

策略专题

盈利触底，风格缓慢切换

——19 年年报及 20 年一季报点评

证券分析师

蔡一炜

资格编号：S0120520040001

邮箱：caiyw@tebon.com.cn

联系人

相关研究

投资要点：

- **新冠疫情的爆发对宏观经济造成了较深的负面影响，企业业绩也受到巨大的打击。**一季度上市公司的营收及净利润大幅下滑，创下了自 2003 年以来的新低。全部 A 股 19Q4 及 20Q1 归母净利润增速同比分别为 6.4% 和 -23.98%，全部 A 股剔除金融和石油石化后营收增速分别为 -1.7% 和 -42.15%。
- **科创板净利润正增长，中小板下行明显。**科创板 19Q4 及 20Q1 归母净利润增速同比分别为 26.38% 和 19.33%，创业板为 23.76% 和 -26.38%，中小板为 -0.47% 和 -17.19%。
- **A 股上市公司整体 ROE 也明显下滑。**全部 A 股 ROE (TTM) 从 19Q4 的 9.54% 下滑至 8.29%，全 A 非金融石油石化 ROE (TTM) 从 19Q4 的 8.03% 下滑至 6.75%。主要是源于销售净利率和总资产周转率的下滑。全 A 非金融石油石化 19Q4 和 20Q1 净利率分别为 5.1% 和 4.68%，分别较去年同期下降 0.25 和 0.64 个百分点，主要是受毛利率下滑及三费比例抬升的影响；全 A 非金融石油石化 19Q4 和 20Q1 资产周转率分别为 0.6 次和 0.11 次，分别较去年同期下降 0.01 次和 0.02 次。
- **受疫情冲击，企业毛利率整体下滑明显，三费占营收比例明显抬升。**2020Q1 全 A 非金融石油石化的毛利率较去年 19Q4 环比下滑 1.08 个百分点。三项费用绝对值同比出现下滑，但是占营收比例出现上升，体现出疫情爆发时企业在成本控制方面压力较大。分开看，财务费用、销售费用、管理费用同比整体出现下滑，分别由 19Q4 的 5.75%、10.25%、9.05% 变为 20Q1 的 5.76%、-12.89% 和 -0.56%，而三项费用占营收的比例由 19Q4 的 1.54%、4.52% 和 3.76% 上升为 2.08%、4.55% 和 4.27%。
- **分行业来看，农林牧渔及国防军工维持高增速，而休闲服务、交运、计算机及化工等行业净利润下滑超一倍。**农林牧渔、国防军工、综合与银行行业相对韧性，19Q4 及 20Q1 净利润分别增长 195.94%/397.55%、12.38%/39.62%、-26.37%/11.76%、6.92%/5.52%。而休闲服务、交运、计算机及化工下滑明显，19Q4 及 20Q1 净利润分别为 -8.95%/-151.16%、12.44%/-121.79%、-6.89%/-118.38%、-37.69%/-107.19%。疫情期间，农林牧渔等必需消费品业绩表现良好，出现明显改善，而疫情导致人们出行受限，服务行业业绩出现显著恶化。同时，在前期减产协议未达成、全球需求出现下滑等因素的影响下，国际油价出现暴跌，化工行业业绩出现恶化，中石油及中石化净利润同比下降均超过 200%。
- **后续业绩有望逐步修复。**展望未来，二季度企业逐步复工复产，各行业经营将逐步恢复，而海外疫情扩散带来较大的出口压力，将使出口占比较高的行业面临订单萎缩的负面影响。近期欧美新增病例趋缓，逐渐复工复产，目前疫情的压力转移到新兴经济体方面，造成的负面影响小于此前欧美造成的影响，后续三季度及四季度有望得到相对更快的修复，但是仍难恢复到此前的水平。
- **关于行业配置，在疫情影响减弱的背景下，我们认为后续的配置方向将由当前的消费蓝筹占优风格逐步缓慢地转向科技成长风格。**同时，我们建议可以关注政策确定性较强的新老基建方向。
- **风险提示：**疫情迎来反扑；经济加速下行；中美贸易摩擦加剧



内容目录

1. 疫情影响下，一季度盈利大幅下滑	4
1.1. 盈利增速显著下滑，科创板维持正增长	4
1.2. ROE 显著下滑，毛利率下降，三费比例抬升	5
2. 必需消费品业绩较为稳定，服务业影响较大	7
3. 业绩将逐步企稳，配置风格缓慢变化	8

图表目录

图 1: 全 A 营收累计同比增速 (%)	4
图 2: 全 A 归母净利润累计同比增速 (%)	4
图 3: 中小创归母净利润累计同比增速 (%)	5
图 4: 工业企业利润与全 A 归母净利润累计同比趋势基本相同	5
图 5: A 股 2020Q1ROE(TTM)进一步下滑	6
图 6: 非金融石油石化 A 股销售净利率 (%)	6
图 7: 非金融石油石化 A 股总资产周转率 (%)	6
图 8: 全 A 非金融石油石化毛利率 (%)	6
图 9: 三费支出同比出现下滑 (%)	6
图 10: 三费占营收比重 (%)	7
图 11: 2020Q1 各行业增速普遍下滑	7
表 1: 申万一级行业盈利增速 (%)	8
表 2: 申万一级行业 5 月 8 日及过去十年平均市盈率	9

1. 疫情影响下，一季度盈利大幅下滑

1.1. 盈利增速显著下滑，科创板维持正增长

新冠疫情的爆发对宏观经济造成了较深的负面影响，企业业绩也受到巨大的打击。一季度上市公司的营收及净利润大幅下滑，创下了自 2003 年以来的新低。全部 A 股 19Q4 及 20Q1 营收增速同比分别为 8.6%和-8.82%，全部 A 股剔除金融和石油石化后营收增速分别为 8.28%和-11.22%。

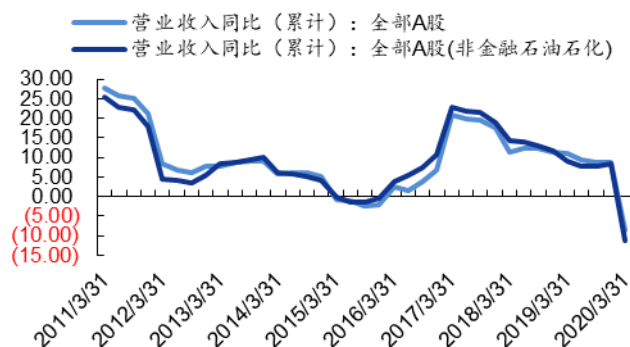
利润增速下滑更为明显。全部 A 股 19Q4 及 20Q1 归母净利润增速同比分别为 6.4%和-23.98%，全部 A 股剔除金融和石油石化后营收增速分别为-1.7%和-42.15%。

科创板净利润正增长，中小板下行明显。科创板 19Q4 及 20Q1 归母净利润增速同比分别为 26.38%和 19.33%，创业板 19Q4 及 20Q1 归母净利润同比增速分别为 23.76%和-26.38%；中小板 19Q4 及 20Q1 归母净利润同比增速分别为 -0.47%和-17.19%。

全 A 归母净利润累计同比和工业企业利润走势高度相关，19Q4 和 20Q1 规模以上工业企业利润累计同比分别为-3.3%和-36.7%。

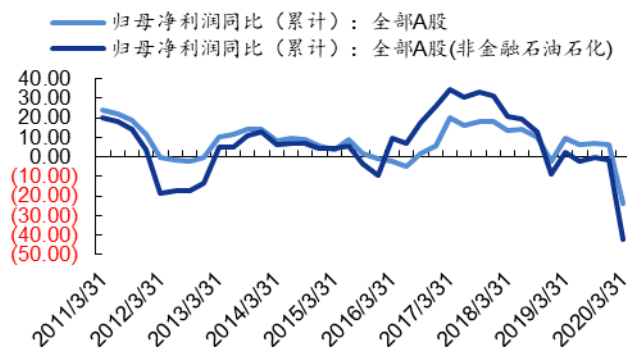
回顾本轮盈利周期，归母净利润从 16 年下半年开始回暖，17 年保持较高增速，18 年出现回落，19 年展现出企稳迹象，但 20 年 Q1 又在疫情影响下断崖式下滑。

图 1：全 A 营收累计同比增速 (%)



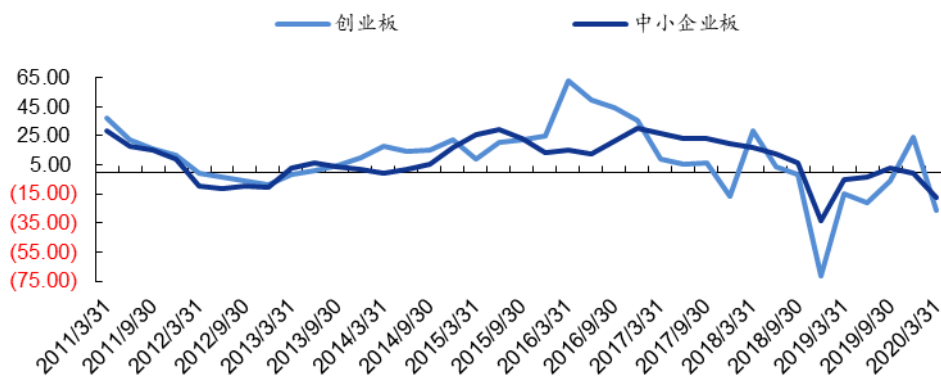
资料来源：WIND, 德邦研究所

图 2：全 A 归母净利润累计同比增速 (%)



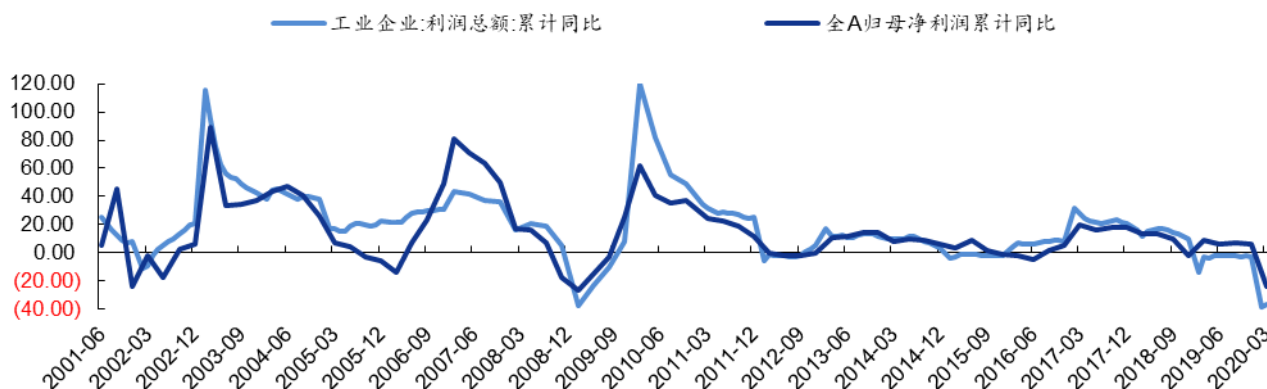
资料来源：WIND, 德邦研究所

图 3：中小创归母净利润累计同比增速（%）



资料来源：WIND, 德邦研究所

图 4：工业企业利润与全 A 归母净利润累计同比趋势基本相同



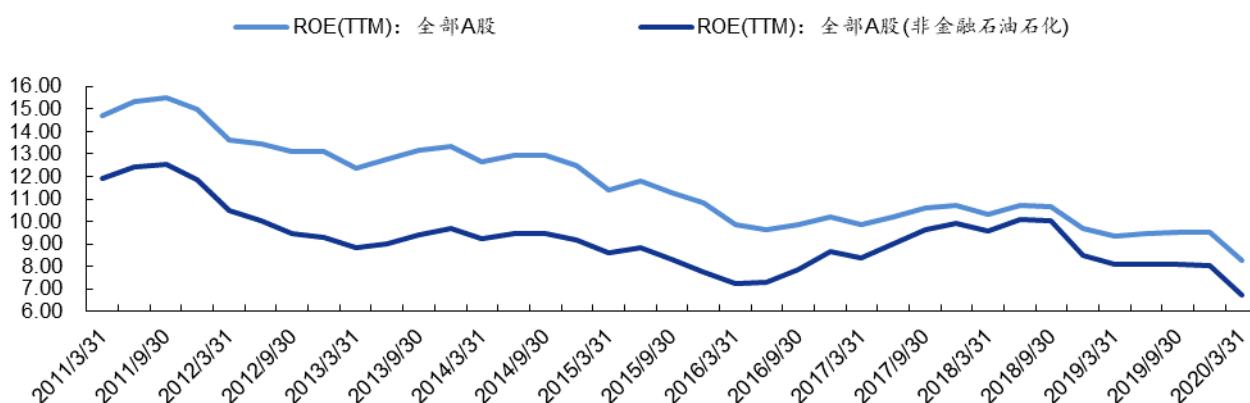
资料来源：WIND, 德邦研究所

1.2. ROE 显著下滑，毛利率下降，三费比例抬升

2020 一季度 A 股上市公司整体 ROE 也明显下滑。全部 A 股 ROE (TTM) 从 19Q4 的 9.54% 下滑至 8.29%，全 A 非金融石油石化 ROE (TTM) 从 19Q4 的 8.03% 下滑至 6.75%。主要是源于销售净利率和总资产周转率的下滑，根据杜邦公式拆解 ROE，全 A 非金融石油石化 19Q4 和 20Q1 净利率分别为 5.1% 和 4.68%，分别较去年同期下降 0.25 和 0.64 个百分点，相较于历史均值也较低，主要是受毛利率下滑及三费比例抬升的影响；全 A 非金融石油石化 19Q4 和 20Q1 资产周转率分别为 0.6 次和 0.11 次，分别较去年同期下降 0.01 次和 0.02 次。

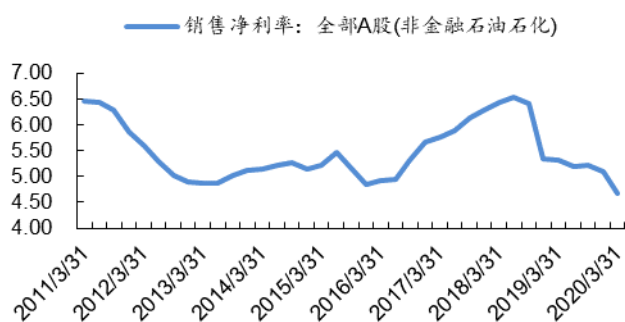
受疫情冲击，企业毛利率整体下滑明显，三费占营收比例明显抬升。2020Q1 全 A 非金融石油石化的毛利率较去年 19Q4 环比下滑 1.08 个百分点。三项费用绝对值同比出现下滑，但是占营收比例出现上升，体现出疫情爆发时企业在成本控制方面压力较大。分开看，财务费用、销售费用、管理费用同比整体出现下滑，分别由 19Q4 的 5.75%、10.25%、9.05% 变为 20Q1 的 5.76%、-12.89% 和 -0.56%，而三项费用占营收的比例由 19Q4 的 1.54%、4.52% 和 3.76% 上升为 2.08%、4.55% 和 4.27%。

图 5：A 股 2020Q1ROE(TTM)进一步下滑



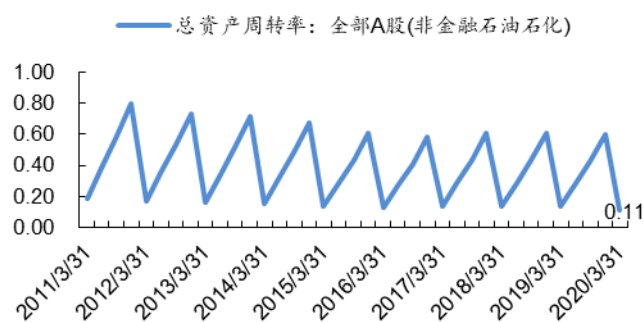
资料来源：WIND,德邦研究所

图 6：非金融石油石化 A 股销售净利率 (%)



资料来源：WIND,德邦研究所

图 7：非金融石油石化 A 股总资产周转率 (%)



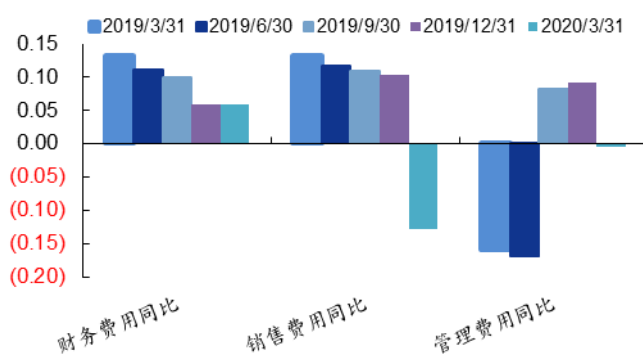
资料来源：WIND,德邦研究所

图 8：全 A 非金融石油石化毛利率 (%)



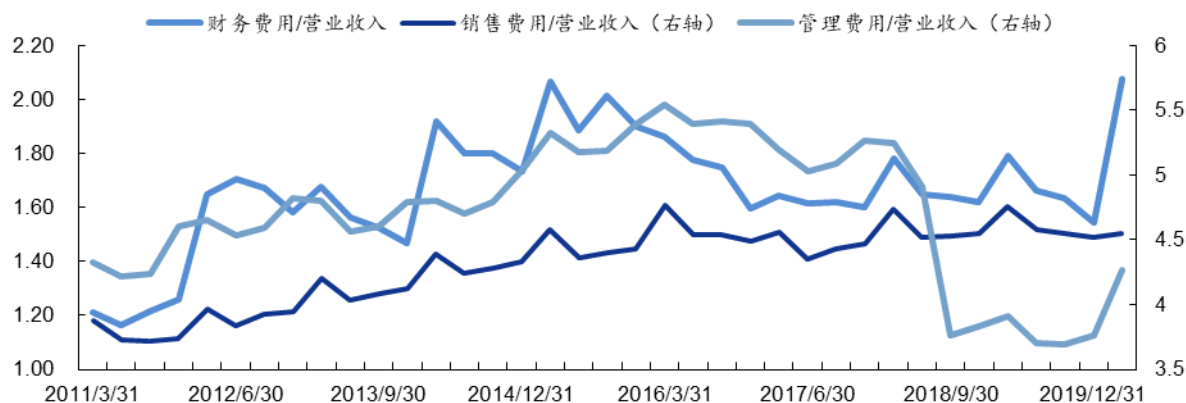
资料来源：WIND,德邦研究所

图 9：三费支出同比出现下滑 (%)



资料来源：WIND,德邦研究所

图 10：三费占营收比重（%）

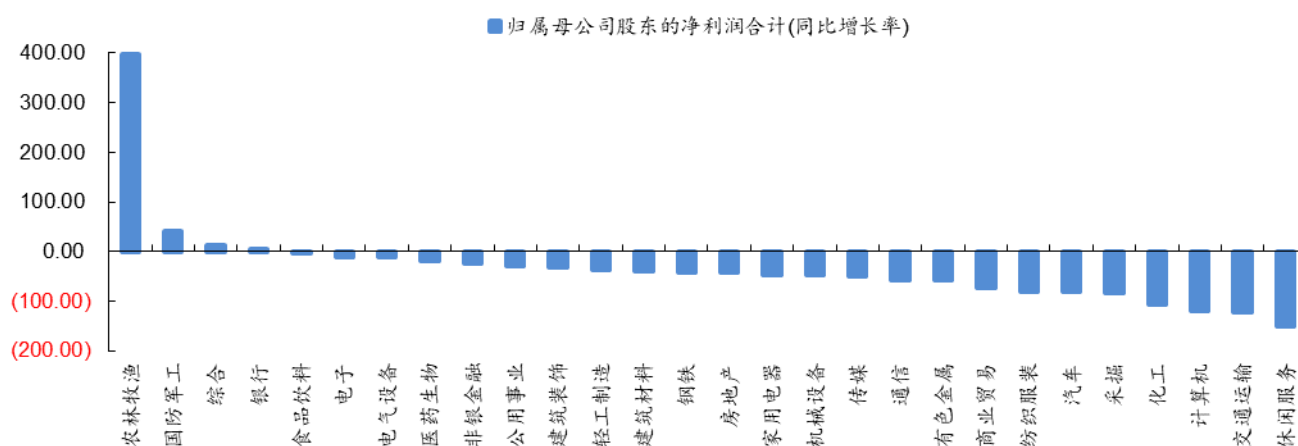


资料来源：WIND, 德邦研究所

2. 必需消费品业绩较为稳定，服务业影响较大

分行业来看，农林牧渔及国防军工维持高增速，而休闲服务、交运、计算机及化工等行业净利润下滑超一倍。农林牧渔、国防军工、综合与银行行业相对韧性，19Q4 及 20Q1 净利润分别增长 195.94%/397.55%、12.38%/39.62%、-26.37%/11.76%、6.92%/5.52%。而休闲服务、交运、计算机及化工下滑明显，19Q4 及 20Q1 净利润分别为 -8.95%/-151.16%、12.44%/-121.79%、-6.89%/-118.38%、-37.69%/-107.19%。疫情期间，农林牧渔等必需消费品业绩表现良好，出现明显改善，而疫情导致人们出行受限，服务行业业绩出现显著恶化。同时，在前期减产协议未达成、全球需求出现下滑等因素的影响下，国际油价出现暴跌，化工行业业绩出现恶化，中石油及中石化净利润同比下降均超过 200%。

图 11：2020Q1 各行业增速普遍下滑



资料来源：WIND, 德邦研究所

表 1：申万一级行业盈利增速（%）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q1 相对于 2019Q4
采掘	7.0298	5.9706	-2.8819	-2.3161	-84.3142	-81.9981
化工	-22.5377	-20.6102	-21.9162	-37.6863	-107.191	-69.5047
钢铁	-47.4688	-39.334	-45.592	-45.8047	-41.3558	4.4489
有色金属	-38.7097	-32.2068	-28.3211	-46.4768	-56.88	-10.4032
建筑材料	46.4568	19.0072	17.5686	17.2793	-38.0187	-55.298
建筑装饰	11.8315	2.4536	6.0912	6.1079	-30.3869	-36.4948
电气设备	17.5959	1.1597	8.0691	46.8221	-10.9818	-57.8039
机械设备	31.0689	28.21	13.9992	5.6851	-46.6725	-52.3576
国防军工	87.6366	51.1081	33.7502	12.3803	39.6191	27.2388
汽车	-26.6531	-32.6859	-30.2604	-24.0315	-81.6161	-57.5846
家用电器	7.2135	9.9056	12.6201	16.3842	-46.2551	-62.6393
纺织服装	2.6993	-14.0628	-19.3368	-22.0763	-80.6937	-58.6174
轻工制造	-27.9311	-24.2125	-16.1484	8.2871	-35.4799	-43.767
商业贸易	15.4349	-7.8537	15.2806	-15.1745	-72.8672	-57.6927
农林牧渔	-62.3271	83.6819	69.6631	195.937	397.5503	201.6133
食品饮料	23.1352	21.23	19.6495	14.275	-0.6647	-14.9397
休闲服务	76.3588	24.9383	7.1914	-8.9534	-151.1563	-142.2029
医药生物	13.3643	3.5349	4.9284	-8.5544	-17.9334	-9.379
公用事业	18.344	10.1835	15.2769	4.9079	-29.0756	-33.9835
交通运输	12.1835	12.3378	8.914	12.4376	-121.7858	-134.2234
房地产	14.1584	16.5164	12.6997	9.9565	-42.3771	-52.3336
电子	-11.3101	-2.9118	2.9724	24.6386	-10.8791	-35.5177
计算机	64.6045	36.5794	25.5904	-6.8876	-118.3793	-111.4917
传媒	-24.0307	-55.7109	-42.028	34.1487	-49.8056	-83.9543
通信	1062.891	-183.8753	-60.6248	-255.0158	-56.675	198.3408
银行	6.2673	6.7525	7.1431	6.9226	5.5199	-1.4027
非银金融	71.2628	68.3626	73.0147	64.9094	-23.6106	-88.52
综合	81.4363	26.4437	-13.8387	-26.3672	11.7569	38.1241

资料来源：WIND, 德邦研究所

3. 业绩将逐步企稳，配置风格缓慢变化

总体来说，全 A 上市公司业绩受疫情负面影响较大。其中，必需消费品行业盈利相对稳健，科技板块受冲击较小，而服务行业受影响巨大。

展望未来，二季度企业逐步复工复产，各行业经营将逐步恢复，而海外疫情扩散带来较大的出口压力，将使出口占比较高的行业面临订单萎缩的负面影响。因此我们认为，整体上企业营收及盈利修复确定性较强，但是受制于海外需求下滑，向上修复幅度不会太大。近期欧美新增病例趋缓，逐渐复工复产，目前疫情的压力转移到新兴经济体方面，造成的负面影响小于此前欧美造成的影响，后续三季度及四季度有望得到相对更快的修复，但是仍难恢复到此前的水平。

关于行业配置，在疫情影响减弱的背景下，我们认为后续的配置方向将由当前的消费蓝筹占优风格**逐步缓慢地**转向科技成长风格。同时，我们建议可以关注政策确定性较强的新老基建方向。从市盈率角度来看，近期股价表现较好的食品饮料及医药板块市盈率已相对高于过去 10 年平均水平，而业绩受大幅影响的休闲服务板块市盈率仍大幅超过过去 10 年平均水平，交通运输与 10 年平均基本持平，电子、传媒、通信行业估值相对合理，计算机有所高估。

表 2：申万一级行业 5 月 8 日及过去十年平均市盈率

	最近一个交易日市盈率	过去 10 年平均市盈率
采掘	12.74	26.05
化工	24.06	30.25
钢铁	11.95	37.36
有色金属	35.32	52.90
建筑材料	14.87	24.14
建筑装饰	10.17	15.51
电气设备	32.41	39.54
机械设备	28.49	39.38
国防军工	55.59	82.18
汽车	23.97	18.22
家用电器	18.89	16.61
纺织服装	29.73	29.46
轻工制造	22.30	38.66
商业贸易	21.17	28.92
农林牧渔	19.81	46.84
食品饮料	35.04	28.76
休闲服务	63.40	46.05
医药生物	44.46	38.33
公用事业	20.20	23.20
交通运输	19.95	19.56
房地产	8.86	16.30
电子	47.14	51.41
计算机	75.32	56.12
传媒	45.86	47.10
通信	46.39	45.05
银行	6.07	6.90
非银金融	15.49	19.01
综合	42.48	47.13

资料来源：WIND, 德邦研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。