

# 投资策略

## 疫情之后，哪些行业将迎来边际改善？——2019Q4及2020Q1季报分析之二

**上游资源——油服工程及贵金属业绩环比改善。**需求下滑及油价大跌带动上游业绩大幅下跌，往后看，在全球货币宽松以及不确定事件频发的全球环境下，具有避险属性的黄金仍具备较强的长期配置价值。

**中游材料——钢铁化工建材景气均回落，未来看好刚需产品。**疫情冲击带动中游材料业绩回落，未来建议关注需求较为刚性，且行业格局较好的品种——维生素；受益成本改善，同时自身价格不受原油价格影响的精细化工以及受益于产业链格局优化的建材龙头公司。

**中游制造——军工景气持续向上，关注出口改善的制造板块。**军工行业景气持续向上，疫情过后，建议关注内需修复的风电、家居板块，以及出口改善的光伏、新能源车、部分出口导向的机械产品。

**可选消费——疫情拐点之后，关注可选需求的边际修复。**疫情影响下可选消费业绩大幅下滑，但随着内需的回暖，建议关注有望迎来边际改善的旅游休闲、酒店餐饮以及汽车零部件板块。

**必需消费——疫情期间业绩韧性凸显，长期关注医药景气板块。**疫情期间，食品饮料以及农林牧渔体现出较强的业绩韧性，未来边际改善空间有限，建议关注医药中景气向好的血制品、药房、化药、医药健康消费以及创新药等。

**其他服务业——航空及油运板块有望继续复苏。**受宏观经济下行影响，一季度交运及电力行业业绩大幅下滑，后续建议关注受益国内需求复苏的航运以及受益于低油价的油运板块。

**TMT——疫情扰动过后，产业景气周期继续向上。**海内外疫情爆发后，对全球需求冲击较大，科技行业也受复工推迟，订单延后等影响出现业绩下滑。待全球疫情缓和后，5G、云计算、人工智能等科技创新周期将继续，同时叠加“新基建”政策的支持，科技板块景气继续向上，建议关注半导体、消费电子、光通信、服务器以及IDC、信息安全、医疗IT、游戏以及视频。

**金融——实际利率进一步下行，资本市场改革不断推进。**市场LPR利率以及10年期国债利率持续下行，银行资产端收益率下行压力较大，未来银行净息差下行趋势较为确定；近期市场整体流动性宽松，同时资本市场改革持续推进，包括再融资放松以及创业板注册制改革等，未来券商板块值得关注。

**风险提示：**宏观经济政策超预期波动，海外市场动荡。

### 作者

分析师 张启尧

执业证书编号：S0680518100001

邮箱：zhangqiyao@gszq.com

分析师 张倩婷

执业证书编号：S0680518060004

邮箱：zhangqianting@gszq.com

### 相关研究

- 1、《投资策略：QFII 限额确认放开，信号意义更重要》2020-05-08
- 2、《投资策略：科技如期引领上涨——估值与结构第71期》2020-05-08
- 3、《投资策略：IPO 发行节奏加快——市场情绪周监控第61期》2020-05-08
- 4、《投资策略：科技再起：三个核心逻辑》2020-05-06
- 5、《投资策略：北上V字回流，大消费获补仓——陆股通月报第7期》2020-05-06



## 内容目录

上游资源：油服工程及贵金属业绩环比改善 .....	4
中游材料：钢铁化工建材景气均回落，未来看好刚需产品 .....	6
中游制造：军工景气持续向上，关注出口改善的制造板块 .....	9
可选消费：疫情拐点之后，关注可选需求的边际修复 .....	12
必需消费：疫情期间业绩韧性凸显，长期关注医药景气板块 .....	14
其他服务业：航空及油运板块有望继续复苏 .....	16
TMT：疫情扰动过后，产业景气周期继续向上 .....	18
金融：实际利率进一步下行，资本市场改革不断推进 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1：上游资源板块净利润增速 .....	4
图表 2：上游资源板块 ROE 水平（基于中证 800） .....	5
图表 3：采掘工业 PPI 在 2019 年底小幅企稳，随后 2020Q1 继续下行 .....	5
图表 4：2019 年底以来油价与煤价均大幅下跌 .....	5
图表 5：2020Q1 在全球需求下滑的影响下铜铝价格大幅下滑 .....	5
图表 6：2020Q1 美联储大幅降息，10 年期国债利率大幅下行 .....	5
图表 7：2020Q1 全球货币宽松叠加避险情绪，黄金价格再创新高 .....	6
图表 8：受新冠疫情的影响，避险情绪上升，VIX 指数大幅上行 .....	6
图表 9：中游材料板块净利润增速 .....	7
图表 10：中游材料板块 ROE 水平（基于中证 800） .....	7
图表 11：2020 年春节过后螺纹钢库存快速下滑，钢价小幅反弹 .....	8
图表 12：当前主要钢材库存明显高于往年同期 .....	8
图表 13：PTA 价格与石油价格紧密相关，2020Q1 大幅回落 .....	8
图表 14：2020 年 2 月以来各类维生素均大幅涨价 .....	8
图表 15：2020Q1 水泥价格维持在高位 .....	8
图表 16：2020Q1 玻璃价格大幅下跌 .....	8
图表 17：中游制造板块净利润增速 .....	10
图表 18：中游制造板块 ROE 水平（基于中证 800） .....	10
图表 19：全国风电累计并网容量同比维持高位 .....	11
图表 20：2020Q1 受疫情影响，光伏组件出口规模同比大幅下滑 .....	11
图表 21：2018 年起军费增速拐点向上 .....	11
图表 22：2020Q1 受疫情影响，挖掘机销量增速大幅下滑 .....	11
图表 23：2020Q1 受疫情影响，基建投资增速大幅下滑 .....	11
图表 24：2020 年以来纸浆价格维持低位 .....	11
图表 25：可选消费板块净利润增速 .....	12
图表 26：可选消费板块 ROE 水平（基于中证 800） .....	13
图表 27：2020Q1 社会消费品零售总额餐饮收入大幅下滑 .....	13
图表 28：2020Q1 房屋新开工、竣工和商品房销售面积均下滑 .....	13
图表 29：2020Q1 汽车产量与销量同比均大幅下滑 .....	14
图表 30：2020Q1 空调、冰箱及洗衣机销量均大幅下滑 .....	14
图表 31：必需消费板块净利润增速 .....	15

图表 32: 必需消费板块 ROE 水平 (基于中证 800)	15
图表 33: 2020Q1 受疫情影响纺织服装零售额大幅下滑	16
图表 34: 疫情之下粮油食品韧性较大, 增速向上	16
图表 35: 2020Q1 通胀水平维持在高位	16
图表 36: 2020Q1 猪肉价格维持在高位	16
图表 37: 其他服务业板块净利润增速	17
图表 38: 其他服务业板块 ROE 水平 (基于中证 800)	17
图表 39: 经济下行压力加大, 发电量增速持续下滑	17
图表 40: 受疫情影响民航客运量大幅下滑	18
图表 41: 油价维持低位将继续利好油运	18
图表 42: TMT 板块净利润增速	19
图表 43: TMT 板块 ROE 水平 (基于中证 800)	20
图表 44: 中国 5G 市场规模发展空间巨大 (2020-2030E)	20
图表 45: 未来 3-5 年时间国内公有云产业链仍有平均 50% 的增速	20
图表 46: 费城半导体指数 2020 年 4 月开始反弹	21
图表 47: 台湾半导体指数 2020 年 4 月开始反弹	21
图表 48: 金融板块净利润增速	21
图表 49: 金融板块 ROE 水平 (基于中证 800)	22
图表 50: 2020Q1 LPR 利率及 10 年期国债利率均大幅下行	22
图表 51: 2020Q1 市场活跃度有所回升	22

## 上游资源：油服工程及贵金属业绩环比改善

石油化工 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速(此处指基于中证 800 计算的归母净利润增速,下同)分别为-203.5%和 0.0% (2019Q3 为-20%),一季度大幅下滑,但从细分行业来看,受益于油价大跌,油服工程业绩大幅改善。煤炭 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-23.3%和 3.3% (2019Q3 为 8.4%),连续两期下滑。2019 年底以来,全球油价与煤炭价格的走势基本一致,两者均大幅下跌,直接带动了业绩的回落。往后看,美国与 OPEC 的博弈仍将继续,未来油价大概率继续维持在当前低位;而在全球经济在疫情冲击后下行压力较大,需求端的恢复仍缓慢,而当前石油及煤炭的库存均高于往年,后续业绩仍然承压。

有色金属 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-38.4%和-33.5%(2019Q3 为-35.0%),一季度继续下行。从细分行业来看,工业金属业绩再度大幅下行,贵金属和稀有金属业绩均环比改善。受 2020 年一季度全球新冠疫情的影响,全球经济负面冲击巨大,在需求下滑的预期下,铜价以及锌价大幅回落,带动工业金属业绩下滑。同时为了应对疫情冲击,各国均大幅释放流动性,美联储更是连续降息至 0,并再度开启 QE 模式。全球货币宽松模式叠加避险情绪,共同带动黄金价格再创新高,而白银由于同时具备工业金属的性质,因此受需求的影响,价格表现不及黄金。往后看,工业金属的价格主要看全球经济的预期,短期疫情的恐慌之后,预期会有所修复,工业金属可能迎来短期修复,但长期来看仍有压力。而在全球货币宽松以及不确定事件频发的全球环境下,具有避险属性的黄金仍具备较强的长期配置价值。

图表 1: 上游资源板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
<b>石油石化</b>	<b>-203.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-20.0%</b>	<b>-204.0%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>-18.8%</b>
石油开采 II	-244.8%	-12.0%	-21.6%	-242.2%	-12.0%	-21.0%
石油化工	-180.5%	5.6%	-21.4%	-186.3%	-2.9%	-20.1%
油服工程	354.4%	201.5%	1752.9%	87.9%	151.0%	370.2%
<b>煤炭</b>	<b>-23.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>8.4%</b>	<b>-27.5%</b>	<b>0.4%</b>	<b>5.6%</b>
煤炭开采洗选	-21.8%	4.5%	9.2%	-24.6%	4.3%	8.8%
煤炭化工	-115.7%	-46.8%	-30.1%	-88.8%	-52.7%	-40.2%
<b>有色金属</b>	<b>-38.4%</b>	<b>-33.5%</b>	<b>-35.0%</b>	<b>-50.6%</b>	<b>-54.5%</b>	<b>-22.3%</b>
贵金属	34.2%	11.3%	-2.6%	22.2%	-24.1%	-7.8%
工业金属	-61.8%	77.5%	-13.4%	-66.3%	550.8%	34.4%
稀有金属	-50.9%	-100.7%	-65.9%	-74.3%	-132.3%	-75.2%

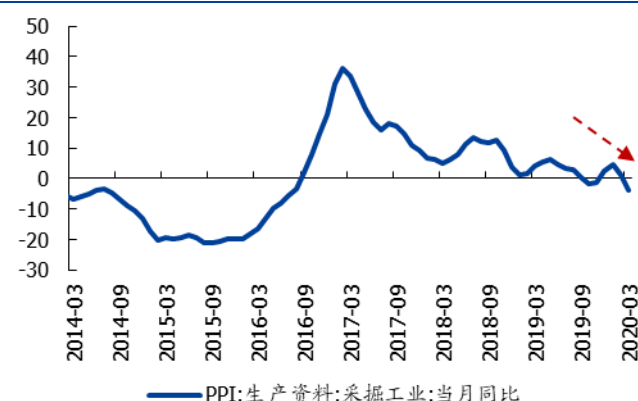
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 上游资源板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
石油石化	2.9%	5.1%	1.3%	2.2%	106.6%	113.1%	52.8%	51.3%
石油开采 II	1.5%	3.3%	0.9%	1.9%	87.1%	89.9%	47.9%	47.5%
石油化工	4.7%	7.7%	1.5%	2.4%	133.2%	146.1%	58.0%	55.2%
油服工程	4.7%	4.0%	3.4%	3.0%	56.6%	55.2%	58.4%	58.5%
煤炭	9.0%	9.9%	9.1%	9.7%	54.0%	56.1%	45.3%	44.9%
煤炭开采洗选	9.0%	9.9%	9.2%	9.7%	54.0%	55.9%	45.2%	44.8%
煤炭化工	5.7%	10.3%	4.4%	6.8%	60.5%	71.7%	53.5%	52.8%
有色金属	2.7%	3.2%	1.2%	1.4%	96.6%	97.7%	58.3%	56.8%
贵金属	6.0%	5.8%	2.7%	2.6%	100.6%	106.6%	53.9%	51.0%
工业金属	3.0%	3.7%	1.1%	1.4%	108.9%	110.1%	60.0%	58.7%
稀有金属	-0.6%	-0.1%	-0.4%	0.0%	65.8%	62.6%	57.9%	56.5%

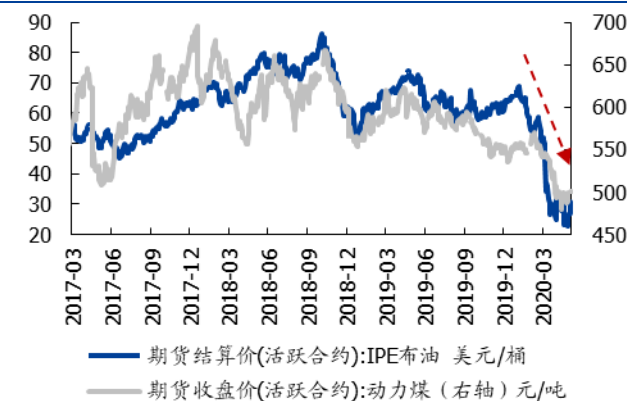
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 采掘工业 PPI 在 2019 年底小幅企稳, 随后 2020Q1 继续下行



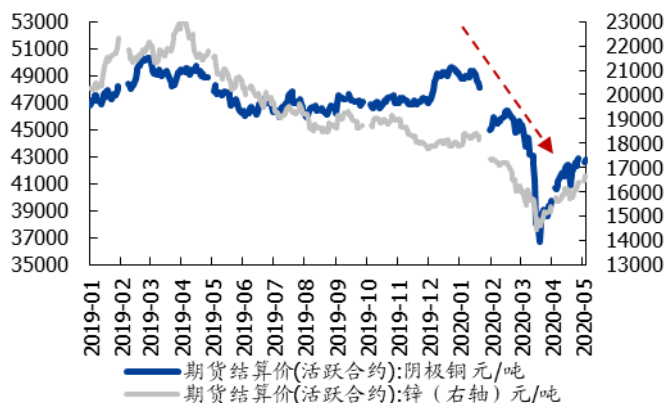
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2019 年底以来油价与煤价均大幅下跌



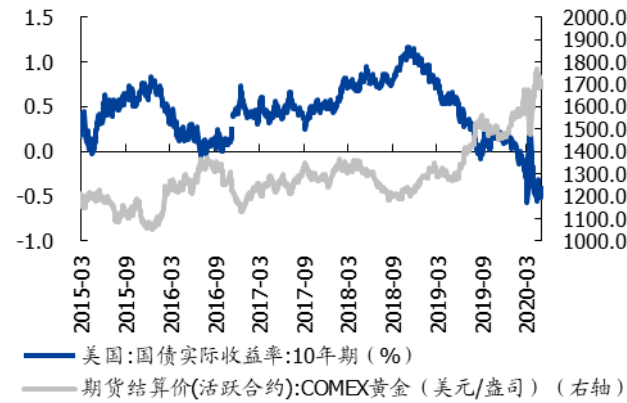
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2020Q1 在全球需求下滑的影响下铜锌价格大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

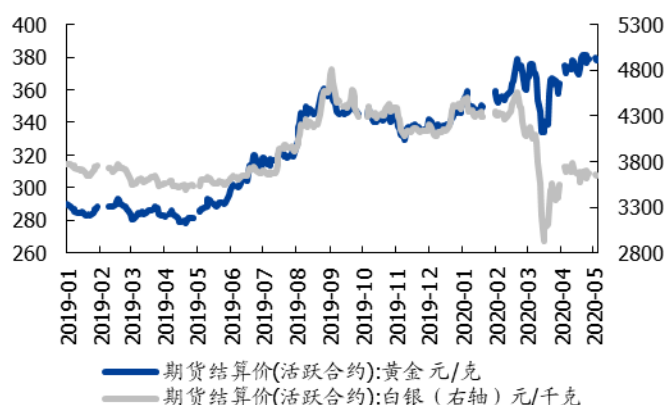
图表 6: 2020Q1 美联储大幅降息, 10 年期国债利率大幅下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

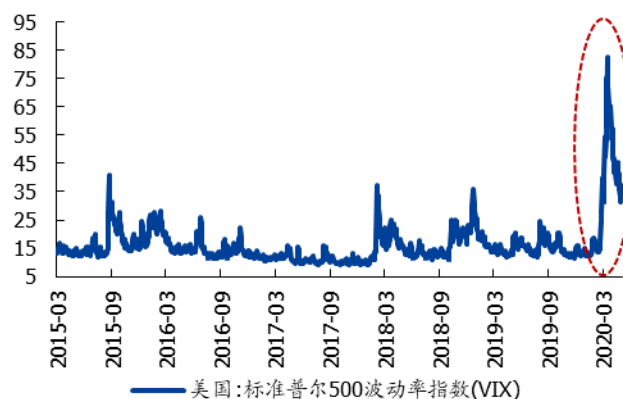


图表 7: 2020Q1 全球货币宽松叠加避险情绪, 黄金价格再创新高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 受新冠疫情的影响, 避险情绪上升, VIX 指数大幅上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 中游材料: 钢铁化工建材景气均回落, 未来看好刚需产品

钢铁 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-48.0%和-48.5% (2019Q3 为-47.5%), 整体业绩增速较为平稳。2019 年钢铁原材料铁矿石受巴西矿难影响大幅飙涨, 成本高企大幅侵蚀钢厂业绩, 2020 年一季度新冠疫情大幅冲击下游需求停滞, 盈利继续负增。目前主要钢材的库存水平远高于往年, 虽然逆周期调控政策不断加码, 但结构上或有变化, 从传统基建转移至新型基建, 基建投资刺激或有限, 钢铁供需格局仍然较弱。

基础化工 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-45.4%和-16.3% (2019Q3 为-22.3%), 业绩继续下滑。从细分板块来看, 化学纤维、塑料及制品业绩下滑较多, 化学原料业绩下滑幅度较小。由于化工下游产品众多, 广泛应用于建筑、电子、家电、农业、纸质包装、汽车、医疗、能源、食品等各行各业, 在全球疫情爆发的背景下, 大部分行业的需求都会有较大的下行压力, 从而进一步对化工产品产生冲击。因此建议关注下游需求与宏观经济关联度低, 需求较为刚性, 且行业格局较好的品种, 例如维生素等。另一方面, 化工产品价格与原油价格息息相关, 在油价下跌的大背景下, 建议关注受益成本改善, 同时自身价格不受原油价格影响的精细化工, 例如甜味剂、胶粘剂、杀菌剂等企业。

建材 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-34.4%和 11.1% (2019Q3 为 4.6%), 一季度受疫情影响业绩有所下滑。从细分板块来看, 作为基建早周期品种, 水泥受到的冲击较小, 价格仍然维持在高位, 板块韧性较强; 而玻璃作为竣工链品种, 表现则与水泥相反, 2020Q1 价格大幅下滑。往后看, 随着产业链格局的优化, 建议关注龙头公司。

图表 9: 中游材料板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
钢铁	<b>-48.0%</b>	<b>-48.5%</b>	<b>-47.5%</b>	<b>-41.9%</b>	<b>-42.4%</b>	<b>-41.0%</b>
基础化工	<b>-45.4%</b>	<b>-16.3%</b>	<b>-22.3%</b>	<b>-43.2%</b>	<b>-77.5%</b>	<b>-22.3%</b>
农用化工	-70.2%	-41.1%	-46.3%	-38.8%	-285.0%	-39.9%
化学纤维	-80.3%	24.3%	-0.5%	-103.2%	64.5%	27.0%
化学原料	-20.2%	-15.1%	-21.4%	-44.0%	-19.2%	-21.4%
其他化学制品 II	-39.3%	-9.7%	-19.4%	-38.8%	-14.1%	-11.6%
塑料及制品	-96.3%	4.3%	-90.9%	-65.6%	-124.0%	-46.8%
橡胶及制品	-27.3%	1.7%	2.2%	-23.9%	42.1%	33.7%
建材	<b>-34.4%</b>	<b>11.1%</b>	<b>4.6%</b>	<b>-36.2%</b>	<b>5.1%</b>	<b>8.2%</b>
结构材料	-32.4%	17.4%	22.2%	-34.4%	19.2%	21.0%
装饰材料	-57.2%	-29.5%	-41.0%	-71.5%	-6.2%	-19.8%
专用材料 II	-37.9%	-10.3%	-19.0%	-22.6%	-93.9%	11.2%

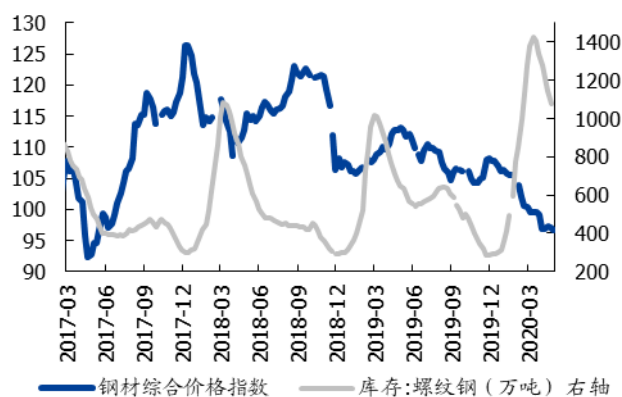
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 中游材料板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
钢铁	<b>5.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>83.6%</b>	<b>86.3%</b>	<b>56.0%</b>	<b>55.7%</b>
基础化工	<b>8.0%</b>	<b>9.3%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.1%</b>	<b>62.0%</b>	<b>66.8%</b>	<b>50.7%</b>	<b>49.0%</b>
农用化工	4.9%	6.4%	3.9%	4.9%	58.5%	63.2%	53.2%	51.9%
化学纤维	10.5%	12.7%	6.6%	7.4%	79.8%	82.1%	50.1%	52.6%
化学原料	7.0%	7.6%	5.3%	5.5%	63.2%	69.7%	52.6%	49.6%
其他化学制品 II	12.1%	13.9%	11.9%	13.1%	55.1%	59.5%	45.8%	44.1%
塑料及制品	4.5%	5.7%	3.7%	4.7%	63.6%	64.0%	47.8%	47.6%
橡胶及制品	5.3%	5.9%	2.9%	3.0%	80.2%	88.3%	56.9%	54.2%
建材	<b>17.4%</b>	<b>19.0%</b>	<b>16.3%</b>	<b>16.5%</b>	<b>71.0%</b>	<b>75.0%</b>	<b>33.7%</b>	<b>34.8%</b>
结构材料	18.7%	20.2%	17.2%	17.3%	74.9%	79.4%	31.1%	32.1%
装饰材料	10.4%	12.3%	8.9%	9.7%	72.4%	74.2%	38.1%	41.7%
专用材料 II	11.8%	13.2%	18.6%	20.3%	29.8%	31.2%	53.0%	52.1%

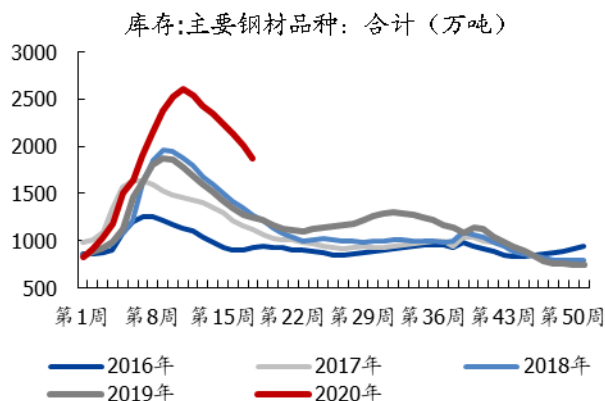
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2020 年春节过后螺纹钢库存快速下滑, 钢价小幅反弹



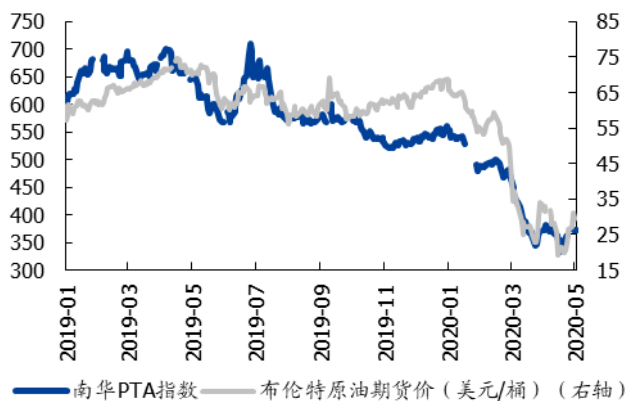
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 当前主要钢材库存明显高于往年同期



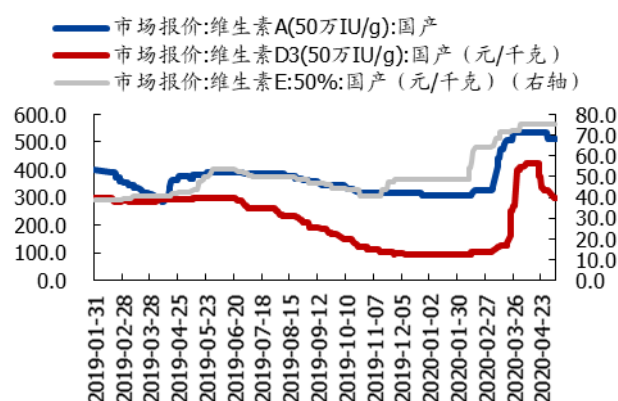
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: PTA 价格与石油价格紧密相关, 2020Q1 大幅回落



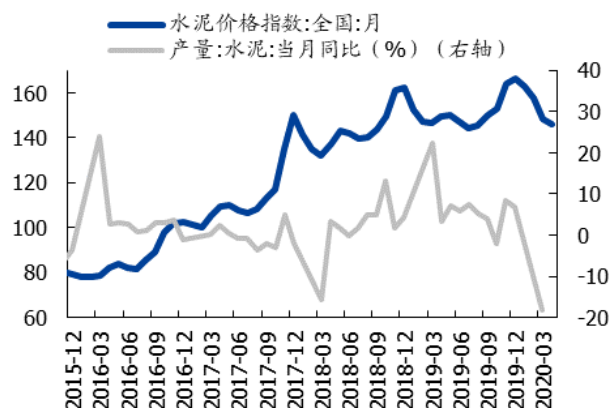
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2020 年 2 月以来各类维生素均大幅涨价



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 2020Q1 水泥价格维持在高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 2020Q1 玻璃价格大幅下跌



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



## 中游制造：军工景气持续向上，关注出口改善的制造板块

电力设备及新能源 2020Q1 及 2019Q4 的业绩增速分别为-5.3%和 16.6%（2019Q3 为-5.5%），增速有所放缓。从细分板块来看，风电、光伏以及新能源汽车板块在一季度均受到了疫情的负面冲击。风电以内需为主，从 2020 年一季度电力工业运行简况来看，风电完成投资 281 亿元，同比增长 185.9%，未来随着国内疫情的逐步缓解，国内项目开工有望带动行业边际改善；光伏的需求主要源自海外，有类基建需求的属性，一季度受疫情影响，光伏新增并网较去年同期下滑 1.53GW，但 3 月份出现环比改善，未来随着全球疫情改善，光伏下游需求有望迅速复苏；新能源汽车主要受到下游需求的冲击，其主要销售地区包括国内和欧洲，当前欧洲部分国家已经出现疫情拐点，下半年海内外销量有望反弹。

国防军工 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为 16.2%和 8.7%（2019Q3 为 6.5%），连续两期改善。2018-2020 年是“十三五”后半程，军备投资采购步入高峰期，根据军工产业链特点，总装企业与核心配套企业将率先受益行业景气度的好转，整体产业链 2019 年景气度向上。

机械 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-38.3%和 9.9%（2019Q3 为 24.5%），连续两期下滑。因疫情的影响，机械下游需求下滑，带动各板块业绩回落，当前时点往后看，工程机械在逆周期调控政策的影响下，未来需求有望小幅改善；而其他出口占比较高，特别是以欧美出口为导向的企业，前期冲击较大，随着 4 月欧美国家疫情拐点相继出现，后续订单有望修复，建议关注。

建筑 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速为-21.5%和 11.9%（2019Q3 为 4.6%），增速有所放缓。受疫情影响，2020 年初基建投资增速大幅下滑，随着逆周期调控政策的加码，基建投资增速有望上行；同时近期基建 REITs 政策重磅出台，有望成为盘活我国存量基建资产的利器，促进地方政府降低杠杆，增加基建资金新来源，打开基建发展新空间。

轻工制造 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速为-22.7%和-6.1%（2019Q3 为-12.7%），增速小幅回来。从细分板块来看，包装印刷、家居以及文娱轻工业绩下滑较多，而造纸业绩小幅回升，主要是纸浆成本维持在低位，生活用纸等必需消费需求较为稳定。2019 年下半年以来房屋住宅竣工面积呈现回暖趋势，这部分需求较为刚性，待国内疫情的改善后，以内需为主的家居板块边际修复空间较大。

图表 17: 中游制造板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
电力设备及新能源	-5.3%	16.6%	-5.5%	-15.9%	21.9%	6.4%
电气设备	-28.6%	2.2%	-19.5%	-41.0%	-9.7%	-6.3%
电源设备	15.8%	17.9%	13.2%	7.3%	19.0%	18.5%
新能源动力系统	-48.1%	88.9%	-19.0%	-35.7%	220.2%	14.5%
国防军工	<b>16.2%</b>	<b>8.7%</b>	<b>6.5%</b>	<b>194.3%</b>	<b>40.5%</b>	<b>20.3%</b>
机械	<b>-38.3%</b>	<b>9.9%</b>	<b>24.5%</b>	<b>-44.0%</b>	<b>72.9%</b>	<b>24.0%</b>
建筑	<b>-21.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>8.8%</b>	<b>-27.3%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.6%</b>
轻工制造	<b>-22.7%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>-12.7%</b>	<b>-31.8%</b>	<b>9.6%</b>	<b>-6.7%</b>
造纸 II	10.6%	-34.6%	-41.2%	11.9%	-29.8%	-38.8%
包装印刷	-37.5%	43.1%	10.0%	-29.6%	35.2%	7.5%
家居	-61.9%	15.8%	13.3%	-118.1%	48.1%	16.6%
文娱轻工 II	-11.0%	31.4%	28.4%	94.5%	23.6%	35.8%

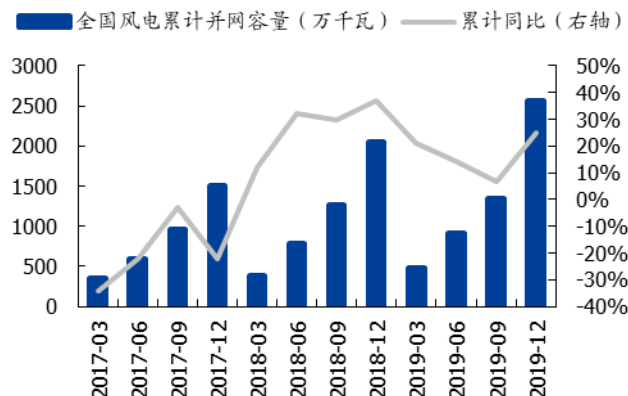
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 中游制造板块 ROE 水平（基于中证 800）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
电力设备及新能源	<b>6.4%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.5%</b>	<b>38.0%</b>	<b>39.0%</b>	<b>60.8%</b>	<b>61.0%</b>
电气设备	7.6%	7.9%	7.5%	7.7%	49.7%	50.4%	50.7%	50.9%
电源设备	6.4%	6.3%	6.7%	6.3%	34.0%	34.7%	64.6%	65.1%
新能源动力系统	4.1%	5.0%	4.4%	5.1%	41.6%	44.1%	55.0%	55.4%
国防军工	<b>3.9%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.5%</b>	<b>40.6%</b>	<b>40.9%</b>	<b>50.8%</b>	<b>51.3%</b>
机械	<b>6.6%</b>	<b>7.7%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.7%</b>	<b>52.1%</b>	<b>58.3%</b>	<b>58.2%</b>	<b>56.9%</b>
建筑	<b>7.1%</b>	<b>7.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>63.1%</b>	<b>65.3%</b>	<b>75.5%</b>	<b>75.4%</b>
轻工制造	<b>12.2%</b>	<b>12.9%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>53.3%</b>	<b>55.4%</b>	<b>59.6%</b>	<b>59.5%</b>
造纸 II	9.4%	9.3%	7.0%	6.8%	43.1%	44.2%	67.6%	67.6%
包装印刷	12.3%	14.0%	12.0%	13.1%	50.0%	54.7%	50.9%	48.6%
家居	17.3%	18.7%	12.2%	12.6%	88.2%	90.9%	37.8%	38.8%
文娱轻工 II	22.1%	23.8%	9.5%	9.5%	156.8%	147.3%	32.5%	41.0%

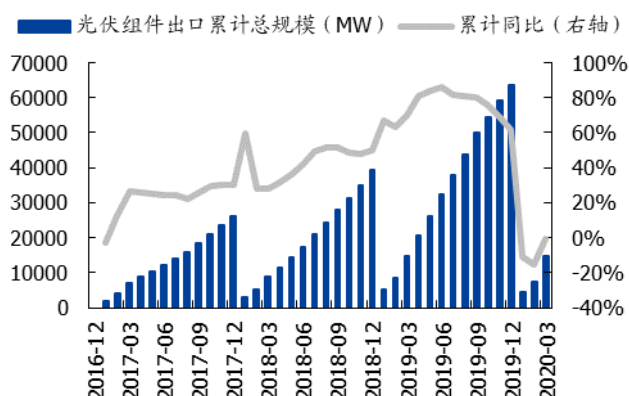
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 全国风电累计并网容量同比维持高位



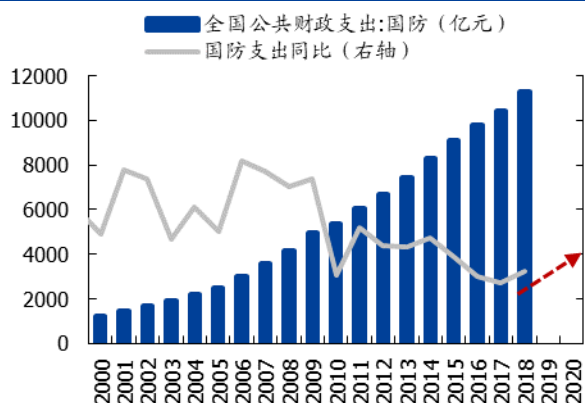
资料来源: 能源局, 国盛证券研究所

图表 20: 2020Q1 受疫情影响, 光伏组件出口规模同比大幅下滑



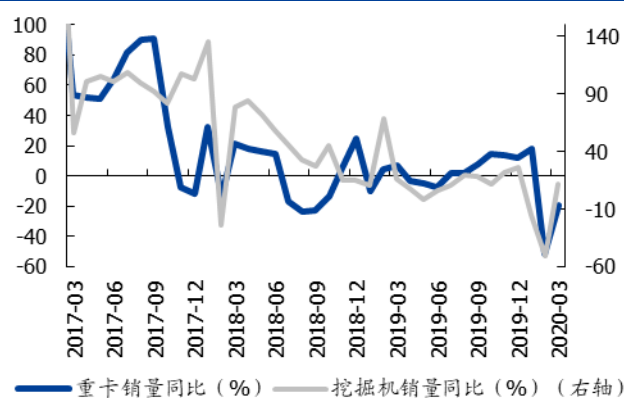
资料来源: 能源局, 国盛证券研究所

图表 21: 2018 年起军费增速拐点向上



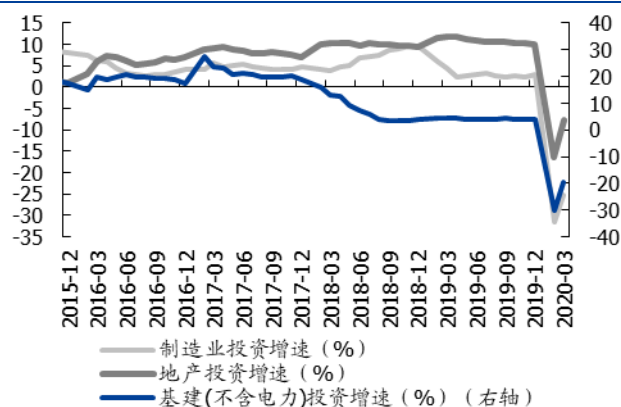
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2020Q1 受疫情影响, 挖掘机销量增速大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 23: 2020Q1 受疫情影响, 基建投资增速大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2020 年以来纸浆价格维持在低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 可选消费：疫情拐点之后，关注可选需求的边际修复

消费者服务 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-111.4%和 30.9%(2019Q3 为 22.2%)，受疫情影响大幅下滑。从细分板块来看，旅游休闲、酒店餐饮大幅回落；疫情期间在线教育需求爆发，整体业绩韧性较强。往后看，随着国内疫情的大幅缓解，国内需求开始恢复，旅游休闲以及酒店餐饮行业有望迎来边际改善，值得关注。

房地产 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-31.3%和 19.6%（2019Q3 为 23.7%），连续两期下滑。年初以来，疫情冲击下地产各项核心指标全面回落，从销售到投资端均出现明显负增；从房价指数走势来看，70 城新建住宅价格环比自 2015 年首次跌至 0，二手住宅价格环比则跌入负值区间。面对海内外基本面的不确定性，在底线思维和“既要防疫，又要稳增长”的基调下，货币条件与调控政策有望迎来双宽，看好后市地产龙头的配置价值。

家电 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-47.1%和 5.8%（2019Q3 为 11.7%），连续两期下滑；从细分行业的情况来看，白色家电和黑色家电业绩下滑较多，小家电及厨房电器下滑幅度较小。整体来看，家电出口占比较高，未来需要考虑海外需求的冲击，短期订单仍然受到较大的负面影响。

汽车 2020Q1 和 2019Q2 的业绩增速分别为-84.5%和-34.0%（2019Q3 为-30.2%），连续两期下滑。受疫情影响，汽车板块整体业绩承压，特别是海外疫情蔓延之后，海外整车厂的关停对国内零部件的出口进一步带来冲击。但随着全球疫情的缓和，未来汽车行业有望边际改善，从二季度产销情况来看，2020 年 4 月上中旬，10 家主要企业汽车产销累计分别完成 91.3 万辆、77.2 万辆，产量同比增长 7.1%、销量同比下降 16.9%，行业整体回暖明显、供给端恢复进度快于批售的背景下，零部件板块的确定性相对更强，值得关注。

图表 25：可选消费板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
<b>消费者服务</b>	<b>-111.4%</b>	<b>30.9%</b>	<b>22.2%</b>	<b>-141.7%</b>	<b>29.5%</b>	<b>14.1%</b>
旅游及休闲	-109.8%	31.3%	32.9%	-136.5%	-14.9%	12.4%
酒店及餐饮	-196.2%	2.0%	-4.8%	-279.4%	23.9%	-2.6%
教育	-	-	-	-63.0%	1231.4%	38.5%
综合服务	-253.9%	9.4%	0.0%	-133.8%	16.5%	6.3%
<b>房地产</b>	<b>-31.3%</b>	<b>19.6%</b>	<b>23.7%</b>	<b>-46.7%</b>	<b>9.9%</b>	<b>10.8%</b>
<b>家电</b>	<b>-47.1%</b>	<b>5.8%</b>	<b>11.7%</b>	<b>-51.8%</b>	<b>19.3%</b>	<b>12.5%</b>
<b>汽车</b>	<b>-84.5%</b>	<b>-34.0%</b>	<b>-30.2%</b>	<b>-84.0%</b>	<b>-31.4%</b>	<b>-28.9%</b>
乘用车 II	-99.5%	-34.7%	-36.0%	-99.9%	-35.5%	-36.7%
商用车	-192.1%	457.9%	2432.0%	-143.6%	1629.1%	186.7%
汽车零部件 II	-49.5%	-44.4%	-17.8%	-54.8%	-38.8%	-17.6%
汽车销售及服务 II	-139.0%	-18.5%	-23.9%	-183.5%	293.1%	-74.0%
摩托车及其他 II	-47.4%	-32.2%	-371.4%	-92.4%	-299.6%	-226.8%

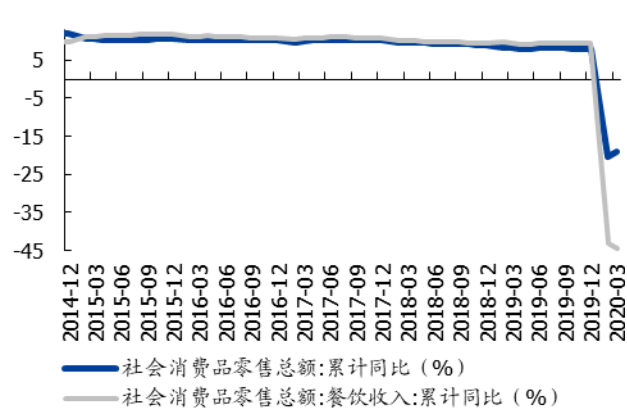
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 26: 可选消费板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
<b>消费者服务</b>	<b>11.4%</b>	<b>16.1%</b>	<b>8.0%</b>	<b>10.6%</b>	<b>74.6%</b>	<b>83.3%</b>	<b>47.7%</b>	<b>45.6%</b>
旅游及休闲	8.7%	15.9%	6.2%	10.1%	98.8%	111.1%	29.4%	29.3%
酒店及餐饮	5.4%	8.4%	5.9%	8.4%	38.9%	41.8%	57.4%	57.8%
教育	46.6%	40.4%	13.4%	13.0%	107.5%	131.6%	69.2%	57.6%
综合服务	8.1%	11.3%	17.5%	21.9%	23.2%	25.0%	49.9%	51.7%
<b>房地产</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.9%</b>	<b>21.4%</b>	<b>21.8%</b>	<b>80.1%</b>	<b>80.0%</b>
<b>家电</b>	<b>15.8%</b>	<b>18.2%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.6%</b>	<b>88.3%</b>	<b>92.4%</b>	<b>60.2%</b>	<b>61.6%</b>
白色家电 II	17.3%	20.1%	8.0%	8.4%	83.0%	87.7%	61.8%	63.2%
黑色家电 II	0.7%	1.6%	0.2%	0.5%	118.2%	119.0%	63.1%	63.8%
小家电 II	21.7%	23.9%	10.1%	10.2%	137.6%	136.2%	35.9%	42.1%
照明电工及其他	15.1%	16.1%	11.6%	11.8%	85.6%	85.8%	34.1%	37.2%
厨房电器 II	21.0%	22.8%	20.6%	20.5%	71.3%	72.9%	30.2%	34.5%
<b>汽车</b>	<b>4.6%</b>	<b>6.4%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.9%</b>	<b>81.0%</b>	<b>85.1%</b>	<b>60.1%</b>	<b>61.8%</b>
乘用车 II	4.4%	6.2%	2.2%	2.8%	78.1%	83.1%	60.1%	61.8%
商用车	4.0%	6.3%	1.9%	2.8%	78.6%	83.8%	62.1%	62.6%
汽车零部件 II	5.4%	7.0%	3.0%	3.5%	75.7%	78.9%	58.6%	59.8%
汽车销售及服务 II	3.2%	5.7%	0.8%	1.4%	128.1%	123.7%	66.5%	69.4%
摩托车及其他 II	6.9%	8.3%	5.3%	5.8%	80.8%	81.1%	38.3%	42.7%

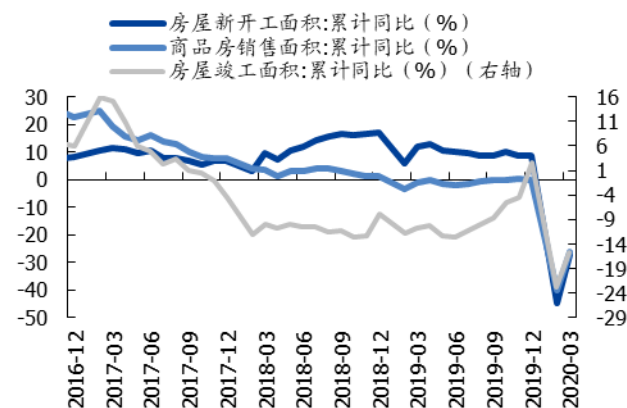
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 2020Q1 社会消费品零售总额餐饮收入大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

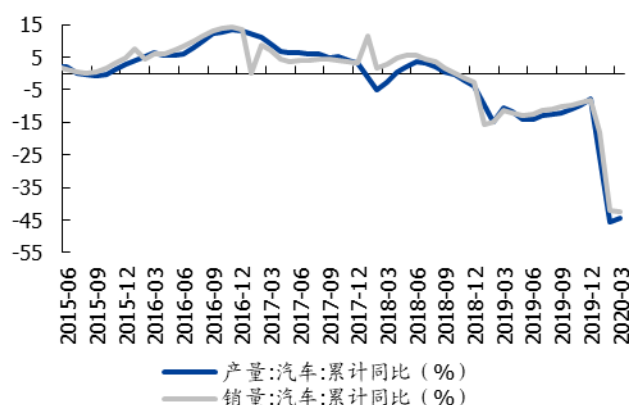
图表 28: 2020Q1 房屋新开工、竣工和商品房销售面积均下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

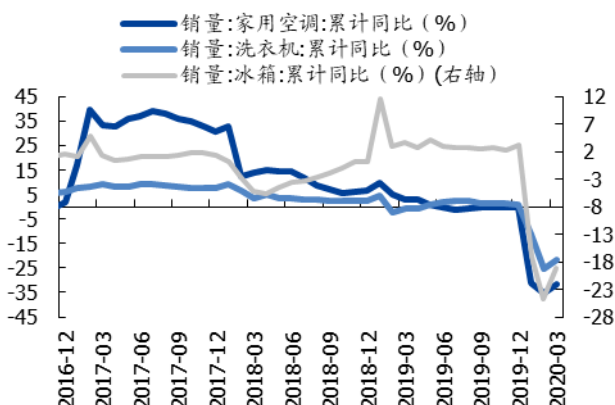


图表 29: 2020Q1 汽车产量与销量同比均大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 30: 2020Q1 空调、冰箱及洗衣机销量均大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 必需消费：疫情期间业绩韧性凸显，长期关注医药景气板块

纺织服装 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-40.7%和 0.0%（2019Q3 为-13.0%），受疫情的影响，业绩大幅下滑。从细分板块来看，纺织制造的业绩虽然环比下滑，但仍然实现正增长，主要是受益于棉花等成本的下滑；而品牌服饰，特别是以出口为导向的企业，受海外需求下滑影响较大，未来还需等待海外疫情的缓解。

农林牧渔 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为 1128.8%和 157.7%（2019Q3 为 53.2%）连续两期大幅改善；2018 年年底以来非洲猪瘟叠加猪周期，猪肉价格持续上涨，2019 年 11 月达到阶段性高位，一季度猪肉价格虽然有所回落，但整体维持高位，带动行业业绩大幅提升。后续通胀仍然在可控范围，猪肉价格有望逐步回落。

食品饮料 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为 4.4%和 16.3%（2019Q3 为 19.7%），连续两期下滑。疫情冲击之下，食品饮料的业绩韧性较为突出，2020 年 3 月社会消费品零售总额同比为-15.8%，但粮油食品项的零售额累计同比大幅增长至 12.6%。

医药 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-7.0%和-1.4%（2019Q3 为 9.5%），连续两期下滑，但由于医药内需且偏刚需的属性，医药整体相对韧性仍然较强。从细分板块来看，血制品、药房、化药龙头、医药健康消费以及创新药等细分领域景气向好，建议持续关注。

图表 31: 必需消费板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
<b>纺织服装</b>	<b>-40.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-13.0%</b>	<b>-65.2%</b>	<b>-11.3%</b>	<b>-15.8%</b>
纺织制造	64.4%	192.1%	-74.3%	-62.3%	19.7%	-9.4%
品牌服饰	-41.4%	-1.6%	-10.0%	-66.2%	-17.4%	-19.3%
<b>农林牧渔</b>	<b>1128.8%</b>	<b>157.7%</b>	<b>53.2%</b>	<b>488.5%</b>	<b>277.9%</b>	<b>78.4%</b>
<b>商贸零售</b>	<b>-59.9%</b>	<b>-19.6%</b>	<b>11.7%</b>	<b>-71.6%</b>	<b>-4.0%</b>	<b>9.2%</b>
<b>食品饮料</b>	<b>4.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>19.7%</b>	<b>0.2%</b>	<b>14.1%</b>	<b>19.6%</b>
酒类	10.5%	18.3%	23.2%	4.8%	18.5%	22.7%
饮料	-45.9%	5.6%	8.4%	-54.4%	10.6%	8.2%
食品	8.7%	14.2%	12.1%	12.4%	-0.5%	12.0%
<b>医药</b>	<b>-7.0%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>9.5%</b>	<b>-15.5%</b>	<b>-11.4%</b>	<b>2.9%</b>
化学制药	8.4%	9.6%	6.2%	-5.9%	0.2%	11.2%
中药生产	-21.5%	-25.1%	-0.4%	-28.9%	-44.4%	-13.3%
生物医药 II	10.7%	52.7%	81.2%	-12.3%	36.0%	46.2%
其他医药医疗	-9.2%	0.8%	8.3%	-11.2%	-5.5%	1.2%

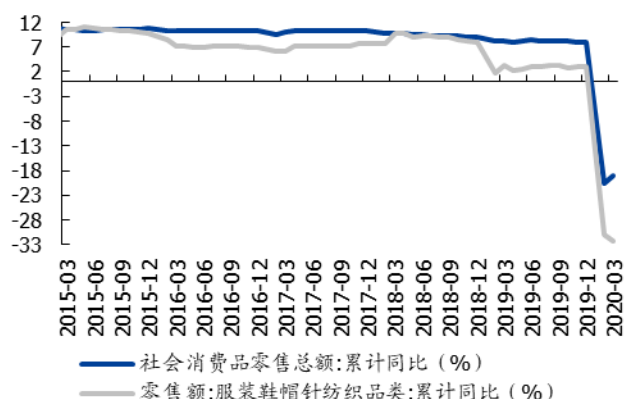
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 必需消费板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
<b>纺织服装</b>	<b>10.4%</b>	<b>11.6%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.5%</b>	<b>44.5%</b>	<b>48.0%</b>	<b>57.6%</b>	<b>56.5%</b>
纺织制造	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	61.9%	67.8%	42.0%	42.0%
品牌服饰	14.1%	15.5%	13.5%	14.4%	40.3%	43.2%	61.3%	60.0%
<b>农林牧渔</b>	<b>18.2%</b>	<b>15.3%</b>	<b>11.5%</b>	<b>9.4%</b>	<b>85.5%</b>	<b>94.4%</b>	<b>46.0%</b>	<b>42.1%</b>
种植业	2.2%	2.9%	2.4%	3.4%	49.9%	49.9%	45.1%	41.8%
畜牧业	22.4%	18.9%	13.4%	10.8%	94.5%	105.5%	43.7%	39.9%
农产品加工 II	5.8%	5.9%	3.6%	3.6%	67.5%	77.1%	57.6%	52.2%
<b>商贸零售</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.6%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.2%</b>	<b>94.4%</b>	<b>97.5%</b>	<b>59.3%</b>	<b>59.0%</b>
<b>食品饮料</b>	<b>22.6%</b>	<b>24.1%</b>	<b>22.0%</b>	<b>21.9%</b>	<b>73.4%</b>	<b>74.0%</b>	<b>28.6%</b>	<b>32.5%</b>
酒类	23.0%	24.2%	36.3%	35.0%	50.3%	50.0%	20.6%	27.7%
饮料	18.2%	22.0%	7.5%	8.7%	112.3%	127.0%	53.8%	50.0%
食品	23.9%	24.9%	11.1%	11.4%	136.3%	136.2%	36.5%	37.7%
<b>医药</b>	<b>8.8%</b>	<b>9.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.1%</b>	<b>78.9%</b>	<b>83.6%</b>	<b>45.8%</b>	<b>46.2%</b>
化学制药	8.7%	8.7%	10.0%	9.6%	51.1%	52.8%	41.3%	41.8%
中药生产	7.0%	8.0%	6.0%	6.5%	70.9%	74.7%	39.5%	39.6%
生物医药 II	11.1%	13.5%	22.6%	22.2%	39.0%	47.9%	20.5%	21.4%
其他医药医疗	9.7%	10.3%	3.8%	3.8%	109.7%	115.4%	57.6%	57.2%

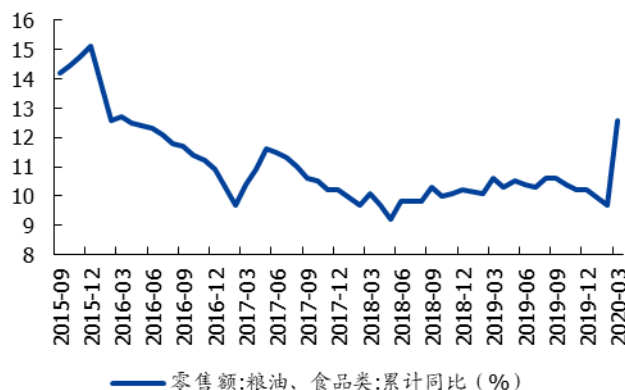
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 2020Q1 受疫情影响纺织服装零售额大幅下滑



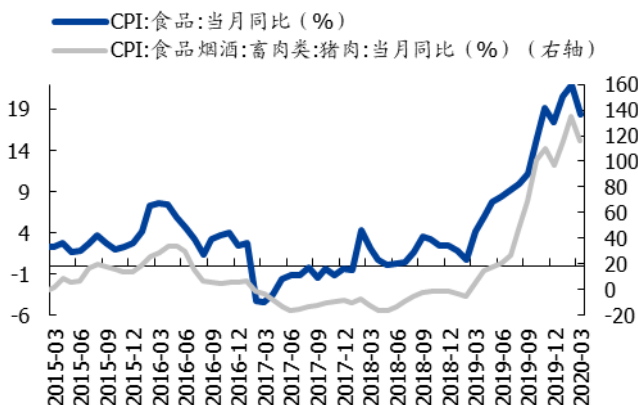
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 疫情之下粮油食品韧性较大, 增速向上



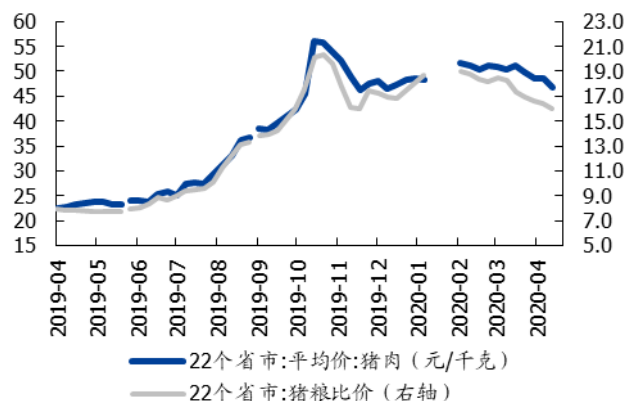
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 2020Q1 通胀水平维持在高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 36: 2020Q1 猪肉价格维持在高位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 其他服务业: 航空及油运板块有望继续复苏

电力及公用事业 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-29.1%和 6.4% (2019Q3 为 17.9%), 连续两期下滑。宏观经济面临下行压力, 发电量增速同比持续下滑, 发电及电网业绩跟随回落, 后续需求端还需要结合各行业复工情况来判断。受益于货币与信用环境的大幅宽松, 环保企业现金流情况有所改善, 同时疫情催生环卫等细分领域景气向好。

交通运输 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-126.2%和 15.9% (2019Q3 为 6.9%), 增速大幅下滑。从细分行业来看, 在全球疫情的冲击之下, 各国各地严控人口流动, 公路铁路、航空机场业绩大幅下滑, 受全球需求下滑影响, 航运港口业绩同样出现回落, 交运物流业绩韧性则更强。随着疫情的逐步恢复, 后续国内航线有望复苏, 同时叠加当前油价处于低位, 未来航空业绩可能环比改善; 另外当前油价维持在低位, 也将继续利好油运板块, 建议关注。

图表 37: 其他服务业板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
电力及公用事业	<b>-29.1%</b>	<b>6.4%</b>	<b>17.9%</b>	<b>-28.2%</b>	<b>14.4%</b>	<b>15.6%</b>
发电及电网	-30.0%	3.7%	21.7%	-25.8%	15.7%	25.0%
环保及公用事业	-23.9%	21.9%	-3.6%	-36.1%	8.0%	-11.9%
交通运输	<b>-126.2%</b>	<b>15.9%</b>	<b>6.9%</b>	<b>-124.6%</b>	<b>12.6%</b>	<b>9.8%</b>
公路铁路	-62.4%	-4.6%	-1.8%	-104.8%	-1.4%	5.7%
公交物流	-6.2%	2.3%	-9.5%	-18.7%	0.7%	-10.4%
航运港口	-1.5%	37.1%	40.0%	-5.1%	34.8%	48.2%
航空机场	-288.9%	22.3%	0.0%	-285.8%	22.9%	1.1%

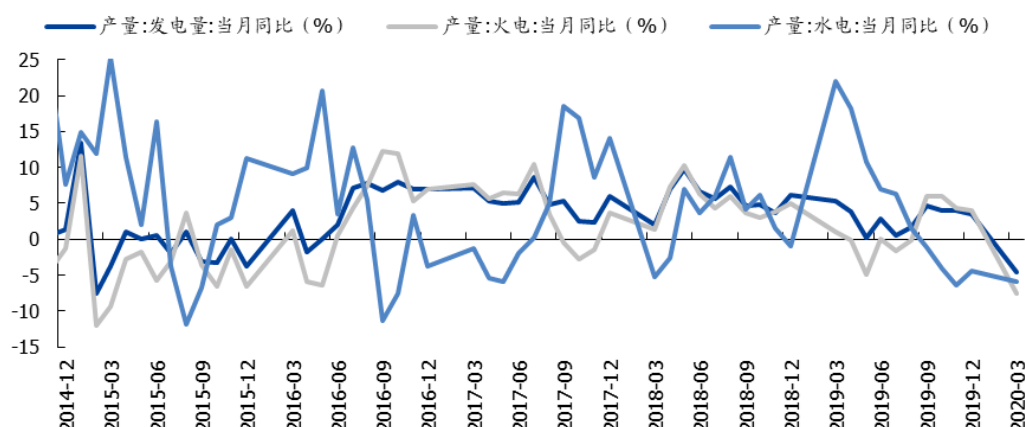
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 其他服务业板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
电力及公用事业	<b>5.9%</b>	<b>6.5%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.3%</b>	<b>29.6%</b>	<b>30.8%</b>	<b>60.0%</b>	<b>60.7%</b>
发电及电网	5.7%	6.4%	7.6%	7.9%	30.0%	31.1%	60.3%	61.2%
环保及公用事业	6.6%	7.0%	10.0%	10.3%	27.7%	29.0%	58.0%	57.5%
交通运输	<b>4.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.5%</b>	<b>59.3%</b>	<b>61.6%</b>	<b>60.5%</b>	<b>60.2%</b>
公路铁路	7.6%	9.3%	12.3%	14.3%	43.6%	45.4%	29.6%	30.3%
公交物流	9.6%	10.0%	2.6%	2.7%	119.0%	127.0%	68.2%	66.2%
航运港口	6.6%	6.3%	5.4%	5.0%	54.2%	53.4%	55.9%	57.3%
航空机场	-2.7%	5.6%	-2.1%	4.1%	39.3%	44.1%	69.0%	67.2%

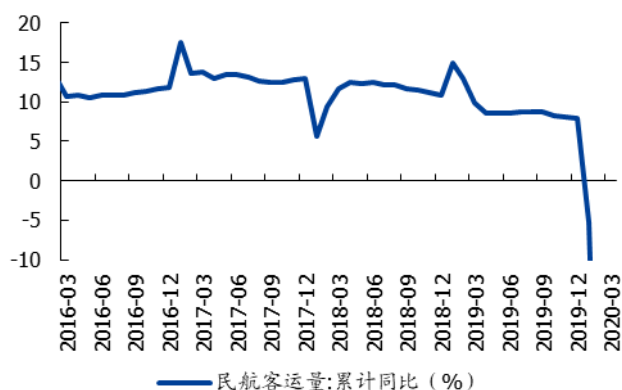
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 经济下行压力加大, 发电量增速持续下滑



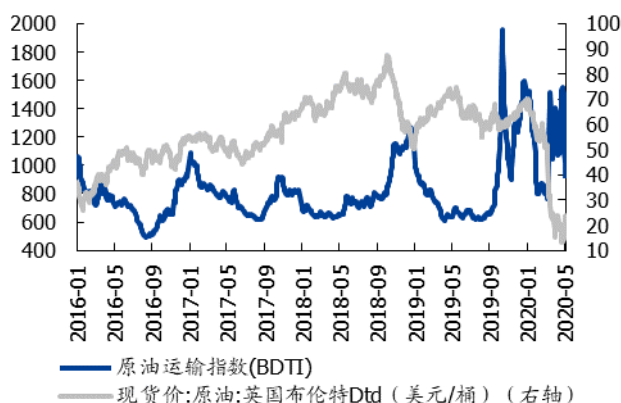
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 40: 受疫情影响民航客运量大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 油价维持低位将继续利好海运



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## TMT: 疫情扰动过后, 产业景气周期继续向上

电子 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-6.9%和-7.1% (2019Q3 为-10.2%), 连续两期改善。从细分领域来看, 元器件、消费电子业绩环比改善, 半导体业绩环比回落但仍然实现正增长, 光学光电业绩下滑较多。海外疫情爆发后, 投资者对全球需求忧虑较大, 因此电子板块也经历了大幅调整, 但随着全球疫情缓和, 需求有望恢复, 同时 5G、云计算、人工智能等科技创新周期继续, 叠加当前供给端库存水平较低, 未来库存有望回补, 值得关注。

通信 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-24.2%和 17.3% (2019Q3 为 72.3%), 增速有所放缓。从细分板块来看, 主要是通讯工程服务受疫情影响复工复产不及往年, 导致业绩大幅下滑, 电新运营、通信设备制造以及增值服务虽然业绩回落, 但幅度有限。尽管行业整体受疫情冲击较大, 但部分子领域景气度仍然向好, 疫情催生了云办公、云游戏以及线上社交等需求的爆发, 网络承载压力加剧, 并带动光通信、IDC 以及 PCB 等板块的景气向上, 同时 5G 作为“新基建”的重要部分, 未来在政策的支持下, 有望进一步发展, 建议继续关注 5G 基建、光通信、服务器以及 IDC 等。

计算机 2020Q1 及 2019Q4 的业绩增速分别为-98.9%和 3.7% (2019Q3 为 22.5%), 增速大幅回落。从细分板块来看, 计算机设备和软件均下滑较多, 云服务和产业互联网业绩韧性相对更强。计算机行业超过 70% 的公司涉及到政府类采购, 一季度疫情的爆发导致复工延迟, 从而对计算机行业订单有阶段性影响, 但政务部门的相关订单需求相对刚性, 只是暂时延迟, 随着后续复工正常化, 订单有望加速恢复, 同时中长期来看, 信息安全以及医疗 IT 等作为政策持续推进的大方向, 行业成长空间较大, 建议关注。另外, 与通信行业类似, 云上游需求的爆发, 带动服务器、IDC 景气向上, 也是计算机行业的重点配置方向之一。

传媒 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为-29.0%和-42.2% (2019Q3 为-10.4%), 增速环比改善。从细分板块来看, 受疫情影响, 媒体、广告营销以及互联网媒体业绩均有所回落, 文化娱乐业绩环比大幅改善, 建议关注长期需求有望继续增长的游戏以及视频等细分领域。



图表 42: TMT 板块净利润增速

中信行业	净利润同比（基于中证 800）			净利润同比（基于全部 A 股）		
	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
<b>电子</b>	<b>-6.9%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>-10.2%</b>	<b>-17.2%</b>	<b>19.4%</b>	<b>-2.7%</b>
半导体	63.5%	141.3%	99.0%	67.0%	121.8%	16.9%
元器件	15.5%	3.8%	6.8%	9.4%	4.3%	7.0%
光学光电	-50.4%	-15.7%	-15.2%	-57.0%	-12.3%	-24.0%
消费电子	75.0%	-26.9%	-11.5%	13.5%	110.8%	23.5%
其他电子零部件 II	-48.4%	-42.8%	-32.6%	-13.8%	775.0%	-1.9%
<b>通信</b>	<b>-24.2%</b>	<b>17.3%</b>	<b>72.3%</b>	<b>-44.5%</b>	<b>-42.0%</b>	<b>-22.1%</b>
电信运营 II	-11.9%	-118.4%	24.9%	-20.1%	-199.6%	24.9%
通信设备制造	-27.7%	45.8%	73.1%	-47.5%	-23.3%	-38.2%
增值服务 II	13.2%	23.5%	-86.4%	-45.4%	64.6%	-29.7%
通讯工程服务	-150.3%	-0.5%	-12.3%	-172.7%	111.9%	1289.8%
<b>计算机</b>	<b>-98.9%</b>	<b>3.7%</b>	<b>22.5%</b>	<b>-115.3%</b>	<b>-31.6%</b>	<b>8.5%</b>
计算机设备	-134.3%	96.0%	120.8%	-159.0%	250.2%	19.3%
计算机软件	-203.3%	-104.3%	-1.2%	-188.6%	-229.4%	6.9%
云服务	-32.1%	8.6%	49.1%	-33.5%	-20.6%	13.0%
产业互联网	-7.1%	45.8%	64.6%	-8.8%	43.6%	63.8%
<b>传媒</b>	<b>-29.0%</b>	<b>-42.2%</b>	<b>-10.4%</b>	<b>-52.7%</b>	<b>-38.7%</b>	<b>-33.3%</b>
媒体	-42.8%	-3.7%	-6.3%	-50.6%	65.4%	-5.9%
广告营销	-52.8%	-33.5%	-57.2%	-101.3%	52.4%	-47.2%
文化娱乐	-10.9%	-115.9%	-17.2%	-38.5%	-66.9%	-20.4%
互联网媒体	-28.5%	10.0%	4.7%	-56.9%	-227.6%	-2156.9%

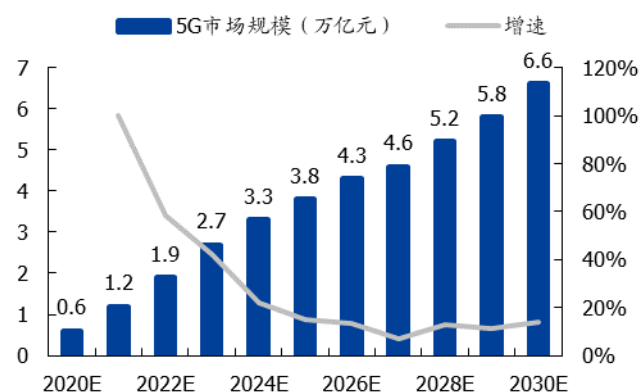
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: TMT 板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
<b>电子</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>56.8%</b>	<b>57.7%</b>	<b>53.7%</b>	<b>54.5%</b>
半导体	9.2%	8.7%	6.5%	6.4%	62.9%	60.1%	55.0%	56.2%
元器件	14.3%	14.4%	11.1%	10.9%	76.3%	76.0%	41.2%	42.6%
光学光电	4.5%	5.2%	5.2%	5.6%	38.9%	41.6%	54.7%	55.3%
消费电子	5.3%	4.7%	2.5%	2.2%	92.5%	90.6%	56.0%	57.0%
其他电子零组件 II	3.5%	4.1%	4.1%	4.5%	47.9%	51.9%	44.2%	42.7%
<b>通信</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.3%</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.1%</b>	<b>82.6%</b>	<b>82.1%</b>	<b>50.6%</b>	<b>51.9%</b>
电信运营 II	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	51.1%	51.1%	43.8%	44.1%
通信设备制造	11.3%	12.4%	4.2%	4.5%	113.5%	112.0%	57.4%	59.6%
增值服务 II	9.9%	9.9%	10.8%	11.6%	61.0%	58.0%	33.7%	31.8%
通讯工程服务	0.9%	2.6%	0.8%	2.1%	55.5%	56.0%	51.7%	54.4%
<b>计算机</b>	<b>3.4%</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>5.4%</b>	<b>46.4%</b>	<b>49.2%</b>	<b>46.4%</b>	<b>45.7%</b>
计算机设备	2.6%	4.5%	2.4%	4.0%	55.2%	56.9%	48.6%	49.6%
计算机软件	-2.0%	-0.2%	-2.1%	-0.2%	54.1%	55.9%	44.7%	44.9%
云服务	6.9%	7.5%	7.9%	8.5%	51.3%	54.1%	41.3%	39.1%
产业互联网	14.2%	14.8%	53.4%	51.2%	13.9%	16.5%	47.9%	42.9%
<b>传媒</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.6%</b>	<b>5.4%</b>	<b>6.2%</b>	<b>48.2%</b>	<b>49.1%</b>	<b>33.3%</b>	<b>34.0%</b>
媒体	6.3%	7.2%	11.2%	12.5%	37.9%	39.1%	32.4%	32.3%
广告营销	8.0%	9.3%	4.5%	5.3%	111.4%	106.3%	38.2%	39.3%
文化娱乐	-1.4%	-1.2%	-2.2%	-1.7%	43.7%	45.7%	32.8%	34.4%
互联网媒体	8.4%	9.1%	9.6%	10.1%	57.0%	57.2%	35.0%	36.4%

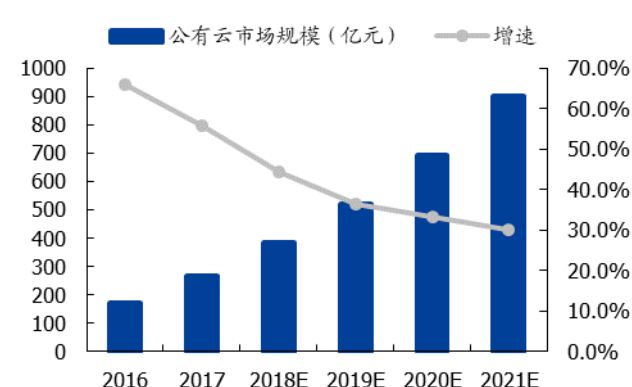
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 44: 中国 5G 市场规模发展空间巨大 (2020-2030E)



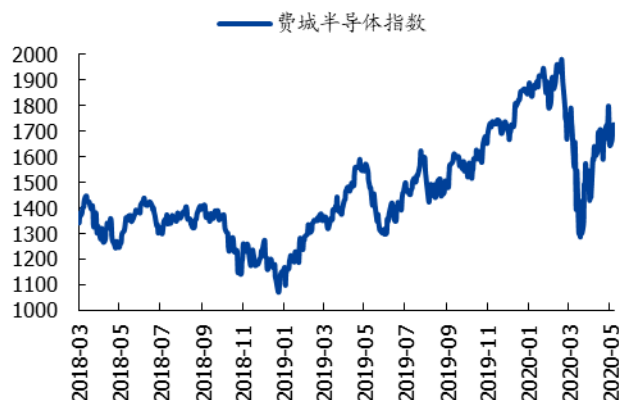
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: 未来 3-5 年时间国内公有云产业链仍有平均 50% 的增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 费城半导体指数 2020 年 4 月开始反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 47: 台湾半导体行业指数 2020 年 4 月开始反弹



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 金融：实际利率进一步下行，资本市场改革不断推进

银行 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为 5.5% 和 6.5% (2019Q3 为 7.1%)，连续两期下滑。同时受疫情的影响，宏观经济负面冲击较大，国内货币环境大幅宽松，2019 年 8 月以来 LPR 利率以及 10 年期国债利率持续下行，银行资产端收益率下行压力较大，未来银行净息差下行趋势较为确定，但速度可能较为缓慢。

非银行金融 2020Q1 和 2019Q4 的业绩增速分别为 -23.6% 和 68.3% (2019Q3 为 76.2%)；从细分行业来看，证券和保险行业增速较 2019 年四季度均有所放缓，多元金融有所改善。一季度市场整体活跃度提升，A 股成交金额以及融资融券成交金额均有所放量，但券商自营业务拖累整体业绩。近期市场整体流动性宽松，同时资本市场改革持续推进，包括再融资放松以及创业板注册制改革等，未来券商板块值得关注。

图表 48: 金融板块净利润增速

中信行业	净利润同比 (基于中证 800)			净利润同比 (基于全部 A 股)		
	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2020Q1	2019Q4	2019Q3
银行	5.5%	6.5%	7.1%	5.5%	6.5%	7.1%
非银行金融	-23.6%	68.3%	76.2%	-24.0%	65.6%	74.1%
证券 II	-23.1%	71.3%	65.1%	-23.8%	72.5%	69.1%
保险 II	-26.4%	70.4%	83.9%	-26.4%	70.4%	83.9%
多元金融	44.2%	-24.3%	11.4%	6.9%	-7.7%	8.9%
综合金融	-34.2%	46.4%	26.5%	-70.7%	-32.5%	1.4%

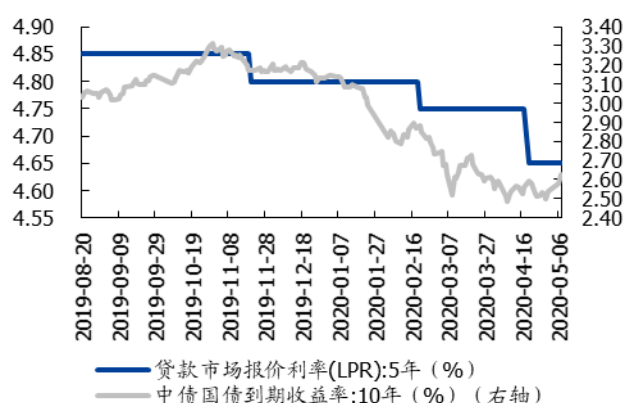
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 金融板块 ROE 水平 (基于中证 800)

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4	2020Q1	2019Q4
银行	10.7%	10.9%	33.7%	33.9%	2.6%	2.7%	91.8%	91.7%
非银行金融	9.2%	10.4%	9.9%	10.8%	14.2%	15.1%	84.7%	84.4%
证券 II	5.6%	6.4%	24.6%	26.9%	5.3%	5.8%	76.9%	75.7%
保险 II	13.0%	14.8%	8.1%	8.8%	18.7%	19.6%	88.4%	88.3%
多元金融	3.5%	2.7%	8.7%	6.9%	7.7%	7.5%	80.8%	80.9%
综合金融	14.1%	15.7%	53.4%	54.1%	11.7%	12.7%	55.8%	56.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 50: 2020Q1 LPR 利率及 10 年期国债利率均大幅下行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 51: 2020Q1 市场活跃度有所回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

宏观经济政策超预期波动, 海外市场动荡。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com