

2020年05月06日

## 二季度国内经济和行业前瞻性分析

## 主题报告

### 投资要点

◆ 2020年一季度我国GDP出现负增长:根据统计局披露的2020年一季度经济数据,一季度GDP增速同比下降6.8%,录得1992年以来最差成绩;分产业看,第一产业下降3.2%;第二产业下降9.6%;第三产业下降5.2%。而其他经济指标来看,一季度下滑迹象也极为明显;其中,一季度规模以上工业增加值同比实际下降8.4%,规模以上工业企业实现利润总额36.7%,社会消费品零售总额同比名义下降19.0%;全国固定资产投资(不含农户)同比下降16.1%。

◆ 自上而下展望二季度,出口和内需复苏力度是重要关切方向。根据4月高频数据观察,1)生产供给端已经基本恢复正常,宏观重点从“供给恢复”转向“需求复苏”;2)国家加大投资支持力度,投资作为拉动经济的“三驾马车”,其宏观拉动作用在二季度将更为凸显;高频数据显示钢铁、水泥、挖机需求上升,而财政部近日拟再提前下达1万亿元地方政府专项债券额度;3)不同品类商品需求复苏力度分化,总体可能呈现弱复苏;其中,汽车、房地产等大类资产需求在4月复苏明显,网上消费也基本恢复到疫情前正常水平;但线下实物消费恢复力度相对有限,尤其是餐饮、旅游、影视等受疫情影响较大行业。4)外需不确定性增加,外贸退单和弃货拒收现象增加;PMI新出口订单指数大幅走低,进出口运价指数也持续向下。5)物价预计进一步走低概率较大,国内宏观调控空间增大。

◆ 自下而上展望二季度,多数行业Q2环比改善;但尚有少数行业Q2展望可能不太乐观,包括煤炭、电子、纺织制造等,其中,主要原因大都与海外需求不确定有关。1)煤炭:Q2煤价预计继续同比环比下跌,受此影响,Q2煤炭行业业绩或环比下滑;2)机械:子行业出现明显分化,其中,工程机械和电力巡检Q2回归增长;3)化工:预计行业整体Q2业绩很难快速恢复,但受益疫情的防疫材料Q2或继续高景气;4)电子:疫情对于业绩的影响Q1并未完全体现,预期Q2将会更加显著;5)通信:无线主设备、光模块、PCB等偏向国内5G建设需求主导的子行业Q2继续向好;6)计算机:智慧医疗、云计算、金融科技、智能驾驶等子行业需求上升;7)新能源:新能源行业整体Q2预计环比改善,其中,光伏和风电Q2或再现抢装、新能源汽车Q2销量环比有望改善;8)农业:猪、禽、饲料动保、杂交玉米种业等子行业Q2有望环比改善;9)食品饮料:高端白酒、调味品全年业绩确定性较高,乳品Q2环比改善可期;10)医药生物:抗疫品种部分Q2仍有出口需求,非疫品种Q2逐步恢复;11)纺织服装:预计国内整体客流逐步好转,海外疫情影响纺织制造订单;12)轻工制造:Q2需求提升、Q1订单推迟、原材料价格处于低位等因素预计将共同促使行业Q2业绩迎来好转;13)国防军工:疫情影响不大,军品需求相对稳定,预计2020年核心军工资产板块将继续保持稳定增长;14)券商:预计上半年业绩与去年同期大致相当,受益于2019Q2低基数,上市券商2020Q2单季度净利润平均同比增幅可达40%左右;15)保险:Q2边际改善的确定性较强。

◆ 风险提示:疫情变化超预期、宏观对冲政策不达预期、国内需求复苏不达预期、上市公司业绩不达预期、全球贸易争端加剧、地缘冲突及其他系统性风险。

### 分析师

谭志勇  
SAC执业证书编号: S0910515050002  
tanzhiyong@huajinsc.cn  
021-20377198

### 分析师

李蕙  
SAC执业证书编号: S0910519100001  
lihui1@huajinsc.cn

### 相关报告

两会前风险偏好或趋向增强,但预计会有波折-策略周报 2020-05-03

业绩密集披露周,震荡分化行情或延续-策略周报 2020-04-26

投资环境趋向好转-策略周报 2020-04-19

不确定性风险可能将逐渐明朗化-策略周报 2020-04-12

完善基础性制度改革,为经济高质量发展松绑 2020-04-10

## 内容目录

一、2020 年一季度我国 GDP 出现负增长 .....	4
二、自上而下展望二季度：4 月高频数据观察 .....	5
（一）生产端预计基本恢复常态 .....	5
（二）物价继续走低概率较大 .....	6
（三）投资回暖并有提速迹象 .....	7
（四）不同品类商品需求复苏力度分化，总体可能呈现弱复苏 .....	8
（五）出口不确定性较大，二季度展望不太乐观 .....	11
三、自下而上展望二季度：行业 Q2 景气度观察 .....	12
（一）煤炭：Q2 环比下滑 .....	13
（二）机械：行业分化，工程机械和电力巡检 Q2 回归增长 .....	13
（三）化工：Q2 整体业绩很难快速恢复，但受益疫情的防疫材料 Q2 或继续高景气 .....	14
（四）电子：Q2 疫情影响更为显著 .....	15
（五）通信：通信设备、光模块、PCB 等 Q2 继续向好 .....	16
（六）计算机：智慧医疗、云计算、金融科技、智能驾驶等子行业需求上升 .....	17
（七）新能源：Q2 有望环比改善 .....	18
（八）农业：猪、禽、饲料动保、种业等子行业 Q2 环比改善 .....	19
（九）食品饮料：高端白酒、调味品全年业绩确定性较高，乳品 Q2 环比改善可期 .....	20
（十）医药生物：抗疫品种部分 Q2 仍有出口需求，非疫品种 Q2 逐步恢复 .....	20
（十一）纺织服装：预计国内整体客流逐步好转，海外疫情影响纺织制造订单 .....	21
（十二）轻工制造：Q2 业绩或迎来好转 .....	22
（十三）军工：疫情影响不大，军品需求相对稳定 .....	23
（十四）券商：预计上半年业绩与去年同期大致相当 .....	23
（十五）保险：Q2 边际改善确定性较强 .....	24
四、风险提示 .....	24

## 图表目录

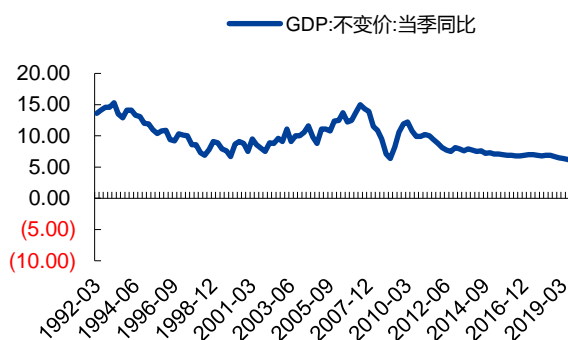
图 1：我国 GDP 录得 1992 年以来最差成绩 .....	4
图 2：固定资产投资累计同比（%） .....	4
图 3：社会零售品总额名义当月同比变化（%） .....	4
图 4：工业企业收入和利润累计同比增速（%） .....	4
图 5：2002 年至今城镇居民可支配实际收入首次同比下滑 .....	5
图 6：城镇调查失业率 2020 年 2-3 月明显上行 .....	5
图 7：六大电厂日煤耗 .....	6
图 8：菜篮子产品批发价指数 .....	7
图 9：猪肉、蔬菜、水果等批发价格变化 .....	7
图 10：PMI 出厂价格和原材料购进价格指数继续下滑 .....	7
图 11：原油和螺纹钢的高频价格数据 .....	7
图 12：钢材旬度产量显示自 3 月上旬以来呈现增长趋势 .....	8
图 13：钢材库存从 3 月上旬开始下降 .....	8
图 14：全国水泥价格指数在 4 月最末一周有企稳迹象 .....	8
图 15：3 月挖掘机销量出现大幅增长 .....	8
图 16：周度数据显示乘用车零售销量在 4 月第二周出现回升 .....	9

图 17: 周度数据显示乘用车批发销量在 4 月第二周出现回升 .....	9
图 18: 十大城市周成交套数在 4 月有明显回升 .....	9
图 19: 百强房企全口径销售规模 4 月同比转正 .....	9
图 20: 移动购物活跃度较去年同期明显提升 .....	10
图 21: 义乌总价格指数 4 月中旬有所下降 .....	11
图 22: 不同商品景气指数变化方向不一 (临沂商城发展景气指数) .....	11
图 23: PMI 进出口订单指数环比明显回落 .....	11
图 24: 韩国前 20 日进出口同比数据 4 月大幅下滑 .....	11
图 25: 我国出口集装箱运价指数持续走低 .....	12
图 26: 我国进口干散货运价指数持续走低 .....	12
图 27: 2016-20 年 Q2 动力煤产地价格 单位: 元/吨 .....	13
图 28: 2016-20 年 Q2 焦煤产地价格 单位: 元/吨 .....	13
图 29: 国内快消品销售额增速表现示意图 .....	22
图 30: 四类快消品销售额增速表现示意图 .....	22
表 1: 六大电厂日煤耗数据对比 .....	6
表 2: 行业 Q2 前瞻性判断 .....	12
表 3: 产地煤炭价格均价及涨幅 单位: 元/吨 .....	13
表 4: 2020 年上半年业绩预期汇总 .....	15

## 一、2020 年一季度我国 GDP 出现负增长

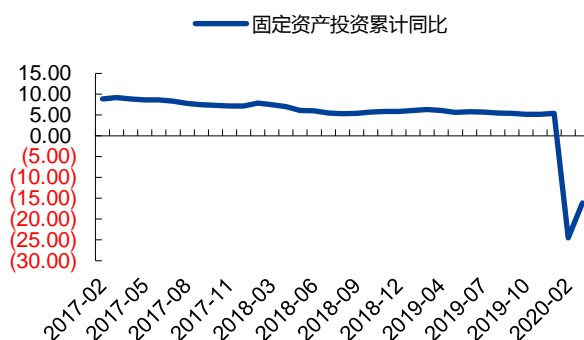
根据统计局披露的 2020 年一季度经济数据，一季度 GDP 增速同比下降 6.8%，录得 1992 年以来最差成绩；分产业看，第一产业下降 3.2%；第二产业下降 9.6%；第三产业下降 5.2%。而其他经济指标来看，一季度下滑迹象也极为明显；其中，一季度规模以上工业增加值同比实际下降 8.4%，规模以上工业企业实现利润总额 36.7%，社会消费品零售总额同比名义下降 19.0%；全国固定资产投资（不含农户）同比下降 16.1%。

图 1：我国 GDP 录得 1992 年以来最差成绩



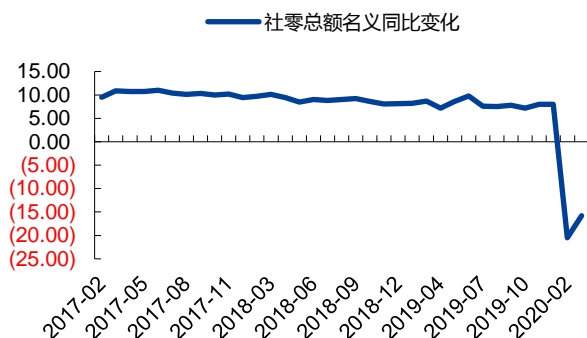
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：固定资产投资累计同比（%）



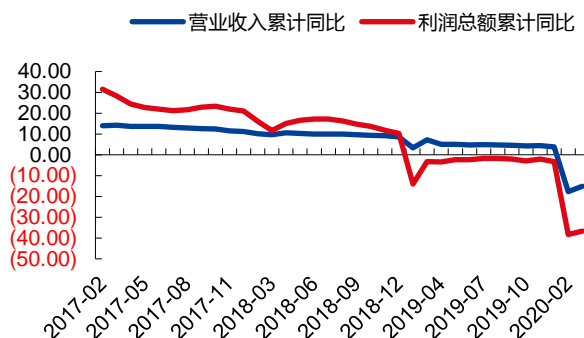
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：社会零售品总额名义当月同比变化（%）



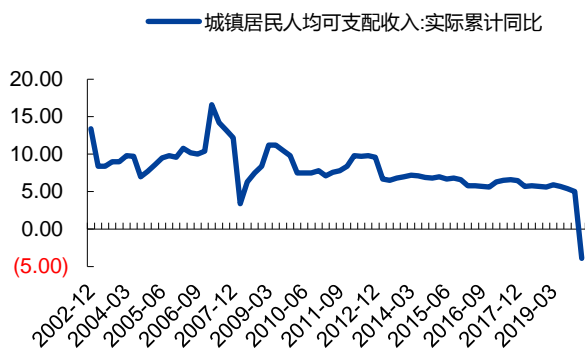
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：工业企业收入和利润累计同比增速（%）



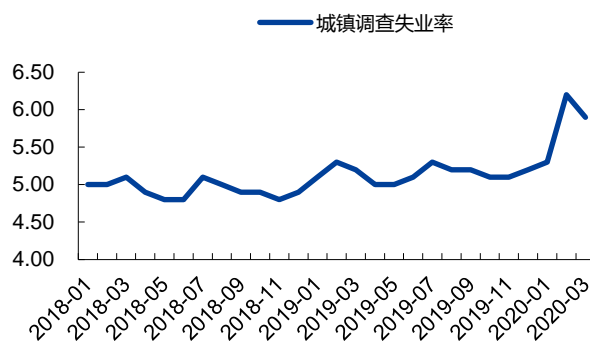
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：2002 年至今城镇居民可支配实际收入首次同比下滑



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：城镇调查失业率 2020 年 2-3 月明显上行



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、自上而下展望二季度：4 月高频数据观察

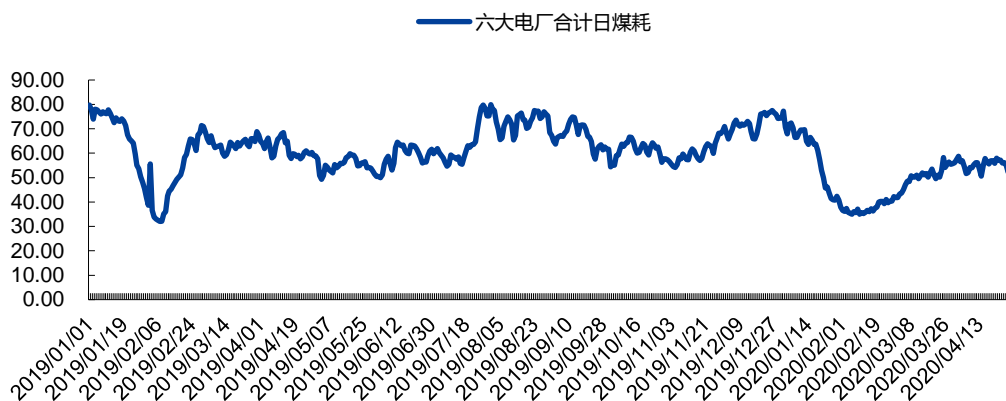
- 生产供给端已经基本恢复正常，高频数据显示电厂日煤耗达到去年同期的 **90%**；关注重点将转向需求恢复。
- 国家加大投资支持力度，尤其是基建投资支持力度，钢铁、挖机等需求明显回暖；投资作为拉动经济的“三驾马车”，作用将更为凸显。
- 国内内需消费弱复苏，各商品需求复苏力度出现分化；其中，汽车、房地产等大类资产需求在 4 月复苏明显，网上消费也基本恢复到疫情前正常水平；但线下实物消费恢复力度相对有限，尤其是餐饮、旅游、影视等受疫情影响较大行业。
- 外需不确定性增加，外贸退单和弃货拒收现象增加；PMI 新出口订单指数大幅走低，进出口运价指数也持续向下。
- 物价预计进一步走低概率较大，国内宏观调控空间增大。

### （一）生产端预计基本恢复常态

首先，从六大电厂日煤耗数据来看，即期的日煤耗较今年 2 月春节后的低点已经上升了约 85%，日煤耗总额达到了去年同期的 90%，并基本回到 2019 年 3-10 月日均煤耗的水平位；可能来说，电厂日煤耗已经逐渐回到正常水平，或预示企业的生产端已基本恢复常态。

其次，根据工信部在 4 月 23 日在国新办新闻发布会上的介绍，目前规模以上工业企业基本实现了复工复产，截至 4 月 21 日平均开工率和复岗率分别达到 99.1%和 95.1%，其中湖北省分别达到 98.2%和 92.2%；全国范围内的复工复产已经基本实现。

图 7：六大电厂日煤耗



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 1：六大电厂日煤耗数据对比

日均耗煤量	浙电	上电	粤电	华电（国电）	大唐	华能	六大电厂合计
日煤耗（2020 年春节期间）	3.17	2.59	5.89	11.18	3.92	13.62	40.37
日煤耗低点（2020 春节节后）	1.70	1.28	4.00	7.32	2.60	12.20	29.10
即期数据（4 月 30 日）	11.00	1.62	7.40	8.86	6.40	18.60	53.88
去年同日数据（2019-4-30）	12.30	1.60	10.60	10.31	6.90	17.20	58.91
去年同月平均数（2019 年 4 月）	12.66	1.62	10.41	9.63	7.64	19.74	61.69
即期/去年同期日煤耗	89.4%	101.3%	69.8%	85.9%	92.8%	108.1%	91.5%
即期/去年 4 月平均日煤耗	86.9%	99.9%	71.1%	92.0%	83.8%	94.2%	87.3%

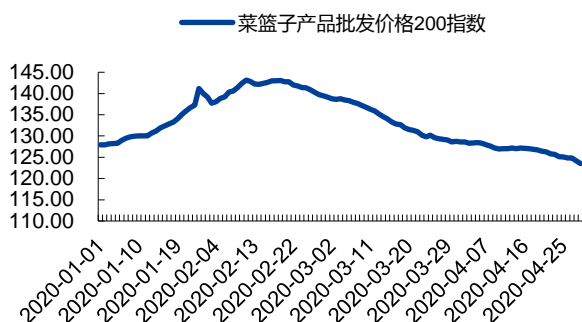
资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）物价继续走低概率较大

首先，从居民消费物价指数 **CPI** 来看，预计将会进一步走低。根据 3 月统计局披露的 **CPI** 数据，3 月 **CPI** 同比上涨 4.3%；其中，食品烟酒拉动 **CPI** 上涨 4.1%，而猪肉拉动 **CPI** 上涨 2.79%；因此，食品烟酒，尤其是其中的猪肉是当前 **CPI** 变化的最大扰动因素。从农业部披露的食品日高频数据来看，截止到 4 月 28 日，商务部发布的菜篮子产品批发价格 200 指数自 2020 年 2 月中旬及逐渐下行，4 月当月环比下降 4%；而作为 **CPI** 最大扰动因素的猪肉价格，同样自 2 月中下旬即开始下降，并且 4 月猪肉价格下行速度较 3 月略有提速迹象，当月价格下跌约 7%（3 月猪肉价格下跌约 4.7%）；基于此，我们有理由推测，4 月 **CPI** 价格会进一步走低。展望来看，伴随物流成本下降及屠宰活动恢复正常，同时，去年鲜菜鲜果价格高位带来的高基数效应，预计二季度 **CPI** 走低概率较高。

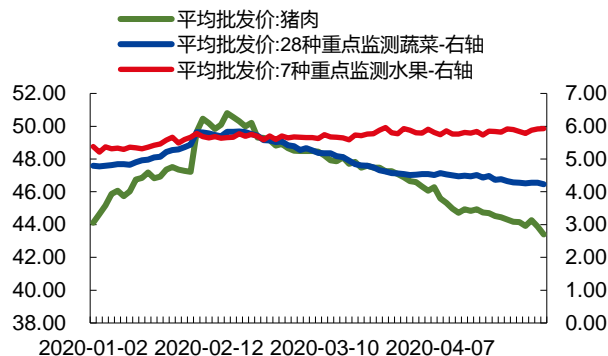


图 8：菜篮子产品批发价指数



资料来源：Wind，华金证券研究所

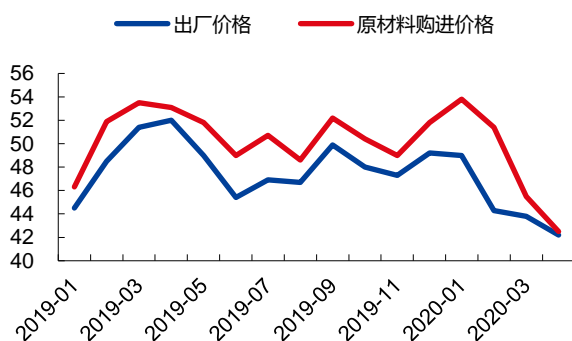
图 9：猪肉、蔬菜、水果等批发价格变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

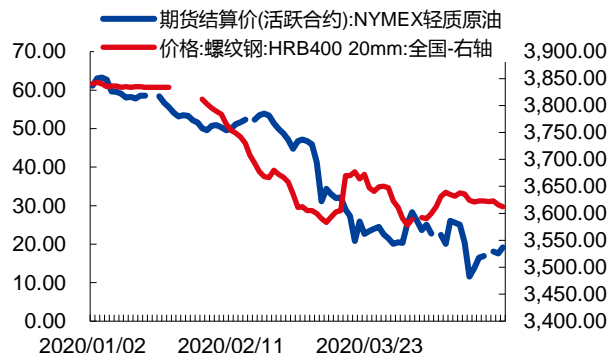
其次，从工业出厂价格 PPI 来看，预计继续走低概率同样较大。根据 PMI 出厂价格指数和主要原材料购进价格指数，4 月当期值分别为 42.2%和 42.5%，较 3 月继续环比下降 1.6 个百分点和 3.0 个百分点，或显示 4 月 PPI 将进一步走弱。而假设从拉动 PPI 走低的关键扰动因子生产资料价格的高频价格数据变化来看，以主要生产资料原油和螺纹钢价格走势为代表，其中，原油价格 4 月继续下跌，月跌幅约 7%；螺纹钢价格 4 月虽然并未继续下跌，但价格保持平稳，波动幅度约为 0%左右。

图 10：PMI 出厂价格和原材料购进价格指数继续下滑



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：原油和螺纹钢的高频价格数据



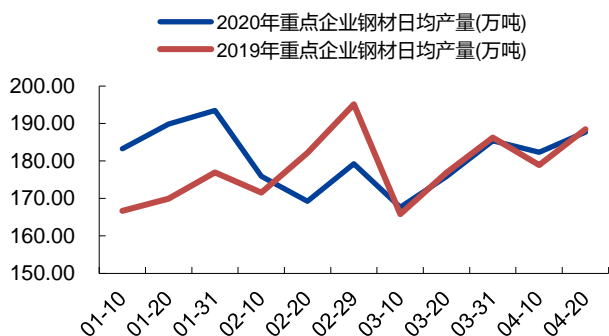
资料来源：Wind，华金证券研究所

### （三）投资回暖并有提速迹象

从钢铁、水泥、挖掘机的高频数据跟踪来看，钢铁和挖掘机的需求明显上升、水泥价格也开始有止跌迹象；可能来说，国内投资正逐渐回暖并有提速迹象。首先，从钢铁产量和库存的高频数据来看，钢铁产量逐渐上升（产量已经回到去年同期水平）且库存水平加速下降，或可以推测钢铁表观消费量在逐渐上升。其次，从水泥价格指数来看，今年以来，水泥价格呈持续下降，但截止到 4 月最末一周，水泥价格似乎有企稳迹象。第三，从挖掘机需求来看，3 月挖掘机销量大幅增长，月销售 4.94 万台，同比增长 11.6%；而进入 4 月，供不应求状况更为凸显，国内挖掘机品牌开始涨价；龙头公司三一重工 11 日发布《敬告客户书》，上调挖掘机价格，其中小型挖

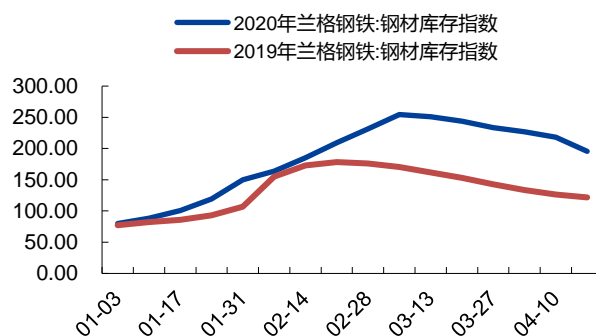
掘机价格上调 10%，中大型挖掘机上调 5%；而除三一外，徐工、柳工等挖掘机龙头厂商也纷纷提价。

图 12：钢材旬度产量显示自 3 月上旬以来呈现增长趋势



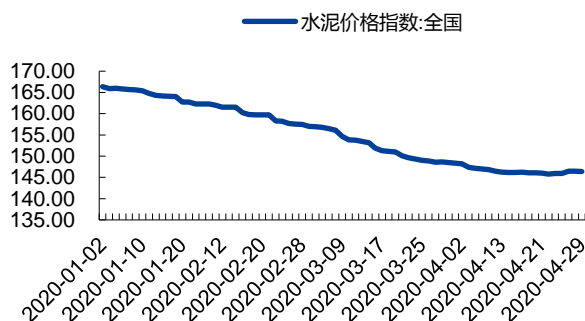
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：钢材库存从 3 月上旬开始下降



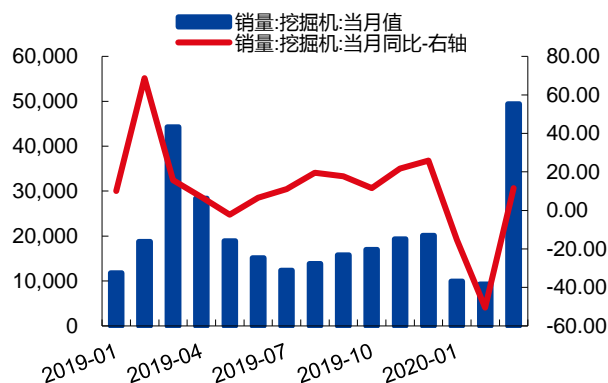
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：全国水泥价格指数在 4 月最末一周有企稳迹象



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 15：3 月挖掘机销量出现大幅增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

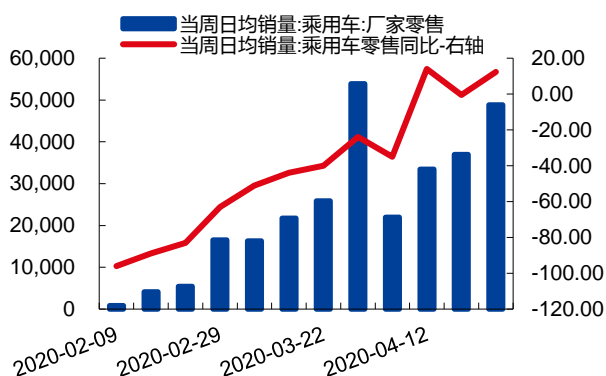
2020 年专项债发行金额预计较去年大幅增长，或将显著拉动基建等投资活动。从专项债新增发行来看，财政部近日拟再提前下达 1 万亿元地方政府专项债券额度，以支持扩大投资。财政部在一季度财政收支新闻发布会上介绍，经履行法定程序，近期拟再提前下达 1 万亿元地方政府专项债券额度，力争 5 月底发行完毕，确保尽快形成对经济的拉动作用。而此前，为了支持地方发债稳投资补短板，财政部在去年底和今年 2 月提前下达了两批次 2020 年专项债，总额达到 1.29 万亿元；截至 4 月 15 日，各地发行新增专项债券 11607 亿元，主要用于新建和在建项目建设；其中，用于新建项目 4179 亿元、约占 36%，用于在建项目 7428 亿元、约占 64%。根据规定，在两会批准地方债限额之前，提前下达的债务限额不得超过当年新增的 60%，以目前已提前下达 2.29 万亿专项债计算，今年的专项债支出预计不会少于 3.8 万亿；比较去年新增专项债 2.15 万亿，今年的专项债支出将创新高。

#### （四）不同品类商品需求复苏力度分化，总体可能呈现弱复苏



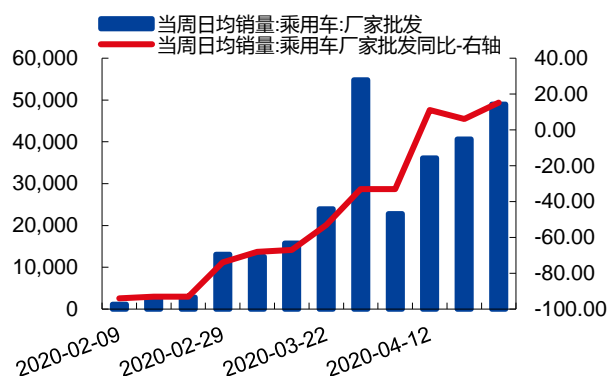
首先，汽车销售出现 V 型反转态势。根据乘联会公布的周度汽车零售和批发销量，4 月汽车销售有明显回升；4 月第二周、第三周、第四周零售销量分别较去年同期上升 14%、-0.5% 和 12.3%，前四周零售同比增速回升到 -2%；同时，4 月第二周、第三周、第四周批发销量分别较去年同期上升 11%、6% 和 15.2%，前四周日均批发量同比增长 0.8%。根据乘联会判断，4 月汽车零售预计同比增长 -6%，比较此前 1 月零售同比增速 -20%、2 月增速 -80%、3 月增速 -40%，4 月的零售体现出中国车市的 V 型反转态势已经基本确定；而 V 型反转的原因主要是产销恢复、疫情长尾效应下因出行安全考虑刚性购车需求和换车需求释放、国家和部分地方促进消费的政策出台落地推动观望消费群体需求释放。

图 16：周度数据显示乘用车零售销量在 4 月第二周出现回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

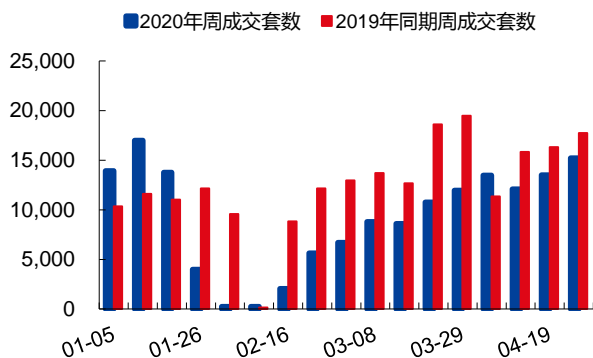
图 17：周度数据显示乘用车批发销量在 4 月第二周出现回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

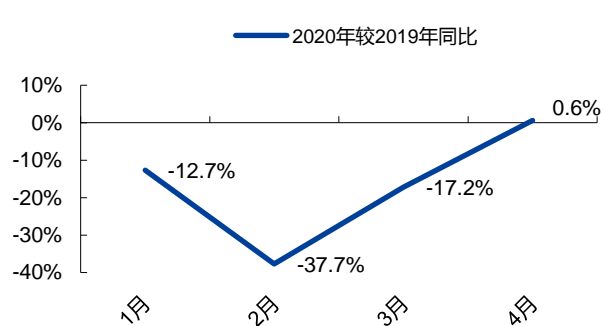
其次，房地产销售 4 月明显回暖，百强房企销售额已经回到去年同期水平。4 月城市房地产市场快速转暖；其中，十大城市周平均成交套数环比增长超过 40%，30 大中城市周平均成交套数环比增长约 5 成；十大城市和 30 大中城市 4 月成交套数分别较去年同期下滑 11% 和 18%，4 月降幅较 3 月降幅分别收窄 28 和 27 个百分点。从房地产企业分类来看，龙头房企销售恢复更快并在 4 月回归正常水平，根据克而瑞研究中心发布的数据，2020 年 4 月，TOP100 房企单月实现全口径销售金额 9002.3 亿元，较 3 月环比上升 17.2%，较去年 4 月同比基本持平。

图 18：十大城市周成交套数在 4 月有明显回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 19：百强房企全口径销售规模 4 月同比转正



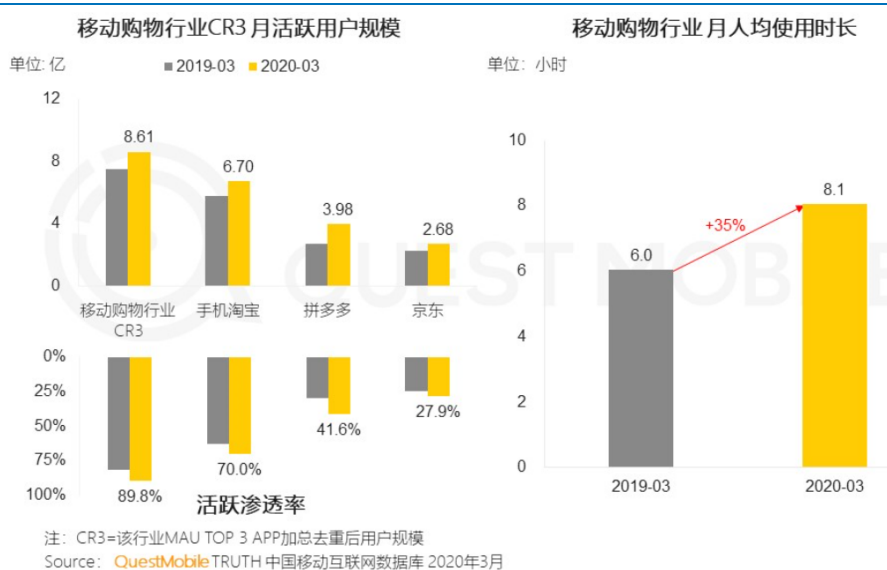
资料来源：CRIC，华金证券研究所

第三，堂食受限下餐饮需求复苏可能相对较慢。根据工商联经济部部长在会上的介绍，“餐饮行业主要是靠人聚集，特别是堂食，靠人集聚才可能真正的把餐饮做起来；目前餐饮企业复工

复工复产的情况，根据我们的调查现在约 50% 以上，疫情得到控制以后，复业比例在慢慢提高”。而根据 3-4 月广东省消委会工作人员以调查员和消费者的身份到广州 107 家餐饮店、美容美发店、商场及超市三类消费场所进行的实地体察结果来看，1) 餐饮店消费经营恢复进度稍慢，六成多体察员反馈“部分恢复中”；比较而言，美容美发店近六成体察员反馈“基本恢复”；2) 约有 75% 的餐饮店实行了隔桌就餐或加大就餐距离，疫情常规防控下堂食规模暂时依旧受限。

**第四，网络零售消费恢复到疫情前水平。**从 QuestMobile 发布的行业报告，一季度移动购物行业的活跃用户规模和人均使用时长同比均有明显增长，网络零售的使用率显著提升。4 月 25 日，根据邮政局市场监管司副司长介绍，“目前快递业每天快递量已超过 2 亿件，基本恢复到疫情前的正常水平”。推测来看，基于电子商务与快递物流的发展是紧密联系的，快递量的恢复或代表我国网络零售也回到了疫情前正常水平。

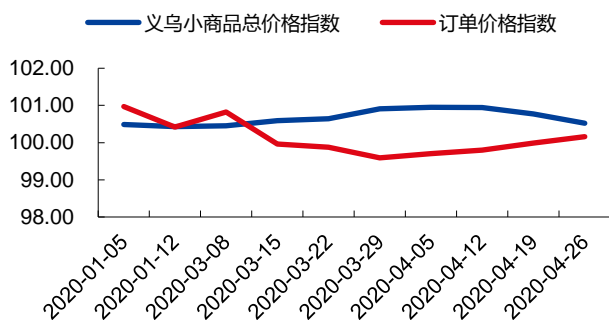
图 20：移动购物活跃度较去年同期明显提升



资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

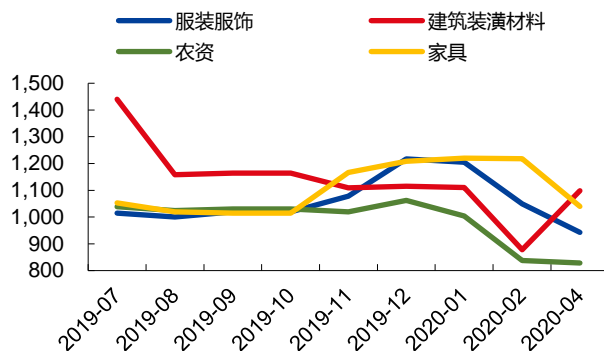
**第五，国内商品需求可能正处于弱复苏阶段，不同商品需求复苏力度有所分化。**从义乌小商品指数来看，义乌小商品总价格指数周度数据和订单价格指数周度数据呈现反方向变化，总价格指数 4 月中下旬略有下降而订单指数略有上升；我们倾向于认为当前商品需求可能正处于弱复苏阶段，因此总体并不旺盛的需求压制了当期商品价格走高，但预期需求逐渐复苏又同时推动订单价格缓慢回升。同时，假设观察临沂商城不同商品的发展景气指数，以服装服饰、建筑装潢材料、农资、家具等品类商品为代表举例，4 月来看，商品需求复苏呈现分化，建筑装潢材料景气提升、农资景气持平、而服装服饰、家具等景气继续下降。

图 21：义乌总价格指数 4 月中旬有所下降



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 22：不同商品景气指数变化方向不一（临沂商城发展景气指数）

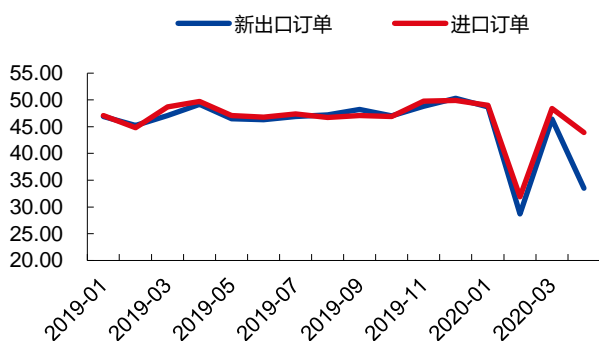


资料来源：Wind，华金证券研究所

## （五）出口不确定性较大，二季度展望不太乐观

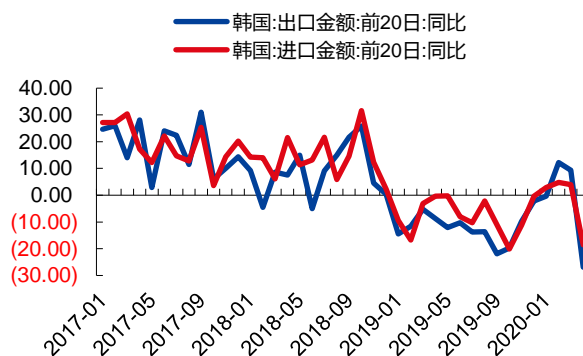
根据当前披露信息和高频数据显示，4 月及二季度出口展望来看可能不太乐观。首先，根据工信部在新闻发布会上的介绍，3 月中旬以来外贸退单以及弃货拒收现象增多，订单问题显现，企业生产经营压力加大，工业经济运行仍面临较大挑战。其次，根据统计局发布的 4 月 PMI 数据显示，新出口订单指数和进口订单指数继续处于荣枯线之下，且出现环比较大幅度回落；其中，新出口订单指数回落 12.9 个百分点至 33.5%、进口指数回落 4.5 个百分点至 43.9%。第三，根据我国重要的贸易伙伴韩国披露的 4 月前 20 日进出口贸易数据，4 月出口和进口同比分别下滑 26.9% 和 18.6%，进出口贸易大幅萎缩。第四，根据出口集装箱运价指数和进口干散货运价指数，4 月进出口运价指数还在继续下行，或显示进出口贸易依旧较为低迷；其中，4 月进口运价指数较 3 月末下跌超过 8%，出口运价指数较 3 月末下跌 3%。

图 23：PMI 进出口订单指数环比明显回落



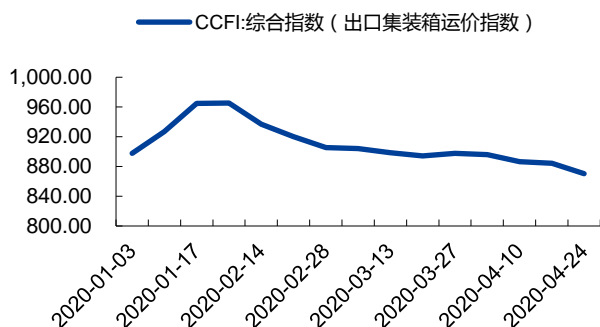
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 24：韩国前 20 日进出口同比数据 4 月大幅下滑



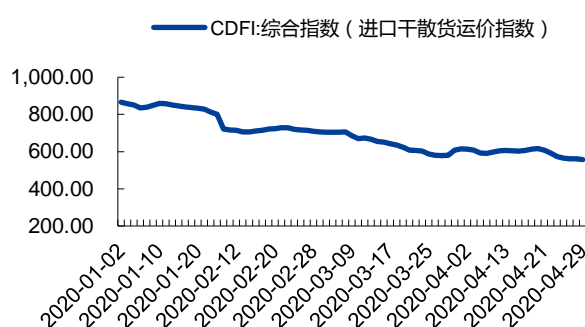
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 25：我国出口集装箱运价指数持续走低



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 26：我国进口干散货运价指数持续走低



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、自下而上展望二季度：行业 Q2 景气度观察

根据已经披露的 522 家上市公司 2020 年上半年业绩预告，其中，有披露 2020H1 净利润区间的上市公司共有 167 家；根据计算，二季度净利润下限为正值的共有 105 家，依旧有 61 家上市公司二季度净利润下限预计为负值。因此，可能来说，对于某些板块，疫情对于业绩的影响可能并不仅仅只限于一个季度周期内。我们汇总了各行业小组通过分析和调研得到的二季度疫情冲击的判断，试图从自下而上的方式，勾画出国内二季度经济的大致面貌。总体来看，根据我们统计的 15 个大类行业，多数行业 Q2 环比改善；但同时有煤炭、电子、纺织制造等 Q2 展望可能尚不乐观，其中，主要的冲击原因大都是海外需求不确定。可能来说，和我们此前自上而下分析相印证的，外需将是二季度经济最为重要的扰动因子。

表 2：行业 Q2 前瞻性判断

行业	行业判断
煤炭	以 4 月份的煤炭价格估算 2020 年 2 季度的煤价，动力煤坑口价格同比、环比分别下跌 6.38% 和 6.21%，焦煤产地价格同比、环比下降 4.92% 和 3.10%。以此测算，预计 Q2 环比下滑 10-20%
机械	行业分化，工程机械和电力巡检 Q2 回归增长；扫地机器人 Q2 难复苏、激光器 Q2 继续受疫情影响、工业机器人板块 Q2 分化
化工	Q2 整体业绩很难快速恢复，但受益疫情的防疫材料 Q2 或继续高景气
电子	疫情对于业绩的影响 Q1 并未完全体现，预期 Q2 将会更加显著
通信	无线主设备 Q2/Q3 交付有望加速、光模块光器件 Q2 有望继续向好、PCB 产品 Q2 产品结构有望随 5G 建设进一步改善、无线射频 Q2 分化继续
计算机	智慧医疗、云计算、金融科技、智能驾驶等子行业需求上升
新能源	Q2 环比改善；光伏 Q2 再现 630 抢装、风电 Q2 抢装逻辑未变、新能源汽车 Q2 销量环比有望改善
农业	生猪板块 Q2 业绩有望呈现“环比明显趋好、同比大幅增长”趋势、禽业板块 Q2 业绩可能呈现“环比有所改善、同比压力仍存”趋势、饲料动保 Q2 业绩有望呈现同比和环比均向好的趋势、杂交玉米种业 Q2 有望进一步趋好、国内制糖行业 Q2 仍将承压
食品饮料	高端白酒、调味品全年业绩确定性较高，乳品 Q2 环比改善可期
医药生物	抗疫品种部分 Q2 仍有出口需求，非疫品种 Q2 逐步恢复
纺织服装	预计国内整体客流逐步好转，海外疫情影响纺织制造订单
轻工制造	Q2 业绩或迎来好转

行业	行业判断
国防军工	疫情影响不大，军品需求相对稳定；预计 2020 年核心军工资产板块将继续保持稳定增长，收入增速区间在 10%-25%，净利润增速区间在 20%-35%。
券商	预计上半年业绩与去年同期大致相当；受益于 2019Q2 低基数，上市券商 2020Q2 单季度净利润平均同比增幅可达 40%左右
保险	Q2 边际改善确定性较强

资料来源：华金证券研究所

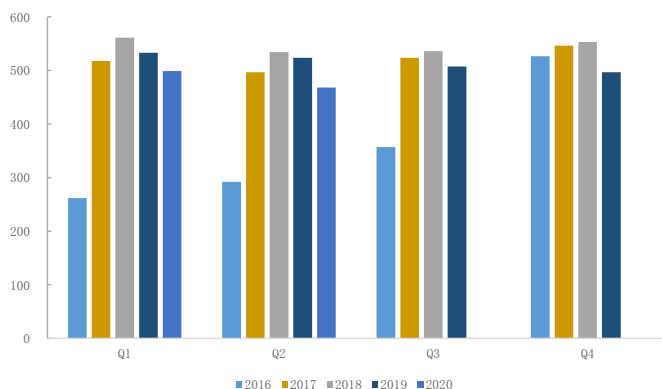
## （一）煤炭：Q2 环比下滑

### ➤ 预计中期板块业绩同比下滑 20-30%，Q2 环比下滑 10-20%

以 4 月份的煤炭价格估算 2020 年 2 季度的煤价，动力煤坑口价格同比、环比分别下跌 6.38% 和 6.21%，焦煤产地价格同比、环比下降 4.92% 和 3.10%。

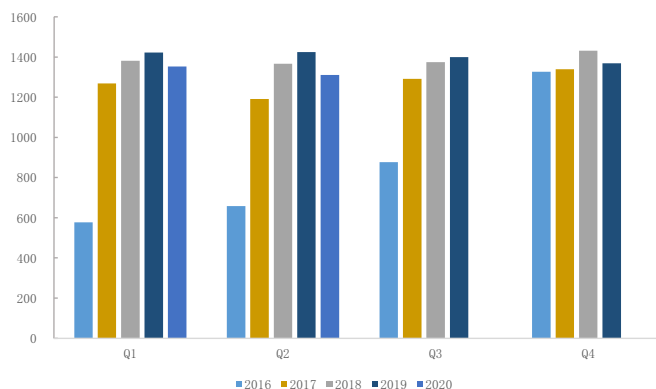
按照目前价格维持平稳直至 6 月的假设测算，2020 年上半年，动力煤均价同比下降 9.04%，焦煤价格同比下降 6.53%。预计动力煤公司业绩同比下降 30% 左右，焦煤公司同比下降 25% 左右。

图 27：2016-20 年 Q2 动力煤产地价格 单位：元/吨



资料来源：wind，华金证券研究所

图 28：2016-20 年 Q2 焦煤产地价格 单位：元/吨



资料来源：wind，华金证券研究所

表 3：产地煤炭价格均价及涨幅 单位：元/吨

	2019Q1	2019Q2	2020Q1	2020Q2	Q2 同比	Q2 环比	2019H1	2020H1	半年同比
动力煤	524	533	468	499	-6.38%	-6.21%	531	483	-9.04%
焦煤	1425	1423	1311	1353	-4.92%	-3.10%	1425	1332	-6.53%
喷吹煤	1026	1047	747	873	-16.62%	-14.43%	1051	810	-22.93%
无烟煤	1001	1043	825	879	-15.72%	-6.14%	1040	852	-18.08%

资料来源：wind，华金证券研究所

## （二）机械：行业分化，工程机械和电力巡检 Q2 回归增长

### ➤ 工程机械第二季度回归增长



2019 年第四季度，七家工程机械公司实现营业收入 516.86 亿元，同比增长 32.02%。实现归母净利润 38.51 亿元，同比增长 46.64%。2020 年第一季度受疫情影响明显，实现营业收入 462.56 亿，同比下滑 9.74%，实现归母净利润 40.99 亿元，同比下滑 29.36%。全球疫情对经济带来的影响不确定情形下，宏观逆周期调控不会放松。为工程机械行业需求提供保障。工程机械行业上半年增长无忧，第二季度重回增长态势。

#### ➤ 扫地机器人第二季度难复苏，电力巡检机器人回归增长

服务机器人上市公司较少，上市时间较短，我们选取了扫地机器人标的科沃斯和电力巡检机器人亿嘉和。2019 年第四季度实现营业收入 22.21 亿，同比增长 2.52%，实现归母净利润 1.52 亿，同比下滑 48%。2020 年第一季度实现营业收入 11.07 亿，同比下滑 18.11%，实现归母净利润 0.75 亿，同比下滑 29.11%。由于扫地机器人直接面向终端消费者，疫情带来的消费低迷还没有出现拐点，科沃斯业绩仍处于探底过程中。而亿嘉和终端需求是电网系统，确定性较高。大概率第二季度会重归增长。

#### ➤ 工业机器人板块出现分化

2019 年第四季度实现营业收入 37.79 亿，同比增长 9.73%，实现归母净利润 2.58 亿，同比下滑 29.6%。2020 年第一季度实现营业收入 25.31 亿，同比下滑 10.37%，实现归母净利润 3.79 亿，同比增长 16.14%。2020 年第一季度收入下滑，但净利润实现增长，主要原因有：第一，行业毛利率有所提升。第二，收入占比较大的机器人、埃斯顿经营不理想，而博实股份、拓斯达等下游较为景气的公司收入净利润均出现较快增长。展望第二季度，我们认为博实股份、拓斯达等下游较为景气或者依托大客户的公司仍将保持稳定增长。其他下游较为分散的公司难有起色。

#### ➤ 激光器行业二季度看不到拐点

激光器行业只有两家公司，锐科激光和杰普特。且两家公司上市时间都比较晚，历史数据有限。2019 年第四季度，行业实现营业收入 7.29 亿，实现归母净利润 0.53 亿，2020 年第一季度实现营业收入 2.29 亿，归母净利润 0.18 亿元，均大幅下滑。展望 2020 年第二季度，由于激光器下游的激光加工设备主要运用于汽车、3C 等领域，与制造业资本开支相关，疫情导致的经济不确定会持续影响制造业资本开支，行业拐点还没有到来。

### （三）化工：Q2 整体业绩很难快速恢复，但受益疫情的防疫材料 Q2 或继续高景气

2020Q1 收入增速最快的子行业有氨纶、涤纶、钛白粉、合成树脂等，利润增速最快的子行业是氨纶、钛白粉、轮胎、食品及饲料添加剂、电子化学品等等。从涨跌幅排名看，涤纶、有机硅、复合肥、电子化学品等靠前。我们细究其中的个股，市场表现较好的公司集中在新冠疫情刺激的需求、电子化学品、军工转型等新兴需求，其中新冠疫情刺激的个股表现最好。由于新冠疫情打击了电子半导体需求和订单，因此真正受益的仍然是防疫物资带来的新增需求。其他需求较好的是春耕旺季的复合肥、农药板块，但更多的是季节性因素。大部分子行业仍然是下跌为主。



考虑到疫情治疗和防治还有待进一步验证,预计疫情影响时间可能会持续到二季度,甚至影响到 3、4 季度。另外,疫情影响下,全球贸易也受到较大的影响,因此整体看行业需求恢复需求时间可能较长。另外,考虑到成本因素,疫情影响了一季度的订单执行,随着 3-4 月份复工率的提高,订单执行推移到 Q2,但成本因为滞后,价差缩窄,预计 Q2 才能完全消化这些高价的库存。因此,我们预计 Q2 的业绩也难言快速恢复。

但对于其中的防疫用品材料,在疫情超预期的全球爆发影响下,相关防疫产品的原料供应商受益部分产品涨价影响,业绩有望在 Q2 爆发。如口罩、防护服之类的原料供应商,价差在 3 月份后开始扩大,预计疫情影响至少到 Q2,甚至到下半年,中国作为全球防疫最好的国家,防疫物资有望大部分由国内生产输出到全球,成为疫情受益标的。

#### (四) 电子: Q2 疫情影响更为显著

对于第二季度的展望,我们**维持谨慎**的态度,关注风险:

国内疫情基本得到控制,产业链逐步恢复正常,而海外的情况不容乐观,二季度需求不确定性仍然较大,库存高水位和需求下降预期使得产业链进入相对停滞状态。目前 246 家申万电子行业公司中仅有 31 家公司披露了对于上半年业绩的预期,披露率 12.6%,产业链公司对于二季度业绩不确定性的态度较为明显。其中,披露上半年业绩预增或续盈、扭亏的公司为 12 家,占比 38.7%,披露预减、首亏或续亏的公司为 10 家,占比 32.3%,另有 9 家公司披露为不确定,占比 29.0%。

表 4: 2020 年上半年业绩预期汇总

	披露业绩个股	预增/续盈/扭亏	预减/预亏	不确定
数量	31	12	10	9
占比	12.6% (总 246 只)	38.7%	32.3%	29.0%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

上述数据展示了企业对于上半年预期存在较大不确定性,行业市场面临宏观环境下行和外部冲击持续增加的不利局面,由此带来公司难以实施应对策略。

根据第一季度披露的财务数据以及同行业交流的情况来看,我们认为行业各个板块面临的挑战主要表现为:

(1) 消费电子: i) 智能手机出货量预期出现较为明显的下调,包括苹果和国内安卓阵营的几大品牌厂商,主要受海外市场终端需求下滑的影响,我们预计全年智能手机整体出货量降幅超过 10%; ii) 笔记本电脑由于疫情催生的远程办公等需求使得旺季提前,目前以及未来一个季度需求较好,但持续性较弱; iii) 可穿戴设备以 AirPods 产品为主要的的需求仍然较为旺盛,整体出货量没有下调预期,而低端可穿戴产品受影响较大。

(2) 半导体: 二季度预期显著疲软,代工厂和封测厂订单能见度低,市场需求和库存管理趋于谨慎,仅有台积电高端制程保持满载,中芯国际受益于华为转单产能利用率相对较好。由于国内新基建在春节过后加码推进,服务器和通信类订单在 Q1 和 Q2 保持增长,但是由于供应链不通畅,实际出货受到影响。

(3) 面板显示：2020 年体育赛事等重要驱动因素因为疫情延期，海外市场需求受到较为严重的影响，Q2 订单能见度低，产能利用率有所下降，预计未来一个季度行业再次进入供过于求的不均衡局面，产品价格再次下行。

对于未来的预期，我们按照“长-中-短”三个时间维度进行判断：1) 长期看积极，5G 结合 AI 的大趋势带来对生活方式的改变是核心驱动力，短期的外部因素扰动不会改变长期趋势；2) 中期看中性，进入下半年后疫情是否能够得到控制，终端需求能否正常恢复仍然存在不确定性，Q3 的恢复预期成为较为关键的决定因素；3) 短期看谨慎，疫情对于 Q2 的影响使得各个子版块普遍受到影响，并且仍处在风险持续释放的过程中，终端需求的下调较为明显。

从行业市场的走势来看，2019 年初至今的行业指数持续反弹一方面是对 2018 年大幅下跌后的估值修复，另一方面则是进入 2019 年第三季度业绩面的改善带来的预期提升进而推高了估值水平，以及对于国产化替代等因素的情绪面加持。目前我们认为行业整体估值水平仍处于相对较高位置，疫情对于业绩的影响 Q1 并未完全体现，从行业交流的情况看，我们预期 Q2 将会更加显著。因此，投资建议方面，我们对于行业中报发布前保持审慎对待、关注风险的建议，维持行业评级为“落后大市-A”，选择目前预期影响较小的板块，和上半年业绩可以把握的个股，综合考虑估值后进行投资选择。

## (五) 通信：通信设备、光模块、PCB 等 Q2 继续向好

### ➤ 通信设备：无线主设备 Q2/Q3 交付有望加速

通信设备板块 20 年 Q1 整体营业收入同比下降 10.44%，净利润下降 54.7%。设备商在 Q1 订单交付和收入确认上受疫情影响较大。对无线网，考虑到运营商 5G 无线设备集采已经落地，中国厂商已占据国内市场绝对优势，其中中兴通讯在份额上相比 4G 及 5G 一期均有较大提升，预计中兴通讯的订单交付也有望随着国内 5G 建设在 Q2Q3 的加速而加速。对传输网，5G SA 独立组网要求带动运营商 20 年传输网投资结束两年下滑，但较大增量在中国移动，相对无线网弹性稍弱。

### ➤ 光模块光器件：Q2 有望继续向好，建议关注湖北企业弹性

整体行业 Q1 业绩靓丽，疫情对湖北地区光通信企业影响很大。身处疫区，几家武汉光通信厂商 Q1 业绩受到极大影响，其中光迅科技营收和净利润增速分别下降 39.8%和-123%，华工科技营收和净利润分别下降 34.4%和 115.4%。非疫区的光模块光器件企业则在 Q1 迎来较大业绩弹性，除太辰光因海外业务占比过大，Q1 受产能削减及海外工程实施受阻影响，业绩下滑外，其余光通信器件厂商均收入较大增长。我们认为这与光模块处于产业上游，订单往往在设备订单一个月以前，同时 Q1 国内疫情拉动流量增长，国内互联网厂商追加网络投资有关。

光模块的景气度有望在 Q2 延续，湖北企业的弹性需要关注。到了 Q2，国内 5G 建设加速，且流量驱动带宽提升的节奏可能加快，因此，行业有望延续 Q1 的高景气度。预计全年国内前传光模块需求量在 1000 万只左右，而中兴华为在 19 年底已完成光模块 20 年半年标招标。随着湖北地区风险等级的降低，相关厂商在 1 季度末基本复工复产，其在一季度堆积的订单有望在二季度交付确认，弹性确定性强。

中长期看光模块行业，一方面是 5G+数通的需求共振，另一方面格局也将发生很大变化，国内企业机遇大。从需求看，5G 建设+数据中心 100G 扩容 400G 演进市场是光模块行业中长期发展驱动力。从格局看，400G 国内厂商市场份额有望进一步领先，而疫情有望催化这个过程。在成本控制方面更具有优势，400G 前期，旭创份额领先，国内新易盛、剑桥科技、光迅科技都在突破认证。而国内疫情率先控制，光模块生产率先恢复，预计国内企业将有望借此进一步抢夺市场份额。

#### ➤ 无线射频：5G 格局生变，Q2 分化继续

A 股产业链有滤波器、天线、馈线等，2020Q1 无线射频板块公司实现整体营收和净利润增速分别为 -19.5%、-111.5%。一方面是疫情的影响，一方面是 5G 供应格局的变化。5G AAU 将天线和 RRU 融合，天线的采购方从运营商变为设备商，设备商自制天线或找代工，原来 4G 天线厂商的份额将进一步向与设备商绑定的公司集中。目前阶段，主流设备厂商天线基本自制，待自制稳定后，主流设备厂商将交与天线整机厂家供应，彼时相关整机厂商或迎来机遇。但对滤波器、天线振子等直接供应设备商的上游器件，由于无线侧还是 20 年运营商的投资重点，Q2 迎来业绩改善概率较大。

#### ➤ PCB：Q2 产品结构有望随 5G 建设进一步改善

20Q1 PCB 板块营收和净利润分别同比增长 4.94%和 33.66%，成为通信板块中少数增长的子板块。剔除超华科技，大部分 PCB 厂商均实现净利润增速高于营收增速。除鹏鼎控股下游以消费电子为主，几家通信应用为主的 PCB 公司均在收入和净利双位数增长。主要因由于下游通信需求较旺，整体复工较早，生产受疫情影响相对有限，而产品结构因 5G 产品占比的提升而改善，带动毛利率提升。随着 Q2 5G 产品发货将加速，我们认为龙头公司的产品结构将迎来进一步改善，同时关注新产能的释放节奏。

## （六）计算机：智慧医疗、云计算、金融科技、智能驾驶等子行业需求上升

由于疫情影响，全球贸易大幅萎缩，我国 Q1GDP 增速下滑 6.8%，3 月份后，各行各业陆续进入复工期，但疫情并没有根除，人们的行为习惯不得不发生转变。由于全民线上业务大普及，又反映出 ICT 基础设施建设的不足，因此为了顺利完成我国经济数字化转型，新基建在今年大规模启动，其中以 5G 为代表的新基建是重点，对应计算机软硬件的需求扩张。而 5G 网络设施的建设完成，必将带来更多的应用场景，如智慧医疗、直播带货、智能驾驶，以及工业互联网、大数据、人工智能、金融科技的需求将明显上升。

#### ➤ 智慧医疗：2020 年有望开启新一轮医疗信息化建设高潮

智慧医疗受疫情刺激，整体板块自 2020 年初以来，在计算机行业中涨幅第一。我国医疗资源本就紧张，疫情加剧了供需紧张的格局。2020 年 Q1 收入 73.61 亿元，收入回落 7.02%；2019 年收入为 421.6 亿元，增长 8.21%。随着青海省医保信息平台招标项目公布，百亿元的医保信息化市场被打开，其中卫宁健康、创业慧康、东软集团等中标，2020 年有望开启新一轮的医疗信息化建设高潮。

➤ **云计算：新兴技术中最确定、最基础的环节**

云计算是新兴技术中最确定的、最基础的环节，新兴的应用大部分都是基于云计算开展的，云计算的大规模推广，还需要云计算的基础设施建设的完善。疫情的全面爆发，让人们不得不进行线上业务体验，如云办公、云教育、云金融、云购物等，而这些应用都不开云计算的支撑，这就需要云计算的软硬件配套和完善，云巨头扩大资本开支增加云服务器规模和宽带资源，进行系统升级换代，以获得更高的服务效率；云服务公司为企业上云提供服务和软硬件系统等。

2019 年云计算板块收入为 3478.35 亿元，增长 8.81%；2020 年 Q1 收入为 628.35 亿元，同比下降 12.66%。Q1 收入下滑主要是疫情影响。当前，云计算作为我国新基建的重要环节，也是新兴产业快速发展的基石，随着建设高峰期的到来，整个产业链有望充分受益。

➤ **金融科技：金融机构为取得竞争优势的必选项**

2019 年金融科技板块收入为 1408.89 亿元，增长 9.18%；2020 年 Q1 收入为 279.46 亿元，同比略下滑 0.75%。其中 Q1 收入主要受疫情影响。但预收款占比例却持续上升，2019 年为 9.49%，2020 年 Q1 为 45.84%，显示出行业订单充足，金额为 128.11 亿元，相比 2019 年末 133.72 亿元略有下滑，但处于 2008 年来的高位。高研发投入保持稳增长状态，2019 年增速为 22.29%，高于收入增速；研发占收入比例整体保持在 8-9%之间，并稳步提高。我国金融行业对外服务加快，监管更加严厉和完善，而且，我国的金融机构实力在全球也排在前列，具有对外输出的能力，如果要取得全球竞争优势，金融科技是必选项。

➤ **智能驾驶：2020 年有望实现较快增长**

智能驾驶是 5G 应用的一个很重要的场景，巨大的汽车需求量和保有量，为智能驾驶带来巨大的潜在需求。2019 年智能驾驶板块收入 443.64 亿元，+38.33%；2020 年 Q1 收入 72.46 亿元，+4.08%。其中 Q1 收入增速下降，主要是受疫情影响，但预收款却维持高速增长，反应出需求旺盛。2020 年 Q1 预收款增长 192.31%；2019 年增速为 75.43%，高于 2018 年的 17.72%。我们预计该板块今年有望获得较快的增长，并有望成为计算机板块增速最好的板块之一。

## （七）新能源：Q2 有望环比改善

➤ **新能源发电 Q2 展望：光伏 Q2 再现 630 抢装，风电 Q2 抢装逻辑未变**

光伏 Q2 再现 630 抢装，下半年欧美市场有望恢复：根据 2019 年竞价项目并网要求，二季度有望再现 630 抢装，新增装机有望达到 7~9GW，环比增长 100%-150%。3 月以来海外疫情爆发，二季度海外需求或将下滑 30%-50%左右，因此判断二季度全球总体新增装同比仍有一定的下滑，光伏产品价格目前处于下降通道（电池片或见底反弹），二季度光伏产业链整体利润同比将出现下降。展望下半年，随着今年新一批的光伏平价、竞价项目指标在二季度落地，国内下半年需求进一步上升，海外疫情或者下半年有改善，全球光伏整体需求预计在三季度开始回升。我们预计今年国内光伏新增装机约 40~45GW，海外新增装机约 70~80GW，全球新增装机基本与去年持平。



风电抢装逻辑不变，Q2 装机并网有望达 7~10GW：根据中电联数据，一季度风电投资规模达到 281 亿元，同比增长 186%，2020 年国内最强风电抢装年逻辑不变。随着 3 月国内疫情缓解，交通运输开始恢复，风电上下游产能逐渐恢复至满产，预计二季度风电装机量将大幅提升至 7~10GW，环比增长 190%-300%，预计全年风电装机有望达到 35GW，同比增长 36%左右。

➤ **新能源汽车 Q2 展望：新能源汽车支持政策频出，Q2 销量环比有望改善**

国家及各地政府近期出台了多项支持新能源车产业发展政策，包括延长补贴政策（国补和深圳地补相继落地）、支持充电桩建设（包括补贴电费）、鼓励存量燃油车转新能源等多项内容，有望在二季度提振新能源汽车产销量。我们预计我国新能源汽车二季度销量 25-30 万辆（月均 8-10 万辆）环比增长 120%-160%，下半年开始实现同比增长，全年国内新能源车产销量有望达 120-140 万辆。特斯拉 Model 3 标准续航升级版五一期间降价至 30 万元以内，销量有望持续超预期，国内产销量或超 15 万辆。

## （八）农业：猪、禽、饲料动保、种业等子行业 Q2 环比改善

➤ **生猪板块 Q2 业绩有望呈现“环比明显趋好、同比大幅增长”趋势**

展望 2 季度，虽然我国能繁母猪存栏量环比处于上行趋势，但是由于我国生猪产业仍存在较大的供给缺口，加上母猪存栏恢复以及产能释放均需要较长时间，因此我们预计国内生猪价格有望在 2 季度维持高位。与此同时，对于不少养殖企业而言，由于季节性因素和留种等原因，从 2020 年全年的角度来看，1 季度为全年出栏量的低点，后续有望呈现逐渐回升的态势。由于 2019 年上半年猪价整体仍处于较低位置，生猪养殖板块 2020 年上半年业绩的同比基数仍然相对较低，因此生猪板块 2020 年 Q2 业绩有望呈现“环比明显趋好、同比大幅增长”的趋势。

➤ **禽业板块 Q2 业绩可能呈现“环比有所改善、同比压力仍存”趋势**

展望 2 季度，从环比的角度，在活禽交易逐渐恢复、工厂陆续复工、学校开始复课、猪价高位运行等多因素作用下，我们预计禽业养殖板块 Q2 的业绩环比 Q1 将有所改善。但同时，由于禽业高产能的持续释放，禽业板块上半年的同比压力仍较大。总体而言，我们预计禽业板块 Q2 业绩可能会呈现出“环比有所改善、同比压力仍存”的趋势。

➤ **饲料动保 Q2 业绩有望呈现同比和环比均向好的趋势**

展望 2 季度，在生猪产能逐渐恢复和高猪价的带动下，猪饲料后续有望走出“量利齐升”的趋势，销量和毛利率均会有明显改善。禽料则在禽业养殖高产能的驱动下，预计仍有一定增长，但增长的边际空间趋于减弱。水产料在下游水产养殖行业触底回升的带动下，2020 年全年有望开启回升周期。水产养殖和水产饲料在 2 季度的利好因素包括：餐饮逐渐复业、水产饲料销售旺季、休渔期开启支撑水产品价格回升等。我们预计饲料动保板块 Q2 有望呈现出同比和环比均进一步向好的趋势。

受到养殖行业恢复、饲料需求回升以及库销比回落等因素影响，年初以来玉米和大豆价格均出现不同程度的上涨。展望上半年乃至全年，玉米和大豆价格均具备上行的基本面支撑。在养殖业高景气的驱动下，预计饲料行业今年具备良好的成本转嫁能力。

➤ **杂交玉米种业 Q2 有望进一步趋好**

种子行业 1 季度业绩整体表现平平，内部分化较大，玉米种子品种明显优于水稻种子品种。展望 2 季度，预计杂交水稻种子行业仍处于供给过剩状态，杂交玉米种行业基本面有望进一步趋好。

➤ **预计国内制糖行业 2020 年 Q2 仍将承压**

年初以来，对于制糖行业而言，最大的“黑天鹅”就是国际原油价格大跌。原油价格大跌拖累了燃料乙醇行业，从而使得巴西等食糖主产国 2020/21 榨季甘蔗产量在食糖加工和乙醇加工的分配比例发生较大变化。根据 USDA 预测，预计巴西 2020/21 榨季用于食压榨的甘蔗产量比例从前一年度的 35% 大幅提升至 46%，食糖出口量预计从 2019/20 的 19.3 百万吨大幅增长至 28.85 百万吨，从而给国际糖市带来一定压力。展望 2 季度，国际糖市的供给压力可能会通过进口渠道进一步向国内传导，预计国内制糖行业 2020 年上半年将承压。

## （九）食品饮料：高端白酒、调味品全年业绩确定性较高，乳品 Q2 环比改善可期

**重点关注有望迎来边际改善细分板块。**

（1）白酒方面。高端白酒由于自身的送礼需求以及供不应求的状态以及提前备货的特性，受疫情影响较小；动销从 3 月下旬开始逐步恢复，茅台渠道完成了 6 月打款，五粮液通过一系列的经销商扶持措施积极应对影响，批价已经企稳回升，因此我们预计高端白酒终端恢复相对更快，全年业绩确定性高；次高端白酒更多是以走亲访友、宴席为消费场景，疫情直接影响了需求；Q2 随着各地提振内需的政策频出，需求有望逐步改善，而且餐饮端在逐步恢复当中，部分区域逐步在恢复婚宴市场等，宴席、婚庆的补偿性消费也将逐步恢复；但同时我们认为出现全面报复性消费的可能性概率小，因此对于次高端白酒的恢复也要适当降低预期，优选次高端里优势根据地更加稳固的品种，业绩弹性更大。

（2）乳品方面。由于高端乳品春节礼赠需求被弱化，新鲜度的管理导致终端促销压力大，Q1 承压明显。Q2 伴随社会全面复工、学校逐步复课，未来需求会逐步恢复，同时疫情引起社会各界倡导健康饮食，高端白奶需求有望持续保持高景气，从而带动乳品企业环比不断增长。根据此前的草根调研，Q2 伴随渠道通路的打开，行业动销基本从 3 月开始恢复，截止 4 月底消费力可达到正常水平的 80-90%。预计 6 月底前整个行业的消费力可以全面恢复。4-5 月将以继续消化库存为主，但促销压力减轻。我们认为乳品的风险在 Q1 已基本释放，Q2 环比改善可期。

（3）其它板块方面，宅需品的收入将延续增长，费用投放逐步回归正常，建议优先关注休闲食品行业；同时随着餐饮端的逐步恢复，B 端占比较大的产品收入承压的因素将减弱，建议优先关注完成全年业绩确定性更高的调味品行业。

## （十）医药生物：抗疫品种部分 Q2 仍有出口需求，非疫品种 Q2 逐步恢复



(1) 原料药: Q2 预计原料药价格仍会呈现上涨的趋势, 预计价格在 Q3 前期开始回落, 建议关注原料药出口企业。

(2) 化学制剂: Q2 疫情相关药品预计增长速度将回落, Q1 受影响的门诊、手术用药将恢复正常增长, 慢性病、抗肿瘤药物预计将保持原先的增长态势。

(3) 生物制品: 血制品预计全年采浆量持平或略下滑, 海外疫情导致进口白蛋白供给收缩, 预计全年血制品供给紧张, 下半年涨价可能性较大。Q2 疫苗补接种需求开始集中释放, 二季度疫苗公司业绩有望大幅增长。预计冬季像流感疫苗、13 价肺炎、23 价肺炎等呼吸系统疫苗的接种意愿会有明显增加。

(4) 中药: Q2 非疫中药品种的需求将逐步恢复正常, 疫情品种的增速将明显放缓。但中药板块持续受到较大政策压力。

(5) 医药商业: 流通企业 Q2 业务恢复正常, 疫情对行业集中度提升有推动作用。零售药店 Q1 维持较高增速, O2O 模式为药店带来显著客流, 长期看药店有望借此绑定大量慢病客流, 预计板块全年仍将维持目前的较高增速水平。

(6) 医疗器械: 板块分化较大, IVD 板块新冠肺炎试剂盒等预计 Q2 出口业务仍有较大增长, 其他疫情无关品种预计 Q2 恢复增长; 耗材方面 Q2 高值耗材将恢复增长, 低值防护用耗材仍有较大出口需求。设备方面, Q2 呼吸机等疫情相关设备仍有大量出口需求, 疫情无关设备随着医院陆续开始招标, 业绩将逐渐恢复。

(7) 医疗服务: 医疗机构在 2 月底开始初步复工, 前期积压的刚需就诊需求在 4 月份开始放量, Q2 业绩将逐步恢复; CRO 企业在一季度并未像市场担心的一样受到影响, 保持较快增速; Q2 海外企业停工部分 CRO 订单可能流入国内, 预计高景气度仍将保持。

## (十一) 纺织服装: 预计国内整体客流逐步好转, 海外疫情影响纺织制造订单

### ➤ 4 月消费恢复有所波动, 预计国内消费逐步好转

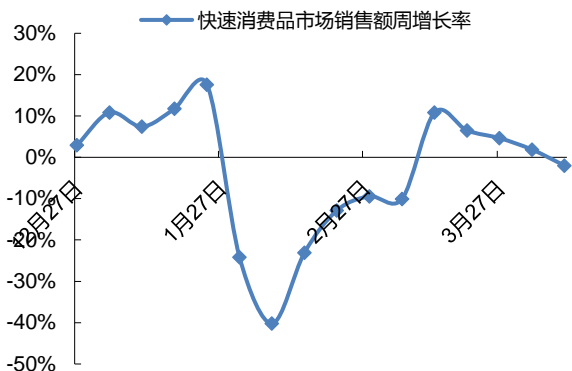
凯度统计的快消品周度数据显示, 国内疫情影响了快速消费品市场, 自春节起的连续 6 周, 快速消费品市场销售额低于农历去年同期。其中春节后的第二周降幅最大, 同比下降达 39%; 3 月 7 日之后的两周, 快消品市场整体增速回暖。

分品类看, 其中消杀类及居家烹饪、速食类产品受疫情期间消费者生活模式变化推动, 取得较好的增长, 增速一度超过 30%; 宠物食品、卫生纸、婴儿奶粉、包装水等生活必需品类整体增速并未受到疫情明显影响; 食用油、牛奶、营养保健品、洗衣粉等可以囤货的或偏可选的品类在春节起的 6 周内受到影响, 但随着库存消耗, 3 月下旬品类增速已现回暖; 另有美妆、洗发水、酒水等可选品类受疫情影响较大, 3 月中旬以来降幅收窄至个位数。可选品类处于恢复期, 典型运动服饰品牌 NIKE 预计 3~5 月 (财年四季度) 大中华区销售额将同比持平, 下一财年恢复增长。

进入4月以来，国内快消品周度增速有所收窄，我们预计增速收窄一方面源于国内疫情受控后，消杀类商品需求降低，另一方面源于部分必需品前期囤货导致阶段性消费量减少。

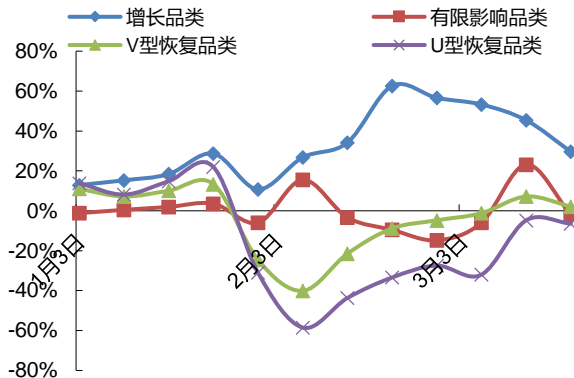
整体来看，我们预计（1）必选品类消费逐步恢复正常，受其他渠道逐步恢复影响，超市渠道二季度消费量或将逐步接近正常水平；（2）受疫情好转推动，国内整体客流逐步好转，4月虽有波动，但整体可选品类消费预计由3月的5~7成恢复至4月的6~8成，可选消费品类复苏趋势延续，表现较好的化妆品、运动服饰等品类增速或将于二季度内率先回暖。

图 29：国内快消品销售额增速表现示意图



资料来源：凯度，《中国快速消费品已复苏？》，华金证券研究所

图 30：四类快消品销售额增速表现示意图



资料来源：凯度，《数据揭示 98 个品类复苏的 4 条路径》，华金证券研究所

注：数据为周度销售额增速，日期对应为周末，即1月3日数据对应截止1月3日的周度增速。增长率基于2019年同期，与农历新年所对应的周一一致。

### ➤ 海外疫情逐步扩散，纺织制造订单受影响

随着海外疫情逐步扩散，纺织制造订单受客户需求影响，3月末以来部分订单存在冻结、削减现象。美国农业部4月9日发布了全球棉花供需预测月报，其中预计中国大陆2019/2020年度棉花消费量约762万吨，较1月预测的838万吨下降了9.1%。另外4月预测的全球棉花消费量约2408万吨，约较1月预测的2618万吨下降8%。棉纺织是纺织制造的重要组成部分，对棉花需求量的降低或意味着纺织制造产量下降。疫情明显影响海外对国内制造的需求，纺织制造企业全年业绩或受部分影响。

### ➤ 疫情影响延续至二季度，上半年业绩或受明显影响

截止目前，SW 纺服、商贸、社服合计11家公司披露了详细的上半年业绩预告，除嘉麟杰外，其余公司净利润均负增长，且降幅预计在50%以上。平均来看，SW 纺服（除嘉麟杰）预计增速约-117%，SW 百货预计增速约-102%，SW 旅游综合预计增速约-228%。疫情大幅影响一季度客流，且二季度客流仍未恢复至正常水平，可选品类及对应渠道营收尚未恢复至常态，预计上半年乃至全年行业业绩将受到明显影响。

## （十二）轻工制造：Q2 业绩或迎来好转

20Q2 行业业绩或迎来好转。一季度疫情爆发以来，轻工行业消费需求推迟或下滑，企业复工晚于往年，物流及服务环节受较大影响，导致各子行业业绩承压。从 Q2 来看，我们认为行业或迎来业绩好转，主要为：

- 1) 国内疫情控制, 企业复工复产, 学校复学, 叠加五一黄金周, Q2 整体消费需求提升;
- 2) Q1 部分消费订单服务、消费环节推迟至 Q2, 收入或将于 Q2 确认;
- 3) 原材料木浆、固废等价格维持低位, 有助于成本端压力释放, 利好相关上市公司盈利能力的提升。其中, 受疫情影响, 预计 2020 年行业集中度或加速向龙头企业集中, 行业龙头企业或在此过程中提升市场份额。

### (十三) 军工: 疫情影响不大, 军品需求相对稳定

2020 年 1 季度, 军工行业收入和利润继续较快速度增长, 2020 年申万国防军工指数收入同比增速为 23%, 净利润同比增速为 234%。在 28 个申万一级行业指数中收入和净利润同比增速排名分别为第 1 位和第 2 位。

我们认为国防军工行业净利润增速高于收入增速的主要原因是: 1、近几年, 国防工业的一系列资产证券化改革和绩效管理措施, 有效的提升了行业的经营效率; 2、新型号陆续定型获得解放军的批量订单。产品结构的变化提升了行业的利润率水平。

尽管 2020 年初的新冠疫情对经济运行造成较大的冲击, 但是军工行业核心资产的军品收入占比较高, 主要客户是政府, 需求相对稳定。因此, 在 A 股市场上, 核心军工资产受疫情影响较小。我们预计 2020 年核心军工资产板块将继续保持稳定增长, 收入增速区间在(10%-25%), 净利润增速区间在(20%-35%)。

### (十四) 券商: 预计上半年业绩与去年同期大致相当

**证券业中长期展望:** 我国社会融资结构中, 间接融资占比较高, 银行体系承担了过高的社会责任; 与此同时, 社会居民家庭财富主要配置在房产, 金融资产占比较低。提升直接融资占比、推行金融体制改革、发挥资本市场在经济转型中的重要作用, 我们坚定看好我国资本市场和证券行业作为投融资中介的广阔前景。我们认为大投行、大资管、财富管理、资本中介均是我国证券行业的发展方向, 我们期待优质券商在激烈竞争中不断提升自身, 依靠核心竞争力做强做大; 我们也期待中小券商在差异化发展的道路上形成不一样的特色。中长期看, 我们认为上市券商提升盈利能力的核心在于提升中介服务能力 and 资产负债表管理能力。

目前, 中信证券的行业龙头地位十分稳固, 我们期待公司真正成为行业头狼; 其他上市券商中, 中金公司、中信建投证券、东方财富证券、第一创业证券等也展现出了差异化发展的特征。

**上市券商 2 季度和中期业绩展望:** 上市券商短期业绩主要受市场波动影响, 尤其投资业务相关收入。假设 2020 年第 2 季度股市二级市场活跃度与 4 月份环境大致相当, 即日均股基交易额 6500 亿元左右、两融余额 11000 亿元左右、万德全 A 指数小幅上涨 5%、中债总全价指数小幅上涨 1%。受益于 Q219 的低基数, 我们预计上市券商 Q220 净利润平均同比增幅可达 40%左右。中期业绩方面, 我们预计上市券商 H120 净利润与上年同期大致相当。

上市券商方面, 中信、华泰 H120 净利润或同比增幅 10%左右; 但海通受海通银行等海外资产的拖累、国泰君安受不再并表上海证券影响, H120 净利润或出现一定幅度下滑。中信建投受

益于较强的投行实力、第一创业受益于强劲的债券市场、红塔证券受益于较强的成本控制能力业绩表现也将较为优异。

## （十五）保险：Q2 边际改善确定性较强

保险行业负债+投资双端承压使得险企杀估值明显。Q120 保险指数收跌 19.87%（跌幅大于万得全 A-6.79%），其中平安收跌 19.06%、太保收跌 25.42%、新华收跌 19.02%、国寿收跌 24.46%，截至 4 月 30 日，四家对应 2020EPEV 分别为平安 1x、太保 0.57x、新华 0.60x、国寿 0.80x，均处于历史低位。保险行业长期向好不变，上市险企将持续受益 1）保费集中度提升；2）投资收益优于同业，投资影响边际钝化。目前正是左侧配置保险股的较佳时点，Q220 边际改善确定性较强，可以说上市险企“四五联动”值得期待。

根据我们测算的开门红承压对全年 NBV 及 EV 影响：

1）历史数据：测算过去 5 年（2015-2019）Q1 NBV 下滑对全年的影响，在 Q1FYP 分别下滑 10%/20%/30%、NBVM 下滑 1/2/3pct 时，NBV 做 9 种情形演绎（3\*3）。可以看出随着开门红策略的逐步淡化，Q1NBV 下滑对全年的影响基本在-10%以内，其中又以平安表现最为优异（NBV 受 Q1 下滑冲击较其他三家低 1pct 以上），太保经营相对稳健（NBV 受 Q1 影响历史波动小），国寿/新华改善明显。

2）展望 2020 年：中性情形下（假设 Q1 FYP-20%、NBVM-2pct），预计对全年 NBV 的影响分别为平安寿（-7.46%）、新华（-8.30%）、太保寿（-8.32%）及国寿（-10.48%），对全年 EV 的影响分别为平安寿（-0.67%）、新华（-0.47%）、太保寿（-0.65%）及国寿（-0.61%）。

## 四、风险提示

疫情变化超预期；

宏观对冲政策不达预期；

国内需求复苏不达预期；

上市公司业绩不达预期；

全球贸易争端加剧；

地缘冲突；

其他系统性风险等。



## 分析师声明

谭志勇、李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn