

## 冲击已定，未来盈利与现金流何去何从？

## 专题策略

分析师：陈龙

执业证书编号：S0740519040002

Email: chenlong@r.qlzq.com.cn

研究助理：卫辛

Email: weixin@r.qlzq.com.cn

## 相关报告

《检验一季度盈利改善的含金量》

《观察盈利改善的几个窗口》

《盈利小幅改善下的隐忧》

## 1 季报业绩如何？

**(1) 业绩方面：**1 季报收入、盈利增速双双回落。**(1) 中位数口径下，**季调环比折年后 A 股 1 季报的收入增速从 2019 年年报的 9.0% 下滑至 -12.5%，扣非利润同比从年报 0.0% 下滑至 -35.6%；**(2) 整体法口径下，**A 股总体 2020 年 1 季报的营业收入增速从年报的 9.5% 下滑至 -7.9%，扣非利润同比从年报的 7.1% 下滑至 -23.8%。

之所以出现大幅下滑，我们认为主要是因为疫情冲击导致的。如若没有发生疫情，按照去年当时市场预期主要宏观经济数据看，通过自上而下的预测我们发现 1 季度 A 股上市公司的利润增速有望达到 15%，而不是实际发生的 -23%。

**结构方面：**1) 分板块看：三大板块盈利增速 1 季度普遍大幅下探。主板/中小企业板/创业板扣非利润增速分别从年报的 7.0%/-1.5%/95.6% 大幅回落至 1 季报的 -24.3%/-14.6%/-25.9%。2) 分指数看：上证 50 盈利表现稳健，中证 1000 下滑最明显。上证 50/沪深 300/中证 500/中证 1000 的扣非利润增速分别从年报的 9.5%/8.6%/-15.7%/-12.3% 回落至 1 季报的 -16.0%/-18.0%/-36.7%/-59.0%。3) 分规模看：底层小市值的上市公司，尤其是国企小市值公司的业绩增速下滑最为显著。

**(2) 现金流方面：**1) 疫情爆发前，非金融上市公司的现金持有量已经处于 2008 年以来历史分位的 20% 以下。2) 疫情爆发后，伴随盈利的回落，现金流质量有所恶化。经营现金流占收入的比重从年报的 9.3% 下滑至 8.4%，经营现金流为负的公司占比从年报的 16% 上升至 18%。分结构看，底层小市值公司的财务脆弱性风险更为明显。

## 哪些因素有望对未来业绩形成支撑？

目前盈利下滑的核心问题在于终端市场的需求低迷。往后看，随着经济活动逐渐恢复正常，需求边际好转，上市公司收入增速有望回升到 7% 以上，但大幅上升的难度较高。就成本端来看，1 季度上市公司成本调整的进度低于我们的预期，随着劳动力成本、企业产能投资、存货、财务费用的进一步调整，也有望对未来的盈利改善形成支撑。

从对业绩改善的支撑程度看全年可能呈现出：资产周转率  $\geq$  销售净利率  $\geq$  资产负债率的现象。进一步通过对 2020 年 A 股盈利预测的情景分析，如若未来收入增速企稳，净利润率回升至 2019 年年底的水平，那么 2020 年全 A 利润增速有望在 -2%~5% 左右。

## 需要持续关注哪些现金流风险？

我们重点关注两类现金流风险，一类是维持正常经营活动相关开支的资金压力，另一类是上市公司的短期偿债压力。通过分析我们发现上市公司利用目前持有的现金去承担正常的开支压力有所上升，尤其是小规模上市公司的偿债压力明显大于龙头公司，更重要的是从 1 季度借贷的数

据来看，小公司获得的信贷支撑力度更弱，这也就意味着往后看，这次疫情可能会加剧行业格局的分化。此外，大公司开始降低短端信贷，增加长期信贷可能是上市公司信心恢复的一个重要标志。

#### 高景气行业筛选：

整体来看，一季报高景气的行业主要集中在**必需消费**（如饲料、禽畜养殖、农产品加工）、**科技制造**（电子制造、电源设备、航空装备、航天装备），以及**疫情受益**的互联网传媒等领域。

**风险提示：**经济增速不及预期风险。宏观经济大幅低于预期导致人民币汇率持续贬值，政策收紧降低市场风险偏好。我们对敏感性的分析是基于一定的假设前提，存在假设条件达不到分析不及预期的风险。

## 内容目录

内容目录.....	- 3 -
图表目录.....	- 4 -
冲击已定，未来盈利与现金流何去何从？ .....	- 6 -
一、一季报业绩究竟如何？ .....	- 6 -
1.1 业绩增速全方位体检 .....	- 6 -
1.2 现金流压力究竟如何？ .....	- 8 -
1.21 疫情爆发前，现金持有水平如何？ .....	- 8 -
1.22 疫情爆发后，现金流面临哪些变化？ .....	- 9 -
二、哪些因素有望对未来业绩形成支撑？ .....	- 10 -
2.1 资产周转率 .....	- 10 -
2.2 资产负债率 .....	- 11 -
2.3 销售净利率 .....	- 12 -
2.4 疫情冲击与全年盈利展望.....	- 13 -
三、需要持续关注哪些现金流风险？ .....	- 14 -
3.1 不同类型“刚需”支出现金压力有何不同 .....	- 14 -
3.2 短期负债带来的现金压力.....	- 15 -
四、高景气行业筛选 .....	- 15 -
4.1 行业景气度演绎 .....	- 15 -
4.11 必需消费表现稳健，可选消费跌幅扩大 .....	- 15 -
4.12 能源、工业：化学纤维相对较优.....	- 16 -
4.13 金融：银行相对较优.....	- 16 -
4.14 医疗保健：医疗器械相对较优 .....	- 17 -
4.15 必需消费：饲料、禽畜养殖相对较优 .....	- 17 -
4.16 可选消费：业绩均出现大幅下滑 .....	- 18 -
4.17 TMT：半导体、元件、互联网传媒相对较优 .....	- 18 -
4.2 高景气行业筛选 .....	- 19 -
4.21 盈利能力持续改善的行业.....	- 19 -
4.22 盈利增速持续改善的行业.....	- 20 -
4.23 经营现金流持续改善的行业 .....	- 20 -
.....	- 22 -

## 图表目录

图表 1: 不同口径下 A 股收入增速 .....	- 6 -
图表 2: 不同口径下 A 股扣非利润增速 .....	- 6 -
图表 5: 不同板块收入增速 (季环比折年) .....	- 7 -
图表 6: 不同板块扣非利润增速 (季环比折年) .....	- 7 -
图表 7: 不同板块收入增速 (季环比折年) .....	- 7 -
图表 8: 不同板块扣非利润增速 (季环比折年) .....	- 7 -
图表 9: 不同口径下 A 股扣非利润增速 .....	- 8 -
图表 10: 全部 A 股 ROE (TTM) .....	- 8 -
图表 11: 中位数口径不同历史分位 ROE (TTM) .....	- 8 -
图表 12: 上市公司的平均现金持有水平 (%) .....	- 9 -
图表 13: 不同类型上市公司现金持有水平差异 (%) .....	- 9 -
图表 14: 经营现金流为负的上市公司占比 (%) .....	- 9 -
图表 15: 经营现金流占收入比重 (%) .....	- 9 -
图表 16: 中位数口径经营现金流占收入比重 .....	- 10 -
图表 17: 非金融上市公司资产周转率 .....	- 11 -
图表 18: 非金融上市公司存货管理绩效 .....	- 11 -
图表 19: 非金融上市公司不同期限结构有息负债 .....	- 11 -
图表 20: 非金融应付账款占资产的比重 .....	- 11 -
图表 21: 非金融上市公司各项费用率变化 .....	- 12 -
图表 22: 非金融上市公司工资支付 .....	- 13 -
图表 23: 非金融上市公司在建工程转固情况 .....	- 13 -
图表 24: 2020 年 A 股盈利预测假设及测算 .....	- 13 -
图表 25: 不同规模上市公司“刚性支出”现金压力 .....	- 14 -
图表 26: 不同规模上市公司短期负债带来的现金压力 .....	- 15 -
图表 27: 大类行业盈利增速变化 .....	- 16 -
图表 28: 能源、工业盈利增速变化 .....	- 16 -
图表 29: 金融盈利增速变化 .....	- 17 -
图表 30: 金融盈利增速变化 .....	- 17 -
图表 31: 必需消费品盈利增速变化 .....	- 18 -
图表 32: 可选消费品盈利增速变化 .....	- 18 -
图表 33: TMT 盈利增速变化 .....	- 19 -
图表 34: 一季报盈利能力连续 2 季度持续改善的行业 .....	- 19 -

图表 35：一季报盈利高增长的行业..... - 20 -

图表 36：一季报现金流占收入连续 2 季度持续改善的行业..... - 20 -

## 冲击已定，未来盈利与现金流何去何从？

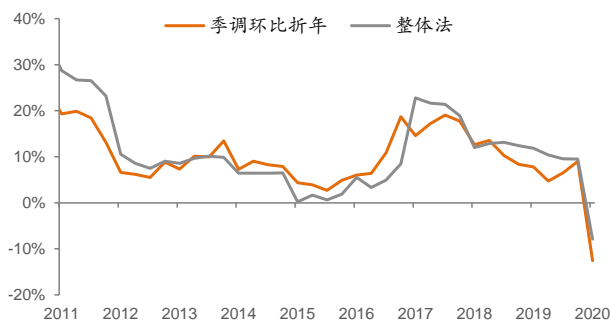
### 一、一季报业绩究竟如何？

1 季报收入、盈利增速双双下滑，各板块、各风格指数呈现普遍回落，细分来看，底层小市值的上市公司，尤其是国企小市值公司的业绩增速下滑最为显著。

#### 1.1 业绩增速全方位体检

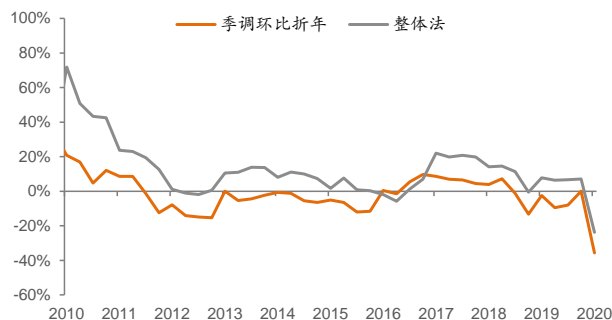
1 季报收入、盈利增速双双回落。（1）中位数口径下，季调环比折年后 A 股 1 季报的收入增速从 2019 年年报的 9.0% 下滑至 -12.5%，扣非利润同比从年报 0.0% 下滑至 -35.6%；（2）整体法口径下，A 股总体 2020 年 1 季报的营业收入增速从年报的 9.5% 下滑至 -7.9%，扣非利润同比从年报的 7.1% 下滑至 -23.8%，创下了 2010 年以来的新低。

图表 1：不同口径下 A 股收入增速



来源：Wind，中泰证券研究所

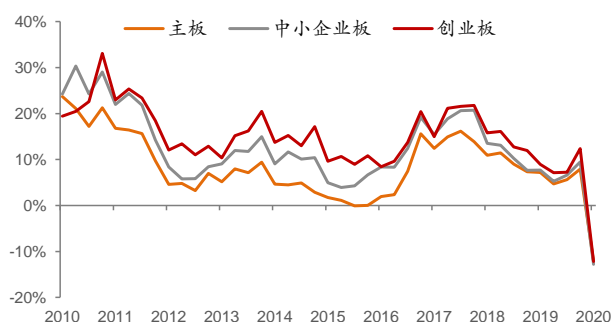
图表 2：不同口径下 A 股扣非利润增速



来源：Wind，中泰证券研究所

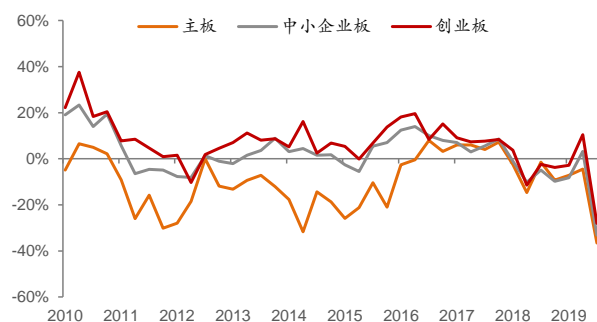
分板块看，三大板块盈利增速 1 季度普遍下探。（1）中位数口径下：季调环比折年后，主板/中小企业板/创业板的收入增速分别从年报的 7.9%/9.5%/12.4% 大幅回落至 1 季报的 -12.2%/-12.8%/-12.2%；主板/中小企业板/创业板的扣非利润增速分别从年报的 -4.5%/3.2%/20.4% 回落至 1 季报的 -36.6%/-33.1%/-28.1%；（2）整体法口径下：主板/中小企业板/创业板的收入增速分别从年报的 9.4%/10.1%/11.7% 大幅回落至 -8.0%/-6.1%/-10.8%；主板/中小企业板/创业板的扣非利润增速分别从年报的 7.0%/-1.5%/95.6% 大幅回落至 1 季报的 -24.3%/-14.6%/-25.9%。

图表 3：不同板块收入增速（季环比折年）



来源：Wind，中泰证券研究所

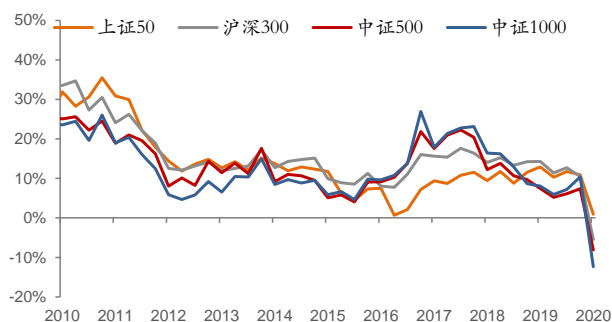
图表 4：不同板块扣非利润增速（季环比折年）



来源：Wind，中泰证券研究所

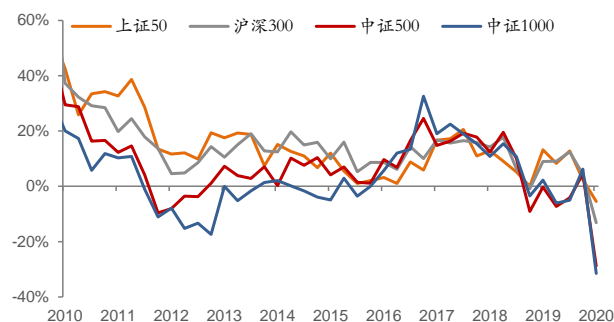
分指数来看，上证 50 盈利表现稳健，中证 1000 下滑最明显。（1）中位数口径下：季调环比折年后，上证 50/沪深 300/中证 500/中证 1000 的收入增速分别从 2019 年年报的 10.9%/10.5%/7.4%/10.3%大幅回落至 1 季报的 0.9%/-5.5%/-8.1%/-12.4%；上证 50/沪深 300/中证 500/中证 1000 的扣非利润增速分别从年报的 2.4%/4.4%/4.5%/6.2%回落至 1 季报的 -5.5%/-13.2%/-28.8%/-31.5%；（2）整体法口径下：上证 50/沪深 300/中证 500/中证 1000 的收入增速分别从 2019 年年报的 9.0%/10.9%/6.9%/10.6% 大幅回落至 1 季报的 -7.1%/-6.7%/-8.9%/-9.5%；上证 50/沪深 300/中证 500/中证 1000 的扣非利润增速分别从年报的 9.5%/8.6%/-15.7%/-12.3%回落至 1 季报的 -16.0%/-18.0%/-36.7%/-59.0%。

图表 5：不同板块收入增速（季环比折年）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：不同板块扣非利润增速（季环比折年）

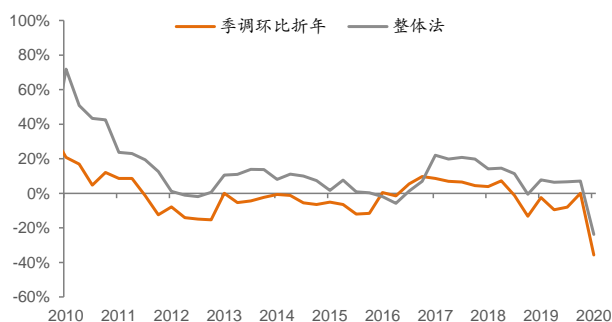


来源：Wind，中泰证券研究所

全部 A 股 ROE 连续 3 个季度持续下滑。（1）中位数口径下：全部 A 股的 ROE(TTM)从年报的 6.8%回落至 6.1%，较去年三季报下滑 0.8 个百分点。（2）整体法口径下：全部 A 股的 ROE(TTM)下滑至 7.5%，较去年三季报下滑 0.9 个百分点。

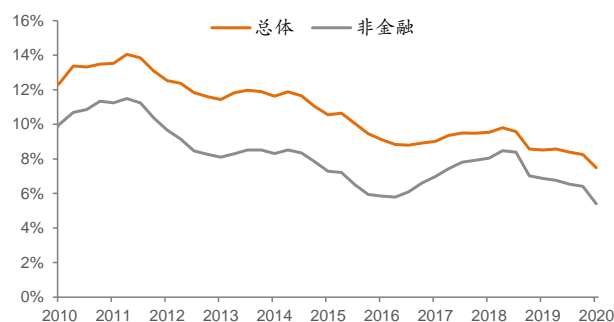


图表 7：不同口径下 A 股扣非利润增速



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：全部 A 股 ROE (TTM)



来源：Wind，中泰证券研究所

底层小市值的上市公司，尤其是国企小市值公司的业绩增速下滑最为显著。我们以市值为基准，计算处于不同历史分位处民企及国有上市公司的业绩表现，数据显示，虽然不同规模上市公司在 1 季度的业绩均出现回落，但是底层小市值的上市公司下滑的幅度最为显著，细分来看，国企底层上市公司下滑幅度甚至大于民企，之所以出现这样的差异主要是源于背后行业的差异导致的，相较民企，国企有更多小市值公司集中在休闲服务、商业贸易、房地产等，而这些行业受疫情影响，业绩均有所回落。

图表 9：中位数口径不同历史分位 ROE (TTM)

	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	较19年报 变化	较去年同 期变化
民营企业 (%)										变化	
市值分布：											
小规模	6.6	6.0	5.9	5.0	4.7	4.8	4.5	4.8	3.7	-1.1	-1.0
中规模	7.4	7.6	7.3	6.5	6.3	6.3	6.5	6.6	6.1	-0.6	-0.3
大规模	11.3	12.8	12.0	12.1	11.4	12.0	11.5	10.6	10.2	-0.4	-1.1
国有企业 (%)										变化	
市值分布：											
小规模	3.6	3.4	3.2	3.6	3.6	3.4	3.2	3.5	2.2	-1.3	-1.4
中规模	5.3	5.5	5.3	5.5	5.8	6.0	5.4	4.8	4.4	-0.4	-1.3
大规模	8.4	8.8	8.7	8.3	8.3	8.1	7.9	8.1	7.1	-0.9	-1.2

来源：Wind，中泰证券研究所

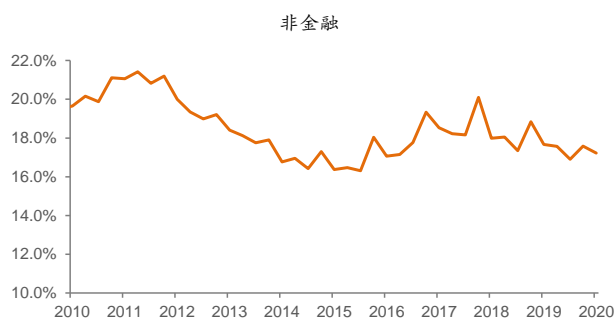
## 1.2 现金流压力究竟如何？

### 1.2.1 疫情爆发前，现金持有水平如何？

疫情爆发前，民企的现金持有量已经处于历史较低水平。我们用“现金及现金等价物 / (资产总额 - 现金及现金等价物)”来衡量企业的现金持有水平，数据显示，疫情爆发前非金融上市公司整体的现金流持有水平并不是很高，尤其是民企的现金持有已处于历史较低水平。

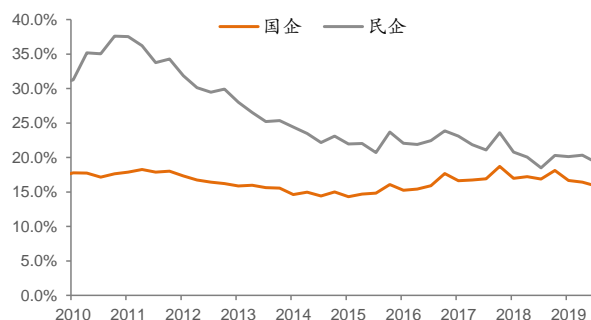


图表 10： 上市公司的平均现金持有水平（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 11： 不同类型上市公司现金持有水平差异（%）

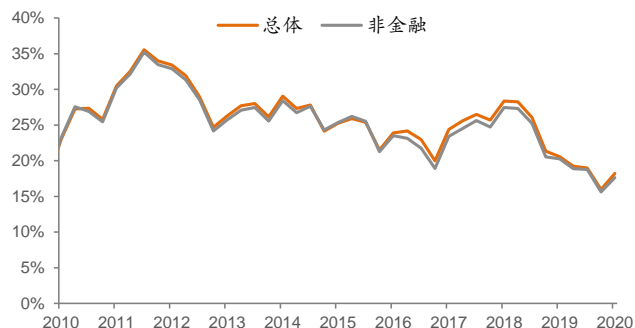


来源：Wind，中泰证券研究所

## 1.22 疫情爆发后，现金流面临哪些变化？

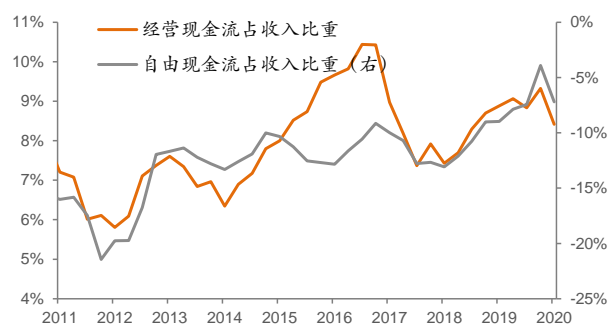
疫情爆发后，伴随盈利的回落，非金融上市公司现金流质量出现恶化。我们用三种口径（经营现金流为负的公司占比、经营现金流占收入的比重、自由现金流占收入的比重）来估算一季度上市公司现金流质量的变化情况，数据显示，无论在何种口径还是计算方法下，1 季报非金融上市公司的经营性现金流有所恶化。

图表 12： 经营现金流为负的上市公司占比（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 13： 经营现金流占收入比重（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

底层的小市值公司民企与国企现金流质量出现弱化，龙头上市公司民企与国企则出现分歧。我们以市值为基准，计算处于不同历史分位处民企及国有上市公司的现金流质量表现，具体来说，我们将市值处于前三分之一的上市公司定义为大规模，处于后三分之一的上市公司定义为小规模，剩下的定义为中等规模，数据显示，小规模的民企与国企走势颇为相似，区别在于民企底层上市公司现金流质量恶化的时间更长，已经连续 2 个季度。相反，大规模的民企与国企走势出现较大分歧，民企龙头上市公司连续 2 个季度好转，国企龙头上市公司则在疫情冲击下，1 季度现金流质量出现弱化。

**图表 14：中位数口径经营现金流占收入比重**

	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	较19年报变化	较去年同期变化
<b>民营企业 (%)</b>										<b>变化</b>	
<b>市值分布：</b>											
小规模	5.0	4.6	5.1	6.2	6.7	7.6	8.6	8.6	8.0	-0.5	1.3
中等规模	5.5	4.4	6.1	7.3	8.1	9.3	9.1	9.9	9.4	-0.5	1.2
大规模	9.0	9.6	9.6	10.5	11.7	12.6	13.0	13.5	13.7	0.1	1.9
<b>国有企业 (%)</b>										<b>变化</b>	
<b>市值分布：</b>											
小规模	4.7	4.7	4.4	5.2	6.8	6.4	5.8	6.6	6.2	-0.5	-0.7
中等规模	7.5	7.3	8.0	7.9	8.5	8.4	9.7	8.9	8.9	0.0	0.4
大规模	9.4	9.3	10.1	11.5	12.5	12.8	12.2	13.0	10.4	-2.5	-2.0

来源：Wind, 中泰证券研究所

## 二、哪些因素有望对未来业绩形成支撑？

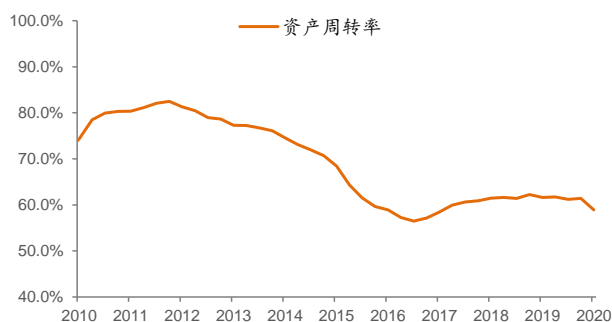
在前期的报告《观察盈利改善的几个重要窗口》中，我们提出在收入增速持续回落的压力下，需要重点观察存货、财务费用、产能扩张、人力成本四类指标改善对盈利的支撑。事实上，两个季度过去了，通过再次对利润表进行拆分，我们发现上市公司成本调整的进度低于我们的预期。往后看，随着经济活动逐渐恢复正常，需求企稳，我们认为从对业绩改善支撑程度的视角今年可能呈现出：资产周转率 > 销售净利率 > 资产负债率的现象。

### 2.1 资产周转率

收入增速的放缓使得提高上市公司运营效率的重要性明显提升。例如资产周转率、存货周转率、应收账款周转率等等。具体来说，截至 2020 年 1 季报，非金融上升公司的资产周转率从年报的 61.4% 回落至 58.9%，存货周转率从 3.2 下降至 3.1。由于收入增速大幅下滑，在这样的情况下，即使存货累积速度放缓，我们还是看到了存货相对于终端需求来说依然处于偏高的水平，这也就意味着去库的压力在 2 季度可能一直存在。

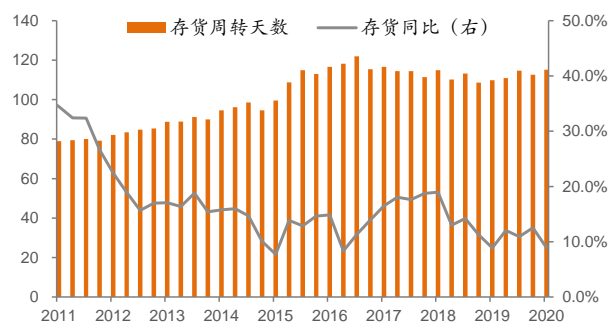
往后看，我们认为随着生产经济活动的恢复，需求有望平稳，上市公司的收入增速将逐步反弹，但是考虑到需求的结构性下降，如若后续并未有一系列超预期的刺激政策出台，按照目前市场预期的 2020 年 PPI 的 -2% 来看，2020 年全 A 收入增速有望在 7% 左右，这也就意味着资产周转率即使有所改善，但是改善的程度可能是较弱的。

图表 15：非金融上市公司资产周转率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 16：非金融上市公司存货管理绩效



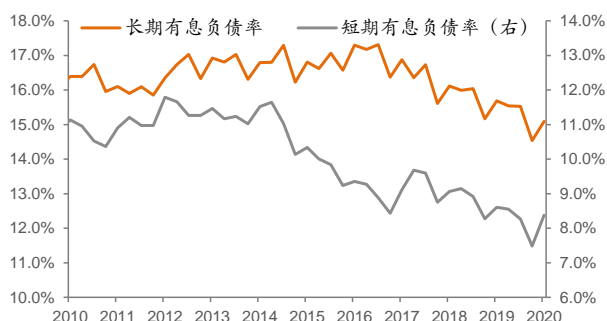
来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.2 资产负债率

**1 季报财务杠杆整体维持平稳，但负债结构有所恶化。**从财务杠杆的使用来看，1 季报非金融上市公司的资产负债率为 61%，与 2019 年年报基本持平。但是从负债的结构来看，非金融上市公司的负债结构面临恶化。具体来说：

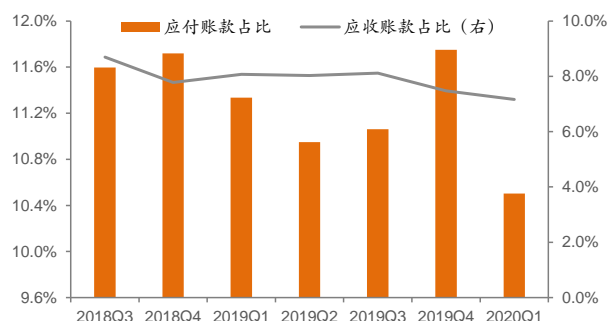
- 一方面，短期有息负债率明显上升，而短期融资财务风险的压力更大。具体来说，1 季报非金融上市公司短期有息负债率较 2019 年年报上升了 0.9 个百分点，长期有息负债率较 2019 年年报上升了 0.6 个百分点，侧面也说明了上市公司目前对于产能扩张资本支出的长期借贷更为谨慎。
- 另一方面，经营性负债的比重出现下滑。2010 年以来应付账款占资产的比重稳定在 11%~12% 的水平，但是 1 季报应付账款的资产占比下滑至 10.5%，较 2019 年年报回落了 1.3 个百分点，下滑的幅度明显大于应收账款回落幅度（0.3 个百分点），侧面说明在盈利走弱的环境下，上市公司急于回收现金流，要价能力偏弱。

图表 17：非金融上市公司不同期限结构有息负债



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 18：非金融应付账款占资产的比重



来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.3 销售净利率

由于销售收入年内大幅上升的难度较高，那么周转率显著提升的幅度就会受到限制；资产负债率目前已经接近 2010 年以来历史分位的 90%，在当前的经济环境下杠杆率上升的空间也较为有限。那么销售净利率的改善对业绩的支撑作用就颇为重要。我们将销售净利率进一步拆分成毛利率、管理费用率、财务费用率、销售费用率、税率、资产减值损失等。其中，可能在今年下降的指标包括劳动力支付成本、折旧调整。

从 1 季报的数据来看，成本项目变化较大的科目主要集中在营业成本、管理费用、所得税三个方面。其中，随着营业收入增速的下滑，营业成本增速也出现回落，但是回落幅度不及收入导致成本率不降反升；同时销售的放缓，也推动管理费用率持续上升，税收负担则随着盈利下滑开始下降。

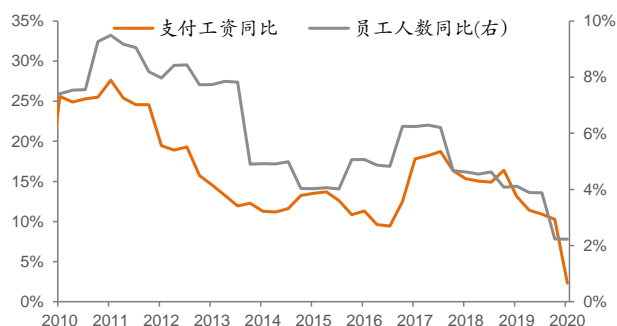
图表 19：非金融上市公司各项费用率变化

	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	较2019年年 报变化	较2019年1季 报变化
<b>分母：营业收入</b>							
营业成本	80.3%	80.4%	80.6%	80.6%	81.0%	0.3%	0.7%
毛利	19.7%	19.6%	19.4%	19.4%	19.0%	-0.3%	-0.7%
税金及附加	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	0.0%	-0.1%
销售费用	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	0.0%	0.0%
管理费用	5.2%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	0.1%	0.2%
财务费用	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	0.0%	0.0%
资产减值损失	1.5%	1.2%	1.0%	-0.9%	-0.9%	0.0%	-2.4%
所得税	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%	-0.1%	-0.2%
销售净利率	4.4%	4.2%	4.1%	4.0%	3.5%	-0.5%	-0.8%

来源：Wind，中泰证券研究所

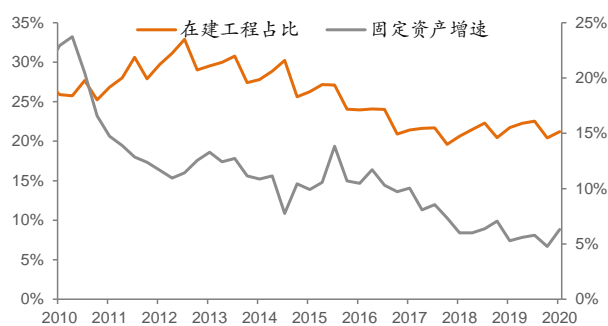
往后看，我们认为今年成本方面值得关注的较大变动主要集中在职工薪酬调整以及在建工程转固放缓对费用项的影响两个方面。具体来说，在疫情的冲击下，1 季度上市公司支付工资以及员工人数增速出现下滑，往后看，虽然经济活动有望逐渐恢复正常，需求有望恢复平稳，但是考虑员工招聘、培训以及入职的时滞以及工资的粘性，全年来看劳动力支付成本对利润的拖累作用可能较弱。与此同时，1 季度在建工程增速相对停滞，在建工程占固定资产的比重也出现小幅上升，往后看如若盈利压力仍旧较大，上市公司可能会拖延在建工程转固的时间，进而降低折旧对业绩拖累的压力。

图表 20：非金融上市公司工资支付



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 21：非金融上市公司在建工程转固情况



来源：Wind，中泰证券研究所

## 2.4 疫情冲击与全年盈利展望

因为疫情的冲击，所以很多数据在 1 季度均出现了一次性的大幅下滑。在这样的情况下，本文可以做一个假设，如果按照去年底市场对 2020 年预期数值进行测算，例如 GDP 增速不是在 1 季度下滑至-6.8%，而是当时市场预期的 6.0% 等等，那么 1 季度盈利增速有望达到多少，侧面也反应了本次疫情对上市公司业绩的影响。通过测算我们发现，如若没有发生疫情，那么 1 季度 A 股上市公司的利润增速有望达到 15%，但是因为疫情的影响，利润增速下滑至-23%。<sup>1</sup>

随着国内经济活动逐渐恢复正常，需求边际改善，上市公司的业绩有望逐季修复，但是考虑海外疫情的演进仍存在较大的不确定性，在全球经济回落的压力下，外需对业绩的拉动作用有限，因此，全年来看这种业绩回升的幅度在没有超预期的政策刺激下可能较弱。疫情冲击已成定局，如若未来收入增速企稳，截至 2020 年底有望回升至 0~7%，净利润率回升至 2019 年年底的水平，那么 2020 年全 A 利润增速有望在-2%~5%左右。

图表 22：2020 年 A 股盈利预测假设及测算

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	未发生疫情 2020Q1	发生疫情 2020Q1	中性假设 2020E	悲观假设 2020E	乐观假设 2020E
GDP 当季同比	6.4%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	-6.8%			
PPI 当季同比	0.2	0.5	-0.8	-1.2	0.3	-0.6			
收入当季同比	11.9%	9.0%	8.2%	9.5%	13.4%	-7.9%	7.0%	0.0%	9.5%
销售净利率	7.7%	7.6%	7.6%	7.5%	8.5%	7.1%	7.5%	7.3%	8.0%
利润累计同比	10.4%	7.7%	7.7%	7.1%	15.9%	-23.5%	5.8%	-2.0%	9.9%

来源：Wind，中泰证券研究所

<sup>1</sup> 市场预期：即没有发生疫情的各项宏观经济指标假设，我们取当时各家券商 2020 年宏观组年度策略预测的平均值，而最新的 2020 年相关宏观数据预测数值来自万得。

### 三、需要持续关注哪些现金流风险？

疫情冲击下，一季度紧张的现金流已成定局，往后看，我们将今年上市公司需要面对的现金流压力主要分为两类：一类是从类型方面，支付员工工资、厂房租金、税费、偿还债务等维持正常经营活动相关的资金开支；另一类是从期限方面，考虑到短期负债对企业带来巨大的短期还款压力，我们重点梳理了不同规模企业的短期财务负担。

通过分析我们发现上市公司利用目前持有的现金去承担正常开支压力有所上升，尤其是小规模上市公司的偿债压力明显大于龙头公司，更重要的是从1季度借贷的数据来看，小公司获得的信贷支撑力度更弱，这也就意味着往后看，这次疫情可能会加剧行业格局的分化。此外，大公司开始降低低端信贷，增加长期信贷可能是上市公司信心恢复的一个重要标志。

#### 3.1 不同类型“刚需”支出现金压力有何不同

偿还债务、支付薪酬是上市公司维持正常运转所需要关注的两个最重要的指标。我们用不同“刚需”的子项目资金支出占到持有的现金及现金等价物的比重来衡量非金融上市公司的现金压力。数据显示，偿还债务、支付薪酬以及其他与经营活动相关的现金支出在非金融上市公司现金支出活动中占有非常重要的地位。

进一步，我们以市值为基准，计算处于不同历史分位处上市公司的各项现金支出压力。数据显示，以上市公司目前持有的现金水平来看，不同规模上市公司偿还债务与支持薪酬的压力在一季度都有所上升，尤其是小规模公司偿还债务的现金支出压力的同环比都出现大幅增加。这也就意味着相比大公司，中小型公司开源节流的压力更为迫切。

**图表 23：不同规模上市公司“刚性支出”现金压力**

	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	环比变化	同比变化
<b>劳动力成本：</b>											
小规模	42.3%	46.9%	48.2%	39.6%	43.4%	44.9%	46.6%	40.7%	43.4%	2.7%	0.0%
中等规模	38.5%	41.8%	43.4%	37.2%	40.6%	40.7%	42.2%	35.6%	38.1%	2.6%	-2.4%
大规模	35.5%	37.3%	39.4%	34.7%	37.1%	37.1%	38.7%	33.4%	34.8%	1.4%	-2.3%
<b>税费：</b>											
小规模	18.4%	20.3%	19.8%	15.6%	16.8%	16.2%	16.0%	14.0%	13.9%	-0.1%	-2.9%
中等规模	18.3%	19.3%	19.8%	16.1%	17.4%	16.7%	16.3%	13.8%	13.6%	-0.2%	-3.8%
大规模	18.7%	19.8%	20.4%	16.8%	17.5%	17.0%	16.4%	14.1%	13.8%	-0.3%	-3.7%
<b>其他经营活动相关：</b>											
小规模	30.9%	33.3%	35.3%	30.8%	33.4%	32.6%	32.9%	29.3%	29.9%	0.6%	-3.5%
中等规模	30.0%	31.4%	34.1%	29.7%	31.0%	30.8%	31.2%	27.4%	28.0%	0.6%	-3.0%
大规模	28.1%	29.4%	31.9%	27.3%	28.0%	28.3%	28.0%	25.0%	24.9%	-0.1%	-3.1%
<b>偿还债务：</b>											
小规模	119.4%	129.0%	126.3%	104.9%	126.7%	122.2%	129.1%	119.7%	136.1%	16.4%	9.3%
中等规模	113.4%	116.2%	121.3%	111.3%	120.2%	116.8%	125.6%	114.4%	128.5%	14.1%	8.4%
大规模	107.2%	109.8%	114.4%	102.0%	113.4%	111.3%	115.0%	107.2%	116.4%	9.2%	3.0%
<b>分配股利、利润或偿付利息：</b>											
小规模	10.5%	12.6%	13.1%	11.1%	12.6%	11.6%	12.0%	10.9%	11.7%	0.7%	-1.0%
中等规模	11.1%	12.4%	13.2%	11.9%	12.8%	12.6%	12.4%	11.4%	11.8%	0.4%	-1.0%
大规模	11.6%	12.9%	14.0%	12.4%	13.2%	13.0%	12.9%	11.8%	12.1%	0.3%	-1.1%

来源：Wind, 中泰证券研究所



### 3.2 短期负债带来的现金压力

值得关注的是，虽然小规模与大规模上市公司的短期有息负债率都出现了明显上升，但是相比较小规模上市公司，大规模上市公司短期有息负债率环比上升的更快，这与前文小规模上市公司现金偿债压力显著高于大规模上市公司形成鲜明对比。这可能是由于长期以来银行等金融机构更愿意贷款给大公司而不是小公司导致的，而小公司的借贷的困难，也侧面说明了小公司财务脆弱性风险可能更高。

**图表 24：不同规模上市公司短期负债带来的现金压力**

	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	环比变化	同比变化
<b>潜在流出项：</b>											
<b>短期有息负债率：</b>											
小规模	10.8%	11.7%	11.6%	11.8%	11.6%	11.4%	11.3%	10.9%	11.3%	0.5%	-0.2%
中等规模	9.6%	10.1%	10.3%	10.3%	9.9%	10.0%	9.2%	9.3%	9.5%	0.2%	-0.4%
大规模	8.2%	8.4%	8.3%	7.6%	8.0%	8.0%	7.3%	6.7%	7.5%	0.7%	-0.5%
<b>潜在流入项：</b>											
<b>预收账款同比：</b>											
小规模	10.0%	8.0%	7.2%	6.9%	-2.0%	2.5%	2.7%	10.2%	7.0%	-3.2%	9.0%
中等规模	15.4%	13.0%	10.5%	7.7%	1.0%	5.9%	3.1%	8.4%	1.6%	-6.7%	0.6%
大规模	10.8%	10.2%	9.6%	7.9%	3.9%	6.8%	7.5%	12.4%	-3.0%	-15.5%	-7.0%

来源：Wind，中泰证券研究所

## 四、高景气行业筛选

整体来看，1 季报高景气的行业主要集中在必需消费（如饲料、禽畜养殖、农产品加工）、科技制造（电子制造、电源设备、航空装备、航天装备），以及短期疫情受益行业（如互联网传媒）。

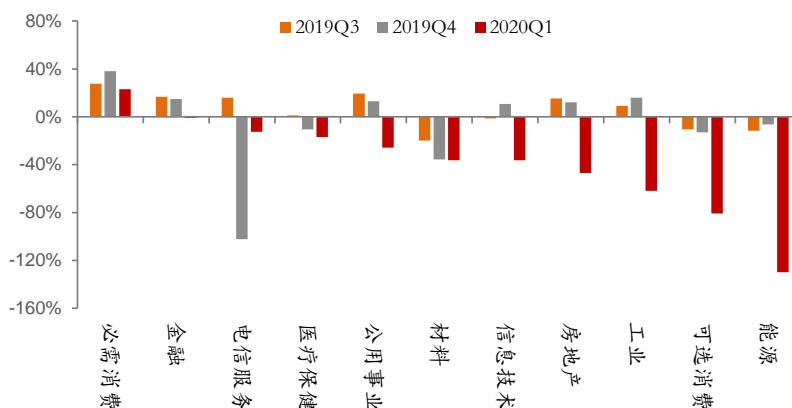
### 4.1 行业景气度演绎

#### 4.1.1 必需消费表现稳健，可选消费跌幅扩大

大类行业来看，1 季报盈利增速最高的是必需消费品板块，2020 年 1 季报盈利增速达到 23%，环比变化来看，除电信服务改善之外，其余大类行业业绩增速均出现了不同程度下滑。其中，材料与医疗保健行业环比跌幅较小，分别为-0.7%与-6.4%，多数板块的跌幅都在 10%以上，尤其是能源、工业、可选消费、房地产环比跌幅超过 50%。



图表 25：大类行业盈利增速变化

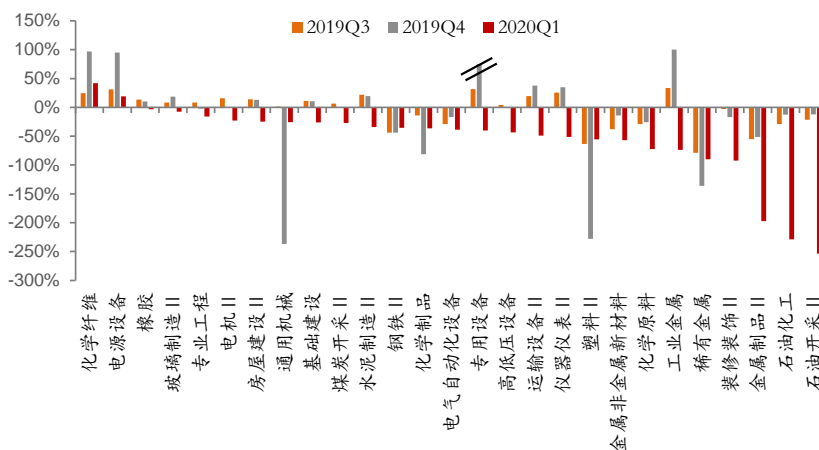


来源：Wind，中泰证券研究所

#### 4.12 能源、工业：化学纤维相对较优

一季度能源与工业板块遇到瓶颈较为相似。在疫情冲击下，生产经营活动的停摆，导致需求萎缩、价格回落、产能下降，使得许多细分行业都面临量、价其跌的尴尬局面。具体来说，石油开采、石油化工、金属制品、装饰装修、工业金属、稀有金属、化学原料、金属非金属材料、塑料托各行业的业绩增速在-50%以下。相反，虽然化学纤维、电源设备的盈利增速较年报也有所下滑，但整体盈利依然为正，成为该领域业绩相对较优的行业。

图表 26：能源、工业盈利增速变化



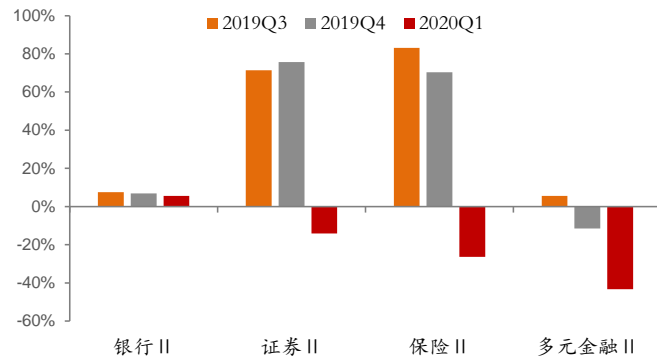
来源：Wind，中泰证券研究所

#### 4.13 金融：银行相对较优

金融板块 1 季报各行业盈利增速环比普遍回落。证券、保险增速由正转负，同比增速均较 2019 年年报下滑 50 个百分点以上，多元金融行业跌

幅进一步扩大，金融各领域中，仅银行增速为正，较年报下滑 1.4 个百分点，成为该板块业绩相对较优的行业。

图表 27：金融盈利增速变化

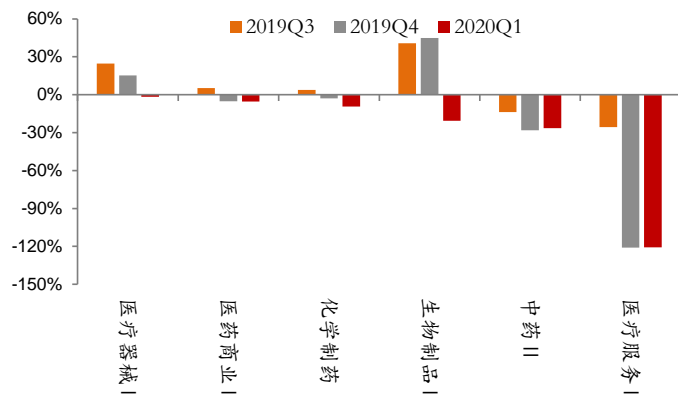


来源：Wind, 中泰证券研究所

#### 4.14 医疗保健：医疗器械相对较优

医疗保健板块，1 季度行业盈利增速普遍为负，其中，医疗器械、生物制品盈利增速由正转负，化学制药、医药商业盈利增速连续 2 个季度持续下滑，而医疗服务行业的业绩持续垫底。整体来说，从盈利增速来看，医疗器械行业业绩相对最优，1 季报盈利增速-1.7%，明显好于其他细分板块。

图表 28：金融盈利增速变化



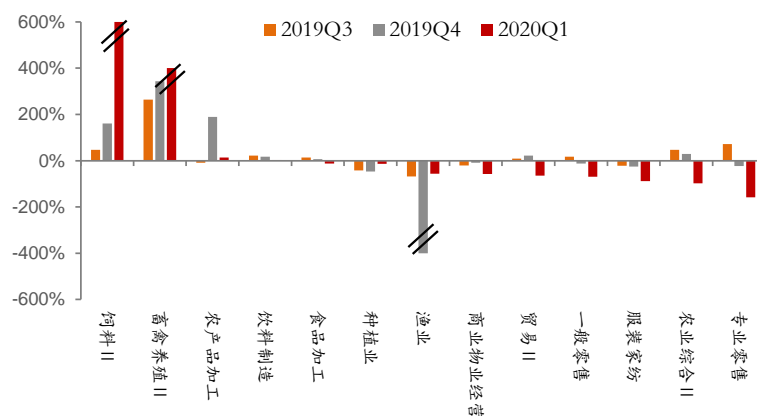
来源：Wind, 中泰证券研究所

#### 4.15 必需消费：饲料、禽畜养殖相对较优

必需消费板块中，增速最高的是饲料、禽畜养殖，1 季报业绩增速都在 100%以上，其他行业 1 季报业绩增速都在 10%以下；1 季报业绩较差的细分行业主要集中在服装家纺和一般零售等行业，其中，一般零售行

业的业绩已经连续 3 个季度下滑。

图表 29：必需消费品盈利增速变化

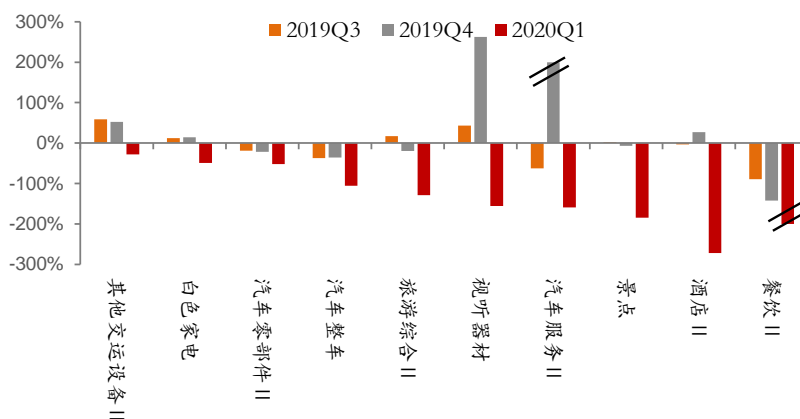


来源：Wind, 中泰证券研究所

#### 4.16 可选消费：业绩均出现大幅下滑

从可选消费板块来看，各行业业绩普遍下滑，且跌幅扩大。其中，餐饮、酒店、景点、受疫情冲击最为显著，1 季报盈利增速均在-150%以下。相反，其他交运设备、白色家电板块业绩增速在-50%以内，相对较优。

图表 30：可选消费品盈利增速变化



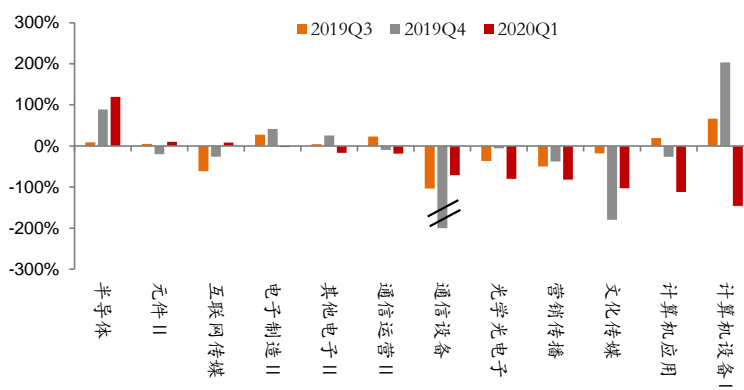
来源：Wind, 中泰证券研究所

#### 4.17 TMT：半导体、元件、互联网传媒相对较优

TMT 板块中，增速最高的是半导体、元件、互联网传媒，1 季报业绩增

速都维持在正值；1 季报业绩较差的细分行业有计算机设备、计算机应用、文化传媒，业绩增速都在-100%及以下。细分来看，相比年报，1 季报业绩增速环比提升的行业有半导体、元件、互联网传媒、通信设备，其中，通信设备是业绩降速收窄，元件、互联网传媒是业绩增速由负转正。整体而言，TMT 板块中，半导体、元件等行业表现相对更优。

图表 31：TMT 盈利增速变化



来源：Wind, 中泰证券研究所

## 4.2 高景气行业筛选

### 4.2.1 盈利能力持续改善的行业

我们筛选了同时满足 扣非口径下 ROE (TTM) 连续 2 个季度持续改善且估值历史分位水平在 50%以下的行业，那么包括禽畜养殖、互联网传媒、造纸、农产品加工、化学纤维、电源设备、电子制造、其他电子。

图表 32：一季报盈利能力连续 2 季度持续改善的行业

	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	环比改善幅度	PE (TTM) 历史分位	PE (TTM)	年初至今涨跌幅
饲料 II	6.8%	8.1%	12.5%	16.1%	3.6%	58.4%	32.3	36.3
畜禽养殖 II	14.1%	18.3%	25.8%	29.1%	3.3%	4.8%	15.4	4.2
半导体	-1.6%	-0.6%	2.4%	3.3%	0.9%	85.6%	122.8	28.6
互联网传媒	-7.9%	-7.5%	-3.5%	-2.9%	0.6%	24.8%	47.3	4.9
船舶制造 II	-2.3%	-1.8%	-0.9%	-0.5%	0.5%	51.2%	80.0	17.3
造纸 II	5.6%	5.2%	5.4%	5.8%	0.4%	18.4%	16.7	3.1
农产品加工	-2.1%	-2.2%	-0.9%	-0.7%	0.3%	16.8%	31.3	4.5
电源设备	1.3%	1.8%	2.7%	2.9%	0.2%	41.6%	35.7	2.4
化学纤维	7.8%	7.4%	10.3%	10.5%	0.1%	0.8%	15.2	5.0
电子制造 II	11.1%	11.7%	12.2%	12.3%	0.0%	18.4%	36.8	2.6
其他电子 II	3.2%	4.1%	5.2%	5.2%	0.0%	41.6%	42.1	2.3

来源：Wind, 中泰证券研究所

## 4.22 盈利增速持续改善的行业

我们筛选了扣非利润口径增速在 10%以上的高增长行业，同时较 2019 年年报持续改善，且估值历史分位水平在 50%以下的行业，那么包括禽畜养殖、航空装备、造纸。

图表 33：一季报盈利高增长的行业

	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	环比改善	PE (TTM) 历史分位	PE (TTM)	年初至今 涨跌幅
畜禽养殖 II	2044%	320%	377%	2173%	1797%	33%	15	4
饲料 II	57%	58%	154%	1051%	897%	58%	32	36
航天装备 II	-39%	-34%	-528%	19%	547%	53%	78	15
航空装备 II	37%	23%	-58%	65%	123%	7%	49	5
动物保健 II	-26%	-34%	-47%	40%	87%	98%	69	23
造纸 II	-53%	-43%	-35%	47%	82%	18%	17	-3

来源：Wind, 中泰证券研究所

## 4.23 经营现金流持续改善的行业

我们筛选了经营现金流占收入的比重连续 2 个季度持续改善且估值历史分位水平在 50%以下的行业，包括动物保健、纺织制造、畜禽养殖、环保工程及服务、电机、电源设备、船舶制造、生物制品等。

图表 34：一季报现金流占收入连续 2 季度持续改善的行业

	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	环比变化	PE (TTM) 历史分位	PE (TTM)	年初至今 涨跌幅
动物保健 II	11%	14%	14%	18%	4%	98%	69	23
纺织制造	6%	8%	11%	13%	2%	17%	21	-10
畜禽养殖 II	19%	24%	29%	32%	2%	5%	15	4
环保工程及服务 II	11%	12%	15%	17%	2%	15%	25	3
电机 II	6%	7%	8%	10%	1%	9%	27	-15
电源设备	9%	9%	14%	15%	1%	42%	36	12
船舶制造 II	-6%	-10%	5%	6%	1%	51%	80	-17
中药 II	9%	10%	11%	12%	1%	28%	29	0
生物制品 II	14%	14%	15%	15%	1%	85%	57	27
汽车零部件 II	9%	10%	10%	11%	0%	36%	18	-5
高低压设备	7%	7%	8%	9%	0%	21%	28	9
其他电子 II	2%	2%	3%	3%	0%	42%	42	2
文化传媒	13%	15%	17%	17%	0%	34%	32	-8
半导体	13%	13%	14%	14%	0%	86%	123	29
房屋建设 II	0%	-2%	-1%	-1%	0%	25%	7	-4
计算机应用	6%	7%	8%	8%	0%	74%	63	13
化学制品	12%	11%	13%	13%	0%	19%	23	-5

来源：Wind, 中泰证券研究所

风险提示：

经济增速不及预期风险。宏观经济大幅低于预期导致人民币汇率持续贬值,外资流入速度下降甚至出现流出现象,政策收紧降低市场风险偏好。我们对敏感性的分析是基于一定的假设前提,存在假设条件达不到分析不及预期的风险。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。