%	40.0%	40.0%
国防军工	43.8%	6.3%	6.3%	43.8%
综合	0.0%	50.0%	0.0%	50.0%
交通运输	33.3%	0.0%	33.3%	33.3%
电子	38.2%	2.6%	10.5%	48.7%
通信	45.2%	4.8%	4.8%	45.2%
化工	50.7%	5.6%	8.5%	35.2%
农林牧渔	50.0%	7.1%	14.3%	28.6%
商业贸易	33.3%	0.0%	0.0%	66.7%
非银金融	66.7%	0.0%	0.0%	33.3%
传媒	35.0%	0.0%	5.0%	60.0%
公用事业	42.3%	0.0%	3.8%	53.8%
轻工制造	40.0%	30.0%	10.0%	20.0%
建筑材料	22.2%	22.2%	0.0%	55.6%
汽车	45.0%	5.0%	15.0%	35.0%
有色金属	30.8%	0.0%	23.1%	46.2%
休闲服务	33.3%	0.0%	0.0%	66.7%
食品饮料	50.0%	50.0%	0.0%	0.0%
采掘	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
家用电器	12.5%	12.5%	37.5%	37.5%
建筑装饰	52.6%	0.0%	21.1%	26.3%

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**

		2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
现金流	中小板	4.0%	103.9%	546.6%	283.9%	24.8%
	创业板	36.0%	117.9%	53.8%	48.9%	26.6%
应收账款	中小板	12.5%	10.8%	6.4%	3.9%	7.8%
	创业板	14.9%	13.1%	6.9%	7.1%	5.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 行业比较：农业、电子盈利大幅改善，各行业现金流好转居多

分行业来看，2019 年四季度申万 28 个一级行业中有 15 个行业的单季盈利增速有所改善，其余 13 个行业盈利增速均出现不同程度的恶化，其中农林牧渔、电子、轻工制造、家用电器、汽车等行业盈利增速显著提升。分行业来看，2019 年四季度申万一级行业中农林牧渔、传媒、轻工制造等 10 个行业 ROE 有所改善，主要原因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，12 个行业 2019 年四季末的资产负债率同比上升，其余 16 个行业资产负债率同比下降。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 年四季度的经营现金流占营收的比重相对于 2018 年四季度有所上升。

### 农林牧渔、电子、轻工制造等行业盈利增速大幅提高

分行业来看，2019 年四季度申万 28 个一级行业中有 15 个行业的单季盈利增速有所改善，其余 13 个行业盈利增速均出现不同程度的恶化，其中农林牧渔、电子、轻工制造、家用电器、汽车等行业盈利增速显著提升，而医药生物、商业贸易、化工、通信、计算机等行业增速降幅居前。2019 年四季度农林牧渔、电子、家用电器等行业盈利增速大幅为正，而医药生物、化工、通信等行业的净利润增速显著为负，综合来看，四季度申万 28 个行业中有 14 个行业单季净利润增速为正。

(1) 2019 年四季度，申万 28 个一级行业中有 15 个行业的单季盈利增速有所改善，其余 13 个行业盈利增速均出现不同程度的恶化，其中农林牧渔、电子、轻工制造、家用电器、汽车等行业盈利增速显著提升，而医药生物、商业贸易、化工、通信、计算机等行业增速降幅居前。具体来看，农林牧渔行业 2019 年四季度的盈利增速从去年三季度的 49.6% 升至 3704.2%，电子行业四季度的盈利增速从 11.2% 上升至 572.2%，轻工制造行业四季度的盈利增速从 -2.6% 升至 182.8%。而医药生物行业四季度的盈利增速从去年三季度的 1.2% 回落至 -386.0%，商业贸易行业的盈利增速从 96.3% 下降至 -97.6%。

(2) 2019 年四季度农林牧渔、电子、家用电器等行业盈利增速大幅为正，而医药生物、化工、通信等行业的净利润增速显著为负，综合来看，四季度申万 28 个行业中有 14 个行业单季净利润增速为正。具体来看，农林牧渔行业四季度的盈利增速为 3704.2%，电子行业盈利增速为 572.2%，家用电器行业盈利增速为 184.1%。而医药生物、化工、通信行业四季度盈利增速分别为 -386.0%、-206.6% 和 -192.2%。

(3) 从细分行业情况来看，申万 103 个二级行业中，电气自动化设备、饲料、其他电子、畜禽养殖、物流、酒店、化学纤维、运输设备、石油化工等行业 2019 年四季度净利润增速相对于去年三季度提升幅度居前，而专业零售、林业、视听器材、中药、通用机械、农业综合、运输设备、医疗服务、稀有金属、化学制品等行业四季度净利润增速相比去年三季度有明显下滑。

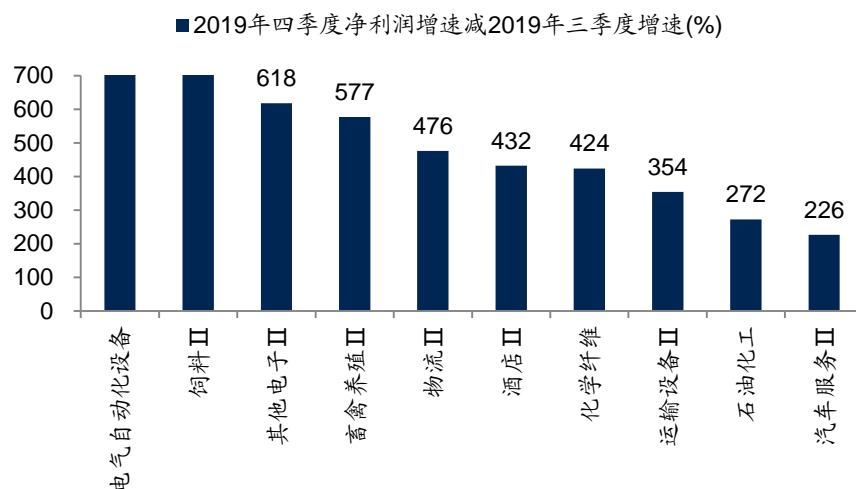


**表 6：申万分类 28 个一级行业净利润单季度增速一览（%）**

一级行业	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019Q4-2019Q3
农林牧渔	-320.4	-61.2	6331.7	49.6	3704.2	3654.6
电子	-152.7	-13.9	1.7	11.2	572.2	561.0
轻工制造	-186.1	-29.7	-22.3	-2.6	182.8	185.4
家用电器	-93.4	6.4	11.8	18.0	184.1	166.1
汽车	-86.8	-27.5	-35.7	-24.9	117.9	142.8
休闲服务	-87.6	76.9	-7.5	-14.7	63.8	78.5
传媒	-11729.8	-24.3	-87.5	-5.4	38.3	43.7
电气设备	-229.2	9.0	-8.9	10.7	52.4	41.7
交通运输	-34.1	14.4	13.5	2.2	31.6	29.4
采掘	31.5	7.4	6.2	-18.6	-1.9	16.7
钢铁	-28.1	-45.5	-32.8	-59.2	-45.2	14.0
综合	-96.1	78.8	19.3	-8.8	-3.9	4.9
有色金属	-236.6	-38.2	-23.9	-16.2	-14.1	2.0
建筑材料	21.2	45.7	11.0	15.3	16.7	1.4
房地产	-10.9	16.4	12.3	2.3	2.9	0.6
银行	0.1	6.3	7.2	7.9	3.6	-4.3
食品饮料	40.4	23.7	19.1	17.1	3.0	-14.1
建筑装饰	-4.1	13.5	-2.8	15.5	-0.6	-16.1
纺织服装	-138.2	2.8	-29.1	-13.7	-38.7	-25.0
国防军工	-45.8	63.6	39.3	54.4	-4.6	-59.0
非银金融	-42.7	75.8	62.0	85.6	23.4	-62.2
公用事业	-44.7	20.6	7.0	18.7	-75.4	-94.1
机械设备	-136.3	37.1	28.2	-2.0	-172.9	-170.9
计算机	-134.2	66.1	26.3	6.0	-165.7	-171.7
通信	-101.8	702.3	-350.1	-9.8	-192.2	-182.4
化工	-59.1	-18.1	-14.7	-21.6	-206.6	-184.9
商业贸易	-0.3	20.7	-33.0	96.3	-97.6	-193.9
医药生物	-93.0	8.4	-1.1	1.2	-386.0	-387.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

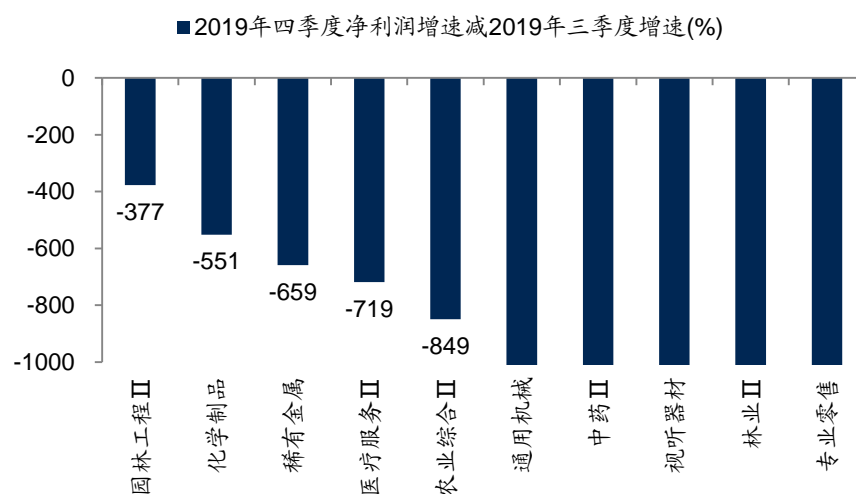
图 23: 2019 年四季度单季度净利润增速提升最大的 10 个二级行业



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 电气自动化设备、饲料二级行业 2019 年四季度净利润增速变化过于异常

图 24: 2019 年四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: 专业零售、林业、视听器材、中药、通用器械二级行业 2019 年四季度净利润增速变化过于异常

**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							
		2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019Q4-2019Q3
采掘	采掘服务 II	214.7	91.2	129.2	-17.2	164.5	239.4	74.9
采掘	煤炭开采 II	13.2	-9.9	4.6	5.3	8.1	-35.0	-43.1
采掘	其他采掘 II	55.2	6265.9	87.4	1.6	9.2	-41.5	-50.7
采掘	石油开采 II	350.6	-20.5	-1.8	9.5	-55.8	94.5	150.3
传媒	互联网传媒	-3.0	-309.0	1.6	-219.5	1.7	39.4	37.7
传媒	文化传媒	-13.1	-546.6	-33.6	-17.8	6.7	36.1	29.4
传媒	营销传播	-32.2	-747.3	-47.0	-56.6	-45.0	39.0	83.9
电气设备	电机 II	-45.7	-910.1	-1.8	34.1	-2.7	61.7	64.3
电气设备	电气自动化设备	-4.1	-102.3	3.5	-29.3	-30.2	835136.4	835166.6
电气设备	电源设备	-54.7	-3861.5	27.8	-2.1	45.8	31.4	-14.4
电气设备	高低压设备	17.3	-125.7	-4.3	-4.3	7.1	-129.0	-136.1
电子	半导体	-16.6	-179.0	14.3	-1.9	48.5	210.0	161.5
电子	电子制造 II	8.9	-80.5	7.1	31.5	30.2	102.2	72.0
电子	光学光电子	-44.1	-322.3	-42.6	-35.8	-38.5	33.0	71.5
电子	其他电子 II	20.4	96.5	-10.8	-10.4	12.0	630.4	618.4
电子	元件 II	48.2	9.7	12.3	8.8	-6.3	-53.2	-46.9
房地产	房地产开发 II	22.2	-10.3	14.1	12.7	0.5	2.6	2.0
房地产	园区开发 II	4.3	-24.8	55.4	4.2	67.1	15.8	-51.3
纺织服装	纺织制造	12.3	-148.4	44.5	-9.7	-0.5	-41.5	-41.0
纺织服装	服装家纺	-4.4	-128.2	-8.6	-41.0	-22.0	-33.1	-11.1
非银金融	保险 II	-28.8	-22.4	75.0	84.5	95.9	6.6	-89.3
非银金融	多元金融 II	-40.8	-76.0	16.6	-20.5	13.3	-179.3	-192.6
非银金融	证券 II	-51.1	-62.3	96.6	28.4	84.6	95.0	10.5
钢铁	钢铁 II	20.0	-28.1	-45.5	-32.8	-59.2	-45.2	14.0
公用事业	电力	-11.9	224.9	40.6	19.5	23.9	-37.6	-61.4
公用事业	环保工程及服务 II	-33.9	-242.1	-42.9	-35.3	-13.8	4.9	18.7
公用事业	燃气 II	-3.0	-226.6	-17.7	-33.2	10.4	-108.1	-118.6
公用事业	水务 II	-0.5	-34.0	19.7	5.9	11.9	67.2	55.3
国防军工	船舶制造 II	-1929.5	-22.5	15.2	114.6	74.8	109.1	34.3
国防军工	地面兵装 II	-26.0	26.0	55.4	-1.2	-18.5	51.6	70.1
国防军工	航空装备 II	55.6	-26.0	257.0	56.8	-4.2	-74.2	-70.0
国防军工	航天装备 II	18.2	-19.3	47.9	-51.4	-26.9	-250.4	-223.5
化工	化学纤维	106.6	-166.3	-8.8	67.9	10.9	434.8	423.9
化工	化学原料	30.0	330.2	7.1	-39.8	-36.1	-13.4	22.7
化工	化学制品	20.5	-22.0	-15.1	-0.9	-13.5	-564.9	-551.4
化工	石油化工	50.3	-72.9	-24.0	-28.9	-34.4	237.4	271.8
化工	塑料 II	13.3	-281.8	-61.2	-76.1	-52.3	69.5	121.9
化工	橡胶	97.4	23.7	-1.9	-12.9	-12.6	-19.3	-6.7
机械设备	金属制品 II	90.6	-41.5	-4.0	-47.1	-88.4	-85.5	2.9
机械设备	通用机械	25.5	-159.5	7.3	187.3	-53.5	-1245.7	-1192.2
机械设备	仪器仪表 II	4.0	-130.6	41.1	35.5	8.2	21.7	13.6
机械设备	运输设备 II	6.7	-86.0	31.5	36.2	6.6	360.7	354.2
机械设备	专用设备	13.8	-206.5	53.5	21.5	35.0	114.7	79.7
计算机	计算机设备 II	-31.5	-170.2	115.9	-8.9	65.0	31.6	-33.4
计算机	计算机应用	17.4	-128.8	54.5	34.7	-6.4	-257.4	-251.0
家用电器	白色家电	16.4	-77.5	7.8	12.2	14.1	28.6	14.5
家用电器	视听器材	-91.1	-131.4	-30.0	-0.1	2064.8	39.2	-2025.6
建筑材料	玻璃制造 II	-24.1	-78.1	-27.9	-6.8	32.6	175.7	143.1
建筑材料	其他建材 II	-4.7	-64.6	31.6	-21.8	25.7	29.8	4.1
建筑材料	水泥制造 II	123.0	52.4	56.2	19.6	12.4	14.6	2.2

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	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019Q4-2019Q3
建筑装饰	房屋建设 II	3.5	49.4	16.9	5.0	23.3	10.8	-12.5
建筑装饰	基础建设	11.7	-12.7	15.3	4.9	15.6	10.1	-5.6
建筑装饰	园林工程 II	-52.2	-120.1	-143.3	-79.6	-37.2	-414.3	-377.1
建筑装饰	专业工程	-5.1	0.0	9.5	-16.3	18.5	-29.4	-47.9
建筑装饰	装修装饰 II	11.7	-50.8	16.5	-16.2	-7.8	-104.4	-96.6
交通运输	港口 II	10.0	-12.1	24.1	55.4	21.3	-37.0	-58.2
交通运输	高速公路 II	-9.4	64.2	32.5	-4.3	4.1	-18.7	-22.8
交通运输	公交 II	-21.9	53.6	144.4	-34.9	-13.9	-91.1	-77.1
交通运输	航空运输 II	-39.9	-130.7	1.0	-203.9	8.8	57.2	48.4
交通运输	航运 II	-13.9	162.5	216.4	846.8	13.6	167.5	153.9
交通运输	机场 II	-0.9	-8.0	10.8	10.1	4.8	11.7	6.9
交通运输	铁路运输 II	7.7	2.2	-3.1	2.3	-4.2	-35.1	-30.9
交通运输	物流 II	-25.1	-98.7	-10.9	12.2	-29.0	446.7	475.7
农林牧渔	畜禽养殖 II	-0.1	-143.6	-125.4	259.3	150.3	726.9	576.6
农林牧渔	动物保健 II	10.3	-69.8	-29.4	-9.1	-42.5	-64.8	-22.3
农林牧渔	林业 II	278.2	-90.0	-35.9	165.4	-56.7	-3216.2	-3159.5
农林牧渔	农产品加工	17.6	8.6	-20.7	19.3	-6.6	40.9	47.5
农林牧渔	农业综合 II	80.8	-34.4	10.4	73.6	854.8	6.1	-848.7
农林牧渔	饲料 II	-0.8	-62.9	-50.5	133.3	55.2	809.6	754.4
农林牧渔	渔业	42.1	-55.1	-156.9	-58.4	-48.2	-145.9	-97.7
农林牧渔	种植业	246.3	31.9	21.4	176.4	-105.1	-60.4	44.7
汽车	其他交运设备 II	14.7	-69.6	63.6	23.2	100.6	37.0	-63.6
汽车	汽车服务 II	-19.7	-498.2	-38.1	-44.5	-30.8	195.6	226.4
汽车	汽车零部件 II	-0.5	-117.6	-12.8	-30.2	-21.7	20.6	42.2
汽车	汽车整车	-23.2	-46.3	-37.0	-41.4	-30.6	-31.1	-0.5
轻工制造	包装印刷 II	7.8	-29.5	9.9	-15.3	10.5	106.7	96.2
轻工制造	家用轻工	-9.3	-351.4	-32.5	2.5	0.7	96.5	95.8
轻工制造	其他轻工制造 II	59.2	40.1	37.6	8.1	-66.4	-71.7	-5.3
轻工制造	造纸 II	-15.2	-57.4	-47.8	-47.7	-15.0	46.7	61.6
商业贸易	贸易 II	15.1	-30.9	124.4	-22.7	-24.0	-28.4	-4.4
商业贸易	商业物业经营	200.3	-83.1	-13.3	-22.4	-25.8	181.6	207.4
商业贸易	一般零售	9.9	-33.8	11.2	-11.3	-2.2	-94.2	-92.0
商业贸易	专业零售	-88.1	54.0	-11.2	-59.1	6862.3	-130.3	-6992.6
食品饮料	食品加工	6.9	18.5	14.9	11.6	14.7	4.4	-10.3
食品饮料	饮料制造	11.0	46.7	26.3	22.1	18.0	2.6	-15.3
通信	通信设备	14.1	-203.7	265.3	-571.6	-17.9	-148.1	-130.2
通信	通信运营 II	64.4	187.9	25.8	8.5	39.2	-182.5	-221.7
休闲服务	餐饮 II	-12.6	-67.8	-127.1	-73.4	-84.3	-174.6	-90.4
休闲服务	景点	30.6	-164.3	144.3	-5.2	-12.3	100.7	113.0
休闲服务	酒店 II	34.6	-77.9	24.5	5.7	-18.2	414.2	432.4
休闲服务	旅游综合 II	17.1	-69.6	77.7	-11.3	-15.1	-114.3	-99.1
医药生物	化学制药	-41.6	-152.5	-11.7	13.5	7.8	6.3	-1.5
医药生物	生物制品 II	-13.2	1.1	50.2	10.5	44.6	42.9	-1.6
医药生物	医疗服务 II	-33.4	-445.7	10.9	-30.0	54.8	-663.9	-718.7
医药生物	医疗器械 II	18.0	-98.8	50.0	14.2	14.1	121.4	107.3
医药生物	医药商业 II	27.6	-13.3	12.8	6.4	-0.4	-34.9	-34.5
医药生物	中药 II	14.4	-92.0	6.7	-18.3	-27.6	-1644.3	-1616.7
银行	银行 II	7.8	0.1	6.3	7.2	7.9	3.6	-4.3
有色金属	工业金属	-38.3	-630.7	-9.2	51.8	59.6	52.1	-7.5
有色金属	黄金 II	-15.3	-119.3	-23.5	-32.8	46.8	-214.5	-261.3
有色金属	金属非金属新材料	-15.9	-146.6	-40.9	-35.3	-37.3	164.5	201.7
有色金属	稀有金属	-10.2	-66.7	-73.2	-66.3	-115.4	-774.4	-659.0
综合	综合 II	0.1	-96.1	78.8	19.3	-8.8	-3.9	4.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 农林牧渔、传媒等行业 ROE 显著改善

分行业来看，2019 年四季度申万一级行业中农林牧渔、传媒、轻工制造等 10 个行业 ROE 有所改善，主要原因在于销售净利率和资产周转率的提高。商业贸易、通信、钢铁、化工等行业的 ROE 明显下滑，主要原因是这些行业销售净利率的下滑。

（1）2019 年四季度申万一级行业中农林牧渔、传媒、轻工制造等 10 个行业 ROE（TTM）有所改善，主要原因在于销售净利率和资产周转率的提高。具体来看，

农林牧渔行业四季度的 ROE (TTM) 为 13.4%，环比提高 6.0%；传媒行业四季度的 ROE (TTM) 为-2.4%，环比提高 4.7%。从驱动因素来看，四季度农林牧渔和传媒行业净利率分别为 9.8%和-22.0%，相比去年三季度分别变化+0.2%和-28.5%，农林牧渔和传媒行业四季度资产周转率分别为 0.3 和 0.2，环比均上升 0.1，同样对其 ROE 存在正向贡献。

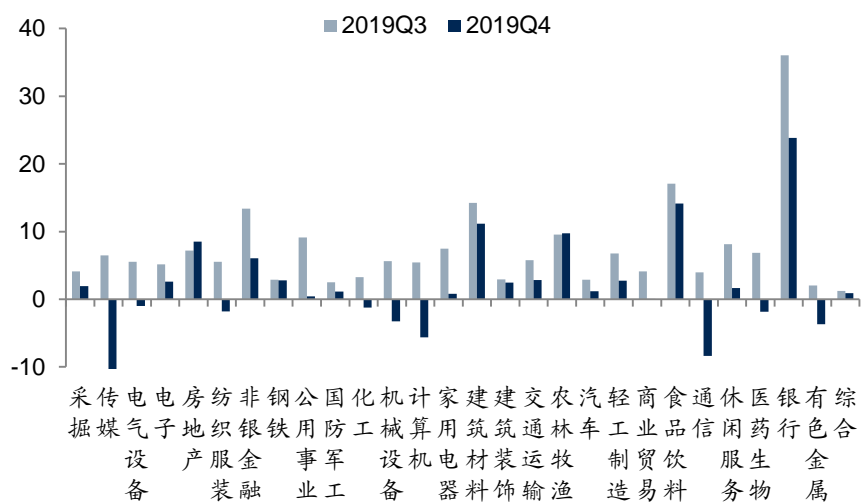
(2) 商业贸易、通信、钢铁、化工等行业的 ROE (TTM) 明显下滑，主要原因是这些行业销售净利率的下滑。其中商业贸易行业四季度的 ROE (TTM) 为 7.1%，环比下滑了 2.0%，通信行业四季度的 ROE (TTM) 为-0.9%，环比下滑了 1.6%，钢铁行业四季度的 ROE (TTM) 为 7.9%，环比下滑了 1.5%，化工行业四季度的 ROE (TTM) 为 6.4%，环比下滑了 1.3%。

表 9：申万分类 28 个一级行业 ROE (TTM) 比较 (%)

ROE(TTM)	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
采掘	7.7	7.6	7.6	7.5	7.4
传媒	-4.5	-5.0	-7.0	-7.1	-2.4
电气设备	3.1	3.2	3.0	3.3	4.1
电子	4.7	4.5	4.8	5.4	7.2
房地产	13.4	13.4	13.4	13.0	12.7
纺织服装	5.3	5.4	5.0	4.8	4.5
非银金融	8.2	9.8	10.8	11.7	11.4
钢铁	15.7	13.8	12.2	9.4	7.9
公用事业	6.5	6.7	6.7	7.0	6.6
国防军工	0.7	0.8	1.4	1.6	2.7
化工	9.9	9.1	8.4	7.7	6.4
机械设备	4.3	4.7	5.1	5.1	4.4
计算机	3.4	3.8	4.2	4.3	3.1
家用电器	15.3	15.2	15.5	16.2	16.1
建筑材料	17.5	17.6	17.8	18.0	17.8
建筑装饰	10.1	10.0	9.8	9.8	9.5
交通运输	8.1	8.2	8.4	8.2	8.4
农林牧渔	4.3	3.1	5.9	7.4	13.4
汽车	9.2	8.2	7.1	6.6	7.0
轻工制造	5.1	4.3	3.7	3.7	7.3
商业贸易	8.2	8.5	7.7	9.0	7.1
食品饮料	20.3	21.2	21.3	21.4	21.1
通信	1.5	2.7	0.6	0.7	-0.9
休闲服务	9.5	10.9	10.5	9.7	10.0
医药生物	9.1	9.2	9.1	9.0	8.0
银行	12.6	12.4	12.3	12.1	11.7
有色金属	3.4	2.7	2.3	2.2	2.1
综合	4.3	4.8	5.1	4.9	5.4

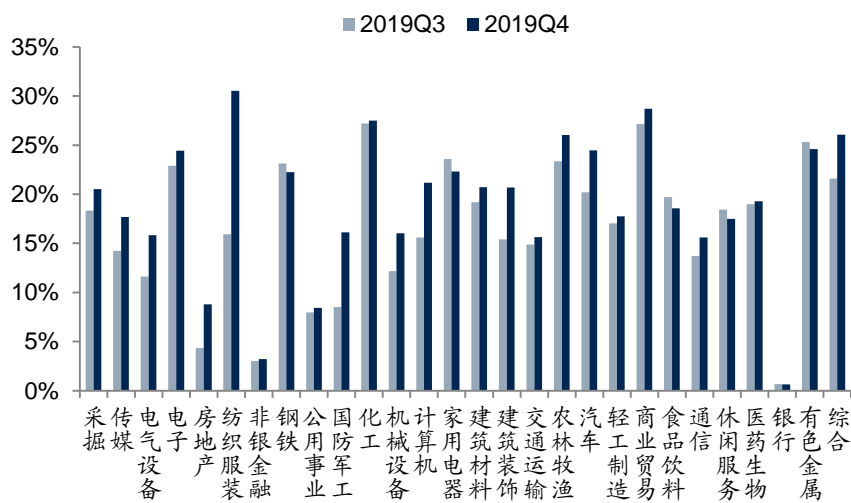
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

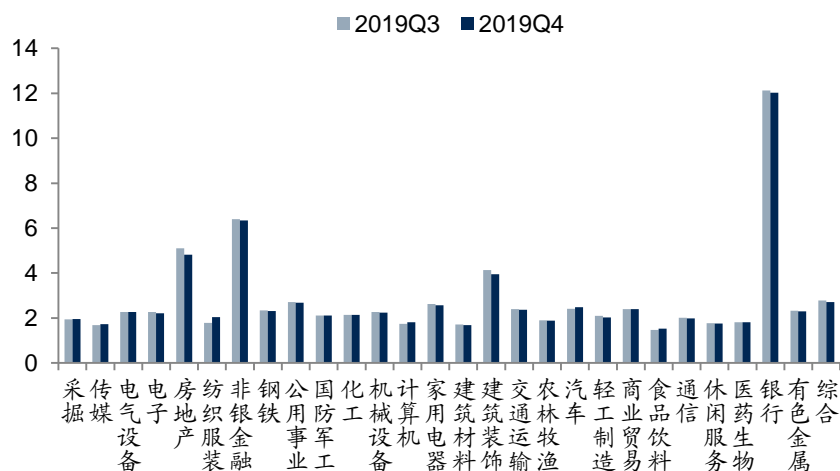
图 26: 申万分类一级行业资产周转率变化



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



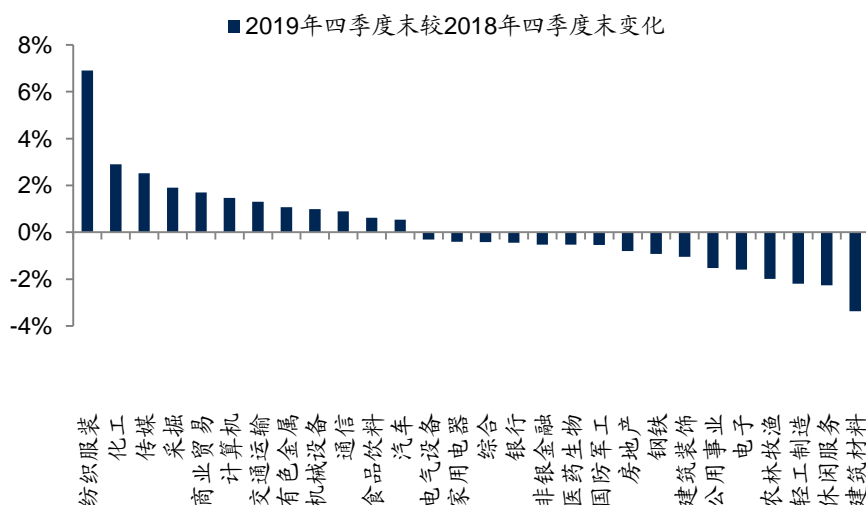
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 申万各一级行业现金流多有好转

从资产负债率来看, 28个申万一级行业中, 12个行业2019年四季末的资产负债率同比上升, 其余16个行业资产负债率同比下降。其中纺织服装行业2019年四季末的资产负债率同比上升6.9%至51.0%。而建筑材料行业2019年四季末的资产负债率下降3.4%至40.5%。

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年四季度的经营现金流占营收的比重相对于2018年四季度有所上升。其中国防军工、银行、通信、农林牧渔行业占比涨幅居前, 而家用电器、非银金融、房地产、纺织服装行业占比降幅较大。

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	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
采掘	17.9	12.8	12.5	16.7	17.4
传媒	19.9	11.6	3.5	6.6	25.7
电气设备	23.0	-15.2	8.3	6.4	30.2
电子	12.2	4.7	6.3	6.4	13.3
房地产	27.1	-25.8	18.1	3.7	20.8
纺织服装	14.1	1.3	8.2	9.5	12.0
非银金融	36.5	62.8	16.1	21.6	29.5
钢铁	9.7	4.7	5.7	10.2	11.6
公用事业	24.9	21.6	21.7	30.3	26.2
国防军工	17.2	-24.0	-17.0	3.8	39.3
化工	7.9	0.4	8.3	8.9	10.8
机械设备	17.4	-2.2	2.9	10.0	22.8
计算机	34.6	-21.6	-2.0	4.1	32.7
家用电器	15.0	7.3	9.4	12.9	8.0
建筑材料	27.1	2.2	21.0	19.3	28.8
建筑装饰	20.2	-25.9	1.8	-0.6	20.1
交通运输	17.3	5.8	14.9	13.6	21.1
农林牧渔	8.6	3.8	10.3	18.0	16.5
汽车	15.2	-5.2	10.1	6.7	15.1
轻工制造	17.5	1.1	16.9	9.6	15.4
商业贸易	7.4	-1.5	2.3	-0.5	5.8
食品饮料	26.6	9.7	23.9	19.7	28.3
通信	18.4	7.7	14.3	23.8	26.7
休闲服务	5.4	12.3	9.2	13.4	6.2
医药生物	13.3	0.0	10.7	8.7	15.0
银行	-10.7	95.1	-13.5	-34.2	3.0
有色金属	9.3	3.1	8.4	5.6	7.3
综合	7.2	-6.4	7.8	6.8	8.4

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