

行业估值回升，景气度继续复苏

日期：2020年05月15日

投资要点：

- **4月行业整体估值回升：**按风格分类，成长类上涨7.05%，消费类上涨6.03%，金融类上涨4.06%，稳定类上涨3.11%，周期类上涨2.37%。按行业划分，休闲服务、电子和电气设备等行业领涨，纺织服务、采掘和农林牧渔是唯一在4月出现下跌的一级行业。
- **行业盈利能力下滑，负债率未大幅升高：**今年一季度一级行业ROE均出现不同程度下降，盈利能力最强的一级行业仍然为食品饮料，农林牧渔、银行和非银金融，ROE降幅较小的一级行业有通信、综合和国防军工，ROE降幅最明显的一级行业有家用电器、建筑材料和休闲服务等。二级行业中除通信设备和船舶制造外一季度ROE整体环比下降，目前盈利能力最强的行业为饮料制造、畜禽养殖和饲料，航空运输、餐饮和石油化工等22个二级行业ROE低于0。一季度各行业资产负债率受疫情影响暂不突出，资产负债率环比下降的一级和二级行业超过一半。
- **下游、中游景气度回暖，上游分化：**下游和中游行业相关数据显示3-4月行业景气度普遍回暖，环比涨幅明显，但同比负增长的板块居多。上游行业出现分化，由于需求端不及预期和库存积压，石油、钢铁、煤炭等板块价格下行，农业方面畜禽和粮食价格出现分化。
- **投资建议：**5月内需行业修复是重要主线逻辑，五一期间餐饮、旅游、出行等消费已出现较大恢复。5月22日将召开两会，按照4月政治局会议总结今年一季度开局时提出的“六保”：保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，坚定实施扩大内需战略，预计有大概率继续加大包括中央财政政策和货币政策在内的逆周期调节政策实施力度。配合近期中央到地方密集公布的经济刺激政策，叠加个人消费回暖的趋势，下游和中游行业有望在二季度内持续改善，5月A股基本面或得到有力支撑，业绩有望在二季度扭转一季报颓势。配置关注：一是关注基建、地产产业链和工程机械的估值修复；二是关注芯片半导体、集成电路、5G、消费电子、操作系统、数据中心、新能源车等科技行业；三是关注可选消费，酒店旅游、汽车、家居、家电等。
- **风险因素：**海外疫情反复，经济修复不及预期。

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：18621750958

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

相关报告

1. 万联证券研究所 20200506_策略专题报告
_AAA_关注内需行业改善
2. 万联证券研究所 20200430_策略专题报告
_AAA_一季度公募基金持仓分析
3. 万联证券研究所 20200430_策略专题报告
_AAA_一季度公司业绩分析

目录

1、行业表现回顾	4
1.1 4月整体表现：成长、消费领涨	4
1.2 行业 ROE：疫情冲击下普遍下滑	5
1.3 行业 PE：4月多数上升，市场风险偏好提升促行业估值修复	9
1.4 行业资产负债率：19年至20年一季度升降各半	12
2、4月上、中、下游指标景气度	14
2.1 下游行业	14
2.2 中游行业	15
2.3 上游行业	17
3、投资建议	20
4、风险提示	21
图表 1：4月 A 股主要指数涨跌幅	4
图表 2：4月中信风格指数涨跌幅	4
图表 3：4月申万一级行业指数涨跌幅	4
图表 4：4月申万一级行业指数涨跌幅	5
图表 5：申万一级行业 ROE (%)	6
图表 6：申万二级行业 ROE (%)	7
图表 5：申万一级行业 PE(TTM)	9
图表 5：申万二级行业 PE(TTM)	10
图表 9：申万一级行业资产负债率 (%)	12
图表 10：申万二级行业资产负债率 (%)	13
图表 11：社会消费品零售总额同比增速 (%)	15
图表 12：商品房销售面积和房地产开发投资完成额同比增速 (%)	15
图表 13：智能手机出货量同比增速 (%)	15
图表 14：家用电器和音像器材零售额同比增速 (%)	15
图表 15：乘用车和商用车当月销量同比增速 (%)	16
图表 16：全球、亚太和中国半导体销售额同比增速 (%)	16
图表 17：公路客运量和货运量同比增速 (%)	16
图表 18：铁路客运量和货运量同比增速 (%)	16
图表 19：民航客运量和货邮运输量同比增速 (%)	17
图表 20：WTI 原油现货价 (美元)	18
图表 21：螺纹钢期货结算价 (元/吨)	18
图表 22：铁矿石期货结算价 (元/吨)	18
图表 23：主要钢材库存量 (万吨)	18
图表 24：螺纹钢库存量 (万吨)	18
图表 25：动力煤期货结算价 (元/吨)	19
图表 26：焦煤期货结算价 (元/吨)	19
图表 27：玻璃期货结算价 (元/吨)	19
图表 28：水泥价格指数 (全国)	19
图表 29：猪肉平均零售价 (元/斤)	19
图表 30：鸡肉平均零售价 (元/斤)	19
图表 31：玉米期货收盘价	20

图表 32: 大豆期货收盘价	20
图表 33: 小麦期货收盘价	20
图表 34: 稻谷期货收盘价	20

万联证券

1、4月行业表现

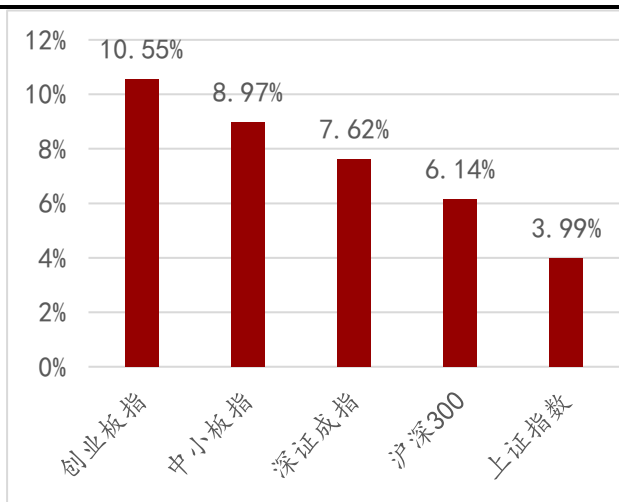
1.1 4月整体表现：成长、消费领涨

随着内地疫情得到有力控制，复工复产陆续推进，同时美元流动性危机得以缓解，4月A股上涨较多，其中上证综指上涨3.99%，深证成指上涨7.62%，沪深300上涨6.14%，中小板指上涨8.97%，创业板指上涨10.55%。

具体到行业中，按风格分类，成长类上涨7.05%，消费类上涨6.03%，金融类上涨4.06%，稳定类上涨3.11%，周期类上涨2.37%。

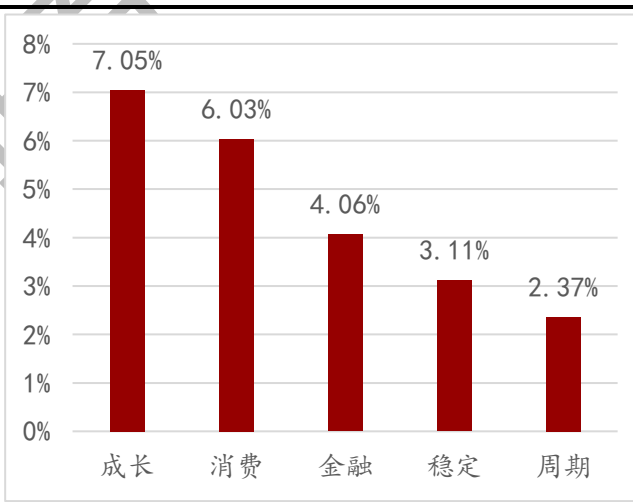
按一、二级行业分类行业涨多跌少。月内25个一级行业上涨，其中休闲服务、电子和电气设备等行业领涨，纺织服务、采掘和农林牧渔是月内下跌的三个一级行业。二级行业中80个行业板块上涨，其中旅游综合、酒店和机场等板块涨幅较多，24个行业板块下跌，其中渔业、林业和其他轻工制造等板块跌幅靠前。

图表1：4月A股主要指数涨跌幅



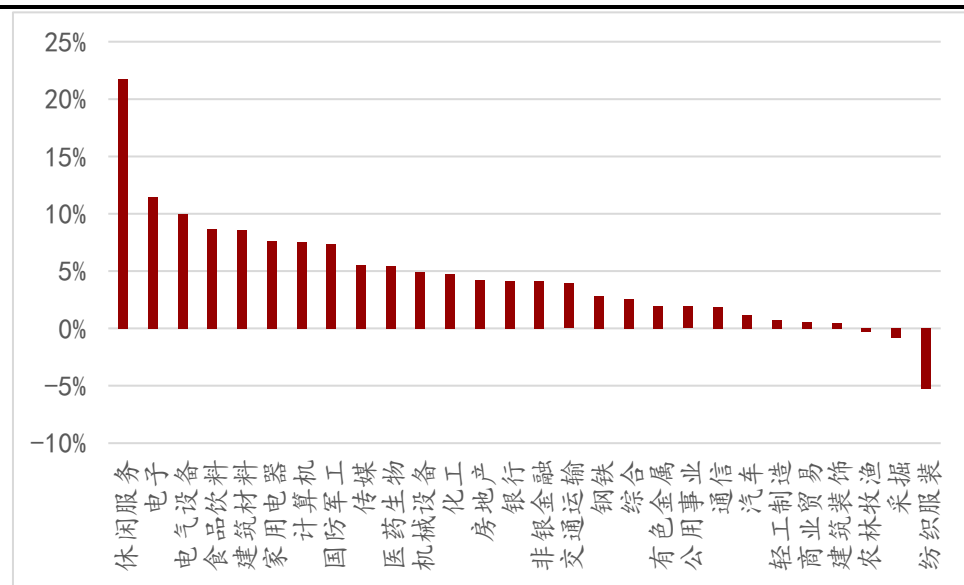
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：4月中信风格指数涨跌幅



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：4月中万一级行业指数涨跌幅



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：4月中万一级行业指数涨跌幅

行业名称	4月涨跌幅 (%)	行业名称	4月涨跌幅 (%)
旅游综合	29.06	通用机械	2.97
酒店	17.29	钢铁	2.81
机场	16.83	化学制药	2.74
元件	15.62	综合	2.59
半导体	13.63	电机	2.57
电子制造	13.55	通信设备	2.02
电源设备	13.17	化学原料	1.78
饮料制造	12.86	券商	1.59
景点	12.74	商业物业经营	1.54
动物保健	11.99	家用轻工	1.47
玻璃制造	11.11	金属制品	1.44
其他电子	9.60	装修装饰	1.35
航空装备	9.59	电力	0.93
水泥制造	9.43	通信运营	0.89
生物制品	9.39	航运	0.88
医疗服务	9.30	农产品加工	0.73
航天装备	9.18	公交	0.72
营销传播	8.82	包装印刷	0.68
仪器仪表	8.81	其他交运设备	0.66
地面兵装	8.24	燃气	0.59
白色家电	8.15	视听器材	0.58
餐饮	7.73	专业工程	0.55
计算机应用	7.73	物流	0.38
保险	7.72	多元金融	0.34
电气自动化设备	7.41	食品加工	0.30
专用设备	7.14	贸易	0.30
医疗器械	6.93	基础设施建设	0.13
计算机设备	6.82	石油化工	0.02
其他建材	6.80	采掘服务	-0.24
化学纤维	6.51	金属非金属新材料	-0.25
塑料	6.09	医药商业	-0.34
高低压设备	5.98	船舶制造	-0.39
园区开发	5.93	煤炭开采	-0.47
橡胶	5.89	造纸	-0.49
互联网传媒	5.86	工业金属	-0.68
高速公路	5.54	一般零售	-1.13
饲料	5.36	纺织制造	-1.57
水务	5.30	港口	-2.52
化学制品	5.28	其他采掘	-2.64
航空运输	5.23	石油开采	-2.77
黄金	5.06	汽车服务	-3.42
汽车零部件	5.03	运输设备	-3.84
铁路运输	4.96	畜禽养殖	-3.88
光学光电子	4.32	汽车整车	-4.25
银行	4.18	园林工程	-4.33
中药	4.16	其他休闲服务	-4.77
房地产开发	4.12	种植业	-5.07
环保工程及服务	4.03	服装家纺	-7.07
稀有金属	3.88	农业综合	-7.19
专业零售	3.88	其他轻工制造	-9.78
文化传媒	3.15	林业	-9.88
房屋建设	3.11	渔业	-9.97

资料来源：Wind，万联证券研究所





























1.2 行业ROE：疫情冲击下普遍下滑

按照上市公司公布的业绩情况来看，一级行业和二级子行业盈利能力在今年一季度受到新冠疫情明显冲击，整体盈利有所回落。

与2019年四季度相比，2020年一季度一级行业ROE均出现不同程度下降，盈利能力最强的一级行业仍然为食品饮料，农林牧渔、银行和非银金融，另有化工、计算机、交通运输和休闲服务四个一级行业ROE由正转负。ROE降幅较小的一级行业有通信、综合和国防军工，ROE降幅最明显的一级行业有家用电器、建筑材料和休闲服务等。

二级行业中除通信设备和船舶制造外2020年一季度ROE较去年四季度整体下降，ROE降幅最明显的一级行业有家用电器、旅游综合等。目前盈利能力最强的行业为饮料制造、畜禽养殖和饲料，航空运输、餐饮和石油化工等22个二级行业ROE低于0。















































图表5：申万一级行业ROE (%)

行业名称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	趋势	20Q1-19Q4
食品饮料	20.39	7.10	16.98	16.98	6.28		-10.70
农林牧渔	4.12	0.78	9.23	9.23	4.33		-4.90
银行	12.69	3.46	9.99	9.99	3.18		-6.81
非银金融	8.13	4.33	10.77	10.77	2.93		-7.85
医药生物	9.57	3.11	8.82	8.82	2.39		-6.43
家用电器	15.74	4.44	16.27	16.27	1.97		-14.30
建筑材料	17.77	3.10	13.02	13.02	1.50		-11.52
公用事业	6.59	2.00	6.58	6.58	1.37		-5.21
建筑装饰	10.78	2.21	7.43	7.43	1.37		-6.06
房地产	13.83	2.54	8.62	8.62	1.35		-7.27
电子	7.76	1.73	6.88	6.88	1.31		-5.57
国防军工	2.31	0.50	2.74	2.74	1.21		-1.53
电气设备	3.81	1.15	5.15	5.15	1.09		-4.07
轻工制造	6.10	1.64	6.50	6.50	1.06		-5.44
钢铁	15.73	1.72	6.62	6.62	1.03		-5.59
传媒	-4.45	1.84	5.57	5.57	0.98		-4.59
机械设备	4.28	1.71	5.77	5.77	0.89		-4.88
综合	3.47	1.09	1.92	1.92	0.82		-1.10
通信	1.31	1.40	1.05	1.05	0.66		-0.39
有色金属	3.92	1.33	4.17	4.17	0.56		-3.62
商业贸易	8.58	2.28	7.12	7.12	0.55		-6.57
纺织服装	5.69	2.35	5.47	5.47	0.48		-5.00
汽车	8.31	2.04	5.40	5.40	0.39		-5.01
采掘	6.96	1.73	5.74	5.74	0.25		-5.49
化工	9.90	2.23	7.07	7.07	-0.20		-7.27
计算机	3.18	1.26	5.20	5.20	-0.27		-5.47
交通运输	8.08	2.69	7.38	7.38	-0.49		-7.87
休闲服务	9.18	3.51	9.77	9.77	-1.74		-11.51

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6: 申万二级行业ROE (%)

行业名称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	趋势	20Q1-19Q4
饮料制造	22.02	7.85	18.16	18.16	7.15		-11.01
畜禽养殖	1.69	-0.48	18.47	18.47	6.58		-11.89
饲料	8.75	1.00	9.48	9.48	5.97		-3.51
食品加工	16.49	5.19	14.20	14.20	4.18		-10.02
保险	13.12	6.48	17.65	17.65	4.05		-13.61
医疗器械	11.93	3.81	12.09	12.09	3.51		-8.58
园区开发	10.39	3.69	8.85	8.85	3.31		-5.54
银行	12.69	3.46	9.99	9.99	3.18		-6.81
互联网传媒	-9.50	2.73	7.62	7.62	3.03		-4.59
动物保健	9.21	2.12	5.99	5.99	2.96		-3.03
化学纤维	10.19	2.46	11.92	11.92	2.87		-9.06
化学制药	7.24	2.74	8.41	8.41	2.56		-5.85
医药商业	11.91	3.24	8.43	8.43	2.45		-5.98
中药	10.28	3.45	8.47	8.47	2.44		-6.03
房屋建设	15.36	3.47	10.98	10.98	2.36		-8.62
白色家电	19.06	5.20	18.40	18.40	2.32		-16.07
航运	4.62	2.15	5.04	5.04	2.30		-2.74
煤炭开采	11.76	3.23	9.77	9.77	2.26		-7.51
电子制造	15.00	2.79	11.84	11.84	2.22		-9.63
券商	4.07	2.68	5.45	5.45	2.12		-3.33
元件	12.87	2.10	8.85	8.85	2.11		-6.75
生物制品	10.02	3.01	8.92	8.92	2.05		-6.88
船舶制造	-1.99	0.39	1.50	1.50	2.02		0.52
水泥制造	23.58	4.00	15.35	15.35	1.86		-13.48
农产品加工	-1.11	1.42	4.62	4.62	1.73		-2.89
半导体	3.34	1.05	4.76	4.76	1.69		-3.07
黄金	4.92	1.43	4.68	4.68	1.64		-3.04
物流	8.43	2.22	7.43	7.43	1.63		-5.80
橡胶	9.64	1.86	7.35	7.35	1.62		-5.73
港口	8.08	2.05	6.97	6.97	1.60		-5.37
造纸	11.03	1.51	5.67	5.67	1.57		-4.11
多元金融	7.57	2.84	6.46	6.46	1.54		-4.91
水务	7.25	1.77	6.18	6.18	1.54		-4.65
电源设备	3.18	1.20	5.08	5.08	1.46		-3.62
电机	-8.70	1.76	6.96	6.96	1.46		-5.51
包装印刷	9.09	2.45	7.18	7.18	1.45		-5.74
玻璃制造	7.02	1.63	7.10	7.10	1.44		-5.66
电力	7.37	2.17	7.08	7.08	1.44		-5.63
化学制品	11.42	2.62	7.82	7.82	1.43		-6.40
燃气	3.10	2.03	4.83	4.83	1.42		-3.42
专业工程	8.22	1.83	4.93	4.93	1.40		-3.53
种植业	6.08	1.60	2.53	2.53	1.39		-1.13
基础设施建设	10.37	2.02	7.22	7.22	1.28		-5.93
专用设备	4.13	2.17	7.03	7.03	1.25		-5.77
房地产开发	14.02	2.48	8.60	8.60	1.23		-7.38
汽车零部件	8.41	2.43	6.72	6.72	1.18		-5.54
其他交运设备	7.79	1.69	8.36	8.36	1.07		-7.29
其他电子	7.62	1.47	7.15	7.15	1.05		-6.10
钢铁	15.73	1.72	6.62	6.62	1.03		-5.59
金属非金属新材料	10.33	2.42	7.26	7.26	0.96		-6.31
通信运营	3.23	1.22	3.10	3.10	0.95		-2.15

商业物业经营	10.01	2.29	7.19	7.19	0.93		-6.26
贸易	6.73	3.42	6.24	6.24	0.93		-5.31
航空装备	4.62	0.44	3.87	3.87	0.90		-2.97
通用机械	2.43	1.30	3.21	3.21	0.85		-2.36
其他采掘	12.81	3.73	7.92	7.92	0.84		-7.08
纺织制造	4.04	1.84	5.48	5.48	0.82		-4.66
综合	3.47	1.09	1.92	1.92	0.82		-1.10
铁路运输	11.23	3.07	8.98	8.98	0.80		-8.18
一般零售	7.20	2.70	5.72	5.72	0.76		-4.96
高低压设备	5.00	1.22	5.42	5.42	0.71		-4.70
仪器仪表	5.05	1.53	7.27	7.27	0.70		-6.57
环保工程及服务	3.27	1.24	4.24	4.24	0.69		-3.55
其他休闲服务	7.64	1.73	9.95	9.95	0.68		-9.27
运输设备	5.80	1.30	6.28	6.28	0.58		-5.70
化学原料	11.19	2.30	6.15	6.15	0.57		-5.58
航天装备	5.13	0.89	2.72	2.72	0.56		-2.16
家用轻工	0.99	1.30	6.75	6.75	0.51		-6.24
通信设备	0.32	1.50	-0.09	-0.09	0.50		0.59
电气自动化设备	6.71	0.84	4.55	4.55	0.46		-4.09
塑料	3.99	0.85	2.63	2.63	0.40		-2.24
其他建材	8.77	1.55	7.94	7.94	0.35		-7.59
营销传播	-8.13	1.45	4.69	4.69	0.34		-4.35
服装家纺	6.70	2.65	5.47	5.47	0.31		-5.16
采掘服务	0.43	0.24	3.25	3.25	0.29		-2.96
工业金属	-0.48	1.23	4.27	4.27	0.28		-3.99
地面兵装	5.97	0.64	3.19	3.19	0.23		-2.96
光学光电子	1.54	0.89	2.86	2.86	0.18		-2.68
装修装饰	8.82	2.13	6.76	6.76	0.17		-6.59
稀有金属	10.17	0.84	1.83	1.83	0.09		-1.74
农业综合	7.07	3.46	5.80	5.80	0.08		-5.73
其他轻工制造	10.69	0.67	3.55	3.55	0.01		-3.54
文化传媒	-0.54	1.48	4.62	4.62	-0.05		-4.66
汽车整车	9.21	1.86	4.68	4.68	-0.11		-4.79
机场	11.48	3.17	8.96	8.96	-0.16		-9.12
计算机应用	3.71	1.29	5.25	5.25	-0.19		-5.45
渔业	-1.31	-0.41	1.60	1.60	-0.21		-1.81
专业零售	11.68	0.56	9.93	9.93	-0.31		-10.24
医疗服务	7.07	1.82	7.61	7.61	-0.33		-7.94
视听器材	3.48	1.43	3.30	3.30	-0.45		-3.75
计算机设备	1.74	1.18	4.97	4.97	-0.59		-5.56
汽车服务	0.61	1.35	2.28	2.28	-0.65		-2.93
林业	1.82	0.08	0.81	0.81	-0.71		-1.51
金属制品	6.97	0.96	2.05	2.05	-0.78		-2.82
高速公路	11.15	3.13	9.18	9.18	-1.04		-10.22
公交	7.42	3.40	5.82	5.82	-1.24		-7.06
石油开采	4.35	0.81	3.09	3.09	-1.25		-4.34
景点	7.67	2.90	9.67	9.67	-1.45		-11.12
园林工程	5.43	-0.21	1.22	1.22	-1.69		-2.91
旅游综合	12.25	5.56	12.82	12.82	-1.74		-14.56
酒店	6.37	1.17	5.60	5.60	-1.95		-7.55
石油化工	9.06	2.04	6.05	6.05	-2.65		-8.70
餐饮	4.14	-0.28	0.55	0.55	-6.48		-7.03
航空运输	4.46	3.23	6.33	6.33	-7.06		-13.40

资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3 行业PE：4月多数上升，市场风险偏好提升促行业估值修复

从行业PE来看，截至4月底，市盈率较低的一级行业有银行、房地产和建筑建材板块，二级行业有银行、房屋建设、基础建设、房地产开发和高速公路等板块；市盈率较高的一级行业有计算机、国防军工和电子板块，二级行业有林业、餐饮、半导体和医疗服务等板块。

从4月底相对月初PE变化比来看，PE上升的一级行业有24个，其中交通运输、医药生物和纺织服装板块涨幅较多；二级行业有70个，其中专业零售、综合和旅游综合板块涨幅较多。PE下降的一级行业有4个，其中机械设备板块降幅较多，电气设备、农林牧渔和电子板块小幅下降；二级行业有33个，降幅较多的板块有畜禽养殖、饲料和化学纤维等，另有餐饮板块每股净利润由负转正。

图表7：申万一级行业PE (TTM)

行业名称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	4月	趋势
采掘	14.49	13.84	12.97	13.05	11.03	11.46	
传媒	25.96	31.77	35.60	41.66	38.30	41.15	
电气设备	30.04	32.12	31.62	32.25	31.64	32.98	
电子	33.73	31.03	37.29	42.87	40.60	44.54	
房地产	11.53	10.22	8.97	9.89	8.42	8.45	
纺织服装	24.46	22.10	23.19	25.30	24.54	23.66	
非银金融	21.80	18.94	16.33	15.92	13.60	13.98	
钢铁	7.56	7.36	7.09	9.76	9.03	10.70	
公用事业	22.65	21.06	19.48	19.04	17.98	18.85	
国防军工	69.72	62.80	57.06	57.97	54.49	57.40	
化工	17.90	17.98	18.75	21.64	19.26	20.33	
机械设备	31.71	28.30	25.74	26.78	24.81	25.04	
计算机	55.09	52.72	54.59	58.10	57.53	61.40	
家用电器	14.26	16.22	15.52	17.12	14.45	16.14	
建筑材料	12.94	12.16	10.98	13.04	13.02	13.77	
建筑装饰	11.90	10.36	9.70	9.51	8.99	9.40	
交通运输	20.97	18.89	17.25	17.57	15.50	16.05	
农林牧渔	38.42	49.46	37.19	31.98	32.78	23.51	
汽车	16.40	16.65	17.13	19.51	18.55	19.02	
轻工制造	20.59	20.58	21.79	24.27	21.24	20.78	
商业贸易	19.12	17.42	17.43	14.79	14.37	17.54	
食品饮料	30.98	31.94	32.48	32.60	30.98	33.69	
通信	45.29	42.77	37.69	37.72	38.94	41.06	
休闲服务	32.69	32.45	33.63	34.28	27.15	34.26	
医药生物	32.95	32.66	34.71	36.43	39.05	41.76	
银行	7.01	6.97	6.61	7.02	6.00	6.22	
有色金属	30.32	36.02	36.07	38.32	30.47	31.53	
综合	35.87	24.99	27.17	32.51	29.43	41.53	

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：申万二级行业PE (TTM)

行业名称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	4月	趋势
白色家电	14.24	15.59	14.96	16.55	13.82	15.57	
半导体	58.62	68.19	77.24	110.69	111.29	122.83	
包装印刷	33.13	27.24	26.26	28.81	24.6	22.27	
保险	14.40	13.72	11.38	10.56	8.79	9.46	
玻璃制造	21.99	22.97	22.73	26.26	23.82	22.47	
采掘服务	106.80	62.71	77.35	55.87	38.88	35.77	
畜禽养殖	44.63	62.85	37.60	25.41	22.27	15.35	
船舶制造	113.46	111.94	95.27	108.89	77.64	80.04	
地面兵装	65.37	49.85	49.91	48.56	47.67	48.25	
电机	29.61	42.68	31.78	33.91	28.87	26.65	
电力	22.38	18.48	17.85	17.22	16.13	17.25	
电气自动化设备	23.81	28.86	31.53	34.62	32.9	32.63	
电源设备	34.83	35.19	34.31	33.78	33.22	35.71	
电子制造	33.52	29.32	35.85	39.36	35.93	36.85	
动物保健	26.50	30.58	34.39	45.66	59.15	69.41	
多元金融	24.64	20.13	21.14	22.81	16.48	16.84	
房地产开发	11.06	9.77	8.61	9.58	8.16	8.18	
房屋建设	9.26	7.59	7.29	7.09	6.59	7.00	
纺织制造	20.64	17.82	17.86	22.28	20.57	20.65	
服装家纺	28.67	26.87	27.88	27.62	27.54	25.81	
钢铁	7.56	7.36	7.09	9.76	9.03	10.70	
港口	23.54	18.74	15.78	15.31	13.09	13.77	
高低压设备	29.33	28.04	26.65	27.51	27.99	28.48	
高速公路	11.44	9.82	9.14	9.62	8.81	9.05	
工业金属	32.62	37.88	34.87	30.3	21.87	21.41	
公交	22.63	16.35	15.56	16.51	14.39	15.73	
光学光电子	29.29	26.17	30.92	38.18	35.51	40.70	
航空运输	28.84	33.62	32.55	31.94	23.95	22.31	
航空装备	60.49	54.70	46.81	47.12	45.61	49.41	
航天装备	62.32	58.22	65.45	67.27	72.48	77.58	
航运	76.96	33.48	27.48	30.94	22.63	19.50	
互联网传媒	32.33	37.71	40.92	44.03	42.62	47.34	
化学纤维	24.46	24.58	21.07	22.77	20.1	15.18	
化学原料	15.08	13.56	16.05	20.75	18.7	20.64	
化学制品	18.63	18.12	18.91	22.21	19.81	22.96	
化学制药	34.29	40.61	37.16	37.81	38.39	39.21	
环保工程及服务	21.19	30.11	25.55	25.87	25.32	25.40	
黄金	34.31	45.50	45.32	47.94	42.14	41.39	
机场	26.51	33.99	33.88	31.3	24.03	27.18	
基础建设	10.80	9.48	8.37	8.13	7.7	7.64	
计算机设备	61.00	50.79	55.00	55.9	53.38	53.57	
计算机应用	53.78	53.23	54.50	58.61	58.44	63.21	
家用轻工	30.28	26.99	26.01	27.52	24.36	23.73	
金属非金属新材料	19.62	23.35	22.61	27.24	23.5	25.43	
金属制品	25.02	23.75	23.45	37.58	32.85	29.56	
景点	27.51	27.99	28.63	31.97	26.94	33.05	
酒店	29.91	25.43	23.14	28.73	21.76	26.18	
林业	76.98	169.06	165.20	321.2	281.53	239.81	
旅游综合	33.33	34.63	36.50	34.92	26.46	35.32	
贸易	18.08	14.19	13.87	15.77	14.43	14.82	
煤炭开采	11.30	11.07	10.15	9.98	8.63	9.18	
农产品加工	29.38	30.20	27.89	28.85	33	31.29	

农业综合	42.03	44.89	36.12	33.33	31.5	28.65	
其他采掘	15.07	13.73	13.87	16.37	19.46	18.10	
其他电子	32.97	34.81	39.84	42.47	40.57	42.14	
其他建材	27.89	25.62	25.85	28.16	31.26	31.07	
其他交运设备	139.39	228.26	142.12	48.94	47.96	42.18	
其他轻工制造	56.30	40.99	48.86	64.79	57.94	72.69	
其他休闲服务	41.01	25.46	42.26	36.48	38.03	34.28	
汽车服务	25.88	18.90	16.84	21	20.06	21.59	
汽车零部件	16.19	15.68	16.23	18.89	17.53	17.66	
汽车整车	14.82	17.04	17.86	19.74	19.36	20.56	
券商	39.45	31.31	28.97	28.55	24.2	23.82	
燃气	33.47	34.12	30.52	32.98	26.33	25.92	
商业物业经营	15.73	17.73	18.38	22.12	20.43	18.80	
生物制品	50.78	44.65	43.73	43.75	53.19	57.45	
石油化工	12.95	13.36	13.31	14.61	11.61	11.64	
石油开采	27.51	29.49	22.68	24.46	17.98	17.05	
食品加工	30.97	32.15	28.85	29.78	32.51	32.87	
视听器材	14.42	45.72	45.68	42.77	40.25	35.39	
水泥制造	8.85	8.59	7.88	9.58	9.16	9.96	
水务	22.94	20.42	19.34	19.23	18.41	17.78	
饲料	36.89	58.55	44.77	41.18	53.69	32.29	
塑料	19.84	38.97	40.47	40.22	46.09	41.32	
铁路运输	11.20	10.29	9.55	10.27	11.75	12.97	
通信设备	44.35	42.55	37.04	37.52	39.08	41.57	
通信运营	52.06	44.18	43.15	39.31	37.84	37.14	
通用机械	39.81	40.01	37.97	43.12	39.99	42.93	
文化传媒	26.53	32.26	31.96	35.67	31.27	32.48	
物流	21.99	17.60	15.96	16.39	16.15	16.45	
稀有金属	38.65	42.74	52.16	72.07	59.64	72.58	
橡胶	19.40	18.42	20.97	20.85	18.62	18.80	
一般零售	21.13	23.57	20.23	19.4	19.94	21.60	
医疗服务	83.21	43.07	99.27	93.85	88.8	113.29	
医疗器械	56.30	40.63	42.30	44.79	49.91	52.45	
医药商业	17.27	15.52	15.03	15.48	15.6	16.48	
仪器仪表	43.56	43.37	41.17	42.48	39.94	41.35	
银行	7.01	6.97	6.61	7.02	6	6.22	
饮料制造	30.98	31.86	33.72	33.55	30.43	33.98	
营销传播	18.27	23.75	32.47	49.21	43.09	44.65	
渔业	35.78	59.87	69.93	114.38	109.26	83.82	
元件	32.82	29.38	37.41	39.45	38.16	46.50	
园林工程	17.45	23.40	43.03	51.33	48.33	50.67	
园区开发	27.39	24.60	22.20	21.14	17.91	17.16	
运输设备	22.79	23.33	19.88	19.47	18.15	16.69	
造纸	10.17	12.69	15.22	17.97	16.02	16.70	
中药	22.53	23.28	23.56	25.72	26.62	29.43	
种植业	41.90	39.83	30.93	49.28	66.36	72.14	
专业工程	14.46	12.32	11.63	11.73	11.66	12.58	
专业零售	18.19	12.90	15.42	8.88	8.25	13.68	
专用设备	30.56	24.91	22.98	23.29	21.81	22.20	
装修装饰	20.85	19.46	19.10	20.42	19.27	20.71	
综合	35.87	24.99	27.17	32.51	29.43	41.53	
餐饮	133.18	146.28	227.86	939.64	/	206.13	

资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.4 行业资产负债率：19年至20年一季度升降各半

2020年一季度较2019年同期，资产负债率上升和下降的一级行业各有14个，其中负债率上升幅度较大的有建筑材料、纺织服装、商业贸易和计算机，负债率下降幅度较大的有综合、家用电器、国防军工和轻工制造。今年一季度资产负债率同比上升的二级行业有57个，下降的有47个，其中负债率提升较多的有服装家纺、水泥制造和其他休闲服务等，负债率下降较多的畜禽养殖、其他轻工制造和综合等。

总体来看，今年一季度各行业资产负债率受疫情的影响暂不突出，与去年四季度相比，资产负债率上升的一/二级行业有13/49个，下降的有15/55个，资产负债率下降的一级和二级行业超过一半。

图表9：申万一级行业资产负债率（%）

行业名称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	趋势	20Q1-19Q1	20Q1-19Q4
建筑材料	42.49	42.28	49.86	49.09	48.62		6.13	-0.47
纺织服装	43.07	44.26	41.68	49.69	48.96		5.90	-0.73
商业贸易	57.32	57.70	59.22	59.17	60.09		2.78	0.92
计算机	41.76	41.55	42.62	45.29	44.41		2.65	-0.88
有色金属	55.93	56.29	56.62	56.09	57.54		1.61	1.45
传媒	39.59	38.84	38.88	40.30	41.00		1.41	0.70
化工	52.54	53.40	52.95	52.83	53.82		1.29	1.00
采掘	47.87	48.17	48.28	48.60	48.94		1.07	0.34
医药生物	44.20	44.49	44.47	44.71	44.91		0.71	0.20
机械设备	54.74	55.78	55.17	54.72	55.39		0.65	0.66
食品饮料	31.17	33.60	32.43	35.09	31.56		0.39	-3.53
电气设备	55.87	56.01	56.83	57.10	56.26		0.38	-0.84
非银金融	84.19	84.28	83.92	84.09	84.38		0.19	0.29
汽车	58.13	58.80	58.42	59.43	58.11		-0.02	-1.32
休闲服务	43.68	43.86	43.02	43.96	43.57		-0.11	-0.40
钢铁	56.87	57.55	57.36	56.57	56.75		-0.12	0.18
银行	92.12	92.17	91.76	91.86	91.94		-0.19	0.07
电子	53.77	54.67	55.28	54.44	53.42		-0.35	-1.02
交通运输	57.70	58.22	58.07	57.53	57.15		-0.55	-0.38
通信	49.57	50.31	49.84	49.46	48.94		-0.63	-0.52
建筑装饰	75.64	75.98	75.93	74.82	74.81		-0.83	-0.01
房地产	80.06	80.51	80.26	79.02	79.10		-0.96	0.08
公用事业	63.47	63.84	62.92	62.76	62.30		-1.16	-0.45
农林牧渔	48.95	47.67	45.81	44.38	46.97		-1.99	2.59
轻工制造	52.26	52.36	51.86	51.40	50.17		-2.09	-1.23
国防军工	51.70	51.66	49.48	49.50	49.48		-2.22	-0.02
家用电器	62.32	62.69	61.88	61.04	59.72		-2.60	-1.31
综合	64.42	63.83	56.13	54.49	55.08		-9.34	0.60

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：申万二级行业资产负债率（%）

行业名称	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	趋势	20Q1-19Q1	20Q1-19Q4
服装家纺	37.21	38.59	38.36	52.18	51.45		14.25	-0.73
水泥制造	39.38	38.10	50.20	49.52	49.06		9.68	-0.47
其他休闲服务	21.06	23.92	28.20	29.36	27.96		6.90	-1.39
贸易	64.03	64.07	68.88	65.53	70.28		6.25	4.75
渔业	45.77	47.76	47.78	52.24	51.59		5.82	-0.65
铁路运输	21.43	20.44	19.85	18.88	27.17		5.74	8.29
计算机设备	48.68	48.31	53.93	55.32	54.12		5.44	-1.19
餐饮	28.80	29.71	30.59	30.87	34.06		5.26	3.18
稀有金属	53.40	53.19	56.22	56.72	58.57		5.17	1.86
元件	40.49	40.00	46.81	45.78	45.51		5.02	-0.27
化学纤维	65.66	67.78	68.46	68.68	69.71		4.06	1.03
塑料	42.59	44.97	44.88	46.54	46.52		3.93	-0.02
医疗服务	42.05	42.79	44.38	45.40	45.91		3.85	0.51
动物保健	21.54	21.98	23.97	24.70	25.31		3.77	0.61
农产品加工	53.43	53.65	56.05	54.46	57.11		3.69	2.66
园林工程	63.53	65.28	66.18	67.35	67.00		3.47	-0.34
食品加工	40.22	40.81	41.85	43.15	43.68		3.46	0.53
物流	64.14	64.92	66.62	64.92	67.47		3.34	2.56
专业零售	59.13	60.10	61.49	62.79	62.37		3.24	-0.42
种植业	38.99	38.92	40.40	40.52	42.18		3.18	1.66
水务	53.92	55.31	55.49	55.61	56.56		2.63	0.95
高速公路	50.65	51.91	51.30	51.32	53.21		2.56	1.89
环保工程及服务	58.92	59.42	60.18	61.12	61.35		2.43	0.23
一般零售	52.72	53.05	54.01	55.37	55.01		2.29	-0.36
文化传媒	35.92	36.97	36.84	37.87	38.15		2.23	0.28
计算机应用	38.67	38.66	38.70	41.72	40.85		2.18	-0.86
旅游综合	41.61	41.31	41.66	44.04	43.51		1.90	-0.53
金属制品	61.82	62.51	62.04	63.02	63.70		1.88	0.68
农业综合	58.25	58.56	59.84	58.98	60.11		1.86	1.14
航空运输	70.40	70.67	68.95	70.21	72.17		1.78	1.96
石油开采	45.91	46.01	46.98	47.17	47.61		1.70	0.44
石油化工	51.26	52.16	51.85	50.12	52.95		1.69	2.83
仪器仪表	33.04	34.17	34.51	36.41	34.69		1.66	-1.71
专用设备	55.54	56.47	56.04	56.22	57.12		1.59	0.91
中药	38.42	38.15	38.77	40.05	39.79		1.38	-0.26
医药商业	63.12	63.66	64.17	63.74	64.42		1.30	0.69
券商	76.03	76.22	75.53	76.16	77.24		1.21	1.08
煤炭开采	47.89	48.50	47.82	48.70	49.01		1.12	0.31
化学制药	39.89	40.94	40.03	40.38	40.89		1.00	0.51
燃气	59.30	58.96	59.43	60.95	60.23		0.93	-0.72
工业金属	59.58	59.93	59.80	59.31	60.45		0.88	1.15
营销传播	41.27	41.11	41.28	42.71	42.13		0.87	-0.58
金属非金属新材料	40.50	40.81	39.38	40.34	41.36		0.86	1.02
高低压设备	51.89	52.64	52.27	52.98	52.74		0.85	-0.24
饲料	54.41	51.32	51.31	51.65	55.26		0.85	3.61
黄金	54.89	55.77	55.67	53.10	55.58		0.69	2.48
机场	18.67	20.30	21.74	19.57	19.36		0.68	-0.21
装修装饰	60.57	62.33	62.32	63.66	61.15		0.58	-2.51
汽车整车	61.09	61.55	61.43	62.55	61.48		0.39	-1.07
化学原料	52.21	51.96	51.46	50.46	52.59		0.38	2.13
汽车零部件	52.00	53.32	52.66	53.66	52.36		0.36	-1.30
光学光电子	55.46	56.75	56.10	56.32	55.80		0.34	-0.52

电气自动化设备	44.86	45.25	45.37	46.28	45.17		0.31	-1.11
通信设备	54.91	56.39	55.83	55.91	55.14		0.24	-0.77
互联网传媒	44.70	40.84	41.09	43.29	44.89		0.20	1.60
电源设备	60.45	60.06	61.60	61.62	60.64		0.19	-0.98
其他建材	46.54	48.55	49.09	47.77	46.65		0.11	-1.12
钢铁	56.87	57.55	57.36	56.57	56.75		-0.12	0.18
公交	44.89	46.14	45.33	45.22	44.75		-0.14	-0.48
银行	92.12	92.17	91.76	91.86	91.94		-0.19	0.07
保险	88.63	88.64	88.48	88.35	88.44		-0.20	0.09
运输设备	57.29	59.73	59.71	56.22	57.07		-0.22	0.85
船舶制造	53.54	53.41	51.04	51.97	53.19		-0.35	1.23
商业物业经营	56.12	56.09	55.98	55.62	55.72		-0.41	0.10
玻璃制造	50.04	49.63	48.49	48.20	49.56		-0.48	1.36
电子制造	51.98	53.99	56.20	53.82	51.44		-0.55	-2.39
多元金融	79.13	79.20	77.97	78.67	78.54		-0.59	-0.13
橡胶	51.99	52.36	51.35	51.23	51.37		-0.62	0.14
视听器材	65.64	63.26	64.01	65.37	64.89		-0.75	-0.48
房屋建设	77.73	77.45	76.90	76.54	76.95		-0.77	0.41
生物制品	33.55	33.64	34.98	33.69	32.74		-0.81	-0.95
房地产开发	80.50	80.92	80.69	79.54	79.65		-0.86	0.10
港口	39.55	40.52	39.18	38.30	38.57		-0.98	0.27
专业工程	70.35	70.77	70.19	69.46	69.33		-1.01	-0.12
基础设施建设	76.62	77.16	77.38	75.64	75.50		-1.12	-0.14
通信运营	43.46	43.42	43.23	42.49	42.20		-1.27	-0.30
包装印刷	41.12	40.06	40.50	40.34	39.65		-1.46	-0.68
家用轻工	49.29	49.74	49.41	50.18	47.66		-1.63	-2.51
其他电子	64.43	61.84	62.80	62.69	62.76		-1.67	0.07
医疗器械	37.09	35.46	34.84	35.03	35.24		-1.84	0.21
饮料制造	26.76	30.03	27.40	30.92	24.80		-1.96	-6.11
园区开发	60.17	63.03	61.85	59.08	58.16		-2.01	-0.92
电力	64.91	65.27	63.92	63.47	62.88		-2.03	-0.59
造纸	61.06	60.89	60.34	59.05	58.94		-2.11	-0.10
白色家电	61.04	62.58	61.48	60.21	58.74		-2.30	-1.47
酒店	58.55	58.32	57.26	56.39	56.23		-2.32	-0.16
化学制品	50.82	50.77	49.25	50.37	48.31		-2.51	-2.07
汽车服务	64.69	65.29	65.31	65.05	62.16		-2.53	-2.89
航空装备	53.50	53.88	52.75	51.83	50.92		-2.58	-0.91
其他交运设备	42.88	40.36	40.94	42.18	40.26		-2.61	-1.91
航运	71.70	71.25	71.31	69.53	68.83		-2.87	-0.69
地面兵装	43.02	41.02	39.76	42.63	39.97		-3.04	-2.65
通用机械	49.94	50.02	46.59	46.83	46.61		-3.33	-0.22
采掘服务	63.60	63.70	61.38	60.43	60.12		-3.48	-0.30
电机	51.04	50.75	49.16	47.89	46.44		-4.59	-1.45
半导体	52.17	52.22	48.23	46.24	45.58		-6.59	-0.65
其他采掘	54.60	53.70	49.68	47.07	47.36		-7.24	0.28
纺织制造	50.69	51.53	47.65	43.71	43.08		-7.62	-0.63
航天装备	46.45	46.80	42.03	40.01	38.51		-7.94	-1.50
景点	29.87	31.70	20.59	21.11	21.06		-8.81	-0.05
林业	43.17	40.91	27.70	30.42	34.03		-9.14	3.61
综合	64.42	63.83	56.13	54.49	55.08		-9.34	0.60
其他轻工制造	65.79	64.77	64.18	54.83	54.90		-10.89	0.08
畜禽养殖	49.55	48.51	37.67	33.40	35.67		-13.87	2.27

资料来源: Wind, 万联证券研究所

2、上、中、下游指标景气度

2.1 下游行业

由于内地疫情自3月起持续向好,下游消费情绪进入二季度进一步回暖,叠加地方政府发放消费券、开放线下实体店消费等一系列促消费政策实施,使得3-4月下游行业景气度普遍环比回升。

随着五一劳动节假期期间全国所有省级行政区均解除重大卫生公共一级响应,假期期间消费金额较清明节有较大幅度提升,预计下游行业在二季度内有较大概率继续恢复

景气度。

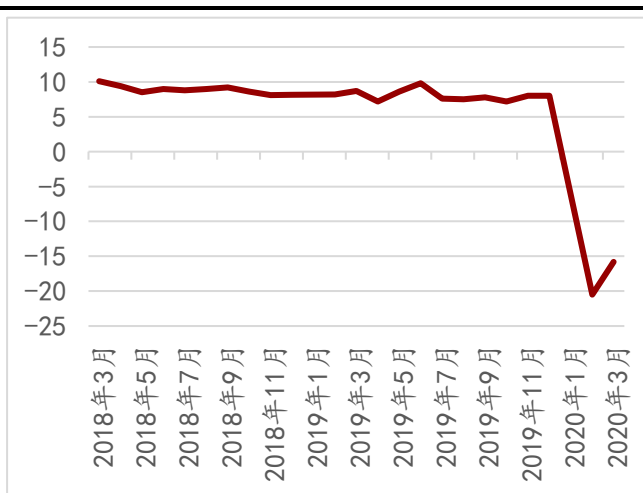
社会消费品零售总额3月同比增速-15.8%，较上月回升4.7个pct，较去年同期下降了24.5个pct。

商品房销售面积3月累计同比增速-26.3%，较上月回升13.6个pct，房地产开发投资完成额3月累计同比增速-7.7%，较上月回升8.6个pct。

智能手机出货量4月同比增速17.2%，较上月大幅回升39.1个pct，结束连续4个月同比增速负增长。

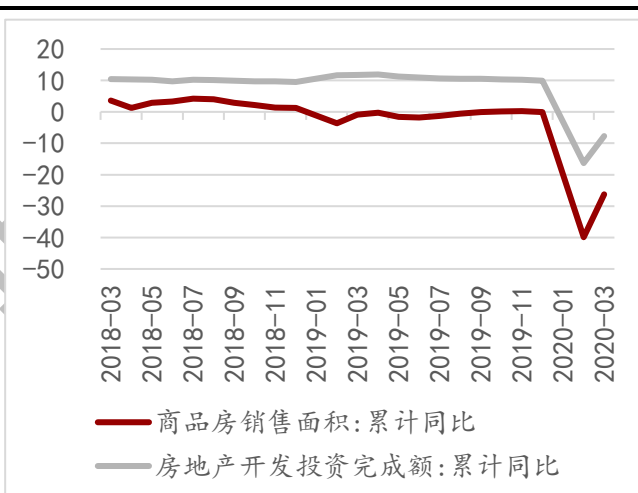
家用电器3月累计零售同比增速为-29.9%，与上月-30%基本持平。

图表11：社会消费品零售总额同比增速 (%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：商品房销售面积和房地产开发投资完成额同比增速 (%)



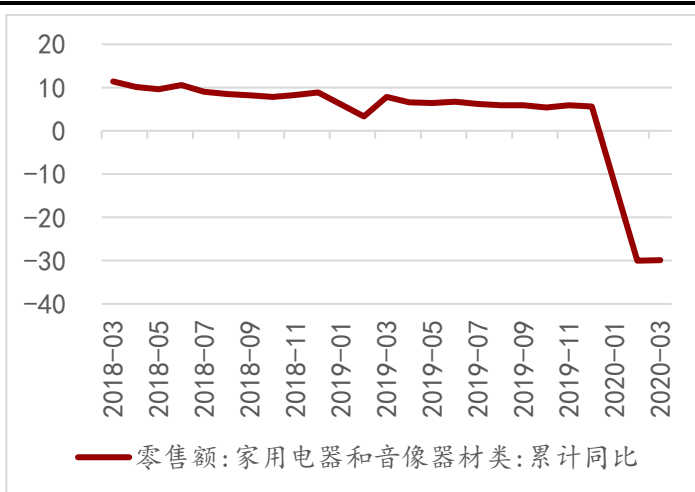
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表13：智能手机出货量同比增速 (%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表14：家用电器和音像器材零售额同比增速 (%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

2.2 中游行业

中游行业受益于进一步复工复产和疫情防控管制措施放松，在3月至4月中游行业中的汽车、半导体和交通运输行业业绩持续改善，相关业绩指标环比均为正增长。同时，新能源汽车补贴新政、工信部宣布建设国家医疗器械创新中心和集成电路创新中心等政策有较大几率支撑相关中游行业短期内继续改善业绩。

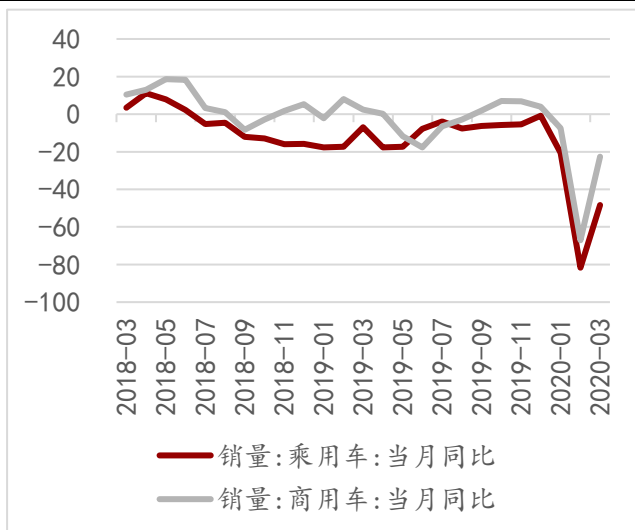
乘用车和商用车3月销量同比增速分别为-48.42%和-22.60%，较上月环比大幅提高

33.26个pct和34.47个pct。

全球半导体销售额同比增速在今年2月结束持续一年的负增长转正,增速在3月进一步扩大,亚太地区与中国销售额同比增速已连续半年上升。

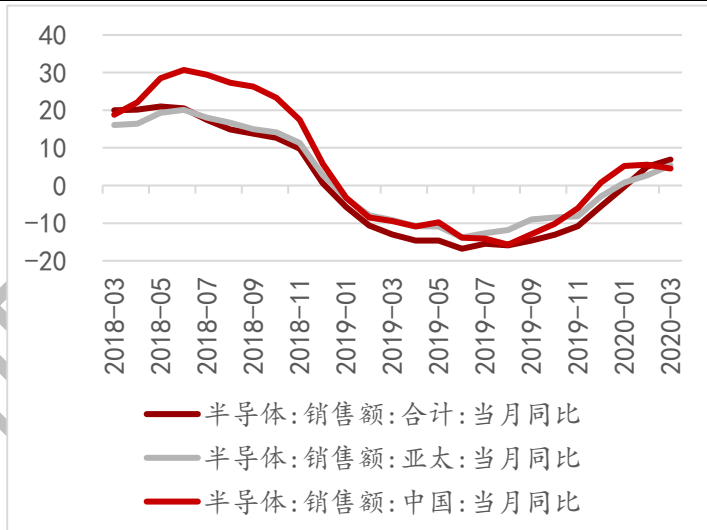
3月,公路、铁路以及民航客运增速都相应出现了改善,公路货运同比跌幅也明显收窄,铁路货运同比增速较2月小幅下滑但仍维持正增长,民航货运同比增速在2月负增长基础上小幅下滑。

图表15: 乘用车和商用车当月销量同比增速 (%)



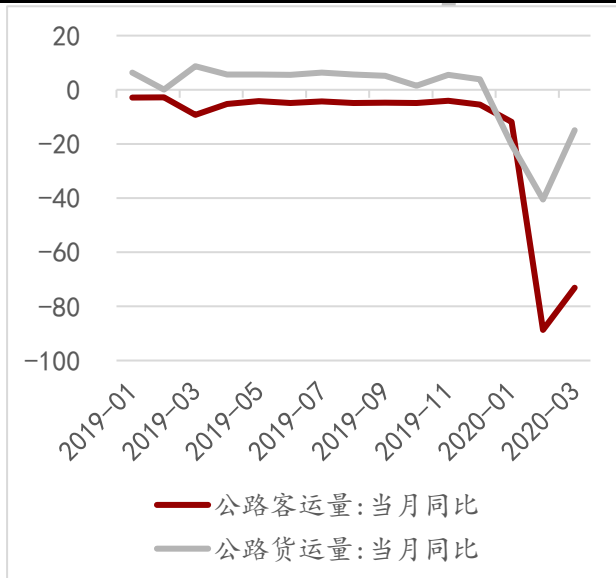
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表16: 全球、亚太和中国半导体销售额同比增速 (%)



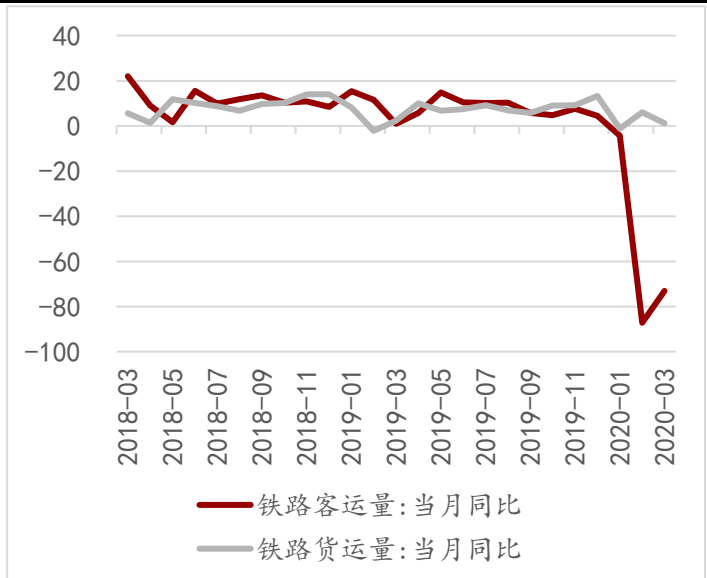
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 公路客运量和货运量同比增速 (%)



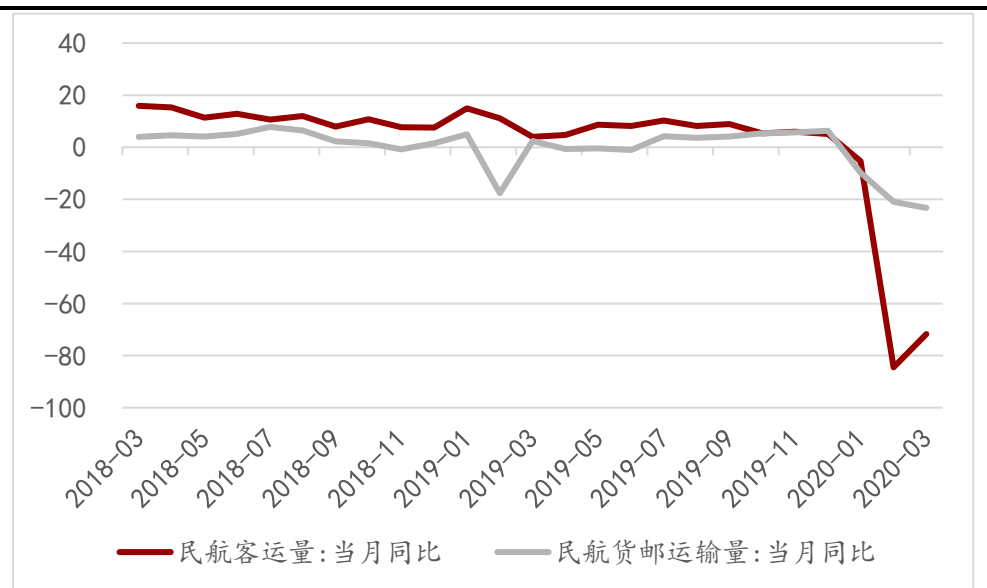
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 铁路客运量和货运量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: 民航客运量和货邮运输量同比增速 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.3 上游行业

相较于景气度普遍上行的下游和中游行业，上游行业4月景气度多数向下。由于海外疫情在4月未能出现较大改善，导致需求端持续下行，原油现货价格在4月20日首次出现负油价，能源、钢铁等上游行业在4月仍承压；农业方面肉类价格环比继续降低，粮食类价格存在分化。

随着欧美等主要海外经济体在4月底开始陆续启动复工复产复学计划，并降低居民出行限制，预计上游行业需求端短有概率在二季度内获得一定修复，景气度前景仍不及下游和中游行业。

4月原油价格波动剧烈需求走弱背景下价格持续下跌，月中甚至出现了创纪录的负油价，库存同比增速持续回升。截至4月末，WTI原油现货价格在月中触及负油价后回升至18.84美元，与3月末价格相比仍下降了8%。

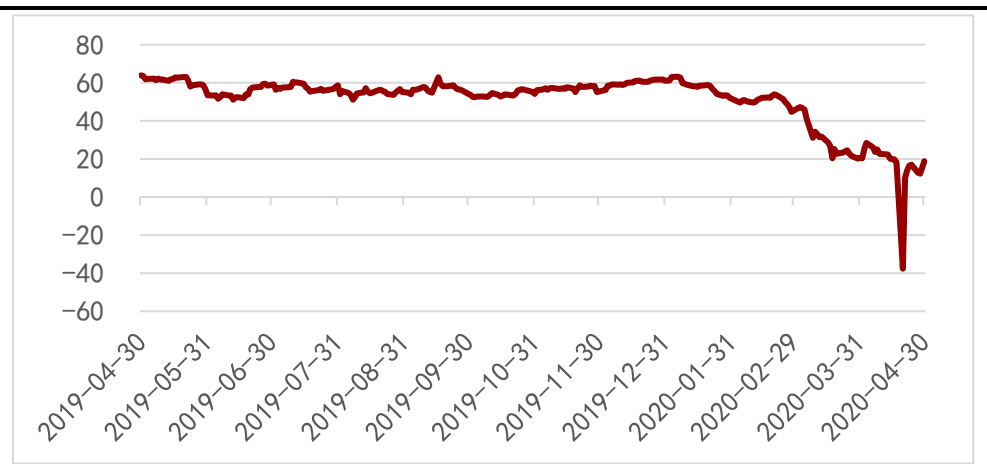
螺纹钢和铁矿石4月较上月价格稳中有升，库存量较上月环比有所下降，但同比增速仍维持在高位。

动力煤和焦煤4月价格较上月均出现较大幅度下降。

4月建材价格继续下行，其中水泥价格指数较上月小幅下降，玻璃价格较上月大幅下滑。

鸡肉和猪肉4月价格继续回落，粮食价格出现分化，玉米和小麦价格较上月下跌，大豆价格有所回升，稻谷价格大幅上涨。

图表20: WTI原油现货价(美元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表21: 螺纹钢期货结算价(元/吨)



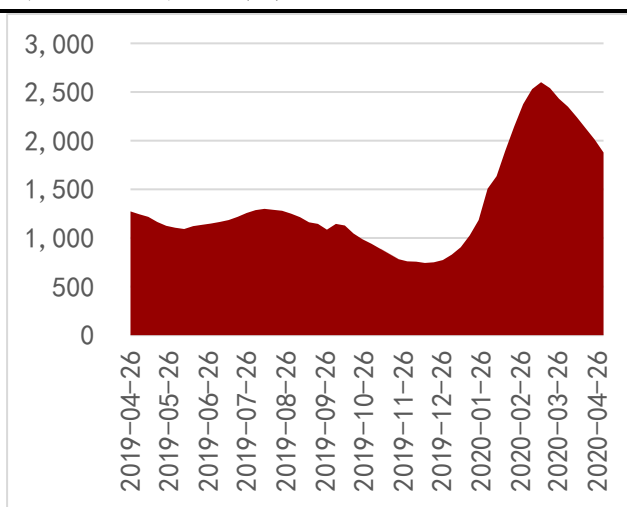
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表22: 铁矿石期货结算价(元/吨)



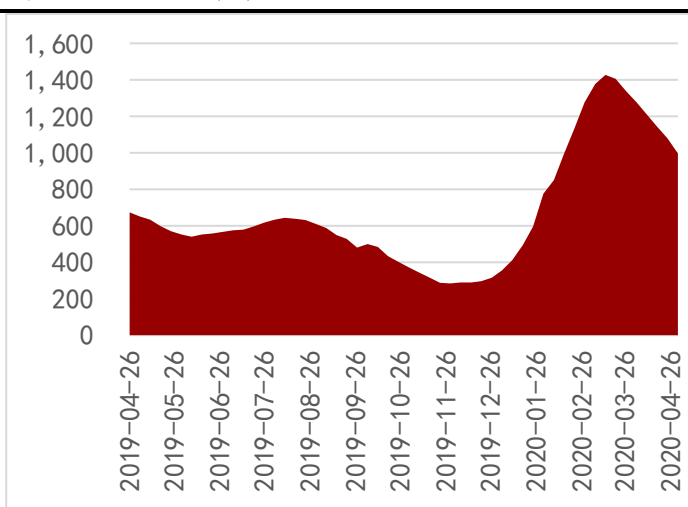
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表23: 主要钢材库存量(万吨)



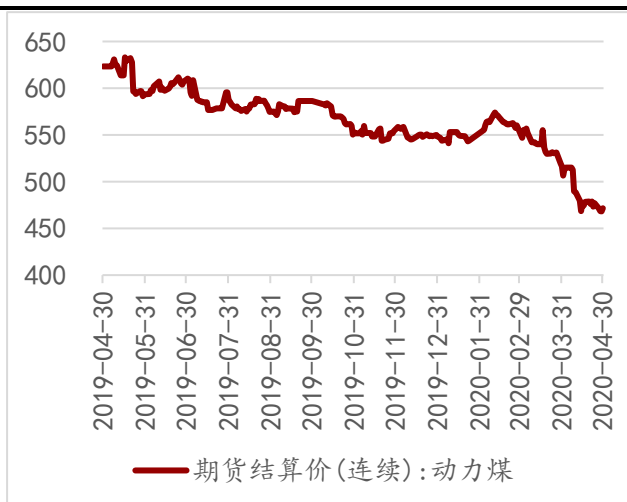
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表24: 螺纹钢库存量(万吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表25: 动力煤期货结算价 (元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表26: 焦煤期货结算价 (元/吨)



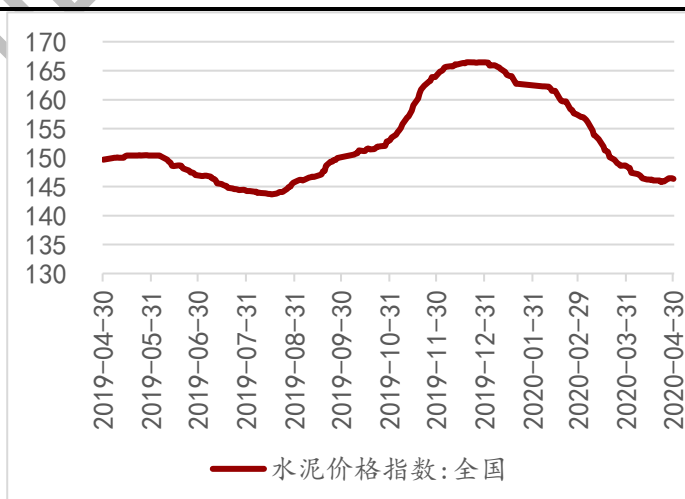
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表27: 玻璃期货结算价 (元/吨)



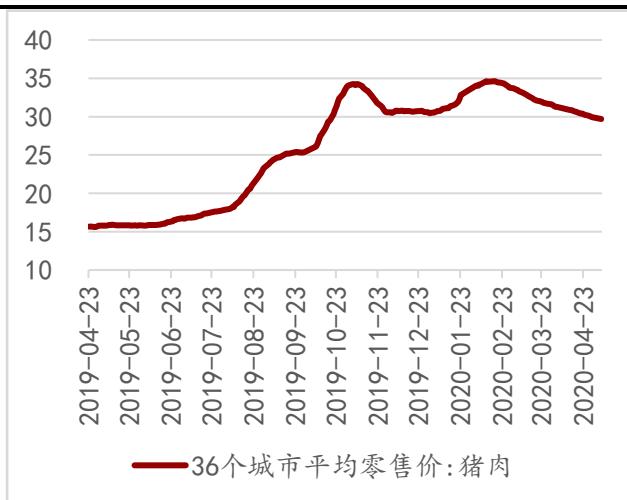
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表28: 水泥价格指数 (全国)



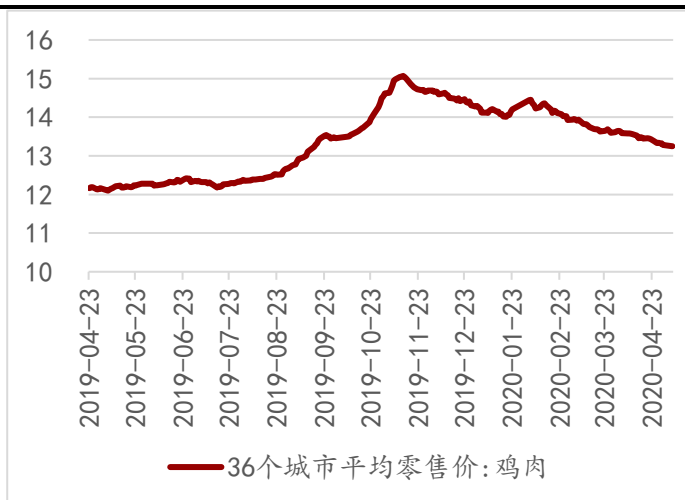
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表29: 猪肉平均零售价 (元/斤)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30: 鸡肉平均零售价 (元/斤)



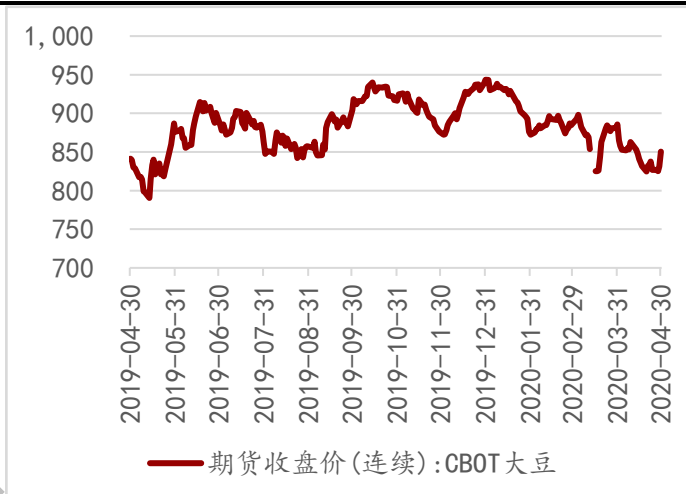
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表31: 玉米期货收盘价



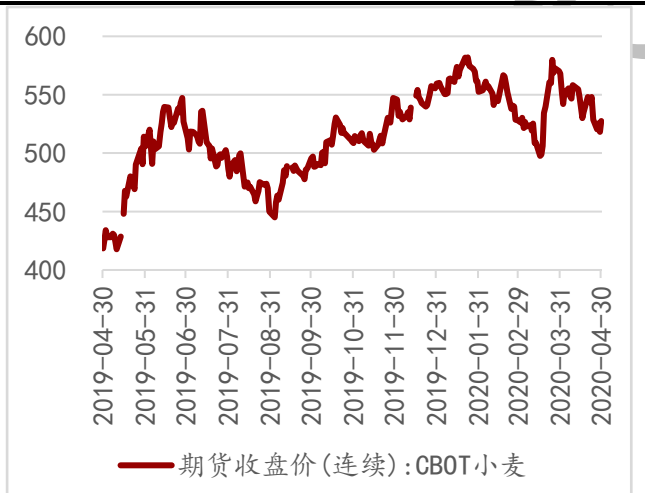
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表32: 大豆期货收盘价



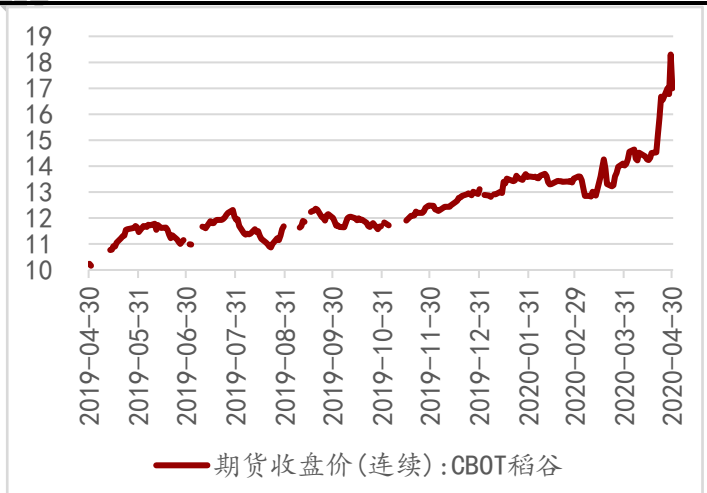
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表33: 小麦期货收盘价



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表34: 稻谷期货收盘价



资料来源: Wind, 万联证券研究所

3、投资建议

从4月开始,我国疫情得到基本控制,得益于复工复产持续推进,行业整体景气度环比上月普遍得到改善,3-4月数据显示中游和下游多数行业景气度较上月有明显复苏气象,但部分上游行业继续回落。

4月市场风险偏好有所回升,在疫情导致多数上市公司盈利能力减弱的情况下,A股4月主要股指普遍上涨,行业整体估值水平较上月有所提高,包括外资在内资金继续看好国内经济率先从疫情中恢复。从各行业资产负债率来看,疫情冲击暂时不明显,超过半数一级和二级行业资产负债率进一步下降,随着减税降费、降低利率等政策逐步得到落实,二季度内行业负债率出现大幅攀升的可能性较低。

5月内需行业修复是重要主线逻辑,五一期间可以看到餐饮、旅游、出行等消费已出现较大恢复。5月22日将召开两会,按照4月政治局会议总结今年一季度开局时提出的“六保”:保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转,坚定实施扩大内需战略,预计有较大概率继续加大包括中央财

政政策和货币政策在内的逆周期调节政策实施力度。配合近期中央到地方密集公布的经济刺激政策,叠加个人消费回暖的趋势,下游和中游行业有望在二季度内持续改善,5月A股基本面或得到有力支撑,业绩有望在二季度扭转一季报颓势。

配置关注:一是关注基建、地产产业链和工程机械的估值修复;二是关注芯片半导体、集成电路、5G、消费电子、操作系统、数据中心、新能源车等科技行业;三是关注可选消费,酒店旅游、汽车、家居、家电等。

4、风险提示

海外疫情反复,经济修复不及预期。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场