

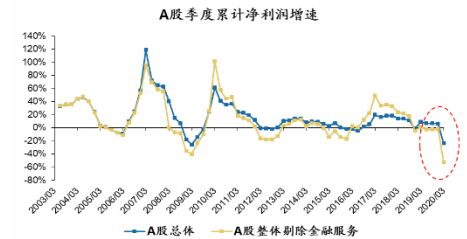
A 股确认“盈利底”

——19 年报 20 年一季报业绩速览

报告摘要:

- 我们在 4.12 的周报《“市场底”会滞后于“盈利底”吗?》中指出, A 股“盈利底”之后创新低的可能性很小。一季报 A 股“盈利底”得到确认, 预计“市场底”也将得到进一步“夯实”。
- A 股收入和盈利增速均显著回落。A 股整体 20Q1 收入增速-8.79% (19Q4 收入增速 8.58%); A 股剔除金融 20Q1 收入增速-12.28% (19Q4 收入增速 7.71%)。A 股整体 20Q1 盈利增速-23.85% (19Q4 收盈利增速 6.48%); A 股剔除金融 20Q1 盈利增速-52.39% (19Q4 盈利增速-1.89%)。
- 周转率恶化, 拖累 ROE 下行。A 股剔除金融 20Q1 的 ROE (TTM) 为 6.2%, 相对于 19Q4 的 7.4% 明显下行 1.3pct。在杜邦三因素中, 资产周转率是 ROE (TTM) 的主要拖累项, A 股剔除金融 20Q1 的资产周转率仅为 58.6%, 相对于 19Q4 的 61.9% 显著回落 3.3pct。
- 中小、创业板的收入和盈利增速也明显下行。中小板 20Q1 收入增速-9.1% (19Q4 收入增速 7.0%); 中小板 20Q1 盈利增速-16.4% (19Q4 盈利增速 0.9%)。创业板 20Q1 收入增速-10.6% (19Q4 收入增速 11.1%); 创业板 20Q1 盈利增速-27.5% (19Q4 盈利增速 13.2%)。
- 细分行业: 科技制造+农业相对高景气。在 102 个申万二级行业中, 我们筛选了一季报盈利增速在 10% 以上的高增长行业, 且 20 年一季报相对于 19 三季报和 19 中报均加速的行业, 这些行业主要分布在: 科技制造 (半导体、视听器材、航空装备、化学纤维、元件)、农业 (饲料、畜禽养殖、渔业、农产品加工) 等领域。
- 核心假设风险: 海外经济和政策的不确定性、国内政策超预期、国内经济增长超预期。

图: A 股季度累计净利润增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分析师:

戴康



SAC 执证号: S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师:

曹柳龙



SAC 执证号: S0260516080003

021-60750626



caoliulong@gf.com.cn

请注意, 曹柳龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 哪些行业盈利“免疫”? :— 2020-04-13
- 一创业板 20 年一季报业绩预告分析
- A 股盈利“圆弧底”基本确认:—A 股 19 年三季报速览
- 盈利回升但有“隐忧”:— 2019-10-16
- 创业板 19 三季报业绩预告分析

目录索引

| | |
|----------------------------|---|
| 一、A 股收入和盈利增速均显著回落..... | 3 |
| 二、周转率恶化，拖累 ROE 下行..... | 4 |
| 三、中小、创业板的收入和盈利增速也明显下行..... | 4 |
| 四、细分行业：科技制造+农业相对高景气..... | 5 |
| 五、风险提示..... | 5 |

图表索引

| | |
|---|---|
| 图 1: A 股季度累计营业收入增速 | 3 |
| 图 2: A 股季度累计净利润增速 | 3 |
| 图 3: A 股一季度单季环比增速略高于历史季节性..... | 3 |
| 图 4: A 股剔除金融一季度单季环比增速略高于历史季节性 | 3 |
| 图 5: 中小板的收入与利润增速..... | 4 |
| 图 6: 创业板的收入与利润增速..... | 4 |
| 表 1: A 股剔除金融的 ROE 杜邦拆解 (TTM) | 4 |
| 表 2: 20 年一季度盈利增速在 10%以上的细分行业：二级行业 | 5 |

一、A股收入和盈利增速均显著回落

一季报收入增速大幅回落。A股整体一季报收入增速-8.79%（19年报收入增速8.58%）；A股剔除金融一季报收入增速-12.28%（19年报收入增速7.71%）。

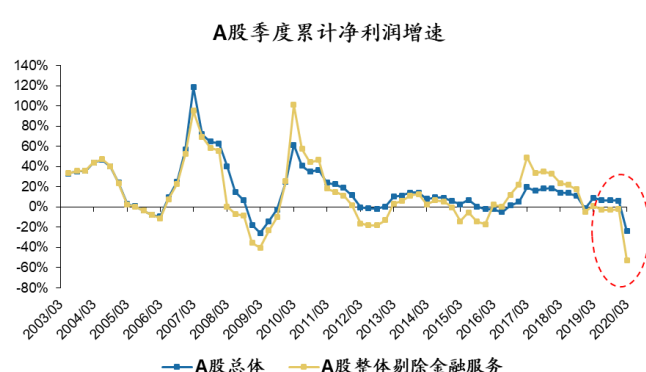
一季报盈利增速¹大幅回落。A股整体一季报盈利增速-23.85%（19年报盈利增速6.48%）；A股剔除金融一季报盈利增速-52.39%（19年报盈利增速-1.89%）。

图1：A股季度累计营业收入增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

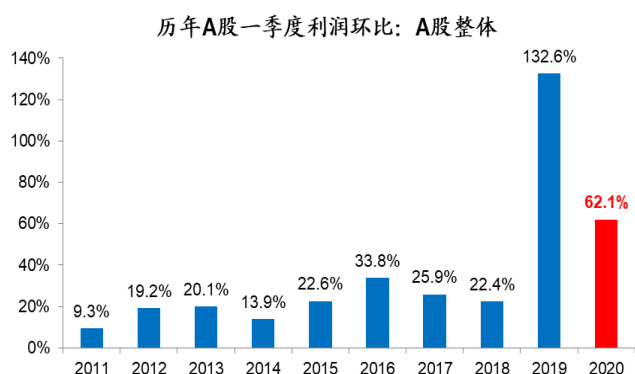
图2：A股季度累计净利润增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

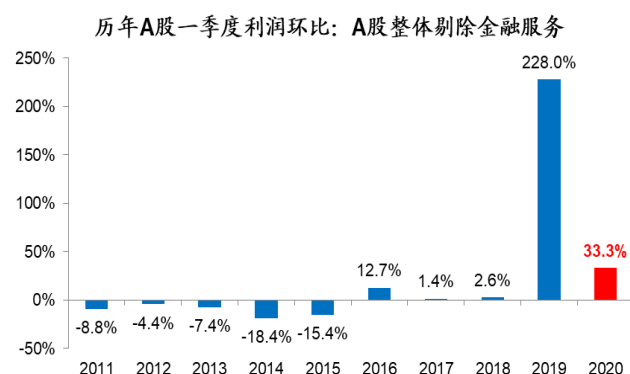
利润环比增速略高于季节性。受19年报商誉减值的影响（低基数），20年一季度一季报环比19四季报的单季净利润环比增速反而有所抬升：A股总体一季度单季净利润环比增速62.1%，A股剔除金融一季度单季净利润环比增速33.3%，略高于历史季节性。

图3：A股一季度单季环比增速略高于历史季节性



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图4：A股剔除金融一季度单季环比增速略高于历史季节性



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

¹ 注：盈利增速是指“归母净利润同比增速”，下文同
识别风险，发现价值

二、周转率恶化，拖累 ROE 下行

疫情导致周转率大幅回落，是A股ROE下行的主要原因。A股剔除金融20年一季报ROE（TTM）为6.2%，相对于19年报的7.4%明显下行1.3pct。在杜邦三因素中，资产周转率是ROE（TTM）的主要拖累项，A股剔除金融20年一季报的资产周转率仅为58.6%，相对于19年报的61.9%显著回落3.3pct。

表1：A股剔除金融的ROE杜邦拆解（TTM）

| | 19年报 | 20年一季报 | 相比19年报变动幅度 |
|-------|-------|--------|------------|
| 毛利率 | 19.2% | 19.0% | -0.2% |
| 管理费用率 | 3.5% | 3.6% | 0.1% |
| 销售费用率 | 4.2% | 4.2% | 0.0% |
| 财务费用率 | 1.4% | 1.5% | 0.0% |
| 销售利润率 | 4.0% | 3.5% | -0.5% |
| 资产负债率 | 61.3% | 61.1% | -0.2% |
| 资产周转率 | 61.9% | 58.6% | -3.3% |
| ROE | 7.4% | 6.2% | -1.3% |

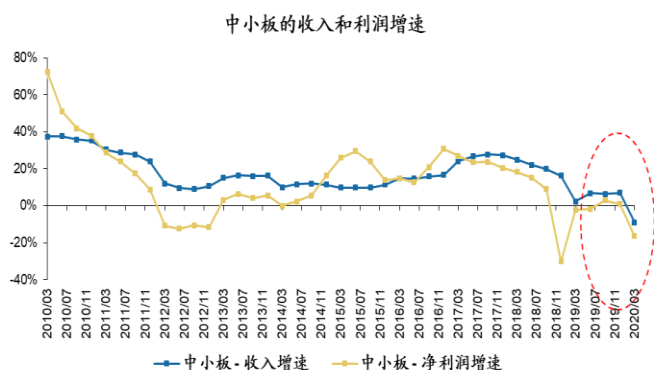
数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

三、中小、创业板的收入和盈利增速也明显下行

中小板一季报收入、利润增速拐头向下。中小板20年一季报收入增速-9.1%（19年报收入增速7.0%）；中小板20年一季报盈利增速-16.4%（19年报盈利增速0.9%）。

创业板一季报收入、利润增速拐头向下。创业板20年一季报收入增速-10.6%（19年报收入增速11.1%）；创业板20年一季报盈利增速-27.5%（19年报盈利增速13.2%）。

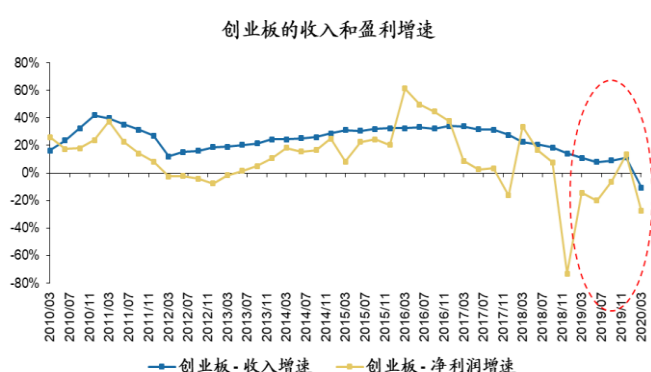
图5：中小板的收入与利润增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

备注：利润增速是指归母净利润累计同比增速

图6：创业板的收入与利润增速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

备注：利润增速是指归母净利润累计同比增速

四、细分行业：科技制造+农业相对高景气

一季报景气度最高（盈利增速10%以上）的行业——在102个申万二级行业中，我们筛选了一季报盈利增速在10%以上的高增长行业，且20年一季报相对于19三季报和19中报均加速的行业，这些行业主要分布在：科技制造（半导体、视听器材、航空装备、化学纤维、元件）、农业（饲料、畜禽养殖、渔业、农产品加工）等领域。

表2：20年一季报盈利增速在10%以上的细分行业：二级行业

| 行业 | 2019中报 | 2019三季报 | 2020一季报 | 2020年一季报相比2019三季报加减速 | 2020年一季报相比2019年中报加减速 |
|---------|---------|---------|---------|----------------------|----------------------|
| 饲料 II | 26.1% | 51.8% | 1467.7% | 1415.9% | 1441.6% |
| 畜禽养殖 II | 2070.6% | 338.3% | 985.0% | 646.8% | -1085.6% |
| 半导体 | 1.8% | -2.8% | 95.8% | 98.5% | 94.0% |
| 视听器材 | -14.1% | 43.0% | 81.8% | 38.9% | 95.9% |
| 航空装备 II | 55.0% | 31.1% | 59.4% | 28.4% | 4.4% |
| 船舶制造 II | 28.4% | 143.9% | 57.2% | -86.7% | 28.8% |
| 渔业 | -87.2% | -67.5% | 56.0% | 123.5% | 143.1% |
| 动物保健 II | -26.3% | -35.0% | 37.5% | 72.4% | 63.8% |
| 化学纤维 | 24.1% | 19.2% | 30.6% | 11.4% | 6.5% |
| 采掘服务 II | 248.1% | 192.8% | 27.0% | -165.8% | -221.1% |
| 航运 II | 231.6% | 104.6% | 25.7% | -78.9% | -205.9% |
| 农产品加工 | -21.8% | -16.6% | 13.5% | 30.1% | 35.3% |
| 综合 II | 4.9% | -28.1% | 11.8% | 39.9% | 6.9% |
| 造纸 II | -48.6% | -39.2% | 11.2% | 50.4% | 59.8% |
| 黄金 II | -22.8% | -9.4% | 10.4% | 19.8% | 33.2% |
| 元件 II | 11.9% | 3.7% | 10.2% | 6.5% | -1.7% |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

海外经济和政策的不确定性、国内政策超预期、国内经济增长超预期。

广发投资策略研究小组

- 戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC第一名。
- 郑恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。
- 曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。
- 俞一奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 陈伟斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 倪赓：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。
- 韦冀星：联系人（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-----------------------|-------------------------|---------------------|------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼 | 深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼 | 香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | |
| 客服邮箱 | gfhqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。