

定期报告

基于 2020 年一季报的行业景气度评估

2020 年 5 月 8 日

——2019 年报及 2020 年一季报深度分析之二（0508）

相关报告

《A 股盈利如期下探，ROE 改善可期——A 股 2019 年报及 2020 一季报深度分析之一（0430）》

《创业板业绩转为负增长——2020Q1 创业板业绩预告点评（0413）》

《疫情干扰下 A 股盈利预测调整和业绩前瞻——财务分析系列（0330）》

《创业板商誉减值压力弱化，年报盈利延续改善——2019 年报创业板业绩预告点评（0203）》

《A 股业绩平稳增长，ROE 缓慢回落——2019 年三季报业绩深度分析之一（1031）》

《创业板 Q3 业绩明显改善，利润向头部企业集中——2019 三季报创业板业绩预告点评（1015）》

《税负减轻对冲盈利下行，经营现金流延续好转——2019 年中报业绩深度分析之一（0831）》

《创业板 2019 年中报盈利延续好转——2019H1 创业板业绩预告点评（0715）》

《基于财报的行业景气度评估——A 股 2018 年报及 2019 一季报深度分析之二（0514）》

张夏

0755-82900253

zhangxia1@cmschina.com.cn

S1090513080006

耿睿坦（研究助理）

gengruitian@cmschina.com.cn

S1090520020001

本文以 2019 年报和 2020 年一季报为依据，考察财务指标、中观景气、估值水平、基金持仓等指标并给与评分，综合判断各个行业的基本面情况以及景气度运行至哪个区间水平。

- **基于财报、估值、基金持仓、中观对比等基本指标对于行业景气度进行全方位考量。**本文以 2019 年报和 2020 年一季度财务指标为依据，考察行业营业收入（创收能力）、净利润（盈利能力）、毛利率、现金流、预收账款（包含合同负债）、ROE（盈利质量）、中观景气（行业趋势）、估值水平、公募基金持仓（资金青睐程度）等九个指标的情况，并给予相应的权重，得到各个行业的加权平均得分，由此筛选出业绩相对较好且景气度向上的行业。总体评分最高的行业依次为农林牧渔、国防军工、建筑装饰、通信、医药生物、建筑材料、公用事业、轻工制造、非银金融、传媒、计算机、电气设备等。
- **盈利有望保持正增长且 ROE 企稳回升的领域：**在经济活动相对停滞和企业盈利恶化的情况下，依然有小部分行业，如禽畜养殖、化学纤维、银行、饮料制造、饲料、造纸、农产品加工等，盈利表现尚可并且在一季度保持了利润正增长，ROE 也基本上实现了企稳甚至小幅好转，相对健康的预收账款也预示了未来收入端较为有保障。预计这些行业未来能够保持利润继续改善，尤其是养殖板块、化纤、银行、造纸等业绩改善持续性较好。
- **业绩将会出现较快反弹且景气度明确向上的领域：**疫情改变了上市公司原来的盈利轨迹，绝大多数行业在 2020 年一季度出现了业绩快速下滑，许多本处于景气上行区间的行业盈利遭到重创。目前国内疫情基本已经控制，工业企业生产也正处于恢复之中：一方面，部分景气度遭到压制的行业重新进入景气上行区间内，这些行业集中在互联网传媒、电气自动化设备、通信运营/设备、计算机应用/设备、食品加工、仪器仪表、电源设备、医药相关等；另一方面，为了对冲经济下行，多项稳增长等逆周期调节措施陆续落地，与之相关度较大的行业如专业工程、基础建设、高低压设备、专用设备、水泥制造等行业将会实现基本面的较快好转。
- **盈利需要较长时间恢复、景气度缓慢抬升的领域：**疫情到来之前经济原本就处于下行趋势中，部分中游制造业（交通运输、房屋建设等）、可选消费（家用轻工）、资源品等行业盈利本处于相对弱势的区间中。第一，中游制造业和部分资源品（如通用机械、电机、运输设备、房屋建设、航天装备、物流、环保工程、工业金属）需要较长的时间来恢复至疫情之前的盈利水平。第二，可选消费或地产后周期板块盈利改善的不确定性较大；一方面是今年地产竣工情况改善可能对于这些行业有正向提振作用，但是另一方面是这些行业预收账款和现金流较弱可能会为盈利改善带来一定的阻碍。第三，与出行相关的板块如航空/铁路运输、餐饮旅游等需求将会在今年年内处于抑制状态。
- **短期内业绩承压而中长期景气趋势向好的领域：**在海外疫情扩散的背景下，部分海外营收占比相对较大的行业（如电子、家电）等企业可能会在二季度受到海外需求低迷的冲击，随后盈利可能会呈现逐季改善的趋势。
- **业绩将处于负增长且景气度一般的领域：**在地产投资以及供给侧改革的拉动下，房地产和能源开采类的盈利指标在过去几年持续向好，但由于经济下行压力较大，这些行业的景气度逐渐落入下行区间。汽车整车、纺服等领域的业绩也存在较大的压力。
- **风险提示：**上市公司业绩波动，海外经济波动

正文目录

一、 行业总览——基本面指标景气度评分.....	3
二、 景气分化——二级行业景气趋势.....	5
1、 延续好转：养殖、化纤、银行、造纸.....	5
2、 缓慢复苏：地产后周期、交运、线下消费、部分制造业.....	5
3、 快速回暖：医药、基础建设、工程机械、计算机应用	7
4、 短期承压：半导体、电子制造、家电.....	8
5、 底部震荡：煤炭、钢铁、汽车整车、纺服	9
三、 总结——关注业绩延续改善和景气向上的领域	10

图表目录

表 1：一级行业景气评分表（基于 2020Q1 财报、中观比较、估值水平、基金持仓）	3
表 2：2020Q1 利润实现正增长、ROE 企稳或回升、预收账款良好的二级行业汇总	5
表 3：业绩将会出现缓慢改善、景气度缓慢抬升的二级行业汇总	6
表 4：业绩有望迎来较快反弹，景气明确向上的二级行业汇总	7
表 5：短期内业绩增长难以出现明显改观，中长期景气趋势尚可的二级行业汇总	9
表 6：业绩处于负增长区间且景气度一般的二级行业汇总	9

一、行业总览——基本面指标景气度评分

本文以 2019 年报和 2020 年一季度财务指标为依据，考察行业营业收入（创收能力）、净利润（盈利能力）、毛利率、现金流、预收账款（包含合同负债）、ROE（盈利质量）、中观景气（行业趋势）、估值水平、公募基金持仓（资金青睐程度）等九个指标的情况，并给予相应的权重，得到各个行业的加权平均得分，由此筛选出业绩相对较好且景气度向上的行业。以下对于财务指标量化评分标准做出说明：

- 基本面指标评分是根据 2019 年报和 2020 年一季度财务情况得到：如净利润评分步骤为，1.计算得到 2019 年净利润累计同比增速与 2020 年一季度净利润累计同比增速的差值，然后根据一级行业净利润增速差值计算方差，最终根据方差分布的离散程度给与“-2.5、-2、-1.5、-1、-0.5、0、0.5、1、1.5、2、2.5”等十一档评分，该评分为各个行业与上期相比的改善程度。2.对各个行业 2020 年一季度净利润增速给予评分，该评分为一季度该行业与其他行业相比业绩增速的优劣程度。3.对以上两组评分赋予不同的权重，得到净利润增速指标的评分结果。
- 收入、毛利率、现金流、预收账款等指标评分采用与净利润相同的评分步骤。
- 估值水平评分：是根据目前该行业估值所处的历史百分位数的分散程度给与评分。
- 基金仓位评分：首先计算根据各个行业指标与上期相比的变化程度，再根据变化程度的分布情况给与评分。
- 中观指标评分则是根据行业景气观察周报对于各个行业的跟踪进行评判得到。
- 对于以上指标赋予相应的权重，最终得到每个行业的加权平均得分。
- 仅仅对于行业做出景气评分测算，不代表推荐建议。

总体评分最高的行业依次为农林牧渔、国防军工、建筑装饰、通信、医药生物、建筑材料、公用事业、轻工制造、非银金融、传媒、计算机、电气设备等。

表 1：一级行业景气评分表（基于 2020Q1 财报、中观比较、估值水平、基金持仓）

	评分表									
	基于 2020Q1 财报的基本面指标						中观比较	估值水平	公募基金持仓	总体得分
	收入	净利润	毛利率	现金流	预收账款	ROE				
农林牧渔	1.6	1.6	0.4	-0.4	-1.2	1.6	1.0	2.0	2.0	0.96
国防军工	1.4	1.6	0.0	-0.4	1.6	0.4	1.5	0.5	0.5	0.70
建筑装饰	0.0	0.6	-0.2	0.2	-1.2	1.0	2.0	2.0	0.5	0.69
通信	0.2	0.4	1.0	-1.6	-1.2	-0.2	1.0	0.0	2.0	0.56
医药生物	0.4	1.2	1.0	-1.4	1.6	1.0	1.5	-2.5	2.5	0.56
建筑材料	-1.4	-1.0	1.4	0.2	-0.8	0.4	2.0	1.5	1.0	0.55
公用事业	-1.0	0.6	1.4	0.0	-1.0	1.2	1.0	1.5	1.0	0.55
轻工制造	-0.2	0.2	1.4	0.2	0.0	1.2	0.0	2.0	1.0	0.44
非银金融	1.0	0.0		0.0	0.2	0.6	1.5	2.0	-2.0	0.40
传媒	-1.2	-1.2	1.4	0.0	1.0	-0.4	2.0	-1.0	2.0	0.40
计算机	-1.0	-1.4	1.0	1.2	1.4	-1.0	2.5	-2.5	2.5	0.36
电气设备	0.4	0.4	0.2	-0.2	0.6	0.2	1.0	0.5	0.0	0.35

综合	1.6	1.6	0.2	-0.8	-1.0	0.2	0.0	-1.0	0.5	0.29
电子	1.4	0.8	0.0	0.0	1.6	1.2	1.0	0.5	-2.0	0.27
银行	1.6	1.2		0.2	0.0	1.4	0.0	1.5	-2.0	0.23
机械设备	-0.8	-1.0	1.0	-0.8	1.2	-0.2	1.0	0.0	1.0	0.22
房地产	0.2	0.4	0.8	-1.0	-1.2	0.4	0.0	2.0	-1.5	0.19
食品饮料	1.2	1.0	0.2	-0.2	-0.2	1.2	0.5	-2.5	0.0	0.09
钢铁	1.6	1.4	-0.2	0.0	-1.2	1.0	-2.0	1.5	0.0	0.03
商业贸易	-0.2	-1.0	-0.2	0.0	-0.8	-1.0	-0.5	1.5	1.0	0.01
有色金属	1.6	0.0	-0.8	-0.4	1.4	0.0	-1.0	-0.5	-1.0	-0.27
纺织服装	-0.2	-1.0	-0.2	-1.6	0.8	-1.2	-1.0	0.0	0.0	-0.34
交通运输	-0.8	-1.4	-1.4	-0.8	-0.2	-1.4	0.0	-1.0	0.5	-0.41
汽车	-1.2	-1.0	-0.2	1.4	1.6	-1.2	0.5	-2.5	-0.5	-0.44
采掘	-0.4	-1.2	-1.2	0.2	-1.2	0.4	-1.0	0.0	0.0	-0.48
家用电器	-1.2	-1.0	0.2	-0.4	-0.8	-0.2	0.5	-2.0	-2.0	-0.50
休闲服务	-1.6	-1.4	-0.4	1.4	-0.8	-1.6	0.0	-2.5	-1.5	-0.74
化工	-0.8	-1.2	-1.2	0.2	-0.2	-1.2	-1.0	-2.5	-1.5	-0.92

资料来源：Wind，招商证券

二、景气分化——二级行业景气趋势

1、延续好转：养殖、化纤、银行、造纸

2020 年第一季度整体上市公司盈利出现较大幅度回落，详细分析可见《A 股盈利如期下探，ROE 改善可期——2019 年及 2020 年一季报深度分析之一》。在经济活动相对停滞和企业盈利恶化的情况下，依然有小部分行业，如禽畜养殖、化学纤维、银行、饮料制造、饲料、造纸、农产品加工等，盈利表现尚可并且在一季度保持了利润正增长，ROE 也基本上实现了企稳甚至小幅好转，相对健康的预收账款也预示了未来收入端较为有保障。预计这些行业未来能够保持利润继续改善，尤其是养殖板块、化纤、银行、造纸等业绩改善持续性较好。

表 2：2020Q1 利润实现正增长、ROE 企稳或回升、预收账款良好的二级行业汇总

	收入		净利润		预收账款		ROE	
	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1
畜禽养殖 II	36.8%	35.2%	388.2%	982.7%	46.4%	31.6%	35.2%	37.7%
化学纤维	16.6%	12.3%	98.3%	62.6%	156.0%	273.1%	14.9%	15.2%
银行 II	10.4%	7.2%	6.9%	5.0%	15.7%	13.9%	12.2%	11.9%
饮料制造	12.3%	-6.8%	16.6%	2.4%	22.6%	3.4%	22.6%	22.1%
饲料 II	12.4%	23.3%	143.1%	908.7%	0.2%	3.7%	17.5%	22.1%
造纸 II	0.5%	-10.7%	-30.8%	12.7%	44.3%	46.7%	7.3%	7.3%
农产品加工	10.8%	1.1%	208.5%	18.9%	29.9%	24.4%	2.4%	2.7%

资料来源：Wind，招商证券

自 2019 年二季度以来农林牧渔板块业绩触底回暖以来，猪价持续上涨带来养殖企业盈利能力大幅提升，今年一季度畜禽养殖板块 ROE 已经攀升至 37.7%，远远高于其他行业的盈利水平。饲料行业盈利趋势与禽畜养殖业盈利周期具有一定的相关性，随着禽畜养殖业的盈利自去年二季度开始改善，饲料行业业绩也随之走出底部，2020 年一季度 ROE 已经提升至 22.1%。目前来看，今年依然是生猪供给相对紧缺的一年，供需失衡导致的禽畜价格具有保持高位的动力，预计养殖板块（畜禽养殖、饲料等）的盈利将继续保持回暖趋势。

受益于逆周期调节措施加码以及社融超预期回升，银行板块 2020 年一季度净利润增速为 5.0%，ROE 维持在 12%左右，与 2019 年末相比业绩依然较为坚挺。预计 2020 年银行业绩有望维持 5%左右的增长，但应注意资产质量下降带来的不良比率上升，这可能会以资产减值损失的形式冲击年报业绩。

去年下半年以来轻工制造行业盈利逐渐走出底部，全年净利润实现 41.4%的增长；2020 年一季度造纸板块业绩维持回暖趋势，净利润增速达到 12.7%，预计景气度将会出现逐季提升的趋势。

2、缓慢复苏：地产后周期、交运、线下消费、部分制造业

疫情到来之前经济原本就处于下行趋势中，部分中游制造业（交通运输、房屋建设等）、可选消费（家用轻工）、资源品等行业盈利本处于相对弱势的区间中，在疫情的冲击下

这些行业盈利出现了快速下滑。

第一，中游制造业和部分资源品需要较长的时间来恢复至疫情之前的盈利水平。3月制造业景气指数 PMI 已经出现明显回暖，4月 PMI 虽然处于荣枯线以上但环比3月出现弱化，制造业景气指数恢复进度略低于市场预期。目前工业企业生产端复工进度较快，从快速回暖的工业增加值可见一斑，但是由于经济需求端极为疲弱，重要工业品价格较为缺少支撑。预计制造业和资源品中许多领域如通用机械、电机、运输设备、房屋建设、航天装备、物流、环保工程、工业金属等行业二季度业绩将会环比一季度出现一定的改善；但由于国内需求恢复较慢以及海外需求尚未释放，这些行业盈利改善的进程将会被拉长。

第二，可选消费或地产后周期板块盈利改善的不确定性较大。一季度家用轻工、装修装饰、一般零售、商业物业经营等行业业绩也出现较大幅度下跌，疫情发生之前这些可选消费或者地产后周期板块的盈利表现一般，疫情更是加深了一季度业绩下行幅度。一方面，今年地产竣工情况改善可能对于这些行业有正向提振作用，但是另一方面，这些行业预收账款和现金流较弱可能会为盈利改善带来一定的阻碍。

第三，与出行相关的板块如航空/铁路运输、餐饮旅游等需求将会在今年年内处于抑制状态。疫情期间居民出行限制以及交通管制使得航空运输、铁路运输、餐饮、机场等行业营业收入出现大幅下滑；从五一期间的出行情况来看，旅游人次、旅游收入、线下餐饮等情况相比清明假日期间出现明显改善，但是与往年同期相比依然有较大的差距。预计一季度以后与出行相关的交运和线下消费娱乐板块基本面将会逐季缓慢改善，但是景气度依然处于较为弱势的区间。

表 3：业绩将会出现缓慢改善、景气度缓慢抬升的二级行业汇总

	收入		净利润		预收账款		ROE	
	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1
环保工程及服务Ⅱ	20.5%	-4.4%	35.1%	-52.7%	4.7%	8.8%	3.3%	2.8%
物流Ⅱ	12.9%	5.0%	5.2%	-14.1%	52.1%	41.3%	8.7%	8.3%
通用机械	1.5%	-14.6%	-268.9%	-26.0%	13.1%	25.6%	-3.5%	-3.6%
电机Ⅱ	4.2%	-16.0%	113.3%	-23.9%	4.2%	2.2%	2.1%	1.9%
运输设备Ⅱ	5.6%	-14.9%	43.4%	-55.4%	23.2%	30.1%	9.8%	8.9%
生物制品Ⅱ	14.2%	-8.4%	44.4%	-25.0%	-2.3%	9.2%	11.6%	10.3%
商业物业经营	11.2%	-26.4%	-7.6%	-57.2%	-14.4%	-14.0%	8.2%	6.9%
电力	12.8%	-10.6%	15.0%	-23.4%	11.6%	16.3%	8.0%	7.3%
玻璃制造Ⅱ	4.9%	-17.4%	6.4%	-10.5%	3.7%	11.2%	8.3%	8.0%
包装印刷Ⅱ	8.0%	-11.7%	13.9%	-27.0%	31.4%	-29.8%	9.5%	8.5%
房屋建设Ⅱ	18.7%	-11.8%	16.2%	-24.2%	4.2%	-0.3%	13.3%	12.3%
化学制品	0.4%	-12.8%	-82.8%	-35.8%	-11.0%	9.7%	2.1%	1.4%
家用轻工	0.5%	-20.9%	873.1%	-55.7%	9.2%	11.6%	8.2%	7.5%
一般零售	1.2%	-23.1%	-9.4%	-70.7%	5.9%	4.1%	5.0%	3.2%
文化传媒	-3.6%	-28.8%	-21.7%	-107.8%	13.9%	8.1%	0.5%	-1.0%
工业金属	5.8%	-0.2%	303.0%	-68.9%	-8.0%	2.0%	2.1%	1.4%
航天装备Ⅱ	-13.8%	-22.4%	-97.4%	-53.8%	0.8%	54.2%	1.3%	1.0%
装修装饰Ⅱ	7.8%	-36.1%	-16.5%	-93.6%	0.3%	0.5%	7.0%	5.2%
园林工程Ⅱ	-19.0%	-47.3%	-130.4%	-487.6%	8.2%	7.4%	-1.3%	-2.6%

营销传播	0.8%	-1.6%	32.0%	-82.9%	1.4%	-15.7%	-4.0%	-5.2%
餐饮Ⅱ	-8.3%	-51.8%	-145.6%	-1413.2%	-4.3%	-18.0%	-2.0%	-8.1%
酒店Ⅱ	1.7%	-43.3%	40.8%	-263.3%	1.7%	17.9%	8.0%	4.8%
景点	-6.1%	-79.2%	-6.0%	-186.6%	-23.0%	-29.3%	9.4%	6.3%
机场Ⅱ	8.8%	-38.0%	9.7%	-103.2%	9.8%	0.7%	11.8%	8.5%
旅游综合Ⅱ	-2.3%	-50.9%	8.3%	-139.6%	-9.6%	-7.7%	13.6%	5.4%
航空运输Ⅱ	5.2%	-47.8%	28.7%	-321.0%	12.3%	-29.2%	5.3%	-4.6%
铁路运输Ⅱ	3.2%	-14.3%	-6.6%	-49.4%	24.3%	-2.8%	10.3%	6.6%

资料来源：Wind，招商证券

3、快速回暖：医药、基础建设、工程机械、计算机应用

按照我们之前的判断，整体 A 股盈利将会在 2019 年四季度实现触底回暖，并且开启新一轮的上行周期；但是突如其来的疫情改变了上市公司原来的盈利轨迹，绝大多数行业在 2020 年一季度出现了业绩快速下滑，许多本处于景气上行区间的行业盈利遭到重创。

目前国内疫情基本已经控制，工业企业生产也正处于恢复之中：一方面，部分景气度遭到压制的行业重新进入景气上行区间内，这些行业集中在互联网传媒、电气自动化设备、通信运营/设备、计算机应用/设备、食品加工、仪器仪表、电源设备、医药相关等；另一方面，为了对冲经济下行，多项稳增长等逆周期调节措施陆续落地，与之相关度较大的行业如专业工程、基础建设、高低压设备、专用设备、水泥制造等行业将会实现基本面的较快好转。

表 4：业绩有望迎来较快反弹，景气明确向上的二级行业汇总

	收入		净利润		预收账款		ROE	
	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1
医疗器械Ⅱ	13.5%	4.6%	12.7%	-0.9%	14.6%	88.0%	14.1%	13.4%
互联网传媒	17.4%	-22.0%	41.0%	3.2%	-0.5%	65.9%	-4.9%	-4.7%
医药商业Ⅱ	16.9%	-5.5%	-0.6%	-7.7%	12.2%	64.2%	9.9%	9.5%
专业工程	16.6%	-2.4%	-3.6%	-14.4%	7.0%	9.0%	7.5%	7.1%
基础建设	15.1%	-6.8%	15.2%	-25.7%	15.8%	6.6%	9.0%	8.1%
电气自动化设备	6.6%	-12.0%	-19.7%	-41.6%	19.6%	28.7%	5.1%	4.8%
通信运营Ⅱ	0.1%	0.4%	6.8%	-15.9%	-4.7%	-9.4%	3.1%	2.9%
化学制药	10.0%	-10.3%	-0.9%	-9.5%	-0.9%	25.1%	7.6%	7.2%
高低压设备	2.7%	-14.6%	-1.5%	-38.3%	27.2%	45.4%	4.7%	4.1%
通信设备	-1.7%	-17.7%	-622.0%	-76.1%	-14.8%	-13.8%	-4.6%	-5.8%
专用设备	19.7%	-7.8%	78.8%	-40.4%	14.8%	32.8%	7.2%	6.3%
水泥制造Ⅱ	16.3%	-23.6%	21.5%	-40.6%	-0.9%	0.9%	18.7%	17.1%
计算机设备Ⅱ	6.0%	-5.1%	140.3%	-164.4%	14.1%	9.8%	4.5%	2.7%
食品加工	16.2%	8.0%	7.3%	-12.4%	31.2%	57.4%	16.0%	15.1%
仪器仪表Ⅱ	12.9%	-12.4%	31.0%	-54.4%	12.5%	11.7%	7.0%	6.1%
计算机应用	10.9%	-16.4%	-27.7%	-113.5%	15.9%	44.6%	3.7%	2.2%
保险Ⅱ	15.2%	0.0%	64.6%	-22.9%	-38.7%	-30.8%	17.3%	15.4%
电源设备	20.8%	-4.7%	77.8%	15.3%	19.1%	24.4%	5.8%	5.8%

证券II	40.0%	2.7%	73.4%	-16.6%	35.6%	150.5%	6.7%	6.2%
医疗服务II	10.3%	-13.7%	-117.5%	-123.4%	15.0%	25.8%	-0.7%	-2.7%

资料来源：Wind，招商证券

一季度医药板块整体盈利走弱，其中医疗器械、医药商业、化学制药等板块业绩下滑幅度相对有限，尤其是能够生产口罩、呼吸机、检测试剂、防护服等医疗防护和检测产品的公司在 1-3 月实现了较高的利润增长；由于 3 月中下旬以来海外疫情爆发增大了对于医疗防护等产品的需求，因此防护产业链公司拥有十分充足的海外订单，如医疗器械、医药商业、化学制药、医疗服务等板块一季度预收账款增速分别为 88.0%、64.2%、25.1%、25.8%，预计防护产业链公司未来收入端和盈利端具有较强的保障性。

5G 商用化浪潮以及政策对新基建的倾斜使得信息科技板块业绩在去年下半年以来逐季改善，而今年一季度同样受到了疫情带来的负面影响，但与集成电路、线上娱乐、在线教育、云办公等相关度较高的公司实现了不错的增长。目前海外疫情对于科技上行周期造成一定的干扰，但新基建政策频出在一定程度上强化了科技上行周期，因此与 5G 建设、云计算、IDC、在线娱乐/办公等相关度较高的板块如计算机、通信、传媒（互联网传媒）有望在二季度实现盈利好转，尤其是计算机应用和互联网传媒板块一季度预收账款增速保持在 40%以上。

在传统基建发力的背景下，专业工程、基础建设、工程机械、高低压设备、建材等逆周期属性较强的领域具备基本面改善的机会。今年 3 月初以来基建项目审批速度加快，审批投资额在 3 月和 4 月均实现了 100%以上的增长，再叠加去年 9 月以来基建项目金额和数量持续放量，预计未来将会有较多的大型基建项目落地，集中在轨道交通、生态环境、公共设施、城乡建设等领域。基建投资作为经济增长“稳定器”的作用进一步凸显，建筑装饰（专业工程、基础建设）等逆周期板块具备盈利增厚和估值提升的机会，同时建材（水泥制造）、工程机械（3 月以来量价齐升）、高低压设备等行业具有较强的需求韧性，均会受益于大型基建投资项目的陆续落地。

4、短期承压：半导体、电子制造、家电

在海外疫情扩散的背景下，部分海外营收占比相对较大的行业（如电子、家电）等企业可能会在二季度受到海外需求低迷的冲击，随后盈利可能会呈现逐季改善的趋势。

2020 年一季度电子板块业绩下滑幅度相对有限，由于一季度国内外订单尚未受到明显影响，半导体行业实现了业绩的翻倍增长，电子制造板块业绩表现还算不错。进入 3 月中下旬以后，随着海外尤其是美国、欧洲等地区疫情蔓延愈发严重，印度、东南亚、欧美等企业面临着停工停产的压力，海外企业已经出现了一定的“砍单”现象，苹果产业链等消费电子板块将会受到较大的负面冲击，预计疫情对于电子板块的冲击主要集中在二季度。从中长期的角度来看，目前依然处于 5G 带来的科技上行周期中，电子行业在短期内遭到一定的压制之后有望在未来释放业绩。

疫情对于家电板块的影响主要集中在一季度，目前内需已经出现明显恢复，而海外疫情可能是影响家电二季度需求的关键变量之一。由于国外疫情蔓延集中在 3 月中下旬和 4 月，企业的出口情况存在一定的不确定性，二季度家电板块大概率将会受到外需减弱的影响。随着国内和海外疫情逐渐平稳，家电需求将会得到释放。

表 5：短期内业绩增长难以出现明显改观，中长期景气趋势尚可的二级行业汇总

	收入		净利润		预收账款		ROE	
	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1
电子制造	11.3%	7.4%	40.8%	-1.5%	2.0%	30.4%	16.5%	15.8%
半导体	17.3%	26.4%	105.4%	148.9%	28.2%	76.0%	7.1%	7.6%
光学光电子	-2.6%	-21.6%	-106.7%	-114.3%	-7.3%	15.5%	0.1%	-0.6%
白色家电	4.5%	-25.3%	15.6%	-50.2%	-4.8%	-2.5%	19.6%	16.6%
视听器材	3.0%	-19.1%	525.1%	-168.4%	14.3%	18.0%	2.1%	0.5%

资料来源：Wind，招商证券

5、底部震荡：煤炭、钢铁、汽车整车、纺服

在地产投资以及供给侧改革的拉动下，房地产和能源开采类的盈利指标在过去几年持续向好，但由于经济下行压力较大，这些行业的景气度逐渐落入下行区间，预计未来景气度也将保持下行趋势。

表 6：业绩处于负增长区间且景气度一般的二级行业汇总

	收入		净利润		预收账款		ROE	
	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1
煤炭开采Ⅱ	7.0%	-5.2%	-3.0%	-26.4%	9.3%	20.1%	11.3%	10.3%
房地产开发Ⅱ	20.2%	-4.1%	9.7%	-40.5%	17.9%	12.1%	13.0%	11.6%
钢铁Ⅱ	6.2%	-1.4%	-42.3%	-34.9%	10.6%	9.0%	8.3%	7.6%
采掘服务	19.3%	7.2%	633.6%	-5.3%	-3.8%	-4.6%	4.3%	4.2%
石油化工	1.9%	-23.2%	-13.4%	-211.8%	1.3%	6.8%	8.1%	3.7%
纺织制造	-1.1%	-23.5%	23.2%	-54.1%	10.2%	22.7%	3.8%	2.7%
服装家纺	39.3%	0.1%	-26.0%	-88.7%	49.3%	55.2%	4.7%	2.4%
汽车服务Ⅱ	-2.6%	-30.0%	2971.2%	-146.0%	44.0%	58.5%	6.4%	4.5%
汽车整车	-4.4%	-35.0%	-32.2%	-102.8%	1.2%	53.1%	6.8%	4.6%
汽车零部件Ⅱ	3.0%	-18.8%	-20.6%	-55.1%	13.7%	21.7%	7.0%	5.6%

资料来源：Wind，招商证券

三、 总结——关注业绩延续改善和景气向上的领域

基于财报、估值、基金持仓、中观对比等基本面指标对于行业景气度进行全方位考量。本文以 2019 年报和 2020 年一季度财务指标为依据，考察行业营业收入（创收能力）、净利润（盈利能力）、毛利率、现金流、预收账款（包含合同负债）、ROE（盈利质量）、中观景气（行业趋势）、估值水平、公募基金持仓（资金青睐程度）等九个指标的情况。总体评分最高的行业依次为农林牧渔、国防军工、建筑装饰、通信、医药生物、建筑材料、公用事业、轻工制造、非银金融、传媒、计算机、电气设备等。

盈利有望保持正增长且 ROE 企稳回升的领域：在经济活动相对停滞和企业盈利恶化的情况下，依然有小部分行业，如禽畜养殖、化学纤维、银行、饮料制造、饲料、造纸、农产品加工等，盈利表现尚可并且在一季度保持了利润正增长，ROE 也基本上实现了企稳甚至小幅好转，相对健康的预收账款也预示了未来收入端较为有保障。预计这些行业未来能够保持利润继续改善，尤其是养殖板块、化纤、银行、造纸等业绩改善持续性较好。

业绩将会出现较快反弹且景气度明确向上的领域：疫情期间许多本处于景气上行区间的行业盈利遭到重创。目前国内疫情基本已经控制，工业企业生产也正处于恢复之中：一方面，部分景气度遭到压制的行业重新进入景气上行区间内，这些行业集中在互联网传媒、电气自动化设备、通信运营/设备、计算机应用/设备、食品加工、仪器仪表、电源设备、医药相关等；另一方面，为了对冲经济下行，多项稳增长等逆周期调节措施陆续落地，与之相关度较大的行业如专业工程、基础建设、高低压设备、专用设备、水泥制造等行业将会实现基本面的较快好转。

盈利需要较长时间恢复、景气度缓慢抬升的领域：第一，中游制造业和部分资源品（如通用机械、电机、运输设备、房屋建设、航天装备、物流、环保工程、工业金属）需要较长的时间来恢复至疫情之前的盈利水平。第二，可选消费或地产后周期板块盈利改善的不确定性较大；一方面是今年地产竣工情况改善可能对于这些行业有正向提振作用，但是另一方面是这些行业预收账款和现金流较弱可能会为盈利改善带来一定的阻碍。第三，与出行相关的板块如航空/铁路运输、餐饮旅游等需求将会在今年年内处于抑制状态。

短期内业绩承压而中长期景气趋势向好的领域：在海外疫情扩散的背景下，部分海外营收占比相对较大的行业（如电子、家电）等企业可能会在二季度受到海外需求低迷的冲击，随后盈利可能会呈现逐季改善的趋势。

业绩将处于负增长且景气度一般的领域：在地产投资以及供给侧改革的拉动下，房地产和能源开采类的盈利指标在过去几年持续向好，但由于经济下行压力较大，这些行业的景气度逐渐落入下行区间。汽车整车、纺服等领域的业绩也存在较大的压力。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张夏：中央财经大学国际金融专业硕士，哈尔滨工业大学工学学士。自 2011 年起加入招商证券，从事金融产品、大类资产配置及投资策略研究。目前担任首席策略分析师。

耿睿坦：香港科技大学经济学硕士，中山大学金融学学士。自 2018 年加入招商证券，从事策略研究。目前负责行业比较和业绩分析。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。