

# 策略·业绩分析

证券研究报告

2020 年 04 月 30 日

## 冲击既定，后市方向在哪？——2019 年报及 2020 一季报全景概览

截至 4 月 30 日，2019 年报及 2020 一季报披露完毕。本篇报告对市场整体业绩做一个概述，主要包括：板块业绩、盈利能力、现金流、行业景气、盈利预测等。

### 1. 收入和利润双双负增长，但头部指数盈利相对较好

全部 A 股剔除金融/两油/四大航，净利润下滑 36.5%；中小板得益于农业和电子的拉动，增速优于其他板块；创业板 20Q1 净利润增速-27.5%，创业板指(剔除温氏)为-15.9%，创 50 为-0.8%，头部指数显著更好；科创板收入负增长，利润正增长，但利润总额仅 28 亿；指数净利润增速，上证 50 (-16.3%) > 沪深 300 (-18.3%) > 中证 500 (-35.8%)，蓝筹指数抗风险性突出。

### 2. 几个需要关注的细节问题

**问题一：商誉减值/资产减值对 2019 年盈利影响有多大？** 2019 年，创业板资产减值和商誉减值的规模分别为 680 亿和 332 亿，但板块利润也仅有 500 亿左右，减值冲击仍然不小。但相比 2018 年的 1057 亿元和 519 亿元，边际上有所改善。

**问题二：板块的增速分布及分化情况？** 从增速区间分布看，各板块负增长的比例创历史之最，均在 60%以上；而高增速(>100%)的比例也降至历史低位。疫情冲击下，多数企业盈利无差异都要面临一定的损失。

### 3. 盈利能力：周转率的大幅回落，导致 ROE 走低

20Q1 非金融 A 股的 ROE(TTM)仅 7%，位于历史 5.5%分位，较 19Q4 回落了 1.01%。三个分项中，周转率回落最明显，由 19Q4 的 63.8%下滑至 20Q1 的 60.9%，这与疫情期间交通管制、经济活动部分停滞有关；另外，净利率也由 19Q4 的 4.24%下滑至 20Q1 的 3.87%，收入下滑的幅度要大于成本端下滑的幅度。

### 4. 现金流：经营现金流恶化，筹资现金流大幅增加

20Q1 非金融 A 股现金净流量-1154 亿，同比去年增加 2620 亿，现金流边际好转。其中，经营净流量同比去年减少 4865 亿，投资净流量同比去年增加 430 亿，筹资净流量同比去年大幅增加 6734 亿。可见，现金流的改善主要来自筹资现金的增加，背后是一季度政策发力下社融规模再创历史新高。但在疫情冲击及衰退预期下，企业投资扩张意愿并不强，顺周期的制造业投资修复仍然面临较大难度。

### 5. 行业景气：疫情受益行业+内需主导行业景气较高

一季度景气能维持相对较高的行业主要有三类：一是疫情受益行业，比如造纸、医疗器械、化学制药、互联网传媒、专业零售、医药商业、黄金等；二是内需主导行业，比如饲料、畜禽养殖、动物保健、饮料制造、农产品加工、食品加工、航空装备、水务、银行等；三是疫情影响暂未体现的行业(订单缓冲)，比如元件、电子制造等。

往前看，景气行业能否持续，盈利暂时受阻的行业能否恢复，核心仍取决于全球疫情的进展。关于行业景气的详细拆解，我们将在后续报告中进一步分析。

### 6. 盈利趋势及后市判断

往前看，中性假设下，我们预计非金融 A 股 2020 年净利润增速大概在-6%左右，增速逐季抬升，Q2、Q3、Q4 累计增速分别为-28.4%、-16.9%、-5.8%。

一般来说，指数走势与盈利增速在趋势上表现较一致。往后三个季度，逐季修复的盈利增速，意味着指数点位可能也是震荡且低点小幅抬升。我们基于对估值和盈利的情形假设，测算对应的上证综指矩阵图。2020 年在盈利-10%至 0、估值分位 30%至 50%的假设下，上证综指的点位多数分布在 2600-3000 之间(2020 年)。

**风险提示：**宏观经济风险，国外内疫情不确定性，业绩不达预期风险等。

#### 作者

**刘晨明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090006  
liuchenming@tfzq.com

**李如娟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518030001  
lirujuan@tfzq.com

**许向真** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070006  
xuxiangzhen@tfzq.com

**赵阳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090002  
zyang@tfzq.com

**吴黎艳** 联系人  
wuliyang@tfzq.com

#### 相关报告

- 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控(20200420-20200424)-央行缩量续作 TMLF，北上资金流入放缓》 2020-04-29
- 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控(20200413-20200417)-北上回流，但科技 ETF 持续净赎回，全 A 成交仍低迷》 2020-04-21
- 《投资策略：策略上周股市流动性评级为 C——一周资金面及市场情绪监控(20200406-20200410)-市场成交萎靡，隔夜利率有所反弹》 2020-04-14



## 内容目录

1. 收入和利润双双负增长，但头部指数盈利相对较好 .....	3
2. 几个需要关注的细节问题 .....	4
3. 盈利能力：周转率的大幅回落，导致 ROE 走低 .....	6
4. 现金流：经营现金流恶化，筹资现金流大幅增加 .....	6
5. 行业景气：疫情受益行业+内需主导行业景气较高 .....	7
6. 盈利趋势及后市判断 .....	9

## 图表目录

图 1：2019 年报及 2020 一季报业绩增速 .....	3
图 2：全部 A 股营收增速 .....	4
图 3：全部 A 股净利润增速 .....	4
图 4：中小板与中小板指净利润增速 .....	4
图 5：创业板与创业板指净利润增速 .....	4
图 6：科创板净利润增速 .....	4
图 7：上证 50、沪深 300 与中证 500 净利润增速 .....	4
图 8：疫情冲击下，各大板块负增长的比例大幅提升 .....	5
图 9：疫情冲击下，各大板块负增长的比例大幅提升 .....	5
图 10：创业板负增长的比例大幅提升至 63% .....	5
图 11：全 A 非金融、创业板的 ROE(TTM)及其分项指标 .....	6
图 12：非金融 A 股 ROE 走低，周转率明显回落 .....	6
图 13：创业板 ROE 回落，净利率和周转率均走低 .....	6
图 14：非金融 A 股经营现金流大幅回落、投资现金流小幅增加、筹资现金流大幅回升 .....	7
图 15：全 A 非金融现金净流量(TTM)/净利润(TTM) .....	7
图 16：全 A 非金融现金净流量(TTM)/营收(TTM) .....	7
图 17：一级行业净利润增速 .....	8
图 18：净利润增速较高或边际改善的二级行业 .....	8
图 19：2020 年非金融 A 股盈利增速测算 .....	9
图 20：估值与盈利增速假设下，上证综指对应的点位 .....	9

截至 4 月 30 日，两市 2019 年报及 2020 一季报披露完毕。本篇报告对市场整体业绩做一个概述，主要包括：板块业绩、盈利能力、现金流、行业景气、盈利预测等。

## 1. 收入和利润双双负增长，但头部指数盈利相对较好

**结论：**全部 A 股剔除金融/两油/四大航，净利润下滑 36.5%；中小板得益于农业和电子的拉动，增速优于其他板块；创业板 20Q1 净利润增速-27.5%，创业板指(剔除温氏)为-15.9%，创 50 为-0.8%，头部指数显著更好；科创板收入负增长，利润正增长，但利润总额仅 28 亿；指数净利润增速，上证 50>沪深 300>中证 500，蓝筹指数抗风险性突出。

**全部 A 股：**无悬念的负增长，剔除金融/两油/四大航，净利润下滑 36.5%。20Q1 全部 A 股营收增速-8.8%，较 19Q4 的 8.7%下滑 17.4 个百分点；净利润增速-24%，较 19Q4 的 6.4%下滑 30.4 个百分点。疫情及国际油价暴跌的影响下，中石油/中石化+海航/国航/南航/东航，一季度合计亏损近 600 亿，占到非金融 A 股利润总额的 25%左右。全部 A 股(非金融非两油四大航) 20Q1 的净利润增速-36.5%，较 19Q4 的-1.8%下滑 34.7 个百分点。

**中小板：**得益于农业和电子的拉动，增速表现优于其他板块。中小板 20Q1 营收增速-8.9%，较 19Q4 的 7.3%下滑 16.2 个百分点；净利润增速-17.2%，较 19Q4 的-0.8%下滑 16.4 个百分点。中小板指表现更为突出：20Q1 净利润增速-0.7%，较 19Q4 的 1.3%回升 0.5 个百分点，主要来自牧原、正邦、大北农等农业股，以及欧菲光、立讯等电子股的贡献。

**创业板：**20Q1 创业板净利润增速-27.5%，创业板指(剔除温氏)为-15.9%，创 50 为-0.8%。创业板 20Q1 营收增速-10.6%，较 19Q4 的 11.6%下滑 22.2 个百分点；净利润增速-27.5%，较 19Q4 的 23.7%下滑 51.3 个百分点。创业板整体的业绩表现，19Q4 低于预告水平(预告 59.4%)，但 20Q1 与预告水平基本一致(预告-27.2%)。头部指数的表现显著好于板块整体，20Q1 创业板指(剔除温氏)和创业板 50 净利润增速分别为-15.9%和-0.8%。

**科创板：**收入负增长，利润正增长，但利润总额仅 28 亿。科创板 20Q1 营收增速-9.2%，较 19Q4 的 13.0%下滑 22.2 个百分点；净利润增速+13.8%，较 19Q4 的 26.4%下滑 12.6 个百分点。科创板维持正增长，但也仅有 38%的个股增速环比提升。另外，若剔除百奥泰个股的贡献(拉动了板块 18%增速)，科创板增速也将回落至负值。

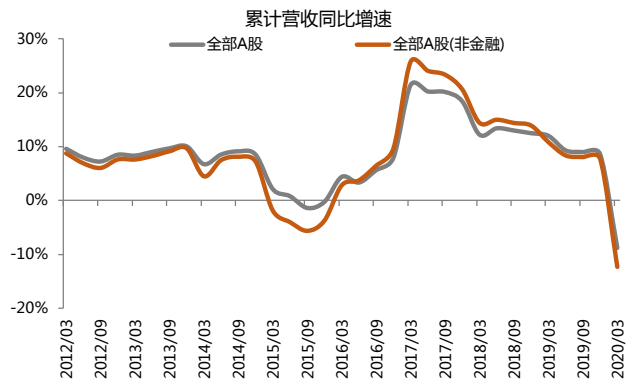
**指数：**净利润增速，上证 50>沪深 300>中证 500。上证 50、沪深 300、中证 500 三大指数 20Q1 营收增速分别为-7.1%、-6.8%、-10%，净利润增速分别为-16.3%、-18.3%、-35.8%。蓝筹指数表现出更强的抗风险性。

图 1：2019 年报及 2020 一季报业绩增速

板块	累计净利润增速(%)					累计营收增速(%)			
	20Q1	20Q1 中位数	19Q4	19Q3	20Q1-19Q4/pct	20Q1	19Q4	19Q3	20Q1-19Q4/pct
全部 A 股	-24.0	-25.3	6.4	7.1	-30.4	-8.8	8.7	9.0	-17.4
全部 A 股(非金融)	-52.5	-26.2	-2.2	-1.6	-50.3	-12.3	7.8	8.1	-20.1
全部 A 股(非金融非两油四大航)	-36.5	-26.1	-1.8	0.0	-34.7	-10.6	-1.8	0.0	-32.9
中小板	-17.2	-22.4	-0.8	2.1	-16.4	-8.9	7.3	6.3	-16.2
中小板指	-0.7	-9.5	-1.3	6.3	0.5	0.1	13.5	13.4	-13.3
创业板	-27.5	-27.5	23.7	-5.9	-51.3	-10.6	11.6	8.8	-22.2
创业板(剔除温氏乐视)	-35.8	-28.2	16.4	0.3	-52.2	-12.2	11.0	8.5	-23.3
创业板指	1.6	-19.7	12.6	1.5	-11.0	-10.0	16.5	11.8	-26.6
创业板指(剔除温氏)	-15.9	-20.0	-5.7	-5.2	-10.2	-14.0	15.3	11.1	-29.3
创业板 50	-0.8	-17.4	5.1	-0.6	-5.9	2.0	16.2	11.4	-14.2
科创板	13.8	10.9	26.4	43.9	-12.6	-9.2	13.0	14.1	-22.2
沪深 300	-18.3	-14.8	10.7	11.1	-29.1	-6.8	10.5	11.4	-17.3
上证 50	-16.3	-4.3	11.3	11.0	-27.7	-7.1	8.8	9.8	-15.9
中证 500	-35.8	-27.6	-14.2	-9.4	-21.6	-10.0	5.8	5.5	-15.8

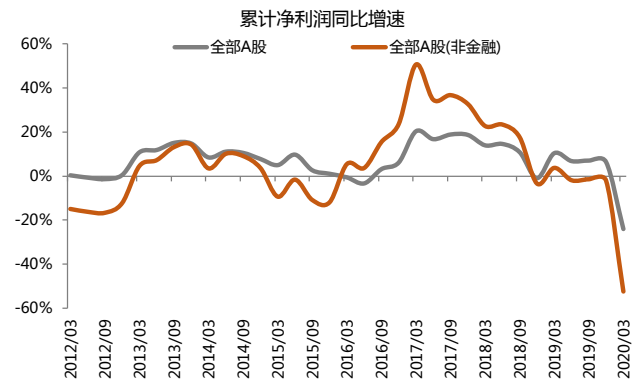
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：全部 A 股营收增速



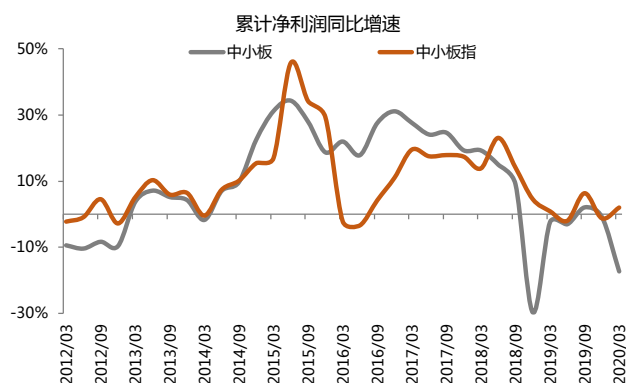
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：全部 A 股净利润增速



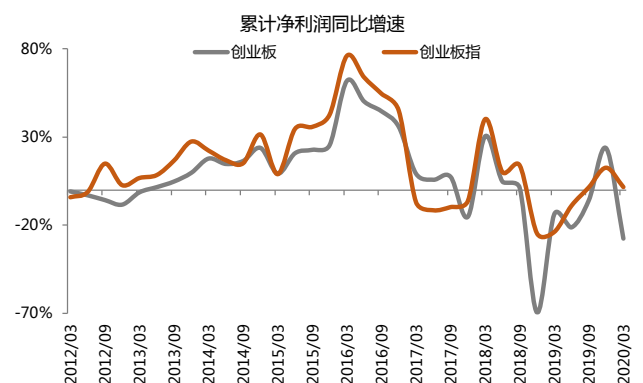
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：中小板与中小板指净利润增速



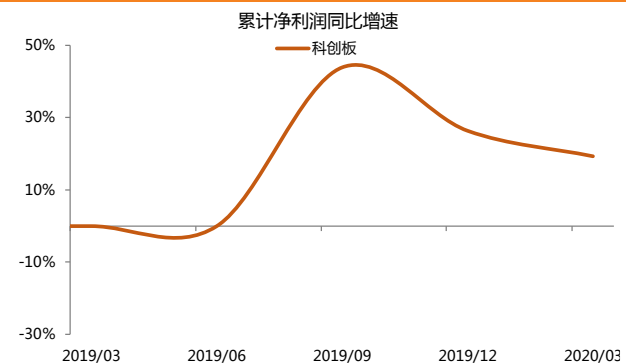
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：创业板与创业板指净利润增速



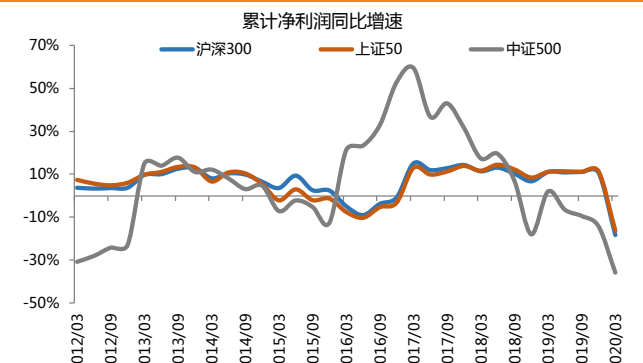
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：科创板净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：上证 50、沪深 300 与中证 500 净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 几个需要关注的细节问题

### 问题一：商誉减值/资产减值对 2019 年盈利影响有多大？

减值对 2019 年创业板业绩影响仍然较大，但边际改善也较明显。资产减值损失包括商誉减值、存货跌价、坏账等，商誉减值仅是资产减值里的一部分，更大比例的是存货跌价和坏账损失，而后两者一般是跟盈利周期一致。2019 年，创业板资产减值和商誉减值的规模分别为 680 亿和 332 亿，但板块整体的利润也仅有 500 亿左右，减值对板块业绩的冲击仍

然不小。但相比 2018 年的 1057 亿元和 519 亿元，边际上有所改善。

图 8：疫情冲击下，各大板块负增长的比例大幅提升

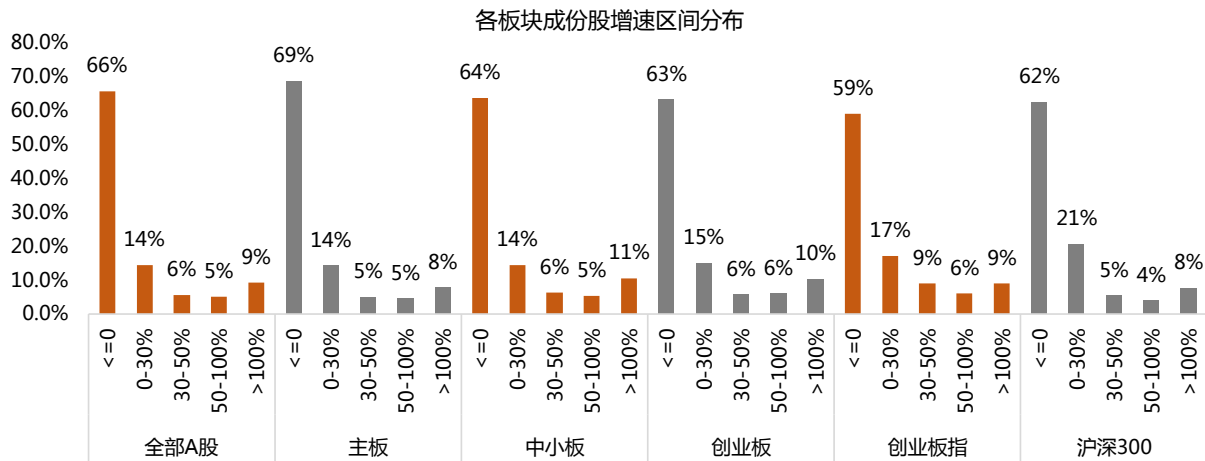
年份		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019-2018
资产减值总额(亿元)	全部 A 股	4113.0	6367.5	9600.3	11080.7	12793.5	9185.5	2415.8	-6,769.7
	中小板	188.2	209.3	337.1	365.8	532.7	1514.3	1034.0	-480.3
	创业板	36.8	53.8	115.0	145.4	428.0	1057.2	680.0	-377.2
商誉减值总额(亿元)	全部 A 股	15.7	25.8	77.3	113.8	366.1	1656.3	883.1	-773.2
	中小板	7.0	9.3	20.8	46.1	105.5	582.4	329.6	-252.8
	创业板	1.2	2.3	20.3	20.4	125.4	519.4	332.0	-187.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 问题二：板块的增速分布及分化情况？

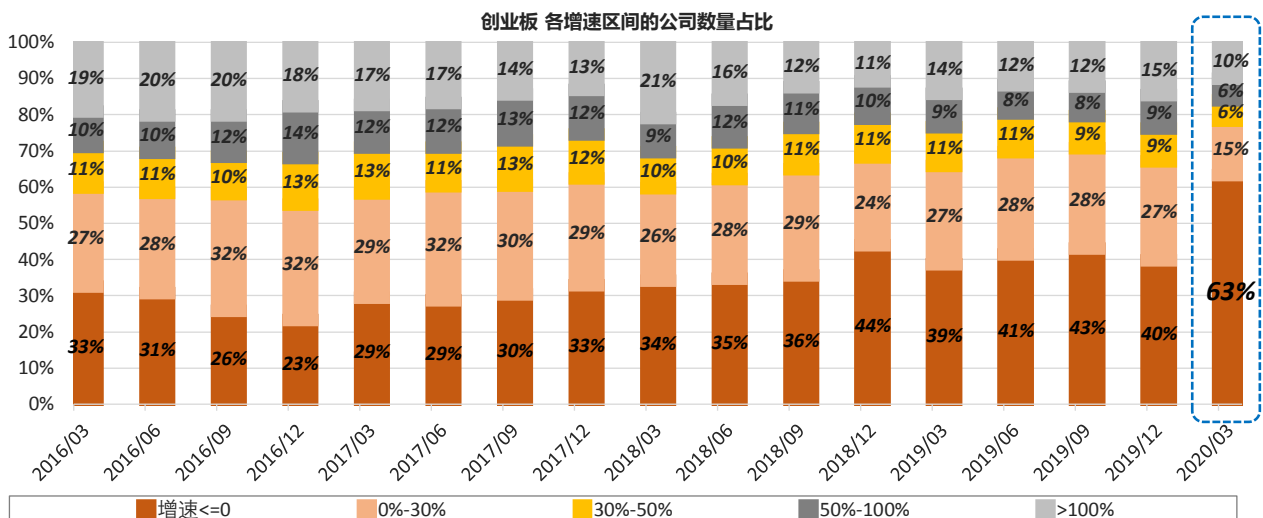
从增速区间分布看，各板块负增长的比例创历史之最，均在 60%以上；而高增速（>100%）的比例也降至历史低位。甚至沪深 300 成份股负增长的比例也有 62%，而创业板指负增长比例 59%，略好于板块整体。疫情冲击下，多数企业盈利无差异都要面临一定的损失。

图 9：疫情冲击下，各大板块负增长的比例大幅提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：创业板负增长的比例大幅提升至 63%



资料来源：Wind，天风证券研究所



### 3. 盈利能力：周转率的大幅回落，导致 ROE 走低

20Q1 非金融 A 股的 ROE(TTM)仅 7%，位于历史 5.5%分位，较 19Q4 回落了 1.01%。三个分项中，周转率回落最明显，由 19Q4 的 63.8%下滑至 20Q1 的 60.9%，这与疫情期间交通管制、经济活动部分停滞有关；另外，净利率也由 19Q4 的 4.24%下滑至 20Q1 的 3.87%，收入下滑的幅度要大于成本端下滑的幅度。

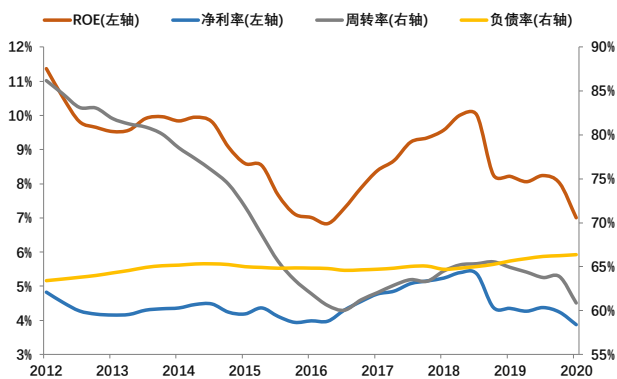
而创业板，ROE(TTM)更是下滑至 2.92%，位于历史 7.5%分位，较 19Q4 回落了 0.62%。其中，净利率和周转率均是导致 ROE 大幅回落的因素。

图 11：全 A 非金融、创业板的 ROE(TTM)及其分项指标

TTM 指标	非金融 A 股					创业板（剔除温氏）				
	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	20Q1-19Q4	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	20Q1-19Q4
ROE	8.06%	8.24%	8.02%	7.01%	-1.01%	2.69%	3.41%	3.54%	2.92%	-0.62%
净利率	4.27%	4.37%	4.24%	3.87%	-0.36%	2.83%	3.52%	3.56%	3.05%	-0.51%
周转率	64.4%	63.8%	63.8%	60.9%	-2.99%	52.2%	52.7%	54.3%	52.0%	-2.27%
负债率	65.9%	66.2%	66.3%	66.4%	0.12%	45.1%	45.6%	45.3%	45.7%	0.35%
毛利率	19.7%	19.5%	19.5%	19.2%	-0.31%	30.3%	30.3%	29.9%	29.9%	0.00%
销售费用率	4.23%	4.22%	4.22%	4.21%	-0.01%	7.96%	8.10%	8.13%	8.24%	0.11%
管理费用率	3.59%	3.57%	3.56%	3.63%	0.07%	6.52%	6.43%	6.21%	6.35%	0.15%
财务费用率	1.47%	1.47%	1.42%	1.47%	0.05%	1.49%	1.48%	1.34%	1.25%	-0.09%
营业收入同比	7.4%	6.2%	7.8%	-12.3%	-20.09%	2.6%	11.3%	15.2%	-12.2%	-27.48%
营业成本同比	8.2%	7.3%	8.0%	-10.4%	-18.41%	1.8%	11.7%	17.6%	-12.4%	-29.98%

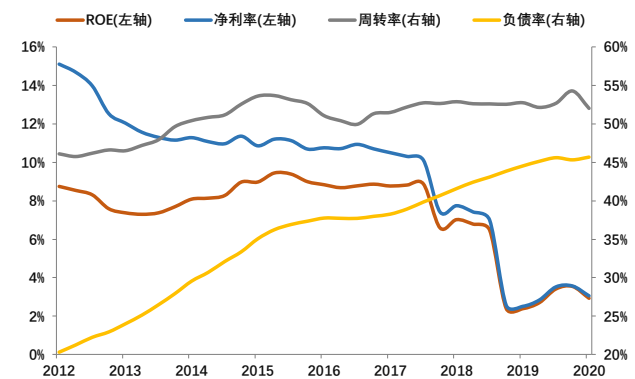
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：非金融 A 股 ROE 走低，周转率明显回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：创业板 ROE 回落，净利率和周转率均走低



资料来源：Wind，天风证券研究所

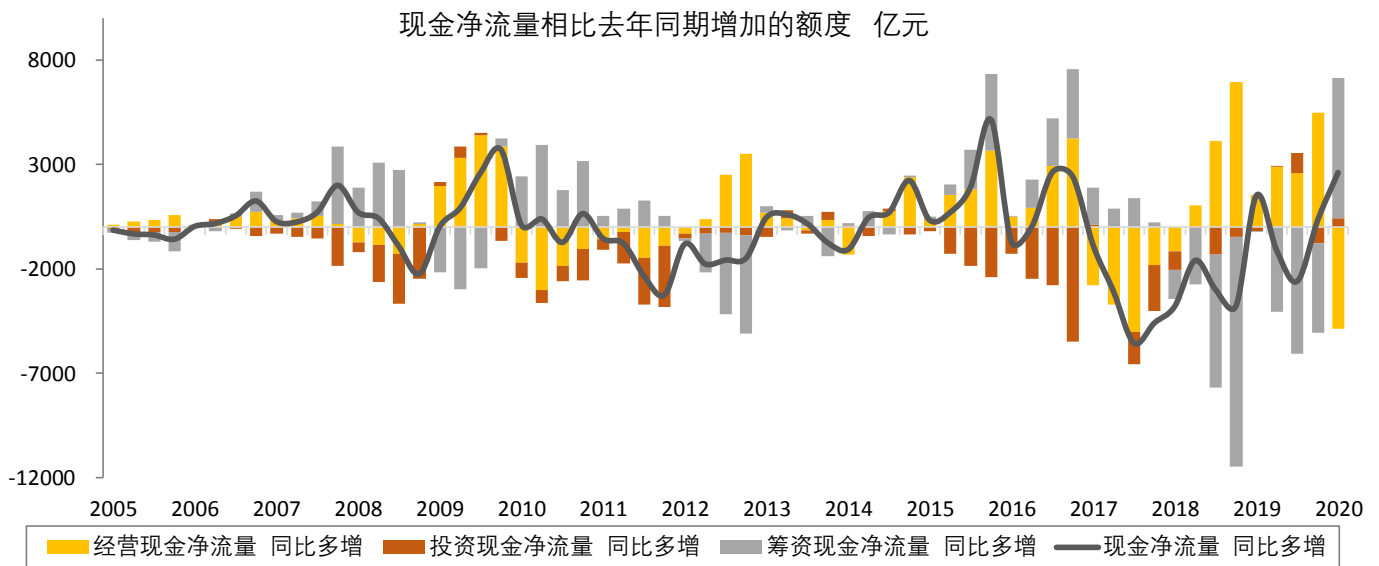
### 4. 现金流：经营现金流恶化，筹资现金流大幅增加

20Q1 现金流有改善，但主要来自筹资现金流的大幅增加，经营现金流有明显恶化，而投资现金流也未见明显扩张。2020 年一季报，全部 A 股非金融公司现金净流量为 -1154 亿，同比去年增加 2620 亿，现金流情况边际好转。其中，经营现金净流量同比去年减少 4865 亿（经营现金流入大幅减少），投资净流量同比去年增加 430 亿（投资现金流出小幅增加），筹资净流量同比去年大幅增加 6734 亿（筹资现金流入大幅增加）。可见，现金流的改善主要来自筹资现金的增加，这背后是一季度政策发力下新增社会融资规模再创历史新高，M2 增速重回两位数区间。

但疫情冲击下，海内外需求锐减及衰退预期下，企业投资扩张意愿并不强，尽管筹资资金大量增加，但筹资资金仅是小幅回升。顺周期的制造业投资修复仍然面临较大难度，疫情

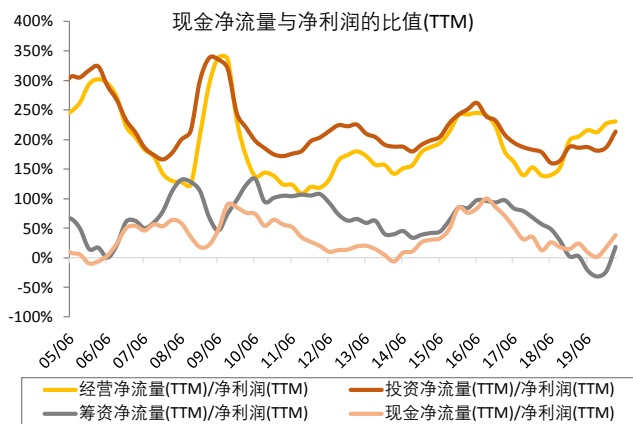
对出口型企业 and 传统制造业的冲击，导致企业资本开支意愿下降；且海外疫情爆发对于外需的影响主要从 3-4 月开始，因此二季度出口才是真正的考验。但从边际上来看，随着全球疫情较稳定，国内复工复产的持续推进，现金流数据的边际改善可期。

图 14：非金融 A 股经营现金流大幅回落、投资现金流小幅增加、筹资现金流大幅回升



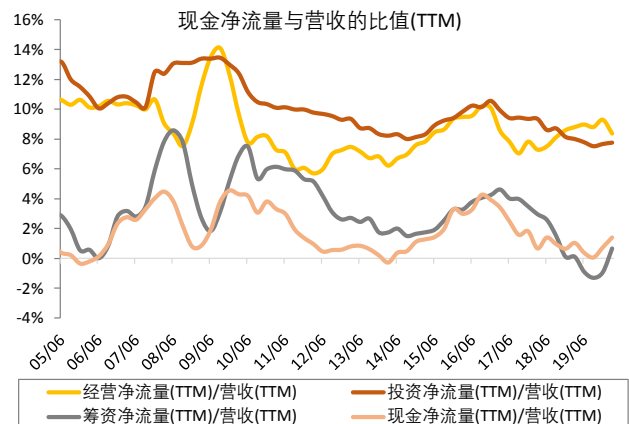
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：全 A 非金融现金净流量(TTM)/净利润(TTM)



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：投资净流量取绝对值

图 16：全 A 非金融现金净流量(TTM)/营收(TTM)



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：投资净流量取绝对值

## 5. 行业景气：疫情受益行业+内需主导行业景气较高

疫情影响甚至打断了原有景气主线，一季度景气能维持相对较高的行业主要有三类：

一是疫情受益行业，比如造纸、医疗器械、化学制药、互联网传媒、专业零售、医药商业、黄金等；

二是内需主导行业，比如饲料、畜禽养殖、动物保健、饮料制造、农产品加工、食品加工、航空装备、水务、银行等；




























三是疫情影响暂未体现的行业（订单缓冲），比如元件、电子制造等。

往前看，景气行业能否持续，盈利暂时受阻的行业能否恢复，核心仍取决于全球疫情的进展。假设疫情在数月内基本得到控制、生产生活恢复正常状态，则：1）疫情受阻的行业

(消费电子、通信设备、电力设备等)盈利边际向上修复,但不会一步回到潜在增速,过程仍有曲折;2)而疫情受益行业也将进入正常盈利状态,盈利边际回落,注意高估值的风险;3)另外,内需主导行业在一段时间内仍是主线,既包括必需生活品,也包括政策催化的新旧基建。
































关于行业景气的详细拆解,我们将在后续报告中进一步分析。

图 17: 一级行业净利润增速

行业	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	20Q1-19Q4	趋势图
农林牧渔	-54.4%	90.8%	70.0%	197.1%	398.3%	201.1	
国防军工	138.6%	27.9%	28.6%	12.4%	39.6%	27.2	
钢铁	-41.8%	-39.3%	-45.6%	-45.8%	-41.4%	4.4	
银行	6.3%	6.8%	7.1%	6.9%	5.5%	-1.4	
医药生物	18.3%	4.2%	4.9%	-8.4%	-17.9%	-9.5	
有色金属	-37.1%	-32.9%	-28.3%	-47.3%	-57.4%	-10.1	
食品饮料	23.2%	21.3%	19.6%	14.7%	-0.7%	-15.4	
公用事业	23.6%	13.0%	15.3%	4.9%	-29.1%	-34.0	
电子	-13.0%	-3.4%	3.0%	24.6%	-10.6%	-35.3	
建筑装饰	13.3%	4.4%	7.6%	6.1%	-30.4%	-36.5	
通信	1319.4%	201.8%	73.9%	-4.0%	-51.7%	-47.7	
轻工制造	-28.4%	-23.8%	-16.3%	9.3%	-38.9%	-48.1	
房地产	17.6%	21.7%	16.7%	9.8%	-42.4%	-52.2	
机械设备	33.9%	29.3%	13.9%	5.7%	-46.7%	-52.4	
汽车	-21.9%	-31.4%	-30.1%	-29.0%	-81.4%	-52.5	
建筑材料	57.6%	19.8%	17.6%	17.3%	-38.0%	-55.3	
商业贸易	8.4%	-12.5%	15.3%	-15.2%	-72.9%	-57.7	
纺织服装	6.5%	-17.4%	-19.3%	-22.1%	-80.7%	-58.6	
家用电器	6.6%	9.8%	12.4%	16.2%	-46.2%	-62.4	
电气设备	30.0%	6.8%	8.1%	46.8%	-16.0%	-62.8	
化工	-22.0%	-21.5%	-21.9%	-37.6%	-107.1%	-69.5	
传媒	-21.5%	-53.5%	-42.6%	31.8%	-49.8%	-81.6	
采掘	7.3%	7.0%	-2.2%	-2.4%	-85.2%	-82.8	
非银金融	71.0%	67.7%	73.0%	64.9%	-23.6%	-88.5	
计算机	67.2%	37.5%	25.6%	-9.9%	-117.9%	-107.9	
交通运输	13.1%	13.1%	13.9%	12.9%	-120.5%	-133.4	
休闲服务	54.2%	20.0%	7.2%	-9.0%	-149.9%	-140.8	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 18: 净利润增速较高或边际改善的二级行业

行业	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	20Q1-19Q4	趋势图
饲料 II	-75.7%	26.1%	51.8%	160.6%	1467.7%	1307.1	
畜禽养殖 II	-73.0%	1847.5%	264.1%	344.0%	985.0%	641.0	
半导体	15.6%	6.0%	8.1%	86.7%	102.7%	16.1	
视听器材	-28.4%	-14.1%	43.0%	263.5%	81.8%	-181.7	
航空装备 II	72.2%	53.9%	30.3%	-36.2%	59.4%	95.6	
船舶制造 II	279.8%	28.4%	143.9%	400.9%	57.2%	-343.7	
渔业	-156.9%	-87.2%	-67.5%	-1151.6%	56.0%	1207.5	
动物保健 II	-36.0%	-25.6%	-34.1%	-35.9%	37.5%	73.3	
化学纤维	-3.1%	23.9%	19.1%	72.9%	30.6%	-42.3	
采掘服务	129.3%	104.8%	134.7%	245.5%	27.0%	-218.5	
航运 II	173.7%	205.8%	107.4%	135.7%	25.7%	-110.0	
农产品加工	-33.0%	-21.8%	-16.6%	188.7%	13.5%	-175.2	
综合 II	50.1%	4.9%	-28.1%	-26.7%	11.8%	38.5	
造纸 II	-49.0%	-48.4%	-39.1%	-29.6%	11.2%	40.8	
黄金 II	-10.9%	-22.8%	-9.4%	-27.4%	10.4%	37.9	
元件 II	9.0%	12.5%	4.0%	-20.4%	10.2%	30.6	
互联网传媒	3.0%	-90.7%	-65.2%	24.5%	7.5%	-16.9	
银行 II	6.3%	6.8%	7.1%	6.9%	5.5%	-1.4	
电源设备	54.9%	28.3%	31.4%	94.8%	5.2%	-89.5	
饮料制造	25.7%	24.1%	21.9%	17.5%	2.6%	-14.9	
医疗器械 II	43.7%	28.7%	25.1%	15.3%	1.0%	-14.2	
电子制造	6.7%	18.7%	27.3%	41.5%	-2.6%	-44.1	
橡胶	13.4%	10.0%	13.3%	10.2%	-3.4%	-13.5	
水务 II	19.8%	11.7%	11.8%	21.2%	-4.1%	-25.3	
医药商业 II	8.1%	8.8%	5.2%	-4.5%	-5.8%	-1.2	
园区开发 II	63.9%	11.7%	18.7%	15.6%	-7.3%	-22.9	
玻璃制造 II	-22.6%	-10.5%	8.4%	18.4%	-7.5%	-25.9	
化学制药	-4.4%	1.2%	2.2%	-2.0%	-8.4%	-6.4	
生物制品 II	73.3%	34.8%	41.2%	45.1%	-11.2%	-56.3	
食品加工	14.7%	13.1%	13.3%	6.3%	-12.2%	-18.5	
种植业	21.1%	56.0%	-42.5%	-47.1%	-13.9%	33.2	

资料来源: Wind, 天风证券研究所



## 6. 盈利趋势及后市判断

往前看，中性假设下，我们预计非金融 A 股 2020 年净利润增速大概在-6%左右，增速逐季抬升，Q2、Q3、Q4 累计增速分别为-28.4%、-16.9%、-5.8%。

图 19：2020 年非金融 A 股盈利增速测算

情形	中性					乐观					悲观				
季度	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
GDP 单季同比	6.00	-6.80	4.50	6.00	6.50	6.00	-6.80	5.50	7.00	7.50	6.00	-6.80	3.50	5.00	5.50
PPI 单季同比	-1.17	-0.60	-5.16	-3.92	-3.21	-1.17	-0.60	-4.16	-2.86	-2.15	-1.17	-0.60	-6.16	-4.98	-4.27
营收单季同比	7.8%	-12.3%	-3.1%	2.1%	4.5%	7.8%	-12.3%	0.7%	6.1%	8.4%	7.8%	-12.3%	-7.0%	-1.9%	0.5%
净利润单季同比	-10.7%	-52.5%	-9.2%	5.2%	92.6%	-10.7%	-52.5%	-3.8%	11.4%	107.9%	-10.7%	-52.5%	-14.6%	-0.9%	77.9%
营收累计同比	7.9%	-12.3%	-6.4%	-3.4%	-1.1%	7.9%	-12.3%	-4.3%	-0.7%	2.0%	7.9%	-12.3%	-8.4%	-6.1%	-4.2%
净利润累计同比	-2.5%	-52.5%	-28.4%	-16.9%	-5.8%	-2.5%	-52.5%	-25.4%	-12.8%	-0.6%	-2.5%	-52.5%	-31.2%	-20.8%	-10.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所。截至 2020-04-30

一般来说，指数走势与盈利增速在趋势上表现较一致。即，对于多数个股及指数来说，中短期价格走势，取决于其盈利增速的边际变化，即遵循基本面的趋势。例外的情形是，对于成熟行业的龙头股（比如消费和周期龙头），市场更关注其 ROE 能否长期稳定在较水平，一定程度上可以忽略中短期增速的变化，这使得这类公司具备穿越周期的能力。

往后三个季度，逐季修复的盈利增速，意味着指数点位可能也是震荡且低点小幅抬升。一方面，由于货币宽松（预计下半年边际收紧），使得估值有一定支撑；另一方面，疫情冲击下盈利的修复进度也存在着不确定性，全年看盈利增速小幅下滑但季度逐季修复。基于这两点，我们对估值和盈利做出情形假设，并进一步测算对应的上证综指点位矩阵图。如下图红色框所示，2020 年在盈利-10%至 0、估值分位 30%至 50%的假设下，上证综指的点位多数分布在 2600-3000 之间（2020 年）。

图 20：估值与盈利增速假设下，上证综指对应的点位

估值假设			2020 年净利润增速假设													
估值分位假设	PE	估值上涨	10%	8%	6%	4%	2%	0%	-2%	-4%	-6%	-8%	-10%	-12%	-14%	-16%
60%	14.4	19.6%	3712	3644	3577	3509	3442	3374	3307	3239	3172	3104	3037	2969	2902	2834
57%	14.2	17.8%	3657	3590	3524	3457	3391	3324	3258	3191	3125	3058	2992	2925	2859	2792
54%	13.9	15.5%	3586	3521	3455	3390	3325	3260	3195	3129	3064	2999	2934	2869	2803	2738
51%	13.6	13.0%	3508	3444	3380	3316	3253	3189	3125	3061	2997	2934	2870	2806	2742	2679
48%	13.2	9.9%	3412	3350	3288	3226	3164	3102	3040	2978	2916	2854	2792	2730	2668	2606
45%	13.0	8.0%	3354	3293	3232	3171	3110	3049	2988	2927	2866	2805	2744	2683	2622	2561
42%	12.8	6.4%	3304	3244	3184	3124	3064	3004	2943	2883	2823	2763	2703	2643	2583	2523
39%	12.6	4.3%	3238	3179	3121	3062	3003	2944	2885	2826	2767	2708	2649	2591	2532	2473
36%	12.4	2.9%	3193	3135	3077	3019	2961	2903	2845	2787	2729	2671	2613	2555	2497	2438
33%	12.0	0.0%	3104	3048	2991	2935	2878	2822	2766	2709	2653	2596	2540	2483	2427	2370
30%	11.9	-1.4%	3060	3004	2948	2893	2837	2782	2726	2670	2615	2559	2503	2448	2392	2336
27%	11.7	-2.9%	3015	2961	2906	2851	2796	2741	2687	2632	2577	2522	2467	2412	2358	2303
24%	11.5	-4.9%	2953	2899	2845	2792	2738	2684	2631	2577	2523	2470	2416	2362	2308	2255
21%	11.2	-6.8%	2894	2841	2789	2736	2683	2631	2578	2526	2473	2420	2368	2315	2263	2210
18%	10.9	-9.3%	2815	2764	2713	2661	2610	2559	2508	2457	2406	2354	2303	2252	2201	2150
15%	10.6	-12.0%	2732	2682	2632	2583	2533	2483	2434	2384	2334	2285	2235	2185	2136	2086
12%	10.2	-15.1%	2636	2588	2540	2492	2444	2396	2348	2300	2252	2205	2157	2109	2061	2013
9%	10.0	-16.9%	2579	2532	2486	2439	2392	2345	2298	2251	2204	2157	2110	2064	2017	1970

资料来源：Wind，天风证券研究所。注：估值分位为 2010 年以来上证综指的 PE 分位。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com