

一季报预报点评系列三

财报窗口期行业配置的蛛丝马迹

全 A 盈利增速如期下行，除了业绩因子外，财报窗口期还体现了市场对于经济、政策预期的摇摆，后续建议以优秀的行业格局抵御预期的不确定性。

- 一季度各板块盈利增速如期下行。2020 年一季度全部 A 股归母净利润增速为-23%；非金融石油石化口径为-41%；主板、创业板和中小板利润增速分别为-46%、-27%和-17%，其中创业板实际盈利增速与系列报告第二篇的预测增速-31%相当，剔除温氏股份后为-36%。
- 石油石化、保险和航空股对沪深 300 业绩拖累严重，创业板指与沪深 300 业绩增速差发生逆转。一季度沪深 300、创业板指和中证 500 的盈利增速分别为-18%、2%和-34%。对指数拖累效应排名前十的股票中，石油石化、保险和航空股合计影响沪深 300 盈利增速 15.5 个百分点，温氏股份对创业板指的支撑效应高达 18.1 个百分点，剔除温氏后创业板指的盈利增速为-16%，与沪深 300 的业绩增速差依旧发生逆转。
- 盈利结构下沉，创业板和中小板龙头优势较盛。一季度所有板块的盈利结构都有所下沉。创业板和中小板的龙头优势明显，创业板市值排名前 10% 的公司整体增速 15%，中小板为 11%，往下市值排名越低，负增长越严重；全 A 非金融石油石化和主板市值排名前 10% 的公司整体业绩负增长超过 30%，未能体现出明显的优势。
- 行业业绩表现紧随经济相关度。一季度行业业绩的最终表现与我们在《系列报告二》中的数据梳理结果较为一致，必需消费整体录得-3% 的增长，疫情背景下抵御风险的能力较强，高股息行业业绩下滑幅度有限，传统周期、中游制造和可选消费受疫情影响严重，业绩出现大幅回落，周期成长的业绩优于一般成长。
- 财报窗口期的行业表现反映了哪些配置逻辑？首先，“第一阶段以业绩为抓手”的行业配置策略获得了较高的胜率，反映财报窗口期市场对于行业业绩进行了充分的计价。其次，除了业绩以外，市场已经在循着经济复苏和政策刺激的逻辑寻找做多方向，但目前预期还比较摇摆，配置停留在受益于经济复苏和政策刺激，但同时中长期格局较好的特定子行业中，传统周期和中游制造的大部分子行业还没有启动，需要经济数据和重要会议给出进一步指引。最后，海外不确定因素依然是市场规避的重点。
- 二季度行业配置进入第二阶段，把握短期业绩确定性强，中长期格局较优的行业，规避与疫情负相关，与经济和政策预期强相关的行业。二阶段建议优先把握短期业绩确定性较强，中长期行业格局较好的白酒、化药和水泥等；次优选择是一些短期内依然受到国内经济和海外不确定性因素影响，但中长期逻辑顺畅的航空、机场、家电、汽车和消费电子等。需要规避的有三类，一类是与疫情负相关，短期业绩确定性较强但中长期行业格局一般，目前估值高企的医疗服务、口罩、疫苗等行业；第二类是与国内经济和政策刺激强相关的小建材、传统周期和中游制造，谨防经济复苏和政策刺激不及预期的风险；第三类是与海外不确定性挂钩的石油、有色等行业。
- 风险提示：宏观经济下行超预期，海外风险事件超预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：市场策略

王君
(010)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S0360517060003

*王永健为本报告做出重要贡献

目录

1 全 A 盈利增速-23% 创业板与中小板龙头优势显著	4
1.1 全 A 盈利增速明显下滑 沪深 300 与创业板指业绩增速差由正转负	4
1.2 板块盈利结构下沉 创业板中小板的龙头优势显著	6
1.3 行业业绩表现紧随经济相关度	8
2 财报窗口期 行业表现反映了哪些配置逻辑	9
风险提示	13

图表目录

图表 1. 2020Q1 全部 A 股盈利增速-23%.....	4
图表 2. 2019 年中报开始全 A 非金融石油石化的盈利增速已然有所企稳, 疫情拉长了盈利下行周期	4
图表 3. 2020Q1 主板非金融石油石化利润增速-46%	4
图表 4. 2020Q1 创业板盈利增速-27%, 剔除后为-36%	4
图表 5. 创业板盈利增速 (非金融石油石化)	5
图表 6. 主要板块 Q1 净利润增速	5
图表 7. 2020Q1 沪深 300 盈利增速-18%	5
图表 8. 2020Q1 创业板指盈利增速 2%, 剔除温氏后-16%	5
图表 9. 2020Q1 中小板指盈利增速-1%	5
图表 10. 沪深 300 与创业板指的业绩增速优势发生逆转	5
图表 11. 沪深 300 指数盈利受石油石化、保险和交运的拖累严重, 温氏股份拉动创业板指盈利增速上升 18 个百分点	6
图表 12. 主要板块的盈利结构都向着低增长和负增速下沉, 创业板和中小板两极分化严重, -50% 以下增速公司数量占比超过 11 年以来季度均值的 2 倍	7
图表 13. 主要板块龙头优势依然明显, 但全 A 非金融石油石化和主板的龙头盈利增速较以往也大幅下滑, 创业板和中小板市值前 10% 的公司整体增速依然维持正增长, 板块内优势明显	7
图表 14. 大类板块利润、营收增速和 ROE	8
图表 15. 3 月 23 日以来涨幅排名前 20 的二级行业中有 9 个一季报业绩与股价表现不匹配, 跌幅前 20 的行业中只有一个不匹配, 其余一季报业绩增速明显低于去年 4 季度、同期和历史中位数	10
图表 16. 3 月 23 日以来的行业配置逻辑除了业绩因素外, 还体现了市场对国内经济和政策预期的摇摆	11

1 全 A 盈利增速-23% 创业板与中小板龙头优势显著

1.1 全 A 盈利增速明显下滑 沪深 300 与创业板指业绩增速差由正转负

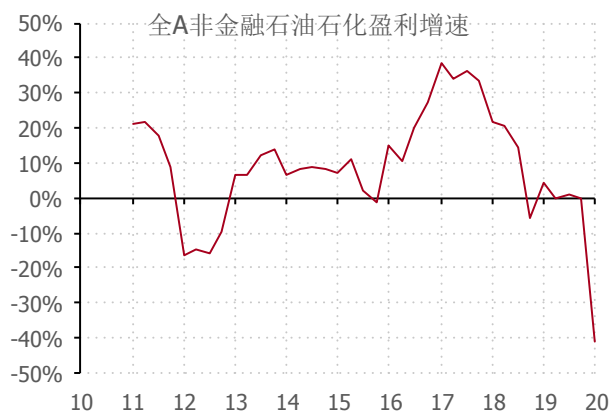
全 A 盈利增速-23%，非金融石油石化口径降至-41%，疫情拉长了全 A 盈利下行周期。可比公司口径下（后述若无特殊说明则均为可比口径），2020 年一季度全部 A 股归母净利润增速为-23%，较去年同期的 10% 和去年 4 季度的 7% 均有明显下滑；剔除非金融石油石化后业绩下滑更为明显，2020Q1、2019Q1 和 2019Q4 分别为-41%、4% 和 0%。若不考虑 2018 年底大量商誉和应收账款减值的计提对企业盈利的影响，全 A 非金融石油石化盈利增速自 2019 年中报开始已经逐渐企稳，一季度业绩的大幅下滑反映疫情拉长了全 A 盈利下行周期。

图表 1. 2020Q1 全部 A 股盈利增速-23%



资料来源：万得，中银证券

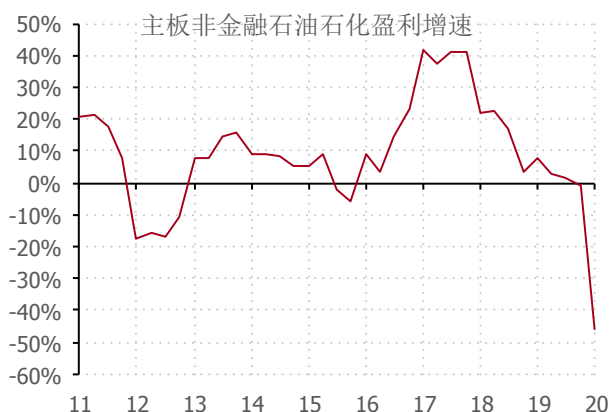
图表 2. 2019 年中报开始全 A 非金融石油石化的盈利增速已然有所企稳，疫情拉长了盈利下行周期



资料来源：万得，中银证券

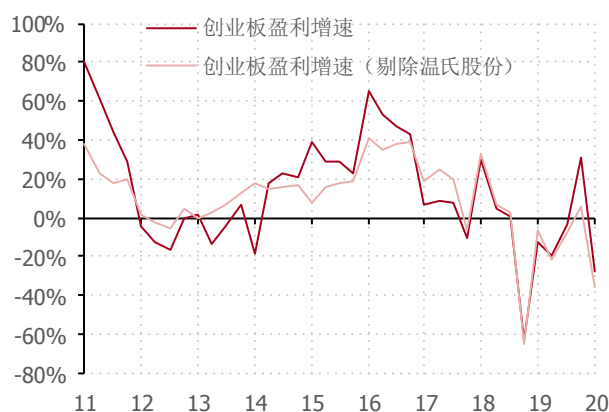
板块盈利增速也有不同程度下滑，其中中小板的盈利下滑幅度较小。剔除金融和石油石化板块后的可比口径下，2020Q1 主板、创业板和中小板利润增速分别为-46%、-27%和-17%，其中创业板实际盈利增速与系列报告第二篇的预测增速-31%相当，剔除温氏股份后创业板盈利增速为-36%。主板、创业板和中小板相较于去年同期和 4 季度分别下滑了 54/45、30/42 和 8/15 个百分点。

图表 3. 2020Q1 主板非金融石油石化利润增速-46%



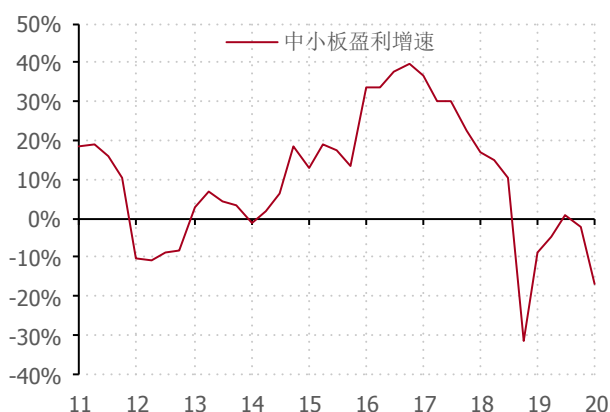
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2020Q1 创业板盈利增速-27%，剔除后为-36%



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 创业板盈利增速 (非金融石油石化)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 主要板块 Q1 净利润增速

板块	2020Q1	2019Q4	2019Q1	过去 10 年 Q1 平均
全部 A 股	(23)	7	10	7
非金融石化	(41)	0	4	6
主板	(46)	(1)	8	6
创业板	(27)	31	(12)	16
创业板剔除温氏	(36)	6	(6)	11
中小板	(17)	(2)	(9)	8

资料来源: 万得, 中银证券

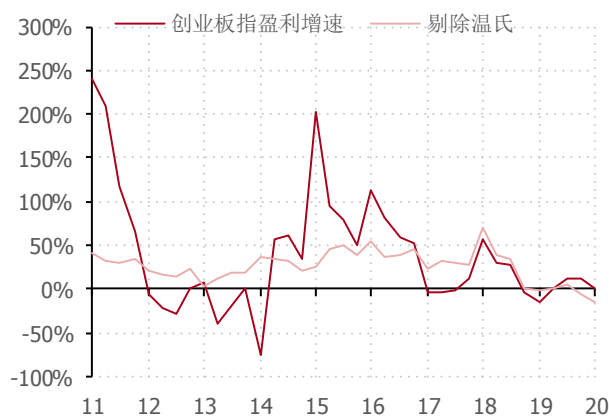
主要指数方面, 创业板指盈利增速下滑但依然为正, 与沪深 300 的盈利优势关系发生逆转。一季度沪深 300、创业板指和中证 500 的盈利增速分别为-18%、2%和-34%, 其中沪深 300 在维持了一年 10% 以上的盈利增速后大幅下滑; 创业板指未能延续 2019 年中报以来的业绩改善, 但一季度依然维持了正增长, 与沪深 300 的盈利增速差也发生逆转; 中小板指的盈利增速-1%, 较去年同期下滑 11 个百分点, 但与去年 4 季度相比基本持平。

图表 7. 2020Q1 沪深 300 盈利增速-18%



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2020Q1 创业板指盈利增速 2%, 剔除温氏后-16%



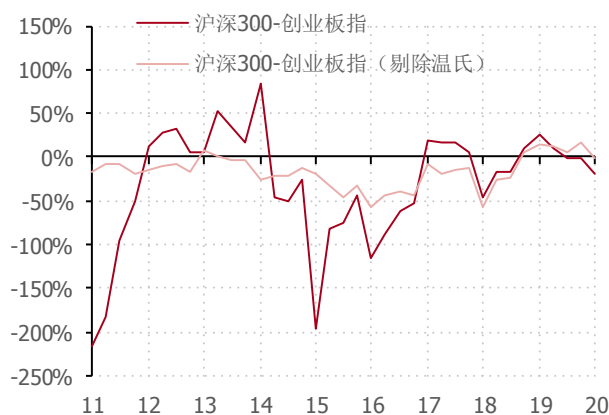
资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 2020Q1 中小板指盈利增速-1%



资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 沪深 300 与创业板指的业绩增速优势发生逆转



资料来源: 万得, 中银证券

石油石化、保险和航空股对沪深 300 业绩拖累严重，温氏股份对创业板指盈利增速支撑极大。测算沪深 300 成分股对指数盈利增速的拖累作用，其中中国石化、中国石油、中国平安、中国人寿、南方航空、中国国航和海航控股对指数盈利的拖累明显，合计影响指数增速 15.5 个百分点，是一季度沪深 300 业绩大幅下滑的主要原因。创业板指中，温氏股份、蓝思科技、东方财富、迈瑞医疗和昆仑万维对指数盈利的拉动作用均超过 1 个百分点，合计拉动 32.7 个百分点，其中温氏股份拉动了 18 个百分点，值得一提的是，沪深 300 成分股中拉动作用最明显的也是养殖板块的牧原股份（0.6 个百分点）。总的来说，沪深 300 中的石油石化、保险和航空股在一季度分别受到油价大幅下行、利率下行（投资收益降低）和防疫措施的影响，业绩出现大幅回落，拖累了沪深 300 的盈利表现；创业板方面，剔除了温氏股份后的业绩增速为-16%，与沪深 300 的业绩增速差依然调转，但差距明显缩小。

图表 11. 沪深 300 指数盈利受石油石化、保险和交运的拖累严重，温氏股份拉动创业板指盈利增速上升 18 个百分点

指数	公司名称	所属行业	拉动指数盈利 百分点(%)	公司名称	所属行业	拖累指数盈利 百分点(%)
沪深 300	牧原股份	农林牧渔	0.6	中国石化	化工	(4.1)
	建设银行	银行	0.5	中国石油	采掘	(3.2)
	农业银行	银行	0.4	中国平安	非银金融	(2.3)
	中国太保	非银金融	0.3	中国人寿	非银金融	(1.1)
	长安汽车	汽车	0.3	南方航空	交通运输	(0.9)
	招商银行	银行	0.3	中国国航	交通运输	(0.9)
	工商银行	银行	0.3	海航控股	交通运输	(0.9)
	温氏股份	农林牧渔	0.3	上汽集团	汽车	(0.9)
	贵州茅台	食品饮料	0.2	东方航空	交通运输	(0.7)
	恒力石化	化工	0.2	格力电器	家用电器	(0.5)
	温氏股份	农林牧渔	18.1	利亚德	电子	(2.5)
	蓝思科技	电子	7.5	宋城演艺	休闲服务	(2.5)
创业板指	东方财富	传媒	3.8	宁德时代	电气设备	(2.3)
	迈瑞医疗	医药生物	2.4	立华股份	农林牧渔	(2.3)
	昆仑万维	传媒	1.0	欣旺达	电子	(1.8)
	泰格医药	医药生物	0.8	爱尔眼科	医药生物	(1.7)
	亿联网络	通信	0.8	乐普医疗	医药生物	(1.5)
	赢合科技	机械设备	0.6	高新兴	通信	(1.5)
	贝达药业	医药生物	0.6	信维通信	电子	(1.4)
	寒锐钴业	有色金属	0.6	立思辰	计算机	(1.3)

资料来源：万得，中银证券

1.2 板块盈利结构下沉 创业板中小板的龙头优势显著

板块盈利结构向着低增长与负增速下沉，创业板和中小板的龙头优势更加显著。一季度所有板块的盈利结构都有所下沉，表现为 0-50% 增速区间的股票数量在板块内占比下滑，而负增长的公司数量占比增多，其中创业板和中小板在高增长公司（100% 以上）数量占比上保持的比较好，主板高增长公司占比下滑比较明显。主要板块中创业板的尾部风险比较重，-50% 以下增速公司的数量占比较去年一季度上升了约 20 个百分点，远远高于历史均值（历史一季度该增速区间的公司数量占比）的 18%。分市值看，无论是整体增速还是中位数增速角度，龙头公司的业绩增长优势都更为明显，但其中创业板和中小板的龙头优势更盛，创业板市值排名前 10% 的公司一季度整体增速 15%，中小板为 11%，往下市值排名越低，负增长越严重；全 A 非金融石油石化和主板的分市值盈利结构虽然也呈现龙头占优的局面，但排名前 10% 的公司整体业绩负增长超过 30%，未能体现出明显的比较优势。究其原因，是全 A 非金融石油石化与主板中的航空、家电、旅游、汽车、电力和交运等行业的龙头公司受疫情影响业绩下滑明显，而创业板和中小板中的养殖业、医药、传媒、电子、通信和新能源行业的龙头公司受疫情影响较小，对创业板大市值公司的业绩起到了良好的支撑作用。

图表 12.主要板块的盈利结构都向着低增长和负增速下沉,创业板和中小板两极分化严重,-50%以下增速公司数量占比超过 11 年以来季度均值的 2 倍

增速区间	全 A 非金融石油石化(%)			主板(%)			创业板(%)			中小板(%)		
	2020Q1	2019Q1	均值	2020Q1	2019Q1	均值	2020Q1	2019Q1	均值	2020Q1	2019Q1	均值
100%以上	9.8	11.0	11.7	9.2	11.6	13.0	10.6	10.3	11.2	10.5	10.6	10.2
50%-100%	4.8	6.7	7.2	4.6	6.7	6.9	5.8	8.8	9.3	4.3	4.9	7.4
20%-50%	8.2	15.4	15.6	7.6	14.5	14.1	9.2	17.9	20.4	8.6	15.0	18.8
0-20%	10.5	20.4	18.7	10.3	20.5	18.3	10.1	17.2	20.8	11.3	22.9	21.8
-50	27.4	24.3	23.7	28.9	24.9	23.6	22.6	22.8	20.6	28.2	24.4	24.5
-50%以下	39.3	22.1	23.1	39.3	21.8	24.2	41.7	23.0	17.7	37.1	22.1	17.3

资料来源:万得,中银证券

图表 13.主要板块龙头优势依然明显,但全 A 非金融石油石化和主板的龙头盈利增速较以往也大幅下滑,创业板和中小板市值前 10%的公司整体增速依然维持正增长,板块内优势明显

板块	市值区间	整体增速			增速中位数		
		2020Q1	2019Q4	2019Q1	2020Q1	2019Q4	2019Q1
全 A 非金融石油石化	前10%	-31%	29%	8%	-16%	15%	18%
	10%-30%	-42%	20%	1%	-24%	11%	11%
	30%-50%	-59%	-42%	-2%	-29%	11%	10%
	50%-70%	-86%	-97%	5%	-39%	9%	8%
	70%-90%	-148%	-306%	-23%	-43%	2%	2%
	后10%	-187%	-248%	-262%	-27%	-4%	4%
主板	前10%	-34%	7%	12%	-16%	16%	17%
	10%-30%	-54%	-3%	3%	-28%	8%	12%
	30%-50%	-67%	-22%	12%	-33%	9%	9%
	50%-70%	-88%	-92%	19%	-38%	7%	8%
	70%-90%	-143%	6%	-20%	-43%	2%	4%
	后10%	-399%	6%	-975%	-16%	-5%	2%
创业板	前10%	15%	34%	-11%	-4%	28%	20%
	10%-30%	-34%	-26%	-4%	-20%	13%	17%
	30%-50%	-45%	-23%	1%	-30%	13%	15%
	50%-70%	-70%	28%	-2%	-29%	10%	7%
	70%-90%	-137%	-40%	-35%	-51%	5%	4%
	后10%	-184%	2%	-10288%	-48%	-5%	4%
中小板	前10%	11%	3%	-1%	2%	13%	11%
	10%-30%	-19%	3%	-5%	-16%	16%	8%
	30%-50%	-34%	-33%	-33%	-27%	16%	6%
	50%-70%	-81%	-21%	-17%	-32%	10%	6%
	70%-90%	-186%	4%	-39%	-43%	-8%	-1%
	后10%	-182%	-20%	-136%	-23%	9%	5%

资料来源:万得,中银证券

1.3 行业业绩表现紧随经济相关度

必需消费业绩增长较为稳健，可选消费、中游制造和传统周期受疫情影响严重。一季度行业业绩的最终表现与我们在《系列报告二》中的数据梳理结果较为一致，必需消费整体录得-3%的增长，疫情背景下抵御风险的能力较强，高股息行业业绩下滑幅度有限，传统周期、中游制造和可选消费受疫情影响严重，业绩出现大幅回落，周期成长的业绩优于一般成长。顺着与经济相关度高低的逻辑，一季度经济活跃度下降对不同行业的影响更加明显，整体增速角度，必需消费内部出现了农林牧渔景气度最高，食品饮料和医药次之，商贸零售-72%负增长的分化；高股息板块中交运大幅负增长，公用事业和非银金融受到的影响低一些，而交运则录得-120%的负增长，银行业绩稳健；传统周期、中游制造和可选消费集体羸弱，仅电气设备业绩跌幅较低；一般成长中与下游需求挂钩的传媒、计算机业绩下滑，军工景气度较高。

图表 14. 大类板块利润、营收增速和 ROE

大类板块	2020Q1	2019Q4	2019Q1	行业	整体增速			增速中位数		
					2020Q1	2019Q4	2019Q1	2020Q1	2019Q4	2019Q1
传统周期	-51%	-2%	2%	采掘	85%	-2%	11%	13%	152%	77%
				钢铁	35%	-44%	-45%	22%	265%	50%
				有色金属	54%	-44%	-40%	37%	16%	11%
				建筑材料	38%	18%	55%	1%	57%	18%
				建筑装饰	30%	6%	14%	12%	82%	22%
				房地产	42%	11%	20%	20%	91%	36%
中游制造	-78%	-17%	-4%	电气设备	-7%	46%	29%	9%	60%	17%
				化工	107%	-35%	-19%	16%	66%	22%
				机械设备	44%	15%	36%	9%	57%	15%
必需消费	-3%	11%	11%	农林牧渔	392%	196%	-53%	18%	55%	8%
				食品饮料	-1%	14%	24%	30%	76%	35%
				医药生物	16%	-9%	12%	24%	73%	27%
				商业贸易	72%	-11%	9%	20%	75%	31%
可选消费	-71%	-6%	-12%	纺织服装	80%	-17%	4%	8%	30%	14%
				家用电器	52%	16%	6%	13%	56%	21%
				汽车	81%	-24%	-25%	23%	88%	17%
				轻工制造	35%	11%	-25%	12%	54%	19%
				休闲服务	152%	-8%	54%	14%	63%	10%
一般成长	-56%	90%	5%	传媒	50%	37%	-18%	18%	68%	22%
				国防军工	32%	17%	40%	7%	65%	9%
				计算机	118%	-9%	65%	4%	64%	8%
周期成长	-23%	1%	32%	电子	11%	24%	-6%	15%	69%	16%
				通信	56%	-246%	1337%	8%	48%	11%
高股息	-10%	14%	17%	公用事业	28%	7%	21%	24%	92%	46%
				交通运输	120%	13%	21%	0%	236%	61%
				银行	6%	7%	7%	10%	13%	11%
				非银金融	24%	65%	72%	62%	216%	217%

资料来源：万得，中银证券

2 财报窗口期 行业表现反映了哪些配置逻辑

随着一季报披露完毕，我们不禁要提出以下几个问题：1、二季度策略中“第一阶段以业绩为抓手”的配置思路是否奏效？2、除了业绩以外，市场在财报窗口期还把握了哪些配置逻辑？3、后续的行业配置策略遵循什么逻辑？

首先，“第一阶段以业绩为抓手”的行业配置策略获得了较高的胜率。将3月23日A股反弹以来的二级行业表现与其一季度业绩进行匹配，将一季度行业盈利增速为负，并且明显低于历史业绩表现的行业定义为业绩大幅下滑的行业，涨幅排名前20的二级行业中有9个出现了业绩大幅下滑但涨幅靠前的现象；跌幅排名前20的二级行业中，仅有通信设备在一季度利润增速高于去年四季度的情况下跌幅居前，但通信设备一季度的行业利润增速也大幅下滑了71%，远低于历史中位数的20%，其余跌幅居前的二级行业一季度业绩增速均明显低于去年4季度、同期和历史一季度中位数。整体来看，40个二级行业中有10个出现了财报窗口期业绩与股价表现不匹配的情况，二季度第一阶段以业绩为抓手的行业配置思路胜率为67%左右，在规避风险方面的胜率则是高达95%，反映财报窗口期市场对于行业业绩的表现较为关注，且进行了充分的计价。

图表 15.3 月 23 日以来涨幅排名前 20 的二级行业中 9 个一季报业绩与股价表现不匹配，跌幅前 20 的行业中只有一个不匹配，其余一季报业绩增速明显低于去年 4 季度、同期和历史中位数

分类	二级行业	区间涨跌幅	2020Q1(%)	2019Q4(%)	2019Q1(%)	历史中位数(%)
3 月 23 日至 4 月 30 日涨 幅前 20	饮料制造	20.6	3.0	17.0	26.0	21.0
	饲料 II	17.8	1,468.0	161.0	(76.0)	46.0
	动物保健 II	17.7	37.0	(36.0)	(30.0)	11.0
	生物制品 II	17.0	(11.0)	43.0	56.0	11.0
	黄金 II	14.3	22.0	(24.0)	(19.0)	10.0
	农产品加工	14.0	15.0	205.0	(27.0)	27.0
	旅游综合 II	14.0	(129.0)	(20.0)	73.0	19.0
	医疗器械 II	13.8	1.0	15.0	55.0	24.0
	机场 II	13.1	(105.0)	9.0	11.0	11.0
	种植业	12.4	(14.0)	(47.0)	21.0	15.0
	医疗服务 II	11.8	(118.0)	(119.0)	22.0	43.0
	食品加工	11.4	(12.0)	7.0	17.0	19.0
	水泥制造 II	10.9	(34.0)	19.0	71.0	12.0
	化学制药	8.7	(8.0)	(3.0)	(2.0)	18.0
	保险 II	8.5	(26.0)	70.0	69.0	12.0
	白色家电	7.5	(49.0)	14.0	8.0	23.0
	专业零售	7.3	(158.0)	(23.0)	(7.0)	(34.0)
	电源设备	7.2	19.0	92.0	60.0	26.0
	其他建材 II	6.7	(75.0)	10.0	25.0	2.0
	中药 II	6.6	(26.0)	(28.0)	4.0	21.0
3 月 23 日至 4 月 30 日跌 幅前 20	化学原料	(2.8)	(72.0)	(25.0)	(2.0)	26.0
	金属制品 II	(2.8)	(184.0)	(51.0)	2.0	(10.0)
	多元金融 II	(3.0)	(43.0)	(12.0)	26.0	38.0
	工业金属	(3.0)	(72.0)	372.0	(15.0)	(1.0)
	其他休闲服务 II	(3.3)	(44.0)	24.0	33.0	247.0
	餐饮 II	(3.4)	(2,043.0)	(142.0)	(127.0)	(3.0)
	其他采掘 II	(3.8)	(58.0)	13.0	108.0	71.0
	电机 II	(4.2)	(22.0)	129.0	14.0	(1.0)
	农业综合 II	(4.3)	(98.0)	29.0	10.0	(32.0)
	服装家纺	(4.4)	(88.0)	(26.0)	(7.0)	10.0
	汽车服务 II	(4.5)	(154.0)	706.0	(44.0)	16.0
	纺织制造	(5.1)	(57.0)	25.0	51.0	11.0
	金属非金属新材料	(5.8)	(56.0)	(14.0)	(40.0)	10.0
	通信设备	(6.7)	(71.0)	(748.0)	337.0	20.0
	光学光电子	(7.6)	(77.0)	(6.0)	(43.0)	20.0
	石油开采 II	(8.1)	(254.0)	(12.0)	(2.0)	(3.0)
	林业 II	(8.7)	(80.0)	(59.0)	(62.0)	(37.0)
	园林工程 II	(8.8)	(458.0)	(133.0)	(168.0)	(193.0)
	视听器材	(9.5)	(155.0)	262.0	(30.0)	12.0
	其他轻工制造 II	(11.6)	(99.0)	(46.0)	38.0	142.0

资料来源：万得，中银证券

其次，除了业绩外，近期的行业表现体现了市场对国内经济和政策预期的摇摆，海外风险是主要规避方向。进一步观察那些一季报业绩与财报窗口期股价表现不匹配的行业，可以发现资金在近期的配置逻辑中除了业绩以外，还有三个明显的倾向。第一，短期国内疫情影响告一段落，受益于国内经济复苏，行业格局较好，典型的有机场、水泥和白电；第二，短期疫情影响告一段落，行业格局一般，但受益于经济复苏和政策刺激预期，如食品加工、旅游和小建材。第三，行业格局一般，但短期与疫情负相关，典型的是疫苗概念扎堆的生物制品。那些业绩与股价表现匹配的行业也大抵可以按照上述配置逻辑归类，比如白酒一季度也受到了疫情的影响，但龙头公司抵御风险能力较强，行业格局较好，受益于经济复苏预期，在财报窗口期涨幅第一；医疗器械中的部分口罩概念股短期业绩确定性较强，近期涨幅居前。再观察那些财报窗口期跌幅居前的板块，除了业绩因素外，一些受益于经济和政策刺激预期，但行业格局一般的则表现较差，集中体现在工业金属、金属制品、化学原料、电机、通用设备、运输设备和其它交运设备等行业上。此外，市场还在规避海外的不确定性，诸如油服、石油化工、光电子、半导体等，其中半导体在一季度的业绩增速高达90%，但行业指数在财报窗口期仅有1.3%的涨幅，排在所有二级的中下水平。总结来说，财报窗口期，业绩是引导市场资金配置的主要力量，除此之外，市场已经在循着经济复苏和政策刺激的逻辑寻找做多方向，但目前预期还比较摇摆，配置停留在受益于经济复苏和政策刺激，但同时中长期格局较好的特定子行业中，而传统周期和中游制造的大部分子行业还没有启动，反映市场需要经济数据和重要会议给出进一步指引，而海外不确定因素依然是市场规避的重点。

图表 16.3 月 23 日以来的行业配置逻辑除了业绩因素外，还体现了市场对国内经济和政策预期的摇摆

行业配置逻辑	代表行业	区间涨跌幅 (%)	排名(总104)	2020Q1	2019Q4	2019Q1	历史一季报中位数
行业格局优秀，受益于经济复苏和政策预期	饮料制造	20.6	1	3%	17%	26%	21%
	机场 II	13.1	9	-105%	9%	11%	11%
	水泥制造 II	10.9	13	-34%	19%	71%	12%
	白色家电	7.5	16	-49%	14%	8%	23%
行业格局一般但受益于经济和政策刺激预期	旅游综合 II	14.0	7	-129%	-20%	73%	19%
	食品加工	11.4	12	-12%	7%	17%	19%
	其他建材 II	6.7	19	-75%	10%	25%	2%
与疫情负相关，行业格局一般	生物制品 II	17.0	4	-11%	43%	56%	11%
	医疗器械 II	13.8	8	1%	15%	55%	24%
	医疗服务 II	11.8	11	-118%	-119%	22%	43%
受益于经济复苏和政策预期，但行业格局一般	通用机械	-1.1	71	-27%	-210%	0%	-4%
	运输设备 II	-1.3	74	-49%	38%	22%	8%
	其他交运设备 II	-2.5	83	-28%	53%	64%	-1%
	化学原料	-2.8	85	-72%	-25%	-2%	26%
	金属制品 II	-2.8	86	-184%	-51%	2%	-10%
	工业金属	-3.0	88	-72%	372%	-15%	-1%
	电机 II	-4.2	92	-22%	129%	14%	-1%
	金属非金属新材	-5.8	97	-56%	-14%	-40%	10%
规避海外不确定性	半导体	1.3	53	90%	71%	83%	33%
	石油化工	-2.3	81	-228%	-13%	-24%	-1%
	采掘服务	-2.5	84	27%	248%	135%	16%
	光学光电子	-7.6	99	-77%	-6%	-43%	20%
	石油开采 II	-8.1	100	-254%	-12%	-2%	-3%

资料来源：万得，中银证券

最后，二季度行业配置进入第二阶段，把握短期业绩确定性强，中长期格局较优的行业，规避与疫情负相关，与经济和政策预期强相关的行业。随着市场对一季报进行计价，我们在二季度策略中提出的“第一阶段”已经接近尾声，3月23日市场反弹以来的行业表现已经部分体现了二阶段行业配置的主要逻辑，但目前市场对于后续经济和政策刺激的预期并不笃定，在经济数据和重大会议提供明确指引以前，这种预期摇摆的现象还会持续。基于此，二阶段中建议优先把握短期业绩确定性较强，中长期行业格局较好的白酒、化药和水泥等；次优选择是一些短期内依然受到国内经济和海外不确定性因素影响，但中长期逻辑顺畅的航空、机场、家电、汽车和消费电子等。需要规避的有三类，一类是与疫情负相关，短期业绩确定性较强但中长期行业格局一般，目前估值高企的医疗服务、口罩、疫苗等行业；第二类是与国内经济和政策刺激强相关的小建材、传统周期和中游制造，谨防经济复苏和政策刺激不及预期的风险；第三类是与海外不确定性挂钩的石油、有色等行业。

风险提示

宏观经济下行速度超预期，海外风险事件超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371