

2020 年 09 月 07 日

2020 年中报后，分析师一致预期有哪些变化

——申万宏源金工量化周报 20200906

权益量化研究

证券研究报告

相关研究

证券分析师

孙凯歌 A0230519100005
sunkg@swsresearch.com

联系人

孙凯歌
(8621)23297818×23297397
sunkg@swsresearch.com

本期投资提示：

- **2020 年中报之后，分析师一致预期有哪些变化：**2020 年中报数据显示，A 股上市公司盈利修复显著，边际改善明显，创业板盈利增速率先复苏，归母净利润增速大幅提升；2020 年中报之后，主要板块一致预期盈利、盈利增速均有所下调。
- **市场存在短期调整风险。**根据申万宏源金工择时模型，主要宽基指数短期偏空，存在调整风险。从各宽基指数均线排列及均线缠绕状态判断，创业板维持强趋势，但趋势线已接近临界阈值，其余指数已是弱趋势状态；从择时信号来看，主要宽基指数短期信号偏空，警惕市场短期回调风险。
- **风格轮动方面，建议均衡配置。**我们根据行业相关性将市场划分为金融、周期、消费、成长等四大风格板块，从目前各板块相对强弱位置来看，消费强势风格延续，金融板块逐渐走强，当前二者处于超配区域，成长、周期板块逐渐走弱，金融与成长收益差有收敛迹象，建议均衡配置。
- **9 月行业轮动组合配置食品饮料、家用电器、农林牧渔、银行。**根据申万宏源金工行业轮动模型，9 月份继续配置消费、金融板块，行业组合包括食品饮料、家用电器、农林牧渔、银行等，配置权重分别是 30%、30%、30%、10%。8 月行业轮动组合完美收官，累计跑赢基准 4.39%。上周行业轮动组合累计收益-2.25%，行业等权组合收益-0.74%，相对基准超额收益-1.51%。
- **因子监控体系显示，成长因子收益回撤，小市值风格持续占优。**大小规模风格来看，上周四种宽基成分内，小市值风格持续占优；从价值风格角度，估值、分红因子在不同指数成分内表现不一，估值、分红因子在沪深 300 中表现较好，其余指数成分内有效性较弱；盈利、成长因子持续回撤，在中证 500、中证 1000 成分内因子多头组合均跑输基准；量价因子方面，波动率、流动性因子表现较好，低波动组合收益相对更高。
- **今年中证 500 增强组合跑赢基准 11.92%。**上周沪深 300 增强组合绝对收益-1.83%，跑输基准 0.3%，年初至今超额收益 9.09%；中证 500 增强组合绝对收益-1.45%，年初至今累计跑赢基准 11.92%；中证 1000 增强组合收益-0.78%，年初至今跑赢基准 10.43%。
- **北向资金净流出 222.62 亿元，逆市增持钢铁、轻工制造、化工等行业。**上周北上资金净流出 222.62 亿，南下资金净流入 160.9 亿。其中，上周沪港通中的北上资金流出 134.16 亿，南下资金流入 53.19 亿；深股通中的北上资金流出 88.46 亿，南下资金流入 107.74 亿。上周北上资金增减持排名前三的行业为钢铁、轻工制造、化工，北上资金增减持排名后三的有休闲服务、农林牧渔、建筑材料。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 中报之后，分析师一致预期有哪些变化	4
1.1. 2020 年中报显示，A 股上市公司盈利边际修复	4
1.2. 2020 年中报后，一致预期盈利、盈利增速均有所下调	6
2. 择时：主要宽基存在短期调整风险	8
3. 风格轮动：建议均衡配置.....	9
4. 行业轮动：9 月行业轮动组合配置食品饮料、家用电器、 农林牧渔、银行.....	10
5. 风格因子跟踪：成长因子收益回撤，小市值风格继续占优	11
6. 多因子指数增强：今年中证 500 增强组合跑赢基准 11.92%	14
7. 沪深港通资金：北向资金净流出 222.62 亿元，逆市增持 钢铁、轻工制造、化工等行业	15

图表目录

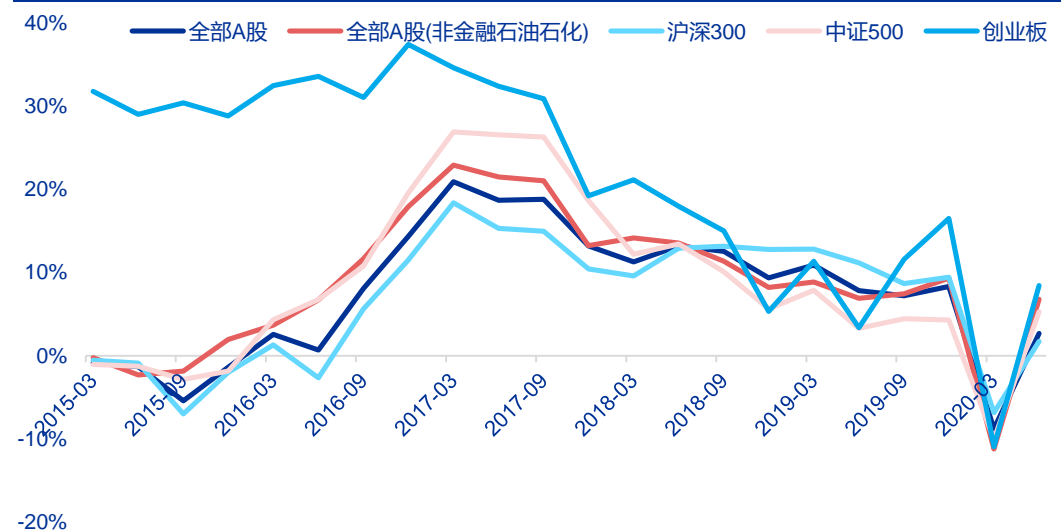
图 1：经营回暖，A 股主要板块营业收入同比大幅改善	4
图 2：2020Q2 A 股盈利能力改善明显，创业板单季度 ROE 大幅提升	4
图 3：2020Q2 A 股归母净利润增速边际修复显著	5
图 4：创业板率先复苏，归母净利润增速大幅提升	5
图 5：2020Q1 财报后，主要板块 2020 年度 EPS 预测值下调	6
图 6：2020Q2 主要板块一致预期 PE 相比一季度有所上升	6
图 7：主要板块一致预期净利润同比增速下调	7
图 8：2020 中报之后，一致预期 PEG 继续拉升	7
图 9：主要宽基存在短期调整风险	8
图 10：金融、周期、消费、成长风格四象限风格轮动状态图	9
图 11：行业轮动组合历史表现（2010.12.31-2020.9.4）	10
图 12：上周风格因子多头组合超额收益（周频、2020.8.31-2020.9.4）	11
图 13：上周风格因子多空组合收益（周频、2020.8.31-2020.9.4）	12
图 14：上周风格因子 Rank_IC（周频、2020.8.31-2020.9.4）	12
图 15：年初至今风格因子 Rank_IC 均值（月频、2020.1.1-2020.8.31）	13
图 16：历史区间风格因子 Rank_IC 均值（月频、2010.1.1-2020.8.31）	13
图 17：上周各指数增强组合表现（2020.8.24 -2020.9.4）	14
图 18：年初至今各指数增强组合表现（2020.1.1-2020.9.4）	14
图 19 沪深港通资金累计净流入情况	15
图 20：沪深港通资金持股比例前十	15
图 21：北上资金增减持排名前六和后六的行业（周度）	16

1. 中报之后，分析师一致预期有哪些变化

1.1. 2020 年中报显示，A 股上市公司盈利边际修复

2020Q2 财报数据显示，A 股主要核心板块企业经营状况得到改善，单季度营业收入同比由负转正。2020Q1 上市公司营业收入水平经历断崖式下降，同比增速跌至 2015 年以来最低点；2020 二季度数据显示，上市公司营收显著修复，从单季度指标来看，主要核心板块单季营收增速已全部转正，其中创业板指复苏最为显著，单季度营业收入同比增长由一季度-10.9%提升至 8.4%。

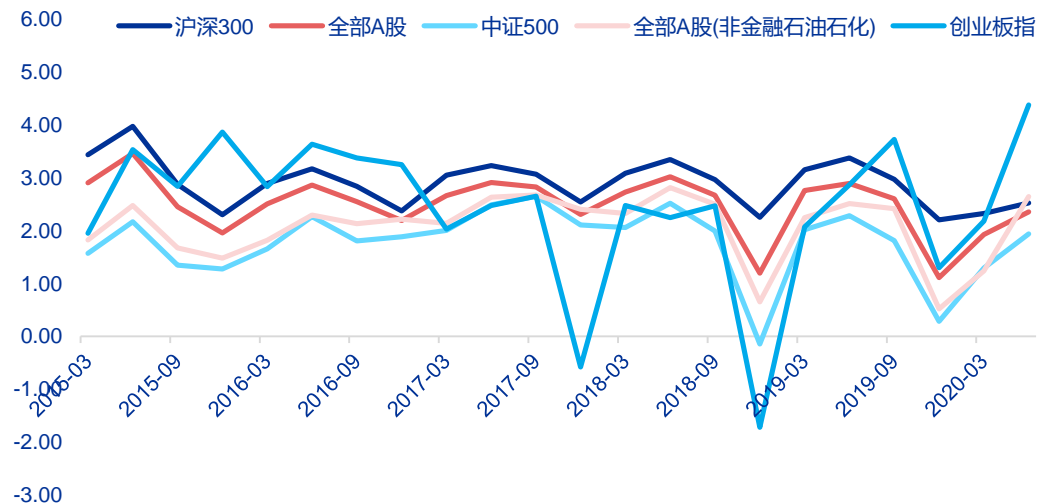
图 1：经营回暖，A 股主要板块营业收入同比大幅改善



资料来源：申万宏源研究，单位：%

A 股盈利能力改善明显，主要板块净资产回报率 ROE 均有所改善。2020Q1 全 A 股-非金融两油 单季度 ROE 降至 1.24%，2020Q2 回升至 2.65%，上市公司盈利能力有所修复，宏观经济弱复苏逐渐验证；具体分板块来看，创业板盈利恢复最为明显，2020Q2 创业板指成分股单季度 ROE 已回升至 4.39%，位于 A 股主要核心板块前列。

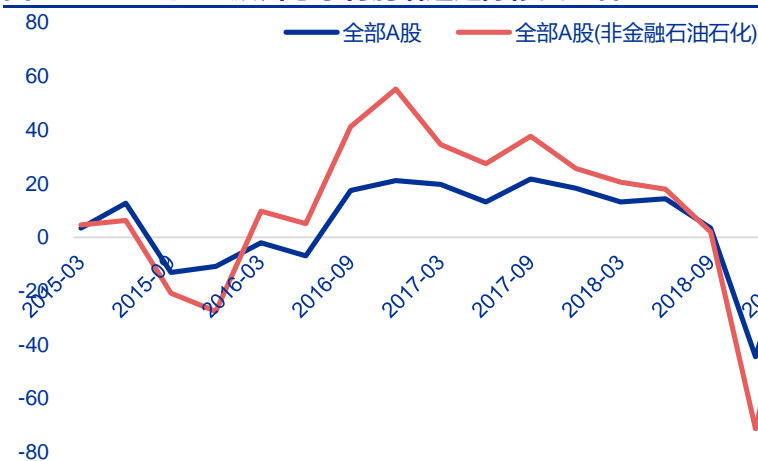
图 2：2020Q2 A 股盈利能力改善明显，创业板单季度 ROE 大幅提升



资料来源：申万宏源研究，单位：%

2020 年中报显示，A 股上市公司盈利增速修复显著。受新型冠状病毒引发的肺炎疫情影响，2020Q1 上市公司归母净利润大幅下滑，剔除金融石油石化全 A 增速为-42%；相比一季度，2020Q2 市场盈利明显好转，全 A（非金融石油石化）同比增速由负转正，单季度增速为 9.5%，上市公司盈利修复显著。

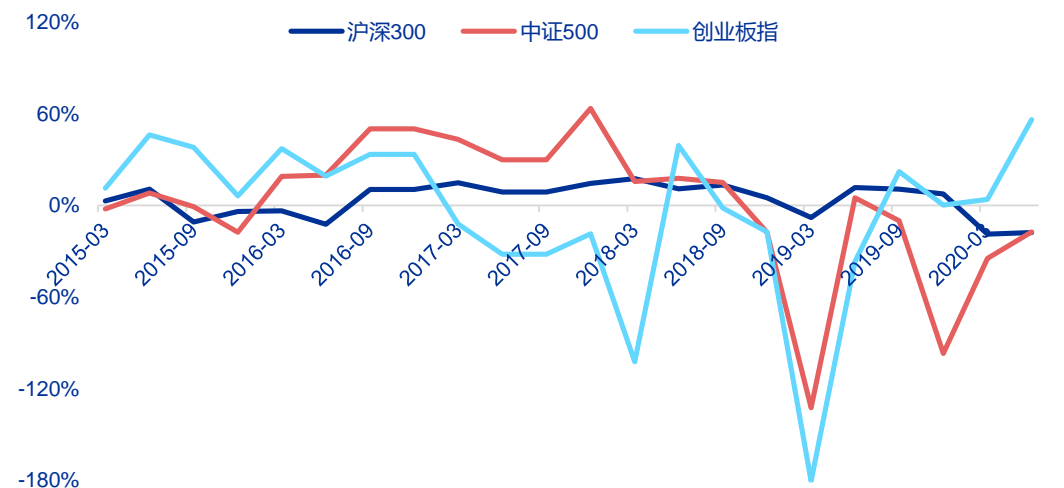
图 3：2020Q2 A 股归母净利润增速边际修复显著



资料来源：申万宏源研究，单位：%

分板块来看，创业板盈利增速率先复苏，归母净利润增速大幅提升。2020Q2 创业板指成分股盈利能力大幅提升，单季度归母净利润增速达 56.8% 相比一季度 3.9% 增长显著；此外，沪深 300、中证 500 利润二季度增速单季归母净利润同比增速分别为-17.6%、-17.3%，相比于一季度（-18.8%、-34.7%）均有所恢复。

图 4：创业板率先复苏，归母净利润增速大幅提升

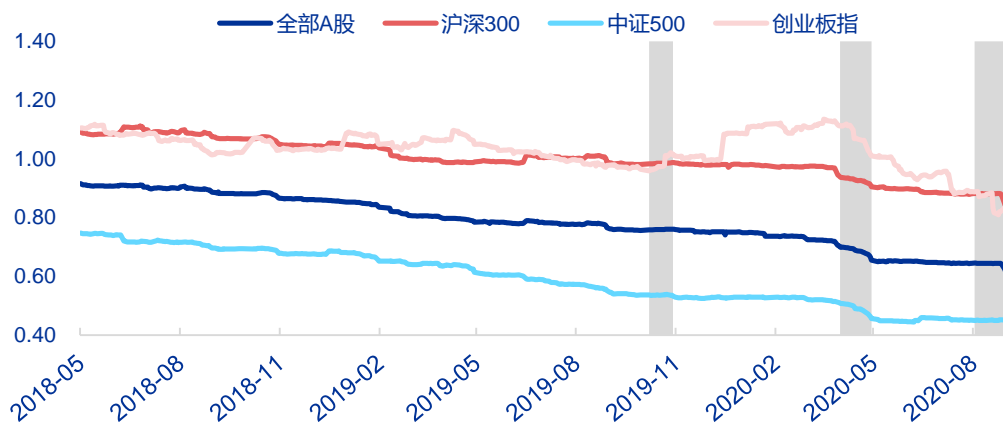


资料来源：申万宏源研究

1.2. 2020 年中报后，一致预期盈利、盈利增速均有所下调

盈利能力方面，主要板块 2020 年一致预期 EPS 持续下调。2020Q1 财报披露后，主要板块 EPS 预期均出现下降，其中创业板指下降幅度较大，分析师对 2020 年创业板指成分股一致预期 EPS 从年初高点 1.09 调整至 1.01。2020Q2 财报披露后，创业板指预期 EPS 进一步下调整 0.84。同期，分析师对全 A、沪深 300、中证 500 EPS 预期也均进行不同程度下调。

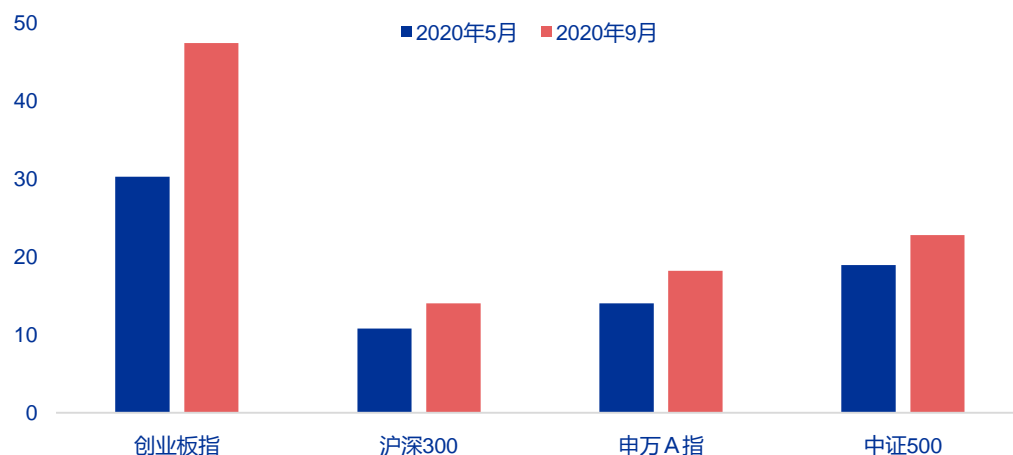
图 5：2020Q1 财报后，主要板块 2020 年度 EPS 预测值下调



资料来源：申万宏源研究，朝阳永续

板块估值方面，2020Q2 上市公司一致预期 PE 有所上升，与盈利预期下调有关。截至 2020 年 9 月 4 日，主要板块 PE 预测值均有所提升，全部 A 股一致预期 PE 由一季度末 12.3 提升至 18.2，创业板指一致预期 PE 由 24.3 提升至 47，板块估值高企反映出市场对上市公司业绩边际改善的充分预期。

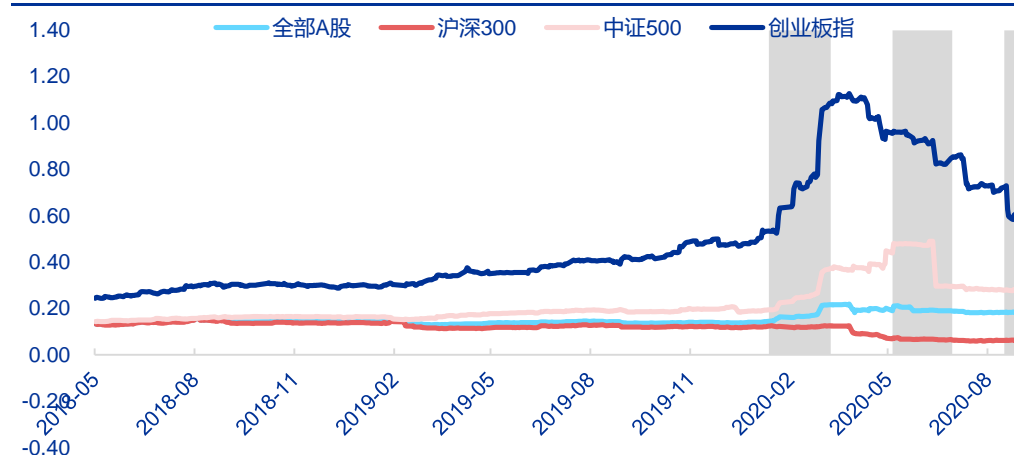
图 6：2020Q2 主要板块一致预期 PE 相比一季度有所上升



资料来源：申万宏源研究，朝阳永续

净利润增速方面，分析师对于主要板块 2020 年净利润增速预期均有所下调，其中中证 500 和创业板指下调幅度最大。值得注意的是，中证 500 一致预期净利润增速下调主要发生在 2020Q1 财报披露之后，在 2020Q2 财报披露后，全 A 和沪深 300 预期净利润增速出现下调，分别降至 11.3% 和 -1.98%；2020Q2 区间内，创业板指净利润预期增速持续调低，截至 2020 年 9 月 4 日，预测值已由 2020Q1 季度末 109% 下调至 63.9%。

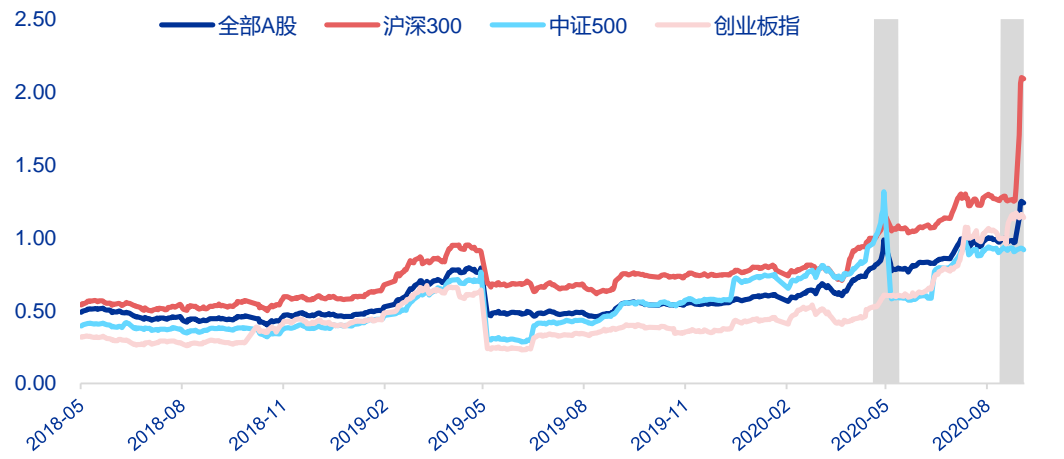
图 7：主要板块一致预期净利润同比增速下调



资料来源：申万宏源研究，朝阳永续

考量估值与成长预期，主要板块 PEG 持续拉升，沪深 300 PEG 增幅最大，主要是由于沪深 300 增速疲软。2020Q2 财报披露后，由于主要板块估值抬升，利润预测增速下滑，导致一致预期 PEG 均出现一定程度拉升，其中沪深 300 一致预期 PEG 已攀升至 2.1 左右，其余板块 PEG 维持在 1.0 附近，整体仍处于相对合理区间。

图 8：2020 中报之后，一致预期 PEG 继续拉升



资料来源：申万宏源研究，朝阳永续

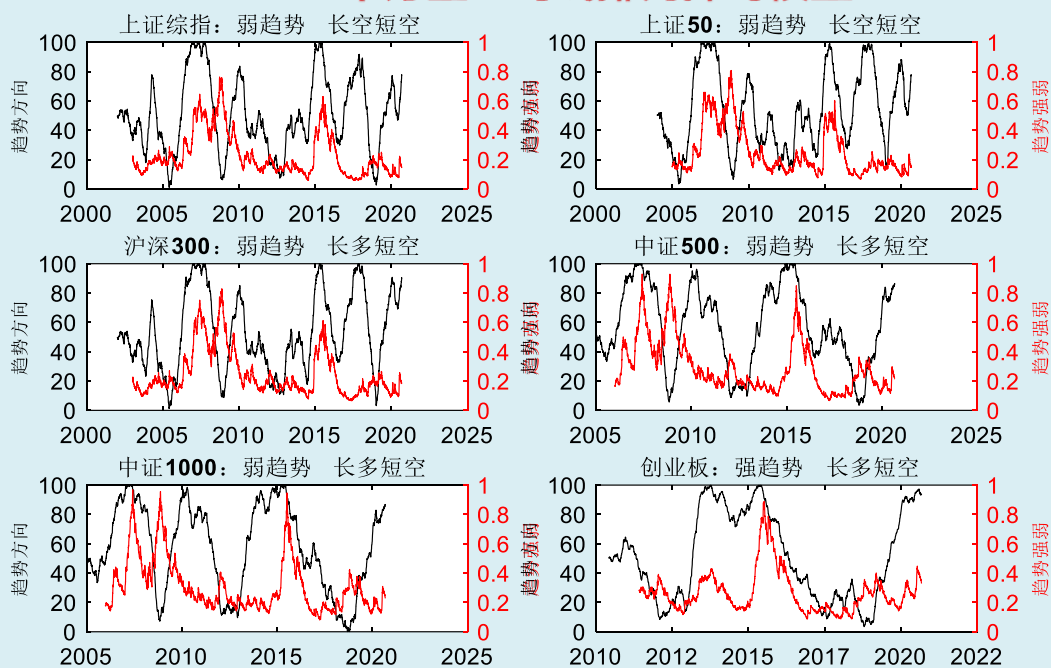
总的来看，分析师对于后市观点仍不为乐观。2020Q1 财报披露后，主要板块盈利预期、盈利增速预期均被下调，板块估值 PE、PEG 预测值相应抬升，尤其创业板盈利增速预期持续下调，板块成长优势有所减弱。

2. 择时：主要宽基存在短期调整风险

根据申万宏源金工择时模型，主要宽基指数短期偏空，存在调整风险。从各宽基指数均线排列及均线缠绕状态判断，创业板维持强趋势，但趋势线已接近临界阈值，其余指数已是弱趋势状态；从择时信号来看，主要宽基指数短期信号偏空，警惕市场短期回调风险。

图 9：主要宽基存在短期调整风险

申万金工均线排列择时模型

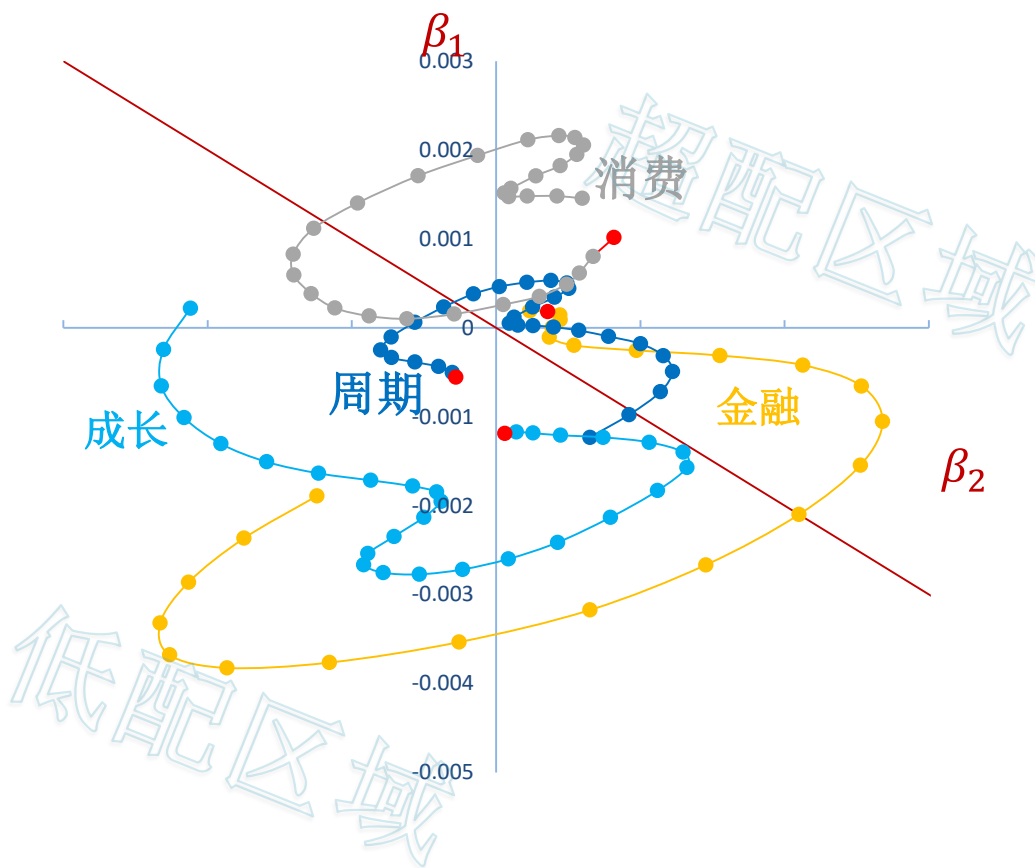


资料来源：申万宏源研究

3. 风格轮动：建议均衡配置

我们根据行业相关性将市场划分为金融、周期、消费、成长等四大风格板块，从目前各板块相对强弱位置来看，消费强势风格延续，金融板块逐渐走强，当前二者处于超配区域，成长、周期板块逐渐走弱，金融与成长收益差有收敛迹象，建议均衡配置。

图 10：金融、周期、消费、成长风格四象限风格轮动状态图

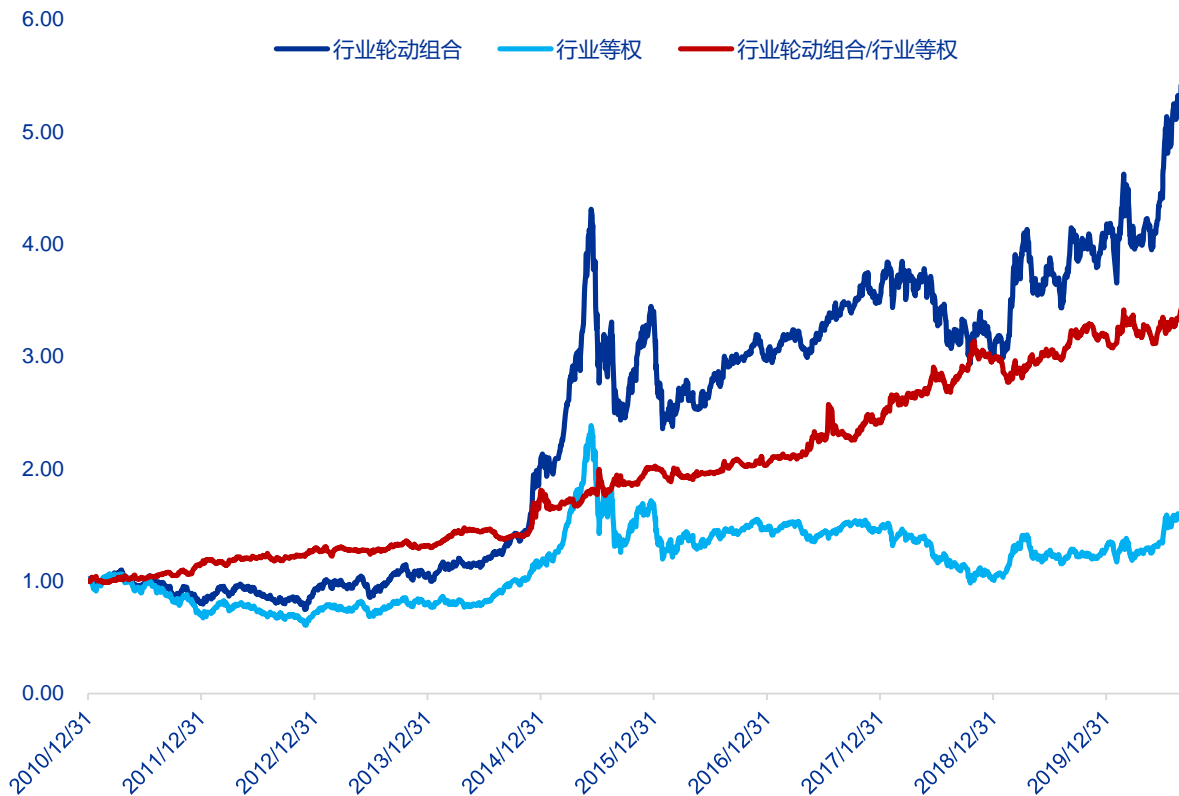


资料来源：申万宏源研究，注：以上风格划分以行业聚类得到，图中每一点代表一日数据，起点为 2020 年 7 月 7 日，红色为终点 2020 年 9 月 4 日（所有风格沿逆时针方向移动）。横轴 β_2 为相对强弱曲线二阶导数替代指标，纵轴 β_1 为相对强弱曲线一阶导数替代指标，红色直线为边界线，直线右上方（越远越好）建议超配该风格，反之低配。

4. 行业轮动：9 月行业轮动组合配置食品饮料、家用电器、农林牧渔、银行

根据申万宏源金工行业轮动模型，9 月份继续配置消费、金融板块，行业组合包括食品饮料、家用电器、农林牧渔、银行等，配置权重分别是 30%、30%、30%、10%。8 月行业轮动组合完美收官，累计跑赢基准 4.39%。上周行业轮动组合累计收益-2.25%，行业等权组合收益-0.74%，相对基准超额收益-1.52%。

图 11：行业轮动组合历史表现（2010.12.31-2020.9.4）



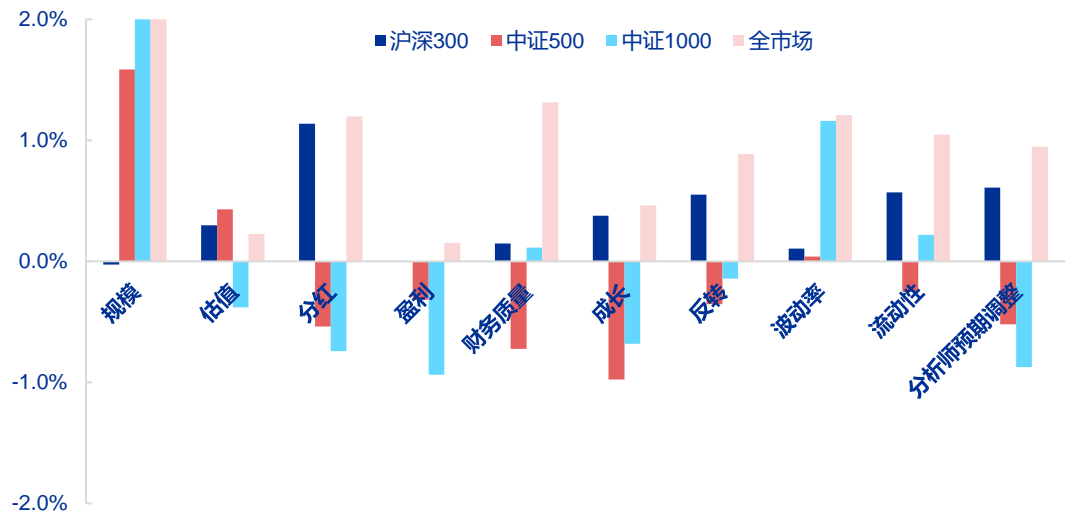
资料来源：申万宏源研究

5. 风格因子跟踪：成长因子收益回撤，小市值风格继续占优

根据申万金工因子监控体系，从因子数据库中筛选有效性较强的 33 个细分因子，经过市值行业中性化，去极值、标准化等预处理，合成规模（负向）、估值（正向）、分红（正向）、盈利（正向）、财务质量（正向）、成长（正向）、反转（负向）、波动率（负向）、流动性（负向）、分析师一致预期（正向）等 10 大类风格因子，观测沪深 300、中证 500、中证 1000 以及全市场样本内因子收益和风格变化。

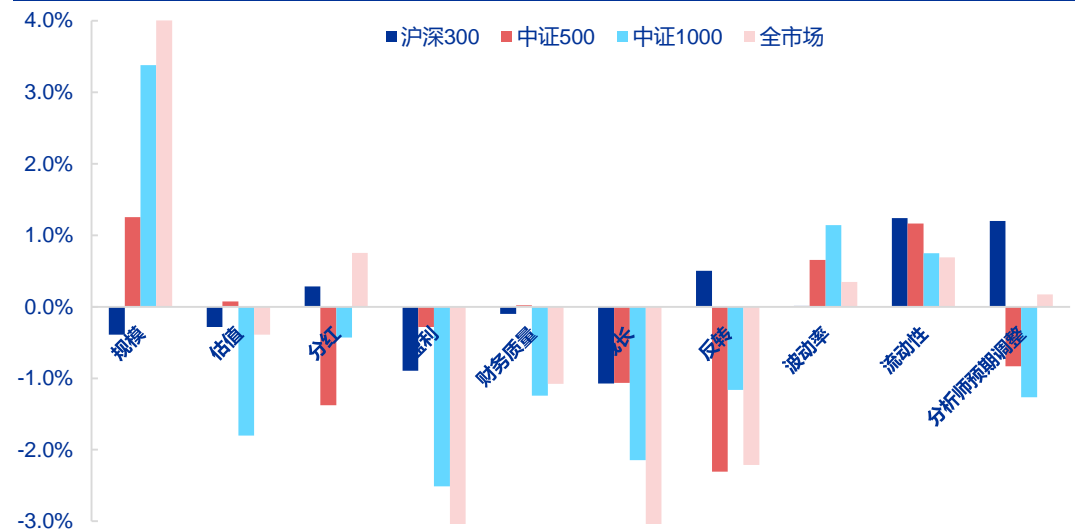
我们将沪深 300、中证 500、中证 1000、全市场等 4 种样本空间内股票按照风格因子从小到大排序分成 10 组（其中沪深 300 分 5 组），分别计算组合收益、因子与下期收益相关性，衡量风格因子有效性。上周因子表现来看，大小规模风格方面，在四种宽基成分内，小市值风格持续占优；从价值风格角度，估值、分红因子在不同指数成分内表现不一，在沪深 300 中表现较好，其余指数成分内有效性较弱；盈利、成长因子持续回撤，在中证 500、中证 1000 成分内因子多头组合均跑输基准；量价因子方面，波动率、流动性因子表现较好，低波动组合收益相对更高。

图 12：上周风格因子多头组合超额收益（周频、2020.8.31-2020.9.4）



资料来源：申万宏源研究

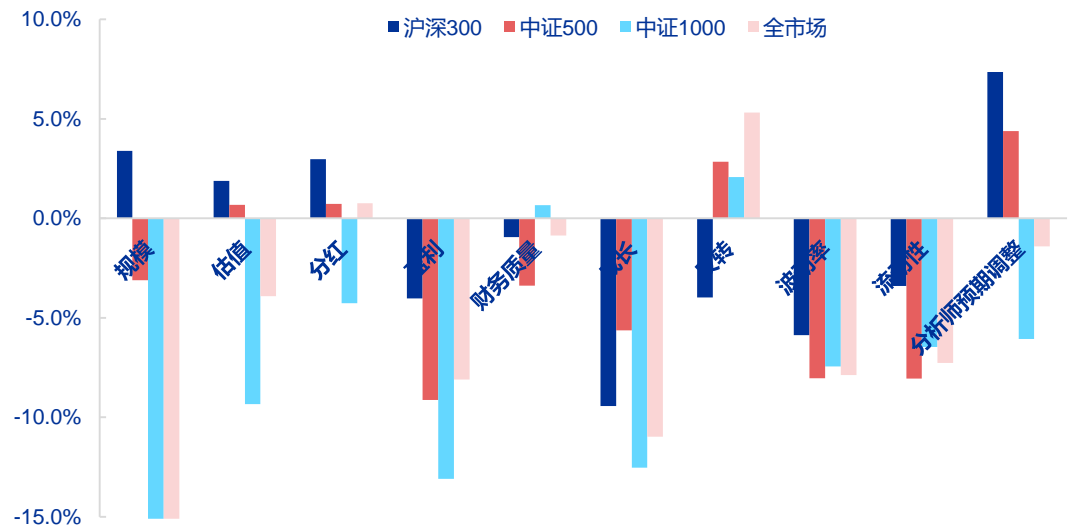
图 13：上周风格因子多空组合收益（周频、2020.8.31-2020.9.4）



资料来源：申万宏源研究

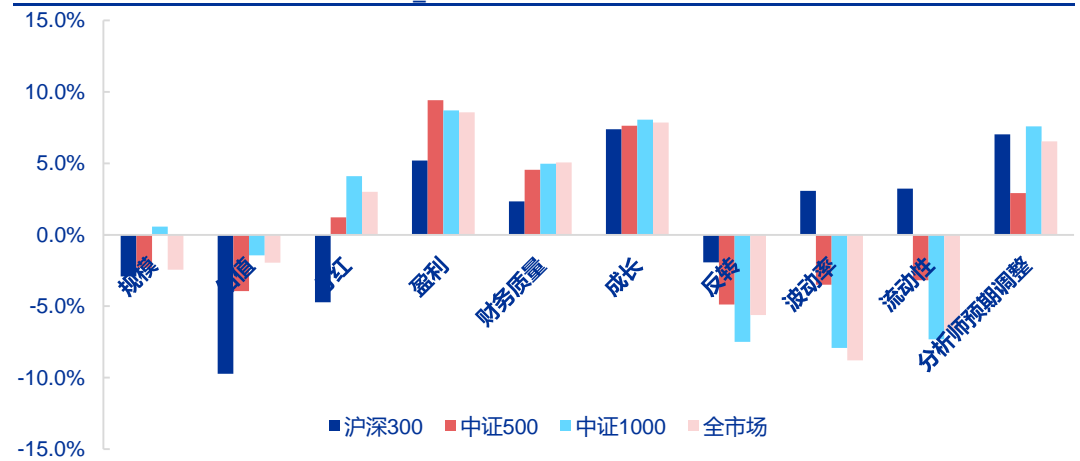
在四种宽基指数成分股内，计算风格因子 RankIC，观察近期风格因子在不同样本空间中选股能力。**2020 年年初至今，盈利、财务质量、成长、反转、分析师预期调整等大类风格因子选股能力较高。**此外，计算 2010 年至今风格因子月度 RankIC，结果显示，大类风格因子具有长期有效性。

图 14：上周风格因子 Rank_IC（周频、2020.8.31-2020.9.4）



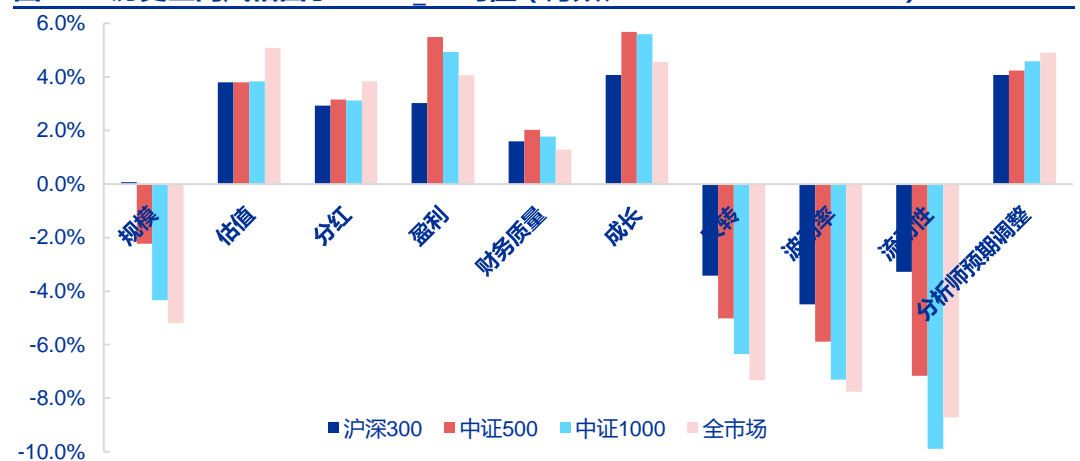
资料来源：申万宏源研究

图 15：年初至今风格因子 Rank_IC 均值（月频、2020.1.1-2020.8.31）



资料来源：申万宏源研究

图 16：历史区间风格因子 Rank_IC 均值（月频、2010.1.1-2020.8.31）

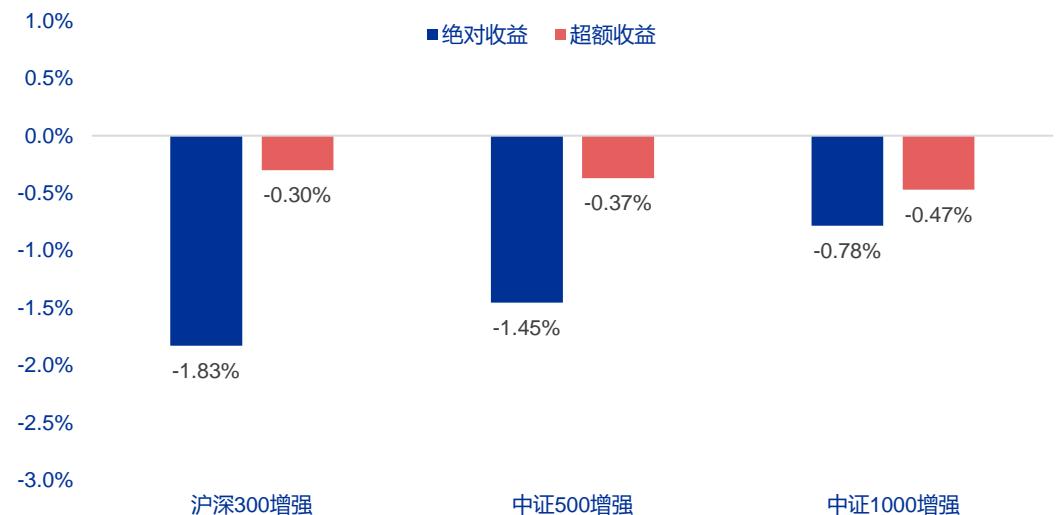


资料来源：申万宏源研究

6. 多因子指数增强：今年中证 500 增强组合跑赢基准 11.92%

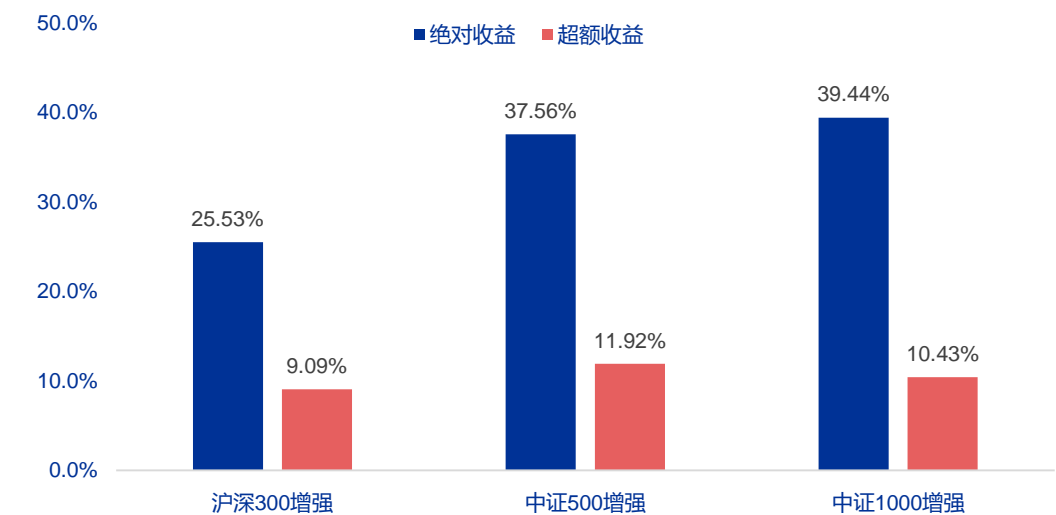
上周沪深 300 增强组合绝对收益-1.83%，跑输基准 0.3%，年初至今超额收益 9.09%；中证 500 增强组合绝对收益-1.45%，年初至今累计跑赢基准 11.92%；中证 1000 增强组合收益-0.78%，年初至今跑赢基准 10.43%。

图 17：上周各指数增强组合表现（2020.8.24 -2020.9.4）



资料来源：申万宏源研究

图 18：年初至今各指数增强组合表现（2020.1.1-2020.9.4）



资料来源：申万宏源研究

7. 沪深港通资金 北向资金净流出 222.62 亿元，逆市增持钢铁、轻工制造、化工等行业

上周北上资金净流出 222.62 亿，南下资金净流入 160.9 亿。其中，上周沪港通中的北上资金流出 134.16 亿，南下资金流入 53.19 亿；深港通中的北上资金流出 88.46 亿，南下资金流入 107.74 亿。

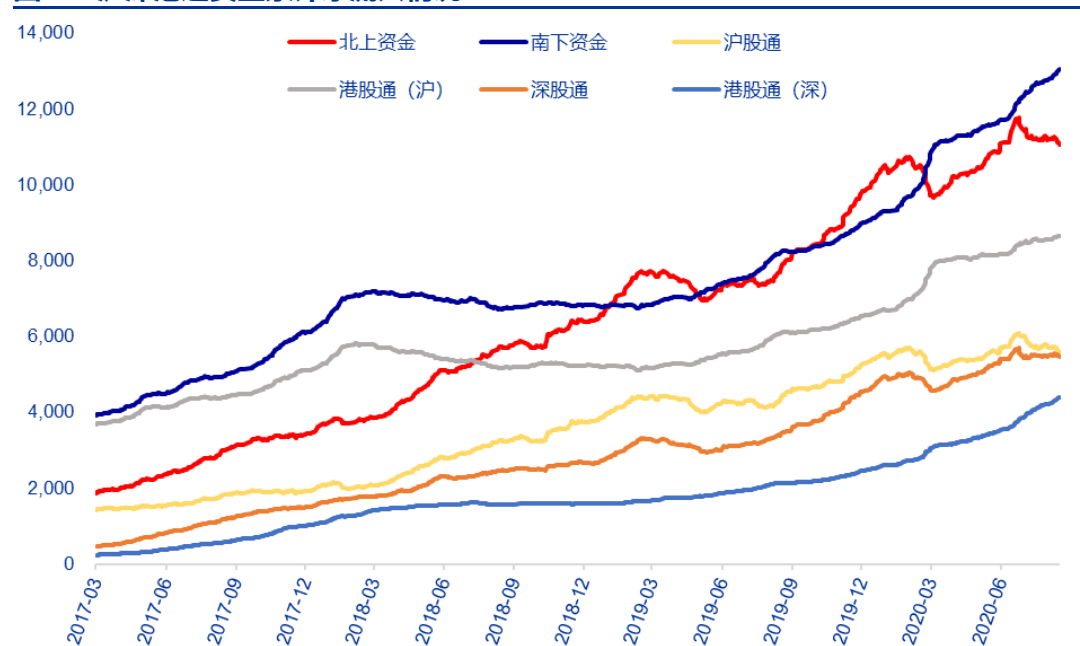
表 1：沪深港通资金流量统计

	沪港通		深港通		沪、深港通合计	
	沪股通（北向）	港股通（南向）	深股通（北向）	港股通（南向）	陆股通	港股通
本周合计	-134.16	53.19	-88.46	107.74	-222.62	160.9
本月合计	-100.01	33.43	-42.34	84.19	-142.35	117.6
本年合计	260.43	2,081.62	862.37	1,913.00	1122.8	3994.6
近 3 月	33.24	505.87	266.55	979.3	299.79	1485.2
近 6 月	22.01	1,509.12	554.70	1629.63	576.71	3138.8
开通以来	5,593.53	8,656.21	5,464.03	4,401.95	11057.56	13058.2

资料来源：申万宏源研究，单位：亿（人民币），截止 2020 年 9 月 7 日

沪港通、沪深港通自 2017 年 3 月 20 日以来的累计净流入情况如下图所示：

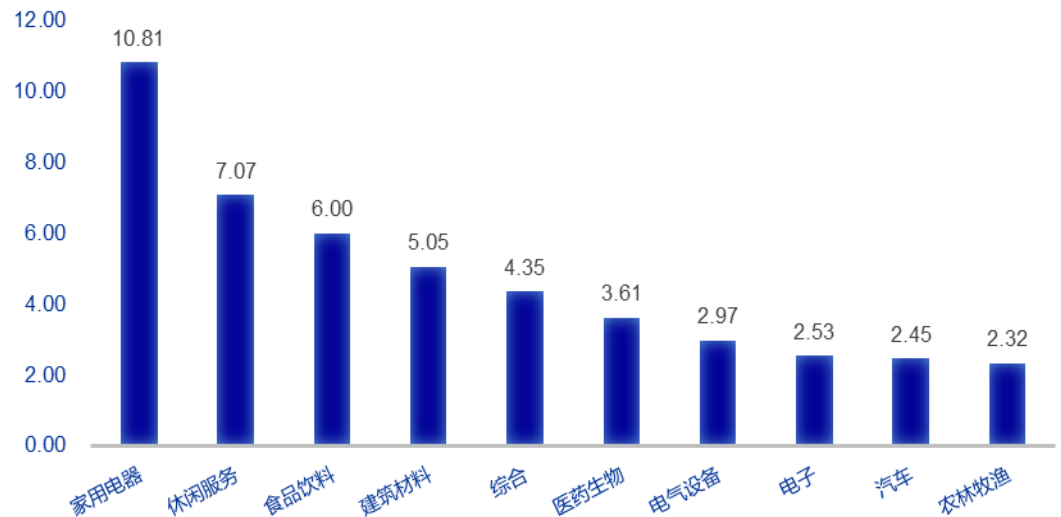
图 19 沪深港通资金累计净流入情况



资料来源：申万宏源研究，单位：亿（人民币），北上资金为沪股通和深股通的合计，南下资金为沪股通（沪）和港股通（深）合计，截止 2020 年 9 月 7 日

根据个股的持股比例，并根据市值加权，计算北上资金在申万一级行业的持股比例，上周北上资金持股比例排名前三的行业为家用电器、休闲服务，食品饮料。持股比例排名前十的行业名单如下：

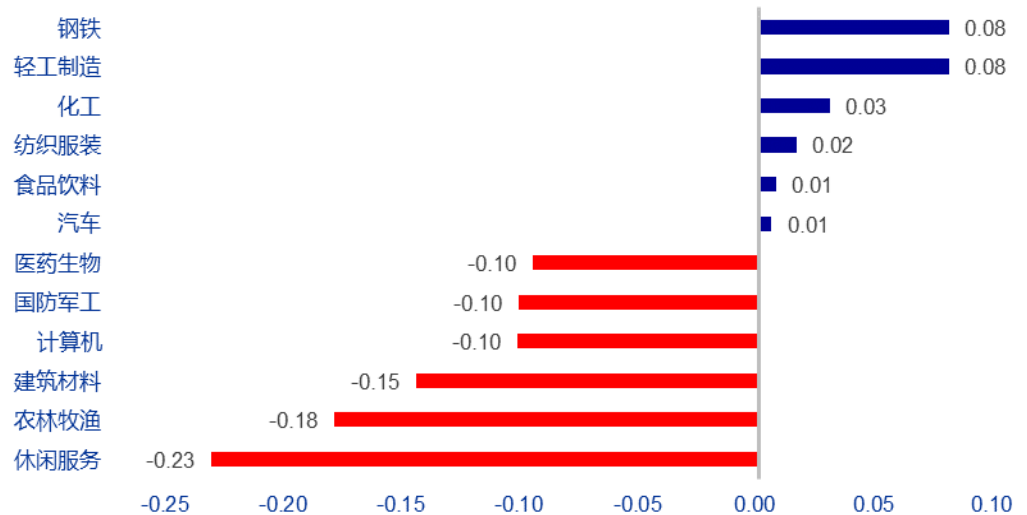
图 20：沪深港通资金持股比例前十



资料来源：申万宏源研究，截止 2020 年 9 月 7 日，单位 (%)，持股比例为占行业市值比例

上周北上资金增减持排名前三的行业为钢铁、轻工制造、化工，北上资金增减持排名后三的有休闲服务、农林牧渔、建筑材料，北上资金过去一周增减持排名前六、后六的行业如下：

图 21：北上资金增减持排名前五和后六的行业（周度）



资料来源：申万宏源研究，截止 2020 年 9 月 7 日，单位 (%)，持股比例为占行业市值比例

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhy.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhy.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhy.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。