

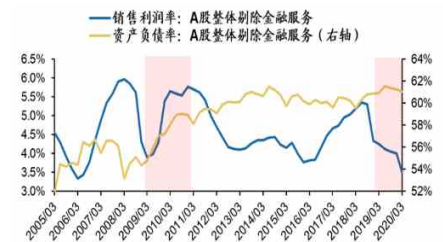
“现金流”待修复，“利润率”新抓手

——A股19年报20年一季报深度分析

报告摘要:

- **A股确认“盈利底”，全年盈利“负增长”。**A股剔除金融的20Q1利润增速大幅回落到-52.39%（19Q4为-1.89%）。中性假设下，预计A股剔除金融全年利润增速-16%。我们判断20Q1“盈利底”已确认，但全年A股剔除金融的利润增速大概率仍在负增长区域。
- **ROE大幅回落，利润率或将触底。**资产周转率大幅回落，拖累A股剔除金融20Q1的ROE大幅下行到6.16%（19Q4为7.44%）。当前A股剔除金融的杠杆率处于历史高位，而利润率则接近历史底部，预计20年财政兼顾“消费/投资”，将驱动利润率触底回升。（《混合型财政，A股能否刻舟求剑？》，20200421）
- **筹资现金流改善，对冲经营现金流回落。**20Q1企业现金流逆势改善，主要得益于筹资现金流大幅抬升，其中，借款取得的现金显著增加（政策窗口指导），而发债收到的现金则继续回落（市场化程度高）。
- **灾后重建，关注财务数据的两个“抓手”。**疫情导致股市暴跌，经营现金占比高的公司跌幅较轻；随后的市场反弹，经营现金占比高的公司涨幅更大；20年财政将兼顾“消费/投资”，利润率驱动的消费/科技制造更受益。行业筛选：利润率潜在抬升，且拥有经营现金流支撑的行业分布在：商贸、食品、医药、半导体、装备制造。
- **成长股：盈利回落，龙头有韧性“以龙为首”。**中小、创业板20Q1的收入增速/利润增速/ROE（TTM）均明显回落，其中周转率是主要拖累项。不过，创业板龙头公司的收入增速明显回落，但利润增速仍维持相对高位，ROE也高位抬升，主要得益于利润率持续改善。
- **行业比较：关注疫情各行业存货、利润率及现金流影响。**（1）疫情下内需必需消费的相对优势体现在：收入正增长或有限负增长、高销售利润率支撑ROE、经营现金流保持净流入；但基金配置与相对估值已回到高位。（2）疫情对可选消费与服务的冲击体现在：需求端恶化、存货累积、销售利润率回落冲击ROE，积极信号在于企业自救或政策扶持下筹资现金流改善；随着目前景气预期、配置与相对估值均处于低位，Q2视线将逐渐转向“业绩修复弹性”。（3）TMT值得关注的变化包括：硬件类行业的存货上升需评估后续消化趋势，科技行业普遍筹资现金流大幅改善，印证政策对新经济的融资支持。（4）周期中的结构性亮点包括：稀有金属、造纸、黄金的盈利增长趋势有所改善，水泥的存货同比增速处于低位更受益于工业生产修复带来的涨价，而工程机械、重卡的资产周转率和销售利润率支撑ROE仍维持高位。
- **核心假设风险：**宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动，海外不确定性风险增加。

图：当前加杠杆空间有限，利润率将成为ROE的主要驱动力



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师：戴康



SAC 执证号：S0260517120004

SFC CE No. BOA313



021-60750651



daikang@gf.com.cn

分析师：郑恺



SAC 执证号：S0260515090004

021-60750638



zhengkai@gf.com.cn

分析师：曹柳龙



SAC 执证号：S0260516080003

021-60750626



caoliulong@gf.com.cn

请注意，郑恺、曹柳龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

- | | |
|---------------------------------|------------|
| 寄望龙头“牵引”，对冲民企“困局”：——A股19三季报深度分析 | 2019-11-04 |
| 分层时代，以龙为首：——A股19中报深度分析 | 2019-09-04 |

目录索引

一、A 股确认“盈利底”，全年盈利“负增长”	6
(一) A 股收入增速和利润增速均大幅回落	6
(二) 19Q4-20Q1 的实际利润增速低于我们预期	7
(三) 根据 Q1 实际披露，修正全年 A 股盈利预测	8
(四) “盈利底”确认，但全年大概率负增长	9
二、ROE 大幅回落，利润率或将触底	10
(一) 周转率恶化，拖累 ROE 下行	10
(二) 杠杆率高位，有息负债率微升	11
(三) 利润率将成 ROE 的重要支撑力	13
三、筹资现金流改善，对冲经营现金流回落	14
四、灾后重建，关注财务数据的两个“抓手”	16
(一) 短期冲击：经营现金流是疫情暴跌的“避风港”	16
(二) 政策线索：财政兼顾消费/投资，利润率驱动的消费/科技制造受益	17
(三) 行业筛选：利润率潜在抬升，且经营现金流较好——商贸零售、食品饮料、医药生物、半导体、装备制造	18
五、成长股：盈利回落，龙头有韧性	19
(一) 中小板：收入/利润/ROE 均回落，周转率是主要拖累	19
(二) 创业板：收入/利润/ROE 均回落，周转率是主要拖累	20
(三) 创业板龙头公司利润率改善，驱动 ROE 高位抬升	21
六、行业比较：关注疫情对存货、利润率及现金流影响	23
(一) 板块概览：大多数行业一季报录得历史最差增长	23
(二) 疫情下的一季报，关注相对优势、修复弹性、政策对冲	25
(三) 内需必选消费：疫情下相对的避风港，但配置/估值已显失衡	26
(四) 可选消费/服务：从疫情最受损，逐渐转向“业绩修复弹性”	27
(五) TMT：高景气半导体已被配至高位，从库存变化评估后续冲击	31
(六) 周期/大金融：稀有金属、造纸、水泥、机械、重卡有结构性亮点	33
七、风险提示	35

图表索引

图 1: A 股一季报收入增速大幅回落	6
图 2: A 股一季报利润增速大幅回落	6
图 3: 收入增速&成本增速的变化幅度: A 股各大类板块	6
图 4: 历年 A 股四季度利润环比增速	7
图 5: 历年 A 股剔除金融四季度利润环比增速	7
图 6: 历年 A 股剔除金融一季度利润环比增速	7
图 7: 17 (/28) 个行业录得历史最差/次差 Q1 增速	7
图 8: 20 年利润增速预测	8
图 9: 假设中报增速低于 Q1, 则 Q2 单季净利润环比将是历史最差	9
图 10: 假设全年盈利正增长, 则 Q1 单季净利润占比将是历史最低	9
图 11: A 股剔除金融的 ROE (TTM)	10
图 12: 大类板块 ROE (TTM) 变化: 20Q1-19Q4	10
图 13: A 股剔除金融的资产周转率 (TTM)	11
图 14: A 股剔除金融收入增速和资产增速	11
图 15: A 股剔除金融资产负债率: 一季度季节性回落	12
图 16: A 股剔除金融的资产负债率 (历年一季报)	12
图 17: A 股剔除金融的有息/无息负债率 (所有季度)	12
图 18: A 股剔除金融的有息/无息负债率 (历年一季报)	12
图 19: 毛利率 (TTM) 继续回落	13
图 20: 大类板块毛利率变化幅度: Q3-Q2	13
图 21: 当前加杠杆空间有限, 利润率将成为 ROE 的主要驱动力	13
图 22: A 股剔除金融的现金流边际好转	14
图 23: A 股剔除金融的现金占总资产比小幅改善	14
图 24: 一季报各大类板块的筹资性现金流变化	14
图 25: 筹资现金流同比增速	15
图 26: 借款/发债取得现金流同比增速	15
图 27: 一季报各大类板块的借款收到的现金流变化	15
图 28: 一季报各大类板块的发债取得的现金流变化	15
图 29: 疫情全球蔓延, 经营现金流占收入比高的公司, 跌幅相对较小 (美国)	16
图 30: 反弹期间, 经营现金流占收入比高的公司, 涨幅相对更大 (美国)	16
图 31: 疫情全球蔓延, 经营现金流占收入比高的公司, 跌幅相对较小 (中国)	16
图 32: 反弹期间, 经营现金流占收入比高的公司, 涨幅相对更大 (中国)	16
图 33: 第三产业规模显著提升	17
图 34: 第三产业吸纳就业人口显著提升	17
图 35: 中小板的收入与利润增速	19
图 36: 中小板的 ROE (TTM)	19
图 37: 创业板的收入与利润增速	20
图 38: 创业板的 ROE (TTM)	20
图 39: 创业板指市值前 30% 公司的收入和利润增速	21
图 40: 创业板指市值前 50% 公司的收入和利润增速	21
图 41: 创业板龙头公司的 ROE (TTM) 高位抬升	21

图 42: 创业板龙头公司的利润率水平高位抬升	21
图 43: 大类板块收入增速的变化	23
图 44: 大类板块盈利增速变化	23
图 45: 大类板块 ROE 变化	24
图 46: 疫情下对 A 股一季报进行行业比较	25
图 47: 必需消费行业收入增速	26
图 48: 必需消费行业盈利增速	26
图 49: 饮料制造的销售利润率支撑高 ROE	26
图 50: 畜禽养殖的销售利润率支撑 ROE	26
图 51: 化药、食品相较于 A 股经营现金流具备优势	27
图 52: 化药、食品相较于 A 股经营现金流具备优势	27
图 53: “业绩相对优势”的行业配置刷新 10 年新高	27
图 54: 估值已处于历史高位（虚线为历史均值）	27
图 55: 可选消费行业收入增速	28
图 56: 可选消费行业盈利增速	28
图 57: 服务业的收入增速对比	28
图 58: 服务业的盈利增速对比	28
图 59: 可选消费品的存货增速上升	29
图 60: 休闲服务销售利润率大幅拖累 ROE	29
图 61: 航空、休闲服务的经营现金流较 A 股显著恶化	29
图 62: 筹资现金流增速较 A 股剔除金融整体显著更高	29
图 63: 目前公募基金对服务业配置降至历史低点	30
图 64: 03 年疫情后可选消费与服务的修复弹性更大	30
图 65: 03 年 6 月以后可选消费的景气高频数据修复	30
图 66: 03 年疫情受损行业的相对收益集中在两段	30
图 67: TMT 细分行业收入比较	31
图 68: TMT 细分行业的盈利增速比较	31
图 69: 半导体的盈利增长具备相对优势	31
图 70: 半导体的销售利润率推升 ROE	31
图 71: 半导体、电子制造、计算机设备的存货上升	32
图 72: 科技行业的筹资现金流增速显著高于 A 股整体	32
图 73: 除半导体外，大多科技行业配置不达中水位	32
图 74: 科技相对于必需消费的估值再次凸显吸引力	32
图 75: 周期行业收入增速	33
图 76: 周期行业盈利增速	33
图 77: 稀有金属和造纸的盈利增速改善	33
图 78: 水泥较钢铁、化学原料存货增速更低且下降	33
图 79: 重卡的销售利润率支撑 ROE	34
图 80: 工程机械供需向好，资产周转率推升 ROE	34
图 81: 水泥、工程机械配置刷新 13 年以来新高	34
图 82: 重卡配置升至 13 年以来中性水位	34
图 83: 金融业的收入增速对比	34
图 84: 金融业的盈利增速对比	34

表 1: 单季环比外推及单季利润占比, 预测 2020Q1 及 2020 全年 A 股剔除金融利润增速	8
表 2: ROE (TTM) 杜邦拆解: A 股剔除金融 (19Q4)	10
表 3: ROE (TTM) 杜邦拆解: A 股剔除金融 (20Q1)	10
表 4: A 股剔除金融分项现金流变化	14
表 5: 美日欧: 09-10 年反弹期间, 利润率驱动 (ROE 显著回升) 的科技制造/消费领涨	17
表 6: 中小板的 ROE (TTM) 杜邦拆解 (19Q4)	19
表 7: 中小板的 ROE (TTM) 杜邦拆解 (20Q1)	19
表 8: 创业板的 ROE (TTM) 杜邦拆解 (19Q3)	20
表 9: 创业板的 ROE (TTM) 杜邦拆解 (20Q1)	20
表 10: ROE (TTM) 杜邦拆解 (20Q1): 创业板指市值前 30% 公司	22
表 11: ROE (TTM) 杜邦拆解 (20Q1): 创业板指市值前 50% 公司	22
表 12: 2020 一季报收入增速正增长的细分行业	24
表 13: 2020 一季报盈利增速为正的细分行业	25

一、A股确认“盈利底”，全年盈利“负增长”

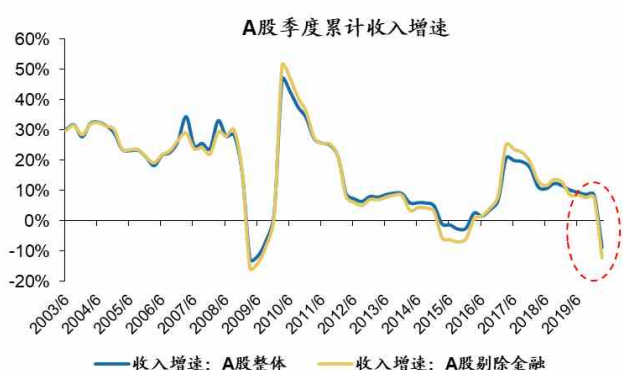
（一）A股收入增速和利润增速均大幅回落

收入增速大幅回落。A股整体20Q1收入增速-8.79%（19Q4收入增速8.58%）；A股剔除金融20Q1收入增速-12.28%（19Q4收入增速7.71%）。

利润增速¹大幅回落。A股整体20Q1利润增速-23.85%（19Q4利润增速6.48%）；A股剔除金融20Q1利润增速-52.39%（19Q4利润增速-1.89%）。

图1：A股一季报收入增速大幅回落

图2：A股一季报归母公司股东的净利润累计同比增速大幅回落

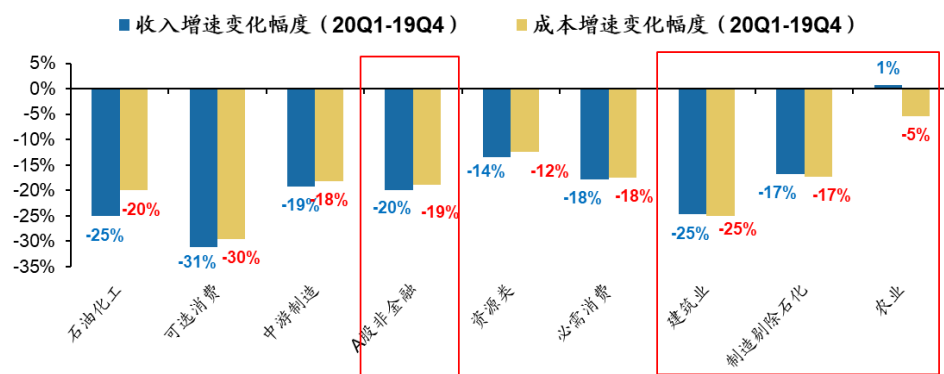


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

多数行业收入恶化的幅度大于成本下行的幅度。疫情“停工停产”后，A股的收入增速和成本增速均明显回落，且多数行业收入恶化的幅度大于成本下行的幅度。但也有例外：农业、制造业（剔除石油化工）和建筑业成本下行的幅度反而大于收入恶化的程度，“停工停产”对这些行业利润的影响相对较小。

图3：收入增速&成本增速的变化幅度：A股各大类板块



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

¹ 本文中，利润增速均为归母公司股东净利润累计同比增速；利润环比增速均为归母公司股东净利润单季环比增速。

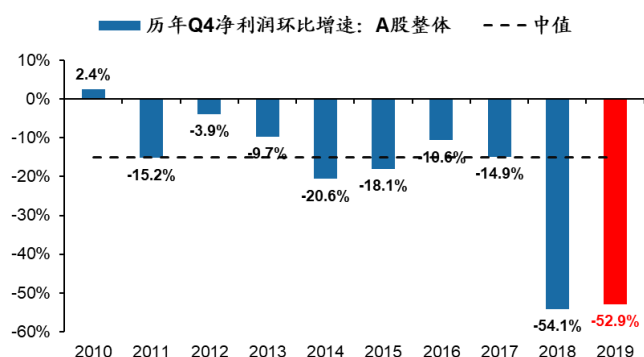
(二) 19Q4-20Q1 的实际利润增速低于我们预期

我们在4.5《如何减记20年A股盈利预测?》中预计悲观至中性假设下A股非金融Q1利润增速-26%至-45%。实际结果进一步低于我们的悲观预期, 两点原因:

1. 商誉减值对19Q4净利润仍产生较大扰动, 19年Q4盈利是历史次差单季环比

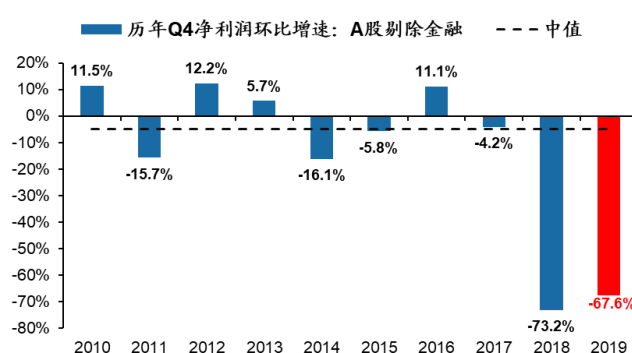
根据19年年报预告高频披露及涉及业绩承诺的并购数量跟踪, 我们预期19年年报的商誉减值压力不大, 而实际披露情况19年年报商誉减值依然显著向下拖累。19年年报商誉减值规模883.3亿, 相对于18年的1630.5亿回落, 但商誉减值对19Q4的净利润单季环比仍有较大扰动: A股整体19Q4净利润单季环比仅为-52.9%, A股剔除金融19Q4净利润单季环比仅为-67.6%, 都创下(除18年以外)历史次差水平。

图4: 历年A股四季度的归母公司股东的利润的单季环比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 历年A股剔除金融四季度的归母公司股东的利润的单季环比增速

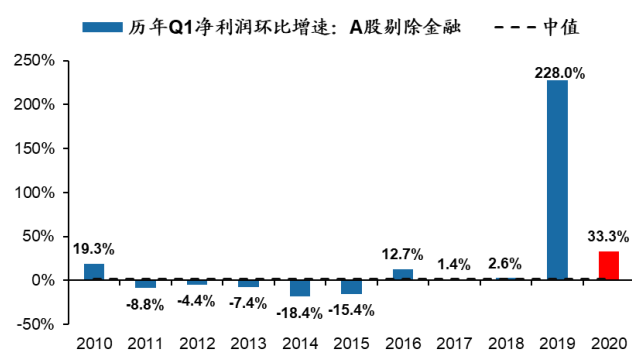


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 疫情对Q1单季盈利的影响程度亦超预期, 近半数行业录得历史最差一季报

参考18年商誉减值后19年Q1单季归母净利润修复弹性极大, A股整体/A股非金融的19Q1单季环比分别取得133%/228%的历史最高值。而在19年年报商誉减值之后20Q1归母净利润的修复弹性显著更弱: A股总体/A股非金融一季度单季净利润环比增速分别62.1%/33.3%, 虽高于历史季节性, 但在19年年报商誉减值的“低基数”下属于较弱水平。横向对比来看, 28个一级行业中, 有12个行业一季报盈利增长录得03年以来最差值, 5个行业一季报录得历史次差值。

图6: 历年A股剔除金融一季度的归母公司股东的利润的单季环比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 17 (/28) 个行业录得历史最差/次差Q1增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）根据 Q1 实际披露，修正全年 A 股盈利预测

基于已经披露的数据，参考历史上经济前低后高的类比年份（如06、09、16年），我们修正全年A股的盈利预测并提出三种情景假设，中性假设下A股剔除金融全年利润增速-16%。主要的参考值包括A股盈利相对稳定的季节性规律（环比增速）、以及经济呈现“前低后高”修复态势的类比年份，如06年、09年、16年，我们下修全年盈利预测。考虑3种盈利修复路径——

1. 情景1最悲观，在一季报比较差的背景下，Q2-Q4经济与A股盈利环比修复、均好于历史季节性规律但力度不强，全年A股剔除金融利润增速-27%；
2. 情景2中性，Q2-Q4企业盈利环比修复好于06年、16年但略弱于09年，预测全年A股剔除金融利润增速约-16%；
3. 情景3最乐观，假设单季环比贴近03年以来历史上的最好值，且20年一季度利润占比达到09年强修复时期的占比，预测全年A股剔除金融利润增速约-7%。

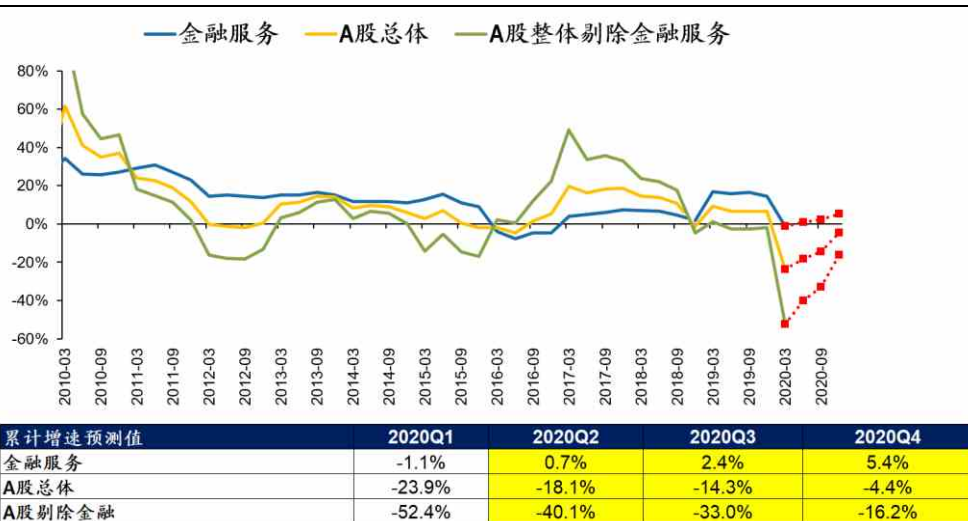
表 1：单季环比外推及单季利润占比，预测2020Q1及2020全年A股剔除金融利润增速

A 股剔除金融盈利预测	单季环比增速			累计同比增速			一季度占比倒推 2020 年全年利润增速		
	20Q2	20Q3	20Q4	20Q2	20Q3	20Q4	20Q1 净利润 (亿元)	20Q1 占比	2020 全年利润 增速
1. 悲观情形	50%	5%	-8%	-44%	-40%	-27%	2275.2	19%	-26.9%
2. 中性情形	70%	10%	-5%	-40%	-33%	-16%		16.5%	-15.8%
3. 乐观情形	80%	12%	10%	-37%	-29%	-7%		15%	-7.4%
历史季节规律（环比）	Q2 环比 Q1		Q3 环比 Q2		Q4 环比 Q3		历史 Q1 净利润占全年比重-参考值		
历史均值/中值	23% / 17%		-3% / -2%		-27% / -15%		Q1 占比均值/中值		23.7% / 22%
09 年/16 年：前低后高	70% / 46%		10% / -6%		-9% / 11%		09 年经济前低后高		15.8%
历史最好值	70%		10%		12%		16 年经济前低后高		18.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

结合金融板块的盈利预测，我们预测A股整体全年的利润增速约为-4.4%。金融板块预计全年低个位数增长。

图8：20年利润增速预测



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(四) “盈利底”确认，但全年大概率负增长

围绕今年的盈利预测，我们回答市场最关注的两个问题：

第一，部分悲观投资者关注20Q1是“盈利底”吗？Q2累计利润增速是否更低？我们认为，2020Q1“盈利底”已确认。

采用情景假设倒推，我们假设20年中报A股剔除金融整体的利润增速较一季报继续下探（低于-53%），据此倒推20年Q2的单季环比增速将低于3%，而这一环比增速将是06年以来的历史最差值。4-5月的高频经济数据、4月的工业企业利润数据、5月的PMI数据等已经披露的线索印证了Q2工业生产的边际修复，因此我们认为Q2A股剔除金融单季环比取得历史最差值的概率极低，Q1“盈利底”已基本确认。

第二，部分乐观投资者关注全年A股剔除金融是否有可能实现正增长？我们认为，2020年全年A股剔除金融大概率仍在负增长区域。

同样用情景假设倒推，我们假设20年全年A股剔除金融的利润增速到达正增长（>0%），据此倒推20年一季报的单季利润占全年的比重将小于14%，而这一单季利润占比同样是03年以来的最低值，比06年、09年、16年等经济前低后高的年份更低，意味着Q2-Q4将出现历史上最强斜率的经济修复（强于09年“四万亿”后），目前来看这一判断也是极小概率出现的。因此，2020年全年A股剔除金融大概率难以实现正增长，全年利润增速仍是负增长。

图9：假设中报增速低于Q1，则Q2单季净利润环比将是历史最差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：假设全年盈利正增长，则Q1单季净利润占比将是历史最低



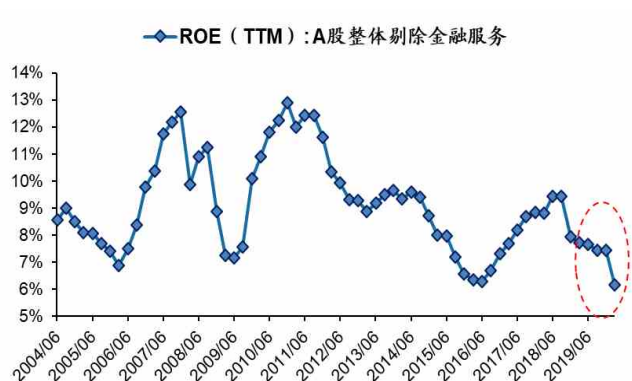
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、ROE 大幅回落，利润率或将触底

(一) 周转率恶化，拖累 ROE 下行

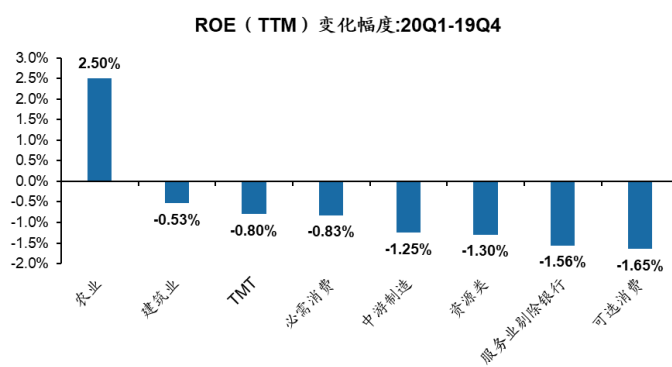
受疫情影响，一季报ROE大幅恶化，可选消费首当其冲。A股剔除金融20Q1的ROE（TTM）仅为6.16%，相对于19Q4的7.44%大幅回落1.28%。分板块来看，可选消费、服务业、资源行业是主要的拖累项目，而农业是ROE（TTM）唯一改善的大类行业。

图11: A股剔除金融的ROE（TTM）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 大类板块ROE（TTM）变化: 20Q1-19Q4



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

杜邦拆解来看，周转率是ROE恶化的主要原因。19Q4A股剔除金融的周转率小幅回升，支撑ROE（TTM）基本稳定；受疫情影响，20Q1A股剔除金融的周转率仅为58.62，相对于19Q4的61.89%大幅回落3.27%，拖累A股剔除金融的ROE（TTM）创下04年以来的历史最低水平。

表 2: ROE（TTM）杜邦拆解: A股剔除金融（19Q4）

	19三季报	19年报	变化幅度
毛利率	19.26%	19.20%	-0.07%
管理费用率	3.55%	3.55%	-0.01%
销售费用率	4.24%	4.21%	-0.03%
财务费用率	1.47%	1.42%	-0.05%
销售利润率	4.05%	4.00%	-0.05%
资产负债率	61.38%	61.25%	-0.12%
资产周转率	61.44%	61.89%	0.45%
ROE	7.45%	7.44%	-0.01%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: ROE（TTM）杜邦拆解: A股剔除金融（20Q1）

	19年报	20一季报	变化幅度
毛利率	19.20%	19.02%	-0.18%
管理费用率	3.55%	3.61%	0.06%
销售费用率	4.21%	4.18%	-0.03%
财务费用率	1.42%	1.47%	0.05%
销售利润率	4.00%	3.51%	-0.49%
资产负债率	61.25%	61.06%	-0.19%
资产周转率	61.89%	58.62%	-3.27%
ROE	7.44%	6.16%	-1.28%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

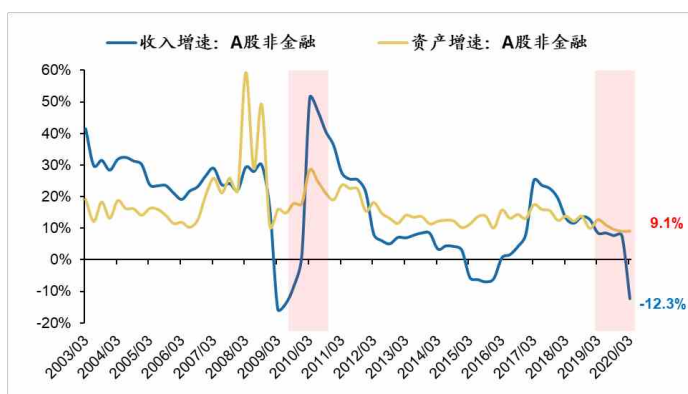
预计今年周转率将更快“触底回升”，但回升的幅度仍受约束。对比08年金融危机时期，“4万亿”投资计划带来资产增速的回升领先于收入增速的改善，反而延缓了资产周转率触底的时间——资产周转率 = 收入增速 / 资产增速。08年11月“4万亿”投资计划落地，地产/基建投资领先于实体需求。微观企业层面，资产增速的改善也会领先于收入增速，导致A股剔除金融的资产周转率连续下行3个季度后才企稳回升。预计20年“供给收缩常态化”将约束资产增速，而财政兼顾“消费/投资”将促进收入增速，这会加快资产周转率触底回升的节奏——我们在4.21《混合型财政，A股能否刻舟求剑？》中指出，20年政策基调“保就业”优先于“稳增长”，预计中国财政将兼顾消费和投资。这意味着：（1）政策很难走08年地产/基建“加杠杆”的老路，“供给收缩常态化”下，企业的资产增速仍将维持10%左右的相对低位；（2）消费需求刺激将成为政策重要的发力点，实体需求的改善并完全依赖于（地产/基建）投资发力，收入增速的改善可能会领先于资产增速。不过，由于全球疫情并未完全得到控制（仍可能反复），中美贸易关系也可能再生嫌隙，同时，中国的财政刺激政策也尚未明确，20年全球/中国需求修复的幅度（周转率改善的程度）是否能够超过08-09年，仍有较强的不确定性。

图13: A股剔除金融的资产周转率（TTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图14: A股剔除金融收入增速和资产增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）杠杆率高位，有息负债率微升

刨除季节性扰动后，A股剔除金融的资产负债率仍小幅上行。A股剔除金融的资产负债率有较强的季节性，一季度的杠杆率一般会季节性回落。刨除季节性扰动的最直观的方法就是直接看历史上相同季度的情况：A股剔除金融20Q1的资产负债率为61.1%，相对于19Q1的60.9%小幅回升。由此可见：19Q1信用环境“由紧转稳”，A股剔除金融的杠杆率明显抬升；20Q1新冠疫情导致企业现金流紧张，A股剔除金融的杠杆率继续微升。

图15: A股剔除金融资产负债率: 一季度季节性回落



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: A股剔除金融的资产负债率 (历年一季报)

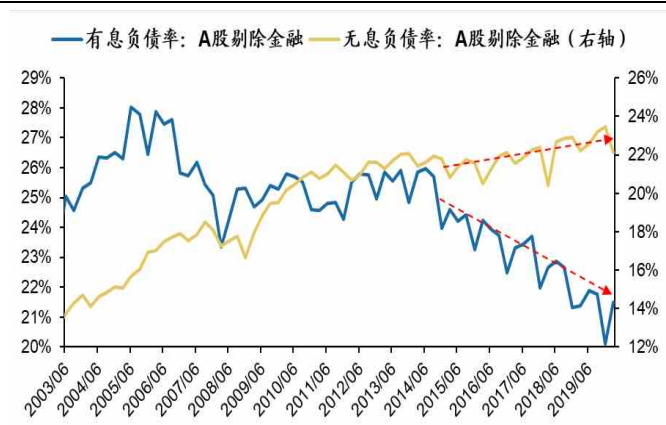


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

“三角债”问题仍较严重，企业出现被动“加杠杆”苗头。15年以来，A股剔除金融的“三角债”问题持续深化（无息负债率震荡抬升），而加杠杆意愿显著回落（有息负债率震荡下降）。由于有息/无息负债率均有很强的季节性，我们比较历年一季报的变化：（1）“三角债”问题仍较严重——“三角债”本质是企业经营活动中产能的无息负债率，数据上可以看到：20Q1无息负债率22.1%，相对于19Q1的22.2%虽小幅回落但仍在高位；（2）企业显示被动“加杠杆”苗头——有息负债是企业加/减杠杆的标志，数据上可以看到：20Q1有息负债率21.5%，相对于19Q1的21.4%小幅抬升，结束了2013年“去杠杆”以来连续6年回落的态势。

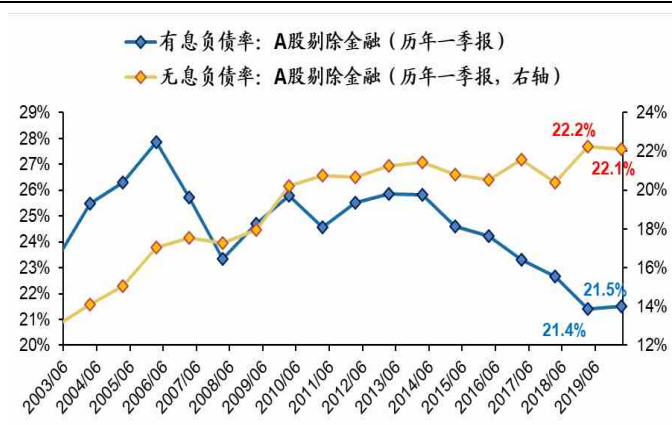
（备注：无息负债 = 应付票据及应付账款+预收账款+合同负债，其中，应付票据及应付账款、合同负债是17年最新会计准则提出的；有息负债 = 长期借款+应付债券+短期借款+应付短期债券）

图17: A股剔除金融的有息/无息负债率 (所有季度)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: A股剔除金融的有息/无息负债率 (历年一季报)

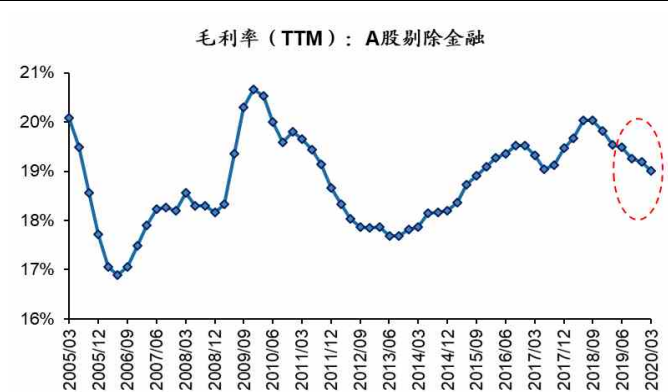


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（三）利润率将成 ROE 的重要支撑力

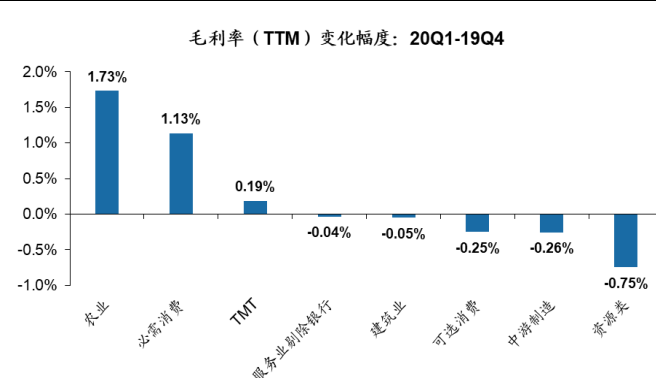
A股剔除金融的毛利率（TTM）继续回落。20Q1TTM的毛利率19.0%，相对于19Q4的19.2%继续回落；结构上来看，农业、必需消费和TMT的毛利率抬升，是主要的支撑项，而资源类、制造业和可选消费的毛利率回落，是明显的下拉项。

图19：毛利率（TTM）继续回落



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

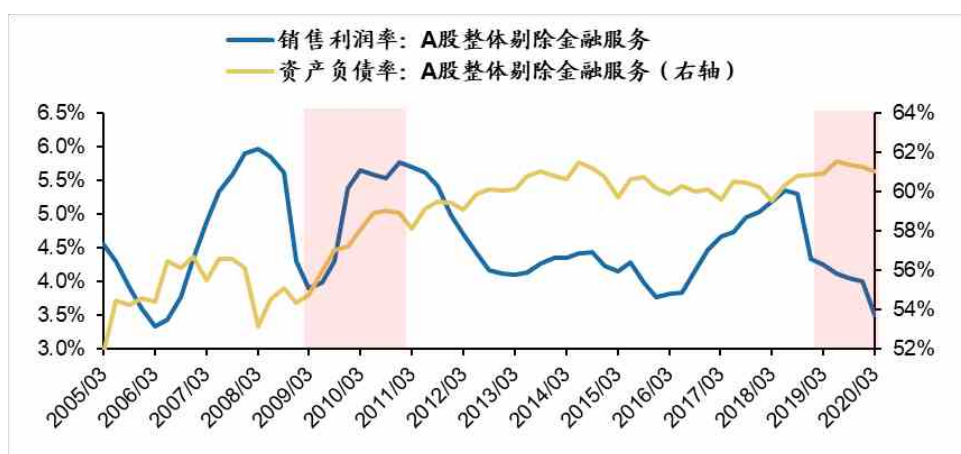
图20：大类板块毛利率变化幅度：Q3-Q2



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

除了周转率以外，利润率将成为ROE的重要支撑。对比08年金融危机时期，A股剔除金融的杠杆率和利润率都处于相对低位，“4万亿”投资之后，杠杆率和利润率同时驱动ROE底部回升（投资型财政下，杠杆率的驱动持续性更长）；当前，A股剔除金融的杠杆率仍处历史高位，同时，“供给侧改革（稳杠杆）”政策很难走老路，企业“加杠杆”的空间有限。另一方面，A股剔除金融的利润率已经接近历史底部，借鉴08年美日欧“消费型”财政经验，20年中国财政兼顾“消费/投资”，将形成利润率的重要支撑。（《混合型财政，A股能否刻舟求剑？》，02020421）

图21：当前加杠杆空间有限，利润率将成为ROE的主要驱动力

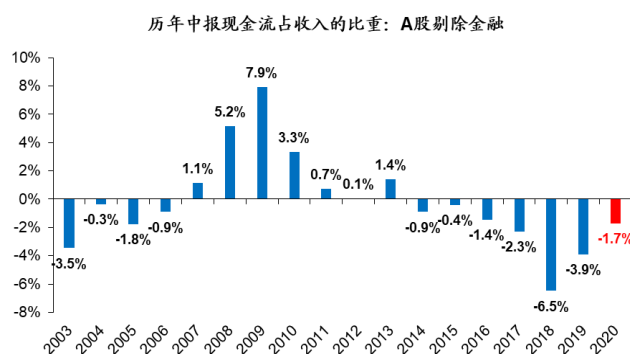


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、筹资现金流改善，对冲经营现金流回落

20Q1企业现金流逆势改善。A股剔除金融20Q1现金流的净流出幅度继续收敛，占收入的比重为-1.8%，已经连续两年改善；同时，现金占资产占比小幅好转，20Q1现金占总资产比12.41%。

图22：A股剔除金融的现金流边际好转



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图23：A股剔除金融的现金占总资产比小幅改善



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

筹资现金流大幅改善，对冲经营现金流下行压力。受新冠疫情影响，企业经营现金流大幅回落：A股剔除金融20Q1的经营现金流占收入比大幅回落到7.89%，相对于19Q1的-1.70%下行6.2%；不过，得益于宽松的信用/货币政策，企业的筹资现金流显著改善：A股剔除金融20Q1的筹资现金流占收入比大幅回升到15.22%，相对于19Q1的6.30%显著上升了8.92%。分大类板块来看，A股各大板块的筹资现金流占比都有所抬升，其中，农业、服务业和可选消费等板块的筹资现金流占比抬升幅度相对较大。

表 4：A股剔除金融分项现金流变化

A股非金融	2019一季报	2020一季报	变化幅度
经营现金流占收入比	-1.70%	-7.89%	-6.20%
投资现金流占收入比	-8.52%	-9.02%	-0.51%
筹资现金流占收入比	6.30%	15.22%	8.92%
总现金流占收入比	-3.91%	-1.70%	2.22%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

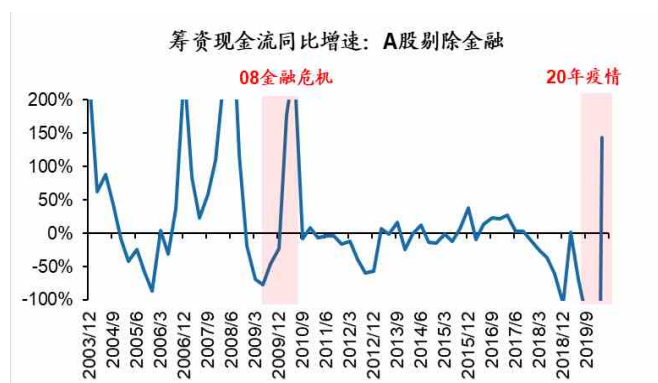
图24：一季报各大类板块的筹资性现金流变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

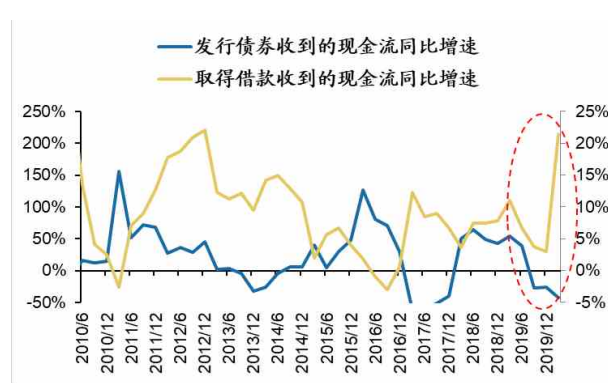
宽松的信用/货币政策是企业筹资现金流回升的主要原因。企业筹资现金流主要有两个来源，发债收到的现金+借款取得的现金。类似于08金融危机时期，20年新冠疫情之后，信用/货币政策的宽松带来企业筹资现金流增速大幅改善。其中：取得借款（政策窗口指导）收到的现金流同比增速大幅改善，而发行债券（市场化程度高）收到的现金流同比增速则继续恶化。

图25：筹资现金流同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：借款/发债取得现金流同比增速

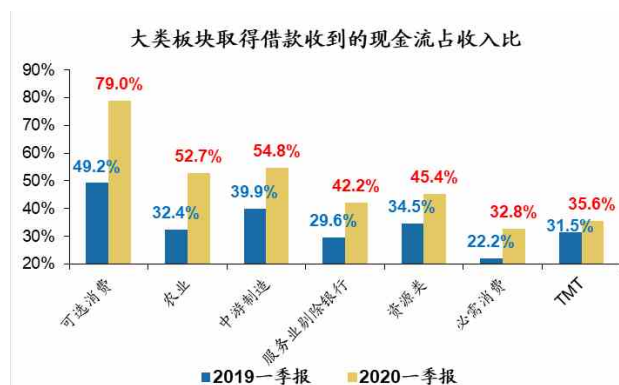


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

可选消费的贷款倾斜力度大，但在市场化程度高的债券市场借不到钱。20Q1可选消费借款收到的现金占收入比大幅抬升，但是发债取得的现金占收入比大幅回落。由此可见，虽然政策大力“纾困”可选消费，但资本市场（债券市场）对可选消费比较谨慎。

农业和中游制造，既享有较大的贷款倾斜，也能从债券市场融资。20Q1农业和中游制造借款收到的现金占收入比大幅抬升（政策窗口指导），同时，发债取得的现金占收入比也明显改善（市场化程度高）。由此可见，农业和中游制造不仅得到政策的大力“纾困”，资本市场（债券市场）对农业和中游制造也有一定的认可度。

图27：一季报各大类板块的借款收到的现金流变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：一季报各大类板块的发债取得的现金流变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

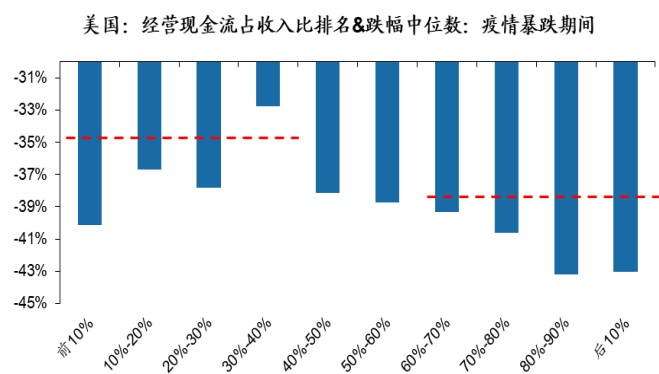
四、灾后重建，关注财务数据的两个“抓手”

（一）短期冲击：经营现金流是疫情暴跌的“避风港”

2-3月疫情蔓延导致股市暴跌，经营现金流占比高的公司更抗跌。“新冠”疫情全球蔓延，叠加油价大跌和流动性危机，2月-3月全球股市暴跌，但经营现金流健康的公司相对抗跌：2.20-3.23全球股市暴跌期间：美国/中国经营现金流占收入比（19年报）排名靠前的公司，跌幅显著小于经营现金流占比排名靠后的公司。

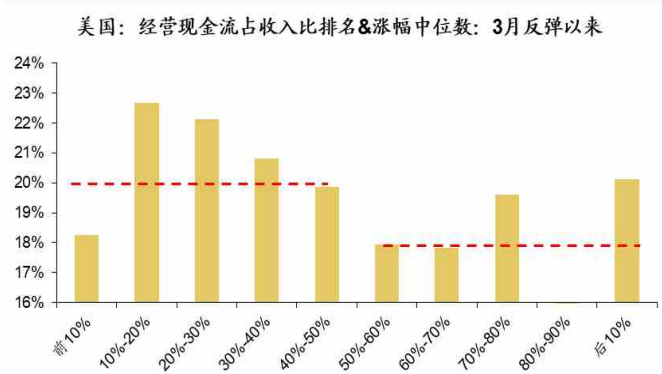
3月下旬市场反弹以来，经营现金流占比高的公司涨幅也更大。疫情蔓延导致多国股市相继熔断之后，3.13以来全球政府央行通力协作，疫情处置措施加码、积极推出财政/货币政策救市，全球股市从3月下旬开始迎来反弹。在反弹期间：美国/中国经营现金流占收入比（19年报）排名靠前的公司，上涨幅度显著大于经营现金流占比排名靠后的公司。

图29：疫情全球蔓延，经营现金流占收入比高的公司，跌幅相对较小（美国）



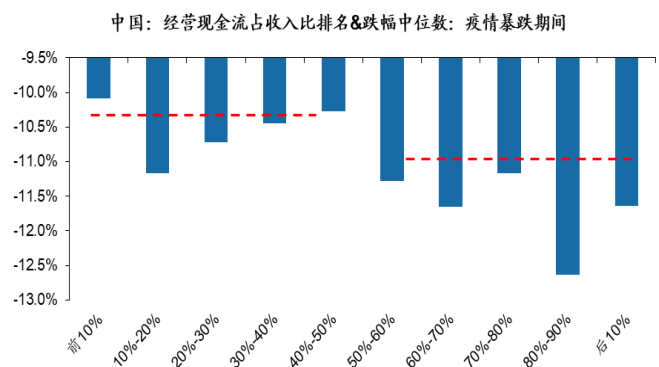
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图30：反弹期间，经营现金流占收入比高的公司，涨幅相对更大（美国）



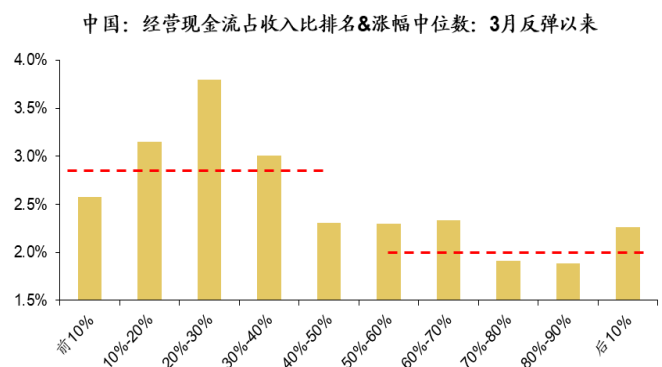
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图31：疫情全球蔓延，经营现金流占收入比高的公司，跌幅相对较小（中国）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图32：反弹期间，经营现金流占收入比高的公司，涨幅相对更大（中国）



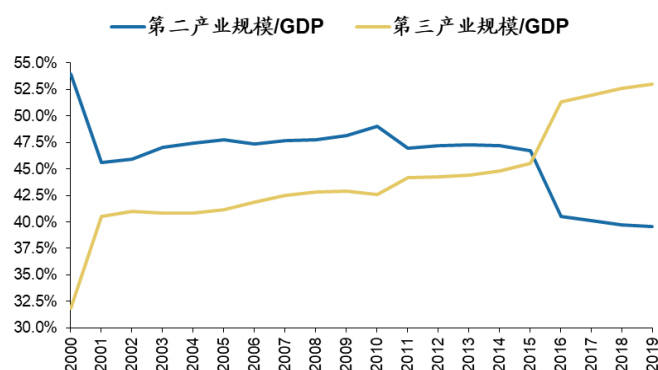
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

(二) 政策线索：财政兼顾消费/投资，利润率驱动的消费/科技制造受益

我们在4.21《混合型财政，A股能否刻舟求剑？》中指出：20年中国财政将兼顾“消费/投资”。复盘08年金融危机之后，中国“投资型”财政下，杠杆率驱动的地产/基建，在反弹期间领涨；美日欧“消费型”财政下，利润率驱动的消费/科技制造，在反弹期间领涨。当前，中国企业继续“加杠杆”的空间有限，预计投资机会将更多地出现在利润率驱动的消费/科技细分领域。

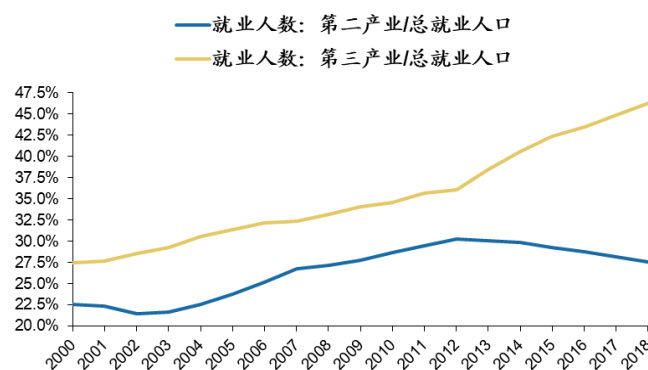
(1) 4.17政治局会议首次提出“六保”，并将“保居民就业”放在首位。由于第三产业的GDP占比显著抬升，且第三产业的就业贡献率相对更高，相比于08年偏“投资型”的“4万亿”财政刺激，预计20年财政将兼顾消费和投资。

图33：第三产业规模显著提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图34：第三产业吸纳就业人口显著提升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(2) 08年金融危机后，美日欧财政偏向“消费型”，在09-10年股市反弹期间，利润率驱动的消费/科技制造领涨。

表 5：美日欧：09-10年反弹期间，利润率驱动（ROE显著回升）的科技制造/消费领涨

国家	09/10年涨幅均排名前十	ROE 回升幅度	ROE 首要驱动力	ROE 次要驱动力	ROE 第三驱动力
美国	汽车与汽车零部件	2717.0%	销售利润率(358.9%)	资产周转率(52.7%)	资产负债率(-66.9%)
	工业工程	516.8%	销售利润率(480.0%)	资产周转率(10.0%)	资产负债率(-6.9%)
	旅游酒店	373.7%	销售利润率(263.6%)	资产周转率(9.7%)	资产负债率(-30.1%)
日本	工业工程	411.1%	销售利润率(396.6%)	资产周转率(9.0%)	资产负债率(-41.6%)
	支持与服务业	235.0%	销售利润率(184.3%)	资产周转率(14.1%)	资产负债率(-5.8%)
	电子电力设备	160.9%	销售利润率(151.5%)	资产周转率(8.2%)	资产负债率(0.6%)
德国	硬件	129.4%	销售利润率(148.7%)	资产周转率(14.8%)	资产负债率(-1337.8%)
	航空防御	277.7%	资产负债率(1082.6%)	销售利润率(297.1%)	资产周转率(3.4%)
	家庭用品(家具等)	70.1%	销售利润率(78.6%)	资产周转率(5.9%)	资产负债率(-35.1%)

数据来源：DataStream，广发证券发展研究中心 备注：ROE及杜邦拆解，计算的是09-10年各项指标回升的比例（相对回升幅度）

（三）行业筛选：利润率潜在抬升，且经营现金流较好——商贸零售、食品饮料、医药生物、半导体、装备制造

我们在4.21《混合型财政，A股能否刻舟求剑？》中指出：20年中国财政将兼顾“消费/投资”，但由于企业加杠杆的空间有限，预计投资机会将更多出现在利润率驱动的消费/科技制造中。

同时，我们也基于政策扶持视角、行业供需格局以及行业集中度和龙头产能周期视角，筛选出利润率潜在抬升的细分领域：消费（商贸、食品、医药）+科技制造（半导体、装备制造）。我们判断：这些行业既能抵御“新冠”疫情及衍生灾害的“不确定性”；也能在“灾后重建”中获得利润率抬升的加持——

（1）财政兼顾“消费/投资”，优化消费龙头的供需结构。疫情以来的消费政策主要集中在商贸/食品/医药等领域，由于这些行业的集中度较高（CR8在80%以上），消费政策带来的需求改善，将潜在抬升行业龙头公司的利润率水平（疫情期间行业洗牌产能收缩，龙头的供需格局改善）。

（2）国产替代的装备制造和半导体利润率有望继续抬升。疫情导致全球供应链受阻，中国对外依存度较高的行业将加快国产替代进程。同时，今年政策兼顾“传统消费+新兴消费”，作为新兴消费基础设施的科技制造业，也将得到更多的财政倾斜。

（3）同时，稳定的经营现金流入预期，增强“不确定性”环境下的防风险能力。疫情并未得到完全控制，全球民粹主义和中美对抗可能加剧，宏观环境的不确定性仍较高，稳定的经营现金流入预期将强化“确定性溢价”，尤其是过去3年经营现金流占比（中值）在0.7分位数以上的食品饮料、装备制造和半导体行业。

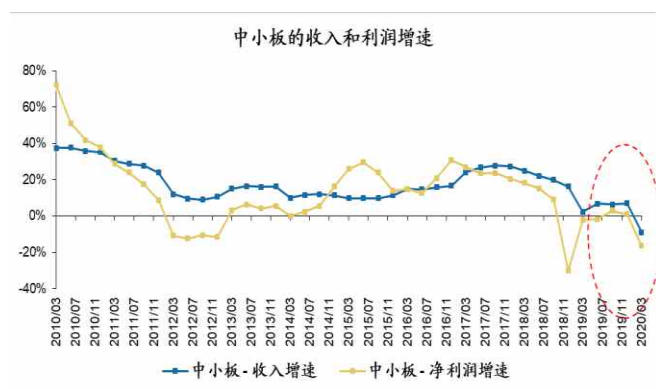
五、成长股：盈利回落，龙头有韧性

（一）中小板：收入/利润/ROE 均回落，周转率是主要拖累

中小板的收入、利润增速拐头向下。中小板20Q1收入增速-9.1%（19Q4收入增速7.0%）；中小板20Q1利润增速-16.4%（19Q4利润增速0.9%）。

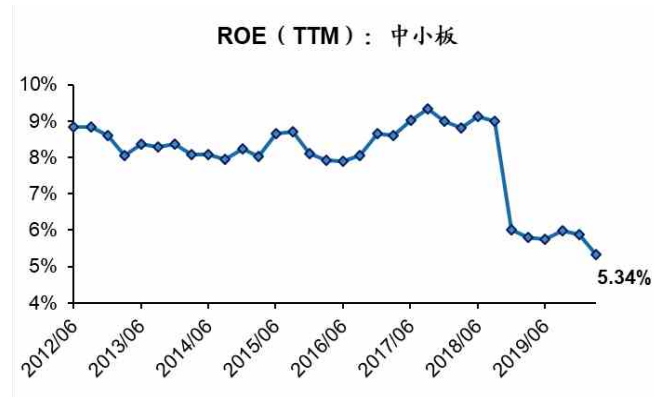
中小板的ROE（TTM）继续下行。中小板20Q1的ROE（TTM）仅为5.34%，相对于19Q4的5.87%继续下行。

图35：中小板的收入与利润增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图36：中小板的ROE（TTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

杜邦拆解来看，周转率是中小板ROE的主要拖累。19Q4中小板的杠杆率和周转率均有所回升，支撑ROE基本稳定在5.87%的位置；受新冠疫情影响，20Q1中小板的ROE杜邦三因素同时回落，其中，资产周转率仅为35.3%，相对于19Q4的40.3%大幅下行5.0%。

表 6：中小板的ROE（TTM）杜邦拆解（19Q4）

	19三季报	19年报	变化幅度
毛利率	23.20%	23.48%	0.28%
管理费用率	4.89%	4.87%	-0.01%
销售费用率	6.62%	6.49%	-0.13%
财务费用率	1.50%	1.48%	-0.02%
销售利润率	4.40%	4.10%	-0.31%
资产负债率	39.14%	40.25%	1.11%
资产周转率	49.41%	50.16%	0.75%
ROE	5.98%	5.87%	-0.11%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 7：中小板的ROE（TTM）杜邦拆解（20Q1）

	19年报	20一季报	变化幅度
毛利率	23.48%	24.62%	1.14%
管理费用率	4.87%	4.94%	0.07%
销售费用率	6.49%	6.35%	-0.14%
财务费用率	1.48%	1.46%	-0.02%
销售利润率	4.10%	3.94%	-0.16%
资产负债率	40.25%	35.30%	-4.95%
资产周转率	50.16%	43.67%	-6.49%
ROE	5.87%	5.34%	-0.53%

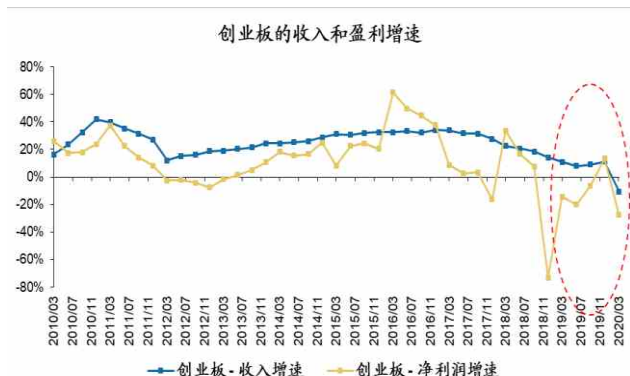
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 创业板：收入/利润/ROE 均回落，周转率是主要拖累

创业板的收入、利润增速拐头向下。创业板20Q1收入增速-10.6%（19Q4收入增速11.1%）；创业板20Q1利润增速-27.5%（19Q4利润增速13.2%）。

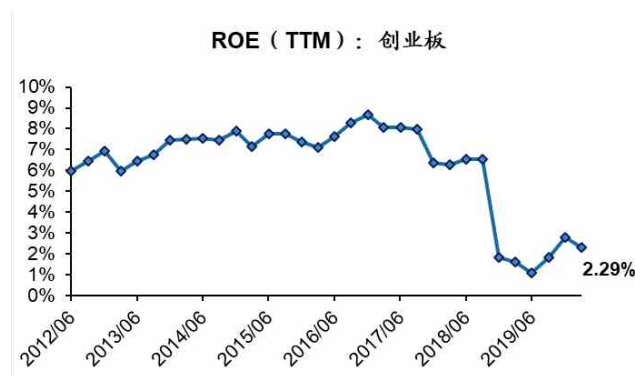
创业板的ROE（TTM）拐头向下。创业板20Q1的ROE（TTM）仅为2.29%，相对于19Q4的2.78%小幅回落。

图37：创业板的收入与利润增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图38：创业板的ROE（TTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

杜邦拆解来看，周转率是创业板ROE的主要拖累。19Q4创业板的ROE杜邦三因素均有所回升，ROE小幅改善到2.78%；受新冠疫情影响，20Q1创业板的ROE杜邦三因素同时回落，其中，资产周转率仅为50.2%，相对于19Q4的53.5%大幅下降了3.3%。

表 8：创业板的ROE（TTM）杜邦拆解（19Q3）

	19三季报	19年报	变化幅度
毛利率	29.45%	29.52%	0.07%
管理费用率	6.35%	6.30%	-0.05%
销售费用率	7.62%	7.70%	0.08%
财务费用率	1.43%	1.37%	-0.06%
销售利润率	1.92%	2.74%	0.82%
资产负债率	43.83%	45.15%	1.32%
资产周转率	50.71%	53.53%	2.81%
ROE	1.80%	2.78%	0.98%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 9：创业板的ROE（TTM）杜邦拆解（20Q1）

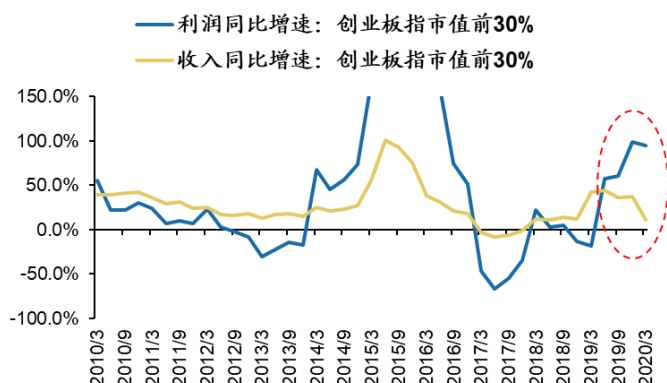
	19年报	20一季报	变化幅度
毛利率	29.52%	29.71%	0.19%
管理费用率	6.30%	6.41%	0.11%
销售费用率	7.70%	7.82%	0.12%
财务费用率	1.37%	1.27%	-0.10%
销售利润率	2.74%	2.44%	-0.30%
资产负债率	45.15%	44.45%	-0.70%
资产周转率	53.53%	50.24%	-3.28%
ROE	2.78%	2.29%	-0.49%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）创业板龙头公司利润率改善，驱动 ROE 高位抬升

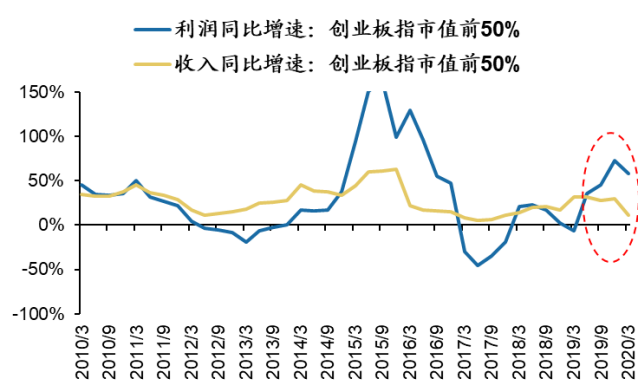
创业板龙头公司的收入增速明显回落，但利润增速仍维持相对高位。（1）创业板指市值前30%的公司，20Q1的收入增速大幅回落到10.48%（19Q4收入增速为36.80%），但20Q1的利润增速仍维持在94.94%的高位（20Q1利润增速为98.75%）；（2）创业板指市值前50%的公司，20Q1的收入增速大幅回落到11.24%（19Q4收入增速为29.43%），但20Q1的利润增速仍维持在58.34%的高位（20Q1利润增速为72.83%）。

图39：创业板指市值前30%公司的收入和利润增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

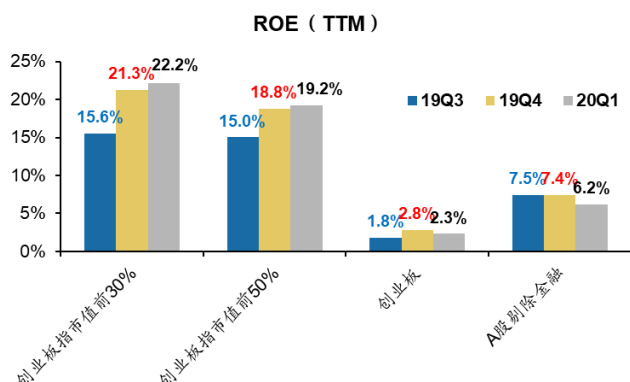
图40：创业板指市值前50%公司的收入和利润增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

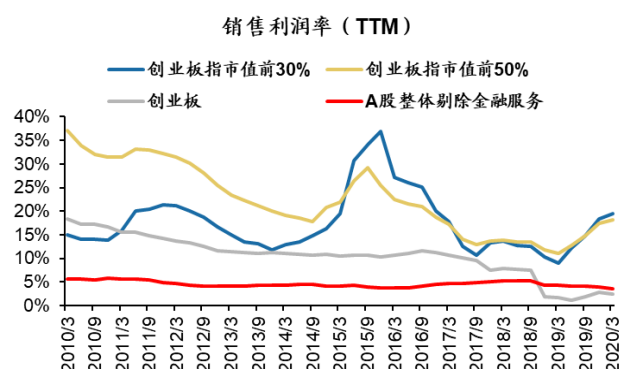
创业板龙头公司的ROE高位抬升，得益于利润率持续改善。20Q1，创业板指市值前30%公司的ROE（TTM）为22.2%、创业板指市值前50%公司的ROE（TTM）为19.2%，均显著高于创业板以及A股剔除金融。创业板龙头公司的高盈利能力，主要源于其持续扩张的利润率水平；行业集中度提升叠加龙头公司技术实力的“护城河”优势。

图41：创业板龙头公司的ROE（TTM）高位抬升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42：创业板龙头公司的利润率水平高位抬升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从创业板龙头公司的ROE杜邦拆解也能看到：虽然疫情导致创业板龙头公司的周转率显著回落，但是，较高的溢价能力（毛利率改善）、成本优势（期间费用率回落）以及潜在的产能扩张能力（杠杆率抬升），是创业板龙头公司维持较高盈利能力的保障。

表 10: ROE (TTM) 杜邦拆解 (20Q1): 创业板指市值前30%公司

	19年报	20一季报	变化幅度
毛利率	34.79%	35.65%	0.86%
管理费用率	6.41%	6.36%	-0.06%
销售费用率	5.83%	5.75%	-0.08%
财务费用率	-0.51%	-0.64%	-0.12%
销售利润率	18.27%	19.52%	1.25%
资产负债率	48.99%	50.44%	1.45%
资产周转率	56.82%	53.65%	-3.16%
ROE	21.26%	22.15%	0.89%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 11: ROE (TTM) 杜邦拆解 (20Q1): 创业板指市值前50%公司

	19年报	20一季报	变化幅度
毛利率	37.05%	37.35%	0.30%
管理费用率	6.24%	6.17%	-0.08%
销售费用率	7.52%	7.31%	-0.20%
财务费用率	0.05%	-0.12%	-0.17%
销售利润率	17.44%	18.24%	0.79%
资产负债率	46.57%	47.01%	0.44%
资产周转率	55.16%	53.49%	-1.67%
ROE	18.78%	19.22%	0.45%

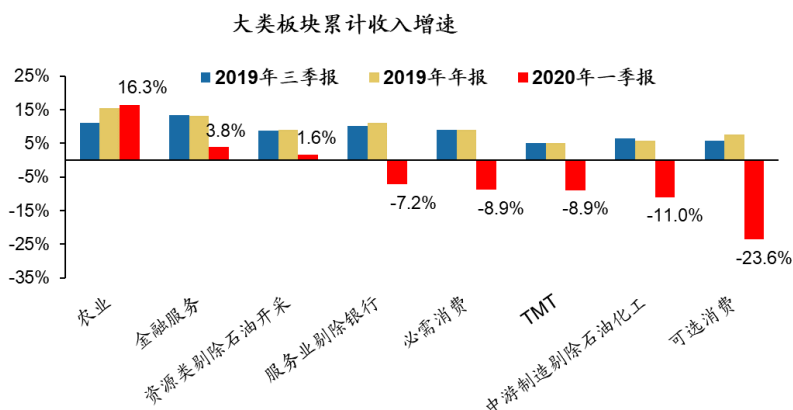
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、行业比较：关注疫情对存货、利润率及现金流影响

（一）板块概览：大多数行业一季报录得历史最差增长

从大类板块收入来看，仅农业、金融、上游资源非石油类一季报收入正增长，其中农业收入增长加速。20年一季报农业收入增速有所改善，其余大类板块的收入增速普遍下滑，其中可选消费、中游制造、TMT收入增速回落明显。

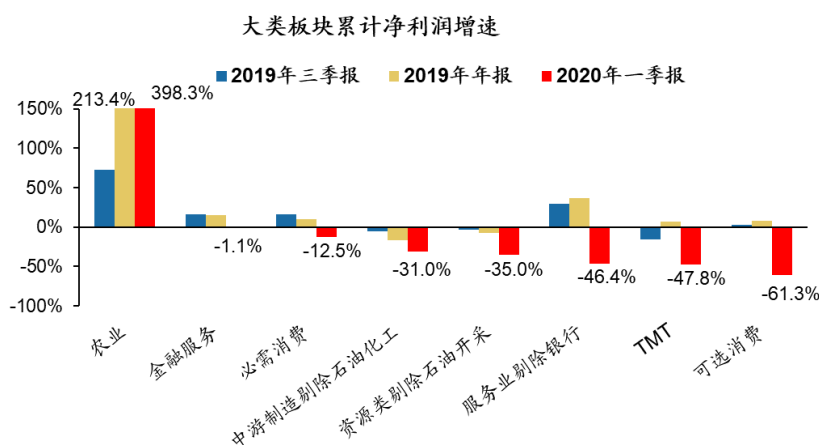
图43：大类板块收入增速的变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

大类板块盈利比较，仅农业维持正增长，可选消费冲击最大。20年一季报盈利增速普遍较19年年报有明显回落。除农业外其他大类板块盈利均落入负增长区间，其中可选消费、TMT、服务业回落最明显。

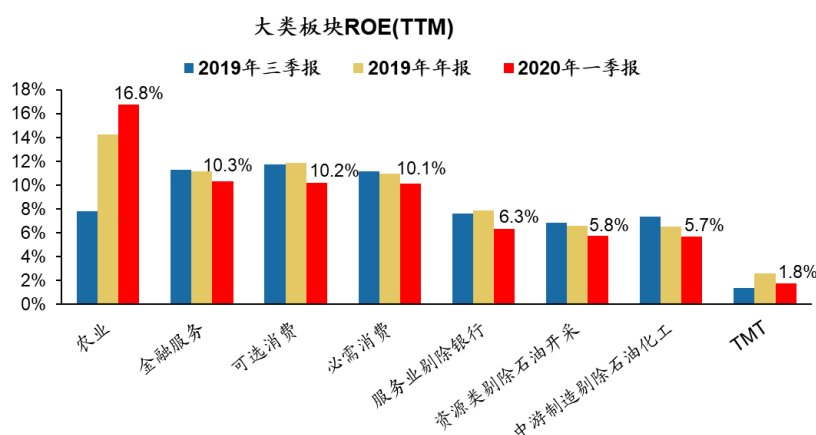
图44：大类板块盈利增速变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

农业和金融板块的ROE延续高优势；消费类略有下滑，但ROE依然保持在10%以上。其余板块的ROE（TTM）均明显回落。

图45：大类板块ROE变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在疫情冲击下，28个一级行业中有12个行业一季报盈利增长录得03年以来最差值，5个行业一季报录得历史次差值。

一季报收入正增长的行业——在104个申万二级行业中，我们筛选了一季报收入增速为正的行业如下表，稀有金属、畜禽养殖、饲料、动物保健、半导体等行业一季报盈利增速最高；稀有金属、饲料、动物保健、半导体收入增长连续加速。

表 12：2020一季报收入增速正增长的细分行业

行业	2019三季报	2019年报	2020一季报	2020Q1相比 2019Q4加减速	2020Q1相比 2019Q3加减速
稀有金属	15%	25%	35%	10%	20%
畜禽养殖 II	23%	31%	30%	-2%	7%
饲料 II	9%	12%	23%	11%	14%
动物保健 II	-7%	-6%	23%	29%	30%
半导体	8%	11%	16%	5%	8%
黄金 II	27%	19%	15%	-4%	-12%
食品加工	14%	16%	8%	-8%	-6%
电子制造 II	10%	11%	8%	-4%	-3%
银行 II	12%	10%	7%	-3%	-5%
采掘服务 II	20%	19%	7%	-12%	-13%
水务 II	15%	19%	6%	-13%	-9%
物流 II	9%	13%	5%	-8%	-4%
化学纤维	12%	9%	5%	-4%	-8%
医疗器械 II	14%	14%	4%	-9%	-10%
航运 II	26%	19%	4%	-15%	-22%
证券 II	46%	41%	2%	-39%	-44%
专业零售	10%	8%	2%	-6%	-9%
农产品加工	5%	11%	1%	-10%	-4%
通信运营 II	-1%	0%	0%	0%	1%
工业金属	6%	6%	0%	-5%	-6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

一季报盈利增速正增长的行业——在104个申万二级行业中，我们筛选了一季报盈利增速正增长的行业如下表，其中：饲料、畜禽养殖、半导体等行业一季报盈利增速最高；而饲料、畜禽养殖、造纸、黄金等行业盈利增长连续加速。

表 13：2020一季报盈利增速为正的细分行业

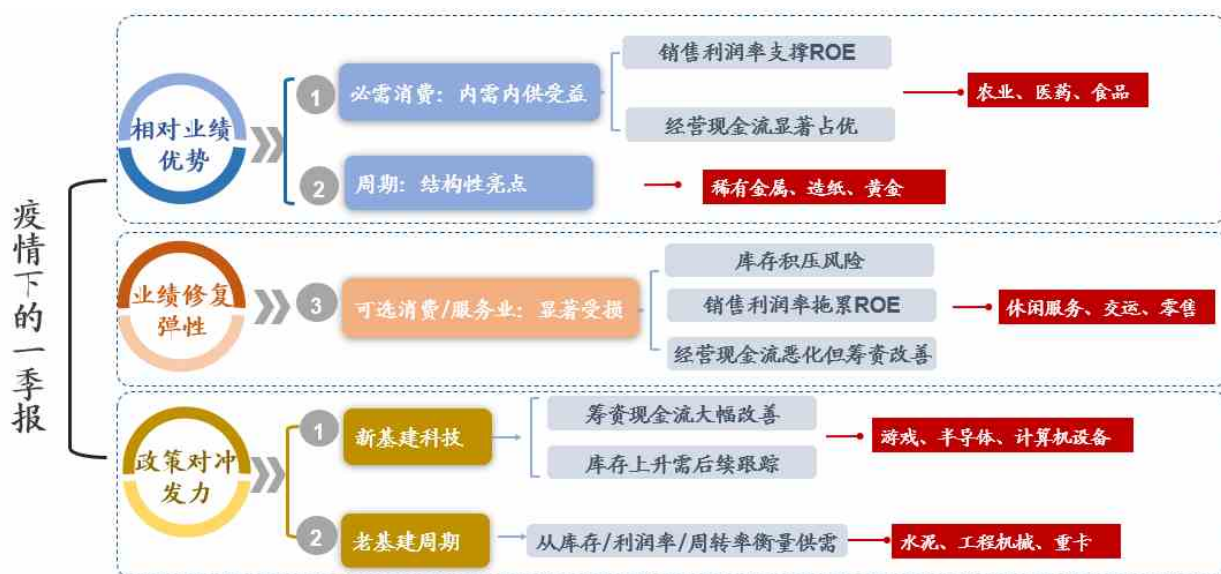
行业	2019三季报	2019年报	2020一季报	2020Q1相比 2019Q4加减速	2020Q1相比 2019Q3加减速
饲料Ⅱ	52%	161%	1468%	1307%	1416%
畜禽养殖Ⅱ	338%	411%	985%	574%	647%
半导体	-3%	123%	96%	-27%	99%
视听器材	43%	263%	82%	-182%	39%
航空装备Ⅱ	31%	-38%	59%	97%	28%
船舶制造Ⅱ	144%	365%	57%	-308%	-87%
渔业	-68%	-1152%	56%	1208%	123%
动物保健Ⅱ	-35%	-39%	37%	76%	72%
化学纤维	19%	74%	31%	-43%	11%
采掘服务Ⅱ	193%	786%	27%	-759%	-166%
航运Ⅱ	105%	135%	26%	-109%	-79%
农产品加工	-17%	189%	13%	-175%	30%
综合Ⅱ	-28%	-29%	12%	41%	40%
造纸Ⅱ	-39%	-30%	11%	41%	50%
黄金Ⅱ	-9%	-27%	10%	38%	20%
元件Ⅱ	4%	-21%	10%	31%	6%
互联网传媒	-65%	22%	8%	-15%	72%
电源设备	23%	43%	7%	-37%	-17%
银行Ⅱ	7%	6%	6%	-1%	-2%
饮料制造	22%	17%	3%	-14%	-19%
医疗器械Ⅱ	25%	14%	0%	-14%	-24%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）疫情下的一季报，关注相对优势、修复弹性、政策对冲

参考03年与08年的历史经验，业绩遭遇外力大幅减记的时期，市场对业绩比较的关注集中在业绩相对优势、业绩修复弹性、政策对冲方向，这也是我们本次解读一季报行业比较的主要线索。首先，业绩减记初期市场寻找“业绩相对优势”作为避风港；其次，随着业绩减记步入后半程，市场关注“业绩修复弹性”与“政策对冲方向”，两者或有交集。

图46：疫情下对A股一季报进行行业比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 内需必选消费：疫情下相对的避风港，但配置/估值已显失衡

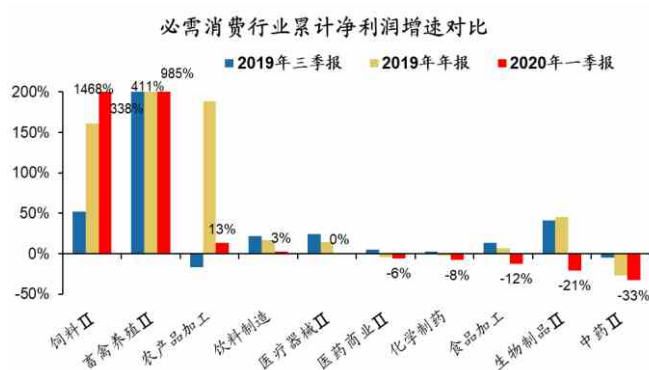
内需内供的必需消费成为一季报相对业绩优势的“避风港”，大多数行业依然陷入了收入和盈利的负增长，只是负增长幅度较A股整体相对有限。一季报收入依然保持正增长的行业是：畜禽养殖、饲料（收入提速）、食品加工、医疗器械；而一季报盈利增速正增长的仅有饲料、畜禽养殖、饮料制造、医疗器械。

图47：必需消费行业收入增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图48：必需消费行业盈利增速



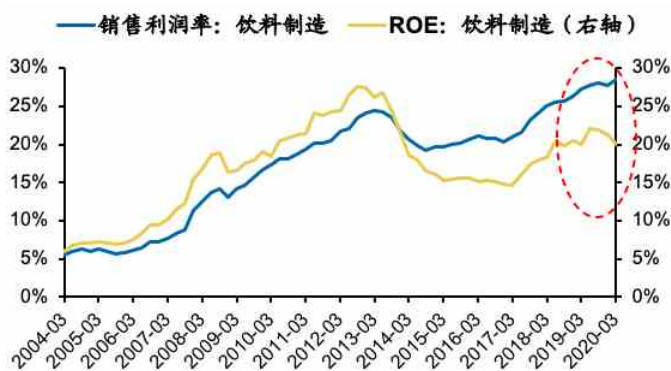
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

20Q1疫情冲击下，内需内供的必需消费主要有以下属性显得更为珍贵：

1.直接受益于“抗疫”带来的需求增长，收入正增长或有限负增长。如医药商业、化药、医疗器械属于抗疫必需品，而粮油、小食品在居民隔离期间需求增长。

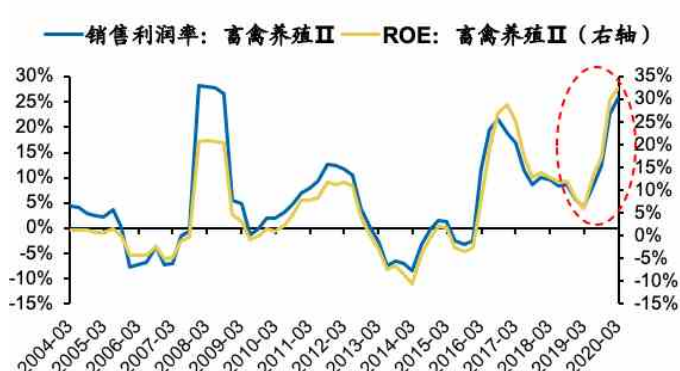
2.高销售利润率支撑ROE。农业板块如饲料/畜禽养殖受到了猪周期的支撑，食品饮料板块如食品和白酒存在品牌化溢价而竞争格局良好，上述行业虽然收入受到影响、但都保持着较高的销售利润率，对行业ROE形成有力支撑。

图49：饮料制造的销售利润率支撑高ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

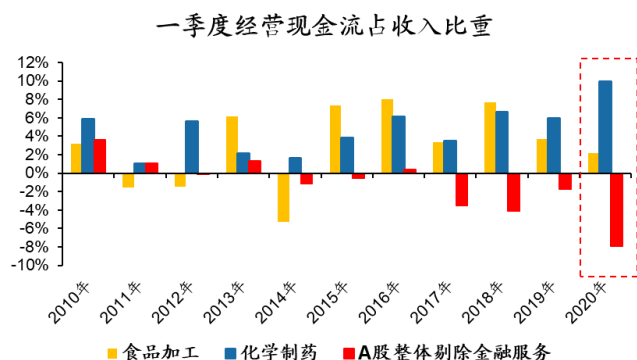
图50：畜禽养殖的销售利润率支撑ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

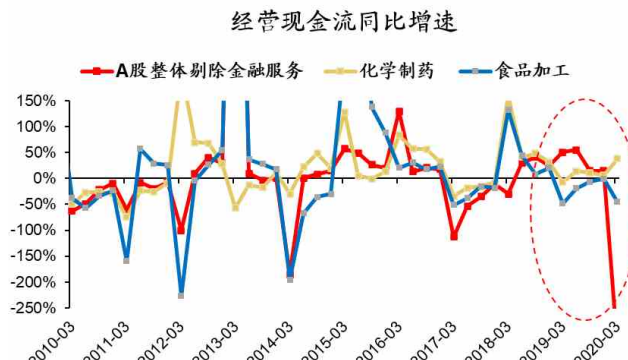
3.经营现金流保持净流入，受到的冲击更小。疫情带来的需求断崖式回落会冲击各行业现金流，现金流的紧绷与断裂是疫情期间企业风险暴露的本因。相较于A股剔除金融整体Q1经营现金流的大幅净流出，食品加工、化药等行业的经营现金流保持净流入，占收入的比重、经营现金流同比增速呈现显著优势。

图51：化药、食品相较于A股经营现金流具备优势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

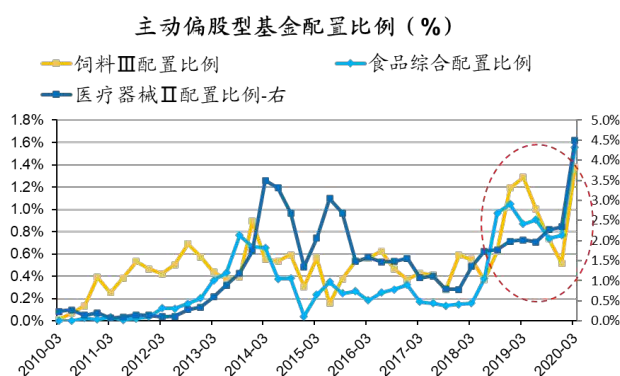
图52：化药、食品相较于A股经营现金流具备优势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

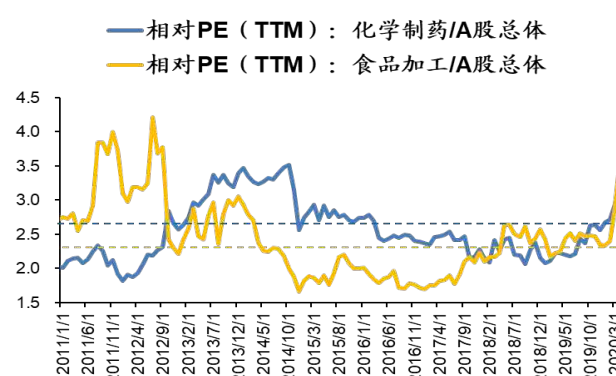
参考03年SARS、08年金融危机可比时段，在“业绩减记”时期市场都是优先配置“业绩相对优势”。站在当前时点，“业绩相对优势”的必需消费板块虽然在过去一个月显著跑赢，但“瑕疵”在于配置已经显著抬升，而估值回到了高位。从基金一季报的配置来看，疫情之下市场“规避冲击、拥抱内需”的配置思路成为共识，疫情受益使“业绩相对优势”的医药、食品（小食品/调味品）、农业（粮油/饲料）、商贸（超市/电商）等板块全线获得增配，其中不乏行业配置已达到近10年新高，配置呈现拥挤；此外相关板块的估值已难言吸引力，食品、医药等行业相对A股的估值已显著超过均值+1倍标准差。

图53：“业绩相对优势”的行业配置刷新10年新高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图54：估值已处于历史高位（虚线为历史均值）

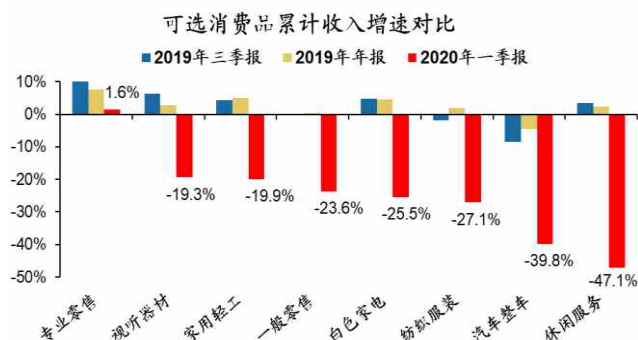


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）可选消费/服务：从疫情最受损，逐渐转向“业绩修复弹性”

居民生活隔离与线下交互的暂停，使疫情时代可选消费行业步入寒冰。与前文小幅负增长的“必需消费”相比，可选消费行业大多收获03年以来最差Q1增长。仅专业零售（电商等）一季报保持收入正增长，其余可选消费行业普遍收入负增长20%以上；仅黑电一季报盈利保持正增长，其余可选消费盈利负增长50%以上。

图55: 可选消费行业收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图56: 可选消费行业盈利增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

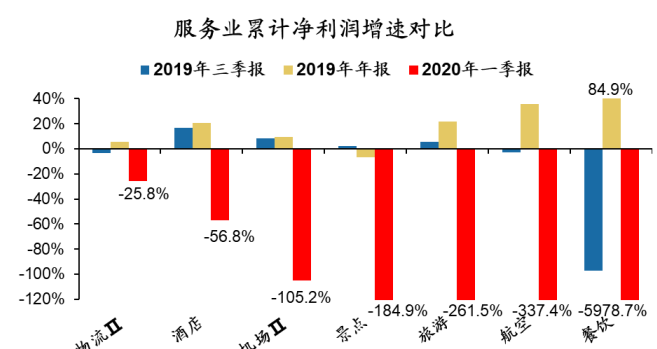
服务业受到的冲击类似, 除物流外, 其他主要行业收入与盈利全部跌入大幅负增长区间。餐饮、旅游、航空受到的冲击更大。

图57: 服务业的收入增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图58: 服务业的盈利增速对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

疫情对可选消费与服务业的冲击体现在业绩的以下几个方面:

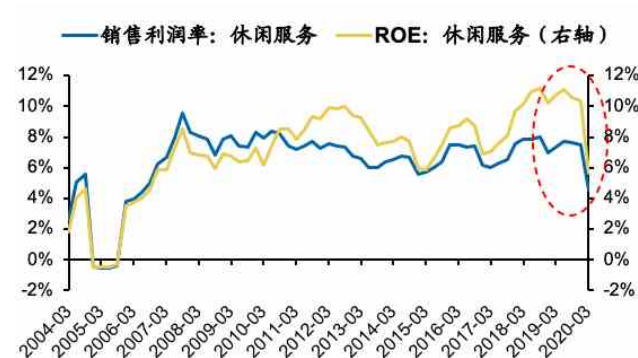
- 1. 可选消费品需求端恶化、存货有累积风险。**从一般零售、白电、汽车的存货同比增速来看Q1均有上行, 但整体上升幅度可控。考虑到收入端的恶化, 后续库存消化压力加大。
- 2. 销售利润率回落, 冲击ROE。**由于收入锐减而成本与费用相对固化, 可选消费与服务业销售利润率显著回落。汽车整车、休闲服务、一般零售等行业销售利润率恶化均拖累ROE下行。

图59：可选消费品的存货增速上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图60：休闲服务销售利润率大幅拖累ROE

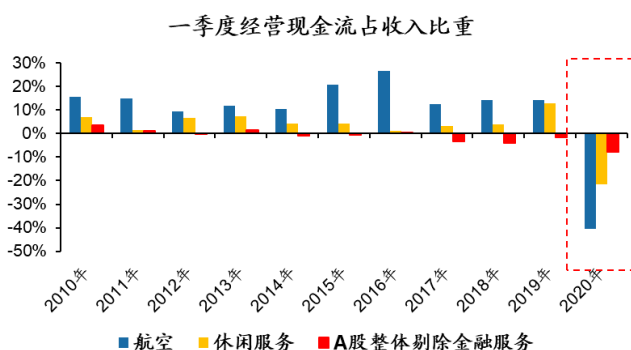


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3. 经营现金流直面冲击，现金周转困难成为风险暴露本因。可选服务业由于现金周转率较高，经营现金流的断崖式回落造成企业现金流紧绷，成为疫情期间相关行业企业风险暴露的本因。航空、机场、餐饮、酒店等行业的一季报经营现金流大幅净流出，经营现金流占收入的比重较A股剔除金融整体显著恶化。

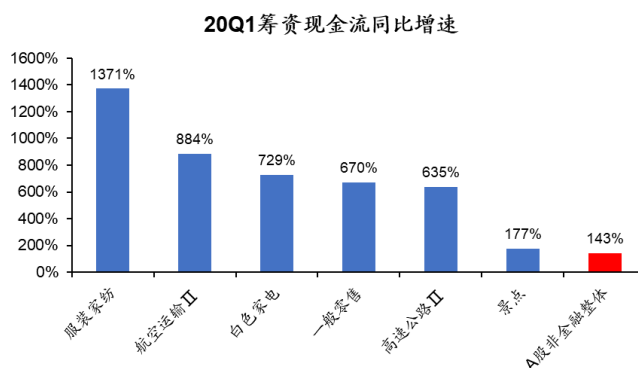
4. 一方面企业自救寻找缓解现金流危机的方法，另一方面政策也给予了相关资金或信贷扶持，最终体现为20Q1可选消费/服务业的筹资现金流增速显著更高。

图61：航空、休闲服务的经营现金流较A股显著恶化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图62：筹资现金流增速较A股剔除金融整体显著更高

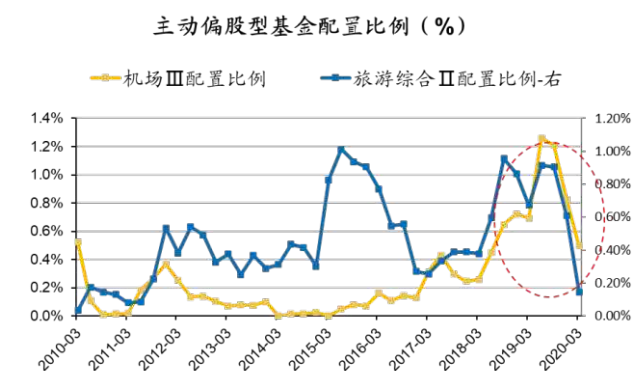


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

因此，可选消费与服务确实是20年Q1疫情受损冲击最大的领域。但值得关注的是，随着景气预期与资金配置的双双触底，Q2国内生产生活渐次修复，“至暗时刻”过去将逐渐关注疫情后时代的“业绩修复弹性”。截止基金一季报，基金对“疫情受损链”的配置大幅下降至历史低点，休闲服务Q1基金配置比例“腰斩”，旅游的配置大幅降至11年以来新低，酒店配置降至历史中水位以下，家具、纺服、百货等线下消费也遭遇不同程度减配，可见Q1疫情下的配置思路体现在“第一阶段”，即规避冲击，拥抱内需。

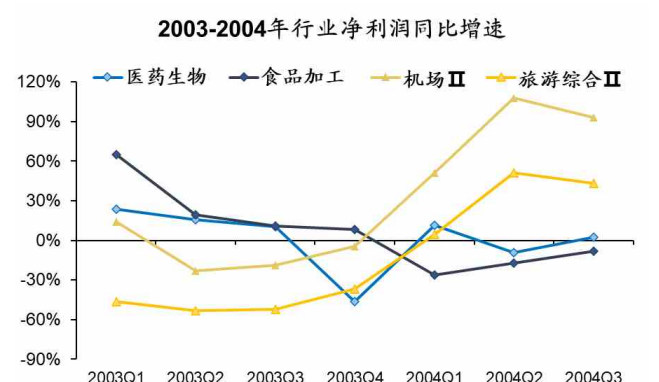
以03年的盈利变化来看，“疫情中”必需消费具备相对业绩优势，而“疫情后”可选消费/服务业呈现业绩修复弹性。

图63：目前公募基金对服务业配置降至历史低点



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图64：03年疫情后可选消费与服务的修复弹性更大



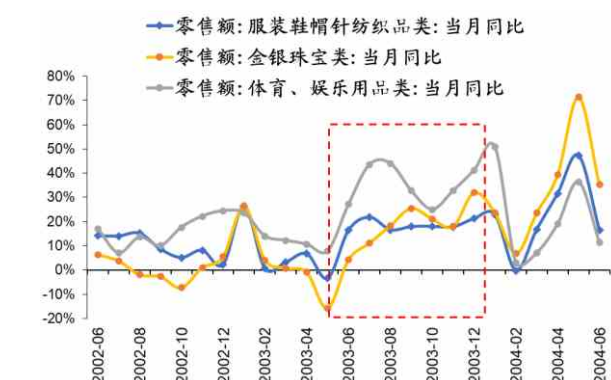
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

03年受损行业的业绩修复弹性，对于股市相对收益有显著的指引意义，围绕当下讨论热烈的“报复性消费”我们得到如下启示——

1. 03年细分受损行业确实存在“报复性消费”，最早出现的信号在03年6月份，以“疫情有效控制”作为分水岭；
2. 消费品类修复上没有大的时间差异，但修复弹性有差别，03年以餐饮、中低端酒店、国内游、体育服饰用品、黄金珠宝与百货等修复最为显著；
3. “报复性消费”行业股价超额收益集中于两段，第一段是03年5-6月，股价表现领先于景气改善，催化剂是各地解除“疫区”，业绩反转预期带来超跌反弹；
4. 第二段超额收益大致出现在03年8-10月，随着6月之后消费数据的实际确认改善，服装、黄金珠宝、餐饮等行业高频增速超过03年疫情前中枢，股价反应“业绩修复弹性”。

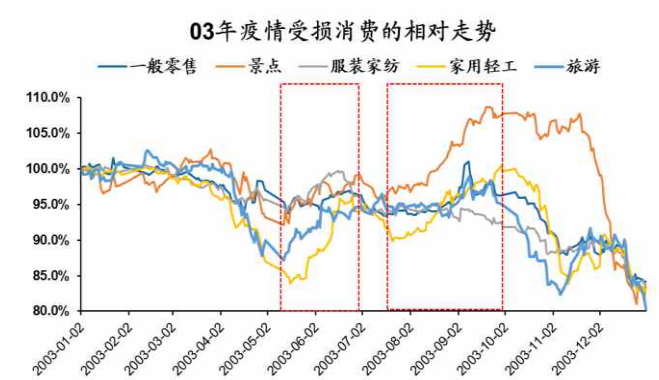
因此，随着疫情控制及国内需求的渐次恢复，疫情中后段的配置思路将逐渐转向“疫情受损链的业绩修复”。当前形势与03年“报复性消费”行情启动的第一段较为相似，结构上关注景气预期与配置双双触底的休闲服务/机场/一般零售等。

图65：03年6月以后可选消费的景气高频数据修复



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图66：03年疫情受损行业的相对收益集中在两段



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(五) TMT: 高景气半导体已被配至高位, 从库存变化评估后续冲击

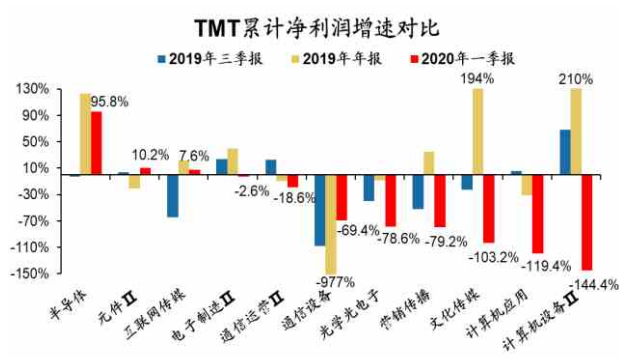
成长股结构分化, 部分科技行业体现出了穿越经济周期的需求韧性, 而部分行业受到需求停摆及全球供应链的扰动而受损。18年报商誉大规模减值后、19年Q1业绩普遍靓丽造成高基数, 亦对今年Q1产生负面影响。半导体的收入增长加速、盈利增速回落但在高速区间; 电子制造收入依然正增长, 盈利增速下滑至小幅负增长; 互联网传媒 (游戏为主) 收入下滑、但盈利增速相较于19Q3大幅改善; 计算机应用和设备均受到了一季度需求停摆的负面影响而大幅负增长。

图67: TMT细分行业收入比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

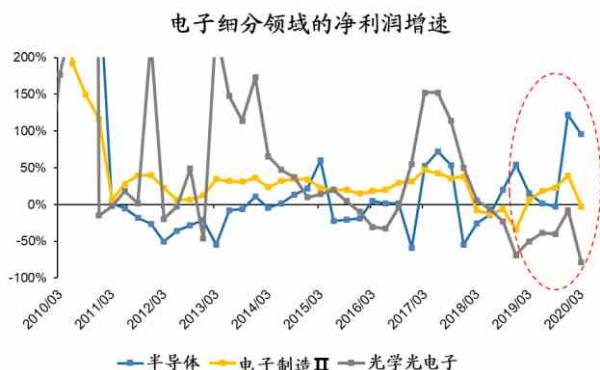
图68: TMT细分行业的盈利增速比较



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

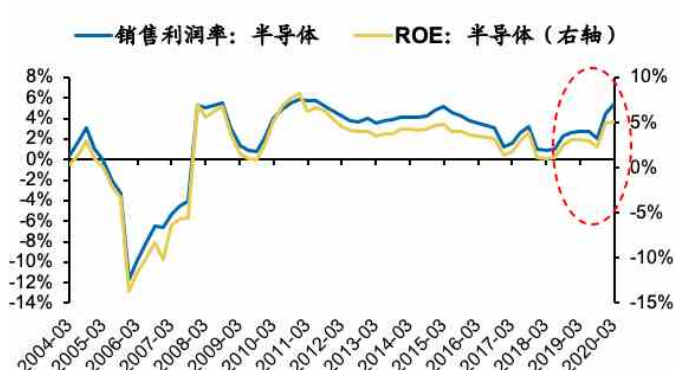
横向对比来看, 半导体在电子、甚至整个科技行业确实具备比较优势, 但基金配置已刷新历史新高。半导体行业一季报收入增速16%、盈利增速96%依然亮眼, 且销售利润率推升ROE仍在持续改善, 确实在科技行业横向比较中具备优势, 但基金配置水涨船高, 截止Q1配置刷新历史新高。

图69: 半导体的盈利增长具备相对优势



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图70: 半导体的销售利润率推升ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从一季报的经营情况来看，科技行业两点重要变化值得关注——

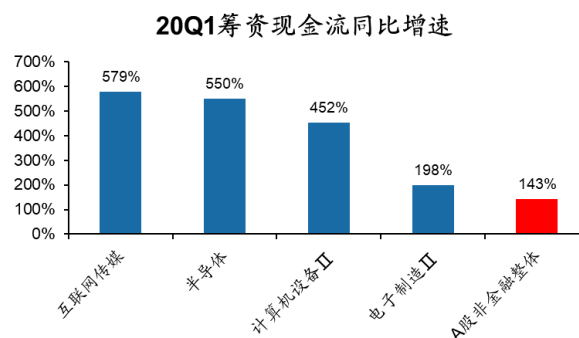
1. 全球供应链的扰动及需求端砍单，映射至科技行业一季报的存货增速抬升。存货变化显示，半导体、电子制造、计算机设备等多数科技硬件制造行业的存货增速显著抬升，需对后续的全球产业链修复情况及需求端砍单做进一步追踪。
2. 科技行业也是20Q1筹资现金流增速显著抬升的领域，侧面体现了政策对于“新经济”行业的信贷与资金扶持。以互联网传媒、半导体、计算机设备、电子制造等行业的筹资现金流改善最为显著。

图71：半导体、电子制造、计算机设备的存货上升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

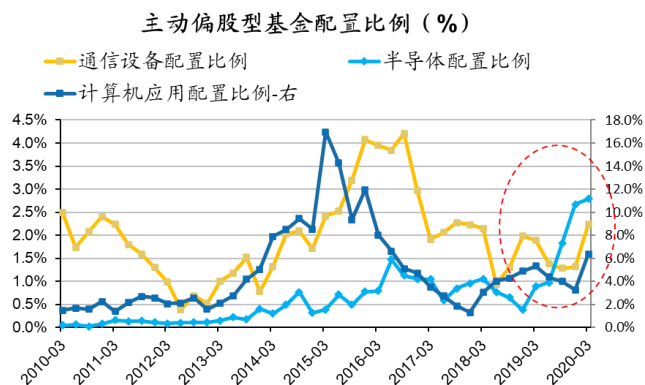
图72：科技行业的筹资现金流增速显著高于A股整体



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们前文提到，在业绩减记逐步被市场price-in之后，市场的配置逻辑会转向“业绩修复弹性”与“政策对冲方向”。20年目前最明确的政策思路依然是新老基建兼顾，基于一季报科技行业TTM相对估值具备吸引力，A股“风险溢价”后增配科技。截止Q1，“新基建”科技行业虽获得增配，但大多行业依然处于中水位以下，配置并不拥挤，除了电子（半导体）之外，其他行业如通信、计算机（软件/硬件）、传媒等行业的配置比例依然处于历史的中性水位以下。因此，从配置的拥挤度来讲，科技行业依然具备加仓空间。此外，VIX指数从3月高点的82.7%回落到了当前40%以下，A股“风险溢价”逐步确认。基于年报和一季报业绩预估的TTM估值显示，当前消费/科技的相对估值已经突破2010年以来的均值+1倍标准差，“风险溢价”后科技股的估值吸引力更大。

图73：除半导体外，大多科技行业配置不达中水位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图74：科技相对于必需消费的估值再次凸显吸引力



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（六）周期/大金融：稀有金属、造纸、水泥、机械、重卡有结构性亮点

一季度工业生产的暂停也使周期股的一季报大幅下滑，收入依然保持正增长的仅有稀有金属、采掘服务、工业金属，盈利依然保持正增长的是采掘服务、造纸、电源设备。水泥、化工收入大幅负增长，化工、稀有金属盈利大幅负增长。

图75：周期行业收入增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图76：周期行业盈利增速

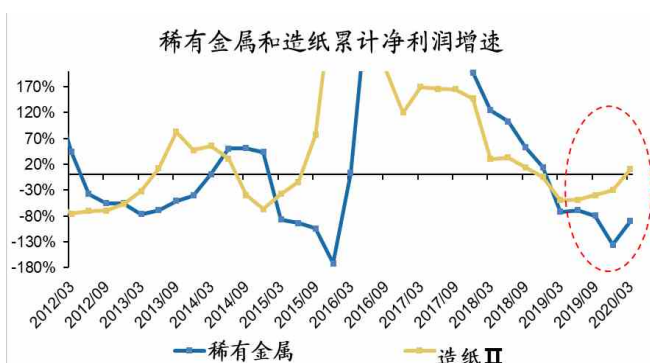


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从周期性行业中挖掘结构性的亮点，集中在以下几个细分领域：

1. 稀有金属、造纸、黄金的盈利增长趋势有所改善。稀有金属的收入增长加速、盈利负增长趋势收敛；造纸、黄金的盈利增速逐季改善。
2. 一季度工业品库存普遍积压上升，而水泥的存货同比增速处于低位，更受益于工业生产修复带来的涨价。由于水泥新增产能压力小，在较低的存货压力下，工业生产的修复将带动涨价弹性。

图77：稀有金属和造纸的盈利增速改善



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

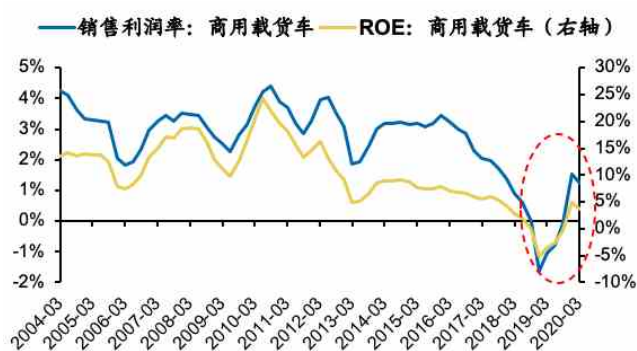
图78：水泥较钢铁、化学原料存货增速更低且下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

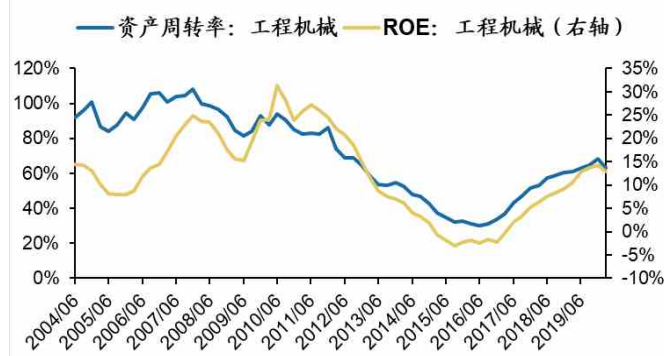
3. 资产周转率和销售利润率，支撑工程机械、重卡的ROE仍维持高位。销售利润率支撑重卡ROE、资产周转率支撑工程机械ROE，表明行业格局优、供需格局好的细分行业能够在外部环境恶化的背景下依然保持较高的盈利能力。

图79：重卡的销售利润率支撑ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

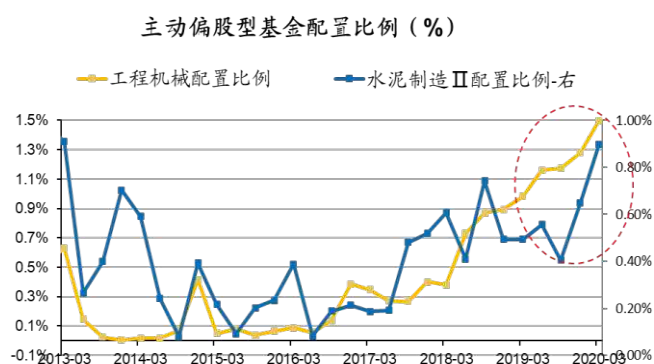
图80：工程机械供需向好，资产周转率推升ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

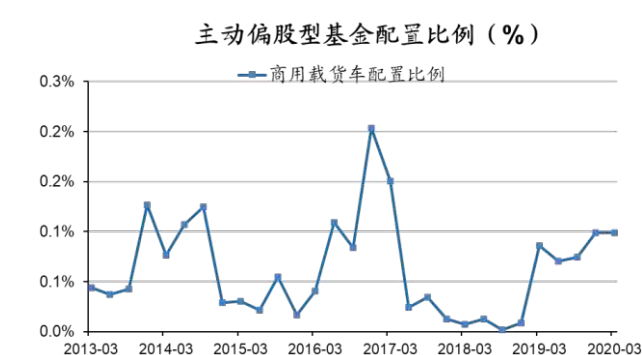
目前景气的趋势已在基金配置数据中有所体现，关注两会前后“基建”相关政策表述的变化。周期性行业中前文提到自身行业竞争格局较优的板块如建材（水泥）、工程机械等配置连续刷新13年以来新高；重卡配置回到13年以来中性水位。

图81：水泥、工程机械配置刷新13年以来新高



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

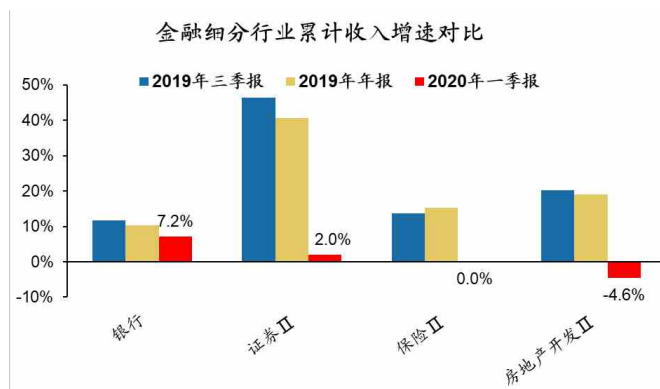
图82：重卡配置升至13年以来中性水位



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

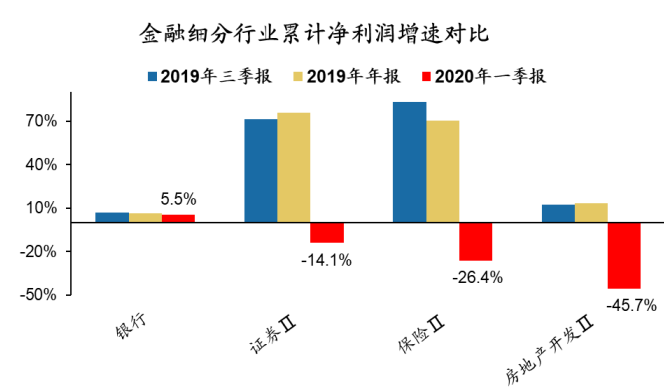
最后，大金融板块Q1业绩亦受显著冲击，保险与地产盈利大幅负增长。由于疫情对银行板块的影响更偏滞后，因此后续银行板块的盈利趋势仍有下滑压力。

图83：金融业的收入增速对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图84：金融业的盈利增速对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

七、风险提示

宏观经济下行压力超预期、盈利环境发生超预期波动，海外不确定性风险增加。

广发投资策略研究小组

- 戴康：CFA，首席分析师，中国人民大学经济学硕士，10年A股策略研究经验。2019年荣获新财富最佳分析师策略研究第二名、II CHINA投资组合策略第一名、金牛奖最具价值首席分析师、中国保险资产管理业协会“十佳路演嘉宾”等多项重要奖项。荣获2018年新财富第三名、最具价值金牛分析师、IAMAC第一名。
- 郑恺：资深分析师（行业比较），华东师范大学金融学硕士，7年A股策略研究经验。
- 曹柳龙：CPA，资深分析师（行业比较），华东师范大学管理学硕士，6年A股策略研究经验。
- 俞一奇：资深分析师（专题研究），波士顿大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 陈伟斌：CPA，资深分析师（专题研究），复旦大学经济学硕士，4年A股策略研究经验。
- 倪赓：资深分析师（主题策略），中山大学经济学硕士，3年A股策略研究经验。
- 韦冀星：联系人（行业比较），美国杜兰大学金融学硕士，3年A股策略研究经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。