

分析师：徐驰

执业证书编号：S0740519080003

Email: xuchi@zts.com.cn

分析师：张文宇

执业证书编号：S0740520120003

Email: zhangwy01@zts.com.cn

相关报告

1、《下半年行业轮动或呈现哪些特点？——行业配置系列专题》

2024-09-24

2、《哈里斯若当选或带来哪些影响？》2024-08-30

3、《央国企价值再发现：原因、驱动与策略》2024-08-19

报告摘要

- **三季度，A股出现分化，金融行业贡献主要利润。**分板块看，主板表现相对科创板和创业板明显；大盘股相对占优。全A股ROE表现较二季度提升0.12个百分点，全A股除金融石油石化则较二季度下降0.13个百分点，根据杜邦分析，ROE下降主要是受到总资产周转率下降影响。
- **行业角度，三季度随着国内财政政策、经济政策的逐步落地，相关行业如金融板块、消费板块、制造业和稳健类资产营收都有同比提升。**从PB-ROE角度看，二季度大部分行业PB值都处于底部，三季度所有行业估值均有所改善，但大部分行业相较于其盈利水平仍处于低位。
- **申万一级行业的PB-ROE有所不同：1) 呈较为明显的正相关关系。**如银行和非银金融等金融行业。**2) 相关关系不明显。**有色与钢铁等金融行业以及石油、煤炭等能源行业的PB值较为集中，随ROE变化不明显。食品饮料等行业的ROE值则相对集中，和PB值关联不大。**3) 具有明显的时间特征。**部分行业受政策影响明显呈现出明显的时间特征。房地产行业2020年来随着政策收紧PB/ROE均下降。科技类行业PB/ROE表现则和技术进步相关性大，如计算机、传媒和通信等行业则在2014-2017年之间出现繁荣。
- **综合三季报表现和行业PB-ROE分析，在国内稳增长基调不变和财政政策不变的情况下，非银金融板块、稳健类资产如公用事业和交通运输或将进一步延续增长；**从三季度表现，看消费促进政策对制造业的促进大于对居民主导的消费的促进，但叠加年底消费旺季，消费板块或将有所增长；科技板块上，目前市场对科技板块估值整体偏低，但也要注意部分细分板块如半导体、AI等相关产业过热的问题。随着美国大选落地，美国新政策的出台，**有色金属板块中黄金或将进一步上涨**，若美国对中国出口进一步打压，出口链相关产业或将进一步转向东盟、拉美等新兴国家。
- **风险提示：**宏观经济不及预期，政策不及预期，产业政策落地不及预期，全球流动性超预期收紧，AI技术突破进展不及预期，房地产超预期下行，市场情绪不稳定的风险，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

一、三季度 A 股业绩有何变化？	4
1.1 A 股板块三季度表现	4
1.2 A 股板块 ROE 表现	5
1.3 申万一级行业三季度表现	6
二、PB-ROE 视角下三季报有何新趋势？	7
三、PB-ROE 视角下大类行业特征	11
2.1 呈正相关关系	12
2.2 相关性不明显	13
2.3 具有一定的时间特征	14
四、行业比较及配置建议	15
风险提示	16

图表目录

图表 1: 2016-2024Q3, A 股营业收入同比增长率 (%)	4
图表 2: 2016-2024Q3, A 股归母净利润同比增长率 (%)	4
图表 3: 2021-2024Q3, A 股板块营业收入同比增长率 (%)	4
图表 4: 2021-2024Q3, A 股板块归母净利润同比增长率 (%)	4
图表 5: 2016-2024Q3, 主要市场板块指数营收同比增长率 (%)	5
图表 6: 2016-2024Q3, 主要宽基指数归母净利润同比增长率 (%)	5
图表 7: 2010-2024Q3, A 股 ROE (%)	5
图表 8: 2010-2024Q3, A 股销售净利率 (%)	5
图表 9: 2010-2024Q3, A 股总资产周转率 (%)	6
图表 10: 2010-2024Q3, A 股权益乘数 (%)	6
图表 11: 申万一级行业三季度营业收入同比和环比表现 (%)	7
图表 12: 申万一级行业三季度归母净利润同比和环比表现 (%)	7
图表 13: 申万一级行业 2024 年三季度和二季度 PB-ROE 对比	8
图表 14: 申万一级行业 PB-ROE 现值与中位数差值 (单位: 倍, %)	9
图表 15: 2019-2024Q3, 非银金融 PB-ROE 分位数变化图 (%)	9
图表 16: 2019-2024Q3, 有色金属 PB-ROE 分位数变化图 (%)	9
图表 17: 2019-2024Q3, 石油石化 PB-ROE 分位数变化图 (%)	10
图表 18: 2019-2024Q3, 煤炭行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)	10
图表 19: 2019-2024Q3, 家用电器行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)	10
图表 20: 2019-2024Q3, 机械设备行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)	10
图表 21: 2019-2024Q3, 通信行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)	11
图表 22: 2019-2024Q3, 公用事业行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)	11
图表 23: 各行业 PB-ROE 中位数 (单位: 倍, %)	12
图表 24: 14 年来银行估值水平和 ROE 较为匹配 (单位: 倍, %)	12
图表 25: 15 年后非银金融估值水平和 ROE 较为匹配 (单位: 倍, %)	12
图表 26: 2014 年来, 公用事业行业 PB 值较为集中, 在 1.5-2.5 倍 (单位: 倍, %)	13
图表 27: 2014 年来, 交通运输行业 PB 值集中在 1.5 倍上下 (单位: 倍, %)	13
图表 28: 2014 年来有色金属行业估值水平变化和 ROE 关联不强 (单位: 倍, %)	13
图表 29: 2014 年来钢铁行业估值水平变化和 ROE 关联不强 (单位: 倍, %)	13
图表 30: 2014 年来煤炭行业估值水平变化和 ROE 关联不强 (单位: 倍, %)	14
图表 31: 2014 年来石油石化行业估值水平变化和 ROE 关联不强 (单位: 倍, %)	14

..... 14

图表 32: 2014 年来食品饮料行业的 ROE 值相对较高且集中 (单位: 倍, %) ..14

图表 33: 2014 年来家用电器行业的 ROE 值相对较高且集中 (单位: 倍, %) ..14

图表 34: 2022 年来, 房地产行业 PB-ROE 下降明显 (单位: 倍, %) 15

图表 35: 2014-2016 年, 通信行业 PB 和 ROE 出现较大增长 (单位: 倍, %) 15

图表 36: 2014-2016 年, 计算机行业 PB 和 ROE 出现较大增长 (单位: 倍, %) 15

图表 37: 2014-2015 年, 传媒行业 PB 和 ROE 出现较大增长 (单位: 倍, %) 15

一、三季度 A 股业绩有何变化？

1.1 A 股板块三季度表现

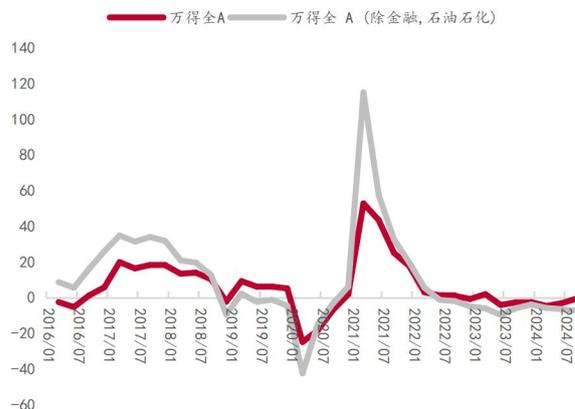
A 股出现分化,金融行业贡献主要利润,其余行业业绩下行。全 A 股 2024Q3 营收同比增速为-0.91%,较二季度下降 0.32 个百分点,归母净利润同比增速为-0.52%,较二季度上涨 2.58 个百分点;全 A 非金融石油石化 2024Q3 营收同比增速为-1.59%,较二季度降低 0.65 个百分点,归母净利润同比增速为-7.42%,较二季度下降 0.99 个百分点。

图表 1: 2016-2024Q3, A 股营业收入同比增长率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 2016-2024Q3, A 股归母净利润同比增长率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

分板块看,主板表现改善。主板 2024Q3 营收同比增速为-1.28%,较二季度下降 0.32 个百分点,归母净利润同比增速为 1.70%,较二季度上涨 3.33 个百分点;创业板指 2024Q3 营收同比增速为-1.16%,较二季度降低 0.75 个百分点,归母净利润同比增速为 2.13%,较二季度下降 4.61 个百分点;科创 50 指数 2024Q3 营收同比增速为-4.47%,较二季度降低 5.03 个百分点,归母净利润同比增速为-48.89%,较二季度下降 0.26 个百分点。

图表 3: 2021-2024Q3, A 股板块营业收入同比增长率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 2021-2024Q3, A 股板块归母净利润同比增长率 (%)

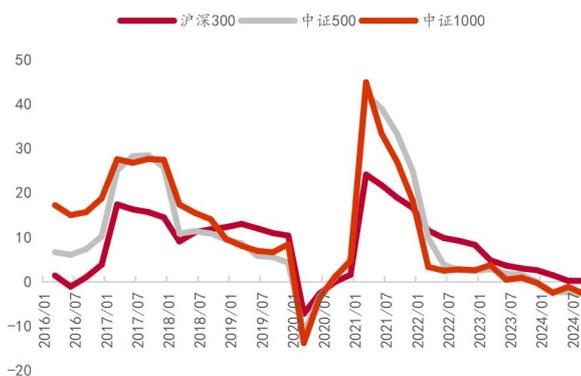


来源: WIND, 中泰证券研究所

分市值看,大盘股占优。以沪深 300 为代表的大盘股 2024Q3 营收同比增长 0.22%,较二季度上升 0.01 个百分点,归母净利润同比增长率 1.86%,

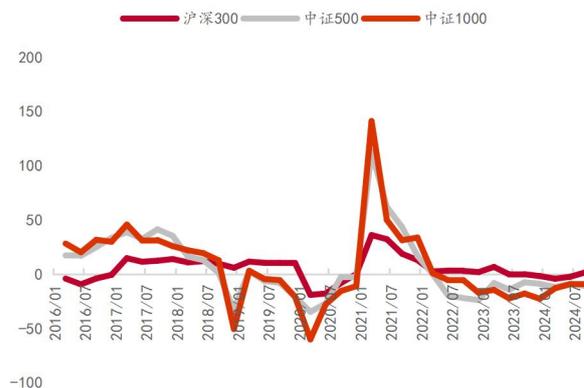
相较二季度增长 4.1 个百分点；以中证 500 为代表的中盘股 2024Q3 营收同比增长-2.95%，较二季度下降 0.65 个百分点，归母净利润同比增长-10.90%，相较二季度下降 2.24 个百分点；以中证 1000 为代表的小盘股 2024Q3 营收同比增长-2.7%，较二季度下降 1.54 个百分点，归母净利润同比增长-9.66%，相较二季度下降 0.59 个百分点；

图表 5: 2016-2024Q3, 主要市场板块指数营收同比增长率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 2016-2024Q3, 主要宽基指数归母净利润同比增长率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

1.2 A 股板块 ROE 表现

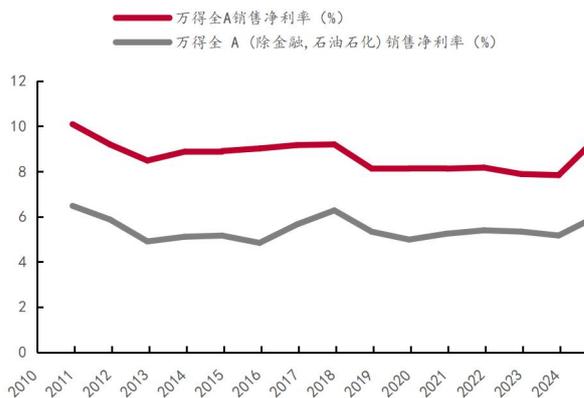
全 A 股在 2024Q3 ROE (TTM) 为 8.14%，较二季度上升 0.12 个百分点；全 A 非金融石油石化 2024Q3 ROE (TTM) 为 7.15%，较二季度下降 0.13 个百分点。从杜邦分析上看，A 股除金融石油石化 ROE 下降主要受到总资产周转率影响。

图表 7: 2010-2024Q3, A 股 ROE (%)



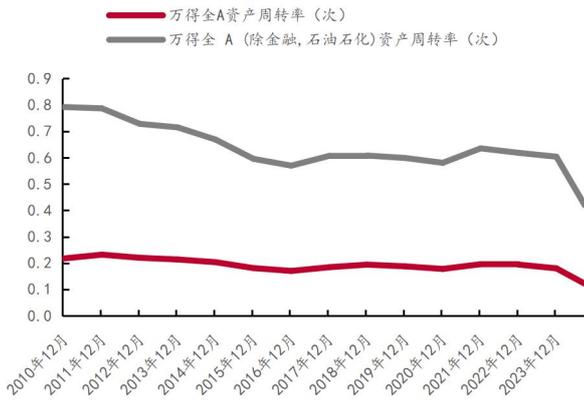
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 8: 2010-2024Q3, A 股销售净利率 (%)



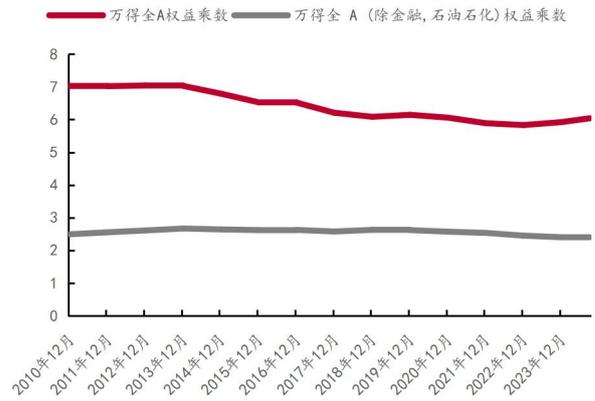
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 9: 2010-2024Q3, A 股总资产周转率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 10: 2010-2024Q3, A 股权益乘数 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

1.3 申万一级行业三季度表现

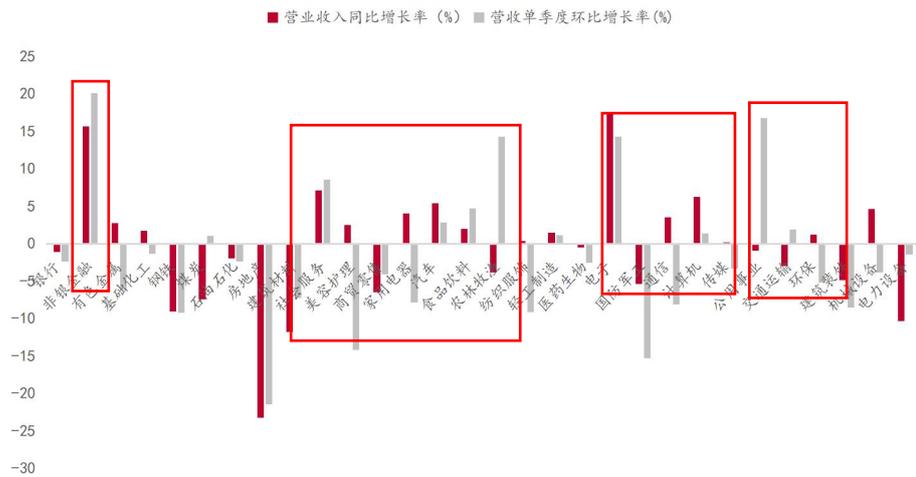
随着国内“一揽子”调节政策的落地，金融行业和地产行业出现一定改善。经历了多轮严监管防风险的调整后，随降准、“并购六条”、互换便利和股票回购增持专项贷款等促进政策的逐步落地，金融行业迎来回升。2024年三季度非银金融营收同比增长率达 15.7%，归母净利润同比增长 41.2%；地产板块在政策刺激下同比表现相对较差，营收同比下降 23.2%，归母净利润同比下降 148.3%，但从环比来看，房地产行业归母净利润环比上升 19.5%，业绩改善。

上游资源品行业表现依旧处于底部区间。有色金属受益于国际地缘政治不稳定，营收同比上升 2.8%，但归母净利润同比下降 0.84%，营收和归母净利润环比数据下降 6.14%和 15.3%，煤炭行业营收出现一定改善，营收环比上升 1.1%，归母净利润环比上升 3.3%，随着冬季供暖需求的提升和政策利好的叠加，煤炭行业利润中枢或进一步抬升。

中游制造和下游消费受“以旧换新”、国产替代、制造业扩张和消费补贴等影响，同比增幅较大。消费板块中家用电器和汽车、科技类板块中电子和计算机、制造业板块中的机械设备行业营收同比增长，依次为 4.1%、5.4%、17.4%、6.3%和 4.6%，但从环比数据看，消费板块的汽车和家用电器行业、制造业板块中的机械设备行业营收和归母净利润增速都出现环比下降，或许表明当下市场消费动力出现一定不足。

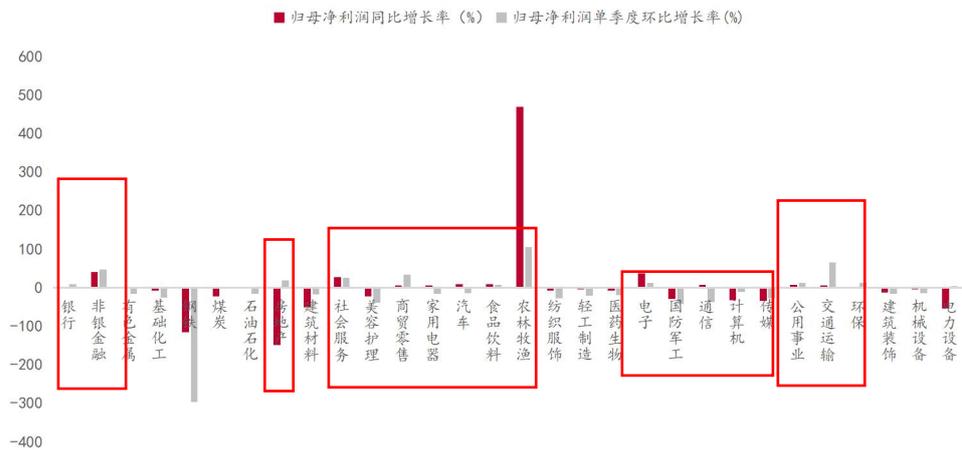
随着政策对上市公司监管的进一步加强、对中长期投资的提倡、国有企业和财政改革的推进，稳健类资产以国有企业占比高、红利高、逐步市场化等特征受益。公用事业行业和交通运输行业营收环比出现改善，第三季度营收环比增长 16.8%和 1.9%，归母净利润环比增长 13.3%和 65.7%。

图表 11: 申万一级行业三季度营业收入同比和环比表现 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 12: 申万一级行业三季度归母净利润同比和环比表现 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

二、PB-ROE 视角下三季报有何新趋势?

以 PB-ROE 视角进行可投资资产识别需要重点关注历年来 PB 和 ROE 的相对位置和其匹配情况, 识别出相对便宜的资产。以此思想为基础, 需要注意三个类型的 PB-ROE 关系:

1) **PB、ROE 均处于低位或均处于高位时, 行业可投资价值低。**当 PB 和 ROE 相对匹配时, 获利空间小。同时, PB 和 ROE 均处于历史分位数高位时, 存在购买价格较高且业绩增长困难的情况, 其投资性价相对均处于低位的资产更低。可以适当关注 PB、ROE 均处于低位的资产的改善情况。

2) **PB 迅速增长并达到最大值, 但 ROE 未有增长, 行业可能存在泡沫化。**需要警惕投高估值陷阱, 后续容易出现估值巨幅下滑等情况从而带来损失。

3) **ROE 有所改善但 PB 未有增长, 存在一定估值修复可能, 是价格相对价值偏低的可投资资产。**此类资产符合资产价格相对资产价值较低的 PB-ROE 投资理念, 能够以较低的价格购买到具有增值空间的资产。

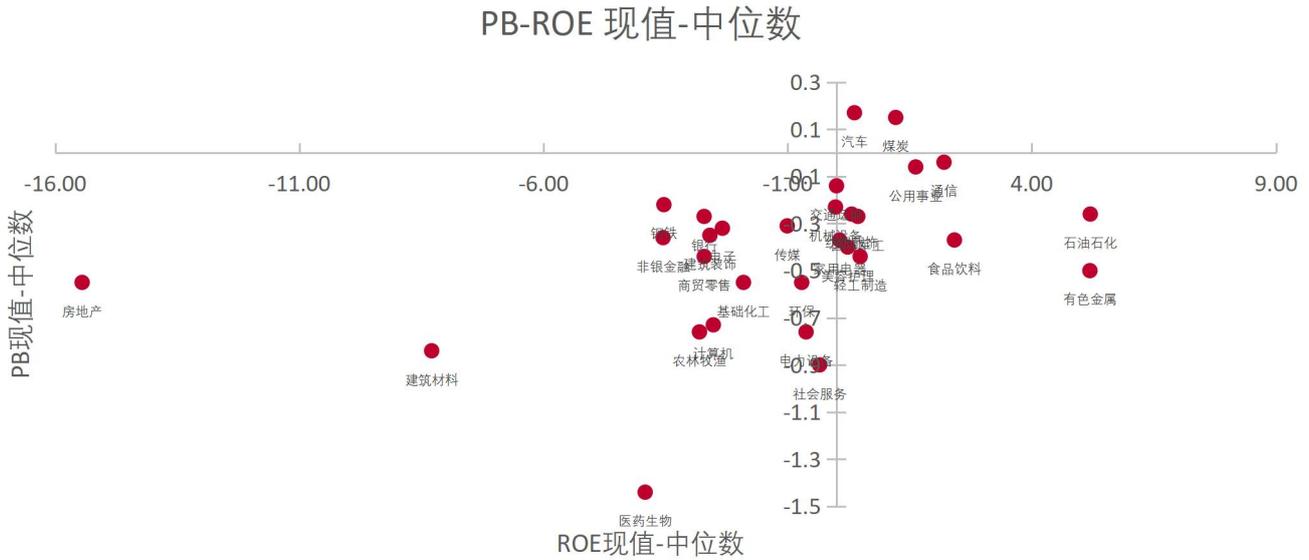
整体看，申万一级行业的PB分位数相较ROE分位数偏低。ROE方面，仅房地产行业在三季度ROE为负值，ROE分位数上，申万一级行业中大部分行业ROE分位数依旧下行。PB值上，集中在1-2倍之间，PB分位数上，12个行业PB分位数在2024年二季度达到2014年来的最低值。随着国内利好政策的释放，三季度，所有申万一级行业PB估值相较二季度均有所提升。根据PB-ROE现值和中位数差值，多数行业处于历史较低位置。

图表 13: 申万一级行业 2024 年三季度和二季度 PB-ROE 对比

行业	ROE-净资产收益率 (%)		PB (倍)		ROE分位数 (%)			PB分位数 (%)				
	2024/9/30	2024/6/30	2024/9/30	2024/6/30	2024/9/30	2024/6/30	较上一季度变动	2024/9/30	2024/6/30	较上一季度变动		
周期	金融	银行	9.30	9.31	0.52	0.49	2.30%	2.40%	-0.10%	19.00%	12.10%	6.90%
		非银金融	9.27	6.70	1.33	0.94	28.50%	4.80%	23.70%	23.80%	0.00%	23.80%
	全球定价资源	有色金属	10.57	10.26	2.24	2.02	76.10%	75.60%	0.50%	30.90%	7.30%	23.60%
		国内定价资源	基础化工	6.30	6.32	1.85	1.62	26.10%	26.80%	-0.70%	16.60%	2.40%
	钢铁		0.34	2.43	0.95	0.82	14.20%	34.10%	-19.90%	28.50%	7.30%	21.20%
	能源	煤炭	12.12	12.63	1.50	1.45	69.00%	70.70%	-1.70%	69.00%	65.80%	3.20%
		石油石化	10.86	11.37	1.32	1.28	76.10%	92.60%	-16.50%	23.80%	17.00%	6.80%
	地产	房地产	-3.83	-3.62	0.78	0.58	4.70%	4.80%	-0.10%	7.10%	0.00%	7.10%
		建筑材料	2.79	3.05	1.15	1.02	0.00%	0.00%	0.00%	4.70%	0.00%	4.70%
	消费	服务消费	社会服务	7.67	7.01	2.86	2.27	54.70%	48.70%	6.00%	7.10%	0.00%
美容护理			7.79	9.67	3.51	2.97	19.00%	63.40%	-44.40%	26.10%	12.10%	14.00%
商贸零售			2.97	2.24	1.56	1.23	33.30%	24.30%	9.00%	26.10%	0.00%	26.10%
实物消费		家用电器	16.10	17.09	2.66	2.28	21.40%	51.20%	-29.80%	35.70%	4.80%	30.90%
		汽车	8.09	8.46	2.35	1.97	50.00%	53.60%	-3.60%	59.50%	26.80%	32.70%
可选消费		食品饮料	21.89	22.35	5.04	3.99	97.60%	100.00%	-2.40%	35.70%	14.60%	21.10%
必选消费		农林牧渔	7.05	2.99	2.60	2.38	57.10%	19.50%	37.60%	7.10%	0.00%	7.10%
		纺织服饰	7.94	8.24	1.62	1.43	52.30%	56.00%	-3.70%	4.70%	0.00%	4.70%
		轻工制造	6.55	7.14	1.65	1.44	47.60%	56.00%	-8.40%	9.50%	0.00%	9.50%
医药生物		7.06	7.07	2.70	2.27	2.30%	2.40%	-0.10%	7.10%	0.00%	7.10%	
成长	硬科技	电子	5.62	4.93	3.11	2.72	19.00%	7.30%	11.70%	33.30%	19.50%	13.80%
		国防军工	3.26	3.80	2.97	2.59	45.20%	65.80%	-20.60%	38.00%	19.50%	18.50%
		通信	8.86	8.58	2.58	2.27	100.00%	95.10%	4.90%	45.20%	26.80%	18.40%
	软科技	计算机	2.39	2.37	3.27	2.57	9.50%	7.30%	2.20%	16.60%	2.40%	14.20%
传媒	3.77	4.40	2.30	1.84	38.00%	41.40%	-3.40%	26.10%	4.80%	21.30%		
稳健类	公用事业	8.98	9.25	1.64	1.59	66.60%	70.70%	-4.10%	38.00%	31.70%	6.30%	
	交通运输	7.87	7.96	1.40	1.23	45.20%	48.70%	-3.50%	23.80%	0.00%	23.80%	
	环保	5.51	5.49	1.37	1.22	9.50%	7.30%	2.20%	7.10%	0.00%	7.10%	
	建筑装饰	7.37	7.66	0.75	0.69	0.00%	0.00%	0.00%	4.70%	0.00%	4.70%	
出口链	制造业扩张周期	机械设备	6.48	6.46	2.22	1.94	50.00%	46.30%	3.70%	33.30%	7.30%	26.00%
		电力设备	5.03	6.53	2.46	1.94	14.20%	31.70%	-17.50%	26.10%	4.80%	21.30%

来源: WIND, 中泰证券研究所
分位数数值取 2014 年来的季度数据计算

图表 14: 申万一级行业 PB-ROE 现值与中位数差值 (单位: 倍, %)

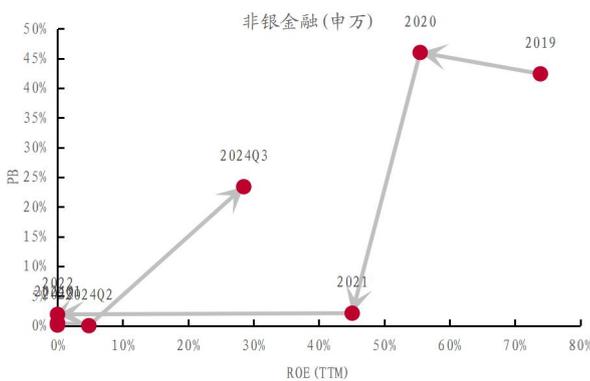


来源: WIND, 中泰证券研究所
注: 分位数取值 2014 年来的季度数据计算

具体来看, 金融和地产业中, 非银金融业 2021 年后的 PB-ROE 分位数维持在低位。2024 年二季度开始 ROE 出现改善迹象, 分位数达到 5%, 但 PB 估值仍旧维持在低位, 三季度受国内利好政策的进一步刺激, ROE 分位数改善至 28.5%, 提升了 23.7 个百分点, PB 分位数提升至 23.8%。但从 2014 年来的 PB-ROE 位置看, 非银金融行业 ROE 和 PB 都仍旧处于历年来的较低值, 仍有改善空间。

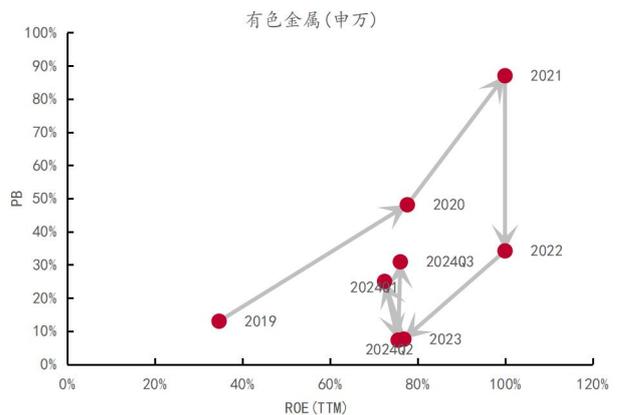
上游资源品中, 有色行业近年来的 ROE 值维持在较高位置且变化不大, PB 分位数则具有较大波动。三季度有色金属行业 ROE 分位数较二季度变化不大, 但 PB 分位数改善明显, 市场对有色金属信心进一步增强, PB 估值来到一个较为合理的区间。

图表 15: 2019-2024Q3, 非银金融 PB-ROE 分位数变化图 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所
注: 分位数取 2014 年后的数据计算

图表 16: 2019-2024Q3, 有色金属 PB-ROE 分位数变化图 (%)

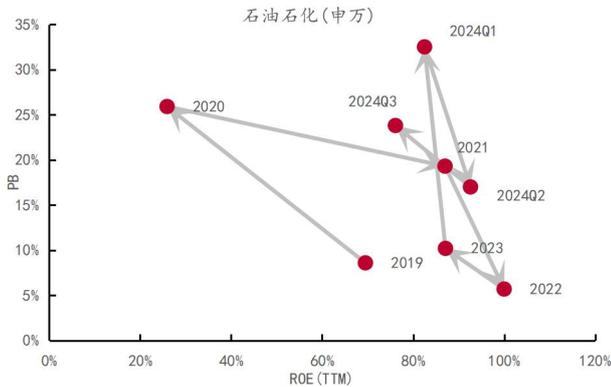


来源: WIND, 中泰证券研究所

能源板块 ROE 分位数普遍下行, 但依旧维持在中上水平, PB 分位数较低。石油石化行业三季度 ROE 分位数为 76.1%, 下降 16.5 个百分点, PB 分位数增长 7 个百分点。市场对二季度业绩的反应在三季度有所体现, 估值有所修复, 但就近年数据看, 仍未达到合理区间。

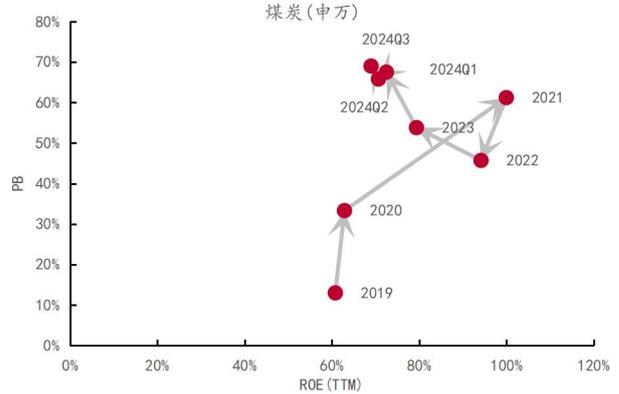
煤炭行业近年三个季度的PB和ROE分位数变化都较小，三季度较二季度PB分位数上升3个百分点，ROE分位数下降2个百分点，整体而言变化不大，从19年来的分位数情况看，目前已经达到估值的较高点，但随着四季度对能源需求的提升，业绩有望进一步增长。

图表 17: 2019-2024Q3, 石油石化 PB-ROE 分位数变化图 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所
注: 分位数取 2014 年后的数据计算

图表 18: 2019-2024Q3, 煤炭行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)

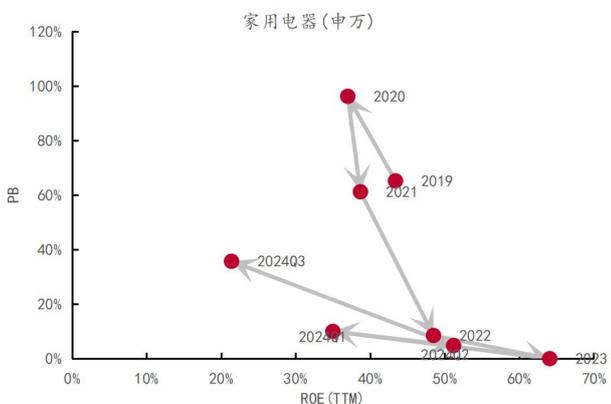


来源: WIND, 中泰证券研究所

消费类行业 ROE 改善最为明显的是农林牧渔行业，其三季度 ROE 分位数达到 57.1%，提升了 37.6 个百分点。其余居民占主导的消费行业，如家用电器随着国家家电补贴、以旧换新等政策的出台，市场积极情绪偏多，估值分位数改善明显，2024Q3 增长 31 个百分点，但 ROE 分位数水平下降 30 个百分点。从历年情况看，二季度家用电器行业的 ROE 分位数并不处于历史较高位置，或说明居民消费不及预期。

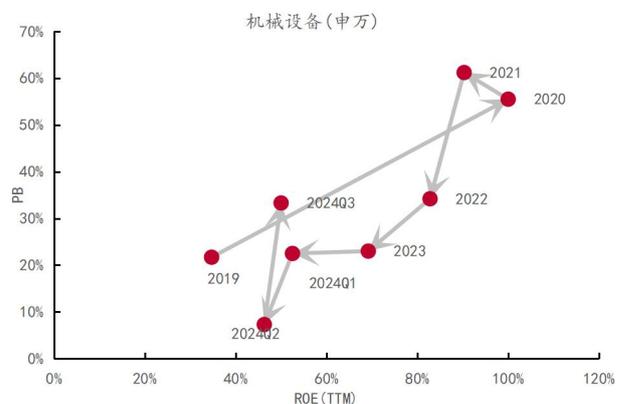
相较而言，制造业升级改造带来的业绩增长更大。二季度，机械设备行业 PB 分位数达到 7%，处于历史较低位置，伴随机械设备更新、下游消费促进政策等的落实，三季度机械设备行业估值明显改善，增长了 26 个百分点，同时 ROE 分位数水平也提升了 4 个百分点。目前处于较为合理的 PB-ROE 区间，若后续政策进一步释放，估值和盈利水平仍有提升空间。

图表 19: 2019-2024Q3, 家用电器行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所
注: 分位数取 2014 年后的数据计算

图表 20: 2019-2024Q3, 机械设备行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)

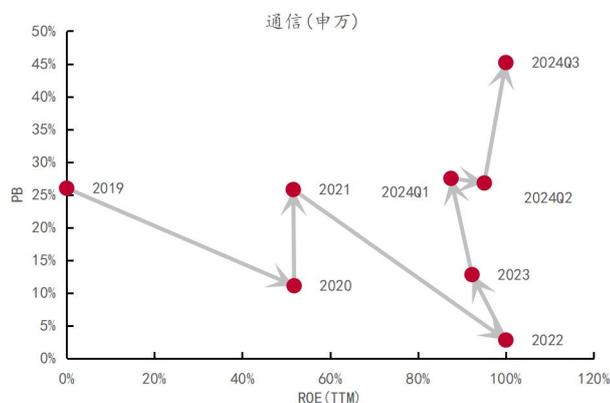


来源: WIND, 中泰证券研究所

科技类行业中，三季度通信行业 ROE 分位数为 100%、PB 分位数仅为 45%，差距较大。2019 年至今通信行业的 ROE 分位数持续改善，2022 年后受 AI 产业影响维持在较高分位数，PB 分位数则有所波动，在今年三季度达到 2014 年来最高值。一方面，通信行业的 PB 分位数仍处在历史中部位置，相较 ROE 分位数位置较低，另一方面，AI 的快速发展带来的需求或将进一步增长，行业景气度或进一步上升。

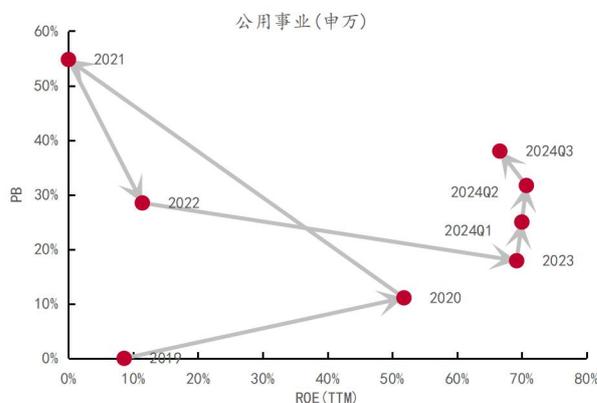
稳健类资产中，三季度公用事业行业 ROE 值分位数为 67%，较二季度下降 4 个百分点，估值分位数为 38%，较二季度上升 6 个百分点。ROE 分位数整体维持在较高分位数。随着红利资产和稳健类资产受到市场关注，公用事业行业估值有所提升。随着国有企业改革的深化和财政政策下公共事业的进一步市场化，公用事业行业现金流和盈利有望进一步提升，市场估值有望进一步改善。

图表 21：2019-2024Q3，通信行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所
注：分位数取 2014 年后的数据计算

图表 22：2019-2024Q3，公用事业行业 PB-ROE 分位数变化图 (%)

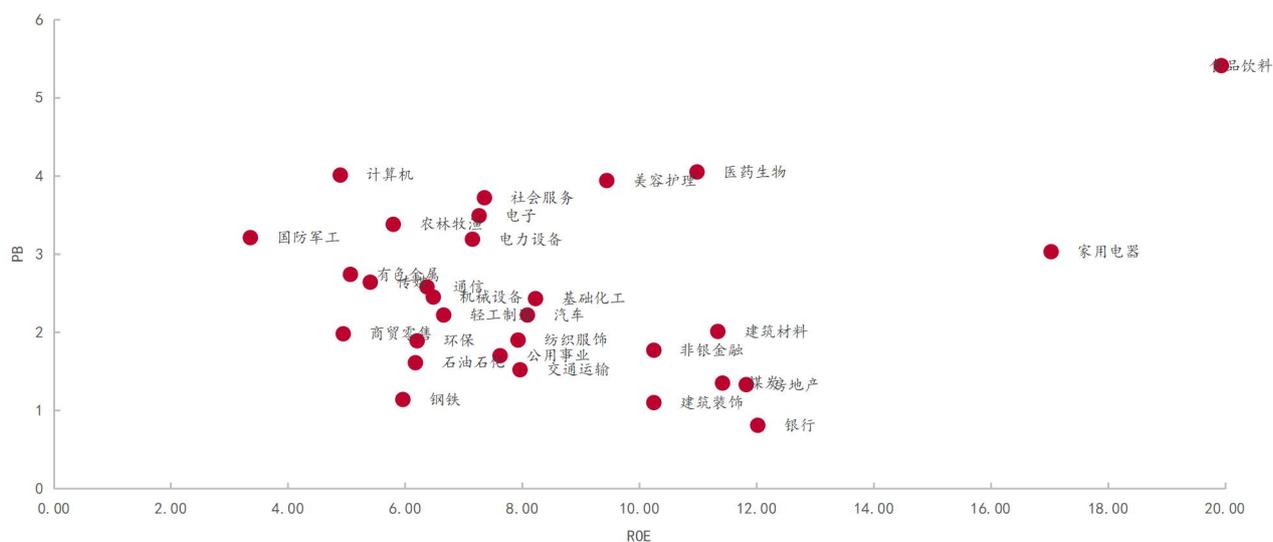


来源：WIND，中泰证券研究所

三、PB-ROE 视角下大类行业特征

不同类别行业 PB-ROE 散点图呈现出不同特点。目前，申万一级行业的 ROE 值中位数集中在 4%-12%，PB 中位数在 1 倍-4 倍之间。房地产及相关行业、家用电器以及金融行业 ROE 中位数相对较高，但市场估值 PB 相对其他行业较低。医药生物和食品饮料行业的 PB 和 ROE 值均相对较高。

图表 23: 各行业 PB-ROE 中位数 (单位: 倍, %)



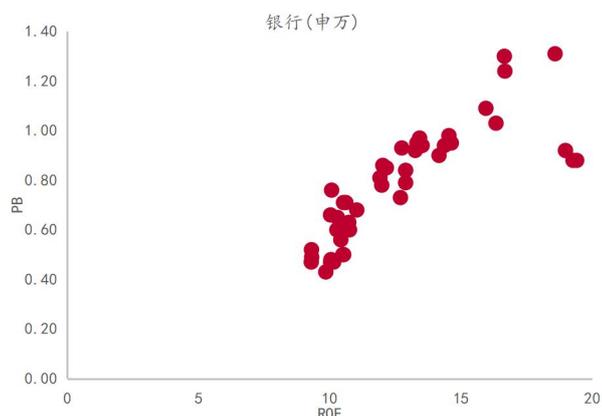
来源: WIND, 中泰证券研究所

分具体行业看, 每个行业的 PB-ROE 呈现出不同特点。

2.1 呈正相关关系

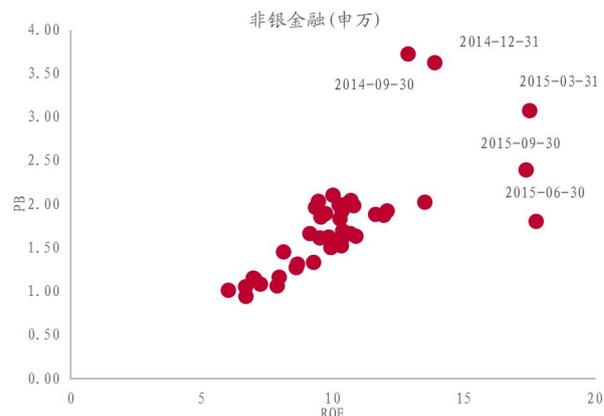
金融行业中银行业、非金融行业的 PB-ROE 散点图呈明显的正相关关系, 变动关系较为清晰。或说明市场对金融行业 ROE 变化较为敏锐。

图表 24: 14 年来银行估值水平和 ROE 较为匹配 (单位: 倍, %)



来源: WIND, 中泰证券研究所

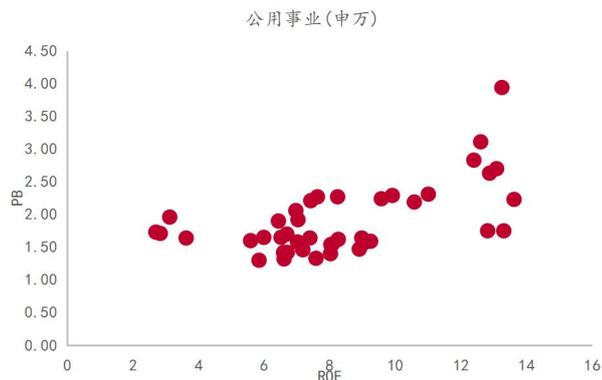
图表 25: 15 年后非银金融估值水平和 ROE 较为匹配 (单位: 倍, %)



来源: WIND, 中泰证券研究所

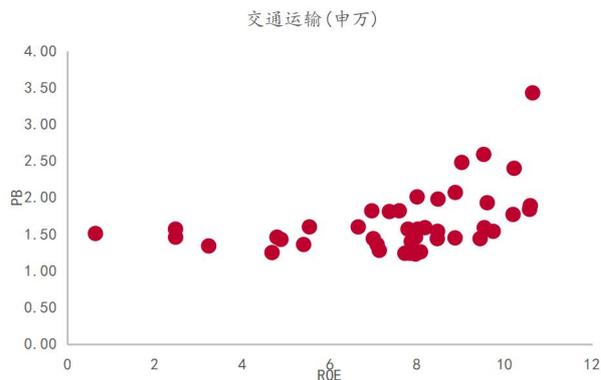
稳健板块中公用事业和交通运输行业的 PB-ROE 图像也呈现一定的相关关系, 但不如金融行业明显。

图表 26: 2014 年来, 公用事业行业 PB 值较为集中, 在 1.5-2.5 倍 (单位: 倍, %)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 27: 2014 年来, 交通运输行业 PB 值集中在 1.5 倍上下 (单位: 倍, %)

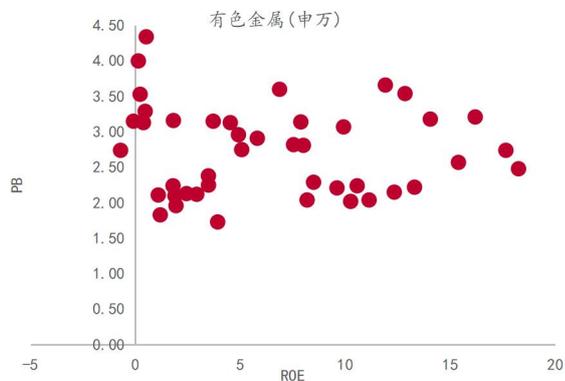


来源: WIND, 中泰证券研究所

2.2 相关性不明显

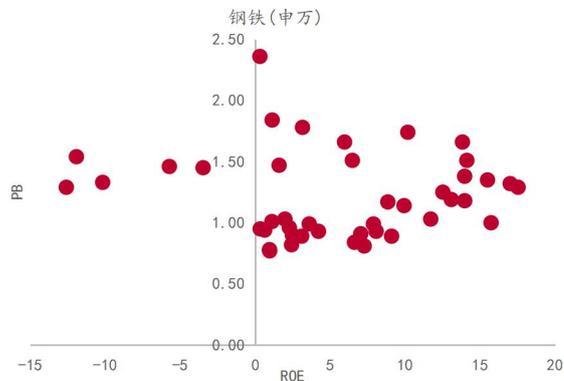
有色金属、钢铁等金属类和煤炭、石油石化等能源类的 PB-ROE 关系不明显, PB 值较为集中, 随 ROE 变化不明显。

图表 28: 2014 年来有色金属行业估值水平变化和 ROE 关联不强 (单位: 倍, %)

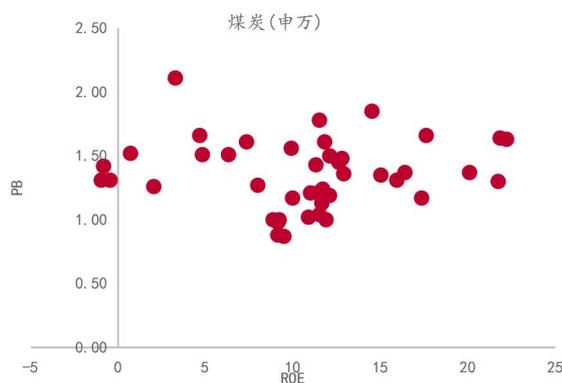


来源: WIND, 中泰证券研究所

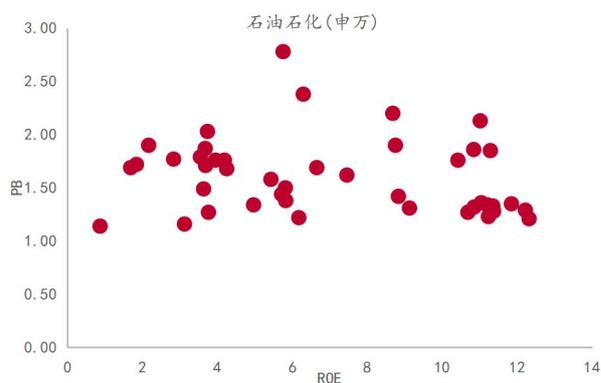
图表 29: 2014 年来钢铁行业估值水平变化和 ROE 关联不强 (单位: 倍, %)



来源: WIND, 中泰证券研究所

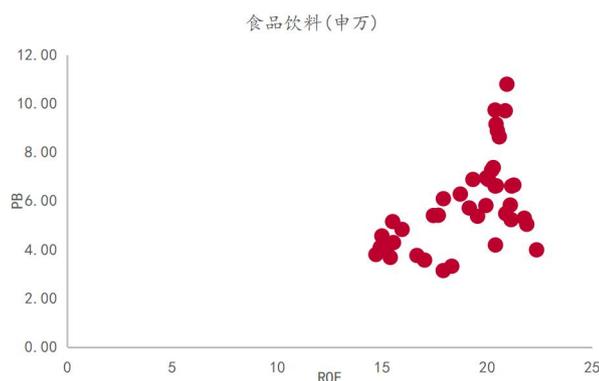
图表 30：2014 年来煤炭行业估值水平变化和 ROE 关联不强（单位：倍，%）


来源：WIND，中泰证券研究所

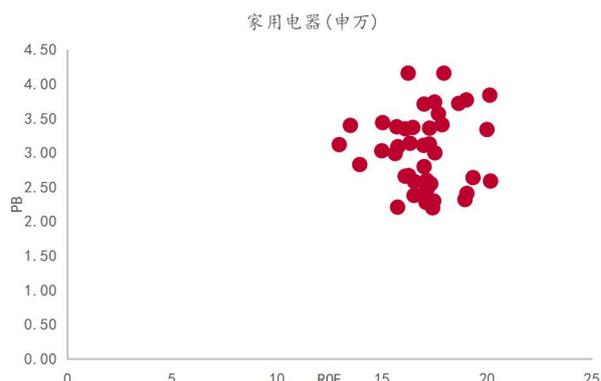
图表 31：2014 年来石油石化行业估值水平变化和 ROE 关联不强（单位：倍，%）


来源：WIND，中泰证券研究所

消费板块中的食品饮料和家用电器行业，ROE 相对其他行业较高且集中。

图表 32：2014 年来食品饮料行业的 ROE 值相对较高且集中（单位：倍，%）


来源：WIND，中泰证券研究所

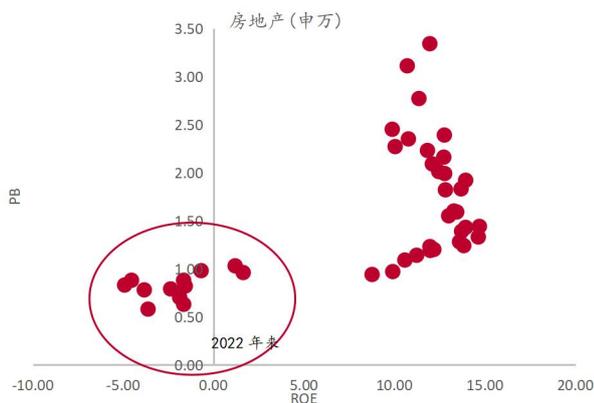
图表 33：2014 年来家用电器行业的 ROE 值相对较高且集中（单位：倍，%）


来源：WIND，中泰证券研究所

2.3 具有一定的时间特征

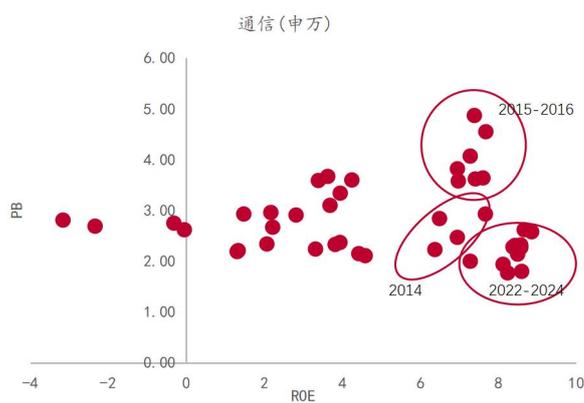
在某段时间 PB-ROE 显著高于或低于其余时间段。如房地产、通信、计算机和传媒行业等。

图表 34: 2022 年来, 房地产行业 PB-ROE 下降明显 (单位: 倍, %)



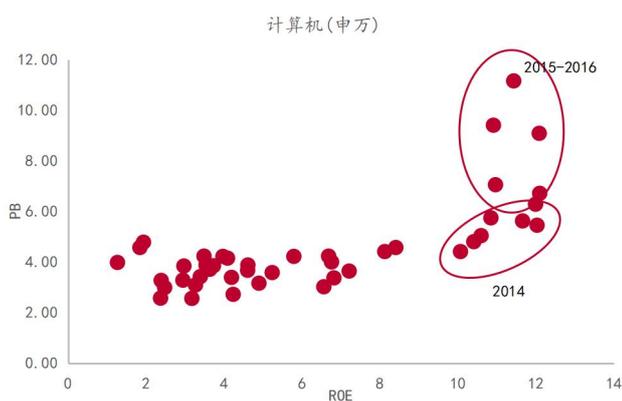
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 35: 2014-2016 年, 通信行业 PB 和 ROE 出现较大增长 (单位: 倍, %)



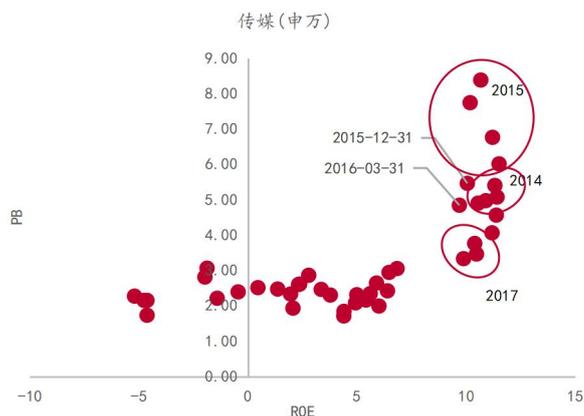
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 36: 2014-2016 年, 计算机行业 PB 和 ROE 出现较大增长 (单位: 倍, %)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 37: 2014-2015 年, 传媒行业 PB 和 ROE 出现较大增长 (单位: 倍, %)



来源: WIND, 中泰证券研究所

四、行业比较及配置建议

根据三季度行业盈利表现和 PB-ROE 分析, 三季度后:

(1) 非银金融板块仍具有利润增长可能。随着金融政策“组合拳”的逐步发力、对并购重组的支持, 非银金融板块或将进一步延续三季度增长。

(2) 上游资源品板块中, 有色金属盈利改善, 随着美国大选的尘埃落定, 新政策或将给黄金带来价格上涨可能。

(3) 在制造业和消费板块的政策支持下, 三季度制造业升级改造带来的机械设备等行业的营收增长强于鼓励“以旧换新”等政策带来的居民消费, 或说明居民消费相对疲软。但整体而言, 政策上促进消费的主体思路改变可能不大, 叠加年底消费促销活动等带来的热度, 居民消费或抬升。

(4) 随着美国大选落地, 出口链将迎来一定波动, 机械设备行业相对居民为主导的消费行业较好。

(5) 科技板块中，电子行业利润有所改善，市场对科技板块估值整体偏低，存在改善空间。

(6) 稳健板块随着国家财政支持政策的出台，三季度相对其他板块而言表现较好，在未来财政政策方向预期不变的情况下，公用事业和交通运输行业估值或将进一步上涨。

风险提示

- 宏观经济不及预期，政策不及预期，产业政策落地不及预期，全球流动性超预期收紧，AI 技术突破进展不及预期，房地产超预期下行，市场情绪不稳定的风险，研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。