2020 年 08 月 31 日

性与价的均衡—2020 中报点评

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **业绩回暖后：从一致的“差”到不同的“好”**

中报全面回暖，确认一季度为上市公司业绩底部。2020H1 万得全 A 归母净利润增速为-13%，2020Q2 为-7%，大幅好于一季度水平。营收快速修复，体现经营活动 “回归正常化”。**除主板外各上市板归母净利润增速转正，主板跌幅收窄。**主板在二季度未能强势反弹，其中重要的原因在于主板中的权重股银行业出于谨慎性原则在二季度充分计提拨备，拖累主板净利润业绩增速 11 个百分点。

基建产业链二季度业绩出现大幅反弹，预期随着下半年开工旺季再临、财政支出加快，业绩有望延续高景气。上游材料行业（煤炭、有色、化工、钢铁），二季度归母净利润增速仍为负值，就修复斜率来看化工、有色好于煤炭及钢铁。**汽车、食品饮料成为“消费”领头羊，**交通运输、休闲服务、传媒、商业贸易等与线下消费及服务相关的行业在二季度仍然增速为负，但已呈现出修复趋势。**科技与医药板块二季度业绩转增，农林牧渔、国防军工二季度业绩转弱。**

● **回到风格切换的起点：盈利优势相同、估值优势却大不相同**

以国证成长和国证价值来衡量两种市场近期讨论较多的风格，**我们发现风格切换的一个关键条件：前期强势风格的相对另一种风格的盈利优势缩窄，已经达成。**以累计的归母净利润增速之差衡量，国证成长-国证价值的增速差为 8.6%，已大幅低于 2019 年年中时的增速差 35.6%，也低于 2019 年初时的 9.7%。但两者之间的估值差异已经到达历史的极值。

● **预期与现实的对照下，估值面临下调风险**

预期高于实际很常见，但背后隐含的风险却不同。我们利用万得的一致预期，计算发现，对各个板块要求的归母净利润增速都显得较为“严苛”：一致预期要求 2020 年下半年创业板需要达到 139.9%的归母净利润同比增速，中小企业板为 84.9%、科创板为 100%，对主板的要求稍显“宽松”，为 32.4%。在成长风格极致的市场中，**部分板块的高估值已经隐含了基于当前短期业绩的较高长期隐含增长率，而一旦短期业绩没有达成，甚至与预期值相差甚远，我们认为这就将反应在人们对该板块的长期隐含增长率假设之中，从而对估值带来调整的压力。**

● **盈利能力分化，PB-ROE 策略回归**

各上市板权重指数与上市板本身 ROE 差异较大，上市板中主板 ROE 高于中小企业板，高于创业板，而在权重指数中，ROE 最高的是中小板指及创业板指，上证 50 和沪深 300 表现落后。**各行业间 ROE 分化明显，必需消费、基建与房地产产业链、大金融板块 ROE 较高。周报《顺周期确立，PB-ROE 回归》中提到，紧货币+宽信用组合下，PB-ROE 策略显著占优。**我们利用中报数据，依据 PB-ROE 策略进行选股，选择各行业中满足：PB 估值最低的 15%和 ROE 最高的 15%的个股，作为一种 PB-ROE 策略的应用试验，供投资者参考。

● **风险提示：**统计误差，基建投资不及预期。

相关研究报告

《投资策略周报-顺周期确立，PB/ROE 回归》-2020.8.30

《投资策略周报-“复苏交易”的信号与噪声》-2020.8.23

《投资策略专题-如何交易“潜在的”欧洲复苏》-2020.8.19

目 录

1、 二季度全面回暖，板块存在分化 3
1.1、 主板修复受拖累，科创板业绩当先 3
1.2、 基建产业链表现亮眼，上游材料、下游消费及服务仍处复苏中 4
1.3、 回到上次风格切换的起点：成长-价值的盈利优势缩窄 8
2、 预期与现实对照，估值面临下调风险 9
3、 盈利能力分化较大，PB/ROE 策略回归 11
4、 附录 13
5、 风险提示 14

图表目录

图 1: 各上市板营收累计增速 3
图 2: 各上市板营收单季度增速 3
图 3: 除主板外各上市板归母净利润增速转正，主板跌幅收窄 4
图 4: 受银行拖累，主板业绩修复未能强势反弹 4
图 5: 水泥、玻璃价格持续上升 4
图 6: 挖掘机销量高增、建筑企业订单数高增 4
图 7: 修复斜率来看化工、有色好于煤炭及钢铁 5
图 8: 有色、钢铁在二季度的营收增速已经转正 5
图 9: 煤价高位运行，有利于提升 ROE 5
图 10: 钢价开始回升，将带来估值修复 5
图 11: 销售利润率虽仍在下滑，但下滑速度在减慢 6
图 12: 乘用车销量当月销量增速维持高位 6
图 13: 消费恢复慢于投资 6
图 14: 消费品恢复分化-累计增速已转正的细分项 7
图 15: 消费品恢复分化-累计增速仍为负的细分项 7
图 16: 以交运、休闲服务、传媒、商业贸易为代表的消费仍在缓慢复苏中 7
图 17: 电子、通信二季度业绩回暖速度较快 8
图 18: 农林牧渔由于猪价业绩高增 8
图 19: 国防军工营收增长，净利润下滑，持续性待检验 8
图 20: 各行业一致预期所要求的下半年增速均“严苛” 10
图 21: 国证成长与价值的隐含长期增长率之差异在 2018 年后逐渐走高 11
图 22: 下调长期隐含增长率将带来估值的压力 11
图 23: 各行业 ROE 变动，公用事业、医药生物、建材、机械、汽车、电子、电气设备、通信二季度 ROE 回升 11
图 24: 大部分顺周期板块具有明显的低估值-高 ROE 12
图 25: 8 月初至 24 日低 PB-高 ROE 组合表现更好 12
图 26: PB-ROE 选股策略选出的个股，集中于顺周期板块 12

表 1: 各指数归母净利润增速（累计同比） 9
表 2: 对各指数要求的 2020 年下半年净利润增速均较高 10
表 3: 各行业归母净利润增速（累计同比） 13
表 4: 各行业净利润增速（单季度同比） 13

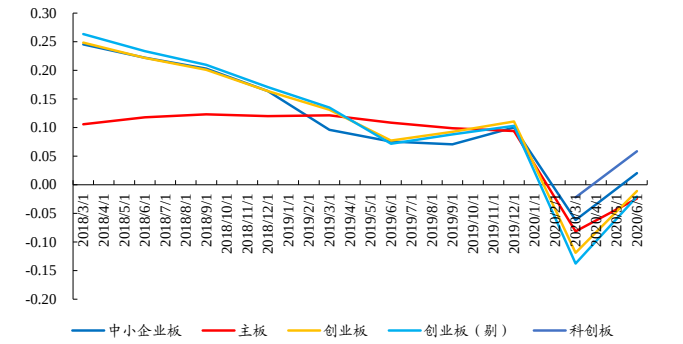
1、 二季度全面回暖，板块存在分化

中报全面回暖，确认一季度为上市公司业绩底部。我们在一季报点评《逆生的力量》及半年报预告点评《预期中的业绩回暖》中分析过，在 2020 年初，由于疫情打击了正常的经济活动，一季度将是 A 股上市公司业绩的底部，造成底部的主要原因是由于疫情较为严重的时期内，营业收入下滑较大，而折旧摊销、人工费用等刚性支出难以在短期调整规避，从而使万得全 A 归母净利润增速仅为-20.3%，除金融石化后为-39.6%。截止 2020 年 8 月 31 日，沪深两市共披露 3972 份中报，以此计算的 2020H1 万得全 A 归母净利润增速为-13%，2020Q2 为-7%，大幅好于一季度水平。

1.1、 主板修复受拖累，科创板业绩当先

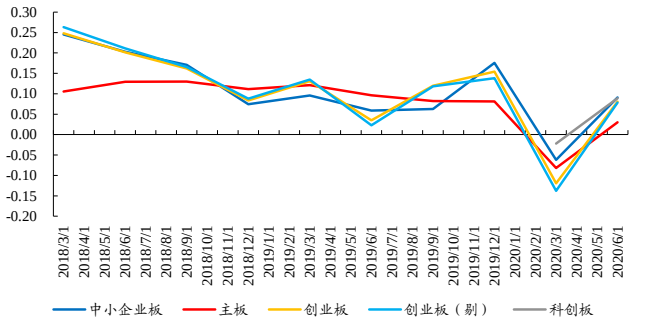
营收快速修复，体现经营活动一定程度上“回归正常化”。在此前的一季报及中报预告中，我们均对上市公司披露的业绩摘要进行过文本分析，发现“疫情”对各公司造成首当其冲的影响便是下游需求减少，订单数、客流量锐减，此次中报里，各上市板及全 A 营收增速均呈现“V 型”反弹，体现经营活动至少在一定程度上开始“回归正常化”。

图1：各上市板营收累计增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：各上市板营收单季度增速



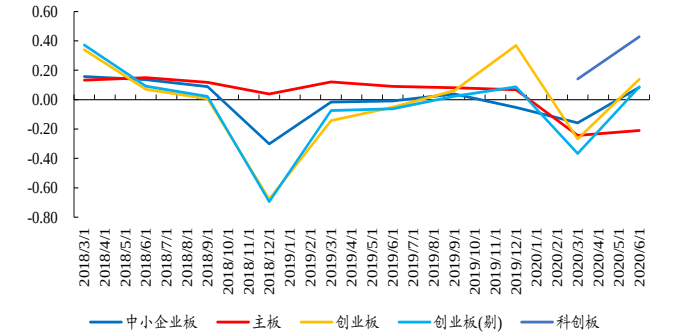
数据来源：Wind、开源证券研究所

除主板外各上市板归母净利润增速转正，主板跌幅收窄。2020 年 H1 归母净利润增速，科创板>创业板>创业板（剔除温氏）>中小企业板>主板（42.7%>13.9%>8.7%>8.4%>-21%）；2020 年 Q2 归母净利润增速，科创板>创业板（剔除温氏）>创业板>中小企业板>主板（54.47%>46.7%>45.1%>27.4%>-17.8%）。

银行业计提拨备拖累主板业绩修复，预计三季度主板将重拾向上修复趋势。主板在一季度业绩受损的情况好于创业板，但在二季度未能强势反弹，其中重要的原因在于主板中的权重股银行业出于谨慎性原则在二季度充分计提拨备，二季度业绩增速大幅放缓（-23.9%），拖累主板净利润业绩增速 11 个百分点[1]。由于拨备已在二季度充分计提，权重股的拖累效应将减轻，且主板中的大量的顺周期行业随油价趋稳、PPI 修复，净利润有望持续修复，主板业绩增速将重拾向上修复趋势。

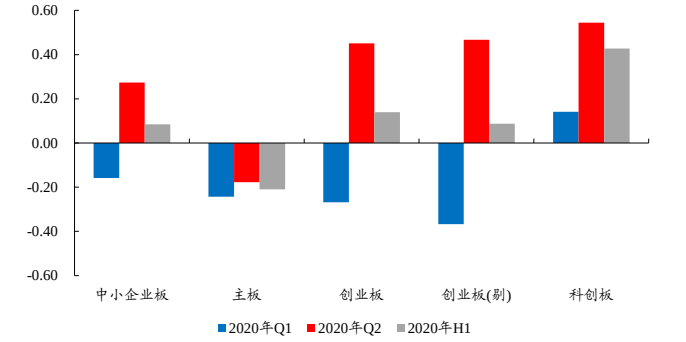
[1] 此处拖累的算法为：[（银行 2020Q2-银行 2019Q2）]/[（主板 2020Q2-主板 2019Q2）]*主板 2020Q2 同比增速

图3：除主板外各上市板归母净利润增速转正，主板跌幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：受银行拖累，主板业绩修复未能强势反弹

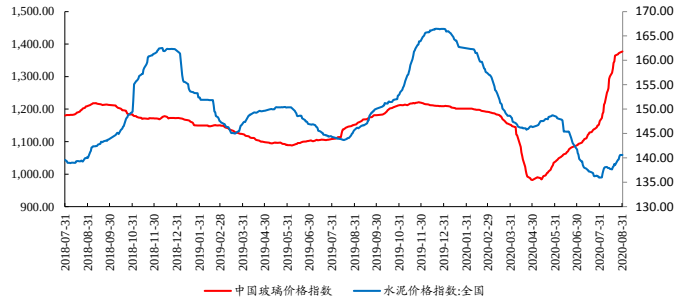


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 基建产业链表现亮眼，上游材料、下游消费及服务仍处复苏中

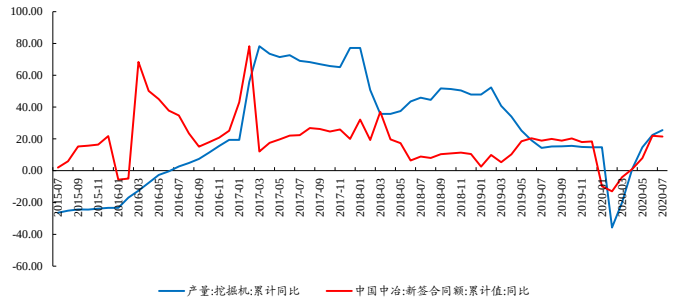
基建产业链二季度业绩出现大幅反弹，预期随着下半年开工旺季再临、财政支出加快，业绩有望延续高景气。机械设备、建筑材料、建筑装饰二季度业绩增速分别为 57.6%、15.6%、7.3%，大幅高于一季度的-44.6%、-39.2%以及-29.9%。年初以来，由于房地产保持韧性，以及基建项目作为逆周期调控手段逐渐加速，机械设备自 5 月以来维持了 4 个月的高增速订单，建筑材料中的玻璃及水泥均表现出“淡季不淡”的特征，而建筑行业央企在手订单数也已出现高增，出现业绩大幅回暖可以说是“预期之中”。根据开源宏观团队的测算，下半年财政支出的速度仍有望提速，[2]这意味着在“房住不炒”的基调下，基建投资所产生的需求仍有较大可能维持上述行业的高景气。

图5：水泥、玻璃价格持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：挖掘机销量高增、建筑企业订单数高增



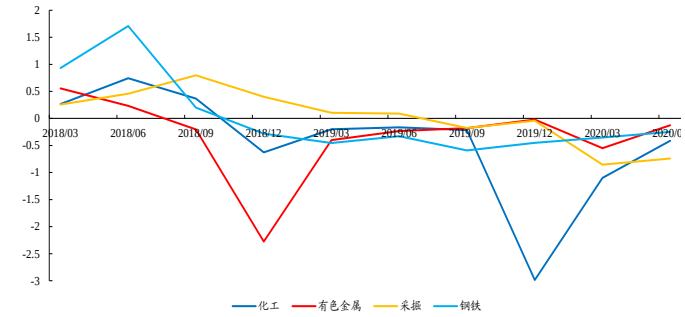
数据来源：Wind、开源证券研究所

上游材料行业（煤炭、有色、化工、钢铁），二季度归母净利润增速仍为负值，就修复斜率来看化工、有色好于煤炭及钢铁，结合营收增速来看，有色、钢铁在二季度的营收增速已经转正，而煤炭、化工相较于一季度仍有下滑，背后的原因在于二季

[2] 详见开源宏观团队报告：《财政分析新框架》、《政策环境转向了吗》：2020 年积极财政力度提高赤字率，广义“赤字”达 11.2 万亿，对应全年支出增速为 13.2%，但上半年广义财政支出仅增长 0.6%，下半年广义“赤字”还有 7.8 万亿元空间，占全年规模的 70%，下半年广义财政支出增速或明显抬升；

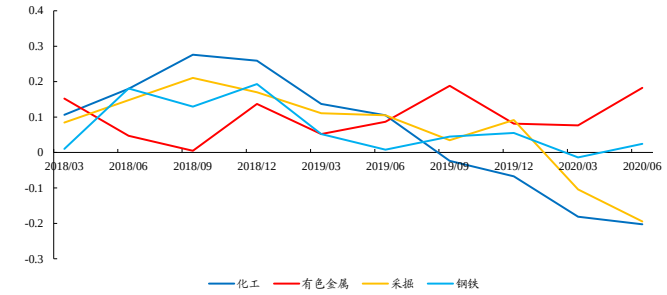
度的雨季减弱对火力发电的需求，从而减少煤炭用量，而由于全球疫情的不同步，更为外向型的化工行业则在二季度营收继续下滑。但我们在此前的报告中多次提到，供给侧改革之后，煤炭及钢铁的产能利用率达到高位，意味着价格对需求的弹性较大，而维持较长时间的均价有利于 ROE 的改善和估值提升，同时化工细分子行业的景气周期不同步，行业内部已出现了价格提升所带来的业绩改善，**以归母净利润增速与营收增速相比，能够发现销售利润率已经出现明显改善。**

图7：修复斜率来看化工、有色好于煤炭及钢铁



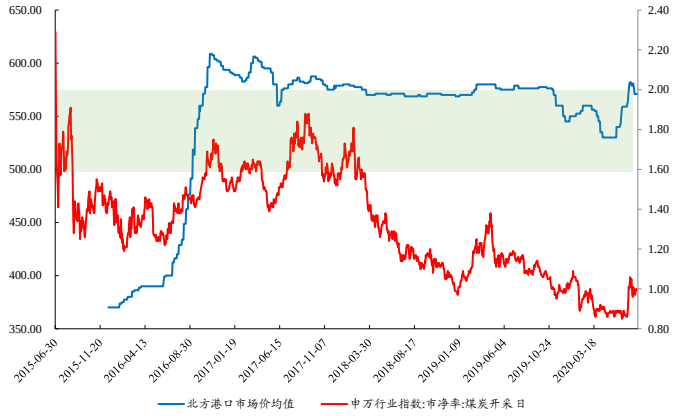
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：有色、钢铁在二季度的营收增速已经转正



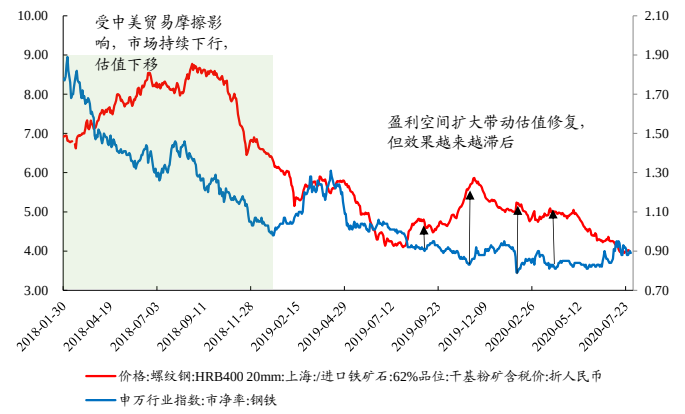
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：煤价高位运行，有利于提升 ROE



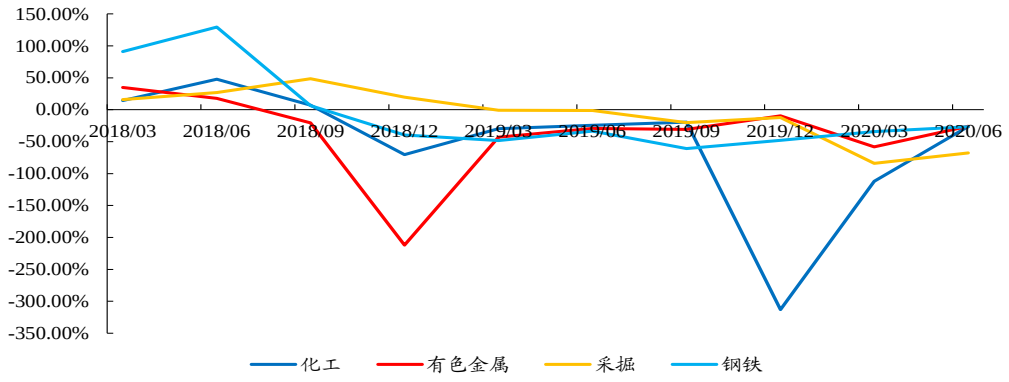
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：钢价开始回升，将带来估值修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

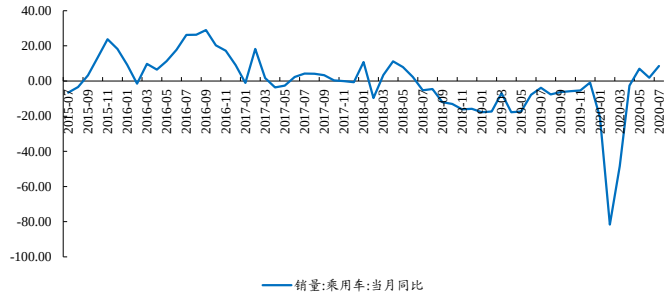
图11：销售利润率虽仍在下滑，但下滑速度在减慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

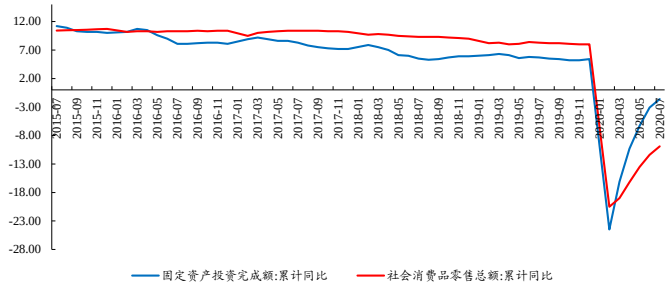
汽车、食品饮料成为“消费”领头羊，其余的消费及服务行业仍在复苏中，汽车销售维持高景气，7 月份乘用车销量同比增速维持高位，汽车在二季度归母净利润增速大幅提升，从一季度的-81.2%提升至 36.8%，上半年整体增速为-27.68%。从社零增速来看，我国的消费复苏在上半年始终慢于投资，**消费呈现“两端好、中间弱”**的特征，以化妆品、通讯器材为代表的高单价消费恢复较好，同时食品等必需消费受到疫情冲击较小，同时在二季度仍然保持了较高增速。交通运输、休闲服务、传媒、商业贸易等与线下消费及服务相关的行业在二季度仍然增速为负，但已呈现出修复趋势。

图12：乘用车销量当月销量增速维持高位



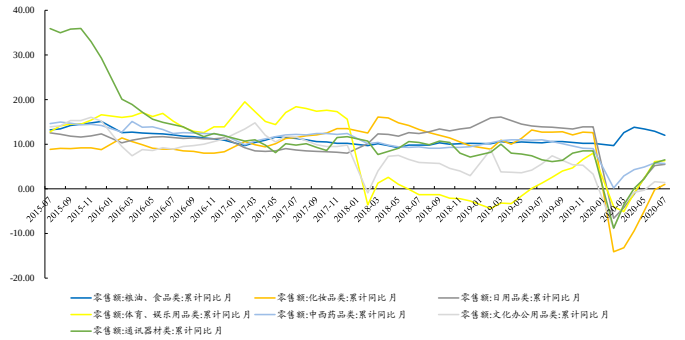
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：消费恢复慢于投资



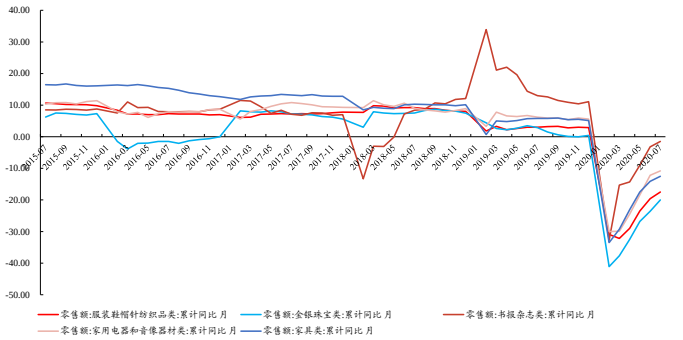
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：消费品恢复分化-累计增速已转正的细分项



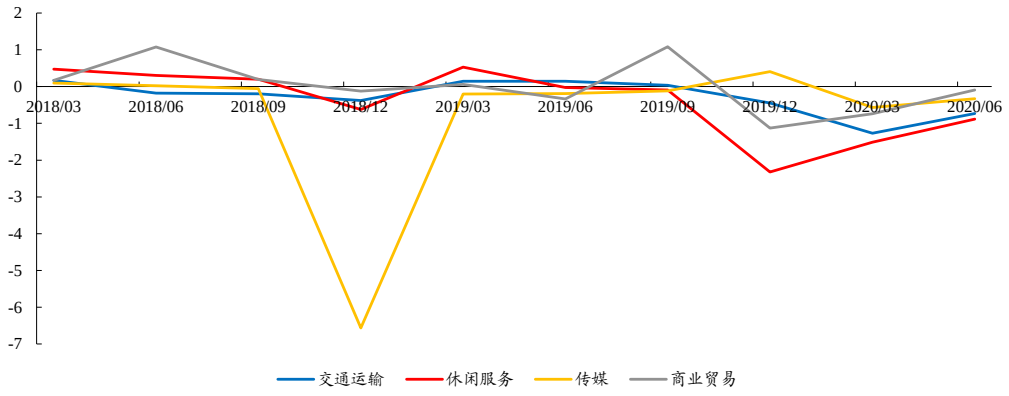
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：消费品恢复分化-累计增速仍为负的细分项



数据来源：Wind、开源证券研究所

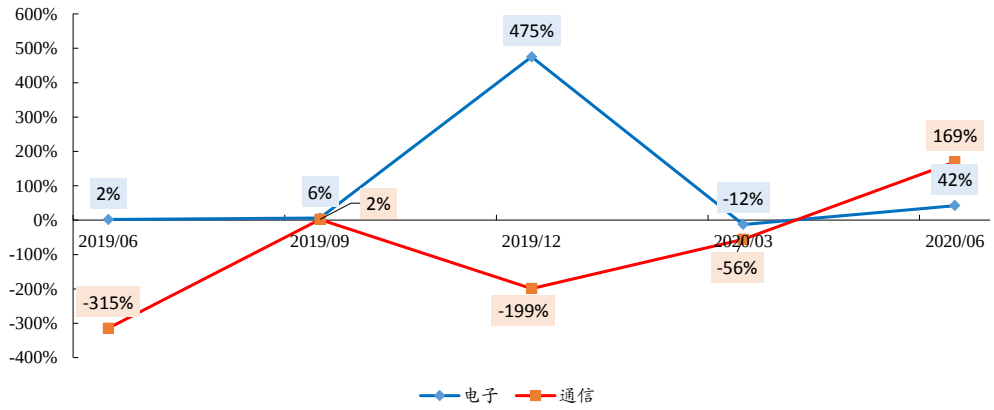
图16：以交运、休闲服务、传媒、商业贸易为代表的消费仍在缓慢复苏中



数据来源：Wind、开源证券研究所

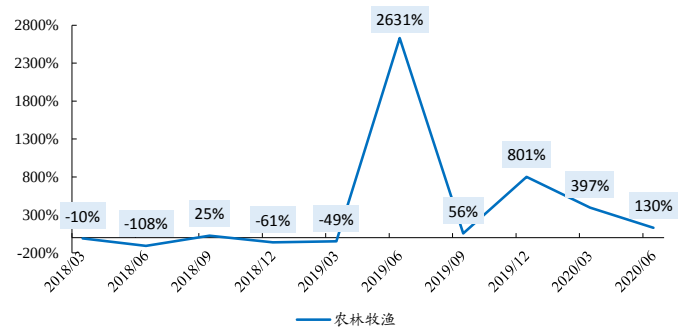
科技与医药板块二季度业绩转增，农林牧渔、国防军工二季度业绩转弱。电子、通信为代表的科技板块在二季度业绩回暖速度较快，电子二季度归母净利润增速为42.12%，上半年为19.5%；通信行业由于2019年的低基数效应，在一季度短暂业绩增速为负之后，二季度业绩同比大增169.5%，上半年同比增速为415%（2019年同期净利润为负）。农林牧渔由于猪价从顶点下滑，业绩增速不及一季度，国防军工营业收入同比增加，但二季度归母净利润同比下滑，背后反应出销售利润率有所下降，业绩持续性需要进一步考察。

图17：电子、通信二季度业绩回暖速度较快



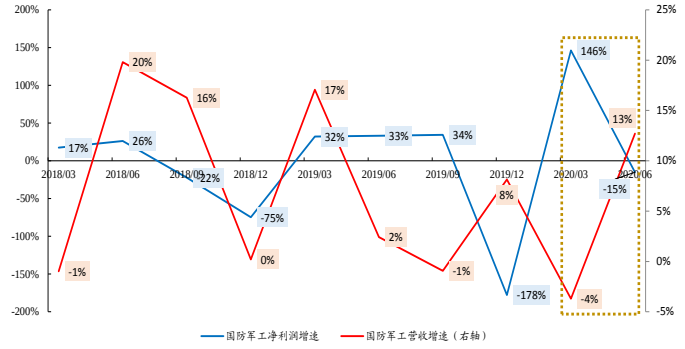
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：农林牧渔由于猪价业绩高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：国防军工营收增长，净利润下滑，持续性待检验



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 回到上次风格切换的起点：成长-价值的盈利优势缩窄

我们计算了涵盖几个上市板的 A 股主要指数的归母净利润增速，结论与 1.1 类似，万得全 A 体现出上市公司在二季度业绩得到了复苏，万得全 A 除去金融石化后减少了银行业计提拨备的拖累，净利润同比增速更高，而各个上市板的权重指数体现出，创业板指>中小板指>沪深 300>上证 50(二季度归母净利润增速分别为 64.5%、36.4%、-11.8%、-44.5%)。

但更值得关注的是，以国证成长和国证价值来衡量两种市场近期讨论较多的风格，**我们发现风格切换的一个关键条件：前期强势风格的相对另一种风格的盈利优势缩窄，已经达成[3]。**以单季度盈利增速之差衡量，国证成长-国证价值盈利增速差为 7.7%，已接近甚至低于 2019 年初成长风格初占优时的增速差 9.7%；以累计的归母净利润增速之差衡量，国证成长-国证价值的增速差为 8.6%，已大幅低于 2019 年年中时的增速差 35.6%，也低于 2019 年初时的 9.7%，但二者的估值差异已经达到历史的极值。展望未来，由于银行计提拨备所造成的价值板块盈利受损这一因素已经出尽，而价值板块中大量的顺周期行业仍处于较高的景气周期之中，两种风格的盈利

[3] 详见 6 月 9 日发布的报告《走向价值：势能与切换》

增速将进一步缩窄，意味着风格切换会更加深刻地进行。

表1：各指数归母净利润增速（累计同比）

净利润增速									
	万得全 A	万得全 A（除金融石化）	沪深 300	上证 50	创业板指	中小板指	国证成长	国证价值	成长-价值
2018/3/31	16.0%	26.1%	14.5%	13.5%	46.7%	30.1%	20.5%	10.2%	10.3%
2018/6/30	17.0%	24.8%	16.2%	15.3%	23.9%	41.6%	13.9%	13.3%	0.6%
2018/9/30	13.5%	18.1%	14.0%	13.6%	10.6%	25.3%	8.5%	6.9%	1.6%
2018/12/31	0.8%	-4.0%	10.0%	24.6%	14.1%	11.2%	-12.7%	1.2%	-13.9%
2019/3/31	12.2%	5.4%	14.4%	29.4%	-8.3%	8.8%	18.1%	8.4%	9.7%
2019/6/30	9.0%	2.3%	12.8%	28.6%	15.2%	6.9%	42.8%	7.2%	35.6%
2019/9/30	9.5%	2.8%	13.0%	27.8%	34.4%	22.2%	38.5%	9.5%	29.0%
2019/12/31	12.4%	2.6%	12.1%	7.8%	75.9%	24.4%	63.7%	13.0%	50.7%
2020/3/31	-20.3%	-39.7%	-17.2%	-17.8%	12.4%	16.1%	-15.8%	-22.9%	7.1%
2020/6/30	-13.6%	-11.1%	-14.4%	-31.5%	43.1%	27.9%	-6.1%	-14.7%	8.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 预期与现实对照，估值面临下调风险

预期高于实际很常见，但背后隐含的风险却不同。我们利用万得的一致预期，筛选出具有 2020 年盈利预测的 1889 家公司，通过计算对全年的净利润预测与当前半年报真实值之间的差异，与 2019 年 H2 相比，得到为达成“预期增长”而必须在下半年实现的净利润增速。我们发现，对各个板块要求的归母净利润增速都显得较为“严苛”，例如一致预期要求 2020 年下半年创业板需要达到 139.9%的归母净利润同比增速，中小企业板为 84.9%、科创板为 100%，对主板的要求稍显“宽松”，为 32.4%；同样的计算我们也应用到了各个行业及指数之中，结果如下表所示。

图20：各行业一致预期所要求的下半年增速均“严苛”

行业	2020年Q1	2020年Q2	2020年H1	2020年H2预测
交通运输	-126.85%	-73.18%	-102.97%	0.28%
休闲服务	-151.01%	-88.44%	-122.05%	42.24%
传媒	-56.84%	-33.00%	-43.97%	905.17%
公用事业	-27.29%	37.73%	6.23%	53.28%
农林牧渔	396.55%	129.64%	197.76%	97.85%
化工	-110.02%	-41.29%	-72.27%	323.37%
医药生物	-19.02%	30.62%	5.78%	106.95%
商业贸易	-73.74%	-9.52%	-42.91%	3.32%
国防军工	146.26%	-15.14%	27.02%	52.45%
家用电器	-52.14%	-17.71%	-31.88%	33.60%
建筑材料	-39.21%	15.59%	-2.07%	28.96%
建筑装饰	-29.94%	7.28%	-8.78%	20.30%
房地产	-42.76%	-2.94%	-18.66%	37.53%
有色金属	-55.09%	-12.59%	-31.75%	123.94%
机械设备	-44.64%	57.60%	13.06%	56.65%
汽车	-81.20%	36.81%	-27.68%	55.31%
电子	-12.44%	42.15%	19.46%	66.30%
电气设备	-5.43%	44.90%	26.17%	63.17%
纺织服装	-79.13%	-2.32%	-50.46%	22.12%
综合	-12.70%	21.85%	7.56%	16.13%
计算机	-125.26%	-1.87%	-50.98%	78.37%
轻工制造	-31.57%	-13.66%	-20.91%	37.67%
通信	-55.97%	169.49%	414.98%	3964.12%
采掘	-85.55%	-74.03%	-79.20%	42.57%
钢铁	-35.25%	-24.82%	-28.71%	3.37%
银行	5.50%	-23.93%	-9.48%	18.53%
非银金融	-25.63%	-20.35%	-23.28%	27.64%
食品饮料	-0.33%	25.48%	9.99%	16.67%

数据来源：Wind、开源证券研究所

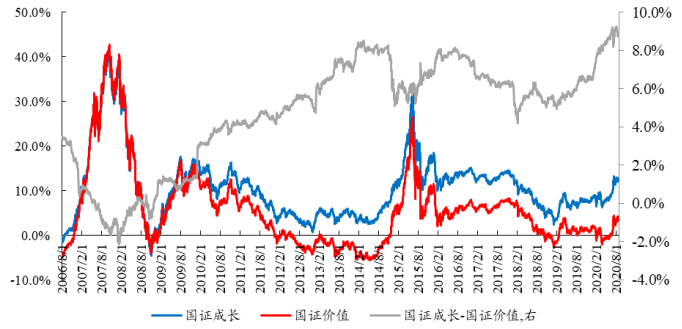
表2：对各指数要求的2020年下半年净利润增速均较高

	万得全A	万得全A(非金融)	上证50	沪深300	创业板指	中小板指	国证价值	国证成长	科创50
2020H2预期净利润增速	40.3%	56.1%	26.1%	27.7%	88.5%	70.7%	24.0%	37.2%	42.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

回顾历史能够发现，一致预期高估了净利润是每年的常态，而这种高估在越靠近年末时将越趋近真实值，但2020年的特殊点在于：（1）出现疫情之后，并未大幅修正预期，至少从我们在一季报预告点评及中报预告点评中计算这一数字来看，一致预期始终对创业板都要求了100%以上的增速；（2）在成长风格极致的市场中，部分板块的高估值已经隐含了基于当前短期业绩的较高长期隐含增长率，而一旦短期业绩没有达成，甚至与预期值相差甚远，我们认为这就将反应在人们对该板块的长期隐含增长率假设之中，从而对估值带来调整的压力。

图21：国证成长与价值的隐含长期增长率之差异在2018年后逐渐走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：下调长期隐含增长率将带来估值的压力

	短期增长率	隐含长期增长率		估值		
	万得一致预期（2020E）	2020年年初	最新（8.25）	按年初隐含长期增长率估算	最新（8.26）	估值调整幅度
国证成长	25.8%	8.5%	12.6%	16.20	30.77	-47.3%
国证价值	3.12%	1.7%	3.6%	7.94	8.66	-8.3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 盈利能力分化较大，PB/ROE策略回归

各上市板权重指数与上市板本身ROE差异较大，上市板中主板ROE高于中小企业板，高于创业板，而在权重指数中，ROE最高的是中小板指及创业板指，上证50和沪深300表现落后。

基建产业链的ROE开始修复，农林牧渔、家用电器、建筑建材、建筑装饰、房地产、银行、非银、食品饮料的ROE较高。基建产业链中的建筑材料、机械设备二季度ROE修复，分别达到15.32%和5.56%。三类行业的ROE较高：（1）必需消费品属性的：农林牧渔、食品饮料；（2）基建与房地产产业链：建筑建材、建筑装饰、房地产、家用电器；（3）金融板块：银行、非银。

图23：各行业ROE变动，公用事业、医药生物、建材、机械、汽车、电子、电气设备、通信二季度ROE回升

行业	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
交通运输	10.76%	9.90%	9.25%	8.29%	8.40%	8.40%	8.50%	7.79%	4.59%	3.13%
休闲服务	10.71%	11.14%	11.74%	10.15%	11.37%	10.80%	10.41%	8.59%	3.57%	1.04%
传媒	9.08%	8.59%	8.43%	-3.00%	-3.44%	-4.21%	-4.33%	-0.22%	-1.23%	-2.03%
公用事业	7.62%	7.46%	7.43%	7.11%	7.39%	7.34%	7.72%	6.76%	6.18%	6.68%
农林牧渔	9.85%	7.54%	8.81%	7.02%	5.78%	8.74%	10.59%	16.34%	19.60%	21.20%
化工	9.26%	10.29%	10.94%	9.66%	9.06%	8.22%	7.66%	5.76%	3.38%	2.35%
医药生物	12.34%	12.03%	11.63%	9.42%	9.63%	9.36%	9.28%	7.89%	7.32%	8.10%
商业贸易	7.53%	8.78%	9.13%	8.45%	8.55%	7.36%	8.91%	6.63%	5.15%	4.92%
国防军工	3.16%	3.18%	3.04%	2.48%	2.60%	2.96%	3.06%	2.71%	3.45%	2.95%
家用电器	21.34%	20.95%	21.03%	16.02%	16.21%	16.30%	17.08%	16.94%	14.72%	12.85%
建筑材料	12.27%	14.34%	16.00%	15.86%	16.04%	16.16%	16.58%	16.35%	14.97%	15.32%
建筑装饰	11.22%	11.11%	11.10%	10.75%	10.66%	10.23%	10.42%	10.11%	9.25%	9.16%
房地产	14.24%	14.42%	14.91%	14.34%	14.24%	14.05%	14.22%	14.10%	12.75%	11.99%
有色金属	8.55%	8.46%	7.97%	3.70%	2.81%	2.34%	2.01%	1.93%	1.22%	1.06%
机械设备	7.51%	7.19%	7.48%	4.59%	4.94%	5.36%	5.46%	5.21%	4.41%	5.56%
汽车	11.56%	11.14%	10.96%	8.50%	7.72%	6.60%	6.11%	5.67%	3.98%	4.50%
电子	11.94%	10.63%	10.55%	7.45%	7.14%	7.19%	7.34%	8.54%	8.30%	8.78%
电气设备	7.95%	7.33%	6.73%	3.74%	3.98%	3.97%	4.11%	5.48%	5.37%	6.05%
纺织服装	9.62%	9.07%	9.32%	5.42%	5.47%	4.56%	4.20%	4.44%	2.46%	2.36%
综合	3.12%	3.10%	4.01%	6.17%	6.54%	6.27%	5.44%	4.46%	4.30%	4.46%
计算机	8.57%	8.22%	8.10%	3.79%	4.31%	4.67%	4.66%	2.93%	1.30%	1.31%
轻工制造	11.20%	10.88%	10.58%	5.88%	5.16%	4.61%	4.56%	6.17%	5.60%	5.26%
通信	3.53%	2.55%	2.63%	1.51%	3.14%	-0.12%	-0.09%	-2.37%	-3.21%	0.54%
采掘	5.34%	5.86%	6.93%	7.06%	7.19%	7.23%	6.73%	6.59%	5.10%	3.53%
钢铁	15.04%	17.10%	17.69%	15.63%	13.84%	12.08%	9.76%	8.03%	7.35%	6.56%
银行	12.97%	12.85%	12.86%	12.36%	12.31%	12.02%	12.08%	11.39%	11.32%	10.06%
非银金融	10.44%	10.09%	9.02%	7.87%	9.65%	10.43%	11.65%	11.59%	10.42%	9.41%
食品饮料	19.28%	18.50%	19.66%	19.95%	20.68%	20.00%	21.60%	20.21%	20.08%	19.25%

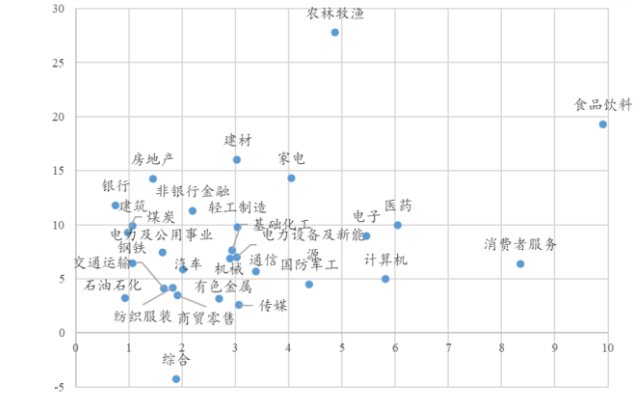
数据来源：Wind、开源证券研究所

我们在周报《顺周期确立，PB-ROE回归》中提到，紧货币+宽信用组合下，PB-ROE策略显著占优。只要当下在顺周期盈利复苏中，**龙头企业的盈利弹性足够大并**

可以匹配自身的估值水平，仍然可以成为较好的选择。我们以营业收入为标准筛选出各个顺周期的细分行业龙头企业，发现仍有不少以三一重工、海螺水泥、万科 A 为代表的企业处于低 PB-高 ROE 的状态，这意味着即便是顺周期行业的龙头企业也能具有很高的弹性，只是市场对于这些企业的定价仍将滞后于基本面的改善信号。

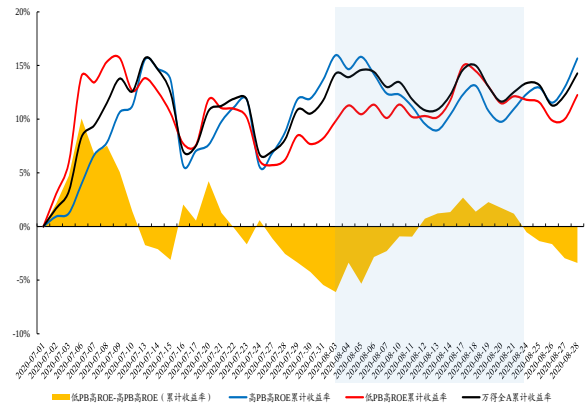
我们利用中报数据，依据 PB-ROE 策略进行选股，选择各行业中满足：PB 估值最低的 15%和 ROE 最高的 15%的个股，选择结果如下，仅作为 PB-ROE 策略的一种应用效果展示，不作为个股推荐依据。

图24：大部分顺周期板块具有明显的低估值-高 ROE



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：横轴为 PB，纵轴为 ROE，其中 ROE 采用截至 8 月 28 日的一致预期平均 ROE。

图25：8 月初至 24 日低 PB-高 ROE 组合表现更好



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：这里的高 PB-高 ROE 组合中包括食品饮料、医药、电子行业；而低 PB-高 ROE 组合中包括建材、家电、房地产、银行、非银金融、煤炭、化工、建筑。

图26：PB-ROE 选股策略选出的个股，集中于顺周期板块

PB-ROE选股策略最新选股结果（2020年8月31日）

证券代码	证券简称	市净率PB	净资产收益率ROE	所属板块	所属行业
600051.SH	宁波联合	1.21	19.16	主板	综合
000933.SZ	神火股份	1.32	16.41	主板	有色金属
601677.SH	明泰铝业	0.99	12.77	主板	有色金属
002582.SZ	好想你	1.46	41.35	中小企业板	食品饮料
603776.SH	永安行	1.47	18.45	主板	汽车
002746.SZ	仙坛股份	2.01	25.87	中小企业板	农林牧渔
603609.SH	禾丰牧业	2.55	23.60	主板	农林牧渔
600153.SH	建发股份	0.87	17.44	主板	交通运输
601668.SH	中国建筑	0.81	14.91	主板	建筑装饰
300462.SZ	华铭智能	2.96	21.85	创业板	计算机
002611.SZ	东方精工	1.69	39.81	中小企业板	机械设备
600803.SH	新奥股份	1.60	16.44	主板	化工
600643.SH	爱建集团	1.31	12.21	主板	非银金融

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 附录

表3：各行业归母净利润增速（累计同比）

净利润增速（累计同比）										
	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
交通运输	17.2%	-1.5%	-9.0%	-14.4%	14.5%	14.6%	10.3%	3.0%	-126.8%	-103.0%
休闲服务	47.2%	36.9%	29.3%	10.8%	53.2%	21.0%	8.5%	-8.0%	-151.0%	-122.0%
传媒	9.9%	5.9%	2.4%	-137.9%	-20.2%	-19.7%	-17.5%	90.3%	-56.8%	-44.0%
公用事业	14.1%	12.4%	4.8%	3.1%	20.1%	16.4%	17.3%	6.0%	-27.3%	6.2%
农林牧渔	-10.0%	-49.8%	-18.9%	-29.3%	-49.0%	112.5%	75.3%	174.6%	396.5%	197.8%
化工	26.7%	48.6%	43.9%	21.3%	-19.9%	-18.1%	-19.4%	-37.5%	-110.0%	-72.3%
医药生物	29.3%	23.7%	10.6%	-10.1%	12.7%	5.8%	4.3%	-10.0%	-19.0%	5.8%
商业贸易	16.9%	58.1%	48.7%	28.4%	6.2%	-17.6%	10.9%	-17.3%	-73.7%	-42.9%
国防军工	17.5%	23.9%	10.6%	-13.8%	32.1%	32.9%	31.0%	13.5%	146.3%	27.0%
家用电器	23.5%	23.0%	19.5%	-9.7%	6.0%	9.5%	12.4%	16.2%	-52.1%	-31.9%
建筑材料	133.1%	86.4%	82.0%	61.9%	55.6%	21.6%	18.2%	17.6%	-39.2%	-2.1%
建筑装饰	14.2%	13.7%	10.7%	7.0%	14.4%	5.1%	8.2%	6.3%	-29.9%	-8.8%
房地产	37.6%	39.5%	34.7%	16.1%	18.8%	17.7%	14.7%	9.7%	-42.8%	-18.7%
有色金属	55.5%	37.9%	13.8%	-47.2%	-40.0%	-31.9%	-27.9%	-46.3%	-55.1%	-31.8%
机械设备	34.0%	13.6%	15.0%	-35.2%	30.8%	31.1%	20.8%	22.1%	-44.6%	13.1%
汽车	1.4%	3.9%	-1.6%	-20.7%	-25.2%	-30.9%	-29.9%	-31.6%	-81.2%	-27.7%
电子	4.9%	-0.3%	-1.3%	-29.8%	-13.9%	-5.4%	-0.9%	21.2%	-12.4%	19.5%
电气设备	10.0%	-3.3%	-9.1%	-48.4%	23.4%	7.1%	9.2%	55.6%	-5.4%	26.2%
纺织服装	11.4%	6.1%	5.6%	-38.3%	3.4%	-17.6%	-19.8%	-19.1%	-79.1%	-50.5%
综合	36.1%	8.9%	54.1%	113.7%	80.6%	24.8%	-14.2%	-23.7%	-12.7%	7.6%
计算机	49.5%	29.8%	17.5%	-51.2%	68.5%	37.8%	24.7%	-21.8%	-125.3%	-51.0%
轻工制造	10.0%	12.1%	4.7%	-42.0%	-29.4%	-24.3%	-16.7%	8.4%	-31.6%	-20.9%
通信	-111.4%	-69.8%	-43.8%	-67.9%	1359.2%	-176.8%	-60.7%	-264.8%	-56.0%	415.0%
采掘	25.6%	36.0%	51.4%	49.7%	10.3%	9.6%	-1.9%	-2.2%	-85.6%	-79.2%
钢铁	93.0%	131.3%	74.1%	35.2%	-45.5%	-38.2%	-43.8%	-44.1%	-35.2%	-28.7%
银行	6.1%	6.9%	7.2%	5.7%	6.8%	7.2%	7.6%	6.9%	5.5%	-9.5%
非银金融	14.9%	8.6%	-9.1%	-17.2%	76.0%	69.3%	73.7%	65.5%	-25.6%	-23.3%
食品饮料	32.1%	31.8%	23.8%	26.5%	23.3%	21.4%	19.8%	13.4%	-0.3%	10.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：各行业净利润增速（单季度同比）

净利润增速（单季度同比）										
	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
交通运输	17.2%	-17.9%	-19.6%	-38.1%	14.5%	14.8%	3.4%	-44.5%	-126.8%	-73.2%
休闲服务	47.2%	30.1%	19.8%	-62.4%	53.2%	-2.7%	-9.4%	-232.3%	-151.0%	-88.4%
传媒	9.9%	2.6%	-5.4%	-656.1%	-20.2%	-19.2%	-11.8%	40.8%	-56.8%	-33.0%
公用事业	14.1%	10.9%	-5.3%	-7.7%	20.1%	13.1%	18.6%	-75.2%	-27.3%	37.7%
农林牧渔	-10.0%	-107.7%	25.0%	-60.9%	-49.0%	2630.9%	55.7%	801.2%	396.5%	129.6%
化工	26.7%	74.4%	36.7%	-62.8%	-19.9%	-16.5%	-21.6%	-298.5%	-110.0%	-41.3%

净利润增速（单季度同比）										
医药生物	29.3%	19.1%	-10.2%	-79.8%	12.7%	-0.2%	2.3%	-275.5%	-19.0%	30.6%
商业贸易	16.9%	107.6%	19.4%	-12.2%	6.2%	-33.6%	108.3%	-112.9%	-73.7%	-9.5%
国防军工	17.5%	26.3%	-22.4%	-74.7%	32.1%	33.2%	34.4%	-177.7%	146.3%	-15.1%
家用电器	23.5%	22.5%	14.3%	-85.4%	6.0%	12.0%	18.0%	96.7%	-52.1%	-17.7%
建筑材料	133.1%	74.6%	73.0%	20.1%	55.6%	10.1%	14.6%	15.5%	-39.2%	15.6%
建筑装饰	14.2%	13.4%	4.5%	-0.8%	14.4%	-1.1%	15.1%	1.7%	-29.9%	7.3%
房地产	37.6%	40.8%	24.7%	-3.0%	18.8%	17.0%	6.2%	2.7%	-42.8%	-2.9%
有色金属	55.5%	23.3%	-20.3%	-227.5%	-40.0%	-23.4%	-17.9%	-2.2%	-55.1%	-12.6%
机械设备	34.0%	1.5%	20.4%	-148.7%	30.8%	31.4%	-0.8%	-14.8%	-44.6%	57.6%
汽车	1.4%	6.6%	-14.3%	-74.5%	-25.2%	-36.7%	-26.7%	-50.3%	-81.2%	36.8%
电子	4.9%	-4.3%	-2.9%	-112.8%	-13.9%	1.7%	5.9%	475.2%	-12.4%	42.2%
电气设备	10.0%	-8.6%	-17.5%	-176.8%	23.4%	-0.6%	13.1%	124.2%	-5.4%	44.9%
纺织服装	11.4%	1.4%	4.4%	-154.6%	3.4%	-38.5%	-25.1%	22.6%	-79.1%	-2.3%
综合	36.1%	0.9%	271.1%	237.4%	80.6%	2.5%	-69.1%	-32.7%	-12.7%	21.8%
计算机	49.5%	22.0%	2.1%	-117.6%	68.5%	22.9%	4.5%	-278.9%	-125.3%	-1.9%
轻工制造	10.0%	13.8%	-7.4%	-183.0%	-29.4%	-20.4%	-1.9%	87.0%	-31.6%	-13.7%
通信	-111.4%	-47.5%	4.9%	-1076.2%	1359.2%	-314.5%	2.3%	-198.8%	-56.0%	169.5%
采掘	25.6%	45.7%	79.6%	40.1%	10.3%	9.1%	-17.5%	-4.2%	-85.6%	-74.0%
钢铁	93.0%	170.7%	20.0%	-28.1%	-45.5%	-32.8%	-59.2%	-45.2%	-35.2%	-24.8%
银行	6.1%	7.7%	7.8%	-1.0%	6.8%	7.6%	8.4%	3.7%	5.5%	-23.9%
非银金融	14.9%	2.2%	-37.6%	-42.7%	76.0%	61.7%	86.0%	24.6%	-25.6%	-20.4%
食品饮料	32.1%	31.4%	9.6%	36.1%	23.3%	18.8%	16.4%	-8.1%	-0.3%	25.5%

资料来源：开源证券研究所

5、 风险提示

统计误差，基建投资不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn