

2020年05月07日

逆生的力量：一季报精析

策略研究团队

——投资策略专题

牟一凌（分析师）

王况炜（联系人）

mouyiling@kysec.cn

wangkuangwei@kysec.cn

证书编号：S0790520040001

证书编号：S0790120040033

● 一季报的第二层谜底：如何寻找未来增长

一季报揭开了两层谜底：第一层是，上市公司面对疫情冲击，业绩如何；另一层谜底可能对当下是更为重要的：疫情冲击是否从根本上改变了上市公司未来的盈利能力，我们在一季报中从短期、长期两个维度着眼，寻找未来增长。

● 短期：以 ROE 为着眼点，三个驱动力寻找二季度复苏的弹性

驱动力 1：ROE 下滑的背后，总资产周转率降低是普遍原因，具有确定性回升的前景的是前期受到行政命令要求、响应政策号召而被动或主动减少收入的行业，另一方面是政策刺激预期足，具有收入确定性的基建相关行业。

驱动力 2：拆分销售净利率，控本降费强的行业未来弹性强，此外，国有企业由于其天然的政治属性，在调整成本上的灵活性不及民营企业，利润率改善难度大。

驱动力 3：因势利导，增加好杠杆的企业，能够撬动更高的增长，在一季度 A 股上市公司普遍通过筹资性现金流来弥补资金缺口的情况下，分化的是高市值的公司能够借到长期杠杆。从权益乘数和杠杆成本的角度，行业也将分化。

● 长期：资本开支促使行业分化，锁定龙头

长期来看：现金流短缺将制约企业的发展能力，现金流充裕的企业进行扩张，资本开支的分化使得行业内部出现分化，出现“龙头效应”。一季度报告反映出疫情冲击成为了行业龙头巩固自身地位的窗口期。

● 市场从一致走向分歧，用好一季报“地图”，在岔路口做选择

市场从春节假期后开始表现为偏好确定性的行业，随着疫情从国内扩散到全球，追逐“确定性”的偏好更加明显。4月11日起，2019年年报及2020年一季报开始披露，一季度业绩的“确定性”兑现，市场对全年盈利的预期从一致走向分歧。直至4月27日至4月30日的业绩密集披露期，“确定性”溢价开始收窄，对未来增长的定价逐渐成为主导力量。定价逻辑从过去到未来，一个核心问题是目光可及的“未来”到底有多远？虽然国内疫情对企业的冲击已经由未知变为已知，但海外疫情焦灼所带来的经济贸易损失，仍然难以充分预估。当前面临的岔路口在于：过去的“确定性”变得昂贵，而未来的增长却充满诸多不确定，在这样的情况下，用好一季报地图，从短期和长期两方面来配置相对优势的行业和个股，相对全面反攻来说是更好的策略。

从短期寻找具备3种驱动力的行业/公司：1）总资产周转率确定性提升：公路、机场、商业地产、燃气、建筑建材；2）控本降费能力强，净利率维持高位：白酒、畜禽养殖在一季度维持较高毛利率，期间费用得到有效控制；3）获取杠杆相对成本低廉，仍然具备杠杆加速度的空间：通信、机械设备。

从长期锁定资本开支集中度提升的行业龙头，农林牧渔、房地产、商业贸易、传媒、非银金融出现明显的资本开支集中度提升，“强者恒强”的逻辑有望深化。

● 风险提示：海外疫情控制不力，外需超预期恶化。

相关研究报告

《投资策略专题-揭秘“五穷六绝”》
-2020.5.4

《投资策略专题-“不确定性”的性价比显现》-2020.5.1

《投资策略专题-开源金股，5月推荐》
-2020.4.30

目 录

1、一季报的第二层谜底：如何寻找未来增长.....	3
1.1、短期：以 ROE 为着眼点，寻找二季度复苏的弹性.....	3
1.1.1、驱动力 1：总资产周转率随疫情好转，有自然的回升趋势.....	3
1.1.2、驱动力 2：拆分销售净利率，控本降费强的行业未来弹性强.....	5
1.1.3、驱动力 3：能够因势利导，增加好杠杆的企业，撬动高增长.....	7
2、长期：资本开支促使行业分化，锁定龙头.....	9
3、一季报是市场从一致走向分歧的拐点.....	9
3.1、从“未知”到揭开谜底，市场偏好也随之变化.....	9
3.2、用好一季报“地图”，在岔路口做选择.....	12
4、风险提示.....	12

图表目录

图 1：ROE 普遍下滑，创业板 ROE 萎缩严重.....	3
图 2：除中小板外，总资产周转率（TTM）下滑.....	3
图 3：仅农林牧渔、国防军工、综合、银行四个行业营收保持正增长.....	4
图 4：挖掘机销量同比增速由负转正.....	5
图 5：挖掘机工作小时数提升，但较 2019 年同期有差距.....	5
图 6：农林牧渔、食品饮料、建筑材料、国防军工销售净利率均维持稳定.....	6
图 7：畜禽养殖、白酒在一季度期间费用稳定下降.....	6
图 8：建筑材料、国防军工一季度期间费用快速上升.....	6
图 9：畜禽养殖、白酒在一季度毛利率稳定.....	7
图 10：建筑材料、国防军工一季度毛利率有所下滑.....	7
图 11：在工业企业利润总额同比 3 月改善的情况下，国有企业仍在探底.....	7
图 12：短期利率处于近 4 年以来低位.....	8
图 13：社融体现流动性至信用的传导顺畅.....	8
图 14：市值越高的公司，越是用“好”杠杆.....	8
图 15：从加杠杆的空间和加杠杆的难度两方面，挑选杠杆作用大的行业.....	9
图 16：行业龙头一季度资本开支靠前.....	9
图 17：年初以来行业轮动明显，从 TMT 到必须消费、医药、基建.....	10
图 18：4.11 日开始披露一季报后，个股评级上调、下调所处行业存在分歧.....	11
图 19：4.11 后，电气设备、建筑材料预测 EPS 上调.....	11
图 20：4.11 后，机械设备、汽车预测 EPS 上调.....	11
表 1：四类行业在疫情期间“让利”，后期有确定性收入回升.....	4

1、一季报的第二层谜底：如何寻找未来增长

一季报揭开了两层谜底：第一层是，上市公司面对1月份-3月初的疫情，遭受的业绩冲击如何，对这一层面的预期一度主导着市场，是过去两个月追逐“确定性”的原因；但一季报揭示的另一层谜底可能对当下是更为重要的，那就是疫情冲击是否从根本上改变了上市公司的未来的盈利能力。谈及“未来”的时候，实际上是包含短期、长期两个维度，首先经历从疫情冲击中恢复到正常经济运行轨道中的过程；接下来，是长期部分行业和公司表现出较经济整体而言更高的增长斜率。








1.1、短期：以 ROE 为着眼点，寻找二季度复苏的弹性

在3月初开始，国内疫情得到有效控制以来，企业有序复工复产，在恢复正常经营的过程中，ROE可作为寻找复苏弹性的有效工具，在杜邦分解下，我们可以推演疫情的冲击缓释后，哪些外生因素将向好，而哪些企业将依靠内生驱动力取得更突出的业绩复苏。

1.1.1、驱动力 1：总资产周转率随疫情好转，有自然的回升趋势








ROE下滑的背后，除中小板外，总资产周转率降低是普遍原因，一季度全部A股ROE（TTM）为8.8%，剔除金融及两油后为7.1%，相较2019年ROE（TTM）下滑0.7pct/1.0pct；中小板ROE较为稳健，创业板ROE（TTM）下降至1.6%。受疫情影响，大部分公司/行业无法开展正常的经营活动，营业收入大幅降低，仅农林牧渔、国防军工、综合、银行四个行业营收保持正增长。

图1：ROE普遍下滑，创业板ROE萎缩严重

板块	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	趋势
全部A股	10.8%	11.1%	10.8%	9.7%	9.7%	9.9%	9.7%	9.5%	8.8%	
全部A股除金融石油石化	9.7%	10.2%	10.0%	8.4%	8.3%	8.4%	8.2%	8.1%	7.1%	
中小板	8.6%	8.8%	8.7%	5.2%	5.3%	5.2%	5.4%	5.3%	5.2%	
中小板除金融	8.8%	8.9%	8.9%	5.3%	5.2%	5.1%	5.3%	5.2%	5.1%	
创业板	8.2%	7.7%	7.4%	2.3%	2.2%	2.5%	2.7%	3.3%	2.6%	
创业板除温氏股份	7.9%	7.4%	7.1%	2.0%	2.0%	2.2%	2.2%	2.4%	1.4%	
创业板除温氏乐视	9.0%	7.4%	7.1%	2.0%	2.0%	2.2%	2.1%	2.4%	1.4%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：除中小板外，总资产周转率（TTM）下滑

板块	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	趋势
全部A股	15.9%	16.2%	16.3%	16.5%	16.4%	16.4%	16.3%	16.6%	16.1%	
全部A股除金融石油石化	58.8%	59.3%	58.7%	58.5%	58.3%	57.7%	56.4%	57.5%	56.6%	
中小板	59.1%	60.8%	60.9%	57.9%	58.4%	58.0%	56.5%	58.2%	59.6%	
中小板除金融	66.3%	67.7%	67.7%	64.9%	65.5%	64.7%	62.6%	64.6%	67.0%	
创业板	56.0%	54.6%	54.4%	50.5%	53.3%	52.4%	51.8%	54.6%	53.9%	
创业板除温氏股份	55.6%	54.1%	54.0%	50.1%	53.3%	52.0%	51.3%	54.0%	53.6%	
创业板除温氏乐视	56.2%	54.8%	54.6%	50.4%	53.7%	52.3%	51.6%	54.2%	53.7%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: 仅农林牧渔、国防军工、综合、银行四个行业营收保持正增长

行业(个股汇总, 最新成份)	营业收入同比增速(累计)				
	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31
801010.SI 农林牧渔	-50.9%	94.3%	68.7%	196.7%	418.5%
801740.SI 国防军工	15.4%	42.5%	40.5%	68.7%	159.4%
801230.SI 综合	43.5%	6.3%	-25.8%	-33.7%	22.4%
801780.SI 银行	6.9%	7.1%	7.5%	6.9%	4.9%
801120.SI 食品饮料	23.0%	21.2%	19.8%	14.4%	-0.6%
801730.SI 电气设备	12.8%	0.3%	4.1%	42.7%	-8.1%
801080.SI 电子	-16.5%	-4.0%	-0.2%	22.3%	-14.3%
801150.SI 医药生物	13.4%	4.0%	3.2%	-8.9%	-20.1%
801790.SI 非银金融	71.3%	64.6%	67.9%	59.5%	-25.3%
801020.SI 采掘	9.6%	9.6%	6.3%	0.4%	-25.3%
801160.SI 公用事业	27.6%	19.5%	20.8%	10.7%	-25.6%
801720.SI 建筑装饰	17.9%	12.1%	13.3%	10.5%	-28.4%
801140.SI 轻工制造	-31.5%	-25.9%	-18.0%	7.9%	-33.7%
801040.SI 钢铁	-44.1%	-36.7%	-42.0%	-42.3%	-34.9%
801180.SI 房地产	26.6%	22.1%	17.6%	10.5%	-37.3%
801030.SI 化工	-21.3%	-15.7%	-16.0%	-49.9%	-37.7%
801710.SI 建筑材料	65.5%	26.6%	21.5%	19.8%	-45.1%
801770.SI 通信	743.3%	-88.6%	-31.9%	-133.8%	-46.9%
801890.SI 机械设备	31.3%	29.8%	19.9%	13.8%	-47.5%
801050.SI 有色金属	-41.3%	-32.5%	-28.2%	-41.5%	-48.7%
801760.SI 传媒	-20.0%	-50.0%	-38.8%	42.1%	-52.2%
801110.SI 家用电器	6.1%	9.0%	14.5%	17.5%	-54.4%
801200.SI 商业贸易	9.9%	-3.5%	21.2%	-8.7%	-72.1%
801130.SI 纺织服装	1.4%	-18.6%	-20.8%	-18.1%	-81.2%
801880.SI 汽车	-25.8%	-30.8%	-28.7%	-21.8%	-82.5%
801750.SI 计算机	65.1%	36.8%	24.1%	-13.1%	-120.8%
801170.SI 交通运输	18.5%	19.2%	13.6%	15.0%	-125.4%
801210.SI 休闲服务	55.5%	21.7%	8.1%	-7.7%	-160.3%

数据来源: Wind、开源证券研究所

疫情稳定之后, 可预期总资产周转率相较一季度的回升, 回升幅度依赖于经营活动的正常化、下游需求的旺盛程度。总资产周转率具有确定性回升的前景的是前期受到行政命令要求、响应政策号召而被动或主动减少收入的行业, 在疫情防控结束之后, 收入将确定性回归。例如向企业减少收取用能费用的公用事业; 交通运输行业中, 停止征收过路费的公路、暂不向航司收取航空性收入、地面代理收入的机场; 以及减少或暂缓收取租金的商业地产; 另一方面, 政策刺激预期足的基建产业链, “旧城改造+地方基建项目+原有存量重大项目稳步推进” 保障了未来 1-2 年业绩增长, 从中观数据来看, 景气度也初现起色。

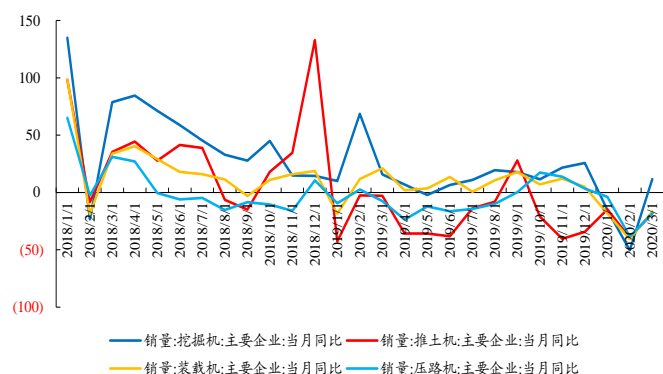
表1: 四类行业在疫情期间“让利”, 后期有确定性收入回升

行业	标的	“让利”政策及行动
公共事业	600505.SH 西昌电力	国家发改委《关于阶段性降低非居民用气成本支持企业复工复产的通知》(发改价格〔2020〕257号)
	300332.SZ 天壕环境	
	000037.SZ 深南电 A	
公路	000429.SZ 粤高速 A	1、《交通运输部关于新冠肺炎疫情防控期间免费收费公路车辆通行费的通知》(交公路明电【2020】62号), 规定: 自 2020 年 2 月 17 日零时起至疫情防控工作结束, 免收全国收费公路车辆通行费。
	000548.SZ 湖南投资	
	000828.SZ 东莞控股	

	000885.SZ	城发环境	2、2020 年春节假期免收小型客车通行费期间（1 月 24 日-1 月 30 日）延长至 2 月 8 日
	600548.SH	深高速	
机场	000089.SZ	深圳机场	1、民航函[2020]145 号《民航局关于积极应对新冠肺炎疫情有关支持政策的通知》：免收按照国务院联防联控机制部署执行重大运输飞行任务的航空性业务收费和地面服务收费；起降费收费标准基准价降低 10%，免收停场费； 2、为共同应对疫情，积极履行社会责任，公司制定包括免除公司及所属企业（含快件中心）持有物业自 2020 年 2 月 1 日至 2020 年 3 月 31 日租金与管理费； 3、对航空公司执行运输援助湖北医疗队的深圳前往湖北客运航班免收航空性业务收费，免收地面代理服务收费；按运输的防疫物资占该航班所运货邮量实际比例减免货站处理费。
	000045.SZ	深纺织 A	公司及所属全资企业响应深圳市委市政府及国资委的号召，减免自有物业（除住宅类物业）的部分租户本年度二、三月份租金，
	000056.SZ	皇庭国际	为共同应对新冠疫情，公司积极履行社会责任，结合公司实际情况，对公司旗下物业实施减免租金，
商业	000070.SZ	特发信息	公司履行国有企业惠民社会责任，积极落实免租降费政策，免除自有园区民企租户两个月租金。
地产	000524.SZ	岭南控股	由于商旅客户出行、大型商务活动、餐饮服务暂时受到限制以及按照政策减免部分租户租金等原因，使公司的住宿（酒店）业务营业收入有所下降。
	002243.SZ	通产丽星	为响应号召，共抗疫情，公司积极履行社会责任，免除了入园企业 2 个月的物业租金和孵化服务费
	002419.SZ	天虹股份	为与供应商共克时艰，履行社会责任，公司给予租赁和联营供应商减免租金及管理费的支持，合计减免约 2.5 亿元。

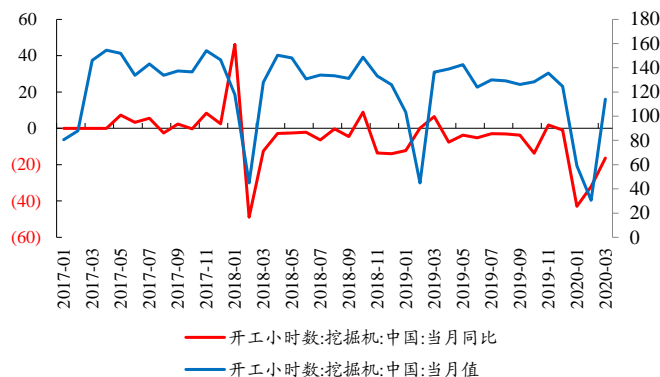
资料来源：Wind、开源证券研究所

图4：挖掘机销量同比增速由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：挖掘机工作小时数提升，但较 2019 年同期有差距



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.2、驱动力 2：拆分销售净利率，控本降费强的行业未来弹性强

农林牧渔受益于农产品价格的上涨，销售净利率大幅上涨，除开此外生因素来看，食品饮料、建筑材料、国防军工的销售净利率均维持稳定，体现了疫情冲击下，

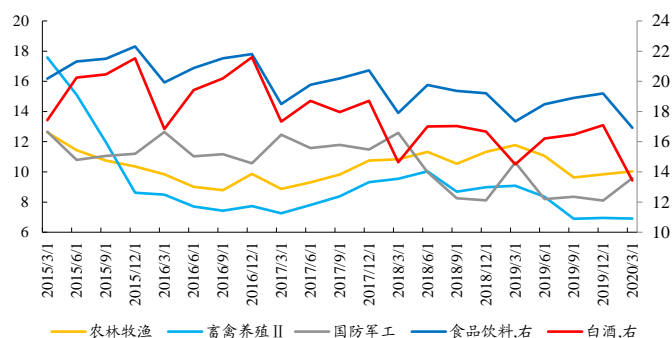
降本控费的能力，疫情后营业收入复苏过程中，业绩将会有更大的弹性。从毛利率和期间费用率拆分来看：食品饮料（白酒）、农林牧渔（畜禽养殖）在一季度维持较高毛利率，同时有效降低了期间费用，而建筑材料、国防军工毛利率小幅下滑，但期间费用显著上升¹。其中，建筑材料行业的财务费用大幅上升，这与我们此前报告《一季度业绩的“未揭之谜”》中提到的，由于占用上下游资金的能力不强，疫情影响将使公司短期现金流紧张，导致增加短期借款、财务费用上升的判断一致。²

图6：农林牧渔、食品饮料、建筑材料、国防军工销售净利率均维持稳定

	销售净利率率（归母，TTM）									
	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	趋势
农林牧渔	5%	4%	5%	4%	3%	5%	6%	8%	10%	
采掘	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	7%	
化工	6%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	
钢铁	6%	8%	8%	7%	6%	5%	4%	4%	3%	
有色金属	4%	4%	4%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	
电子	5%	5%	5%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	
家用电器	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	
食品饮料	16%	17%	17%	17%	18%	18%	18%	17%	17%	
纺织服装	7%	7%	7%	5%	5%	5%	4%	3%	1%	
轻工制造	8%	8%	7%	5%	5%	4%	4%	5%	5%	
医药生物	9%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	5%	5%	
公用事业	8%	8%	8%	7%	7%	7%	8%	7%	6%	
交通运输	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	3%	
房地产	11%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	
商业贸易	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	
休闲服务	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	6%	3%	
综合	3%	3%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	
建筑材料	10%	11%	12%	11%	11%	11%	11%	12%	11%	
建筑装饰	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
电气设备	6%	6%	5%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	
国防军工	3%	4%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	4%	
计算机	7%	7%	7%	3%	4%	5%	4%	3%	1%	
传媒	10%	10%	10%	-2%	-2%	-3%	-3%	0%	-1%	
通信	2%	2%	2%	1%	2%	3%	3%	2%	1%	
银行	36%	36%	36%	35%	34%	34%	34%	34%	34%	
非银金融	11%	11%	9%	8%	10%	11%	12%	12%	11%	
汽车	5%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	
机械设备	6%	5%	6%	4%	4%	5%	5%	4%	3%	

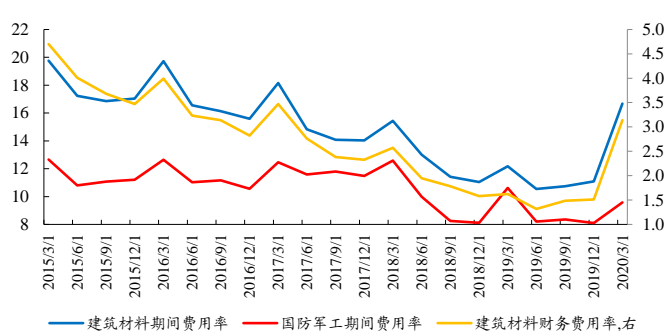
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：畜禽养殖、白酒在一季度期间费用稳定下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

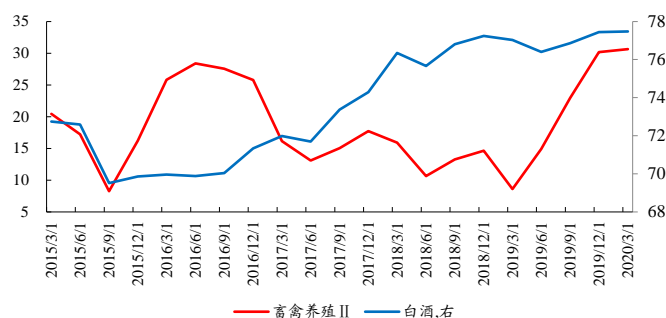
图8：建筑材料、国防军工一季度期间费用快速上升



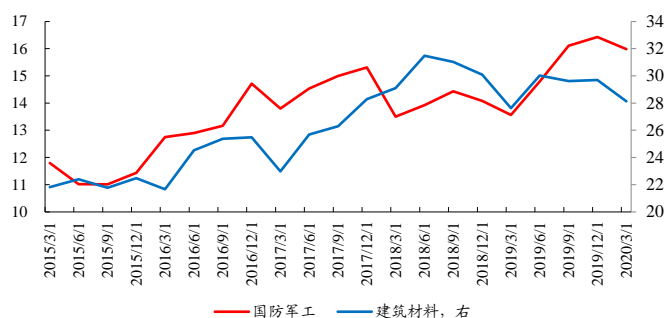
数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 建筑材料、国防军工毛利率小幅下滑、期间费用显著上升，但销售净利率(TTM)能够保持稳定的原因在于：销售净利率（TTM）分子为归母净利润，归母净利润占净利润比重在提升；此外，TTM方法起到了平滑作用。

² 建筑材料行业从应收账款周转率（+）、应付账款周转率（-）两方面来看，均排在28个行业的中游，不具备明显的上下游议价优势及供应链融资能力。详细论证请参考4月26日报告《一季度业绩的“未揭之谜”》

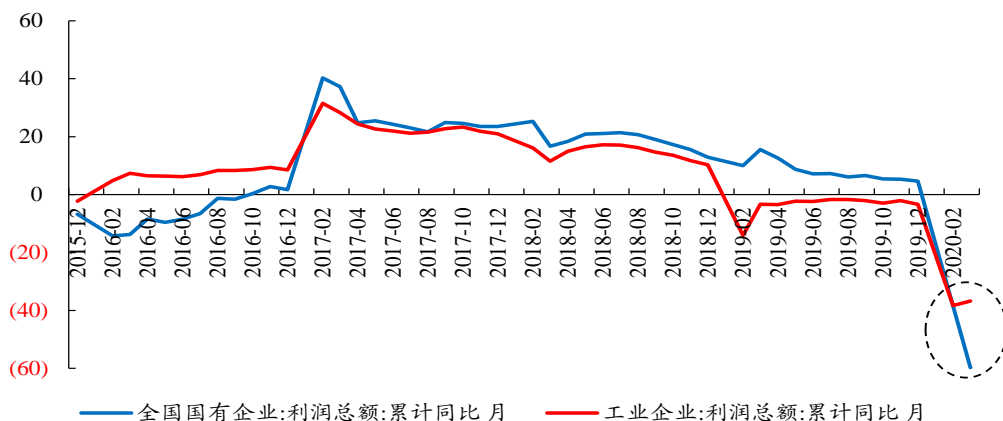
图9: 畜禽养殖、白酒在一季度毛利率稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 建筑材料、国防军工一季度毛利率有所下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

值得一提的是，在疫情中，国有企业由于其天然的政治属性，率先响应政策号召向社会“让利”，既包括上文提及的响应政策号召免收费用，也包括承诺不裁员等成本端的刚性要求³，这使国有企业在调整成本上的灵活性不及民营企业，在未来一段时间内，“稳就业”成为政策重心的背景下，国有企业可能还会成为提供就业岗位的主力军，意味着刚性成本进一步增加，利润率改善难度加大。

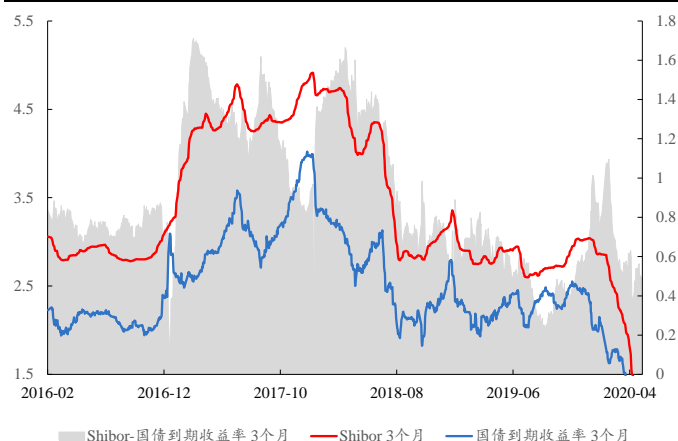
图11: 在工业企业利润总额同比3月改善的情况下，国有企业仍在探底


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.1.3、驱动力 3: 能够因势利导，增加好杠杆的企业，撬动高增长

在疫情发生之后，美国、欧洲国家快速开启量化宽松通道，而与之相对的是，国内货币政策则显得“定力十足”，偏向以定向降准精准投放流动性，从结果来看，国内的流动性环境和信用传导都处于较为良好的状态。

³ 3月4日，黑龙江省国资委印发了《关于国有企业在新冠肺炎疫情防控期间不裁员的通知》，对省国资委14户出资企业、13个市(地)国资监管机构明确提出了不裁员的要求，并指导企业统筹处理好新冠肺炎疫情防控期间生产经营与劳动用工问题，积极为稳定职工、稳定就业创造条件。3月25日上午，人力资源和社会保障部副部长游钧在国新办政策例行吹风会上介绍《国务院办公厅关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》有关情况。针对高校毕业生就业有关方面，游钧表示，国有企业今明两年扩大高校毕业生招聘规模。

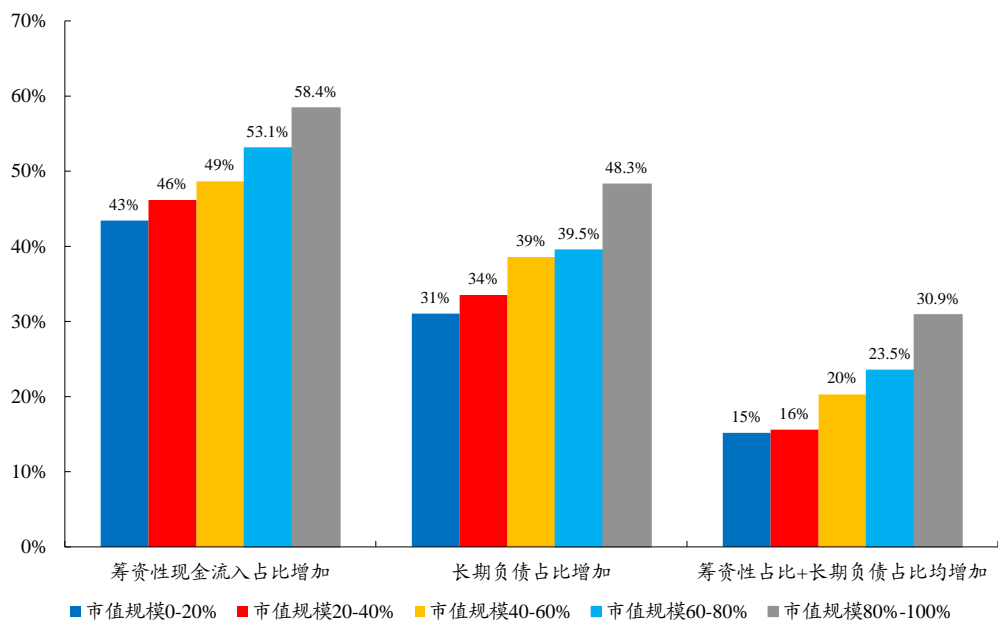
图12: 短期利率处于近4年以来低位


数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 社融体现流动性至信用的传导顺畅


数据来源: Wind、开源证券研究所

在一季度疫情冲击经营性现金流的特殊情况下，A股上市公司普遍采用的方法是通过筹资性现金流来弥补资金缺口，通过这个窗口期，我们能够直接地观察到上市公司之间使用杠杆能力的分化：好的杠杆是长期的、便宜的；而为了当期的资金周转增加短贷、或逾期兑付债务，都只是把当期问题推移至未来。一季报中，筹资活动现金流入不为零的共有2229家公司，共有1860家的筹资活动现金流入占比相对于2019年年报提升，这之中有786家是通过增加长期负债的方式，提升了好的杠杆。从市值来看，市值越高，满足以上两个条件的上市公司占比越高。

图14: 市值越高的公司，越是用“好”杠杆


数据来源: Wind、开源证券研究所

到复苏阶段，杠杆能发挥的作用几何，可以从两个方面来衡量：首先是当前杠杆处于历史低位的行业，权益乘数还有提升空间；其次是，获取杠杆的难易程度，

我们用产业债的信用利差来衡量，部分行业在疫情之后信用利差反而收窄，杠杆的获取成本变得比之前更低。从一季报数据来看，农林牧渔、通信、机械设备、交通运输在这两方面都相较而言更有弹性。

图15：从加杠杆的空间和加杠杆的难度两方面，挑选杠杆作用大的行业

行业	信用利差相对于年初	权益乘数历史分位数	行业	信用利差相对于年初	权益乘数历史分位数
农林牧渔	75%	40%	商业贸易	108%	33%
通信	83%	13%	电气设备	109%	63%
纺织服装	85%	88%	建筑装饰	110%	0%
机械设备	88%	50%	国防军工	112%	4%
休闲服务	97%	53%	食品饮料	113%	10%
有色金属	97%	68%	轻工制造	113%	5%
交通运输	98%	25%	家用电器	113%	5%
房地产	99%	80%	计算机	114%	96%
传媒	103%	100%	汽车	114%	50%
综合	104%	3%	非银金融	116%	21%
公用事业	105%	0%	钢铁	116%	3%
化工	106%	48%	建筑材料	117%	29%
医药生物	106%	95%	电子	125%	85%
			采掘	132%	90%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、长期：资本开支促使行业分化，锁定龙头

之前我们在报告中提到，长期来看：现金流短缺将制约企业的发展能力，现金流充裕的企业进行扩张，资本开支的分化使得行业内部出现分化，出现“龙头效应”。一季报报告中，农林牧渔、房地产、商业贸易、传媒、非银金融五个行业出现明显的资本开支集中度提升，且资本开支前三的公司均在一级行业中营收规模靠前、在细分子行业中属于龙头地位，一季度的疫情冲击成为了行业龙头巩固自身地位的窗口期。

图16：行业龙头一季度资本开支靠前

行业	资本开支集中度变化	资本开支前三		
农林牧渔	75%→85%	牧原股份（第5）	新希望（第1）	温氏股份（第2）
房地产	78%→84%	华发股份（第15）	新城控股（第6）	中南建设（第7）
商业贸易	62→69%	苏宁易购（第1）	美凯龙（第24）	永辉超市（第3）
传媒	47→59%	三七互娱（第4）	中公教育（第20）	东方明珠（第7）
非银金融	84%→91%	渤海租赁（第9）	海通证券（第8）	中国人保（第3）

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：资本开支为购置固定资产、无形资产所支付的现金；资本开支集中度=行业前十大资本开支金额加总/行业资本开支金额加总；表格括号中为该公司在一级行业中的营业收入(TTM)排名，报告期为2020年一季度。

3、一季报是市场从一致走向分歧的拐点

3.1、从“未知”到揭开谜底，市场偏好也随之变化

市场从春节假期后开始表现为偏好确定性的行业，随着疫情从国内扩散到全球，

这种追逐“确定性”的市场偏好更加明显。从年初至一季报大量披露以前（4月11日），我们经历了从TMT→TMT+必需消费+医药→必需消费+医药+基建的快速行业轮动，尤其是在海外疫情爆发之后（2月21日）开始，TMT创下较大跌幅，市场全面转向“确定性”强的农林牧渔、医药生物、食品饮料、建筑材料。

图17：年初以来行业轮动明显，从TMT到必需消费、医药、基建

行业	1.1-1.20 疫情前	1.21-1.23 国内疫情发生	2.3-2.21 春节后	2.22-4.11 海外疫情发生	4.12-4.27 一季报开始披露	4.27-4.30 一季报密集披露期	1.1-4.30 年初至今
农林牧渔	4.43	-8.08	11.33	9.65	0.43	-2.04	15.29
医药生物	6.27	-1.50	5.84	2.60	2.14	-1.56	14.28
计算机	13.04	-4.69	18.50	-15.15	1.34	1.80	11.76
建筑材料	0.48	-6.34	6.37	5.36	2.60	1.84	10.20
电气设备	7.39	-1.90	10.95	-14.09	3.99	3.74	8.34
电子	14.39	-0.74	15.54	-24.02	-0.58	7.06	6.10
通信	7.30	-5.44	11.92	-7.15	-1.42	1.68	5.69
食品饮料	-0.27	-5.61	3.05	2.75	4.60	-0.16	4.08
国防军工	6.32	-2.97	9.57	-10.51	1.43	-0.30	2.30
综合	4.82	-2.72	8.54	-8.96	-0.31	-0.44	0.02
商业贸易	3.24	-6.27	1.32	-0.19	2.33	-1.38	-1.25
传媒	7.84	-4.88	9.85	-14.44	-0.09	2.03	-1.72
机械设备	3.61	-4.65	5.86	-7.85	1.08	0.39	-2.20
休闲服务	-2.46	-6.40	4.13	-7.87	6.48	4.30	-2.73
建筑装饰	2.38	-4.96	-1.23	0.49	1.57	-1.45	-3.33
化工	4.22	-4.19	6.58	-11.56	1.93	-0.38	-4.43
汽车	6.80	-4.51	7.90	-14.75	-0.94	1.53	-5.65
公用事业	0.39	-4.00	1.01	-4.08	0.16	0.53	-5.97
轻工制造	6.40	-6.41	3.82	-8.47	-0.22	-1.53	-7.03
纺织服装	3.64	-5.31	0.64	-1.77	-1.52	-4.41	-8.66
家用电器	4.01	-6.38	1.57	-12.68	2.17	2.57	-9.50
钢铁	-1.17	-5.01	-1.30	-2.13	-1.25	0.99	-9.56
房地产	-2.34	-4.36	0.14	-6.48	-0.96	3.33	-10.47
银行	-0.69	-3.79	-2.12	-8.53	-1.06	4.87	-11.24
交通运输	-1.94	-4.78	0.68	-8.04	0.56	1.69	-11.59
有色金属	4.31	-4.94	8.09	-16.65	-0.61	-0.63	-11.77
非银金融	1.21	-5.25	2.54	-13.02	-1.43	4.04	-12.29
采掘	0.29	-5.16	-0.19	-11.49	-2.10	-0.22	-17.92

数据来源：Wind、开源证券研究所

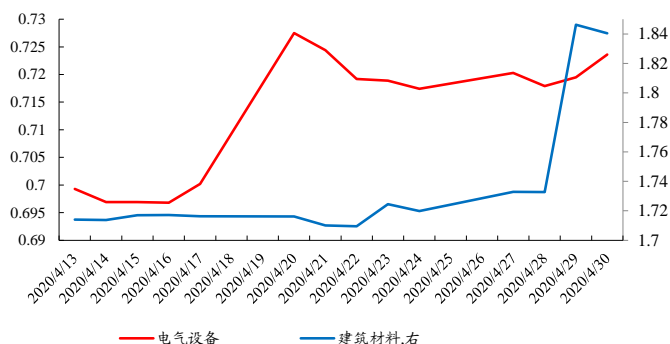
4月11日起，2019年年报及2020年一季报开始披露，一季度业绩的“确定性”兑现，市场开始修正对全年盈利的预期，这也是从一致走向分歧的拐点。从万得一致预期来看，4月11日起大部分行业的2020年预测每股收益都发生下调，这也符合历史上的规律，唯有建筑建材、电气设备、汽车、机械设备明显上调，而其中仅“建筑建材”是前期市场认为业绩“确定性”较强的行业。另外，我们观察到从4月11日起分析师上调/下调个股评级，在“扎堆”之外，还存在一些明显的分歧。例如：食品饮料、电子、机械设备、公用事业、医药生物等行业在调低评级、调高评级中个股数量均较多，一方面是因为市场关注这几大行业，分析师覆盖较全面，另一方面，也说明行业本身并不“确定性向好/向弱”，对行业具有分歧。一季报披露向我们揭示了市场预期的正确与偏离，而这种矫正需要一定的时间消化。

图18: 4.11 日开始披露一季报后, 个股评级上调、下调所处行业存在分歧

调低评级		调高评级	
行标签	计数	行标签	计数
采掘	7	医药生物	8
纺织服装	7	传媒	5
计算机	6	汽车	5
交通运输	6	建材	5
食品饮料	6	机械	5
电子	5	基础化工	5
化工	5	电子	4
机械设备	5	食品饮料	4
轻工制造	5	银行	4
公用事业	4	电力及公用事业	4
建筑装饰	4	房地产	3
通信	4	国防军工	3
医药生物	4	计算机	3
钢铁	3	非银行金融	3
家用电器	3	交通运输	2
传媒	2	农林牧渔	2
房地产	2	轻工制造	2
非银金融	2	通信	2
国防军工	2	石油石化	2
建筑材料	2	电力设备及新能源	2
农林牧渔	2	家用电器	2
汽车	2	煤炭	1
有色金属	2	商贸零售	1
电气设备	1	消费者服务	1
银行	1	总计	78
总计	92		

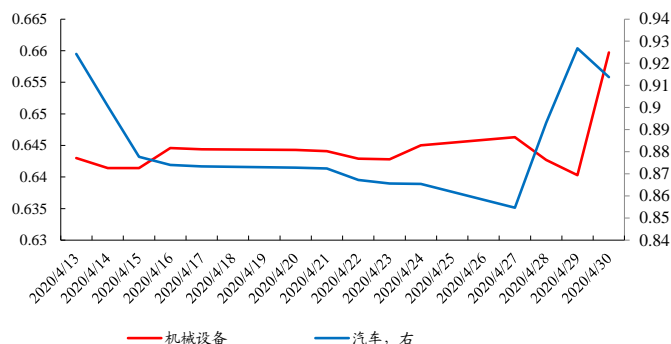
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 4.11 后, 电气设备、建筑材料预测 EPS 上调



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 4.11 后, 机械设备、汽车预测 EPS 上调



数据来源: Wind、开源证券研究所

追逐“确定性”无可厚非，接下来行业轮动的关键在于“确定性”溢价是否还能够持续，一个具有启发意义的现象是：4月27日至4月30日的业绩密集披露期中，前期具有“确定性”的行业，例如农林牧渔、医药生物、食品饮料都出现下跌，而一季度业绩较差的电子、休闲服务、金融板块开始反弹，这可能暗示了“确定性”溢价至少是在收窄，对未来增长的定价逐渐成为主导力量，

3.2、用好一季报“地图”，在岔路口做选择

定价逻辑从过去到未来，一个核心问题是目光可及的“未来”到底有多远？虽然国内疫情对企业的冲击已经由未知变为已知，但海外疫情焦灼所带来的经济贸易损失，仍然难以充分预估。当前面临的岔路口在于：过去的“确定性”变得昂贵，而未来的增长却充满诸多不确定，在这样的情况下，用好一季报地图，从短期和长期两方面来配置相对优势的行业和个股，相对全面反攻来说是更好的策略。

短期从ROE的角度，寻找疫情后复苏阶段，具备三种确定性驱动力的标的：1）疫情后总资产周转率确定性回升的行业及个股，一方面是“让利”政策结束的国有行业，例如交通运输、商业地产、燃气，另一方面是政策刺激预期足，具有收入确定性的基建产业链：建筑建材；2）销售净利率保持稳定，控本降费能力强的行业，例如白酒、畜禽养殖；3）流动性宽松环境下，能够利用好杠杆的大市值公司，以及行业自身处于低杠杆、获取杠杆成本低廉的农林牧渔、通信、机械设备、交通运输。

长期从资本开支角度，寻找由于资本开支集中度提升，未来可能发生整合的行业，选择当期现金流充裕，能够逆势扩张的公司，从一季报的情况来看，疫情冲击下，行业龙头抓住窗口期加大资本开支巩固自身地位，农林牧渔、房地产、商业贸易、传媒、非银金融等行业，“强者恒强”的逻辑有望深化。

4、风险提示

海外疫情控制不力，外需超预期恶化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835