

育新机，开新局

——2020年下半年市场策略报告

日期：2020年06月08日

投资要点：

- **上半年市场走势主要受疫情影响。**今年上半年，A股指数因新冠疫情和美元流动性危机在一季度出现大幅波动。二季度美元流动性危机消退，国内疫情防控取得显著成果，复工复产力度不断加大，市场风险偏好进入修复通道，A股二季度也进入震荡上行趋势。
- **行业景气度已步入修复轨道。**下游消费情绪二季度进一步回暖，行业景气度普遍环比回升。中游行业受益于内地复工复产的持续推进，3月以来相关业绩指标环比均为正增长。上游行业景气度修复时点较晚，随着海外主要经济体疫情5月开始逐步改善，供需结构改善，上游行业开始进入价格修复阶段。
- **流动性保持宽松态势。**1-4月新增社融相比去年同期增加3.9万亿，截至4月末，M2同比增长11.1%，增速创2017年以来新高，M1同比增长5.5%增速创2018年7月以来新高。融资融券余额截至5月底为1.08万亿元，北上资金累计净流入1.06亿元，规模均稳步提升。
- **政策加大改革开放力度，激发经济增长活力。**今年政府工作报告中去除了GDP的数字指标，对CPI、新增就业和登记失业率的要求有所放松，货币和财政政策力度要求较去年显著提升。为了做好“六保”和“六稳”，实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变，同时利用有效投资的扩大重点支持加强新型基础设施建设和推进新型城镇化。
- **投资建议：**下半年随着内需消费和投资恢复正增长，经济会逐季好转，我们看好市场的继续上行。行业配置继续聚焦科技、消费和投资三条主线：一是科技成长仍然是最重要的赛道，尤其是国产化需求大幅提升，关注5G、芯片半导体、新能源车、消费电子、操作系统、人工智能等；二是消费仍然是下半年必配的重要赛道，关注可选消费、消费服务类行业的估值修复；三是关注与投资相关联的基建、地产、老旧小区改造产业链，包括水泥、涂料、防水、电梯、家居家电等。
- **风险因素：**经济恢复低于预期，海外疫情不能有效控制风险等。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：18621750958

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

目录

1、上半年市场表现.....	4
1.1 海外主要市场表现.....	4
1.2 国内市场表现.....	5
1.3 债券收益率、LPR 走势	9
1.4 石油价格走势.....	9
1.5 黄金价格走势.....	10
1.6 疫情主要变化.....	11
1.7 疫情对于经济影响.....	13
2、行业景气度不断修复.....	14
2.1 一级行业表现.....	14
2.2 二级行业表现.....	15
2.3 上、中、下游行业景气度.....	22
3、流动性保持宽松.....	27
3.1 上半年信贷、社融表现超预期.....	27
3.2 两融稳定增长.....	28
3.3 北上资金持续净买入.....	29
4、政策加大改革开放力度，激发经济增长活力	30
4.1 两会政府工作报告.....	30
4.2 加快完善社会主义市场经济的体制的意见.....	31
5、下半年行业配置建议.....	32
5.1 下半年经济表现预期.....	32
5.2 下半年行业配置建议.....	33
6、风险提示.....	33
图表 1：上半年海外主要市场指数走势 (%)	4
图表 2：上半年海外和香港主要股票指数 PE (TTM)	5
图表 3：海外和香港主要股指 PE (TTM) 疫情期间最大回撤.....	5
图表 4：上半年上证综指和深证成指走势	6
图表 5：上半年 A 股主要指数月度涨跌幅 (%)	6
图表 6：2015-2019 年 A 股主要指数涨跌幅 (%)	7
图表 7：上半年上证综指和深证成指 PE (TTM)	7
图表 8：上半年中小板指和创业板指 PE (TTM)	8
图表 9：2010-2020 年上半年 A 股三大指数 PE (TTM) 变化情况	8
图表 10：2010-2019 年下半年 A 股三大指数 PE (TTM) 表现	8
图表 11：上半年 1 年期和 10 年期国债收益率、LPR 贷款利率 (%)	9
图表 12：上半年布伦特和 WTI 原油期货结算价 (美元/桶)	10
图表 13：上半年 COMEX 黄金期货收盘价 (美元/盎司)	10
图表 14：全国新冠肺炎病例统计	11
图表 15：全国现有确诊病例分类	11
图表 16：海外单日新增和 7 日平均新增确诊病例 (万例)	12
图表 17：海外累计确诊和治愈病例 (万例)	12
图表 18：截至 2020 年一季度中国与部分国家 GDP 季同比 (%)	13
图表 19：中美 PMI 走势 (%)	14

图表 20: 上半年申万一级行业指数涨跌幅 (%)	14
图表 21: 申万一级行业月末 PE (TTM)	15
图表 22: 申万二级行业区间涨跌幅 (%)	16
图表 23: 申万二级行业归母净利润同比增速 (%)	18
图表 24: 申万二级行业季末/月末 PE (TTM)	20
图表 25: 社零总额和实物商品网上零售额累计同比 (%)	22
图表 26: 商品房销售面积和房地产开发投资额同比 (%)	22
图表 27: 智能手机出货量和微型电子计算机产量同比 (%)	23
图表 28: 家用电器和音像器材零售额同比 (%)	23
图表 29: 36 大中城市 52 度 500ml 高档白酒平均价格 (元) 和产量当月同比 (%)	23
图表 30: 服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速 (%)	23
图表 31: 乘用车和商用车当月销量同比增速 (%)	24
图表 32: 全球、亚太和中国半导体销售额同比增速 (%)	24
图表 33: 公路客运量和货运量同比增速 (%)	24
图表 34: 铁路客运量和货运量同比增速 (%)	24
图表 35: 民航客运量和货邮运输量同比增速 (%)	25
图表 36: 波罗的海干散货指数	25
图表 37: 挖掘机产量累计同比 (%)	25
图表 38: 铁矿石和螺纹钢期货结算价 (元/吨)	26
图表 39: 动力煤和焦煤期货结算价 (元/吨)	26
图表 40: 玻璃期货结算价 (元/吨)	26
图表 41: 水泥价格指数 (全国)	26
图表 42: 铝和锌期货结算价 (万元/吨)	26
图表 43: 铅和阴极铜期货结算价 (万元/吨)	26
图表 44: 36 城猪肉和牛肉平均零售价 (元/斤)	27
图表 45: 36 城鸡肉和鸡蛋平均零售价 (元/斤)	27
图表 46: CBOT 小麦期货收盘价 (美分/蒲式耳)	27
图表 47: CBOT 稻谷期货收盘价 (美元/英担)	27
图表 48: 上半年社会融资月度规模及增速	28
图表 49: 上半年国内信贷月度规模及增速	28
图表 50: 2019-2020M1、M2 月度增速	28
图表 51: 1-5 月申万一级行业两融净买入金额 (亿元)	28
图表 52: 北上资金月度净流入/流出 (亿元)	29
图表 53: 北上资金 2020 年 Q1 末仓位	30
图表 54: 北上资金 2020 年 Q1 仓位变化	30
图表 55: 2019 年和 2020 年两会主要政策目标对比	31
图表 56: IMF 对世界 GDP 实际增长率的预测	32

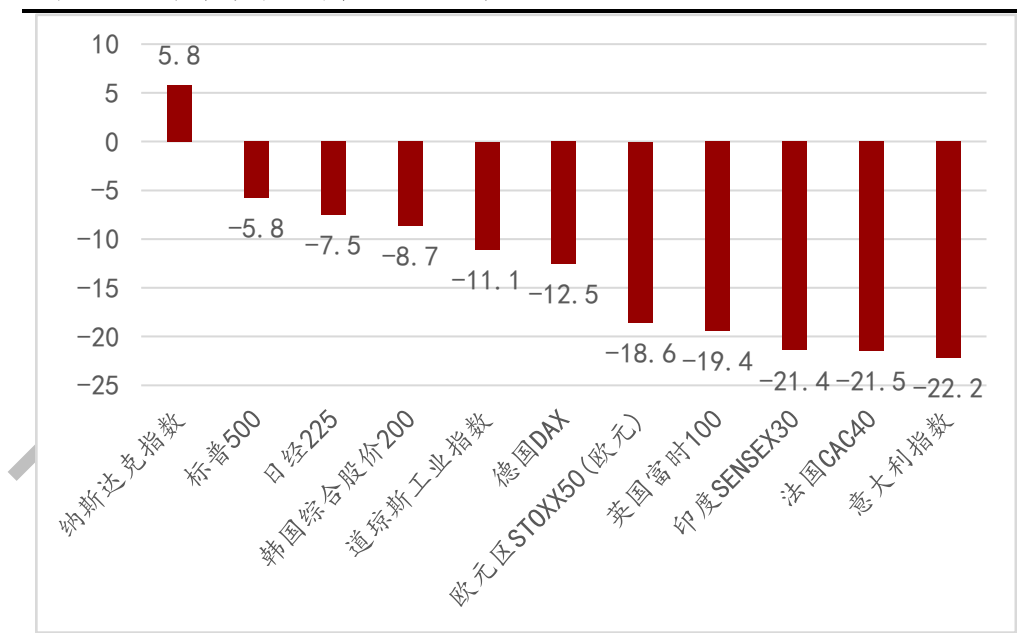
1、上半年市场表现

1.1 海外主要市场表现

1.1.1 海外主要市场表现

上半年受疫情影响，海外市场指数出现大幅波动，叠加一季度末的美元流动性危机和原油价格暴跌，导致海外主要指数较年初普遍下跌。截至5月底，海外主要市场指数除纳斯达克上涨5.8%外，意大利指数、法国CAC40和印度SENSEX30下跌超过-21.0%，欧元区斯托克50、英国富时100下跌超-18.0%，德国DAX跌-12.5%，道指跌-11.1%，韩国综合股价200跌-8.7%，日经225跌-7.5%，标普500跌-5.8%。

图表1：上半年海外主要市场指数走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

1.1.2 海外主要市场估值

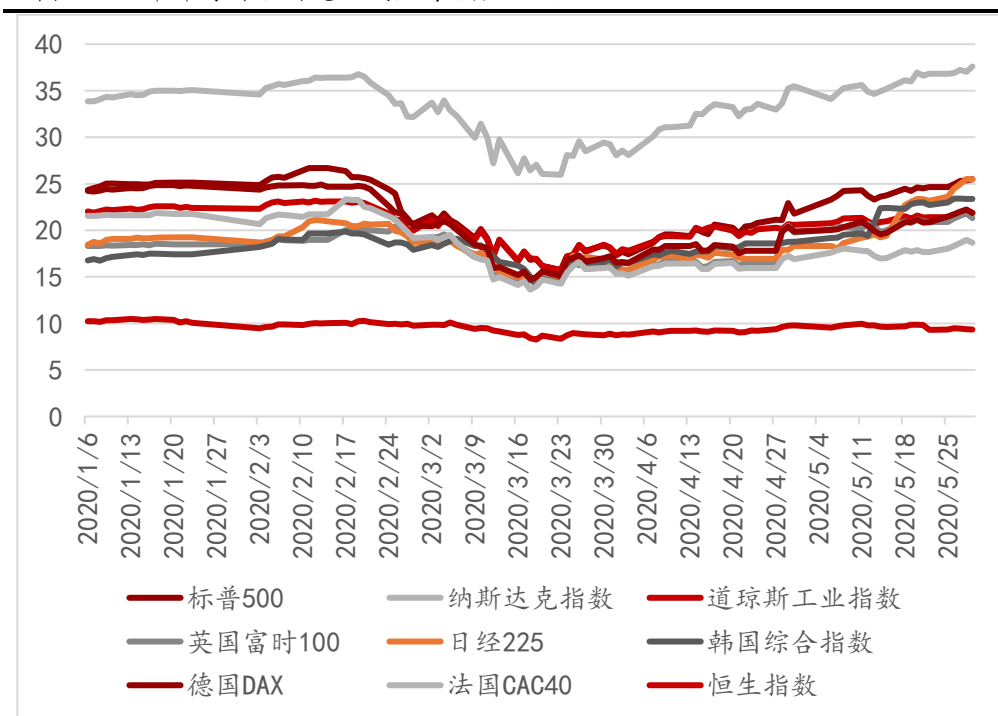
疫情对上半年海外和香港市场整体估值冲击在二月中旬开始显现，指数估值在三月末达到最低点，随后估值得到持续修复至今。截至5月29日当周，美国市场的标普500和纳斯达克、欧洲市场的英国富时100以及亚洲市场的日经225和韩国综合指数估值均收复失地，创年内新高。

从海外和香港主要股指年内PE（TTM）的走势来看，疫情在一月末中国春节前后的流行对当时海外和香港市场估值的影响有限，随着A股在2月3日恢复交易、内地疫情新增确诊病例增速放缓，股指估值恢复上行至二月中下旬并达到短期内新高。

随着二月末海外疫情开始大规模扩散，美国对欧洲关闭航空入境通道，意大利等多个欧洲国家采取全国居家隔离措施，叠加3月美元流动性危机，市场恐慌情绪蔓延至3月末。期间除恒生指数外，各主要股指PE（TTM）较二月高点回撤达30%-40%，进入“技术性熊市”。

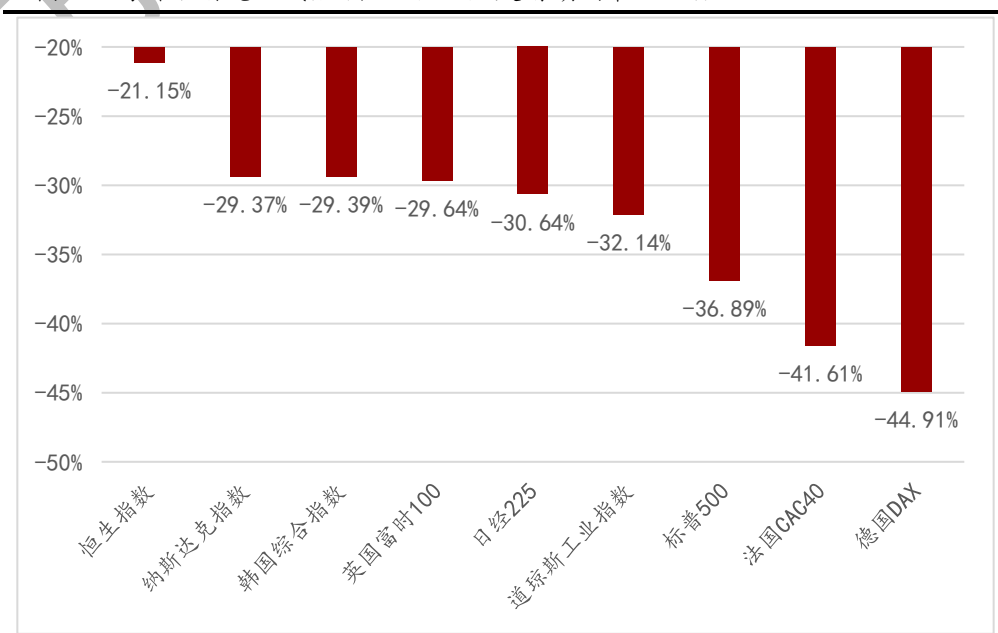
从3月末至今，海外多国疫情防控成效逐步显现，以美国超2万亿美元经济刺激计划为代表的一系列海外政府经济刺激计划陆续通过，各国央行采取增加回购等补充流动性措施，使得市场风险偏好回升，股指估值先于经济景气度和上市公司业绩得到修复，多个海外主要股指在近期创年内PE（TTM）新高，进入“技术性牛市”。

图表2：上半年海外和香港主要股票指数PE (TTM)



资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

图表3：海外和香港主要股指PE (TTM) 疫情期间最大回撤



资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

1.2 国内市场表现

1.2.1 国内市场表现

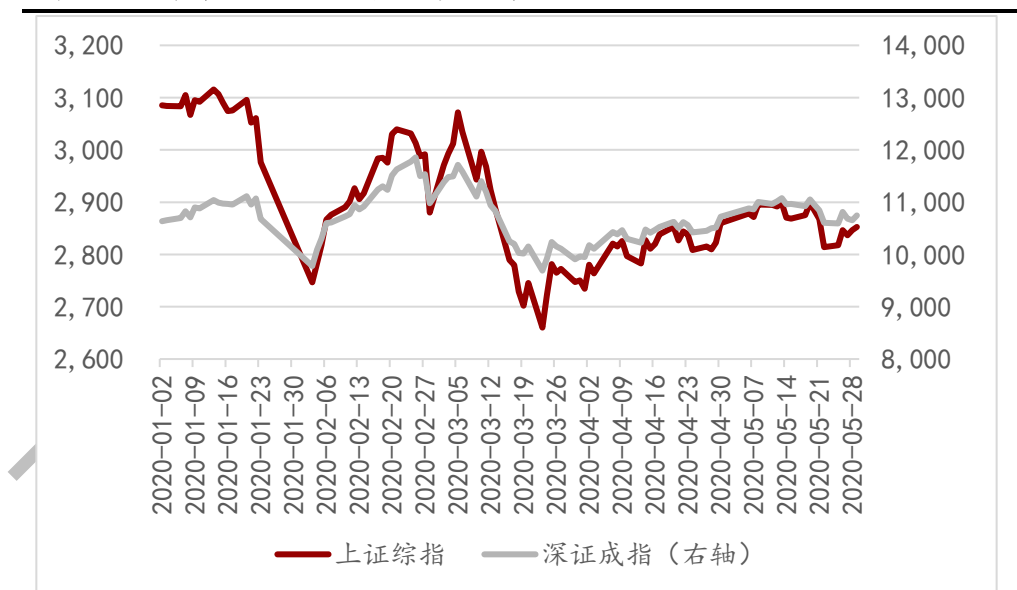
A 股指数今年上半年在 1 月末至 3 月末出现了大幅波动，其中最重要的两个原因是内地疫情形势和美元流动性危机。

A 股在春节假期休市结束后的第一个交易日出现恐慌性暴跌，但是市场流动性保持充

裕，市场风险偏好随着内地疫情新增确诊病例增速放缓而回升，上证综指和深证成指持续回升至3月上旬。随后由于美元流动性危机在3月爆发，外资持续流出，A股无法独善其身，持续下跌至3月下旬。进入二季度，美元流动性危机消退，内地疫情防控取得阶段性成果，复工复产力度得以加大，市场风险偏好进入修复阶段，股指在4月上涨较多。

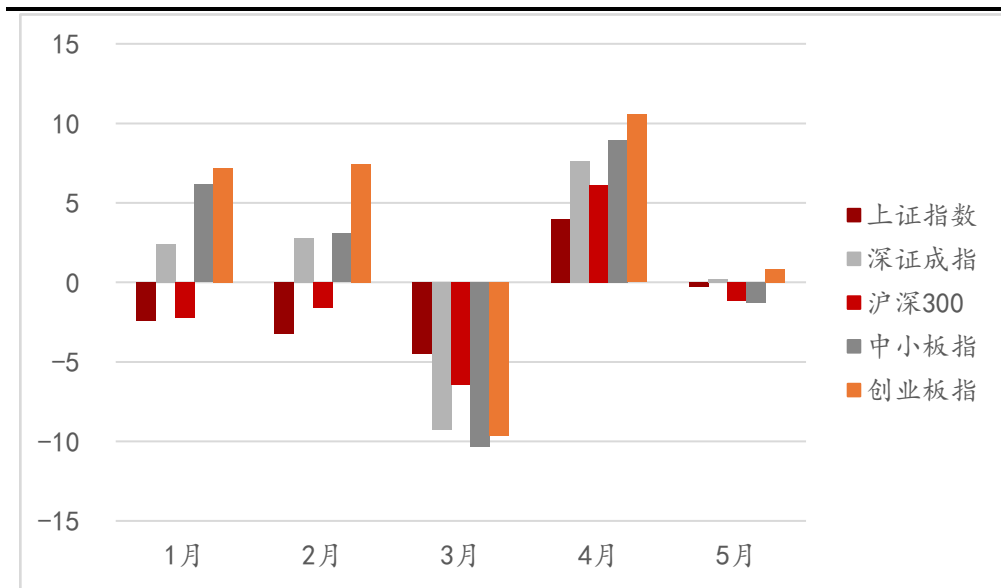
二季度已进入收官阶段，内地疫情在4月初得到基本控制，预计二季度经济指标较一季度环比大幅改善的可能性较高，叠加两会期间公布的相关政策进入落实阶段，宏观调控力度或更积极灵活，即使中美贸易摩擦近期有加剧风险，二季度股指持续修复的逻辑方向有望保持。

图表4：上半年上证综指和深证成指走势



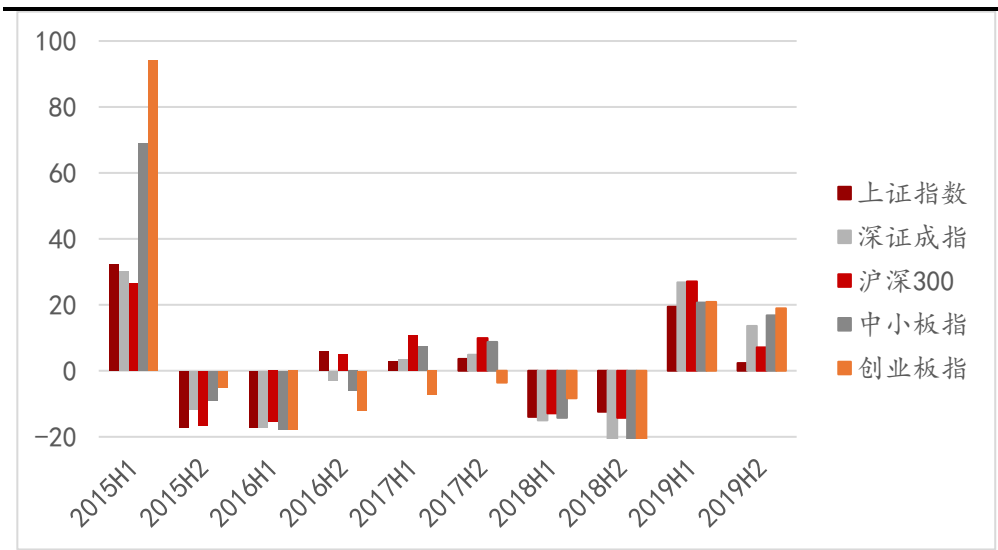
资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

图表5：上半年A股主要指数月度涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

图表6：2015-2019年A股主要指数涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

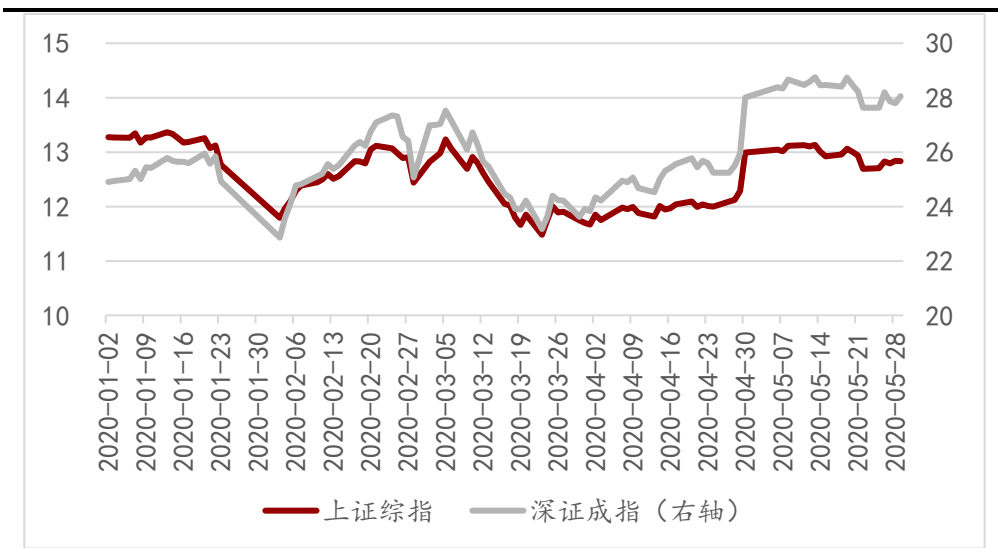
1.2.2 国内市场估值

上半年国内市场估值表现以4月末上市公司集中披露2019年年报和2020年一季报为分界线分析。

在今年年初至4月末，大部分时间内，国内市场整体估值走势类似海外，受到疫情消息面和美元流动性危机的冲击较为明显，但有两个比较大的区别：一是由于内地春节假期延长，市场避险情绪累积，在A股2月3日当周先跌后涨波动较海外市场相比明显放大；另一个是二月底至三月初的一个星期，国内市场在美元流动性危机爆发前整体估值有过短暂反弹，同期海外市场由于海外疫情扩散整体估值进一步下滑。

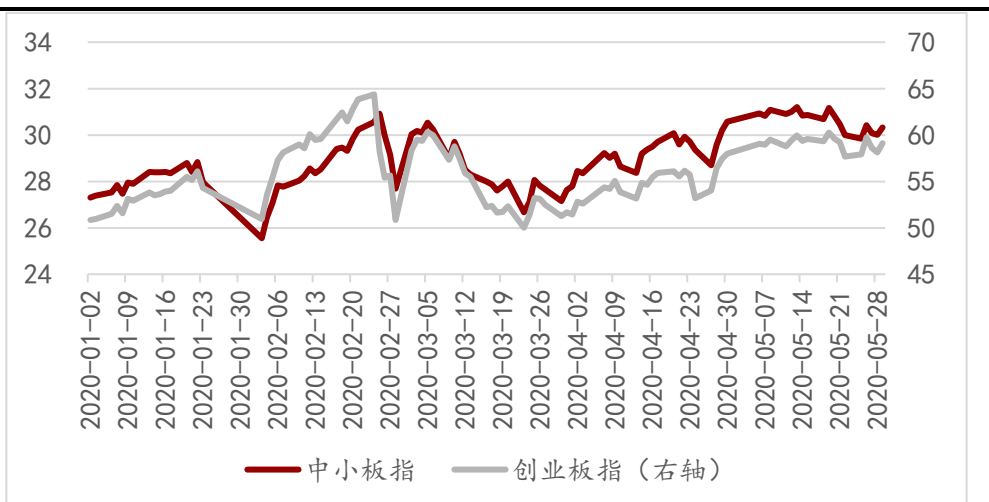
4月末上市公司密集披露业绩后，国内主要指数动态市盈率由于上市公司盈利能力在内地疫情得到基本控制前大幅下滑而拉高，在5月窄幅调整后目前处于上半年较高位，体现市场风险偏好上升，静待各行业盈利能力恢复。

图表7：上半年上证综指和深证成指PE (TTM)



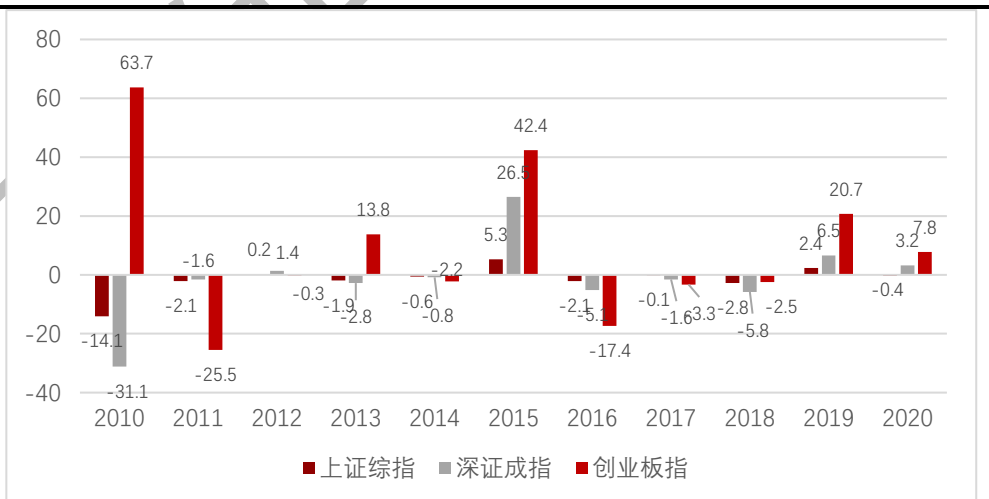
资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

图表8：上半年中小板指和创业板指PE(TTM)



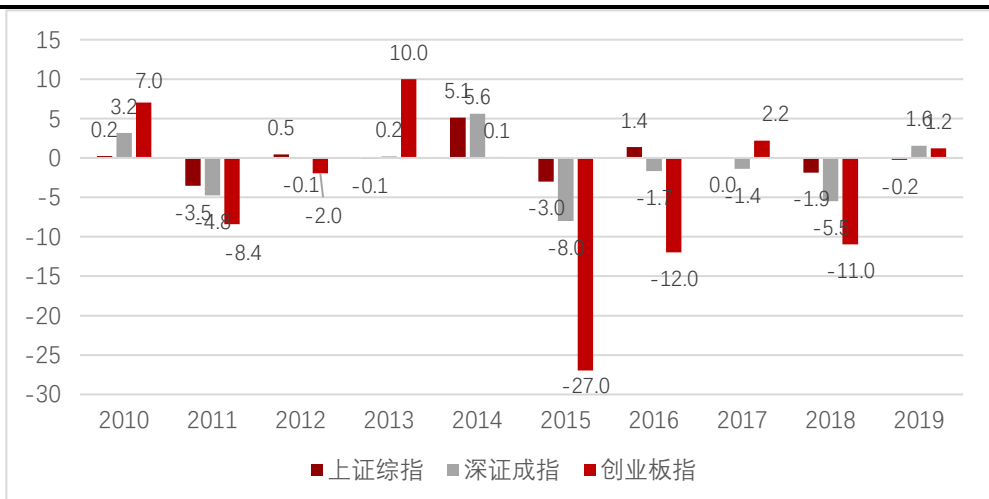
资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

图表9：2010-2020年上半年A股三大指数PE(TTM) 变化情况



资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

图表10：2010-2019年下半年A股三大指数PE(TTM) 表现

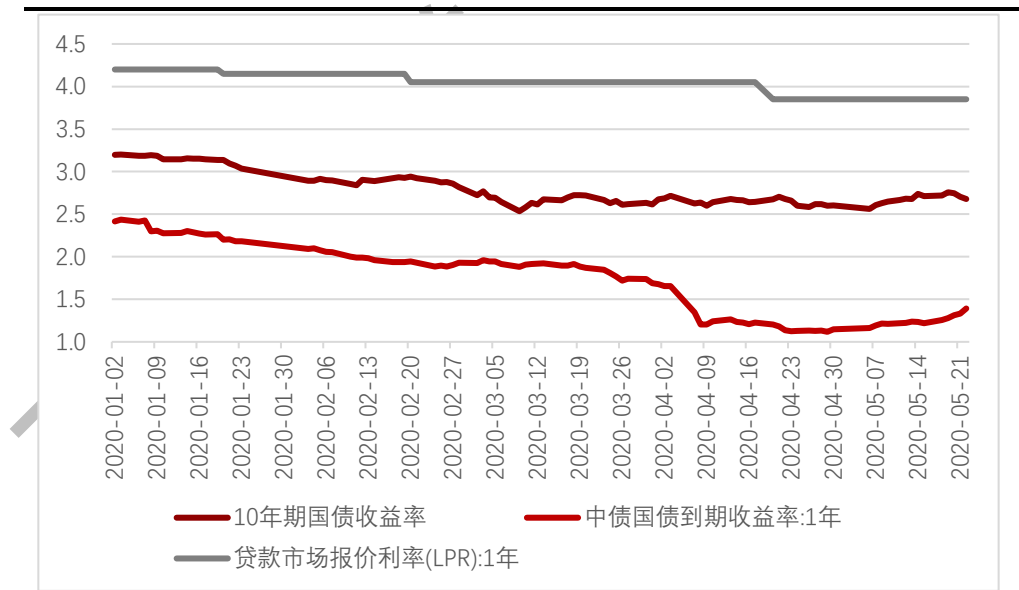


资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

1.3 债券收益率、LPR走势

上半年央行采取灵活适度的货币宽松政策推动资金价格整体下行。春节后，央行首先下调7天和14天逆回购利率，紧接MLF利率下调，最后带动了LPR利率的加速下行。同时央行今年已三次降低存款准备金率，使货币利率有进一步下降的空间。上半年国债收益率由于黑天鹅事件频发，市场避险情绪上升，较年初大幅下降。春节前由于美伊冲突叠加市场对宽松政策的预期，国债收益率已有下跌趋势，节后随着内地和海外疫情相继出现，海外央行高频次降息，叠加石油价格大跌这一新黑天鹅，国债收益率大幅下跌，10年期国债收益率4月初曾破近18年新低。目前随着内地复工复产力度加大，多个经济数据出现改善，短期国债收益率在5月有所回升，长期国债收益率保持稳定。

图表11：上半年1年期和10年期国债收益率、LPR贷款利率（%）

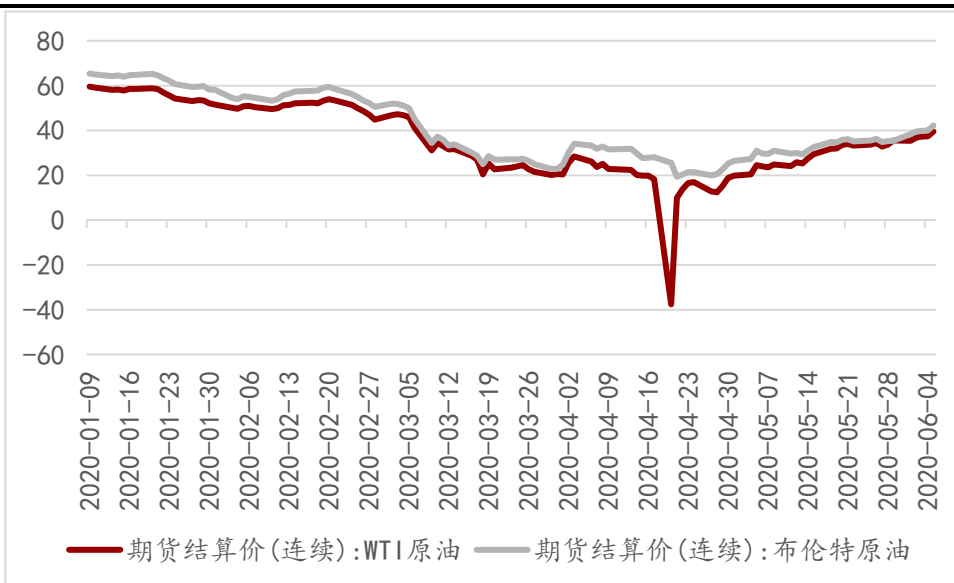


资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

1.4 石油价格走势

2020年国际原油价格整体呈现下降趋势，3月份开始原油价格连续跌至近20年来最低水平，4月20日WTI收报-37.63美元/桶，为历史首次跌至负值，5月初开始逐步回暖，进入6月重回40美元/桶水平。当前油价回升，主要原因一是石油输出国组织（OPEC）及俄罗斯减少供应，OPEC+5月1日起正在以创纪录的970万桶/天进行减产，以支撑市场，新减产协议执行开局良好，并且已决定将同样规模的减产延续至7月末，将进一步改善石油供需关系，有利于国际油价稳定回升；二是中国和海外主要经济体疫情5月起边际改善，工业活动开始恢复，对原油需求上升。

图表12：上半年布伦特和WTI原油期货结算价（美元/桶）

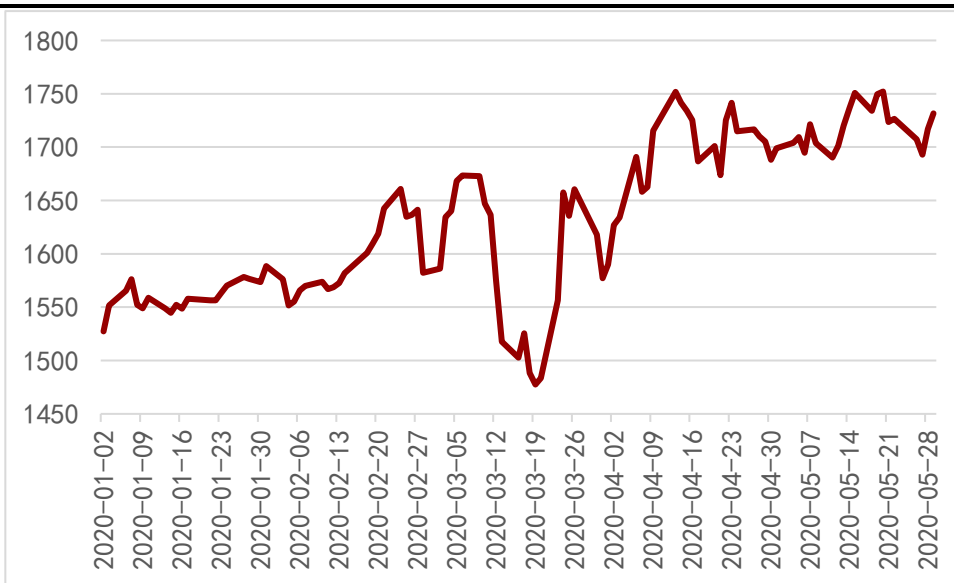


资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

1.5 黄金价格走势

上半年黄金价格整体呈现上涨趋势，截至五月底，COMEX黄金期货收盘价涨幅达到13.38%。年初，美伊军事冲突短期内推动金价上行，随后由于海外疫情爆发推动市场避险情绪上升，金价持续上行至3月初。3月份全球资本市场整体下行，市场恐慌情绪较大，避险资产也遭受无差别抛售，黄金于3月17日跌至阶段性低点，之后便迅速上升，5月中旬一度突破1750美元/盎司关口。上半年海内外疫情的急速扩散加剧了风险资产市场的不确定性，引发了市场避险情绪上升，再加上国际发达经济体大力度出台各项量化宽松政策，导致了低利率以及超强力度QE，从而一定程度的推高了黄金价格。

图表13：上半年COMEX黄金期货收盘价（美元/盎司）



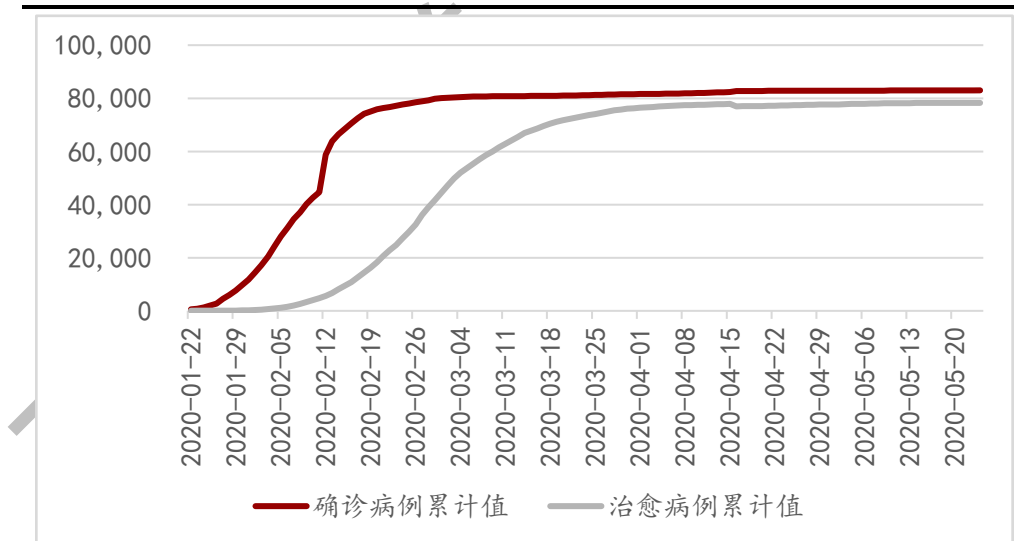
资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

1.6 疫情主要变化

国内疫情已经基本控制，截止到5月底，全国累计确诊病例为82,993例，治愈病例达78,280例，累计死亡4,634例。主要受灾区域集中在以湖北为中心的中部地区以及广东省、浙江省部分东部沿海地区。日新增确诊病例在2月4日达到峰值3887例（除2月12、13日外），疑似病例在2月5日达到峰值5328例。

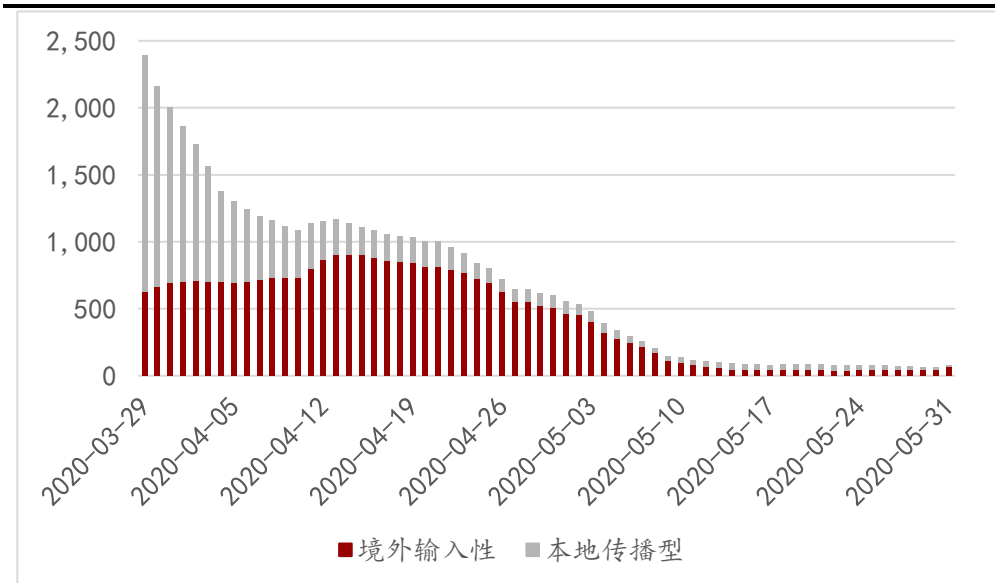
随着对于病毒的了解与有效的隔离措施加持，2月中旬开始疑似病例数据进入下滑趋势，2月14日新增确诊病例也开始呈现持续下滑趋势。3月初，国内疫情已基本得到有效控制，新增主要是来自境外输入型，各省逐步加强来华、归国人员隔离管控力度，4月中旬开始输入性病例增速大幅放缓，截至5月底，境外输入型累计确诊病例1678，累计治愈病例1673，现有确诊、疑似病例均控制在个位数。

图表14：全国新冠肺炎病例统计



资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

图表15：全国现有确诊病例分类



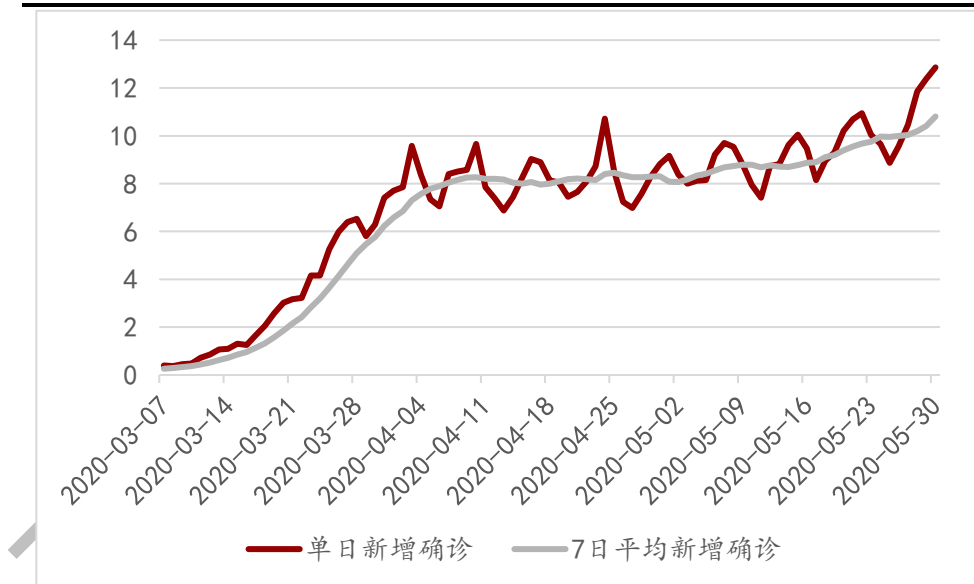
资料来源：Wind，万联证券研究所

海外疫情新增仍在高位，截至5月底，海外疫情仍延续4月以来的胶着状态，日新增

虽没有再次大幅升高，但仍保持在10万左右的高位。海外疫情防控的难点在于及时识别、检测出潜在被感染人群，所以海外防疫时间被拉长，病毒带来的不确定性也在增大。

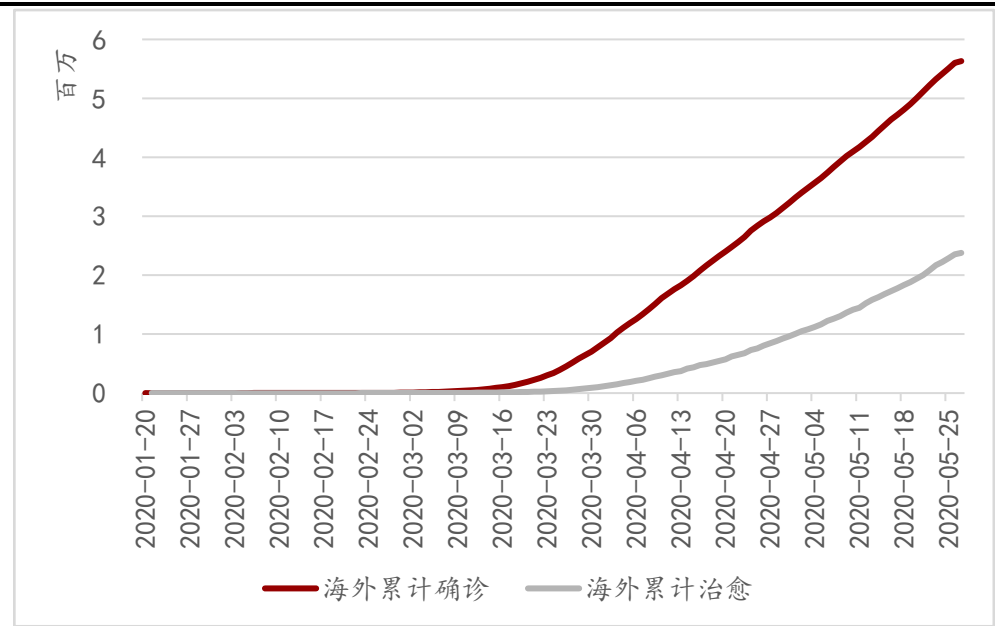
根据世卫组织公布的数据，截至5月31日，海外新型冠状病毒肺炎确诊病例累计值584.96万例，海外疫情规模最大的国家和累计确诊病例数依次为：美国179万例，巴西51万例，俄罗斯41万例，英国28万例，西班牙24万例，意大利23万例，印度19万例，法国19万例和德国18万例。

图表16：海外单日新增和7日平均新增确诊病例（万例）



资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

图表17：海外累计确诊和治愈病例（万例）

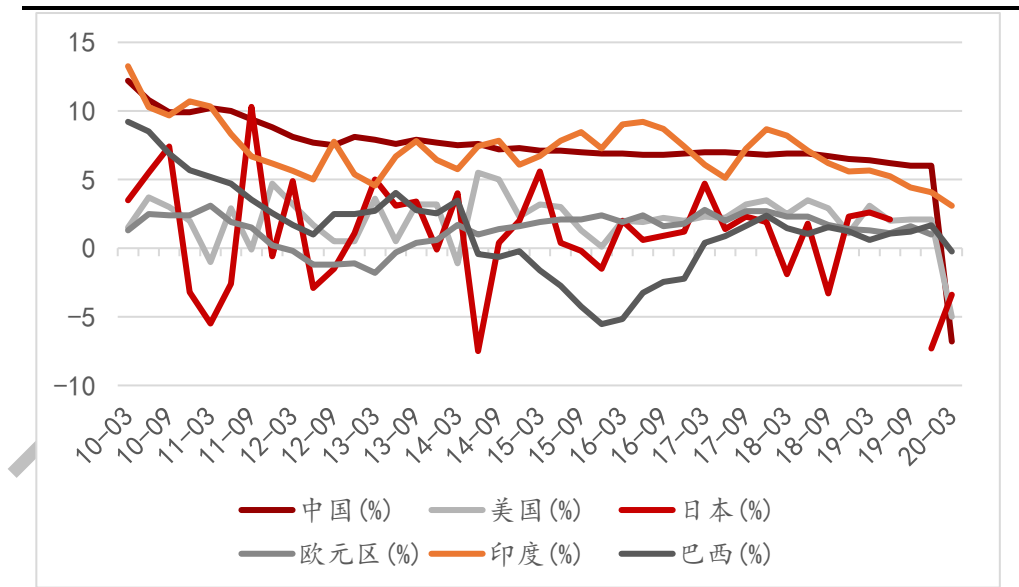


资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至5月29日

1.7 疫情对于经济影响

海外主要经济体疫情爆发虽晚于国内，但因3月开始各国停工停产较多、进出口贸易受影响，一季度GDP同比去年全部下滑，并且二季度在一季度基础下大幅下滑将是大概率时间。IMF预测2020年全球经济增长率将降至-3%，据各国政府机构已披露数据，美国20年第一季度GDP同比实际下滑5.0%；日本一季度同比下滑3.4%，并且在19年4季度创下6年来最大降幅后，连续2个季度出现下滑，符合技术性经济衰退的定义；欧元区下滑3.0%，其中，意大利GDP同比实际下滑4.8%、法国下滑5.4%、西班牙下滑4.1%。

图表18：截至2020年一季度中国与部分国家GDP季同比（%）

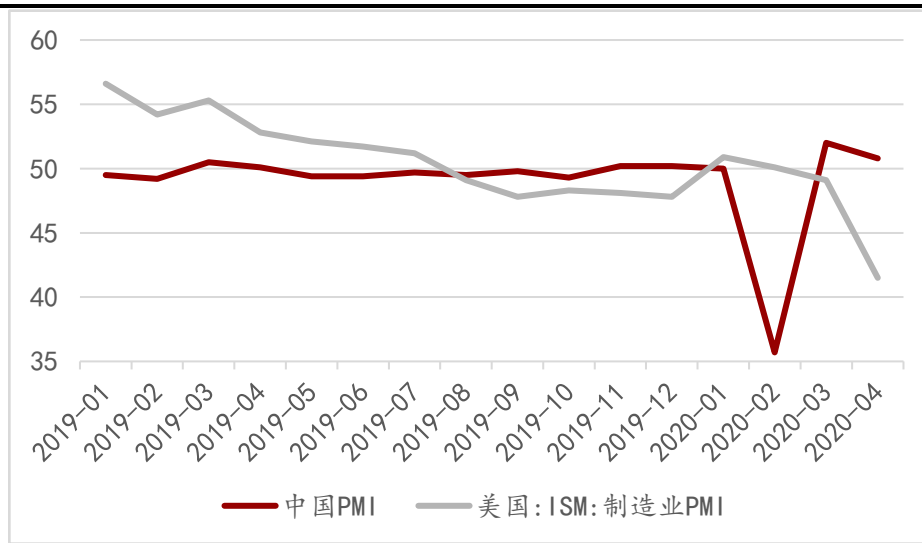


资料来源：Wind，万联证券研究所

国内经济受疫情的冲击2月最为明显，2月披露的中国制造业采购经理指数(PMI)为35.7%，环比下降14.3个百分点；其中非制造业商务活动指数29.6%，环比下降24.5个百分点，受疫情冲击，制造业和非制造业经济总体出现大幅下降，需求端受影响更大，2月新订单数量明显低于生产指数。在各地大力度加紧复工复产后，3月PMI值有了较大改善，4月保持复苏势头，订单数量与PMI值的距离缩小。5月开始，我国疫情防控逐步进入巩固阶段，生产生活秩序快速恢复，预计制造业和非制造业生产经营活动继续改善。

美国目前仍是受疫情影响最严重的国家之一，美国ISM制造业PMI呈明显下滑趋势，尤其是4月份疫情的急速扩散导致制造业活动大幅下滑。4月美国制造业PMI跌至历史新低，起因于疫情下美国各州普遍实施“居家令”，关停非必要营运，制造业企业蒙受巨额损失。除此之外，美国的失业救济金申请人口在3月达到了新高，3月28日的一周中失业救济人数达到686.7万人，此后该数据开始缓慢下滑，但预计一年内美国的失业救济人数仍在发达国家中保持较高比例。4月美国经济下滑明显，5月份商业活动也出现大幅下滑，反映了美国二季度经济持续下滑的可能性较大。

图表19：中美PMI走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

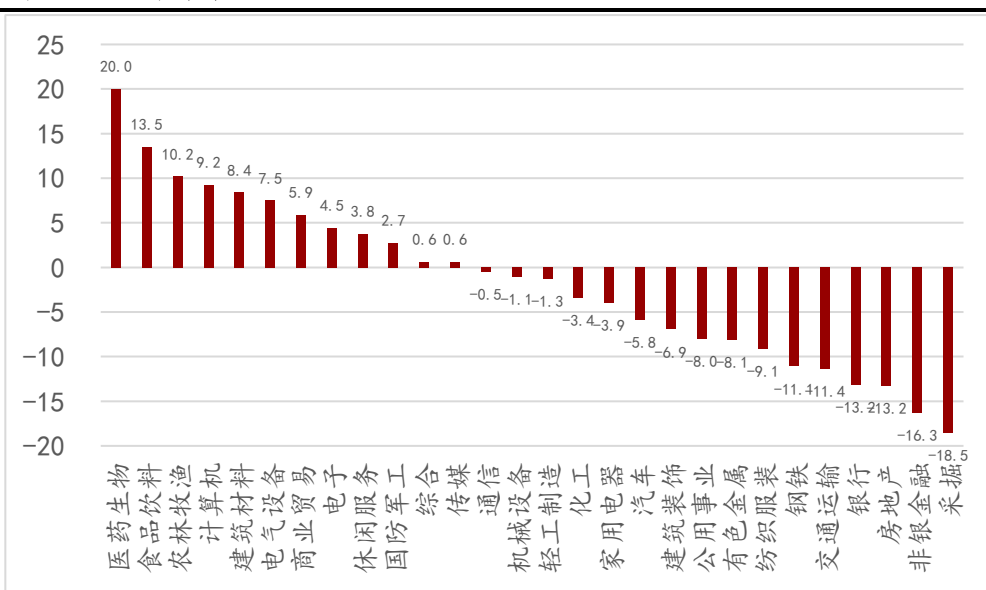
2、行业景气度不断修复

2.1 一级行业表现

2.1.1 一级行业涨跌幅

上半年行业受疫情影响较大，截至5月底，在28个申万一级子行业中，有16个对比年初下跌，其中采掘、非银金融、房地产、交通运输等下跌幅度较大，分别为-21.3%、-16.2%、-14.8%、-14.2%；有11个对比年初上涨，其中医药生物、农林牧渔、食品饮料等行业涨幅超过10%。随着内地疫情得到有力控制，复工复产陆续推进，4月A股已经有25个一级行业上涨，其中休闲服务、电子和电气设备等行业领涨。

图表20：上半年申万一级行业指数涨跌幅（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.1.2 一级行业估值表现

受疫情带来冲击，今年一季度A股大多数行业业绩相对股价大幅下滑，导致4月末上市公司集中披露去年年报和今年一季度报之后，多数行业市盈率出现上升。截至5月末，28个申万一级行业中有19个滚动市盈率较年初上升，包含餐饮、旅游等受疫情冲击最为直接的休闲服务行业PE（TTM）提升幅度最大，其次是商业贸易、综合和医药生物；滚动市盈率较年初下滑较多行业包括农林牧渔、房地产和金融。

图表21：申万一级行业月末PE（TTM）

行业名称	19年12月	20年1月	20年2月	20年3月	20年4月	20年5月	趋势
采掘	13.05	12.37	11.52	11.03	11.46	12.50	
传媒	41.66	42.46	43.37	38.30	41.15	46.01	
电气设备	32.25	34.12	34.85	31.64	32.98	31.54	
电子	42.87	47.78	50.48	40.60	44.54	45.00	
房地产	9.89	9.26	9.05	8.42	8.45	8.58	
纺织服装	25.30	24.88	25.84	24.54	23.66	29.64	
非银金融	15.92	15.21	15.00	13.60	13.98	14.77	
钢铁	9.76	9.14	8.99	9.03	10.70	11.60	
公用事业	19.04	18.38	17.95	17.98	18.85	19.81	
国防军工	57.97	59.94	60.60	54.49	57.40	54.55	
化工	21.64	21.64	21.65	19.26	20.33	22.99	
机械设备	26.78	26.35	26.77	24.81	25.04	27.92	
计算机	58.10	62.53	69.25	57.53	61.40	69.57	
家用电器	17.12	16.68	16.14	14.45	16.14	19.37	
建筑材料	13.04	12.31	13.29	13.02	13.77	14.32	
建筑装饰	9.51	9.31	9.17	8.99	9.40	9.66	
交通运输	17.57	17.09	15.92	15.50	16.05	20.45	
农林牧渔	31.98	30.71	29.92	32.78	23.51	18.65	
汽车	19.51	19.83	20.38	18.55	19.02	23.06	
轻工制造	24.27	24.14	23.74	21.24	20.78	22.78	
商业贸易	14.79	14.31	13.75	14.37	17.54	22.24	
食品饮料	32.60	30.66	29.95	30.98	33.69	36.64	
通信	37.72	38.24	43.60	38.94	41.06	42.03	
休闲服务	34.28	31.31	30.34	27.15	34.26	67.20	
医药生物	36.43	38.10	38.93	39.05	41.76	45.20	
银行	7.02	6.72	6.32	6.00	6.22	5.98	
有色金属	38.32	38.18	37.61	30.47	31.53	36.18	
综合	32.51	33.03	34.49	29.43	41.53	41.24	

资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 二级行业表现

2.2.1 二级行业季度涨跌幅

与今年一季度期间82个二级行下跌，22个行业上涨不同，4-5月共有73个二级行业上涨，31个二级行业下跌，市场风险偏好有明显上扬。

一季度上涨的二级行业主要以防御性质的农林牧渔板块和受益于疫情的医疗器械行业为主。进入二季度，市场风险偏好上升，偏好逻辑转变成对行业估值的预判性修复，期间领涨的行业包括一季度超跌的旅游综合、机场、公交和饮料制造等。

下半年，在半年报集中公布前的短期内，市场风险偏好有继续向上的动力，中长期上来看行业能否延续上涨趋势很大程度取决于市场对该行业业绩恢复速度的预期。

图表22：申万二级行业区间涨跌幅(%)

行业名称	19年Q1	19年Q2	19年Q3	19年Q4	20年Q1	20年4-5月	趋势
旅游综合	20.30	9.37	1.98	-2.56	-23.78	40.84	
公交	23.76	-5.47	-9.86	3.85	-13.25	34.87	
饮料制造	52.81	12.72	8.87	3.15	-9.65	23.22	
景点	20.10	-6.54	11.49	7.69	-15.87	19.38	
机场	26.68	26.74	2.20	-6.56	-23.62	19.26	
专业零售	29.84	-8.77	-5.89	-0.11	-7.61	19.26	
营销传播	23.29	-18.08	-2.09	17.80	-14.32	18.59	
医疗服务	37.13	-7.78	21.46	5.61	-2.69	18.17	
医疗器械	30.16	-4.98	8.73	6.63	29.84	17.36	
生物制品	34.08	-6.09	6.50	5.58	15.92	16.90	
白色家电	32.15	5.11	-0.40	14.78	-17.13	15.05	
电源设备	36.47	-9.32	2.59	6.79	-0.65	14.74	
玻璃制造	35.29	-15.02	-2.24	27.45	-11.57	14.52	
半导体	53.70	-4.47	24.55	20.22	13.13	14.46	
酒店	37.07	-16.40	-7.39	16.50	-21.89	14.21	
动物保健	19.90	-11.46	19.47	-2.03	10.05	13.98	
家用轻工	31.85	-14.40	-2.33	8.82	-9.10	13.87	
仪器仪表	39.18	-7.43	1.09	6.41	-10.50	13.46	
航天装备	37.84	-9.14	1.01	2.03	5.25	11.73	
稀有金属	27.14	-8.14	-4.12	15.32	-19.79	11.17	
其他建材	37.32	-9.13	-4.93	16.21	9.45	11.14	
塑料	13.56	-15.28	2.88	4.17	8.22	10.79	
其他电子	33.37	-6.94	4.15	18.21	-6.67	10.68	
园区开发	43.81	-2.57	-18.80	-0.28	-16.97	10.39	
元件	31.97	-4.21	24.01	2.05	0.07	10.15	
航空装备	31.02	-10.93	3.30	-0.26	-4.10	10.00	
食品加工	26.95	10.89	-7.67	4.75	9.52	9.16	
专用设备	34.41	-4.85	-0.55	7.65	-6.16	8.99	
餐饮	30.85	-21.56	-8.81	-4.44	2.82	8.99	
化学制品	33.10	-11.66	0.61	10.62	-9.33	8.09	
电子制造	42.97	-11.63	29.78	17.96	-9.64	8.08	
地面兵装	41.69	-12.13	2.69	-0.71	-1.72	7.46	
文化传媒	23.79	-14.77	-5.40	5.51	-11.26	6.71	
光学光电子	41.12	-16.89	11.45	13.89	-12.40	6.66	
黄金	4.24	17.81	-6.74	11.08	-5.89	6.43	
金属非金属新材料	35.40	-2.11	-9.61	7.99	-9.14	6.29	
一般零售	24.20	-7.97	-7.15	-1.16	4.33	5.71	
化学制药	37.05	-4.41	7.50	8.11	5.77	5.67	
电机	31.32	-12.68	-4.96	3.10	-17.20	5.53	
化学纤维	35.90	-8.47	-1.87	9.21	-10.78	5.51	
互联网传媒	34.26	-15.52	4.60	16.28	-0.89	5.32	
计算机应用	48.92	-9.67	5.52	5.30	5.23	5.26	
汽车零部件	23.49	-9.73	-3.35	13.00	-9.58	4.89	
通用机械	35.64	-12.76	-3.29	2.08	-6.69	4.69	
中药	24.32	-14.10	-6.57	4.93	-3.58	4.58	
计算机设备	46.96	-13.66	4.95	7.80	-1.48	4.51	
物流	23.43	-8.14	-1.44	-2.06	-3.41	4.35	
电气自动化设备	30.09	-12.51	2.00	7.11	-4.70	4.31	
商业物业经营	27.07	-12.13	-4.06	-0.32	-7.50	4.18	
金属制品	33.36	-15.14	-5.30	2.01	-13.36	4.14	
装修装饰	26.23	-13.11	-5.41	0.29	-9.58	3.68	
燃气	21.65	-14.99	-7.72	0.12	-14.70	3.35	

综合	34.15	-11.09	-4.09	10.27	-2.50	3.21	
水泥制造	32.05	2.33	-4.27	25.06	-1.29	3.17	
视听器材	54.16	-20.23	-4.24	11.73	5.41	3.06	
农产品加工	23.78	-3.66	-9.15	3.96	13.67	2.98	
橡胶	25.54	-9.94	6.85	9.12	-9.25	2.73	
医药商业	24.27	-8.90	5.10	-2.06	6.42	2.41	
航空运输	30.57	-7.48	-11.60	7.71	-25.09	2.12	
银行	16.85	1.26	-2.98	7.10	-14.80	1.88	
保险	35.35	12.36	-2.43	0.26	-19.86	1.84	
其他休闲服务	56.37	-21.49	-14.73	-7.79	12.12	1.76	
其他交运设备	25.93	-6.66	0.25	3.39	-7.14	1.65	
高速公路	22.18	-7.08	-6.75	5.01	-12.60	1.56	
铁路运输	6.47	-7.24	-6.48	5.98	-18.46	1.51	
工业金属	25.06	-5.89	-8.14	7.44	-14.72	1.24	
其他采掘	24.73	-2.33	-11.09	1.22	-15.64	1.15	
钢铁	20.97	-13.17	-11.06	4.81	-12.03	1.08	
高低压设备	24.61	-15.24	-3.93	7.27	2.40	1.04	
包装印刷	40.30	-17.75	-7.72	8.03	-9.13	0.68	
房地产开发	31.34	-10.88	-5.98	12.13	-13.92	0.42	
造纸	26.18	-8.82	-4.23	11.30	-2.58	0.40	
环保工程及服务	20.86	-9.84	-14.13	0.38	-0.52	0.34	
贸易	35.36	-6.08	-9.52	1.97	-7.18	-0.06	
水务	19.91	-7.19	-5.59	0.36	-4.10	-0.11	
煤炭开采	22.46	-4.05	-7.91	1.26	-15.04	-0.40	
房屋建设	13.34	-7.11	-4.77	2.91	-6.84	-0.58	
化学原料	33.39	-9.83	-8.65	8.46	-11.02	-0.75	
电力	15.80	-2.78	-3.01	0.70	-9.59	-0.83	
船舶制造	48.76	-2.94	-0.09	-5.55	-16.97	-0.90	
多元金融	40.54	-19.69	-6.44	5.05	-16.44	-1.35	
专业工程	27.64	-13.91	-8.33	4.02	-1.20	-2.00	
券商	50.26	-7.06	-5.68	11.04	-11.94	-2.56	
种植业	21.48	5.73	-14.86	6.03	28.61	-2.76	
纺织制造	26.51	-12.75	-5.89	5.63	-8.60	-2.78	
采掘服务	25.16	-5.87	-6.72	13.45	-24.20	-2.90	
港口	35.53	-10.86	-10.79	1.50	-14.95	-3.16	
饲料	72.40	5.73	-4.19	10.24	29.35	-3.44	
通信设备	33.55	-8.05	-3.93	2.12	4.92	-3.96	
汽车整车	10.27	-4.03	-5.03	4.09	-2.37	-4.08	
园林工程	23.30	-16.95	-11.44	-2.04	-4.31	-4.15	
石油化工	17.41	-8.35	-8.82	0.47	-10.23	-4.75	
通信运营	31.50	-6.05	-3.83	-2.25	-5.39	-4.91	
其他轻工制造	25.23	-18.74	21.13	-4.98	-10.57	-5.24	
汽车服务	34.95	-12.67	-8.32	-2.84	-2.82	-6.39	
基础建设	14.33	-11.90	-8.56	1.45	-1.24	-6.56	
服装家纺	25.08	-13.30	-3.29	0.62	-0.93	-7.11	
航运	33.24	-7.25	-2.05	16.64	-11.36	-8.02	
石油开采	13.02	-8.88	-10.21	-4.15	-19.32	-9.04	
运输设备	6.61	-10.90	-8.69	-0.27	-5.92	-9.65	
林业	34.44	-11.53	-15.90	1.16	-13.10	-9.94	
渔业	22.02	-20.99	-8.29	1.73	-0.10	-10.05	
畜禽养殖	62.85	-10.53	5.06	0.57	8.43	-10.21	
农业综合	55.90	-8.66	-14.21	4.54	-5.47	-11.78	

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2.2 二级行业业绩表现

疫情对上市公司今年一季度业绩冲击显著。104个二级行业中, 仅有19个归母净利润同比正增长, 而去年一季度有63个, 去年四季度有60个。

一季度19个净利润同比正增长的二级子行业中, 有处于强周期的饲料、畜禽养殖、半导体、动物保健等, 有对疫情不敏感的互联网传媒、饮料制造等, 也有受益于疫情的黄金。

一季度净利润同比下跌较多的二级子行业大多数是受疫情期间人员流动限制影响最大行业, 包括服务业的餐饮、酒店、景点、汽车服务、旅游综合和交通运输业的航空运输、公交、高速公路等; 也有受疫情期间供需关系供过于求影响的石油开采和石油化工行业。

展望二季度和下半年二级行业的业绩，对于多数行业来说业绩修复是主题，随着内地疫情防控措施稳步降低，人员流动和日常经济生活逐渐恢复正常，内需和消费行业业绩环比持续改善的概率较高；对于一季度处于强周期的行业而言，需要注意海外供给端和需求端波动。

图表23：申万二级行业归母净利润同比增速（%）

多元金融	19.57	-17.44	13.31	-180.70	-40.04	
专用设备	55.20	24.15	33.03	105.16	-40.07	
燃气	-17.56	-31.30	0.39	-112.38	-40.13	
高低压设备	-4.29	-4.26	7.53	-2463.76	-43.50	
房地产开发	14.14	12.33	0.52	2.75	-44.65	
铁路运输	-3.24	2.15	-4.21	-35.09	-49.53	
白色家电	7.83	11.98	13.93	38.71	-49.65	
仪器仪表	39.80	46.72	8.17	21.73	-53.94	
汽车零部件	-10.86	-29.93	-21.97	17.40	-54.14	
塑料	-62.40	-77.16	-52.30	-104.50	-55.27	
商业物业经营	-13.78	-23.19	-25.81	181.57	-55.80	
纺织制造	50.10	-7.02	-27.05	47.76	-56.90	
环保工程及服务	-41.76	-38.76	-1.25	9.66	-58.69	
金属非金属新材料	-40.94	-35.33	-41.98	143.28	-60.32	
地面兵装	54.51	-2.53	-18.46	51.64	-61.12	
运输设备	31.46	36.22	6.59	360.75	-65.44	
贸易	105.09	-19.03	-37.82	26.08	-67.50	
一般零售	11.20	48.81	0.72	-92.62	-69.08	
通信设备	238.84	-657.72	-4.46	-160.76	-72.02	
家用轻工	-34.69	4.64	2.44	52.81	-72.94	
化学原料	7.35	-39.79	-35.15	-13.20	-73.00	
工业金属	-9.32	52.14	65.08	48.77	-73.08	
其他建材	31.62	-21.67	26.80	37.96	-74.91	
其他采掘	208.99	1052.41	9.19	-41.46	-77.57	
林业	-35.93	165.39	-73.07	-98.54	-80.36	
光学光电子	-48.98	-52.70	-38.40	54.22	-82.50	
营销传播	-53.52	-58.98	-37.95	49.08	-83.04	
稀有金属	-72.38	-65.57	-112.53	-784.92	-86.62	
服装家纺	-8.62	-41.04	-21.95	-33.08	-88.02	
装修装饰	16.00	-16.07	-9.32	-104.42	-92.27	
农业综合	10.38	73.56	854.80	6.09	-97.79	
其他轻工制造	37.63	8.12	-66.42	-71.71	-98.68	
医疗服务	22.12	-25.67	54.83	-663.91	-102.76	
机场	10.83	10.10	4.77	11.70	-105.27	
汽车整车	-37.21	-41.86	-30.58	-31.43	-105.89	
文化传媒	-33.25	-16.29	6.79	37.84	-107.70	
计算机应用	57.48	33.44	-8.54	-274.85	-118.24	
旅游综合	77.09	-10.64	-8.28	-837.82	-129.03	
高速公路	31.67	-6.02	4.31	-18.82	-134.22	
公交	144.42	-34.90	-13.94	-91.08	-136.58	
视听器材	-10.50	-0.06	1959.07	39.53	-155.36	
计算机设备	115.93	-8.45	147.59	56.59	-158.14	
专业零售	-12.19	-59.08	6862.31	-130.27	-158.17	
汽车服务	-38.07	-67.03	-79.38	155.46	-159.10	
景点	144.34	-5.23	-3.29	-77.59	-178.93	
金属制品	-3.75	-46.16	-90.55	-41.27	-197.27	
石油化工	-23.97	-28.89	-34.20	237.87	-228.69	
石油开采	-1.76	9.45	-55.81	94.48	-253.77	
酒店	24.52	5.71	-18.18	414.17	-272.11	
航空运输	0.98	-203.92	8.82	57.21	-321.97	
园林工程	-143.32	-79.64	-39.48	-373.59	-485.32	
餐饮	-127.14	-73.35	-84.27	-174.64	-2043.56	

多元金融	19.57	-17.44	13.31	-180.70	-40.04	
专用设备	55.20	24.15	33.03	105.16	-40.07	
燃气	-17.56	-31.30	0.39	-112.38	-40.13	
高低压设备	-4.29	-4.26	7.53	-2463.76	-43.50	
房地产开发	14.14	12.33	0.52	2.75	-44.65	
铁路运输	-3.24	2.15	-4.21	-35.09	-49.53	
白色家电	7.83	11.98	13.93	38.71	-49.65	
仪器仪表	39.80	46.72	8.17	21.73	-53.94	
汽车零部件	-10.86	-29.93	-21.97	17.40	-54.14	
塑料	-62.40	-77.16	-52.30	-104.50	-55.27	
商业物业经营	-13.78	-23.19	-25.81	181.57	-55.80	
纺织制造	50.10	-7.02	-27.05	47.76	-56.90	
环保工程及服务	-41.76	-38.76	-1.25	9.66	-58.69	
金属非金属新材料	-40.94	-35.33	-41.98	143.28	-60.32	
地面兵装	54.51	-2.53	-18.46	51.64	-61.12	
运输设备	31.46	36.22	6.59	360.75	-65.44	
贸易	105.09	-19.03	-37.82	26.08	-67.50	
一般零售	11.20	48.81	0.72	-92.62	-69.08	
通信设备	238.84	-657.72	-4.46	-160.76	-72.02	
家用轻工	-34.69	4.64	2.44	52.81	-72.94	
化学原料	7.35	-39.79	-35.15	-13.20	-73.00	
工业金属	-9.32	52.14	65.08	48.77	-73.08	
其他建材	31.62	-21.67	26.80	37.96	-74.91	
其他采掘	208.99	1052.41	9.19	-41.46	-77.57	
林业	-35.93	165.39	-73.07	-98.54	-80.36	
光学光电子	-48.98	-52.70	-38.40	54.22	-82.50	
营销传播	-53.52	-58.98	-37.95	49.08	-83.04	
稀有金属	-72.38	-65.57	-112.53	-784.92	-86.62	
服装家纺	-8.62	-41.04	-21.95	-33.08	-88.02	
装修装饰	16.00	-16.07	-9.32	-104.42	-92.27	
农业综合	10.38	73.56	854.80	6.09	-97.79	
其他轻工制造	37.63	8.12	-66.42	-71.71	-98.68	
医疗服务	22.12	-25.67	54.83	-663.91	-102.76	
机场	10.83	10.10	4.77	11.70	-105.27	
汽车整车	-37.21	-41.86	-30.58	-31.43	-105.89	
文化传媒	-33.25	-16.29	6.79	37.84	-107.70	
计算机应用	57.48	33.44	-8.54	-274.85	-118.24	
旅游综合	77.09	-10.64	-8.28	-837.82	-129.03	
高速公路	31.67	-6.02	4.31	-18.82	-134.22	
公交	144.42	-34.90	-13.94	-91.08	-136.58	
视听器材	-10.50	-0.06	1959.07	39.53	-155.36	
计算机设备	115.93	-8.45	147.59	56.59	-158.14	
专业零售	-12.19	-59.08	6862.31	-130.27	-158.17	
汽车服务	-38.07	-67.03	-79.38	155.46	-159.10	
景点	144.34	-5.23	-3.29	-77.59	-178.93	
金属制品	-3.75	-46.16	-90.55	-41.27	-197.27	
石油化工	-23.97	-28.89	-34.20	237.87	-228.69	
石油开采	-1.76	9.45	-55.81	94.48	-253.77	
酒店	24.52	5.71	-18.18	414.17	-272.11	
航空运输	0.98	-203.92	8.82	57.21	-321.97	
园林工程	-143.32	-79.64	-39.48	-373.59	-485.32	
餐饮	-127.14	-73.35	-84.27	-174.64	-2043.56	

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.2.3 二级行业估值表现

进入二季度，截至5月末，二级行业滚动市盈率以上升为主，104个二级行业中有80个在4-5月滚动市盈率上升，另有餐饮行业今年一季度业绩为负。4-5月滚动市盈率下滑的行业主要是一季度业绩大幅增长的行业，如饲料、畜禽养殖、船舶制造等，而滚动市盈率近期提升幅度最大的行业主要是一季度业绩受疫情期间人员流动管控影响最大的行业，如果航空运输、旅游综合、酒店等。

预计下半年随着上市公司陆续披露二季度业绩，近期行业动态市盈率普遍回升的趋势或告一段落，前期选择在行业超跌期间进场的资金在半年报集中披露前或面临分化。

图表24：申万二级行业季末/月末PE（TTM）

行业名称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	5月末	趋势	4-5月变化
餐饮	133.18	146.28	227.86	939.64	/	/		/
航空运输	28.84	33.62	32.55	31.94	23.95	113.08		372.15%
旅游综合	33.33	34.63	36.50	34.92	26.46	79.74		201.36%
公交	22.63	16.35	15.56	16.51	14.39	39.43		174.01%
酒店	29.91	25.43	23.14	28.73	21.76	49.49		127.44%
专业零售	18.19	12.90	15.42	8.88	8.25	16.34		98.06%
石油化工	12.95	13.36	13.31	14.61	11.61	22.32		92.25%
园林工程	17.45	23.40	43.03	51.33	48.33	91.66		89.65%
景点	27.51	27.99	28.63	31.97	26.94	50.83		88.68%
高速公路	11.44	9.82	9.14	9.62	8.81	15.53		76.28%
机场	26.51	33.99	33.88	31.30	24.03	38.58		60.55%
其他轻工制造	56.30	40.99	48.86	64.79	57.94	90.35		55.94%
一般零售	21.13	23.57	20.23	19.40	19.94	31.06		55.77%
汽车整车	14.82	17.04	17.86	19.74	19.36	29.20		50.83%
医疗服务	83.21	43.07	99.27	93.85	88.80	132.88		49.64%
稀有金属	38.65	42.74	52.16	72.07	59.64	84.03		40.90%
农业综合	42.03	44.89	36.12	33.33	31.50	44.22		40.38%
综合	35.87	24.99	27.17	32.51	29.43	41.24		40.13%
金属制品	25.02	23.75	23.45	37.58	32.85	45.92		39.79%
其他采掘	15.07	13.73	13.87	16.37	19.46	27.17		39.62%
装修装饰	20.85	19.46	19.10	20.42	19.27	26.70		38.56%
化学原料	15.08	13.56	16.05	20.75	18.70	25.83		38.13%
金属非金属新材料	19.62	23.35	22.61	27.24	23.50	32.29		37.40%
白色家电	14.24	15.59	14.96	16.55	13.82	18.75		35.67%
文化传媒	26.53	32.26	31.96	35.67	31.27	42.03		34.41%
营销传播	18.27	23.75	32.47	49.21	43.09	57.44		33.30%
汽车服务	25.88	18.90	16.84	21.00	20.06	26.49		32.05%
服装家纺	28.67	26.87	27.88	27.62	27.54	35.53		29.01%
钢铁	7.56	7.36	7.09	9.76	9.03	11.60		28.46%
光学光电子	29.29	26.17	30.92	38.18	35.51	45.28		27.51%
铁路运输	11.20	10.29	9.55	10.27	11.75	14.65		24.68%
贸易	18.08	14.19	13.87	15.77	14.43	17.94		24.32%
化学制品	18.63	18.12	18.91	22.21	19.81	24.29		22.61%
通用机械	39.81	40.01	37.97	43.12	39.99	48.58		21.48%
计算机应用	53.78	53.23	54.50	58.61	58.44	70.94		21.39%
家用轻工	30.28	26.99	26.01	27.52	24.36	29.46		20.94%
仪器仪表	43.56	43.37	41.17	42.48	39.94	47.71		19.45%
医疗器械	56.30	40.63	42.30	44.79	49.91	59.61		19.43%
饮料制造	30.98	31.86	33.72	33.55	30.43	36.08		18.57%
食品加工	30.97	32.15	28.85	29.78	32.51	38.47		18.33%
计算机设备	61.00	50.79	55.00	55.90	53.38	63.11		18.23%
生物制品	50.78	44.65	43.73	43.75	53.19	62.39		17.30%
中药	22.53	23.28	23.56	25.72	26.62	31.04		16.60%
煤炭开采	11.30	11.07	10.15	9.98	8.63	9.99		15.76%
元件	32.82	29.38	37.41	39.45	38.16	43.96		15.20%
电力	22.38	18.48	17.85	17.22	16.13	18.51		14.76%
汽车零部件	16.19	15.68	16.23	18.89	17.53	19.90		13.52%
航天装备	62.32	58.22	65.45	67.27	72.48	82.08		13.25%
保险	14.40	13.72	11.38	10.56	8.79	9.95		13.20%
工业金属	32.62	37.88	34.87	30.30	21.87	24.65		12.71%
专用设备	30.56	24.91	22.98	23.29	21.81	24.56		12.61%
其他建材	27.89	25.62	25.85	28.16	31.26	35.17		12.51%

纺织制造	20.64	17.82	17.86	22.28	20.57	23.13		12.45%
物流	21.99	17.60	15.96	16.39	16.15	17.96		11.21%
种植业	41.90	39.83	30.93	49.28	66.36	73.39		10.59%
房屋建设	9.26	7.59	7.29	7.09	6.59	7.25		10.02%
多元金融	24.64	20.13	21.14	22.81	16.48	18.05		9.53%
通信设备	44.35	42.55	37.04	37.52	39.08	42.68		9.21%
其他电子	32.97	34.81	39.84	42.47	40.57	43.83		8.04%
航空装备	60.49	54.70	46.81	47.12	45.61	49.21		7.89%
水泥制造	8.85	8.59	7.88	9.58	9.16	9.87		7.75%
医药商业	17.27	15.52	15.03	15.48	15.60	16.80		7.69%
港口	23.54	18.74	15.78	15.31	13.09	14.07		7.49%
化学制药	34.29	40.61	37.16	37.81	38.39	41.15		7.19%
专业工程	14.46	12.32	11.63	11.73	11.66	12.45		6.78%
燃气	33.47	34.12	30.52	32.98	26.33	27.84		5.73%
动物保健	26.50	30.58	34.39	45.66	59.15	62.53		5.71%
互联网传媒	32.33	37.71	40.92	44.03	42.62	44.98		5.54%
半导体	58.62	68.19	77.24	110.69	111.29	117.41		5.50%
商业物业经营	15.73	17.73	18.38	22.12	20.43	21.29		4.21%
园区开发	27.39	24.60	22.20	21.14	17.91	18.59		3.80%
券商	39.45	31.31	28.97	28.55	24.20	25.08		3.64%
地面兵装	65.37	49.85	49.91	48.56	47.67	49.35		3.52%
造纸	10.17	12.69	15.22	17.97	16.02	16.58		3.50%
玻璃制造	21.99	22.97	22.73	26.26	23.82	24.34		2.18%
房地产开发	11.06	9.77	8.61	9.58	8.16	8.28		1.47%
其他休闲服务	41.01	25.46	42.26	36.48	38.03	38.43		1.05%
环保工程及服务	21.19	30.11	25.55	25.87	25.32	25.58		1.03%
高低压设备	29.33	28.04	26.65	27.51	27.99	28.18		0.68%
视听器材	14.42	45.72	45.68	42.77	40.25	40.29		0.10%
橡胶	19.40	18.42	20.97	20.85	18.62	18.58		-0.21%
银行	7.01	6.97	6.61	7.02	6.00	5.98		-0.33%
电气自动化设备	23.81	28.86	31.53	34.62	32.90	32.63		-0.82%
电源设备	34.83	35.19	34.31	33.78	33.22	32.88		-1.02%
塑料	19.84	38.97	40.47	40.22	46.09	45.50		-1.28%
电子制造	33.52	29.32	35.85	39.36	35.93	35.42		-1.42%
通信运营	52.06	44.18	43.15	39.31	37.84	37.29		-1.45%
采掘服务	106.80	62.71	77.35	55.87	38.88	38.14		-1.90%
林业	76.98	169.06	165.20	321.20	281.53	275.05		-2.30%
基础建设	10.80	9.48	8.37	8.13	7.70	7.52		-2.34%
包装印刷	33.13	27.24	26.26	28.81	24.60	23.98		-2.52%
运输设备	22.79	23.33	19.88	19.47	18.15	17.54		-3.36%
电机	29.61	42.68	31.78	33.91	28.87	27.81		-3.67%
黄金	34.31	45.50	45.32	47.94	42.14	40.33		-4.30%
石油开采	27.51	29.49	22.68	24.46	17.98	16.88		-6.12%
农产品加工	29.38	30.20	27.89	28.85	33.00	30.75		-6.82%
水务	22.94	20.42	19.34	19.23	18.41	16.95		-7.93%
其他交运设备	139.39	228.26	142.12	48.94	47.96	37.77		-21.25%
化学纤维	24.46	24.58	21.07	22.77	20.10	14.98		-25.47%
渔业	35.78	59.87	69.93	114.38	109.26	79.33		-27.39%
船舶制造	113.46	111.94	95.27	108.89	77.64	53.31		-31.34%
航运	76.96	33.48	27.48	30.94	22.63	15.39		-31.99%
畜禽养殖	44.63	62.85	37.60	25.41	22.27	12.20		-45.22%
饲料	36.89	58.55	44.77	41.18	53.69	20.56		-61.71%

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3 上、中、下游行业景气度

2.3.1 下游行业

内地疫情对一季度下游行业造成重大影响,随着内地疫情防控自3月起持续向好,下游消费情绪进入二季度进一步回暖,叠加地方政府发放消费券、开放线下实体店消费等一系列促消费政策实施,使得二季度首月下游行业景气度普遍环比回升。进入五月,五一劳动节假期期间全国所有省级行政区均解除重大卫生公共一级响应,假期期间消费金额较清明节有较大幅度提升,5月下旬两会顺利召开并出台相关鼓励消费的政策,有利于下游行业景气度继续上行。

商贸零售:社会消费品零售总额4月同比增速为-7.5%,较上月回升8.3个pct,连续第二个月环比改善,增速较去年同期下滑了14.7个pct;其中实物商品网上零售额4月累计同比增速为8.6%,环比上月提高2.7个pct,已连续第三个月上升。

房地产:商品房销售面积4月累计同比增速-19.3%,较上月回升7.0个pct,房地产开发投资完成额4月累计同比增速-3.3%,较上月回升4.4个pct。

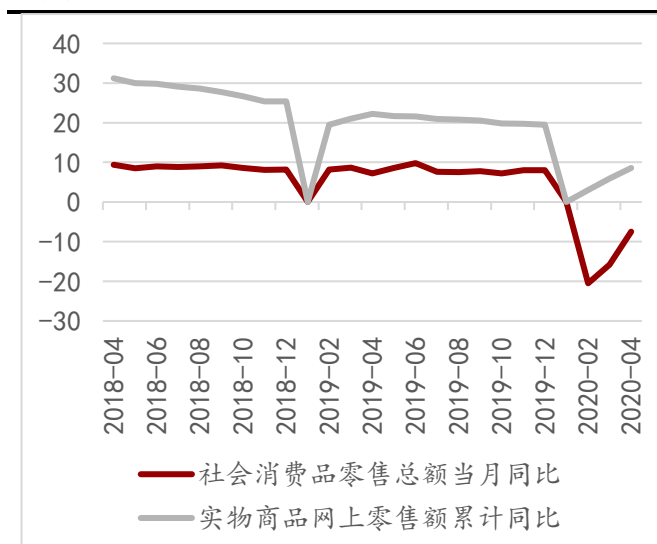
消费电子:智能手机出货量4月同比增速为17.2%,较上月大幅回升39.1个pct,结束连续4个月同比增速负增长;微型电子计算机产量4月同比增速为26.2%,环比上月提高26.2%。

家电:家用电器和音像器材4月零售额同比增速为-8.5%,较上月上月大幅回升21.2个pct。

食品饮料:白酒4月产量同比增速为-2.4%,降幅较上月收窄4.1个pct;36个大中城市52度500ml左右高端白酒平均价格继续环比提升至1177.19元。

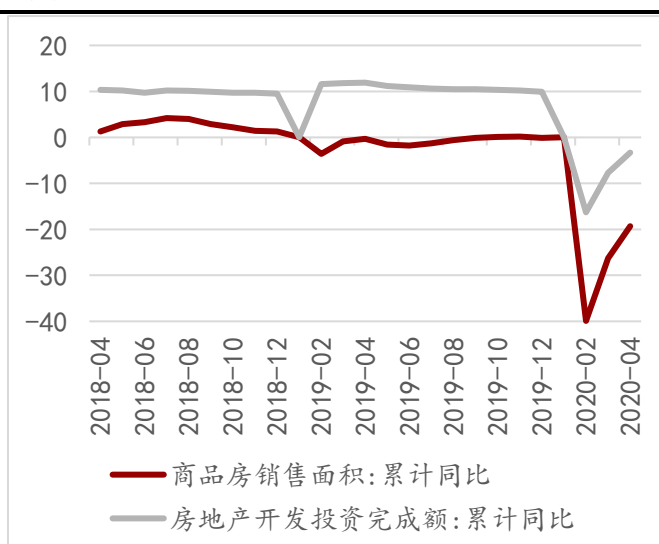
纺织服装:服装鞋帽针织品零售额4月同比增速为-18.5%,结束环比三连跌,较上月环比回升16.3个pct。

图表25:社零总额和实物商品网上零售额累计同比 (%)



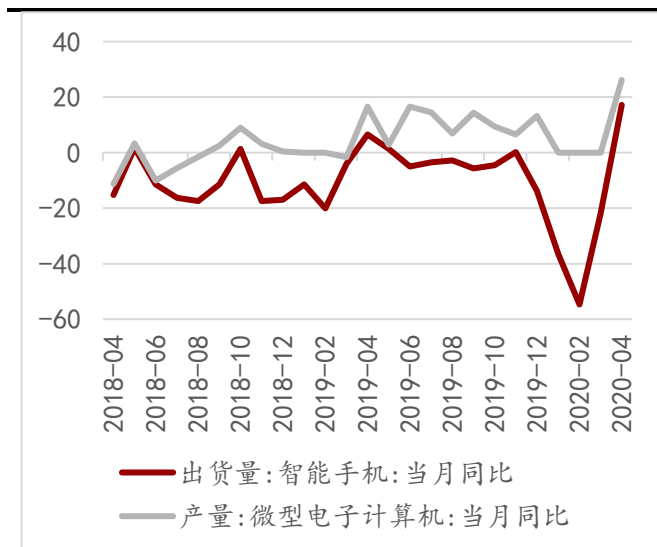
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表26:商品房销售面积和房地产开发投资额同比 (%)



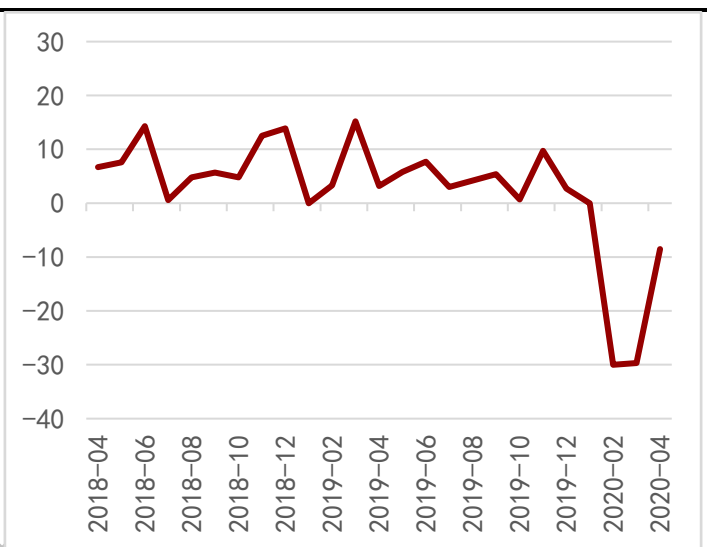
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表27: 智能手机出货量和微型电子计算机产量同比 (%)



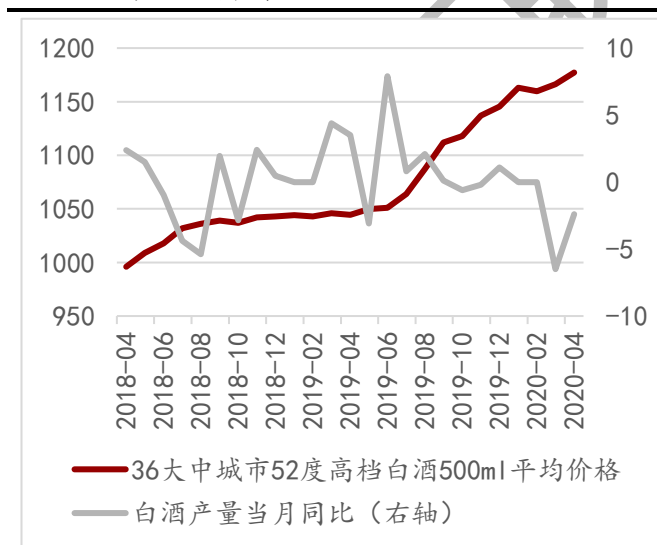
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表28: 家用电器和音像器材零售额同比 (%)



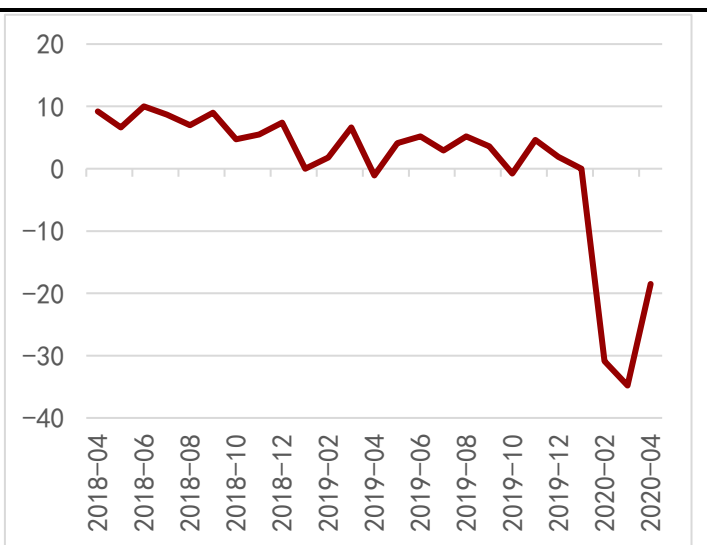
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表29: 36大中城市52度500ml 高档白酒平均价格 (元) 和产量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30: 服装鞋帽针纺织品类零售额同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3.2 中游行业

疫情同样对一季度中游行业造成冲击。从一季度末开始, 中游行业受益于内地复工复产的持续推进, 在3月至4月中游行业中的汽车、半导体和交通运输行业业绩持续改善, 相关业绩指标环比均为正增长。同时, 新能源汽车补贴新政、工信部宣布建设国家医疗器械创新中心和集成电路创新中心等两会前后出台的产业升级扶持政策有较大几率支撑相关中游行业下半年继续改善业绩。

汽车: 乘用车和商用车4月销量同比增速分别为-2.58%和31.59%, 较上月环比大幅提高45.84个pct和54.19个pct, 其中商用车销量同比结束连续三个月负增长。

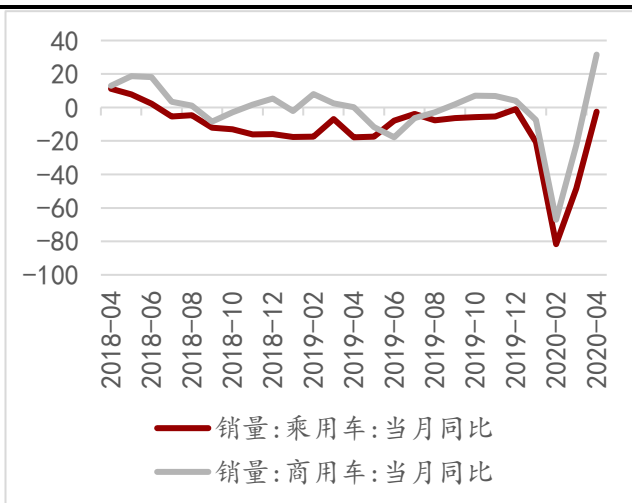
电子: 全球半导体销售额同比增速在今年2月结束持续一年的负增长转正, 增速在3月进一步扩大至6.9%, 亚太地区与中国销售额同比增速分别为5.4%和4.5%, 半导体

行业景气周期延续。

交通运输：4月，公路、铁路以及民航客运同比增速分别为-58.8%，-63.5%，-68.5%，环比有所改善但距离恢复正常水平仍有距离；公路、铁路货运和民航邮货同比增速为-1.4%，-2.6%和-19.5%，公路和民航邮货跌幅环比明显收窄，铁路货运转为负增长；航运方面，波罗的海干散货指数截至5月末较年初下跌接近50%。

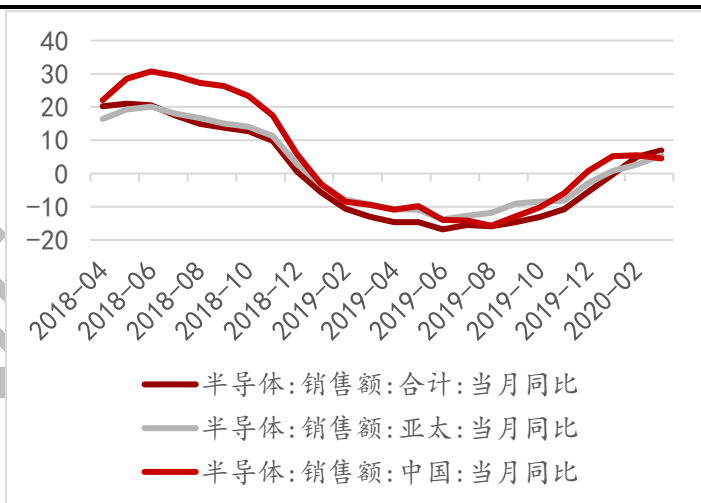
工程机械：挖掘机产量4月累计同比增速为1.3%，较上月环比提升21.2%，在新基建和房地产投资的带动下单月累计同比增速今年首次转正。

图表31：乘用车和商用车当月销量同比增速 (%)



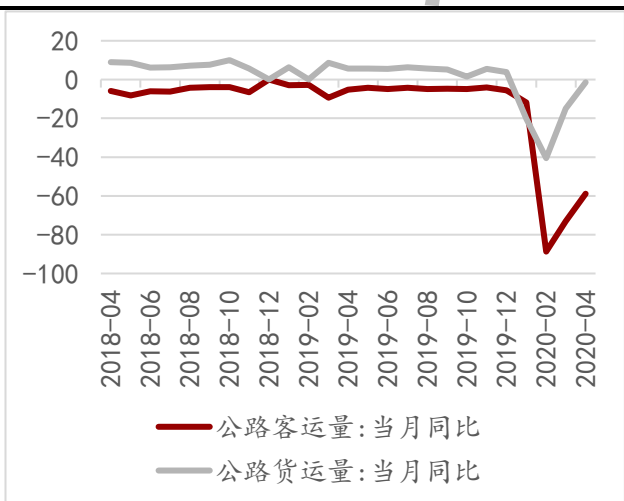
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表32：全球、亚太和中国半导体销售额同比增速 (%)



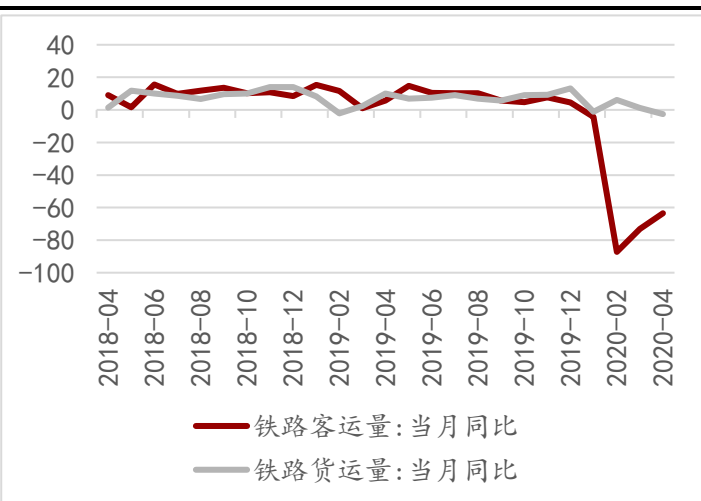
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表33：公路客运量和货运量同比增速 (%)



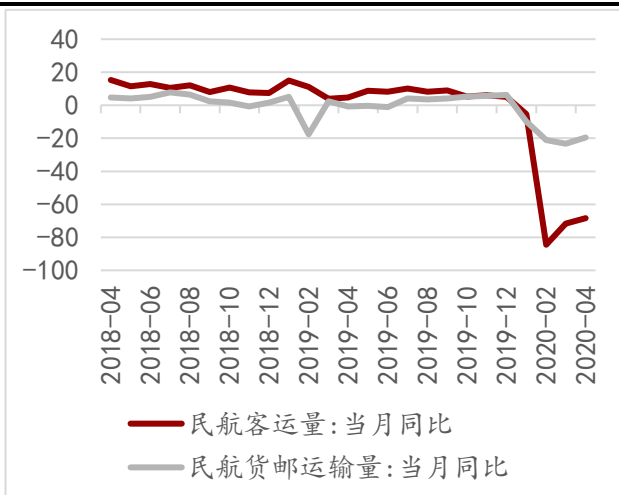
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表34：铁路客运量和货运量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表35: 民航客运量和货邮运输量同比增速 (%)



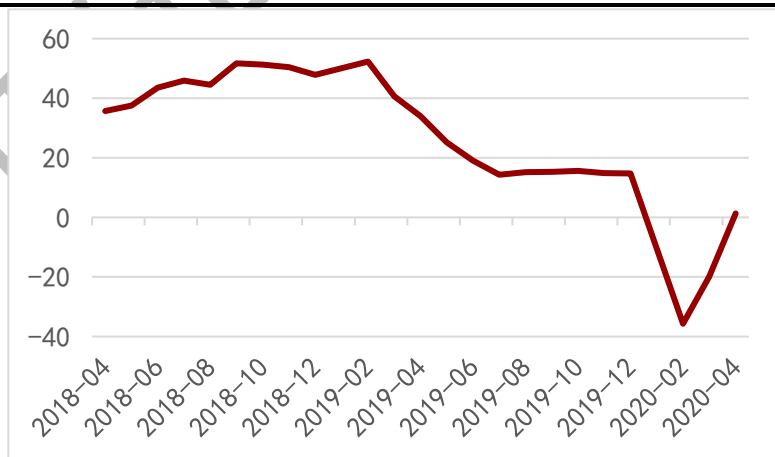
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表36: 波罗的海干散货指数



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表37: 挖掘机产量累计同比 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3.3 上游行业

相比下游和中游行业,上游行业经疫情冲击后景气度修复的起点较晚,从4月至5月开始。随着海外主要经济体疫情在4-5月边际向好,中国内地复工复产持续推进,上游行业需求端有所改善,供给端一方面有主动减产如石油,一方面有因巴西疫情被动减产的铁矿石等,使得上游行业进入价格修复阶段。预计下半年上游行业仍将处于需求端修复阶段,期间供给端波动或对行业景气度影响更为明显,基建相关上游材料价格将受益于内地新基建项目,有望继续回升。

钢铁:由于内地需求因基建项目恢复而增多,铁矿石重要产地巴西疫情持续蔓延或致减产,铁矿石期货结算价4月起上行,目前已创年内新高。螺纹钢价格窄幅震荡。

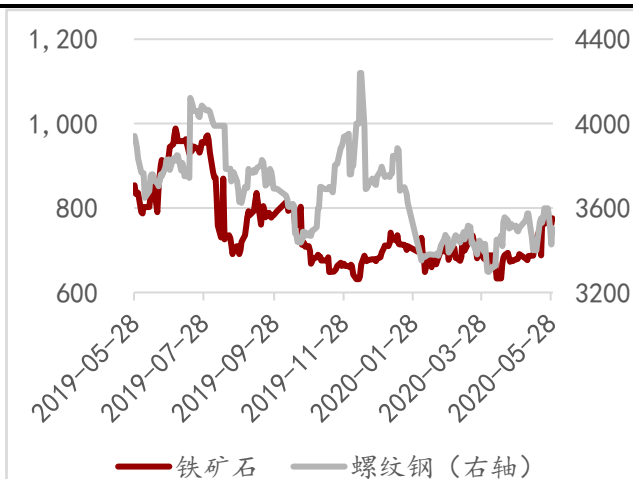
能源:动力煤和焦煤期货结算价截至5月底仍处于低位震荡。

建材:建材价格进入5月开始修复,玻璃期货结算价和全国水泥价格指数回升。

有色金属:铝、铅、锌和阴极铜的期货结算价进入二季度开始反弹,其中铝和阴极铜的价格回升速度相对较快。

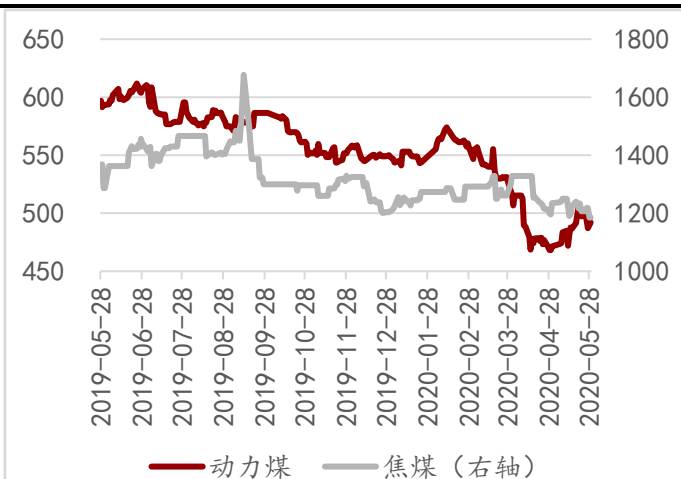
农牧:肉类和鸡蛋价格继续回落;粮食价格出现分化,小麦价格低位震荡,稻谷价格进入二季度有所上涨。

图表38: 铁矿石和螺纹钢期货结算价 (元/吨)



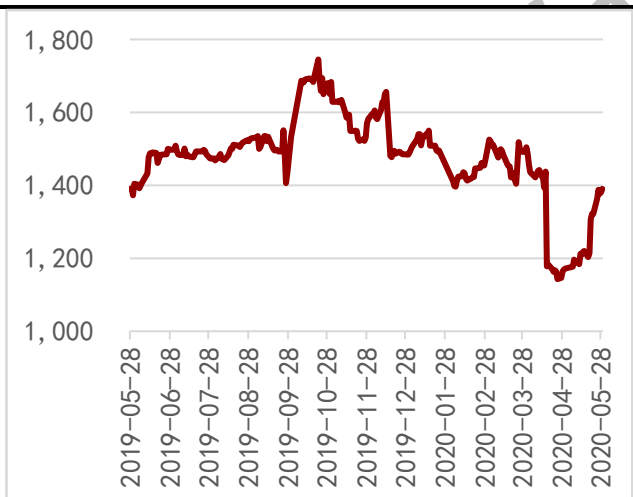
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表39: 动力煤和焦煤期货结算价 (元/吨)



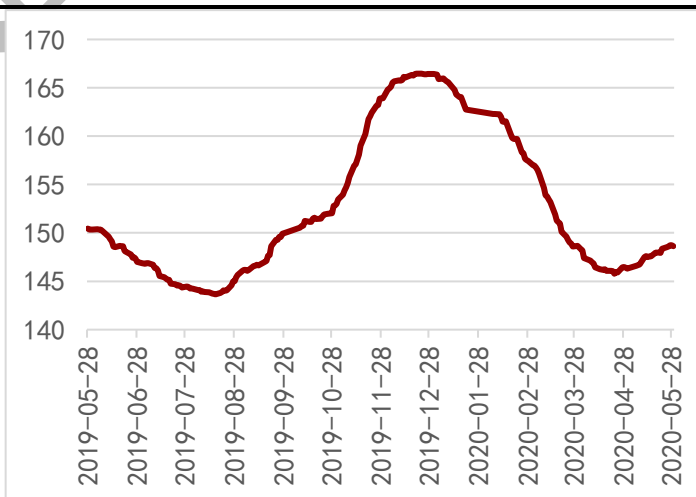
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表40: 玻璃期货结算价 (元/吨)



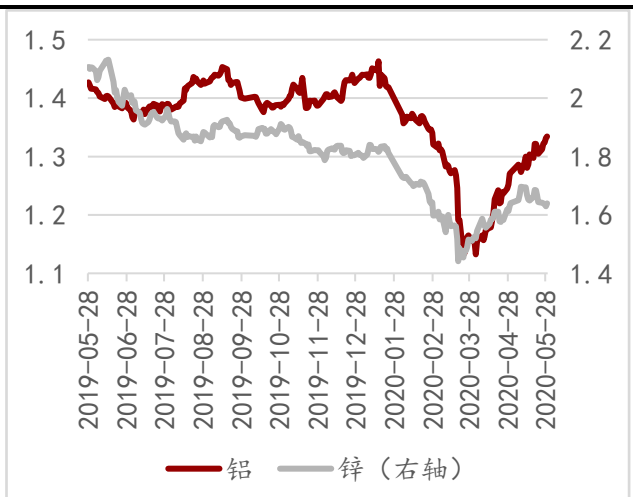
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表41: 水泥价格指数 (全国)



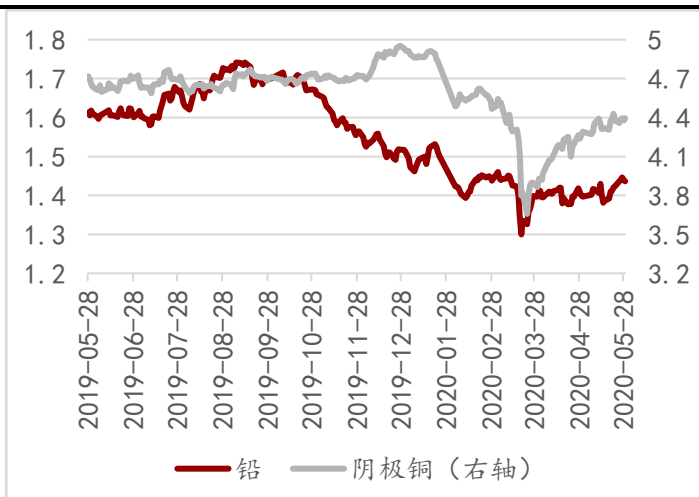
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表42: 铝和锌期货结算价 (万元/吨)



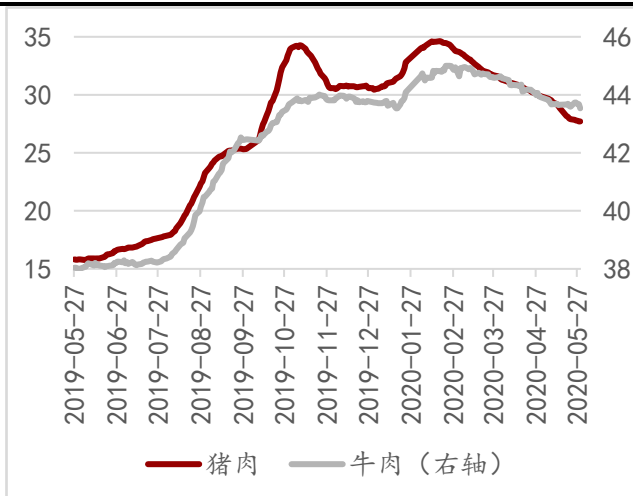
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表43: 铅和阴极铜期货结算价 (万元/吨)



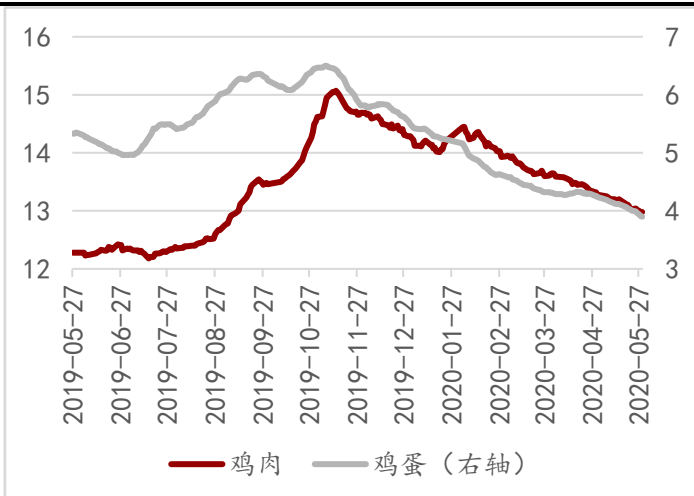
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表44: 36城猪肉和牛肉平均零售价 (元/斤)



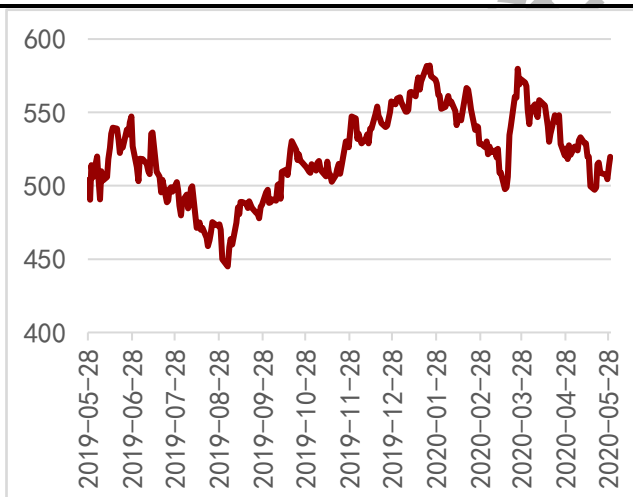
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表45: 36城鸡肉和鸡蛋平均零售价 (元/斤)



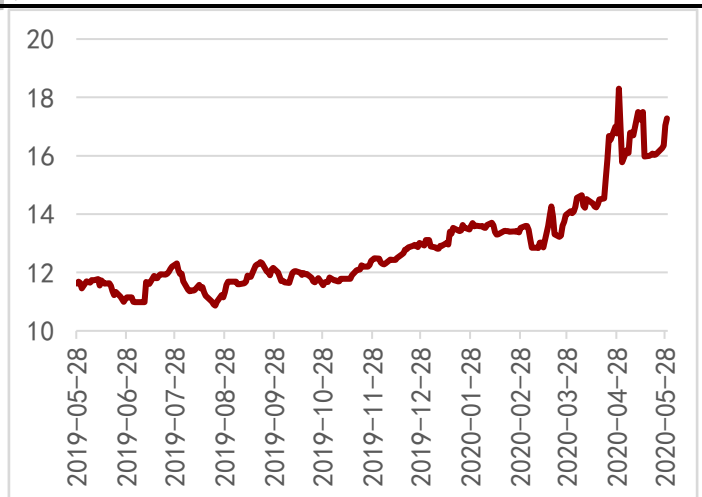
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表46: CBOT小麦期货收盘价 (美分/蒲式耳)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表47: CBOT稻谷期货收盘价 (美元/英担)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、流动性保持宽松

3.1 上半年信贷、社融表现超预期

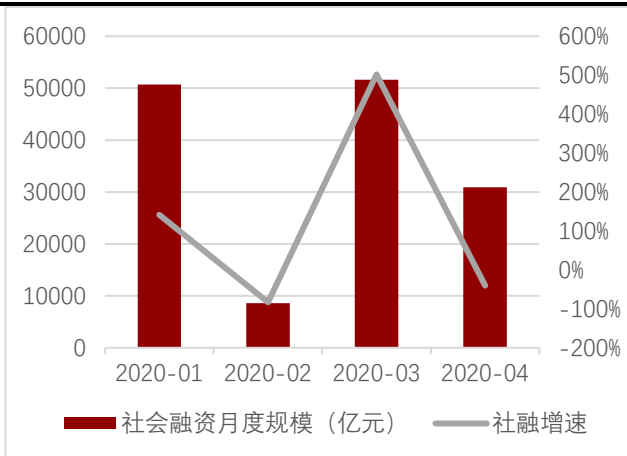
根据央行公布的金融数据, 2020年1-4月新增社融累计14.2万亿, 相比去年同期增加3.9万亿。特别是3月新增人民币贷款5.9万亿元, 环比上升501.8%, 新增社融5.2万亿元, 环比上升2.7%; 4月新增人民币贷款1.7万亿, 新增社融3.09万亿。

疫情后居民购房、购车及短期消费需求开始释放, 随着基建投资开工, 企业融资需求也增加, 经济开始呈现回稳趋势。截至4月末, M2余额达209万亿, 同比增长11.1%, 增速环比3月提升1个百分点, 同比增速创2017年以来新高; M1同比增长5.5%, 增速环比上涨0.5个百分点, 同比增速创2018年7月以来新高。

1-4月信贷和社融表现, 反映出货币政策传导效率提升, 信贷投放力度加强, 实体经济融资需求增加。5月份信贷、社融数据还未披露, 但是3月国内消费者信心指数、4

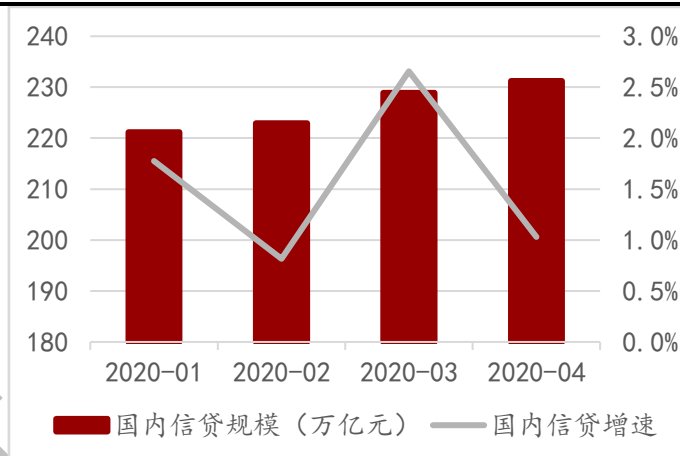
月零售增速均回升，供给、需求端都在持续修复，复工复产范围持续扩大。预计后续新增信贷社融数据依然会表现较好，保持M2和社融增速与名义GDP增速基本匹配并略高，以适度的货币增长支持经济高质量发展。

图表48：上半年社会融资月度规模及增速



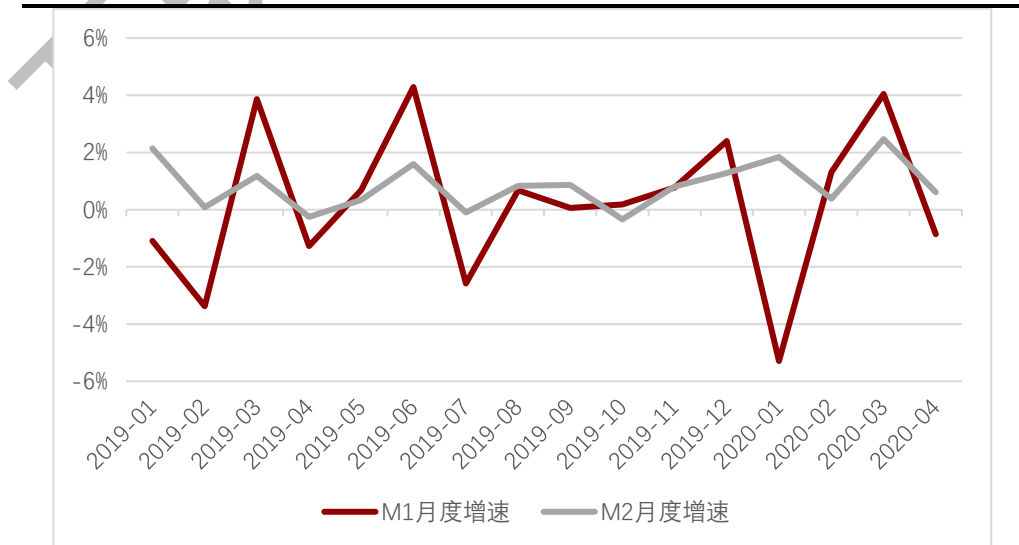
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表49：上半年国内信贷月度规模及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表50：2019-2020M1、M2月度增速

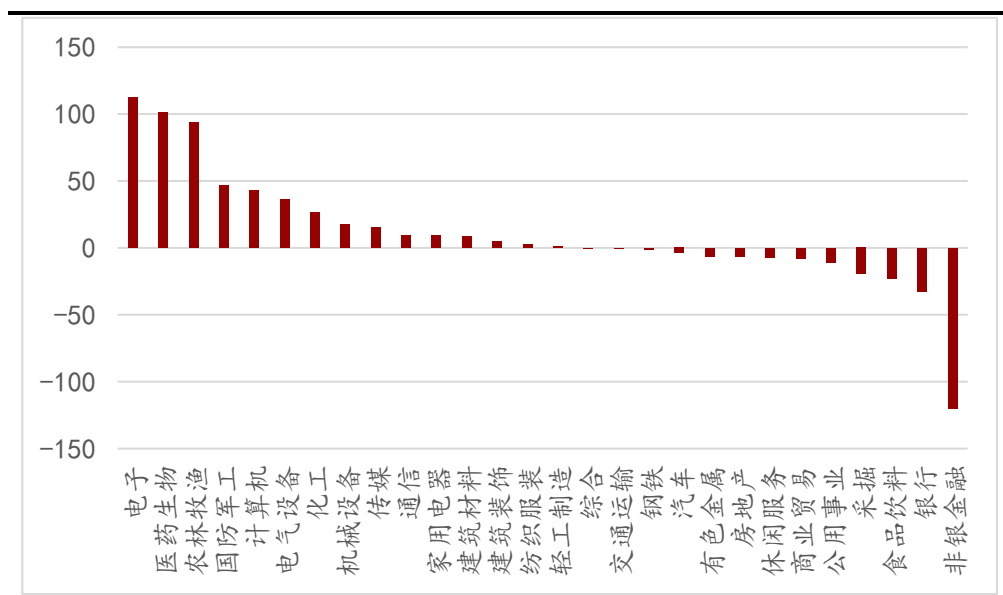


资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2 两融稳定增长

截至2020年5月底，深沪两市两融余额1.08万亿，环比4月末上升2.5%。上半年两融净买入超过50亿元行业有电子、医药生物和农林牧渔行业，两融净流出较多的行业包括非银金融、银行和食品饮料等。

图表51：1-5月申万一级行业两融净买入金额（亿元）



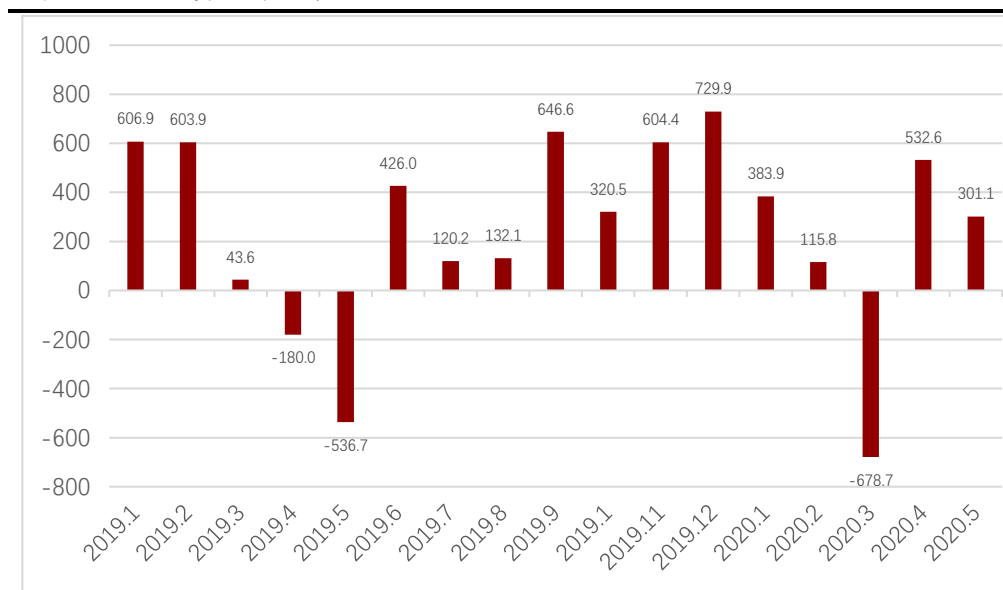
资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.3 北上资金持续净买入

截至2020年5月底,北上资金累计净流入1.06万亿元,较2019年末增加654.72亿元,与去年1-5月相比多增117亿元。海外疫情自2月下旬起呈现爆发态势以后,海外市场出现较大幅度波动,3月海外市场多次出现熔断,导致流动性金融危机,北上资金3月净流出678亿元。

3月末开始,海外多国陆续发布大规模货币和财政刺激计划,缓解金融流动性危机,如美国在3月27日签署超过2万亿美元的经济刺激法案, G20国家在峰会后确定将启动5万亿美元的提振经济计划,使得市场流动性得以修复。北上资金4月开始净买入A股,4月北上资金净流入532亿,5月底222亿元。

图表52: 北上资金月度净流入/流出 (亿元)

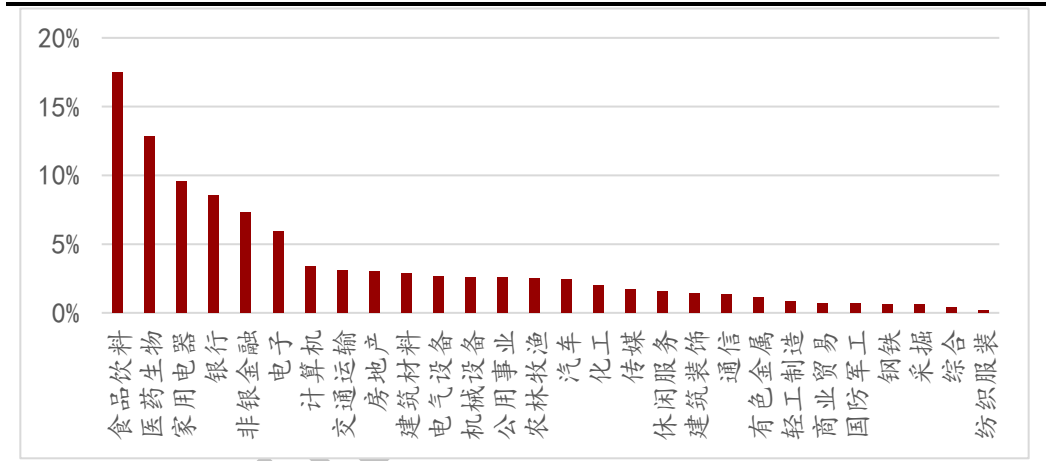


资料来源: Wind, 万联证券研究所

在行业板块仓位方面,受疫情影响,医药生物板块仓位和持股市值提升显著,计算机板块由于疫情利好远程办公、云计算等概念也得到加仓,因节后复工复产推迟受

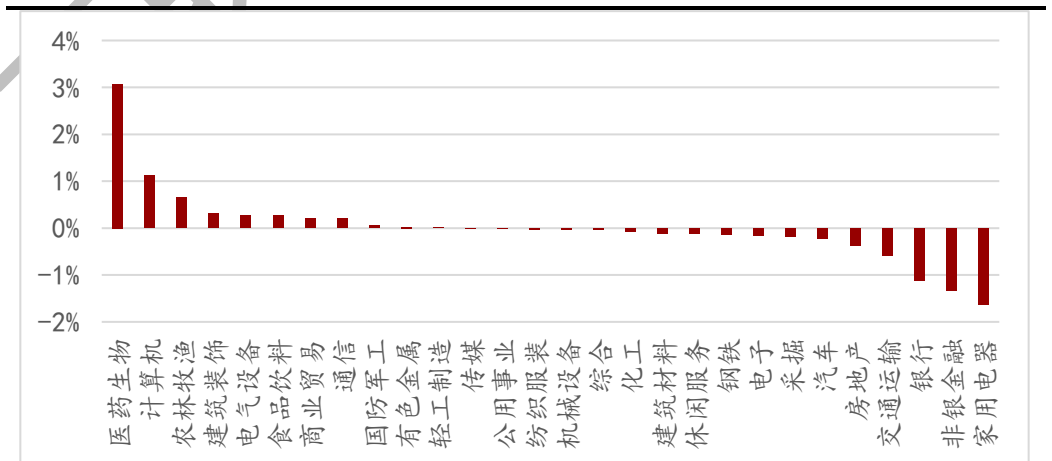
负面影响较大的家用电器、交通运输和房地产等板块仓位出现较大下调，银行和非银金融板块仓位也降幅较大。作为北上资金长期第一大重仓行业，食品饮料板块一季度下跌时，北上资金改变了2019年下半年以来的减仓趋势，小幅提高仓位。

图表53：北上资金2020年Q1末仓位



资料来源：Choice，万联证券研究所

图表54：北上资金2020年Q1仓位变化



资料来源：Choice，万联证券研究所

4、政策加大改革开放力度，激发经济增长活力

受疫情影响，今年两会由3月初推迟至5月末召开，两会发布的《政府工作报告》及之前发布的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》等政策报告，高屋建瓴的对我国未来经济结构转型、产业升级、提升高质量发展做出指导。

4.1 两会政府工作报告

由于疫情影响，今年政府工作报告首次对全年GDP增长没有提出具体目标，集中精力做好“六保”和“六稳”，确保减轻疫情对于民生的冲击影响。

报告指出财政政策要更加积极有为，货币政策要更加灵活适度。在财政政策方面，今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模3.76万亿，比去年增加1万亿；首次设置抗疫特别国债，并发行1万亿，新增加的赤字规模和特别国债将全部转给地方使

用；拟安排地方政府专项债券3.75万亿，比去年增加1.6万亿，较去年大幅提高，主要用于支持地方新型基础设施、新型城镇化建设和重大工程建设。货币政策方面，引导M2和社融规模增速明显高于去年，推动利率持续下行。

实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变。多措并举推动消费回升，通过稳就业保民生，提高居民消费意愿和能力。支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。支持电商、快递进农村，拓展农村消费。扩大有效投资。今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排6000亿元。重点支持加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。

深入推进新型城镇化，重申“房住不炒”，报告未提及房地产税。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。加强新型城镇化建设，新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等服务。

推动制造业升级和新兴产业发展。大幅增加制造业中长期贷款，发展工业互联网，推进智能制造。电商网购、在线服务等新业态在抗疫中发挥了重要作用，要继续出台支持政策，全面推进“互联网+”，打造数字经济新优势。

对比2019年两会政府工作报告中公布的主要政策，今年的报告中去除了GDP的数字指标，对CPI、新增就业和登记失业率要求均有所放松，货币和财政政策力度较去年显著提升。由于此次疫情对海外经济的冲击相比我国更持久，海外经济恢复的速度或不及我国，将进一步推动我国经济发展方式向内需转变。

图表55：2019年和2020年两会主要政策目标对比

政策大类	具体指标	2019年目标	2020年目标
宏观	GDP	6%-6.5%	无具体目标
	CPI	3%左右	3.5%左右
	城镇新增就业	1100万人以上	900万人以上
	城镇登记失业率	4.5%以内	5.5%左右
货币	政策基调	稳健的货币政策松紧适度	稳健的货币政策更加灵活适度
	M2	与名义GDP增速相匹配	引导广义货币供应量增速明显高于去年
	社融	与名义GDP增速相匹配	引导社会融资规模增速明显高于去年
财政	政策基调	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要更加积极有为
	赤字	赤字率2.8%；财政赤字2.76万亿元	赤字率3.6%以上；财政赤字较去年增加1万亿元
	地方专项债	2.15万亿元	3.75万亿元
	企业减税	2万亿元	新增2.5万亿元
其它			抗疫特别国债1万亿元
			新开工改造城镇老旧小区3.9万个

资料来源：中国政府网，万联证券研究所

4.2 加快完善社会主义市场经济体制的意见

中央发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，《意见》针对我国新时期经济发展的特点，在坚持社会主义市场经济基本原则的基础上，把社会主义市场经济的制度优势和市场规律充分结合，为我国经济转向高质量发展构建体制保障。

《意见》提到多项改革措施，包括健全民营企业直接融资支持制度，支持发展民营银行，支持民营经济发展，激发市场潜力和激励市场参与主体。有序实现人民币资本项目可兑换，稳步推进人民币国际化。加强资本市场基础制度建设，推动以信息披露为核心的股票发行注册制改革，完善强制退市和主动退市制度。稳妥推进房地

产税立法。稳步推进海南自由贸易港建设。编制新一轮国家中长期科技发展规划，强化国家战略科技力量，构建社会主义市场经济条件下关键核心技术攻关新型举国体制等。

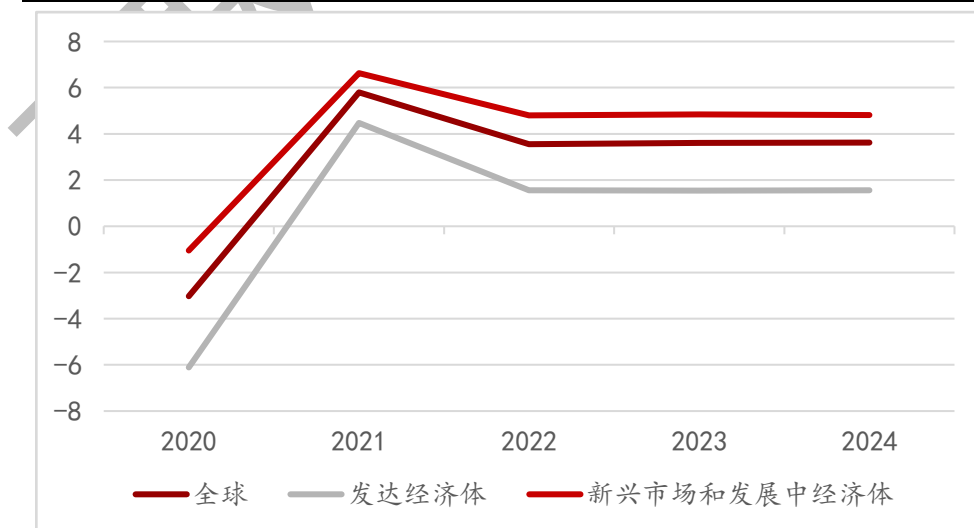
从长期角度看，《意见》着重强调的尊重市场规律、市场公平竞争等措施，将有利于激发市场各企业主体的创业发展热情，使得市场潜力得到更大程度释放，提高新时代我国经济发展的动力。

5、下半年行业配置建议

5.1 下半年经济表现预期

4月14日，国际货币基金组织(IMF)发布最新一期《世界经济展望》(WEO)，预测全球经济受疫情影响，2020年将下降3%，是20世纪大萧条以来最严重的收缩。并在预期疫情在今年下半年能逐步被控制的情况下，随着经济的逐步恢复，全球经济预计2021年增长达到5.8%。IMF对美国经济的预测是2020年-4.7%，2021年5.9%；对中国经济的预测是2020年增长1.2%，2021年增速为9.2%。随着国内经济的快速修复，我们认为2020年国内经济的表现将好于IMF的预期，预计全年经济增速在2-3%。

图表56：IMF对世界GDP实际增长率的预测



资料来源：Wind，万联证券研究所，数据截至4月14日

5.2 下半年行业配置建议

下半年随着内需消费和投资恢复正增长，经济会逐季好转，我们看好市场的继续上行。行业配置继续聚焦科技、消费和投资三条主线：一是科技成长仍然是最重要的赛道，尤其是国产化需求大幅提升，关注5G、芯片半导体、新能源车、消费电子、操作系统、人工智能等；二是消费仍然是下半年必配的重要赛道，关注可选消费、消费服务类行业的估值修复；三是关注与投资相关联的基建、地产、老旧小区改造产业链，包括水泥、涂料、防水、电梯、家居家电等。

6、风险提示

经济恢复低于预期，海外疫情不能有效控制风险等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场