证券研究报告 策略研究 2020年9月7日



# 盈利与估值的赛跑

——中报业绩深度分析之一

分析师: 胡国鹏 联系人: 刘阳

执业证书编号: S1220514080001

方正金融是方正集团下属的五大核心产业集团之一。

业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five core sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, "慧博资品"。专业的投资研究大数据分享证金nd leasing.

# 核心观点

- **方正证券**FOUNDER SECURITIES
- 流动性边际收紧,估值短期承压。根据当前央行货币政策框架看,7月PPI同比仍处于负值区间,8、9月CPI同比预计持续下滑,7月累计工业企业利润同比仍为负值,经济尚未恢复至疫前水平,货币政策基调较难转向。然而,流动性总量空间已经出现明显收窄。地方债的放量发行也将虹吸银行流动性导致超储率持续降低。银行间流动性的紧张增加了 MLF与逆回购等政策利率有效性,从而引致利率中枢上行并在高位企稳。市场3月以来的持续上行,尤其是7月以来的放量上涨,其核心逻辑是流动性充裕下的估值扩张。随着流动性逻辑的走弱,估值端或将承压,盈利端将决定未来行情的走向与空间。
- ▶ 哪些行业景气度在改善?成长>消费>制造>周期金融。我们以归母净利增速、销售净利率、ROE的环比衡量景气度变化,通信在三要素下均环比改善幅度居前,传媒、电子改善幅度均优于全A(非),成长风格整体改善幅度最大。制造板块,机械、公用事业、电气设备改善幅度居前。消费板块,汽车改善幅度最大,农林牧渔虽然归母净利下降幅度较大,但盈利能力仍在改善。金融板块恶化最为明显,三要素均存在不同程度下滑。周期板块,建材、化工景气改善。
- **盈利与估值赛跑,寻找盈利良好+估值合理的高性价比行业。**年初以来,估值端的大幅扩张是行情的主要驱动因素。 周期板块自一季报开始,业绩显著跑输估值涨幅,严重拖累股价。地产金融板块在中报披露前业绩与估值相对匹配,但随着银行股中报盈利增速的大幅转负,业绩跑输估值。消费、成长、制造板块业绩自一季报跑输估值,但在中报业绩均有所改善,其中成长股业绩反超估值,消费、制造差距收敛。
- ▶ 中报业绩虽然整体环比改善,但估值业绩矛盾并未缓解。我们认为,流动性承压下,投资者将寻找具有更加坚实的基本面支撑行业,后续或将关注重点转向 EPS。建议关注低估值+顺周期,如建材、化工、银行,以及景气修复消化高估值的绩优行业,如电子、医药生物、通信、农林牧渔、食品饮料等。

点击进入№ http://www.hibor.com.cn





- 四 细分行业景气观察
- □ 盈利与估值的赛跑
- □ 行业配置思路

# 哪些行业景气度在改善?成长>消费>制造>周期金融



图表:成长、消费、制造整体景气度改善

	<u>, /DV</u>	באניוו יי	正件示	WZVX					
I 11.	归	母净利增进	速 (%)	销售	F净利率 (T	тм )%	1	ROE(TTM	)%
板块	2020Q 1	2020H1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)
通信	-56.7	446.4	503.1	-0.9	1.5	2.4	-1.1	1.7	2 <mark>.7</mark>
计算机	-118.1	-44.5	<b>7</b> 3.6	2.1	2.1	0.1	2.1	2.2	0.1
传媒	-49.9	5.9	5.9	-2.3	-1.3	1.0	-2.3	-1.3	1.0
机械设备	-44.1	7.5	1.6	3.8	4.7	0.9	4.3	5.5	1 <mark>.2</mark>
汽车	-81.2	-30.4	8.0	2.5	2.8	0.2	4.8	5.2	0.4
建筑材料	-38.0	-1.5	<b>3</b> 6.5	12.7	12.8	0.2	14.1	14.6	0 <mark></mark> 5
公用事业	-28.9	5.1	<b>3</b> 4.0	7.8	8.9	1.1	5.9	6.8	0.9
化工	-106.9	-70.8	<b>3</b> 6.2	1.7	1.4	− <b>0.</b> 3	3.8	2.9	-0.9
电气设备	-11.0	22.4	<b>3</b> 3.4	4.4	5.0	0.5	5.0	5.8	0.9
医药生物	-18.0	10.6	28.6	5.7	6.6	0.9	7.4	8.5	1.1
电子	-10.9	17.9	28.8	2.9	3.2	0.8	6.3	7.0	0.7
全A (非金融两油)	-41.9	-14.4	27.5	4.6	4.7	0.11	6.7	6.9	0.3
商业贸易	-72.8	-44.6	28.2	2.0	1.8	-0.1	5.3	5.0	<b>-</b> 0.3
纺织服装	-80.8	-54.4	26.4	1.9	1.7	-0.2	2.4	2.4	0.0
休闲服务	-151.2	-122.2	28.9	3.6	1.3	<b>-2.</b> 2	3.7	0.9	<b>-</b> 2.8
有色金属	-56.8	-32.9	23.9	0.7	0.6	-0.1	1.6	1.5	-0.1
房地产	-42.5	-20.1	22.4	11.2	10.8	<b>−0.</b> 4	10.9	10.6	<b>-</b> 0.3
建筑装饰	-30.4	-8.9	21.5	3.3	3.3	0.0	8.2	8.4	0.2
交通运输	-121.8	-99.3	22.5	3.5	2.2	<b>-1.</b> 3	4.9	3.4	-1.5
家用电器	-51.8	-31.2	20.6	5.8	5.4	− <b>0.</b> 3	13.7	12.8	-0.9
轻工制造	-35.5	-21.4	14.0	4.5	4.4	-0.2	5.8	5.6	-0.3
食品饮料	-0.7	9.8	10.5	17.1	17.5	0.4	18.8	20.4	1 <mark>.6</mark>
全部A股	-24.0	-17.9	6.1	7.7	7.4	<b>-0.4</b>	8.2	7.9	-0.3
钢铁	-41.4	-35.0	6.4	3.6	3.2	<b>-0.</b> 4	7.4	6.7	-0.7
采掘	-84.3	-78.0	6.3	4.2	3.4	<b>-0</b> .8	5.9	4.5	-1.4
非银金融	-23.6	-22.7	0.9	11.0	9.1	-1.9	10.1	8.6	<b>-1.</b> 5
银行	5.5	-9.4	+14.9	33.5	30.9	<del>-2</del> .6	11.0	10.3	0.7
国防军工	39.6	3.0	-36.7	3.9	3.5	<b>−0.</b> 4	3.1	2.9	-0.3
重农林牧渔	的物态	开军553参	/拒公室	区台0.5	12.0	1.5	17.0	20.4	3.4

- 从改善角度看,通信、计算机、传媒整体占优。我们以归母净利增速、销售净利率、ROE的环比衡量景气度变化,通信在三要素下均环比改善幅度居前,传媒、电子改善幅度均优于全A(非),成长风格整体改善幅度最大。制造板块,机械、公用事业、电气设备改善幅度居前。消费板块,汽车改善幅度最大,农林牧渔虽然归母净利下降幅度较大,但盈利能力仍在改善。金融板块恶化最为明显,三要素均存在不同程度下滑。周期板块,建材、化工景气改善。
- ▶ 从绝对值角度看,通信、农林牧渔、电气设备整体占优。成长板块中,通信、电子、传媒归母净利增速转正,但ROE水平仍然较低。消费板块中,农林牧渔归母净利维持3位数正增速,医药、食饮增速转正,且三者的销售净利率与ROE存在高位修复。制造板块中,电气设备、机械、公用事业增速转正,国防军工维持正增长,但幅度收窄。周期与金融地产盈利表现缺乏亮点,整体盈利规模仍在萎缩。

数据来源:wind 方正证券研究所

点击进入My http://www.hibor.com.cr

# 通信细分景气:关注光模块、设备、云计算等



图表:通信主要细分领域景气度存在不同程度改善

				%)		净利增速	(%)	销售	争利率(T	TM ) %		ROE(TTM )	)%
	板块	2020Q 1	2020H 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)
	5G通信设备	-11.7	-0.9	10.8	-49.4	-1.3	48.1	5.5	6.0	0.6	11.3	12.7	1.5
	射频领域	12.1	17.1	5.0	37.1	36.0	-1.1	12.8	13.3	0.5	18.9	20.3	1 <u>.</u> 3
5G 硬件设备	光模块及器件	-10.7	21.1	31.8	-44.6	39.0	83.6	8.0	9.3	1.3	7.4	9.3	1.9
	网络建设	-23.3	-8.0	<b>15.</b> 3	-124.6	-46.6	78.0	-3.9	-3.8	0.1	-4.4	-4.3	0.1
	光纤光缆	-26.9	-11.1	15.8	-89.7	-45.1	44.6	-1.5	-1.5	0.0	-2.4	-2.3	0.1
5G 应用	云计算设备及DC	-8.6	9.4	18.0	-13.9	-4.0	9.9	1.6	1.6	0.0	2.0	2.2	0.2
9.6 <u>/</u> 亚州	物联网/车联网	-19.9	2.5	22.4	-53.4	-27.2	26.3	2.7	2.4	-0.3	3.0	2.7	-0.2
Į į	通信板块	-9.6	-0.7	8.9	-56.7	446.4	503.1	-0.9	1.5	2.4	-1.1	1.7	2.7
通信	- 剔除信威)	-9.6	-0.6	9.0	-55.1	-20.7	34.4	1.8	2.1	0.2	2.0	2.3	0.3

数据来源:wind、方正证券研究所

注:我们筛选细分板块核心公司构成分析样本,具体样本数据请联系方正策略团队

- ▶ **5G建设带来的行业景气周期趋势不变。** 随着Q2的复工复产,通信板块业绩环比出现大幅改。剔除\*ST信威后,板块归母净利增速依然有34PCT的改善幅度,此外,营收、净利率与ROE均出存在不同程度的改善。
- ▶ **5G建设进入高峰,先设备、后应用。**由于Q1对5G建设、生产的影响,主要设备商Q2积极补库,叠加5G建设高峰的到来,光模块、通信设备等细分领域景气快速改善,下半年盈利水平或将持续回暖。随着网络建设的加速, 5G应用端也将快"景博资讯速发现的石计算。如联网等板块业绩具备改善基础。

# 电子细分景气:关注PCB、消费电子、汽车电子



图表:电子细分Q2景气度存在分化

	营	收增速(	%)	归母	净利增速	(%)	销售	· 争利率(T	TM ) %	ROE(TTM)%			
板块	2020Q 1	2020H 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	
面板	-25.4	-9.3	16.1	-73.0	-66.9	6.1	1.5	0.3	<b>-1.</b> 2	1.2	0.2	1.0	
半导体	23.1	21.5	-1.5	82.1	106.2	24.2	7.4	8.9	1 <mark>.5</mark>	5.4	6.3	0.9	
LED	-23.8	-17.1	6.7	-52.8	0.9	53.8	3.5	4.8	1.3	3.5	4.5	.0	
PCB	6.3	13.0	<b>6</b> .7	34.8	35.0	0.2	8.4	8.8	0.4	12.6	13.7	.1	
汽车电子	9.4	17.5	8.2	-34.3	5.0	39.2	11.1	11.6	0.5	14.5	15.3	0.8	
安防	-8.4	0.6	9.0	0.0	12.6	12.6	18.3	18.8	0.5	23.2	24.5	.3	
其他消费电子	8.9	14.0	5.1	10.8	42.8	32.0	4.8	5.2	0.4	13.4	14.9	.5	
电子板块	-4.0	3.3	7.3	-10.9	17.9	28.8	2.9	3.2	<b>0.</b> 3	6.3	7.0	0.7	

数据来源:wind、方正证券研究所

- ▶ 5G周期带动板块景气向上,营收净利增速双双转正。Q2受益于海外经济解封和需求回暖,叠加 Q1封锁导致的刚性补库需求,板块在二季度经历了景气小高峰,多项财务指标显著回升。在5G建设大周期下,PCB、消费电子等都具有较强的业绩确定性。
- ▶ 面板价格走弱拖累板块景气度,半导体、电子元件受益产业链下游高景气。上半年由于海外面板需求大幅下滑,供需恶化下面板价格下降拖累生产企业,景气度改善幅度明显弱于行业,但随着韩企产能退出,未来存在改善预期。与此相反,5G产业链受益商用建设高峰,包括半导体、PCB、其他消费电子在内的细分领域二季度景气快速回升。此外,LED市场出

5G产业链受益商用建设局峰,包括半导体、PCB、其他消费电子在内的细分领域—李度景气快速回升。此外,LED市场:"慧博资讯"专业的投资研究大数据分享平台 "慧博资讯"专业的投资研究大数据分享平台 现分化,车用IFD MiniTFD等量价齐涨。

# 计算机细分景气:关注云计算、车联网、人工智能等



图表: 板块整体环比出现显著改善

	营	收增速(	<del>%</del> )	归母	净利增速	(%)	销售	争利率(T	TM ) %		ROE(TTM	)%
板块	2020Q 1	2020H 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)
云计算	1.5	14.2	12.7	-79.4	-18.8	60.6	4.6	4.8	0.2	6.3	6.9	0.5
车联网	-11.5	8.1	19.6	-52.2	37.7	90.0	12.4	13.7	1.4	9.4	10.8	1.4
信息创新	-19.1	0.3	19. <sub>4</sub>	-101.9	-48.5	53.4	6.2	5.8	-0.4	8.4	8.2	-0.2
人工智能	-28.8	2.5	31.3	-179.7	-22.7	157.0	2.3	3.7	1.5	1.8	3.2	1.3
金融Ⅱ	-20.4	-2.7	17.7	-85.3	-27.7	<b>5</b> 7.5	5.2	5.8	0.6	4.3	4.9	0.6
医疗信息化	-10.7	-5.7	5.0	-109.3	-46.8	62.4	-1.1	-1.3	-0.2	-0.9	-1.1	-0.2
信息安全	-21.3	-12.4	8.9	-199.8	-87.7	112.0	18.7	11.2	-7.5	10.4	6.1	-4.3
计算机板块	-14.2	0.2	14.4	-118.1	-44.5	73.6	2.1	2.1	0.1	2.1	2.2	0.1

- ➤ **疫情对板块H1业绩冲击犹在,但Q2存在大幅改善。**从业绩增速的绝对值来看,营收增速好刊日母净利增速,率先转正。 归母净利同比仍在下滑,但环比出现大幅改善,净利规模萎缩速度收窄。板块整体盈利质量环比仅窄幅回升,整体景气度 处于交后修复趋势中。
- ▶ 主要细分领域景气度环比均显著改善。云计算受益5G商用利好,下游需求增加,板块景气度高;车联网、金融IT、人工智能受益于产业政策催化,疫后景气度快速恢复。信息安全、医疗信息化、信息创新等板块受到下游企业客户疫后削减 IT "景博资费用支出的负债影响"数据然业绩增速环比有所回升,但销售净利率与净资产收益率环比仍在恶化。

# 传媒细分景气:关注游戏、视频、出版等



图表:疫情对影视板块影响仍未消退

	营	收增速('	%)	归母	净利增速	(%)	销售沿	争利率(T	TM ) %	ROE(TTM)%			
板块	2020Q 1	2020H 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020H 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	
游戏	17.2	18.0	<b>0</b> .8	44.9	77.5	3 <mark>2.5</mark>	15.5	20.5	5.0	11.0	14.4	3.4	
视频	2.3	0.5	-1.8	6.2	29.2	2 <mark>3.0</mark>	-4.6	-2.8	1.8	-4.2	17.2	21.4	
影视	-63.4	-65.9	-2.6	-176.9	-219.7	<b>-4</b> 2.8	-26.5	-42.9	-16.4	-14.7	-19.6	-4.9	
营销	13.0	15.4	2.4	-56.5	-24.9	31.7	3.5	3.4	-0.1	5.9	5.9	0.0	
出版	-12.7	-8.1	4.7	-38.1	-4.9	33.2	10.8	11.5	0.8	8.3	8.8	0.5	
传媒板块	-19.7	-16.1	3.6	-49.9	5.9	5 <mark>5.</mark> 9	-2.3	-1.3	1.0	-2.3	-1.3	1.0	

- 板块业绩企稳改善,但节奏相对缓慢。由于上半年疫情的反复,包括院线在内的线下娱乐产业复工复产速度显著之后,而游戏、视频等数字媒体板块占比较小,所以板块整体相对于其他经济部门受疫情的影响仍未消退,业绩曲线趋势相对平滑,销售净利率与ROE等盈利质量指标仍为负值。
- ▶ 游戏、视频超预期修复,影视业绩依旧低迷。游戏板块受益于在线时长的明显增加,叠加版号恢复,游戏行业供给端改善,供需两端增长带来业绩的显著增长。视频板块受益于上半年连续的爆款剧综推出,以及平均网络平台流量的增长,同时制作成本的下降推升经历了改善,板块整体盈利质量大幅提升。影视板块受上半年疫情影响最大,电影院线持续处于停工停产状态。上半年营收与归母净利规模均大幅下降,且Q2环比存在显著恶化。

#### 食品饮料细分景气:关注高端白酒、大众消费品



图表:板块整体展现高景气

		营	收增速(9	<b>%</b> )	归母	净利增速	(%)	销售	争利率(T'	rm ) %	ROE(TTM)%		
板	块	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020H 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)
	高端白酒	11.0	10.3	-0.7	17.1	14.5	-2.7	44.0	44.1	0.1	28.2	29.9	1.7
白酒	次高端白酒	-10.9	-11.4	-0.6	4.1	-0.9	-5.0	28.7	28.8	0.1	21.2	21.5	0.3
	中低端白酒	-12.1	-6.7	5.4	-37.0	-27.1	9.9	13.7	13.4	-0.3	13.7	13.7	0.0
	啤酒	-27.6	-7.2	20.3	-64.8	0.9	65.7	6.3	7.6	1.3	6.3	7.8	1.5
	乳制品	-11.3	3.3	14.6	-58.9	-11.9	46.9	5.2	5.7	0.5	14.4	16.6	2.2
大众消费品	休闲食品	24.5	24.9	0.4	10.7	64.3	53.6	7.6	9.6	2.0	18.6	24.7	6.1
	调味品	3.5	14.3	10.8	8.8	22.7	13.9	23.5	24.1	0.6	24.0	26.5	2.6
	肉制品	41.5	37.8	-3.7	13.9	31.7	17.8	6.0	6.3	0.3	23.7	27.4	3.8
食品饮	料板块	0.2	6.1	5.9	-0.7	9.8	10.5	17.1	17.5	0.4	18.8	20.4	1.6

- ➤ **疫后需求逐步恢复,业绩超预期改善。**Q2居民生活基本恢复正常,线下餐饮与零售端需求快速修复,叠加下游企业补库存需求,板块营收增幅环比Q1扩大。此外,受疫情影响,板块费用端存在阶段性下降,表现为销售净利率与ROE同样存在不同程度上升,整体盈利质量改善。
- ▶ 白酒内部分化,大众消费品集体复苏。白酒内部业绩表现出现明显分化,高端白酒业绩增速虽然环比下降,但依然维持两位数正增长,严烈利质量显著上升;次高端白酒业绩恶化,归母净利增速转负;中低端白酒虽然环比改善,但业绩增速依益博文、专业的投资研究大数据分享平台;次高端白酒业绩恶化,归母净利增速转负;中低端白酒虽然环比改善,但业绩增速依然为负。调味品、乳制品、啤酒在内的大众消费品板块景气度集体改善,主要受下游需求的恢复性增长。

#### 医药生物细分景气:关注防疫相关、医药消费、药研外包



图表:防疫相关细分领域景气度显著改善

	营	收增速( <sup>9</sup>	%)	归母	净利增速	(%)	销售	争利率(Ti	rm ) %		ROE(TTM)	%
板块	2020Q 1	2020H 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)
医疗器械	5.7	19.4	13.7	1.7	28.2	26.5	26.0	27.5	1.6	21.6	24.1	2.4
中药	-5.1	-6.3	-1.3	-30.4	-13.7	16.7	13.0	12.5	-0.5	12.3	11.9	-0.4
血制品	2.4	-0.7	-3.1	-3.0	-0.6	2.4	32.2	32.6	0.4	18.4	18.5	0.1
医疗服务	-39.5	-27.3	12.2	-295.6	<b>−95.8</b>	199.8	1.8	1.3	-0.5	2.0	1.4	-0.7
医疗检测	-5.2	32.5	37.7	-32.9	166.5	199.4	8.5	14.4	5.9	11.2	20.8	9.6
疫苗	-4.4	23.1	27.5	-6.4	35.8	42.2	13.9	14.8	0.9	16.2	16.8	0.6
医药分销	-2.4	-0.3	2.1	7.1	17.5	10.4	2.6	2.8	0.2	9.7	10.6	0.9
药店	23.3	24.2	0.9	30.9	35.7	4.8	6.0	6.3	0.3	15.2	16.4	1.2
创新药	13.0	11.1	-2.0	21.4	16.0	-5.4	21.8	21.9	0.1	18.3	18.6	0.3
CROCM O	14.7	24.9	10.2	7.9	79.1	71.2	17.8	22.0	4.2	11.9	15.3	3.4
医药消费	-4.0	9.9	13.9	16.8	34.9	18.1	33.3	34.3	1.1	21.9	23.5	1.5
原料药	25.8	22.3	-3.6	-13.8	32.8	46.6	15.4	18.0	2.6	12.1	14.7	2.6
医药生物板块	-7.7	-2.3	5.4	-18.0	10.6	28.6	5.7	6.6	0.9	7.4	8.5	1.1

数据来源:wind、方正证券研究所

》板块整体保持较高景气度,但内部存在明显分化。受防疫需求利好,上半年医疗器械、医疗服务、医疗检测、药店的需求 出现爆发式增长,迎来一波景气小高峰。与此同时,医疗服务、创新药、血制品、中药等则受到疫情一定冲击,但在 Q2 "慧博资讯出现了不同程度的景氛修复。整体来看,医药生物板块在此次疫情冲击中展现了必选消费的刚需属性,业绩存在极强的稳

点击进入。http://www.hibor.com.cn

# 汽车细分景气:关注整车、重卡



图表:汽车板块整体企稳复苏,但内部节奏存在分化

	营收增速(%)				归母净利增速(%)				TM ) %	ROE(TTM)%			
板块	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	
整车	-43.8	-18.2	25.6	-90.7	-18.2	72.5	3.1	3.6	0.5	6.1	7.4	1.2	
新能源	-14.0	-15.0	-1.0	-30.0	-22.2	7.7	7.8	7.4	<b>-</b> 0.4	10.6	9.6	1.0	
零部件	-23.5	-15.7	7.8	-46.8	-30.3	16.6	7.9	7.7	<b>-</b> 0.2	11.1	10.8	0.3	
重卡	-16.8	8.4	25.2	-43.3	-0.1	43.2	3.9	3.9	0.0	10.1	11.8	1.7	
汽车板块	-33.1	-13.5	19.6	-81.2	-30.4	50.8	2.5	2.8	0.2	4.8	5.2	<b>0.</b> 4	

- ▶ 板块景气度快速回升,业绩增速或已完成筑底。伴随Q2车企的复工复产,行业收入、净利规模降幅显著收窄,销售净利率与ROE环比小幅改善,行业整体景气度或已走出周期底部。
- ▶ 整车产销复苏带动盈利能力改善,重卡景气度优于行业。Q2乘用车销量同比增加2.4%,乘用车整车厂商营收增速环比显著上升,规模效应下,板块盈利能力同比回暖。重卡上半年营收增速率先转正,归母净利增速回升至0%,ROE水平行业最高,景气度显著高于行业整体。此外,虽然新能源汽车 Q2销量跌幅收窄,但营收增速继续恶化,净利增速仅小幅提升整体景气度仍为显著改善。零部件由于海外需求受到疫情冲击而恢复较慢,业绩增速虽然环比上升,但盈利质量仍在下降,景气度仍待复苏。

<sup>&</sup>quot;慧博资讯"专业的投资研究大数据分享平台

# 农林牧渔细分景气:关注生猪养殖、饲料、疫苗



图表:板块利润增速环比下滑,但仍保持极高景气度

	营	收增速(	%)	归母	净利增速	(%)	销售沿	· 争利率(T	TM ) %	ROE(TTM)%			
板块	2020Q 1	2020H 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	
生猪养殖	37.0	39.7	2.7	1,042.2	931.6	-110.6	16.4	19.1	2.7	28.9	35.3	6. <mark>4</mark>	
肉鸡养殖	-6.9	-7.9	-1.0	-34.9	-55.9	-20.9	29.9	25.3	-4.7	38.5	31.4	<b>−7</b> .1	
饲料	17.6	22.5	4.8	408.0	150.4	-257.6	5.9	6.6	0.7	16.6	19.5	2.9	
动物疫苗	26.6	25.8	-0.8	35.1	61.3	26.2	12.4	14.0	1.6	6.5	7.7	1.2	
种业	6.9	10.3	3.4	-52.5	-81.3	-28.8	-2.3	-2.1	0.1	-1.4	-1.4	0.0	
农林牧渔板块	16.2	23.1	6.9	397.6	185.3	-212.2	10.5	12.0	1.5	17.0	20.4	3. <mark>4</mark>	

- 板块整体保持高景气,但环比出现大幅下滑。板块营收增速扩大,归母净利保持3位数以上的高速增长,但增速环比Q1出现大幅下滑。从盈利质量来看,销售净利率与ROE均环比显著提升。整体来看,板块H1业绩虽然环比走弱,但仍保持极高景气度。
- ▶ 猪鸡表现分化,饲料、疫苗同样高景气。猪价持续高位运行支撑了生猪养殖板块盈利的连续告诉增长,虽然归母净利出现大幅下滑,但整体盈利质量仍在高位上升。此外,受益于生猪养殖行业的高景气,上游饲料、疫苗行业盈利同比修复。禽养殖板块业绩增速与盈利能力出现大幅下滑,主要原因是受疫情影响多地活禽交易市场关闭,价格持续处于低位。

# 机械设备细分景气:关注工程机械、专用设备



图表:细分领域景气度主要受下游景气度影响

	70/25 0/2			(700 11)								
	营	收增速(	%)	归母	净利增速	(%)	销售海	争利率(T	TM ) %		ROE(TTM)	)%
板块	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Н 1	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)	2020Q 1	2020Q 2	环比变化 (PCT)
工程机械	-10.8	17.9	28.7	-21.6	32.0	53.6	11.9	13.1	1.3	15.4	18.5	3.1
半导体设备	0.4	18.1	17.7	-42.4	17.6	60.0	11.3	12.2	0.8	7.3	8.4	1.1
通用自动化	-18.8	12.5	31.4	-28.3	8.4	36.7	14.2	14.2	0.1	9.9	10.7	0.8
光伏设备	19.7	21.1	1.4	15.2	21.9	6.7	10.9	10.8	0.0	9.1	9.3	0.2
锂电设备	-4.3	4.0	<b>8</b> .3	-17.6	-14.4	3.1	10.7	10.0	-0.7	11.4	10.9	-0.5
检测	-15.2	8.5	23.7	-123.8	-21.2	102.5	16.7	16.7	0.0	11.9	12.8	0.9
油气设备	24.7	10.1	14.6	824.4	90.3	-734.1	8.3	8.5	<b>0</b> .2	7.2	7.4	0.2
轨交	-13.9	-4.7	<b>9.</b> 2	-48.8	-20.8	28.0	5.9	5.8	-0.1	7.7	7.6	0.0
机械设备板块	-14.0	0.5	14.5	-44.1	7.5	51.6	3.8	4.7	0.9	4.3	5.5	1.2

数据来源:wind、方正证券研究所

- ▶ 收入、净利增速双双转正,盈利能力小幅改善。由于防疫需要,机械主要下游领域需求在 Q1被显著抑制,但随着Q2复工复产的推进,Q2板块景气度显著改善,H1收入与净利增速双双环比转正,销售净利率与ROE环比提升。
- ▶ 下游景气度向上传导,最终影响细分板块。机械设备行业根据下游应用场景的不同存在较多细分板块,并且下游景气度明显同步。具体来看,工程机械以及轨交受益于国内上半年铁路、基建投资增加,半导体、光伏、锂电等专用设备受益于下游产能扩张或资本开始上升,需求增长带动业绩回暖。油气设备在国内能源安全政策支持以及石油公司资本开始增长背景下自2018年开始,净利增速持续保持3位数以上正增长,但由于上半年油价大跌,石油开采资本开支下降,板块景气度等。1、5小的投资研究大数据分享平台

点击进入Minttp://www.hibor.com.cn



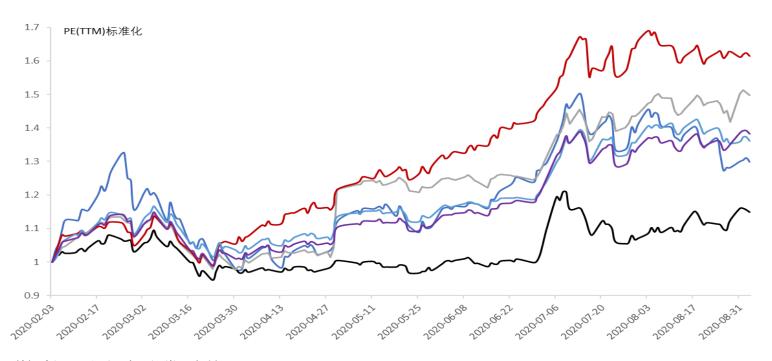


- 四 细分行业景气观察
- □ 盈利与估值的赛跑
- □ 行业配置思路

# 2月3日以来,A股估值持续扩张



——成长 —— 地产金融 —— 周期 —— 消费 —— 制造 —— 全部A股

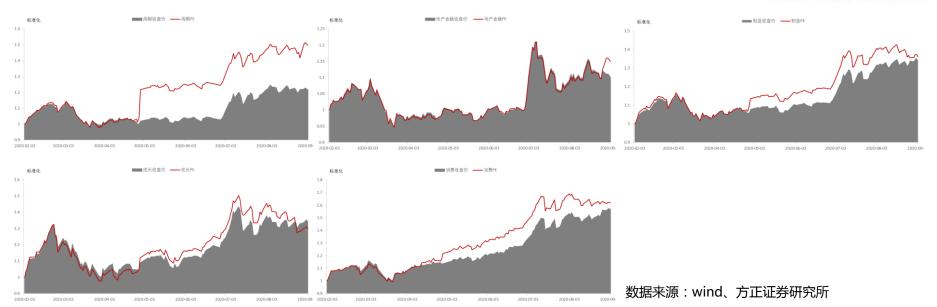


数据来源:wind、方正证券研究所

"慧博资讯"专业的投资研究大数据分享平台

#### 盈利与估值的赛跑

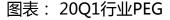


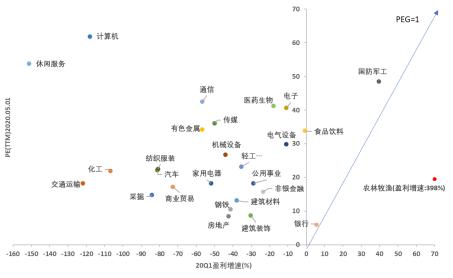


- ➤ 五大风格中,周期业绩大幅跑输估值,消费、制造业绩估值Q2收敛,成长业绩Q2反超估值,地产金融Q2业绩估值背离。我们将2月3日作为基准日,并对2月3日至9月3日的五大风格收盘价与市盈率做标准化处理,可以看到年初以来,估值端的大幅扩张是行情的主要驱动因素。周期板块自一季报开始,业绩显著跑输估值涨幅,严重拖累股价。地产金融板块在中报披露前业绩与估值相对匹配,但随着银行股中报盈利增速的大幅转负,估值跑赢业绩。消费、成长、制造板块业绩自
- "慧博资讯李报跑输始值研究日**在时报**业绩均有所改善,其中成长股业绩反超估值,消费、制造差距收敛。

# 业绩虽有改善,估值依然较高

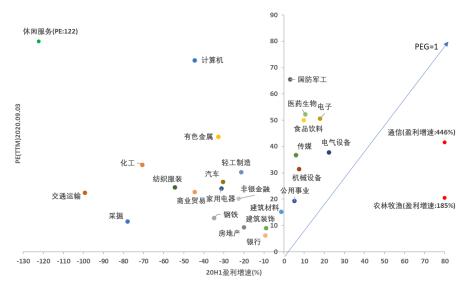






数据来源:wind、方正证券研究所

图表: 20H1行业PEG



数据来源:wind、方正证券研究所

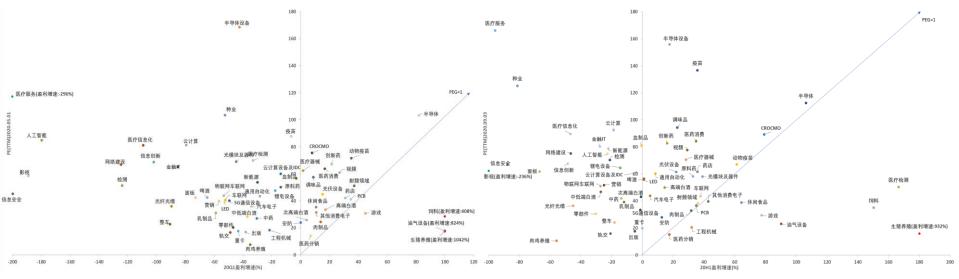
- ▶ **部分行业盈利增速转正,但估值业绩匹配度依然较低。**从估值与业绩匹配度来看,Q1多数行业由于盈利负增长导致 PEG为负。虽然二季度,食品饮料、医药生物、电子等高景气行业盈利增速率先修复转正,但Q2估值端延续此前扩张趋势。 整体来看,PEG虽有改善,但业绩短期仍难以填补估值前期扩张空间。
- "制度快来看」的通常存供处理对单定的大幅回升,PEG降至0-1区间,业绩估值匹配度改善。虽然部分消费、成长、制造风格行业。285G同样转正,但绝对值仍显著高于1,匹配度依然较弱。

#### 业绩虽有改善,估值依然较高



图表: 20Q1热门细分板块PEG

图表: 20H1热门细分板块PEG



数据来源:wind、方正证券研究所

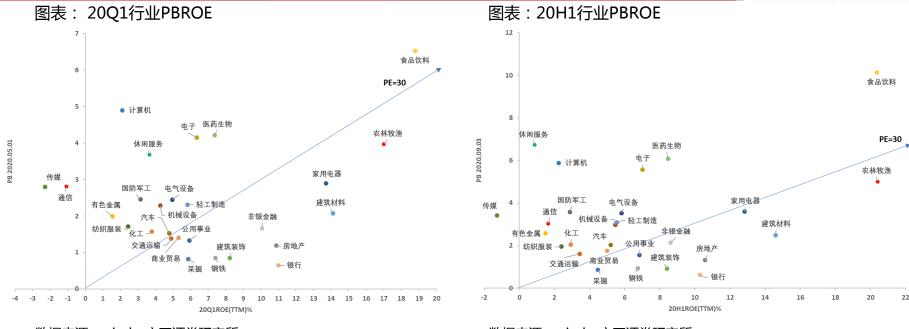
- ▶ 20Q1,游戏、饲料、油气设备、生猪养殖由于自身较高景气度,盈利增速并未明显受疫情冲击,估值与业绩匹配度。
- ▶ 20H1, **医药分销、医疗检测、工程机械、休闲食品、油气设备、消费电子**等细分领域业绩增速在Q2跑赢估值,业绩估值 匹配度改善。与此同时,更多行业盈利增速在Q2转正,但由于增速相对估值依然较低,匹配度较弱。

<sup>&</sup>quot;慧博资讯"专业的投资研究大数据分享平台



# 寻找盈利良好+低估值的高性价比行业





数据来源:wind、方正证券研究所

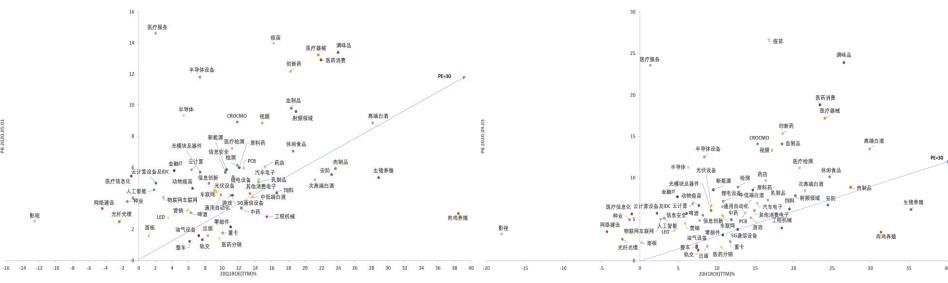
为据来源:wind、方正证券研究所

添加性边际收紧过程中,PB-ROE策略或具有超额受益。随着疫后经济的逐步复苏,疫情下的应激式货币政策难以维持,虽然货币政策合理充裕基调未变,但随着MLF与逆回购等政策利率有效性上升,流动性边际收紧确认,高盈利 +低估值组合具有较高性价比与安全垫。

#### 寻找盈利良好+低估值的高性价比行业







数据来源:wind、方正证券研究所

数据来源:wind、方正证券研究所

▶ PB-ROE策略下,关注禽畜养殖、工程机械、5G通信设备、医药分销、乘用车等细分领域。 虽然多数行业盈利能力在Q2环比出现明显改善,但高景气板块在Q2流动性充裕下受到市场追捧,估值端扩张快于盈利端修复,从而导致 Q2高性价比细分领域环比Q1显著减少。

"慧博资讯"专业的投资研究大数据分享平台

点<del>击</del>进入**闷** http://www.hibor.com.cn

# 少数板块业绩预测上调,未来业绩估值匹配度依然较弱



图表:细分领域业绩预测与估值变化

	细刀视线												
	营业收入调高 家数占比	净利润调高家 数占比↓	预测净利增速 Q2环比Q1变 化(PCT)	预测每股收益 Q2环比Q1变 化率	市盈率Q 2环比 Q 1变化	一致预测净利 润4周变化率 %)		营业收入调高 家数占比	净利润调高家 数占比↓	预测净利增速 Q2环比Q1变 化(PCT)	预测每股收益 Q2环比Q1变 化率	市盈率Q2环比 Q1变化	一致预测净利 润4周变化率 %)
视频	71.8%	86.2%	5.4	-0.2	0.2	2.1	营销	14.4%	31.8%	-75.2	-0.2	0.5	1.4
饲料	48.2%	77.0%	-4.3	0.0	0.0	-3.5	云计算设备及DC	29.0%	31.7%	3.6	0.0	0.0	2.4
工程机械	68.9%	73.3%	8.2	-0.1	0.2	3.7	云计算	29.8%	30.4%	-3.8	-0.1	0.1	-0.8
肉制品	96.4%	73.2%	38.8	0.2	0.2	4.0	信息安全	19.5%	30.4%	-5.0	-0.1	0.0	-2.8
CROCM O	68.7%	66.5%	6.7	0.0	0.3	1.8	半导体设备	37.5%	30.3%	-13.9	0.0	-0.1	-2.1
动物疫苗	52.5%	57.1%	16.6	0.1	-2.0	10.0	血制品	20.8%	27.0%	-3.0	-0.1	0.5	-1.5
休闲食品	54.8%	54.3%	7.3	0.0	0.2	2.3	锂电设备	17.8%	26.9%	-7.8	-0.1	3.4	-3.9
调味品	46.6%	53.0%	6.0	-0.1	0.5	3.9	医药消费	15.6%	25.9%	-0.2	-0.2	0.4	-1.0
生猪养殖	47.9%	50.8%	-69.4	-0.2	-0.2	-5.1	安防	15.8%	24.1%	3.7	-0.1	0.2	-1.9
光模块及器件	55.7%	50.4%	-1.4	0.0	-0.2	0.9	检测	32.8%	22.9%	-3.3	-0.1	0.4	-1.3
疫苗	38.9%	46.8%	28.2	0.1	2.1	5.9	零部件	32.6%	22.8%	2.0	0.0	0.5	-0.7
金融Ⅱ	28.8%	43.2%	5.3	-0.1	0.2	0.0	整车	25.0%	21.3%	35.3	0.3	0.2	3.7
医疗检测	44.8%	42.9%	118.7	0.6	0.1	30.4	PCB	20.1%	18.8%	-19.2	-0.2	-0.1	-1.0
半导体	28.4%	42.3%	-1.8	-0.1	0.4	-30.9	5G 通信设备	4.4%	17.6%	-4.3	0.0	-0.2	-2.9
游戏	35.1%	40.1%	-2.5	0.0	0.5	-1.0	高端白酒	14.5%	17.2%	0.0	0.0	0.6	0.5
光伏设备	62.5%	39.1%	23.4	-0.1	0.6	1.5	新能源	17.4%	17.0%	-12.5	-0.1	-0.1	-7.8
重卡	48.0%	38.1%	1208.3	0.0	-0.5	7.0	次高端白酒	12.7%	16.1%	-4.4	0.0	0.7	-0.2
啤酒	6.0%	37.6%	-0.2	0.0	1.8	3.9	油气设备	35.6%	15.7%	-120.6	-0.4	-0.3	-27.4
原料药	42.8%	37.2%	7.1	-0.1	0.2	1.7	医疗信息化	17.0%	14.9%	-4.5	-0.2	0.0	-1.0
射频领域	16.6%	37.2%	14.0	-0.2	-0.1	-0.4	面板	9.3%	14.4%	-20.5	-0.2	-0.5	-1.8
创新药	28.2%	37.2%	-2.9	-0.1	0.3	-0.6	中药	13.4%	12.9%	-10.7	-0.1	0.6	-7.2
车联网	16.6%	36.9%	22.7	-0.1	0.5	0.8	LED	5.0%	11.1%	72.7	-0.1	1.9	-8.0
轨交	43.8%	36.6%	17.3	0.0	0.4	0.2	影视	8.8%	10.5%	-71.6	-0.3	-0.8	-124.4
信息创新	34.1%	36.6%	56.8	-0.2	0.0	-1.9	出版	19.7%	10.3%	-3.8	0.0	0.2	0.7
医疗器械	38.0%	35.8%	1.8	-0.1	0.2	-1.6	肉鸡养殖	8.3%	8.3%	-17.1	-0.3	0.4	-11.9
药店	52.1%	35.7%	1.6	-0.2	0.5	1.2	光纤光缆	7.5%	8.3%	-15.1	0.0	0.1	-15.9
物联网车联网	46.1%	33.7%	-13.9	-0.2	0.0	-2.0	医疗服务	4.2%	7.7%	-34.3	-0.4	0.3	-19.6
汽车电子	29.1%	33.6%	-1.4	-0.2	0.2	-1.2	中低端白酒	7.5%	7.1%	-1.3	-0.1	0.5	-3.3
种业	36.7%	33.3%	-9.0	-0.1	0.2	-2.4	人工智能	5.7%	6.7%	-3.5	0.0	0.1	-4.6
通用自动化	29.3%	32.5%	6.6	-0.2	0.5	1.6	乳制品	18.5%	6.1%	-9.7	-0.1	0.1	-5.1
医药分销	32.5%	32.4%	0.0	-0.1	0.1	0.1	网络建设	25.0%	0.0%	-118.5	-0.3	-4.6	0.0
上其他消费电子		好班%大数	据分享平	-0.1	0.3	0.2							

数据来源 wind ,方正证券研究所





- 四 细分行业景气观察
- □ 盈利与估值的赛跑
- □ 行业配置思路

#### 估值承压,寻找业绩安全垫



- 自上而下角度看,中短期内流动性不再过度宽裕,叠加风险事件将共同对风险偏好形成抑制,高估值板块存在较大回调风险,市场核心驱动将从流动性透量转向基本面。中报业绩虽然整体环比改善,但估值 -业绩矛盾并未缓解。我们认为,流动性承压下,投资者将寻找具有更加坚实的基本面支撑行业,后续或将关注重点转向EPS。
- 基于以上大势研判观点,结合当前的行情结构特征,我们建议关注两条主线:
- 1)对于高估值担忧情绪增加,看好低估值+顺周期行业。在当前宏观环境下,经济复苏趋势在逐步确认,顺周期行业中长期内具备较强景气确定性和盈利弹性,在合理估值水平下,未来透量的确认会带来较高的反弹空间。 建议关注建材、化工、银行、房地产等。
- 2)随着行业景气修复,看好能够消化高估值的绩优行业。前期经济刺激政策效用持续缓释,行业景气度也在同步修复,部分高估值行业随着盈利的快速回升,估值矛盾或将得到缓解。建议继续关注电子、医药生物、通信、农林牧渔、食品饮料等。



#### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,保证报告所采用的数据和信息均来 自公开合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行 人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论,但使 用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

#### 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国(香港和澳门特别行政区、台湾省除外)发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下,本报告的内容不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求,方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。

"慧博资讯"专业的投资研究大数据分享平台



本报告版权仅为方正证券所有,本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权,任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容,不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据,不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告,需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

#### 公司投资评级的说明

强烈推荐:分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐:分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性:分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持:分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

#### 行业投资评级的说明

推荐:分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性:分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持:分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

"慧博资讯"专业的投资研究大数据分享平台

联系人: 胡国鹏 huguopeng@foundersc.com

#### 方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

http://www.hibor.com.cn