

策略研究

财报中透露的三条投资线索

——A 股财报分析

要点

22Q1A 股业绩增速有所放缓

A 股归母净利润同比增速有所下滑。全部 A 股、全 A 非金融 2022Q1 归母净利润同比增速分别为 4.1%/9.1%，较 2021 年全年增速分别-14.5pct/-17.0 pct。分板块来看，主板/创业板/科创板 2022Q1 归母净利润同比增速分别为 4.1%/-14.6%/62.4%，较 2021 年分别-13.4pct/-40.6pct/-13.3pct。

A 股 ROE(TTM)下行。2022Q1 全部 A 股、全 A 非金融的 ROE(TTM)分别为 9.3%/8.7%，较 2021Q4 分别变化-0.2pct/-0.1pct。从主要板块来看，主板、创业板、科创板 2022Q1 的 ROE(TTM)分别为 9.4%/7.0%/11.9%，较 2021Q4 分别变化-0.2pct/-0.9pct/1.7pct。杜邦分析来看，全部 A 股 2022Q1 净利率均有不同程度的下滑，净利率下降或许是 2022Q1 的 ROE(TTM)下行的主要原因。

上游原材料板块景气度相对较高

上游板块业绩增速相对较好。分板块来看，上游、中游、下游、金融、科技板块 2022Q1 净利润增速分别为 35.6%/-0.6%/-8.8%/-1.4%/8.6%，2021 年全年业绩增速分别为 98.4%/22.6%/-22.0%/11.1%/33.7%。

上游板块 ROE(TTM)上行，其余板块均出现不同程度的下滑。2022 年 Q1 上游板块 ROE(TTM)较 2021Q4 上升 0.5pct，其余板块较 2021Q4 均下降。从杜邦分析来看，上游板块净利率、资产周转率和权益乘数都有一定幅度的提升，而中游、下游、金融的净利率和资产周转率均出现不同程度的下滑。

22 年全年 A 股盈利或将面临一定压力

今年全年 A 股盈利面临一定压力。根据我们自上而下的预测，今年全年 A 股整体盈利增速或将在 4.1%左右，非金融板块将降为负增长，从节奏上看，二季度业绩增速仍有进一步下降的可能，特别是非金融板块的下降幅度或相对较大。

关注盈利预期下调的风险。当前市场对于今年 A 股盈利增速的预期仍在 20%以上，显著高于一季度增速和我们的预测，未来或将有下调压力。分板块来看，结合历史经验来看，成长板块的盈利预期下调风险相对更大。

从财报看今年三条投资线索

我们从三个方面探寻财报透露出的景气方向：1、相对优势，一季报中上游和消费板块表现更好，从历史上看，在盈利下行期，消费多是相对景气度最高的方向之一，今年同样如此。2、一季度大部分行业的资本开支增速较 2021 年显著下降，但上游板块以及银行、通信、建筑、汽车等行业有所抬升，而在基建发力的年份，建筑、建材的资本开支增速多有上升，今年值得关注。3、大部分行业 2021 年海外收入增速大幅抬升，但今年或将承压，海外收入增速较疫情前增长中枢抬升幅度更大的行业今年面临的压力或也更大，包括医药、化工、电子等行业。

景气度与估值匹配角度看今年配置方向。结合当前行业估值与疫情前估值的对比来看，建筑、汽车、食品饮料、有色、化工、煤炭、医药、军工等行业最为值得关注。而根据相对优势、资本开支和出口压力三个维度对于行业景气度的判断，并结合当前估值水平，消费和稳增长仍然是最为值得关注的配置方向。

风险分析：1、数据统计过程中存在偏误可能，历史规律也存在未来不适用的可能。2、经济增长大幅不及预期，发生超预期风险事件。

作者

分析师：张宇生

执业证书编号：S0930521030001

021-52523806

zhangys@ebsecn.com

分析师：巩健

执业证书编号：S0930521040002

021-52523858

gongj@ebsecn.com

联系人：刘芳

021-52523677

liuf@ebsecn.com

目 录

1、 22Q1A 股业绩增速有所放缓	5
1.1、 A 股业绩同比增速有所下滑	5
1.2、 营收增速下降，单季度毛利率小幅回升	6
2、 行业：上游原材料板块景气度相对较高.....	8
2.1、 上游板块表现相对较好.....	8
2.2、 疫情影响下的毛利率分化.....	9
3、 杜邦分析：净利率下降导致 ROE 下行.....	10
3.1、 净利率下降导致 ROE 降低	10
3.2、 上游原材料板块 ROE(TTM)改善	12
4、 预计 22 年 A 股盈利增速有所下行.....	15
4.1、 今年全年 A 股盈利将在低个位数水平	15
4.2、 盈利预期可能会继续有所下调.....	15
5、 从财报看今年的三条投资线索.....	16
5.1、 从相对业绩优势看消费的景气度	16
5.2、 从资本开支看基建的景气度	19
5.3、 从出口的变化看各行业的压力.....	21
5.4、 景气度与估值匹配情况来看，哪些方向值得关注？	23
6、 风险分析.....	27

图目录

图 1：2022 年第一季度 A 股归母净利润同比增速下降	5
图 2：A 股市场分季度归母净利润增速情况	5
图 3：A 股市场 TTM 归母净利润增速情况	5
图 4：主要板块累计归母净利润增速情况	5
图 5：主要板块业绩增速对比	6
图 6：2022 年一季度营收增速放缓	6
图 7：A 股市场分季度营收增速情况	6
图 8：A 股市场 TTM 营收增速情况	7
图 9：22Q1 科创板营收增速提升	7
图 10：主要板块营收增速对比	7
图 11：22Q1 单季度毛利率水平小幅抬升	7
图 12：2018 年以来毛利率（TTM）呈下降趋势	7
图 13：各板块 2022Q1 及 2021 年业绩增速对比	8
图 14：各板块归母净利润(TTM)增速变化情况	8
图 15：申万一级行业 2022Q1 业绩增速及与 2021 年对比	8
图 16：申万一级行业归母净利润(TTM)增速变化情况	9
图 17：分板块营收增速变化情况	9
图 18：分行业毛利率变化情况	9
图 19：申万一级行业营收增速变化情况	10
图 20：申万一级行业毛利率变化情况	10
图 21：22Q1A 股 ROE(TTM)下降	11
图 22：22Q1 科创板 ROE(TTM)显著抬升	11
图 23：科创板的 ROE(TTM)抬升幅度相对较大	11
图 24：22Q1 全部 A 股非金融净利率（TTM）下降	11
图 25：22Q1 全部 A 股非金融资产周转率提升	11
图 26：分板块 ROE(TTM)变化情况	12
图 27：分板块毛利率变化情况	12
图 28：申万一级行业 ROE(TTM)水平变化情况	12
图 29：申万一级行业净利率(TTM)水平变化情况	13
图 30：22 年一季度或将是全年盈利增速相对高点	15
图 31：A 股归母净利润增速走势	15
图 32：各年份全部 A 股预期净利润增速调整情况	16
图 33：各年份全部 A 股非金融预期净利润增速调整情况	16
图 34：部分消费和金融行业的盈利预测准确度相对更高	16
图 35：部分消费和金融行业大部分年份的预期下调幅度也较小	16
图 36：2022Q1 净利润增速与 2021 年对比	17
图 37：分行业 2022Q1 盈利增速与过去两年复合增速对比	17
图 38：分行业毛利率（TTM）变化情况	17
图 39：分行业 ROE（TTM）变化情况	17

图 40: 经济下行期, 消费的业绩优势更为显著	18
图 41: 全 A 非金融非消费板块的业绩表现与经济高度相关	18
图 42: 日常消费板块毛利率与 PPI/CPI 走势	18
图 43: 可选消费板块毛利率与 PPI/CPI 走势	18
图 44: 食品饮料毛利率与 PPI/CPI 走势	19
图 45: 家电毛利率与 PPI/CPI 走势	19
图 46: 2020Q1 日常消费业绩增速最好	19
图 47: 线下消费板块远未恢复至疫情前	19
图 48: 一季度 A 股资本性开支同比增速大幅下降	20
图 49: 分板块 A 股资本性开支增速变化情况	20
图 50: 历史上全部 A 股非金融的资本开支增速与盈利增速相关	20
图 51: 建筑行业资本开支增速与基建投资增速有一定相关关系	20
图 52: A 股分行业资本开支增速变化	21
图 53: 2021 年上市公司海外收入保持较高增速	21
图 54: 分行业海外收入增速变化	21
图 55: 分行业海外收入增速与 2019 年对比情况	22
图 56: 分行业海外收入占总营收的比重变化情况	22
图 57: 韩国出口数据 3 月份持续下行	22
图 58: 美国储蓄下降可能会影响出口需求	22
图 59: A 股分行业海外收入增速对比	23
图 60: A 股分行业海外收入增速变化 (与 2019 年对比)	23
图 61: 当前上证综指估值降至均值以下	24
图 62: 当前创业板指估值降至接近均值减一倍标准差的水平	24
图 63: 分行业估值情况	25
图 64: 2020/2021 年业绩与股价表现基本匹配	25

表目录

表 1: 全部 A 股非金融杜邦分析主要指标变化情况	12
表 2: 分行业杜邦分析主要指标变化情况	13
表 3: 行业端核心财务指标变化情况一览	14
表 4: 中性、乐观、悲观不同情景假设下 A 股业绩增速预测	15
表 5: 申万一级行业当前估值与疫情前估值对比	25
表 6: 申万二级行业当前估值与疫情前估值对比	26

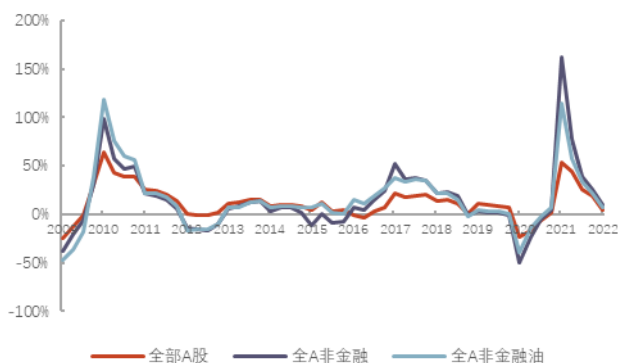
1、22Q1A 股业绩增速有所放缓

1.1、A 股业绩同比增速有所下滑

一季度 A 股业绩增速放缓。整体来看，2022Q1 全部 A 股归母净利润同比增速为 4.1%，环比 2021Q4 的增速为 71.3%，2021 年全部 A 股归母净利润同比增速为 18.6%。全部 A 股非金融 2022Q1 归母净利润同比增长 9.1%，环比 2021Q4 的增速为 138.0%，2021 年全年 A 股非金融归母净利润同比增长 26.1%。由于 2022 年一季度国内经济受疫情影响较大，考虑同样受疫情影响的 20 年第一季度，2022Q1 全部 A 股归母净利润相较于 2020Q1 的增速为 59.4%。一季度国内受疫情影响，无论是全部 A 股还是 A 股非金融，其 2022Q1 的业绩增速均低于 2021 年全年的业绩增速，业绩增速的下降与我们此前的预期相一致¹。

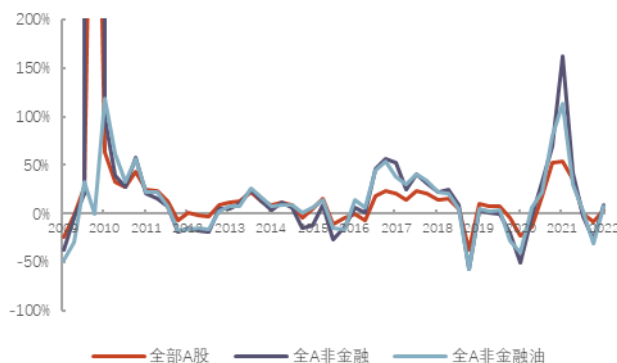
各板块业绩表现各异。从主要板块来看，主板/创业板/科创板/创业板剔除温氏的 2022 年一季度归母净利润同比增速分别为 4.1%/-14.6%/62.4%/-7.1%，2021 全年的归母净利润同比增速分别为 17.5%/26.0%/75.8%/41.8%。

图 1：2022 年第一季度 A 股归母净利润同比增速下降



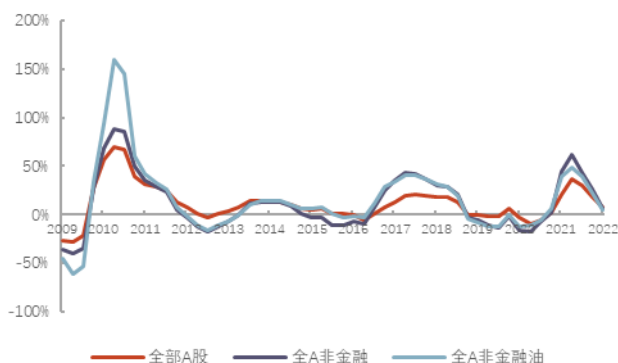
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：非金融油指剔除金融行业及中石油中石化；数据截至 2022Q1）

图 2：A 股市场分季度归母净利润增速情况



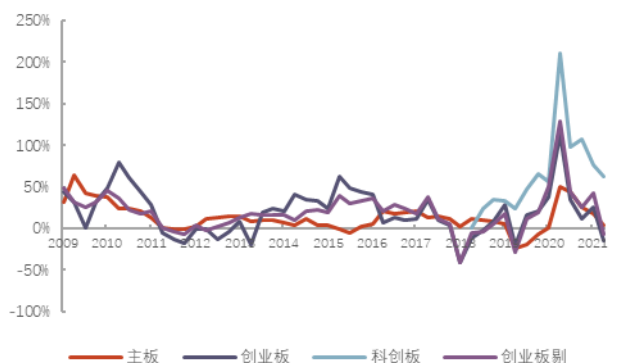
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：部分数据波动过大未予显示，数据截至 2022Q1）

图 3：A 股市场 TTM 归母净利润增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1）

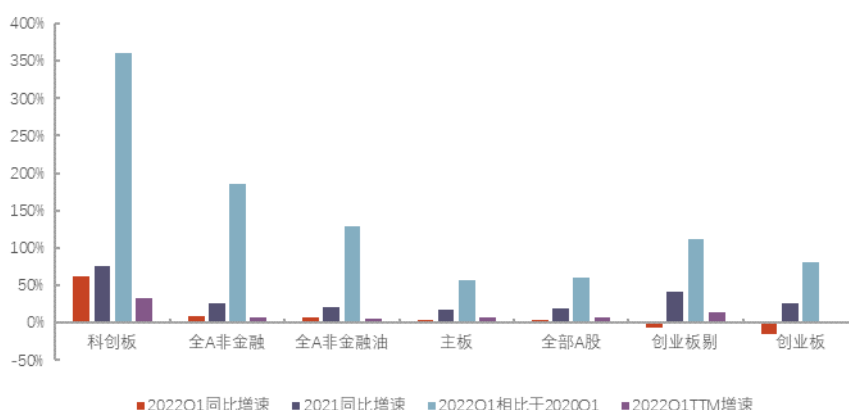
图 4：主要板块累计归母净利润增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1，创业板剔除是指剔除温氏股份）

¹ 参见 2021 年 11 月 4 日发布的报告，《藏锋待时，稳中求胜——2022 年 A 股年度策略报告》。

图 5：主要板块业绩增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：TTM 增速为滚动 12 月环比增速，数据截至 2022Q1，创业板剔是指剔除温氏股份）

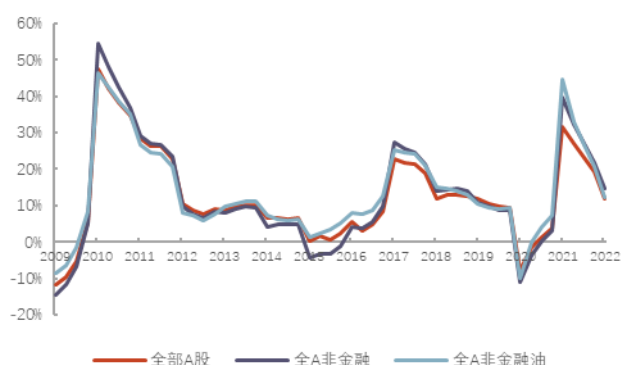
1.2、 营收增速下降，单季度毛利率小幅回升

2022 年一季度 A 股整体营收增速为 11.8%，环比 2021Q4 的增速为-9.0%，2022Q1 全部 A 股的营收同比增速低于 2021 年全年的 19.2%。全部 A 股非金融 2022Q1 增速为 14.7%，环比 2021Q4 的增速为-13.2%，2022Q1 全部 A 股非金融的营收同比增速同样低于 2021 全年的 21.8%。

主板 2022Q1 营收增速下降。分板块来看，主板/创业板/科创板/创业板剔除温氏的 2022Q1 营收增速分别为 11.0%/20.6%/45.4%/21.6%，各板块 2022Q1 环比 2021Q4 的营收增速分别为-8.6%/-15.9%/-13.3%/-15.8%，2021 年全年营收增速分别为 18.8%/23.5%/36.7%/24.8%。

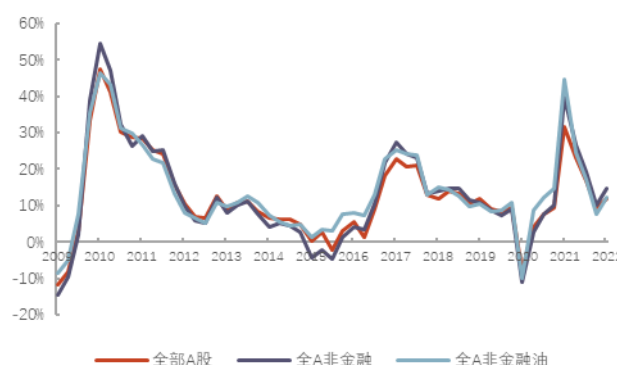
单季度毛利率小幅回升。2022Q1 全部 A 股非金融毛利率与 2021 年全部 A 股非金融毛利率基本持平，达到 18.1%，较 2021Q4 的 17.3%提升了 0.8 pct。从滚动毛利率水平来看，全 A 非金融的毛利率自 2018 年开始持续下降。分板块来看，主板/创业板/科创板 2022Q1 的毛利率分别为 17.5%/24.4%/33.5%，各板块 2021 年毛利率分别为 17.5%/26.0%/33.7%，主板、科创板 2022Q1 与 2021 年的毛利率基本持平，创业板 2022Q1 毛利率较 2021 年下降 1.6pct。

图 6：2022 年一季度营收增速放缓



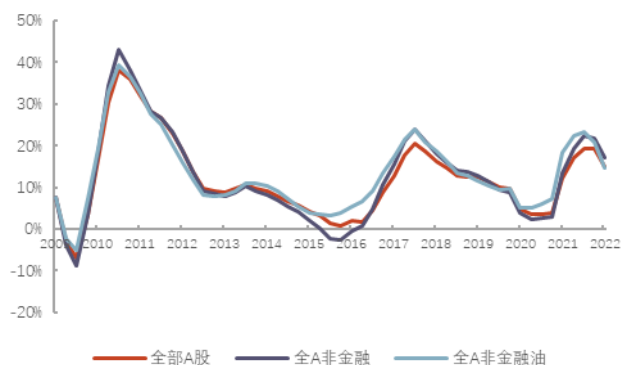
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1）

图 7：A 股市场分季度营收增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1）

图 8：A 股市场 TTM 营收增速情况



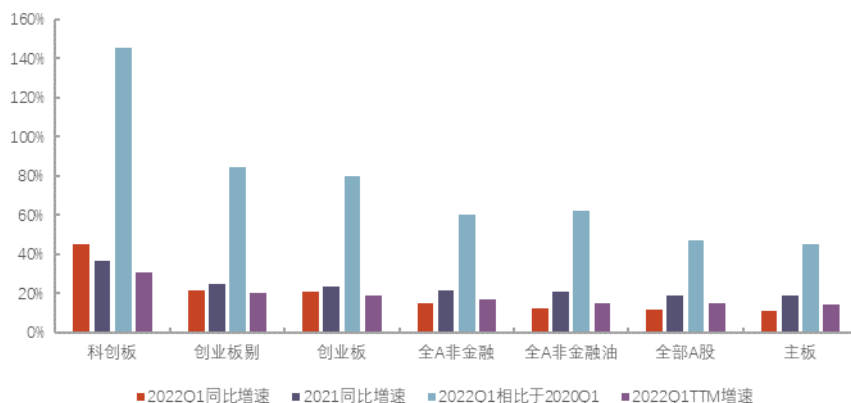
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1）

图 9：22Q1 科创板营收增速提升



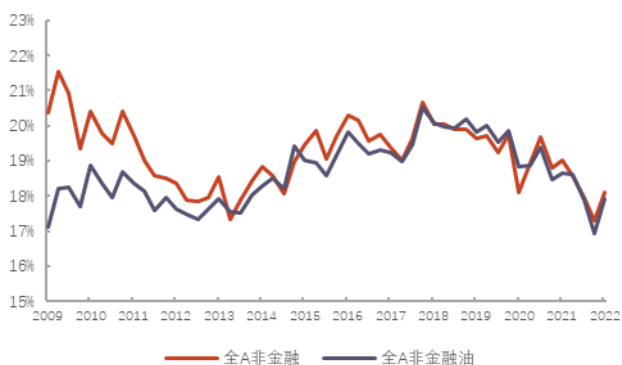
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1，创业板剔是指剔除温氏股份）

图 10：主要板块营收增速对比



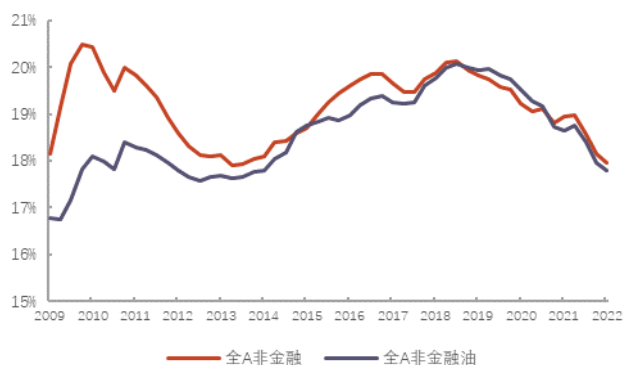
资料来源：Wind，光大证券研究所（注：TTM 增速为滚动 12 月环比增速，数据截至 2022Q1，创业板剔指剔除温氏股份）

图 11：22Q1 单季度毛利率水平小幅抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1）

图 12：2018 年以来毛利率（TTM）呈下降趋势



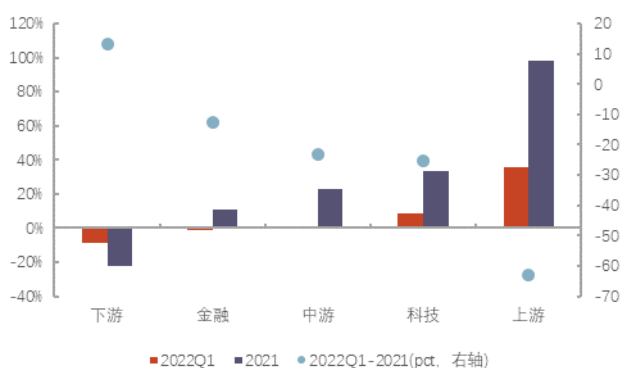
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1）

2、行业：上游原材料板块景气度相对较高

2.1、上游板块表现相对较好

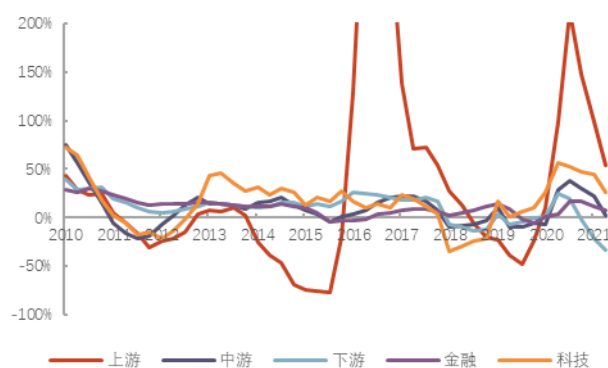
分板块来看，上游原材料板块和科技板块 2022Q1 净利润增速为正，分别为 35.6%/8.6%，中游制造业板块、下游消费板块和金融板块 2022Q1 业绩均出现了不同程度的下滑，业绩增速分别为-0.6%/-8.8%/-1.4%，上游/中游/下游/金融/科技板块 2021 年业绩增速分别为 98.4%/22.6%/-22.0%/11.1%/33.7%。虽然下游消费板块 2022Q1 的业绩增速为负，但从业绩改善的角度来看，下游消费板块 2022Q1 业绩增速较 2021 年业绩增速有较大的改善。

图 13：各板块 2022Q1 及 2021 年业绩增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

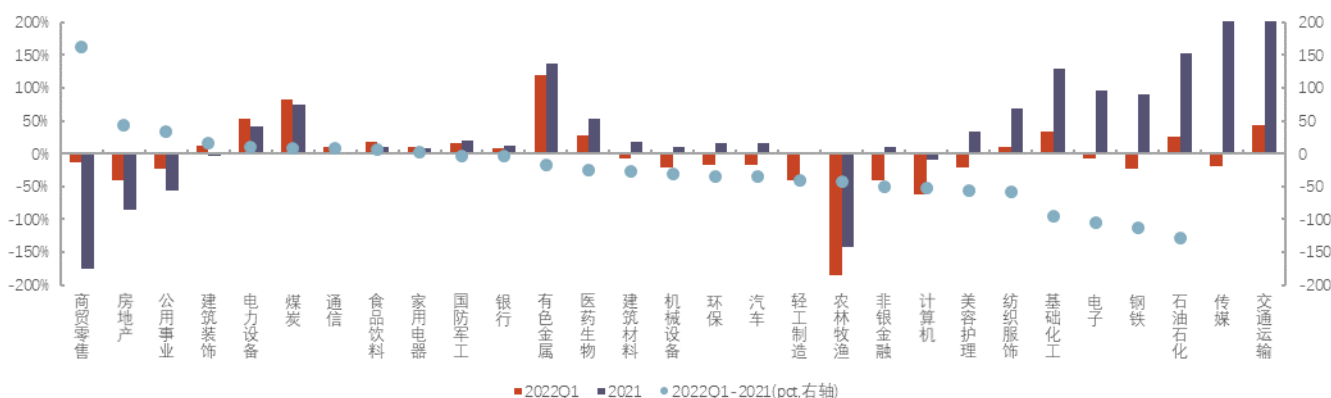
图 14：各板块归母净利润(TTM)增速变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：部分数据波动过大未予显示，数据截至 2022Q1）

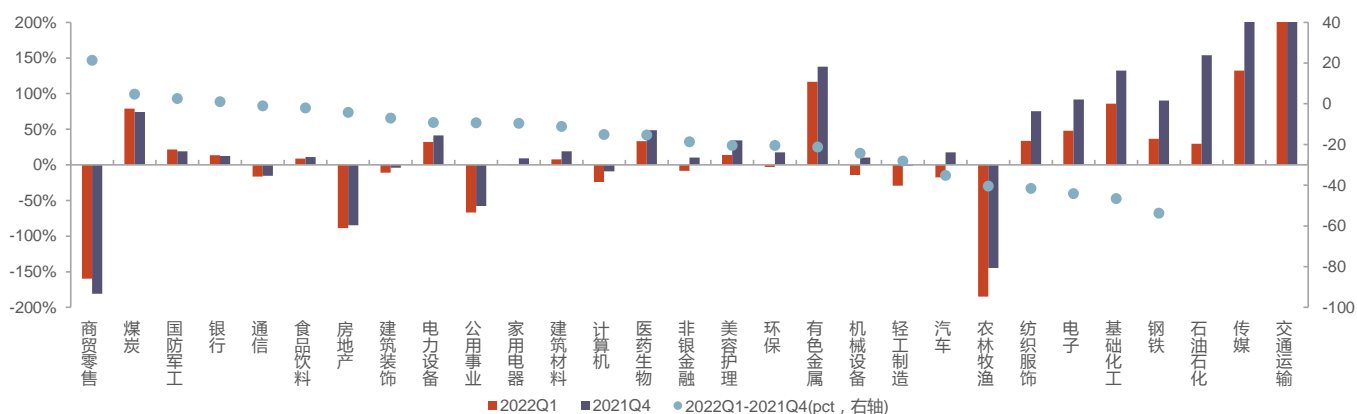
分行业来看，有色金属、煤炭、电力设备 2022Q1 业绩增速靠前，农林牧渔、计算机、轻工制造业增速靠后，2021 年业绩增速靠前的行业分别是交通运输、传媒和石油石化。从业绩改善的角度来看，商贸零售、房地产、公用事业 2022Q1 业绩增速较 2021 年全年的业绩增速已有较大的改善。

图 15：申万一级行业 2022Q1 业绩增速及与 2021 年对比



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：部分数据波动过大未予显示，此处剔除了增速计算过程中分母为负数的行业，包括社会服务、综合）

图 16: 申万一级行业归母净利润(TTM)增速变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (注: 部分数据波动过大未予显示, 此处剔除了增速计算过程中分母为负数的行业, 包括社会服务、综合)

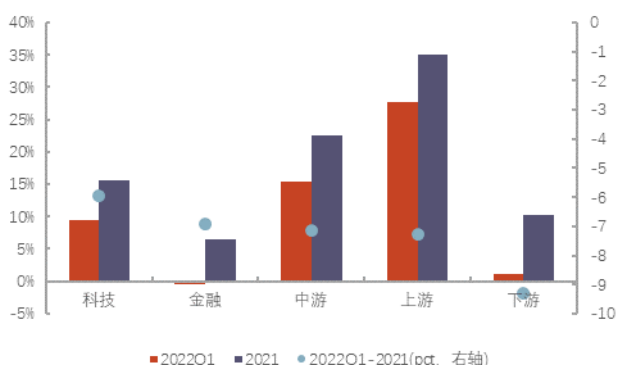
2.2、疫情影响下的毛利率分化

各板块营收增速放缓。分板块来看, 除金融外的各板块 2022Q1 营收增速均为正, 但所有板块 2022Q1 的营收增速均小于 2021 年的营收增速。上游/中游/下游/金融/科技 2022Q1 的营收增速分别为 27.7%/15.4%/1.0%/-0.5%/9.6%, 2021 年的营收增速分别为 35.0%/22.5%/10.3%/6.5%/15.5%。

分行业来看, 电力设备、石油石化、医药生物、公用事业、通信、美容护理行业 2022Q1 营收增速较 2021 年全年营收增速有不同程度的改善, 其余行业 2022Q1 营收增速低于 2021 全年的营收增速。从营收增速的绝对值来看, 电力设备、石油石化、煤炭、有色金属 2022Q1 营收增速靠前, 房地产、商贸零售、非银金融、汽车 2022Q1 营收增速靠后。

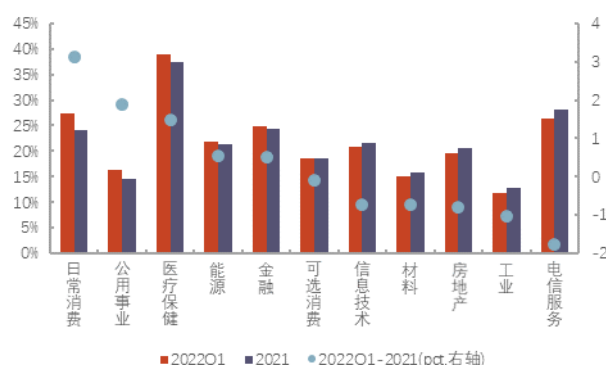
毛利率走势有所分化。从毛利率来看, 不同行业毛利率的变化趋势有所不同, 日常消费和公用事业行业 2022Q1 毛利率较 2021 年全年的毛利率抬升幅度较大, 分别为 3.1pct 和 1.9pct, 电信服务和工业则分别下降了 1.7pct 和 1.0pct。从申万一级行业来看, 食品饮料、煤炭、公用事业、商贸零售等行业的毛利率抬升幅度较大, 而社会服务、农林牧渔、建筑材料、轻工制造的下降幅度较大。

图 17: 分板块营收增速变化情况



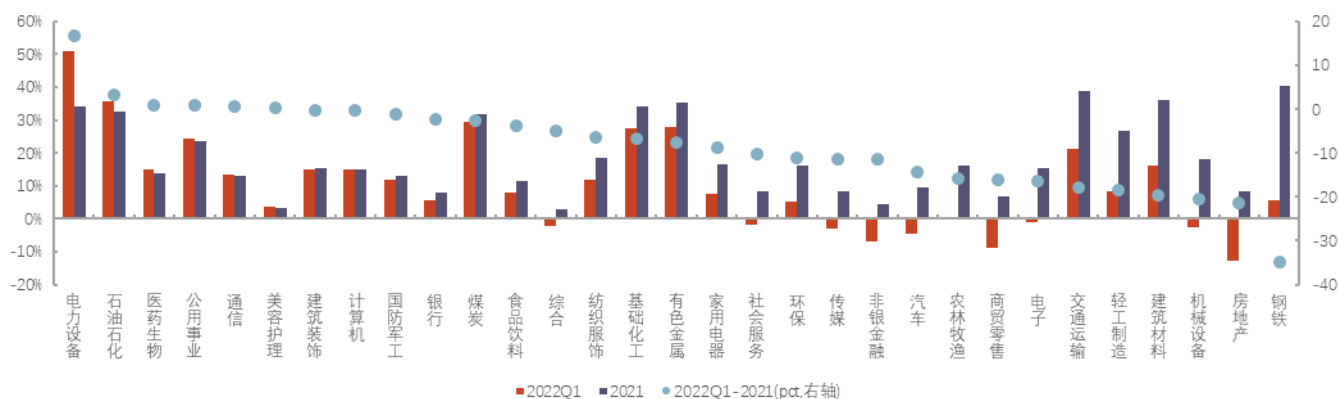
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 18: 分行业毛利率变化情况



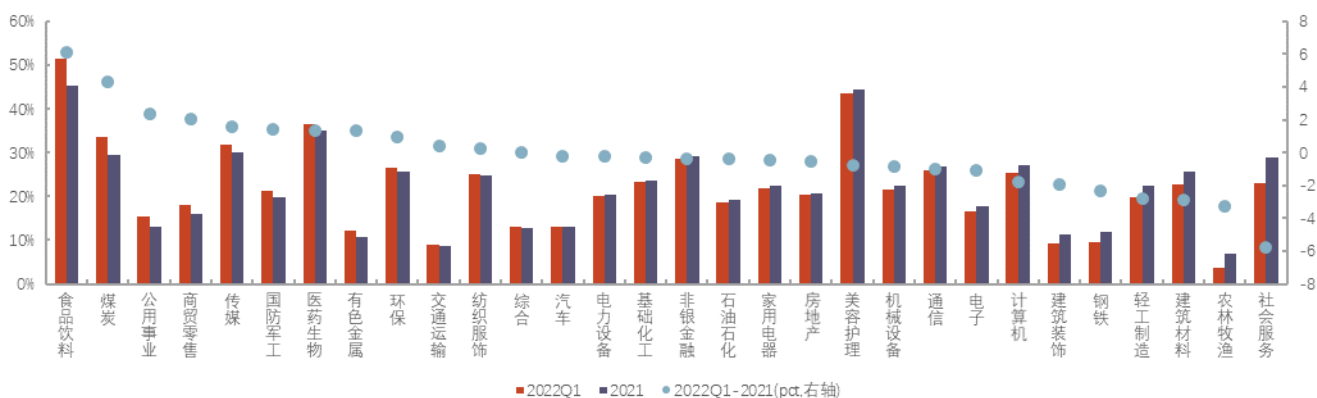
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 19：申万一级行业营收增速变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 20：申万一级行业毛利率变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、杜邦分析：净利率下降导致 ROE 下行

3.1、净利率下降导致 ROE 降低

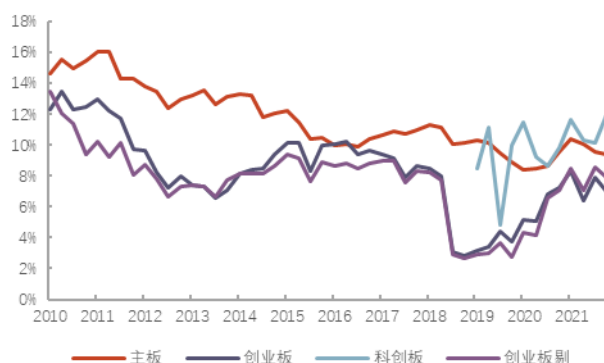
2022 年一季度全部 A 股的 ROE(TTM)为 9.3%，较 2021 年的 9.5%下降 0.2pct。从主要板块来看，科创板的 ROE(TTM)提升幅度最大，从 2021 年的 10.2%，提升了 1.7pct 至 11.9%，主板、创业板 2022Q1 的 ROE(TTM)较 2021 年均有所下行，分别下降 0.2pct/0.9pct 至 9.4%/7.0%。

图 21：22Q1A 股 ROE(TTM)下降



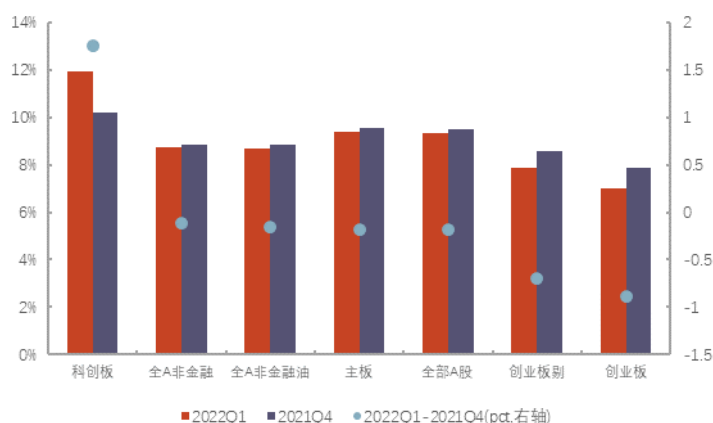
资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1）

图 22：22Q1 科创板 ROE(TTM)显著抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1，创业板剔除温氏股份）

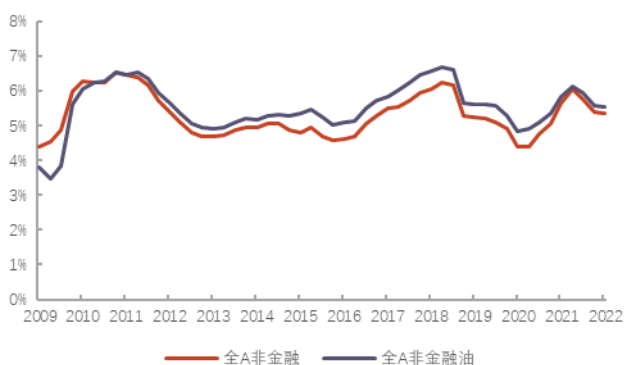
图 23：科创板的 ROE(TTM)抬升幅度相对较大



资料来源：Wind，光大证券研究所，创业板剔除温氏股份

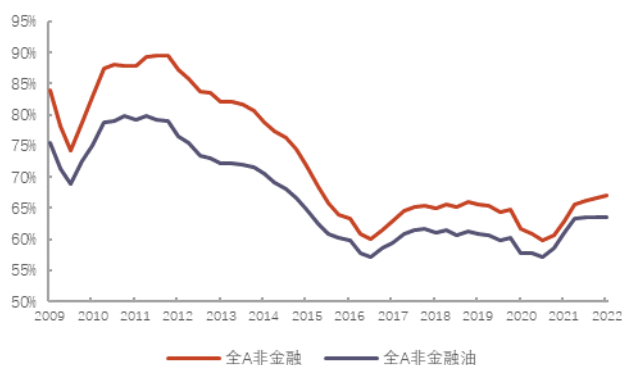
杜邦分析来看，净利率下降是 ROE 下行的主要原因。全 A 非金融 2022Q1 净利率为 5.4%，与 2021 年基本持平。分板块来看，主板、创业板、科创板 2022Q1 净利率分别下降 0.1pct/0.6pct/0.6pct 至 8.1%/6.4%/12.2%。因而，整体而言，净利率下降是导致 2022 年第一季度 ROE 下行的主要因素。

图 24：22Q1 全部 A 股非金融净利率（TTM）下降



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1）

图 25：22Q1 全部 A 股非金融资产周转率提升



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据截至 2022Q1）

表 1：全部 A 股非金融杜邦分析主要指标变化情况

	ROE(TTM)	净利率(TTM)	资产周转率	资产负债率	权益乘数
2022Q1	8.7%	5.4%	67.0%	60.1%	2.46
2021Q4	8.8%	5.4%	66.6%	59.4%	2.47
2021Q3	9.3%	5.8%	66.1%	60.5%	2.49
2021Q2	9.9%	6.1%	65.5%	60.8%	2.52
2021Q1	8.9%	5.7%	62.9%	60.5%	2.51

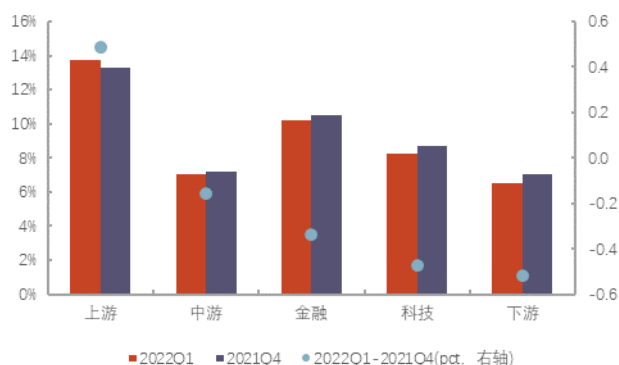
资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、上游原材料板块 ROE(TTM)改善

分板块来看，除上游板块外，中游、下游、金融和科技板块 2022 年第一季度 ROE(TTM)均出现不同程度的下滑。分行业来看，煤炭、有色金属、电力设备、医药生物 2022 年第一季度 ROE(TTM)的提升幅度相对较大，农林牧渔、通信、轻工制造、非银金融的下降幅度较大。

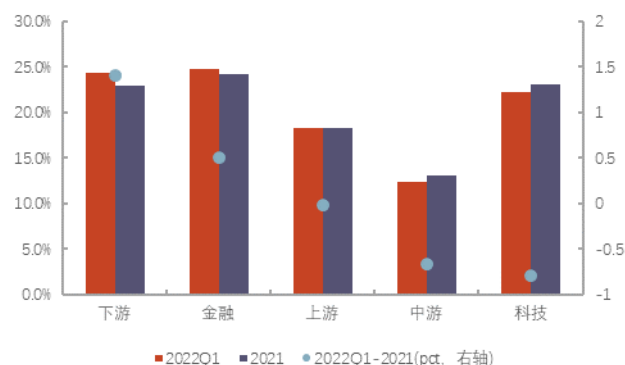
从杜邦分析来看，ROE(TTM)改善的行业净利率和资产周转率均有所改善。2022 年第一季度 ROE(TTM)提升幅度靠前的煤炭、电力设备行业，其 2022Q1 净利率分别提升 1.5pct/0.2pct，资产周转率分别提升 2.2pct/2.1pct。从资产负债率来看，资产负债率上升的行业多于下降的行业，通信、农林牧渔、商贸零售、交通运输上升幅度靠前，食品饮料、计算机、煤炭、美容护理降幅靠前。

图 26：分板块 ROE(TTM)变化情况



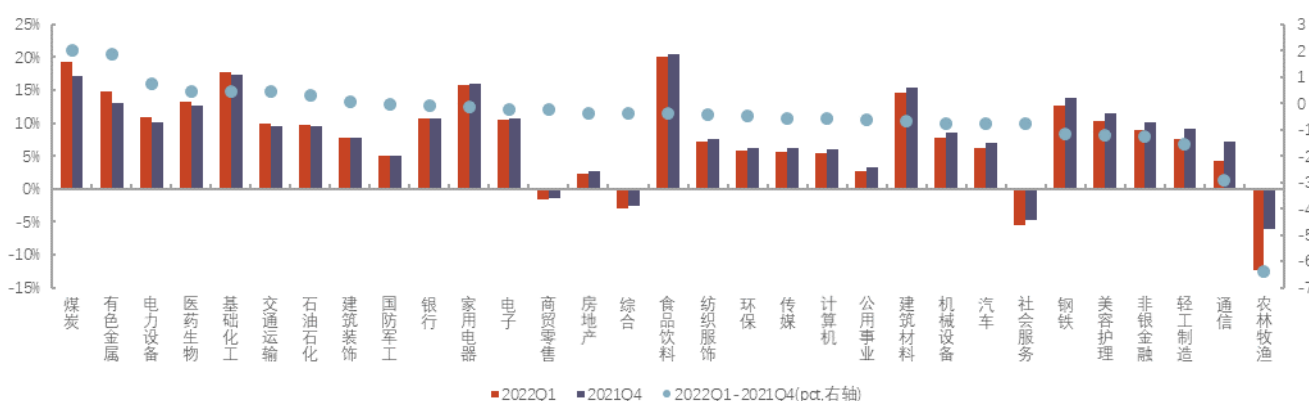
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 27：分板块毛利率变化情况



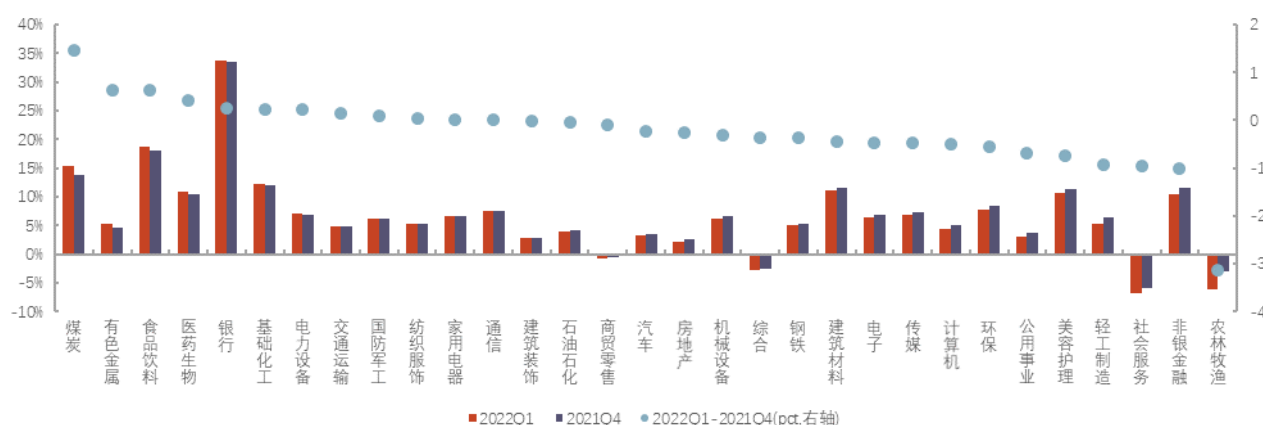
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：申万一级行业 ROE(TTM)水平变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：申万一级行业净利率(TTM)水平变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 2：分行业杜邦分析主要指标变化情况

	ROE(TTM)			净利率(TTM)			资产周转率			资产负债率		
	2022Q1	2021	2022Q1-2021 (pct)	2022Q1	2021	2022Q1-2021 (pct)	2022Q1	2021	2022Q1-2021 (pct)	2022Q1	2021	2022Q1-2021 (pct)
全 A 非金融	8.7%	8.8%	-0.1	5.4%	5.4%	-0.1	67.0%	66.6%	0.4	60.1%	59.4%	0.7
全 A 非金融油	8.7%	8.9%	-0.2	5.5%	5.6%	-0.1	63.5%	63.5%	0.1	60.8%	60.1%	0.8
农林牧渔	-12.4%	-6.0%	-6.4	-6.2%	-3.0%	-3.1	88.3%	95.1%	-6.8	55.1%	52.5%	2.6
基础化工	17.7%	17.3%	0.5	12.2%	11.9%	0.2	77.4%	78.0%	-0.7	47.1%	46.4%	0.7
钢铁	12.6%	13.8%	-1.2	5.0%	5.4%	-0.4	111.9%	114.4%	-2.5	55.5%	55.3%	0.2
有色金属	14.9%	13.0%	1.9	5.2%	4.6%	0.6	130.3%	132.3%	-2.0	54.5%	53.7%	0.8
电子	10.4%	10.7%	-0.2	6.3%	6.8%	-0.5	82.3%	80.0%	2.3	50.5%	49.3%	1.2
家用电器	15.8%	15.9%	-0.1	6.6%	6.6%	0.0	93.7%	94.7%	-1.1	61.0%	60.8%	0.2
食品饮料	20.2%	20.5%	-0.4	18.7%	18.1%	0.6	73.4%	74.3%	-0.9	31.7%	34.6%	-2.9
纺织服饰	7.2%	7.6%	-0.4	5.2%	5.2%	0.0	80.5%	80.8%	-0.3	44.4%	45.1%	-0.7
轻工制造	7.6%	9.1%	-1.5	5.4%	6.3%	-0.9	74.1%	74.5%	-0.4	48.6%	48.4%	0.2
医药生物	13.2%	12.7%	0.5	10.8%	10.4%	0.4	73.5%	74.0%	-0.6	41.0%	40.8%	0.2
公用事业	2.7%	3.3%	-0.6	3.0%	3.7%	-0.7	33.6%	33.3%	0.3	62.2%	62.7%	-0.5
交通运输	9.9%	9.5%	0.4	4.9%	4.7%	0.1	82.7%	85.0%	-2.3	59.5%	57.7%	1.8
房地产	2.3%	2.6%	-0.4	2.2%	2.5%	-0.3	21.4%	22.1%	-0.7	79.2%	79.3%	-0.1
商贸零售	-1.7%	-1.5%	-0.2	-0.7%	-0.6%	-0.1	80.8%	88.1%	-7.4	64.1%	62.1%	2.0
社会服务	-5.4%	-4.7%	-0.8	-6.9%	-6.0%	-0.9	37.9%	39.8%	-2.0	50.9%	49.3%	1.6
综合	-3.0%	-2.6%	-0.4	-2.9%	-2.5%	-0.4	43.2%	43.1%	0.0	58.5%	58.5%	0.0
建筑材料	14.7%	15.4%	-0.7	11.0%	11.5%	-0.4	70.9%	70.2%	0.6	46.9%	47.7%	-0.8
建筑装饰	7.8%	7.7%	0.1	2.8%	2.8%	0.0	71.0%	70.9%	0.1	74.4%	74.1%	0.3
电力设备	10.8%	10.1%	0.8	7.0%	6.8%	0.2	65.8%	63.8%	2.1	57.0%	56.9%	0.1
国防军工	5.1%	5.1%	0.0	6.3%	6.2%	0.1	41.7%	41.5%	0.2	50.1%	49.9%	0.2
计算机	5.4%	6.0%	-0.6	4.4%	4.9%	-0.5	73.0%	70.8%	2.2	40.7%	42.0%	-1.3
传媒	5.6%	6.1%	-0.6	6.8%	7.3%	-0.5	51.0%	52.8%	-1.8	38.2%	37.8%	0.4
通信	4.4%	7.3%	-2.9	7.6%	7.6%	0.0	64.7%	56.2%	8.5	46.7%	41.4%	5.3
银行	10.6%	10.7%	-0.1	33.7%	33.4%	0.2	2.6%	2.7%	-0.1	91.8%	91.7%	0.1
非银金融	8.9%	10.1%	-1.3	10.5%	11.6%	-1.0	12.7%	13.5%	-0.8	84.9%	84.6%	0.2

汽车	6.2%	6.9%	-0.7	3.2%	3.5%	-0.2	80.1%	82.2%	-2.1	58.1%	58.9%	-0.8
机械设备	7.8%	8.5%	-0.7	6.3%	6.6%	-0.3	58.9%	61.0%	-2.1	53.8%	53.2%	0.6
煤炭	19.2%	17.2%	2.0	15.3%	13.8%	1.5	65.4%	63.2%	2.2	47.9%	49.2%	-1.3
石油石化	9.8%	9.5%	0.3	4.0%	4.0%	-0.1	118.0%	114.4%	3.7	51.9%	51.3%	0.6
环保	5.7%	6.2%	-0.5	7.8%	8.3%	-0.5	31.5%	31.8%	-0.3	57.8%	58.0%	-0.2
美容护理	10.4%	11.6%	-1.2	10.6%	11.3%	-0.7	66.3%	67.4%	-1.1	33.3%	34.2%	-0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所

表 3：行业端核心财务指标变化情况一览

	归母净利润累计同比增速			营收累计同比增速			ROE (TTM)		
	2022Q1	2021	趋势图	2022Q1	2021	趋势图	2022Q1	2021Q4	趋势图
全部A股	4.1%	18.6%		11.8%	19.2%		9.3%	9.5%	
主板	4.1%	17.5%		11.0%	18.8%		9.4%	9.6%	
创业板	-14.6%	26.0%		20.6%	23.5%		7.0%	7.9%	
科创板	62.4%	75.8%		45.4%	36.7%		11.9%	10.2%	
全A非金融	9.1%	26.1%		14.7%	21.8%		8.7%	8.8%	
全A非金融油	7.3%	21.3%		12.3%	20.7%		8.7%	8.9%	
创业板剔	-7.1%	41.8%		21.6%	24.8%		7.9%	8.6%	
上证综指	5.5%	17.7%		11.9%	18.1%		10.0%	10.1%	
创业板指	-19.6%	9.5%		30.6%	31.3%		12.6%	13.9%	
沪深300	3.3%	14.9%		12.4%	17.4%		10.8%	11.0%	
中证500	-2.2%	8.1%		11.3%	24.9%		8.0%	8.2%	
中证1000	1.7%	30.8%		7.8%	20.1%		8.1%	8.4%	
农林牧渔	-186.1%	-143.2%		0.3%	16.0%		-12.4%	-6.0%	
基础化工	34.3%	128.9%		27.4%	34.1%		17.7%	17.3%	
钢铁	-23.4%	90.2%		5.8%	40.6%		12.6%	13.8%	
有色金属	120.0%	136.9%		27.9%	35.5%		14.9%	13.0%	
电子	-7.7%	96.6%		-1.0%	15.5%		10.4%	10.7%	
家用电器	11.0%	9.1%		7.7%	16.6%		15.8%	15.9%	
食品饮料	18.1%	10.8%		7.8%	11.5%		20.2%	20.5%	
纺织服饰	11.0%	69.6%		11.9%	18.4%		7.2%	7.6%	
轻工制造	-41.5%	-0.6%		8.2%	26.7%		7.6%	9.1%	
医药生物	28.5%	54.2%		14.8%	13.9%		13.2%	12.7%	
公用事业	-23.4%	-57.1%		24.4%	23.6%		2.7%	3.3%	
交通运输	44.2%	971.7%		21.1%	38.9%		9.9%	9.5%	
房地产	-41.1%	-84.6%		-12.9%	8.3%		2.3%	2.6%	
商贸零售	-13.0%	-176.2%		-9.0%	7.0%		-1.7%	-1.5%	
建筑材料	-8.1%	18.9%		16.4%	36.0%		14.7%	15.4%	
建筑装饰	11.5%	-4.0%		15.1%	15.3%		7.8%	7.7%	
电力设备	52.8%	41.9%		51.1%	34.2%		10.8%	10.1%	
国防军工	16.3%	19.7%		11.8%	12.9%		5.1%	5.1%	
计算机	-61.3%	-9.0%		14.8%	15.1%		5.4%	6.0%	
传媒	-18.8%	283.9%		-2.9%	8.4%		5.6%	6.1%	
通信	10.1%	1.3%		13.6%	13.0%		4.4%	7.3%	
银行	8.6%	12.6%		5.6%	7.9%		10.6%	10.7%	
非银金融	-40.0%	10.3%		-7.1%	4.3%		8.9%	10.1%	
汽车	-17.9%	16.7%		-4.7%	9.7%		6.2%	6.9%	
机械设备	-20.5%	10.0%		-2.4%	18.1%		7.8%	8.5%	
煤炭	82.9%	74.2%		29.5%	32.0%		19.2%	17.2%	
石油石化	26.0%	153.9%		35.8%	32.5%		9.8%	9.5%	
环保	-17.9%	16.3%		5.2%	16.3%		5.7%	6.2%	
美容护理	-21.6%	34.1%		3.8%	3.5%		10.4%	11.6%	

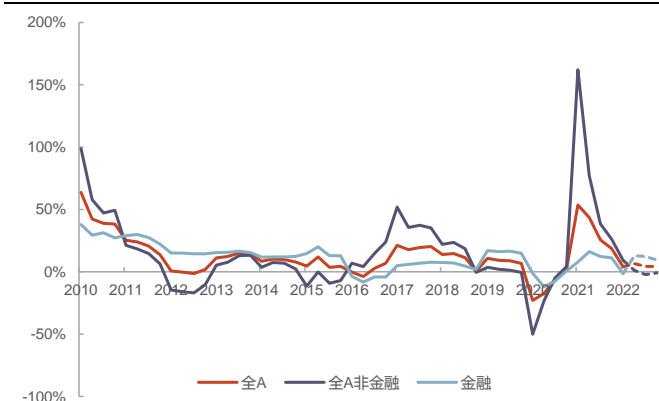
资料来源：Wind，光大证券研究所（此处剔除了增速计算过程中分母为负数的行业，包括社会服务、综合，其中趋势图时间区间为 2020 年报至 2022 一季报，创业板剔除剔除温氏股份）

4、预计 22 年 A 股盈利增速有所下行

4.1、今年全年 A 股盈利将在低个位数水平

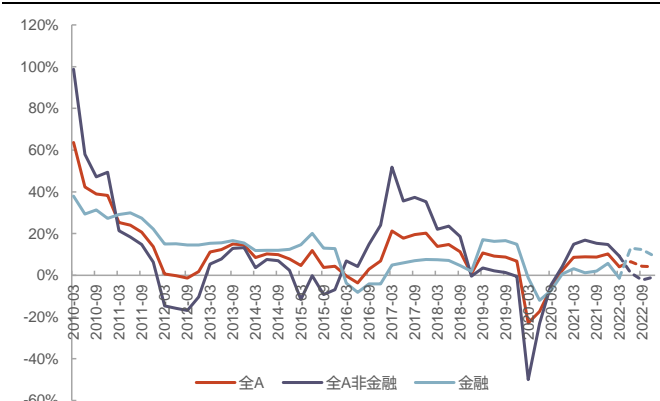
22 年全年 A 股盈利均面临一定压力。一季度 A 股盈利增速已出现大幅下降，我们预计今年全年 A 股盈利增速或将在低个位数水平。根据我们自上而下的预测，今年全年 A 股整体盈利增速或将在 4.1% 左右，非金融板块将降为负增长，从节奏上看，二季度业绩仍有进一步下降的可能，特别是非金融板块的下降幅度或相对较大。但在全年 5.5% 的 GDP 增长目标下，四季度的 A 股盈利表现可能有所好转。

图 30：22 年一季度或将是全年盈利增速相对高点



资料来源：Wind，光大证券研究所，2022 年中报及之后数据为光大策略预测值，预测结果基于一定假设，仅供参考

图 31：A 股归母净利润增速走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，2021 年数据为相比于 2019 年同期的复合增速，其他年份为正常同比增速，2022 年中报及以后数据为光大策略预测值

表 4：中性、乐观、悲观不同情景假设下 A 股业绩增速预测

	中性（假设 2022 年 GDP/CPI/PPI 增速分别为 5.5%/2.0%/2.0%）		乐观（假设 2022 年 GDP/CPI/PPI 增速分别为 6.0%/2.5%/3.5%）		悲观（假设 2022 年 GDP/CPI/PPI 增速分别为 5.0%/1.5%/0.5%）	
	全部 A 股	全部 A 股非金融	全部 A 股	全部 A 股非金融	全部 A 股	全部 A 股非金融
2021-03-31	53.6%	162.0%				
2021-06-30	43.6%	77.1%				
2021-09-30	25.7%	38.6%				
2021-12-31	18.6%	26.1%				
2022-03-31	4.1%	9.1%				
2022-06-30	6.5%	1.2%	10.2%	7.1%	2.8%	-4.7%
2022-09-30	4.3%	-2.3%	8.0%	3.6%	0.6%	-8.2%
2022-12-31	4.1%	-0.9%	7.7%	5.1%	0.6%	-6.8%

资料来源：Wind，光大证券研究所，2022 年中报及之后数据为光大策略预测值，预测结果基于一定假设，仅供参考

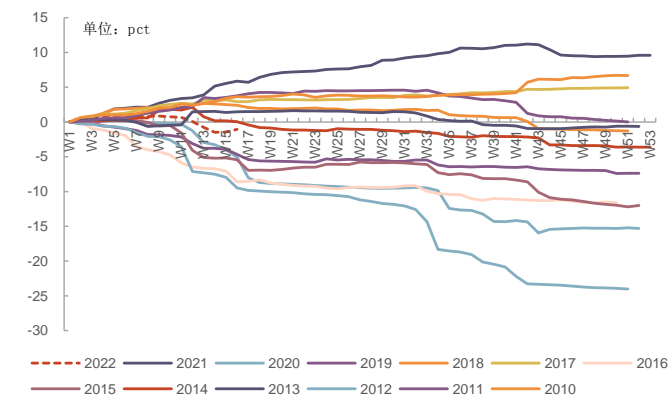
4.2、盈利预期可能会继续有所下调

当前市场自下而上一致预期仍然相对偏高。当前市场一致预期下全部 A 股 22 年净利润增速为 25.4%，全部 A 股非金融的预期净利润增速为 39.0%，两者均显著高于我们对于今年 A 股盈利的预期。而从历史上看，在大部分年份，年初的 A 股盈利预期多偏高，一季报后或将会有所下调。

关注成长板块盈利预期下调的风险。分板块来看。历史上对于成长和周期板块的盈利预期准确度相对较低，而对于食品饮料等消费行业以及银行业的预期准

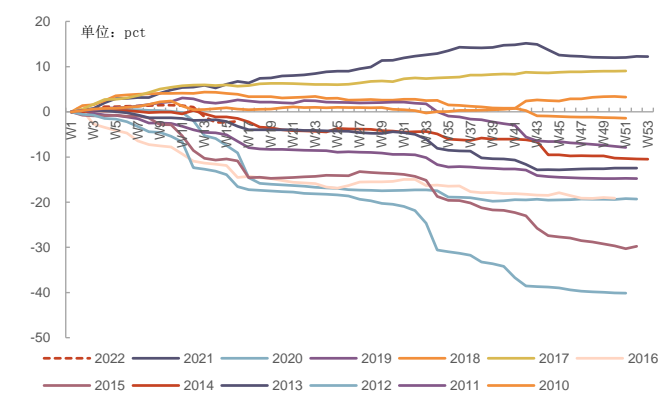
确度相对更高。这与不同行业业绩稳定性等诸多因素有关。而从今年的情况来看，4月以阳光电源为代表的部分公司的业绩大幅低于预期导致电新及创业板的股价调整，当前市场对于成长板块整体的业绩预期仍然相对较高，未来若盈利预期有所下调，相关公司及板块的股价或也将受到拖累。

图 32：各年份全部 A 股预期净利润增速调整情况



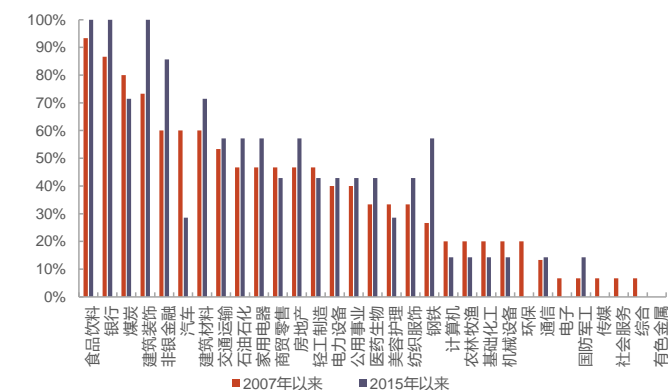
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022/4/29，

图 33：各年份全部 A 股非金融预期净利润增速调整情况



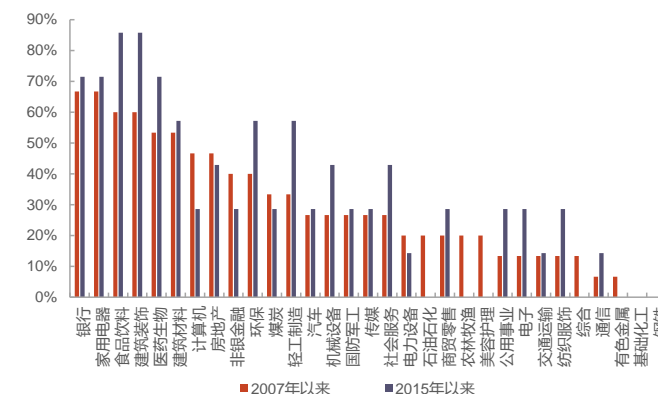
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022/4/29

图 34：部分消费和金融行业的盈利预测准确度相对更高



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据为各年预期增速与实际增速差值在 10pct 以内的年份占比，数据截至 2022/4/29

图 35：部分消费和金融行业大部分年份的预期下调幅度也较小



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据为各年年末盈利预期增速与年初盈利预期增速差值在 10pct 以内的年份占比，数据截至 2022/4/29

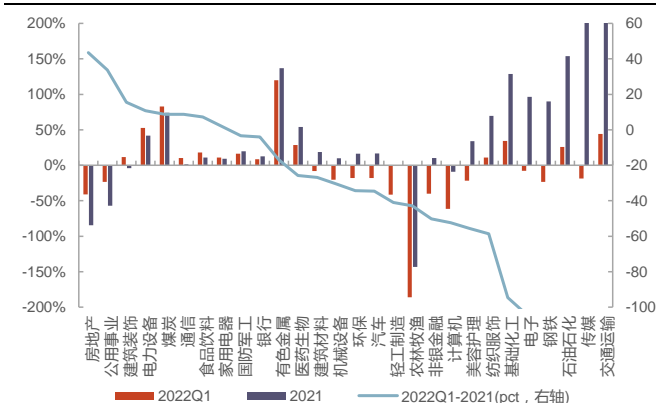
5、从财报看今年的三条投资线索

5.1、从相对业绩优势看消费的景气度

一季报中，景气度相对较高的方向为上游和消费两个板块。从净利润指标来看，一季度净利润正增长且较 2021 年有所抬升的行业主要是建筑、电力设备、煤炭、通信、食品饮料、家电。而从增速水平来看，有色、煤炭、电力设备、交通运输、基础化工、医药生物、石油石化、食品饮料排名靠前。整体而言，在一季度业绩有着较好表现的行业主要集中在上游和消费两个板块。

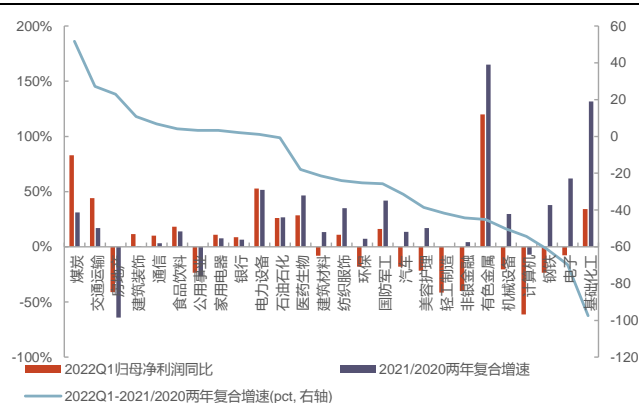
盈利能力端同样是上游和消费板块有更好表现。从 2022Q1 与 2021 年盈利能力指标来看，煤炭、食品饮料、有色金属、医药生物的毛利率（TTM）有所抬升，煤炭、有色金属、电力设备、医药生物的 ROE（TTM）有所抬升。综合来看，以煤炭、有色金属等为代表的上游板块，以食品饮料、医药生物为代表的消费板块在一季度有着更好的业绩表现。

图 36: 2022Q1 净利润增速与 2021 年对比



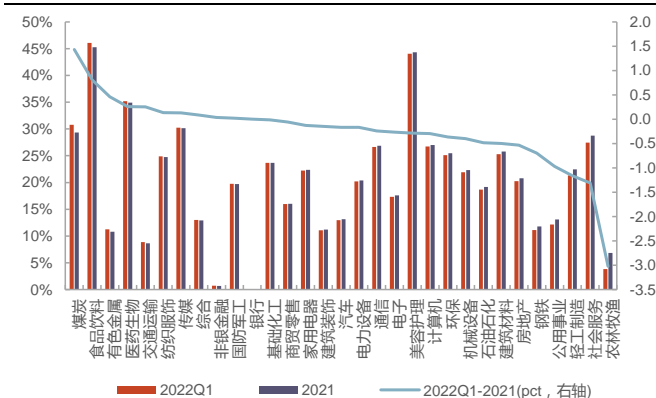
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 部分数据波动过大未予显示

图 37: 分行业 2022Q1 盈利增速与过去两年复合增速对比



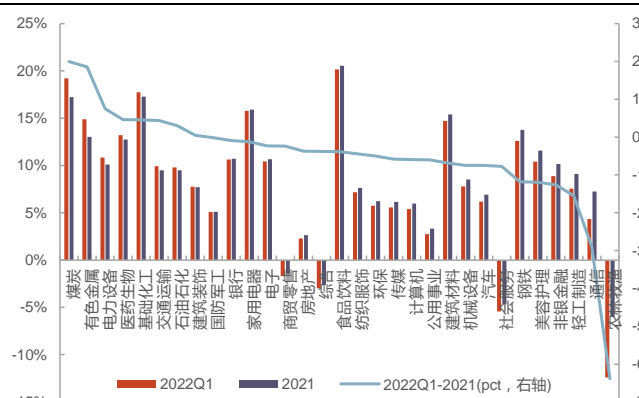
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 部分业绩增速计算中分母为负的行业未包括在内

图 38: 分行业毛利率 (TTM) 变化情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022Q1

图 39: 分行业 ROE (TTM) 变化情况



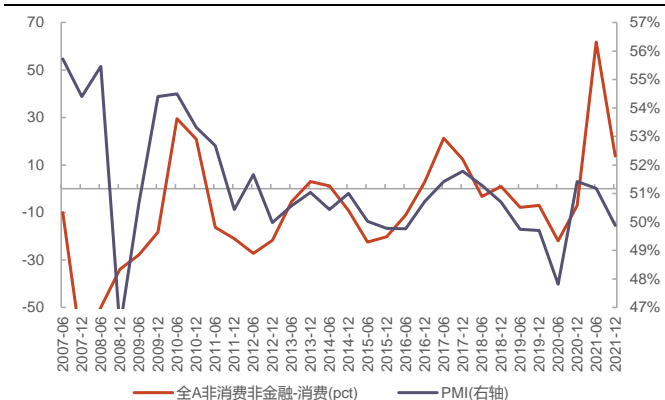
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022Q1

消费板块有望成为今年景气度最高的方向之一。相较于上游板块的业绩更取决于大宗品价格走势，消费板块今年的业绩确定性或相对更高。整体而言，A 股上市公司本身是经济一部分，板块的业绩表现都会受到经济的影响，但不同板块之间有着较大的差异。全部 A 股非金融非消费板块的业绩与经济之间的相关度更高，而消费板块的业绩与经济之间的相关度更低。在经济上行期，非金融非消费板块的业绩表现优于消费板块，而在经济下行期，消费板块的业绩表现优于非消费非金融板块。

通胀的传导对于消费板块的业绩有多大影响？通胀，特别是 PPI 的持续高位一直是市场关心的重要问题，从财报数据来看，资源价格处于高位带动上游板块业绩持续亮眼表现，也对中游制造业的利润形成了明显的挤压。那么，通胀向下游消费的传导对消费板块的业绩有多大影响？从历史上看，不论是 PPI 还是 CPI，与消费板块的毛利率之间并不存在非常显著的相关关系。一方面，大宗品价格是影响 PPI 走势的重要因素，而大宗品价格对于消费板块的直接影响相对较弱。另外一方面，CPI 包含着衣食住行的方方面面，其范围较消费类上市公司的业务范围更为广泛，比如鲜菜、牛肉、羊肉等是 CPI 的重要组成，但对于上市公司的业绩影响相对较小。与此同时，消费上市公司多是行业内具有话语权的龙头公司，其本身也具有成本转嫁的能力。虽然高通胀对消费整体盈利能力影响不大，但对于汽车、家电等更具制造业属性的消费品行业或有一定不利影响。

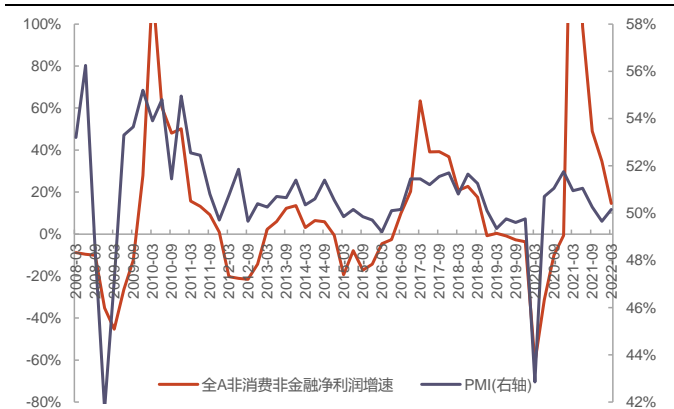
疫情对消费板块的业绩有多大影响？ 近期国内再度受到疫情的扰动，包括上海在内的多个地区采取了较为严格的疫情防控措施，疫情的扰动也对 A 股业绩产生不利影响，但消费或是其中受影响相对较小的板块。一方面，从 2020 年的经验来看，在疫情冲击之下，A 股整体净利润增速大幅下降，但消费的降幅相对较小，是市场规避业绩风险的重要配置方向，食品饮料、医药等行业的业绩相对优势更得到凸显。另外一方面，对于消费板块中受到疫情影响更大的线下消费行业，其景气度处于历史底部，未来即使有疫情扰动，其长期修复的趋势不会发生变化。

图 40：经济下行期，消费的业绩优势更为显著



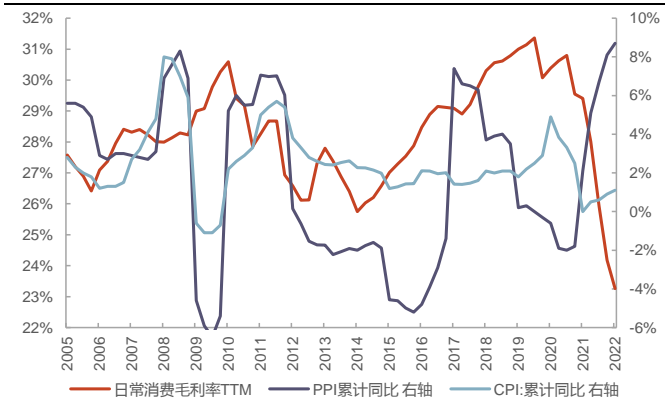
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022Q1，左轴为两者归母净利润增速之差，因农业业绩波动较大，图中均未包含农林牧渔行业，部分数据波动过大未予显示

图 41：全 A 非金融非消费板块的业绩表现与经济高度相关



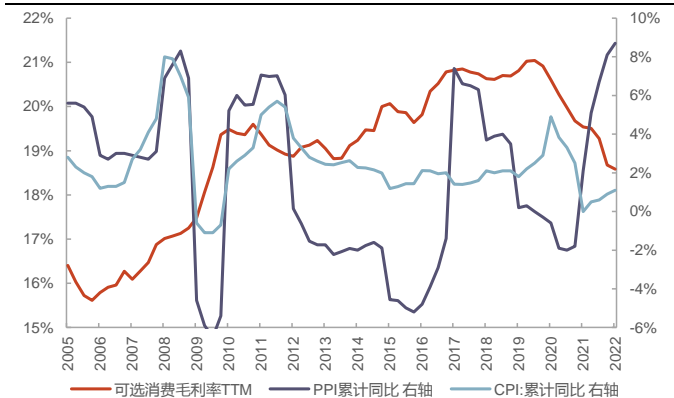
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022Q1，因农业业绩波动较大，图中均未包含农林牧渔行业，部分数据波动过大未予显示

图 42：日常消费板块毛利率与 PPI/CPI 走势



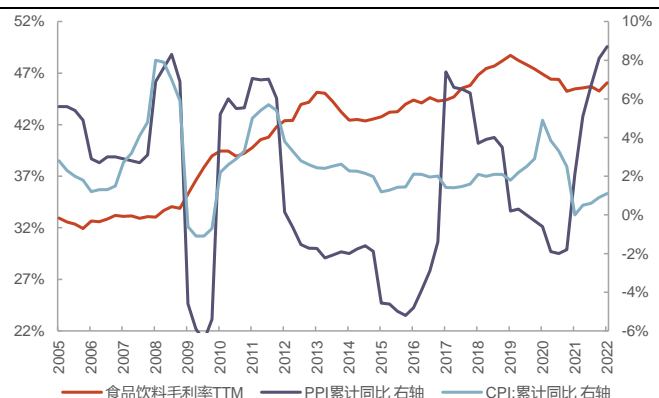
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022Q1，因农业业绩波动较大，图中均未包含农林牧渔行业，部分数据波动过大未予显示

图 43：可选消费板块毛利率与 PPI/CPI 走势



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022Q1，因农业业绩波动较大，图中均未包含农林牧渔行业，部分数据波动过大未予显示

图 44：食品饮料毛利率与 PPI/CPI 走势



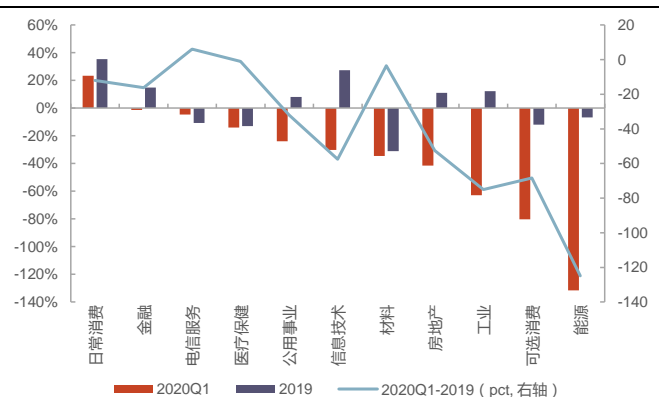
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022Q1，因农业业绩波动较大，图中均未包含农林牧渔行业，部分数据波动过大未予显示

图 45：家电毛利率与 PPI/CPI 走势



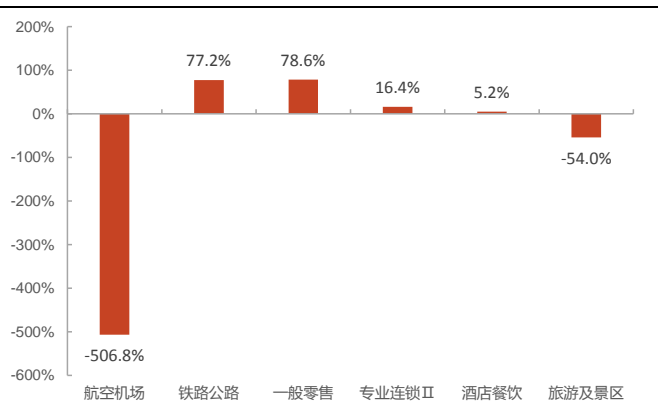
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022Q1，因农业业绩波动较大，图中均未包含农林牧渔行业，部分数据波动过大未予显示

图 46：2020Q1 日常消费业绩增速最好



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 47：线下消费板块远未恢复至疫情前



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据为 2021 年板块归母净利润绝对值除以 2017-2019 年平均归母净利润绝对值

5.2、从资本开支看基建的景气度

一季度 A 股资本开支增速显著下降。2022 年一季度全部 A 股非金融资本开支增速为 3.6%，比 2021 年的 10.3% 大幅下降，这一水平在 2017 年以来的时间范围内，仅好于 2020 年上半年。分板块来看，科创板是唯一一个 2022Q1 资本开支增速较 2021 年有所抬升的板块，创业板的资本开支增速降幅则相对较大。从增速绝对值来看，科创板和创业板的增速均要高于主板。

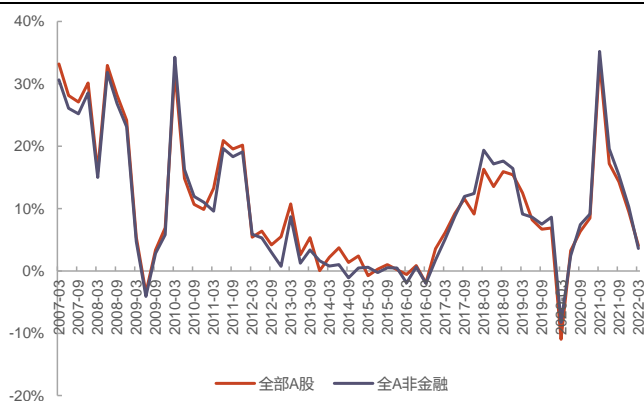
大部分行业的资本开支增速均有显著下降。分行业来看，仅有色金属、银行、通信、建筑装饰、石油石化、汽车 6 个行业的 2022Q1 资本开支增速较 2021 年有所提升，其他行业均有不同程度的下降，社服、交运、纺织服饰、机械设备等行业的降幅相对较大。其他资本开支规模较大的行业中，电子行业增速小幅下降，电力设备则有 20pct 以上的降幅。从增速绝对值来看，建材、电力设备、汽车、有色金属、基础化工、银行的 2022Q1 资本开支增速在 20% 以上，社服、农林牧渔、房地产、环保、交运的增速在 -20% 以下。

资本开支增速的趋势下行与疫情影响。一方面，今年 A 股整体的盈利增速有一定的下行压力，而在盈利下行期，A 股整体的资本开支增速往往也会下行，因而今年全年的资本开支增速较去年或将有较大的幅度的下行。另外一方面，一

季度我国受到疫情的扰动,包括上海在内的多个省市采取了较为严格的疫情防控限制措施,这对于部分行业的经营也产生了较大的影响。

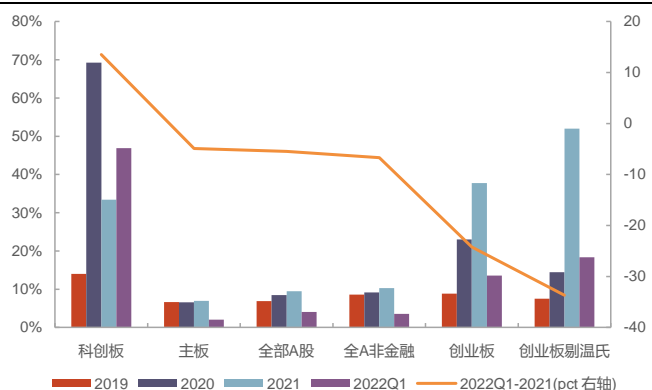
结构上,哪些行业可能成为今年的亮点? 资本开支的强弱代表了企业对于未来的乐观与悲观预期,从资本开支增速的绝对水平和增速变化来看,基建相关行业或将是今年最值得关注的方向。一方面,建筑行业是不多的 2022Q1 资本开支增速较 2021 年有所抬升的行业,而建材的这一数据虽然较 2021 年有小幅下降,但 22Q1 绝对增速水平达到了 89%。另外一方面,从历史上看,在政策发力,基建投资增速抬升的阶段,建筑及建材行业的资本开支增速也往往会有所抬升。在今年稳增长的大方向下,基建投资也将是发力的重要方向,预计今年全年基建产业方向的建筑、建材等行业或最为值得关注。

图 48: 一季度 A 股资本性开支同比增速大幅下降



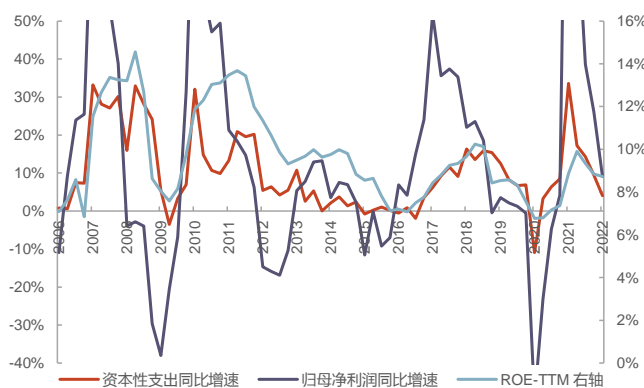
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022Q1

图 49: 分板块 A 股资本性开支增速变化情况



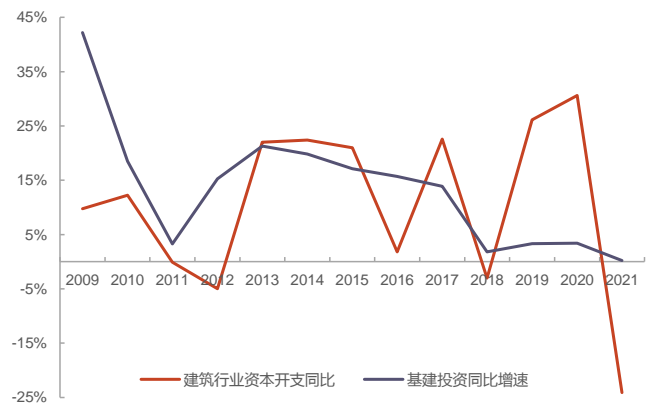
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022Q1

图 50: 历史上全部 A 股非金融的资本开支增速与盈利增速相关



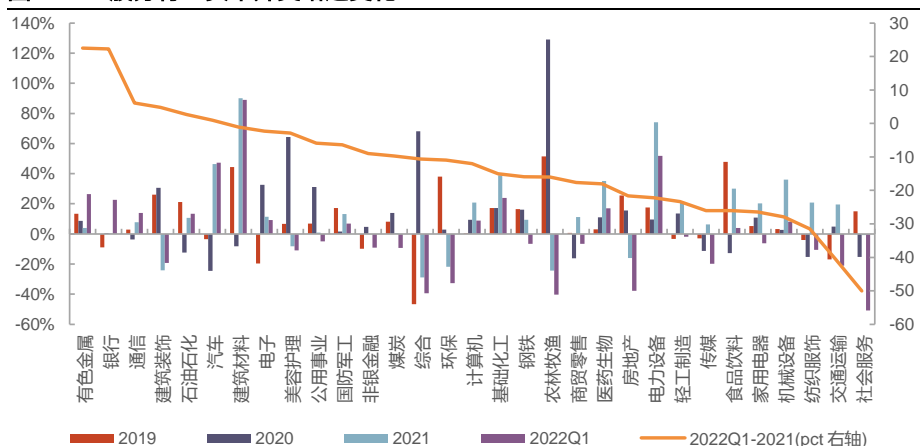
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022Q1, 部分数据波动过大未予显示

图 51: 建筑行业资本开支增速与基建投资增速有一定相关关系



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据为年度数据, 截至 2021 年

图 52: A 股分行业资本开支增速变化



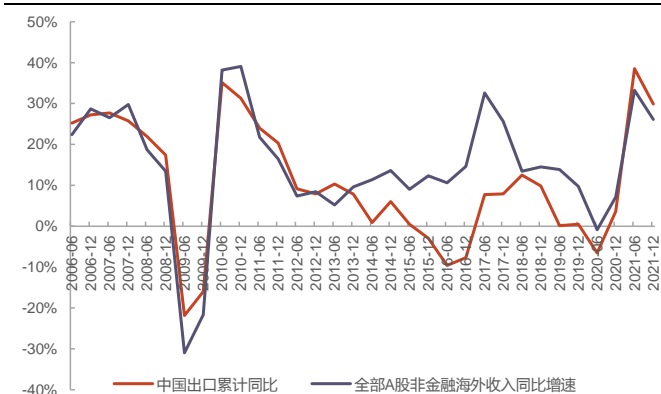
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2022Q1

5.3、从出口的变化看各行业的压力

2021 年上市公司海外收入保持高增长。上市公司仅在中报和年报披露其海外收入的情况，2021 年全部 A 股非金融海外收入同比增速为 26.1%，较 2020 年 7.1% 的增速大幅抬升了 19.0pct。2020 和 2021 年两年复合增速为 16.2%，较 2019 年 9.7% 的增速抬升了 6.5pct。但得益于本身国内业务收入也有不错表现，海外收入占总收入的比重抬升幅度并不明显，全部 A 股非金融的海外收入占总收入的比重从 2019 年的 10.0% 提升到 2021 年的 10.6%。

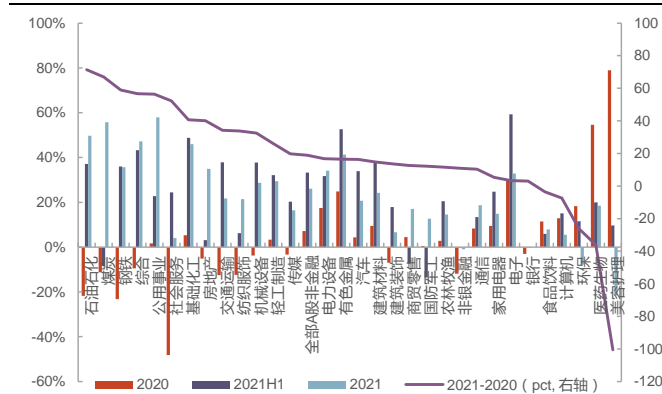
大部分行业 2021 年海外收入增速较 2020 年有所抬升。从 2021 年海外收入增速与 2020 年对比来看，石油石化、煤炭、钢铁等行业的海外收入增速抬升幅度最高，且增速的绝对水平也更高，而美容护理、医药生物、环保等行业的下降幅度相对更大，且有美容护理、环保两个行业为负增长。与 2019 年对比来看，大部分行业的海外收入增速同样有所抬升，房地产、煤炭、公用事业等行业的抬升幅度最大，环保、美容护理、社会服务、计算机等行业的下降幅度相对较大。

图 53: 2021 年上市公司海外收入保持较高增速



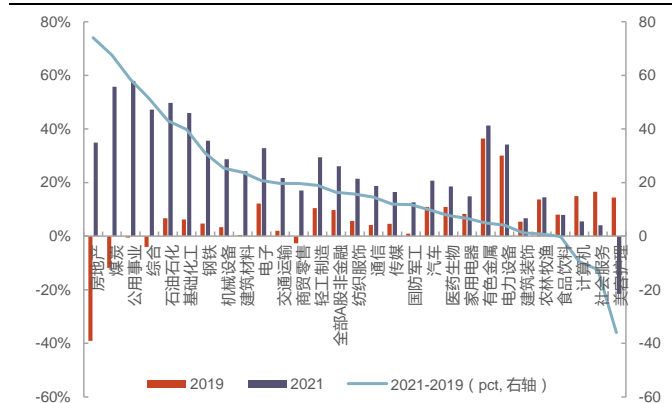
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 财报数据截至 2021 年报, 出口数据截至 2021 年 12 月

图 54: 分行业海外收入增速变化



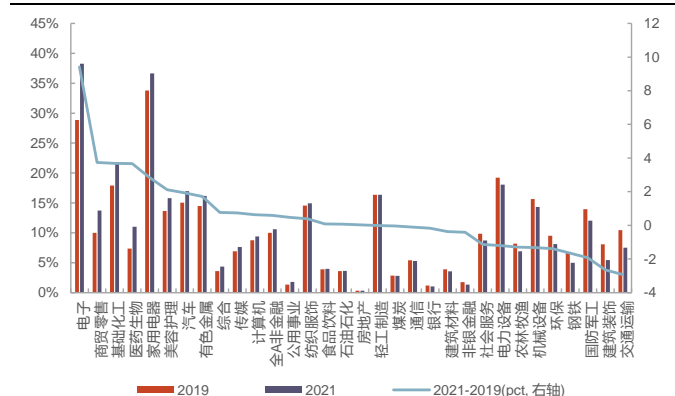
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 55：分行业海外收入增速与 2019 年对比情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 56：分行业海外收入占总营收的比重变化情况



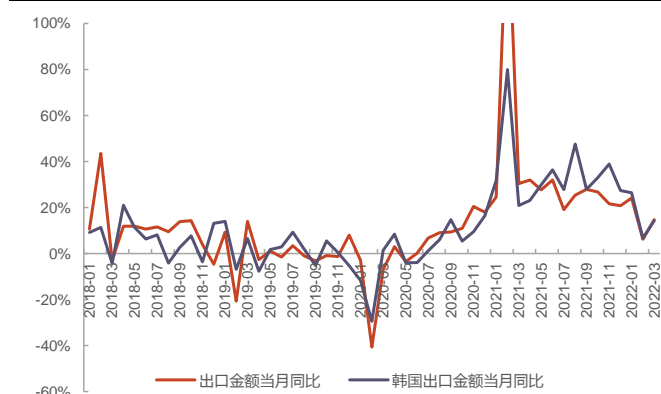
资料来源：Wind，光大证券研究所

我国出口在过去两年有着亮眼表现，但今年或将面临一定的下行压力。在过去两年里，海外生产受阻使得我国出口数据有着非常亮眼的表现，2021 年出口增速达到了 29.9%，但今年以来，出口增速显著下降，前三个月累计同比增速为 15.8%。一方面，当前海外疫情影响逐渐消退，生产逐渐恢复；另外一方面，过去两年海外旺盛的需求部分来自于政府补贴形成的高收入与高储蓄，但目前美国居民储蓄占比已经降到了疫情前的水平，未来海外需求可能会面临持续下行压力。因而未来国内出口增速或仍将面临压力。

出口的压力或也将在 A 股上市公司海外收入层面有所体现。如我们上文所述，今年海外需求面临下行压力，而供给有望得到恢复，海外疫情的消退或也将减少对于防疫物资的需求，今年我国出口面临较大的下行压力，海外收入对于 A 股业绩的贡献或也将显著下降。若假设没有发生疫情，且 2020-2022 年海外收入增速均与 2019 年相同，则可以估算出 2022 年的 A 股海外收入规模，所得 2022 年的海外收入同比增速将在 -2.2% 左右（估算 2022 值/2021 实际值-1）。

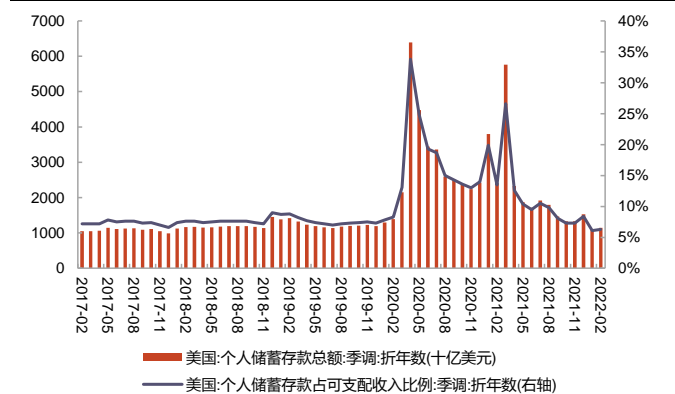
医药、化工、电子等行业今年海外收入端压力或将更大。2014 至 2019 年间 A 股整体海外收入增速波动较小，大部分年份在 10%-15% 之间波动，我们以 2020-2021 年的复合增速与 2014-2019 年的复合增速对比来看，医药、有色、化工、电子等行业的海外收入增速抬升幅度较大，均在 10pct 以上。如果以 2020-2021 年的复合增速与 2019 年同比增速对比来看，同样是医药、电子、化工等行业的抬升幅度相对最大。这些行业在今年海外收入端的压力或相对更大。

图 57：韩国出口数据 3 月份持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 3 月

图 58：美国储蓄下降可能会影响出口需求



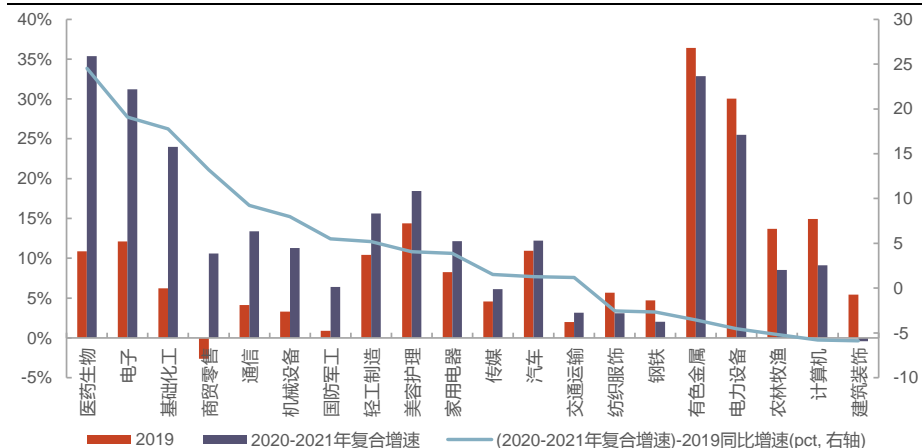
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022 年 2 月

图 59：A 股分行业海外收入增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所，仅包含了海外收入占行业总收入的比重在 5% 以上的行业

图 60：A 股分行业海外收入增速变化（与 2019 年对比）



资料来源：Wind，光大证券研究所，仅包含了海外收入占行业总收入的比重在 5% 以上的行业

5.4、景气度与估值匹配情况来看，哪些方向值得关注？

财报季后，A 股估值处于什么水平？当前上证综指 PE 估值为 11.9X，处于 2010 年以来 25.2% 的分位数水平，创业板指 PE 估值为 45.9X，处于 2010 年以来 34% 的分位数水平。分行业来看，31 个申万一级行业中，有 22 个行业的 PE 估值历史分位数（2010 年以来）在 30% 以下，纺织服装、通信、电子、医药生物、交运、有色金属、非银金融、环保、基础化工、传媒、石油石化的估值所处历史分位数在 5% 以下。社会服务、汽车、美容护理、公用事业、食品饮料等行业的估值分位数在 70% 以上。

与疫情前相比，估值有何变化？过去两年的疫情扰动使得部分行业的估值也出现了显著波动，从全部 A 股来看，当前（4 月 29 日）PE 估值为 16.0X，较 2020 年初的 17.6X 下降了 8.7%。而根据估值变化，可以将行业分成 4 类：1、估值大幅扩张，但主要是由于过去两年净利润大幅下滑，包括房地产、公用事业等行业；2、估值有所扩张，过去两年的股价和业绩均有不错表现，包括美容护理、汽车、食品饮料等行业；3、估值下降，同期股价也有所上涨，而业绩增幅更大导致 PE 估值下降，主要包括有色金属、基础化工、电力设备、煤炭等行业；4、

估值下降，但主要是由于股价的下跌，包括通信、纺服、家电等行业。二级行业也可以同样进行分类，详细请见下表。

从盈利与估值的对比来看，哪些行业更值得关注？在以上四类中，第二类是最值得关注的，其本身业绩保持不错的增长，而估值中枢的抬升说明行业受到市场青睐，第三类的公司数量相对最多，既有业绩大幅增长的上游板块，也有电力设备、电子、医药等受到市场高度关注的成长板块，其中在今年一季度且全年仍有望保持高增长的行业或也同样值得关注。一级行业中建议关注建筑、汽车、食品饮料、有色、化工、煤炭、医药、军工等行业。二级行业中建议关注乘用车、光伏设备、白酒、专业工程、煤炭开采、饮料乳品、电池、化学制品等行业。

虽然多有波动，但过去两年行业表现与业绩表现基本匹配。从 2020 年和 2021 年的两年累计情况来看，股价表现与业绩表现相一致。2020 年疫情冲击导致很多行业业绩大幅负增长，低基数效应导致 2021 年业绩同比增速大幅提升，部分行业的股价也在这两年间大幅波动。但整体而言，2020/2021 两年复合业绩增速与股价表现仍呈现出了较强的相关关系。

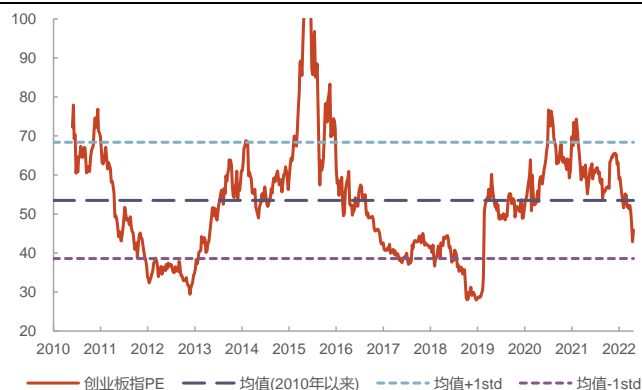
从景气度和估值匹配的角度来看，消费和稳增长方向是今年最为值得关注的配置方向。1、如我们上文所述，从经济下行期的相对景气变化来看，今年消费板块的相对景气度或将上升，从估值来看，食品饮料行业的当前估值较 2021 年显著下降，略高于疫情前的水平，医药业绩稳定性高且估值降至相对低位，但部分细分板块出口收入下降的压力值得关注。2、今年经济工作稳字当头，而在稳增长发力期，建筑、建材等相关行业的资本开支也往往会有提升，其景气度也会有所抬升，从估值维度来看，建筑 PE 较疫情前小幅抬升，建材行业则有小幅下降，两者 PE 估值均处于历史相对低位。

图 61：当前上证综指估值降至均值以下



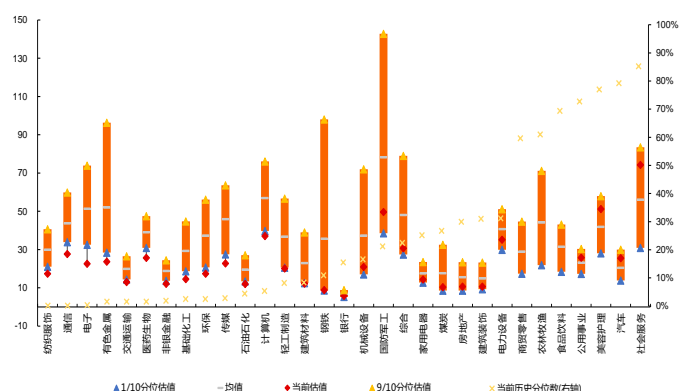
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022/4/29

图 62：当前创业板指估值降至接近均值减一倍标准差的水平



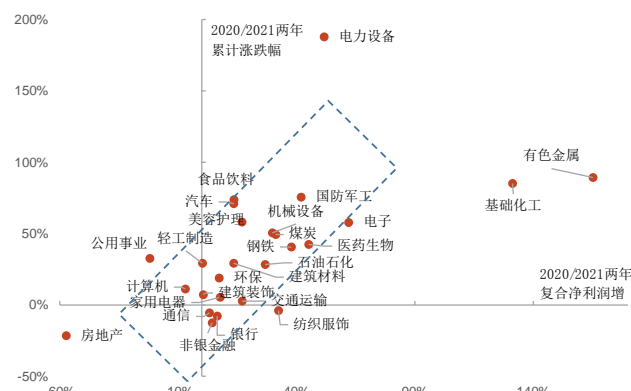
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022/4/29

图 63：分行业估值情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022/4/29

图 64：2020/2021 年业绩与股价表现基本匹配



资料来源：Wind，光大证券研究所，图中不包含部分业绩大幅负增长的行业

表 5：申万一级行业当前估值与疫情前估值对比

	行业	当前 PE	当前 PE/2020 年初 PE-1	2020 年初至今累计涨跌幅	2022 年年初以来涨跌幅	2021 相比于 2019 复合归母净利润增速	2022Q1 净利润增速
第一类：估值扩张， 主要是因为净利润大幅下滑	房地产	84.9	756.5%	-22.8%	-1.7%	-57.3%	-40.3%
	公用事业	55.9	177.1%	6.3%	-19.8%	-21.9%	-22.4%
	轻工制造	27.4	11.9%	-5.7%	-27.1%	0.2%	-41.5%
	计算机	60.7	1.7%	-23.4%	-31.1%	-7.0%	-61.3%
第二类：估值扩张， 股价和业绩都有不错表现	美容护理	54.0	19.0%	33.2%	-15.8%	16.9%	-21.6%
	建筑装饰	11.2	16.9%	3.0%	-3.9%	0.6%	11.5%
	汽车	35.5	16.0%	22.1%	-28.6%	13.5%	-17.9%
	食品饮料	36.1	11.2%	44.4%	-16.9%	14.0%	18.1%
第三类：估值下降， 业绩大幅上涨是估值下降的主因	有色金属	18.7	-84.3%	52.9%	-19.2%	165.1%	120.0%
	基础化工	15.1	-78.7%	45.1%	-21.7%	131.7%	34.3%
	电子	29.4	-56.3%	1.3%	-35.8%	62.0%	-7.7%
	石油石化	9.8	-46.8%	11.7%	-13.0%	26.7%	26.0%
	医药生物	26.8	-42.0%	9.3%	-23.3%	46.4%	28.5%
	国防军工	55.9	-40.6%	16.6%	-33.6%	41.9%	16.3%
	机械设备	27.7	-38.5%	4.6%	-30.5%	29.7%	-20.5%
	钢铁	8.7	-28.4%	16.1%	-17.5%	37.8%	-23.4%
	电力设备	39.2	-18.1%	99.9%	-30.6%	51.6%	52.8%
	煤炭	8.7	-9.9%	76.1%	17.9%	31.2%	82.9%
	建筑材料	12.0	-5.0%	6.3%	-17.7%	13.5%	-8.1%
第四类：估值下降， 主要是因为股价下跌	通信	17.1	-81.1%	-26.3%	-22.0%	3.2%	10.1%
	纺织服饰	24.1	-61.4%	-22.4%	-19.2%	35.0%	11.0%
	银行	5.1	-25.4%	-9.6%	-2.0%	6.5%	8.6%
	交通运输	15.0	-23.8%	-6.4%	-9.0%	17.0%	44.2%
	非银金融	13.5	-22.6%	-31.4%	-21.6%	4.3%	-40.0%
	家用电器	16.7	-15.5%	-16.8%	-21.1%	7.8%	11.0%
	环保	25.2	-12.4%	-11.9%	-25.9%	7.3%	-17.9%

数据来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022/4/29，当前估值即 4 月 29 日估值。部分业绩波动过大或因 EPS 为负值无法计算 PE 的行业未包括在内。

表 6：申万二级行业当前估值与疫情前估值对比

	行业	当前 PE	当前 PE/2020 年初 PE-1	2020 年初至今累计涨跌幅	2022 年年初以来涨跌幅	2021 相比于 2019 复合归母净利润增速	2022Q1 净利润增速
第一类：估值扩张，主要是因为净利润大幅下滑	房地产开发	72.8	646.5%	-23.1%	-1.3%	-62.7%	-39.0%
	电力	66.8	249.7%	13.8%	-19.9%	-32.8%	-24.7%
	软件开发	92.3	45.5%	-19.7%	-35.4%	-19.0%	-213.1%
	一般零售	31.8	37.4%	-16.8%	-9.2%	-20.3%	8.2%
	铁路公路	15.3	37.1%	-18.5%	-5.4%	-9.1%	-11.5%
第二类：估值扩张，股价和业绩都有不错表现	乘用车	34.3	74.1%	98.3%	-21.0%	3.2%	30.0%
	光伏设备	38.6	19.7%	218.0%	-26.1%	51.6%	115.3%
	白酒 II	36.2	18.8%	59.5%	-16.6%	14.8%	26.3%
	专业工程	16.2	14.6%	19.7%	-19.9%	6.6%	24.0%
	非白酒	45.5	6.9%	52.0%	-21.7%	18.3%	12.0%
	基础建设	9.6	4.7%	10.6%	1.1%	7.6%	13.0%
第三类：估值下降，业绩大幅上涨是估值下降的主因	煤炭开采	8.5	-7.2%	90.1%	28.8%	30.6%	94.4%
	饮料乳品	28.5	-10.9%	18.9%	-12.9%	13.7%	9.5%
	电池	43.8	-13.2%	161.5%	-32.5%	65.0%	68.0%
	化学制品	16.6	-25.7%	50.7%	-24.5%	33.8%	24.2%
	生物制品	28.4	-34.0%	2.3%	-27.0%	81.8%	18.4%
	普钢	7.5	-34.2%	8.4%	-11.2%	39.3%	-34.3%
	专用设备	34.2	-36.1%	11.2%	-30.5%	19.5%	34.5%
	化学原料	10.4	-43.2%	57.4%	-17.9%	67.1%	21.6%
	炼化及贸易	9.0	-45.6%	22.1%	-12.4%	29.7%	25.5%
	元件	24.2	-45.7%	5.1%	-35.5%	24.0%	4.0%
	物流	16.8	-47.8%	15.2%	-14.0%	45.1%	76.1%
	风电设备	17.7	-49.1%	45.1%	-36.9%	74.3%	14.5%
	航空装备 II	56.6	-55.6%	39.6%	-37.0%	71.4%	37.0%
	自动化设备	43.3	-59.2%	18.5%	-32.5%	50.5%	-3.8%
	电网设备	29.1	-59.6%	27.0%	-30.0%	64.6%	-1.4%
	医疗器械	18.1	-59.8%	32.5%	-22.3%	75.4%	73.0%
	半导体	45.1	-60.5%	42.4%	-33.8%	132.1%	42.7%
	航运港口	5.6	-69.9%	5.6%	-8.7%	95.1%	67.2%
	工业金属	14.3	-71.8%	32.3%	-12.3%	114.4%	77.2%
第四类：估值下降，主要是因为股价下跌	计算机设备	38.2	-8.3%	-26.0%	-25.4%	1.4%	-28.2%
	轨交设备 II	19.8	-8.6%	-30.9%	-18.4%	-4.3%	-34.0%
	水泥	8.3	-11.3%	-19.7%	-3.7%	5.9%	-9.4%
	保险 II	10.9	-14.6%	-46.1%	-13.5%	-10.8%	-36.3%
	IT 服务 II	70.1	-20.5%	-32.7%	-30.8%	-3.0%	-42.1%
	白色家电	12.9	-21.9%	-14.7%	-19.0%	5.3%	15.3%
	化学制药	35.4	-22.5%	-7.0%	-24.5%	15.5%	-7.0%
	股份制银行 II	5.7	-24.1%	-10.6%	-7.8%	4.8%	9.4%
	多元金融	16.6	-40.8%	-36.1%	-20.6%	6.2%	-48.7%
	证券 II	15.8	-42.9%	-18.3%	-25.1%	33.9%	-45.3%
	消费电子	24.0	-44.0%	-10.4%	-39.6%	16.6%	-14.6%
	光学光电子	20.3	-95.4%	-25.7%	-37.2%	270.2%	-48.9%

数据来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2022/4/29，当前估值即 4 月 29 日估值。仅包含了 PE 数据正常且具有代表性的二级行业。

6、风险分析

- 1、数据统计过程中存在偏误可能，历史规律也存在未来不适用的可能。
- 2、经济增长大幅不及预期，发生超预期风险事件。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE