2020 年 09 月 05 日

策略研究团队

面向中报里的未来——2020 半年报深度分析

——投资策略专题

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **疫情中的“赢家”和“输家”**

疫情中的“赢家”是黄金、医药、互联网传媒这三大行业。能不能继续“赢”，很大程度上取决于疫情是否能得到控制，值得注意的是互联网传媒的业绩已经出现环比的变弱。**疫情中“输家”很多，但大部分已经在 2020Q2 出现业绩环比改善**，值得注意的是**航空运输、机场净利润**和营收都未能改善，而且在旅客数、吞吐量较 2019 年同期降幅较大（5 成和 9 成）的情况下，短期内都很难看到营业收入同比的改善，**从而可能面临较大的现金流风险；对酒店行业而言也是同样的道理，需要关注行业后续的筹资情况。**

● **后疫情时代，已经有行业着眼未来**

在应对疫情冲击上，行业之间出现明显的分化，一些行业“疲于拆招”，另一些行业已经“未雨绸缪”，开始为未来做准备，**从经营、负债、当期投资的三个维度，**我们发现**农林牧渔**是具有最明显投资扩张特征的行业，**交通运输、医药生物、建筑材料、电子**满足经营驱动和负债驱动两个维度；**化工**满足负债和当期投资两个维度。**对投资行为的识别对市场的意义在于：一方面，这种行为可能说明了从企业视角来看，对行业未来的增长前景比较乐观；另一方面，当期的投资也将成为下一期业绩的保障。**

● **不少赛道中，出现了抢跑的“好马”**

疫情所带来的外生冲击可能加速了行业的出清，成为了行业龙头巩固自身地位的窗口期。我们计算了按行业资本开支大小排名的 CR4 和 CR8，以及按营业收入大小排名的 CR4 和 CR8，4 个维度指示了几乎一致的结论：**农林牧渔、化工、家用电器、轻工制造、房地产、休闲服务、计算机、通信出现了资本开支的集中度提升，意味着上述行业的龙头在未来更加具有竞争力，成为赛道中的“良驹”。**其中，**农林牧渔和通信**的集中度最高，分别达到了 70%与 80%以上，行业格局已经相对稳固，龙头形成了绝对的优势。

● **站在当下看未来，性价比的均衡**

短期业绩是对长期不变增长率预期的起点，当期业绩相对历史较好，意味着目前越匹配市场（甚至高于）对未来增长的要求，而价格隐含的增长率越低，业绩改善所带来的股价弹性就越大，因此，第一象限中是静态来看最具有性价比的行业。我们发现：**建材、钢铁、公用事业、农林牧渔**的业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高。

站在当下看未来，我们结合前两节的分析对企业短期业绩进行调整，从投资扩张的角度来看，**国防军工和交通运输都有望性价比提升。**从资本开支集中度的角度来看，**化工、家用电器、轻工制造、房地产、休闲服务、计算机、通信行业的龙头在未来的业绩改善中都具有提升性价比的可能。**

● **风险提示：**统计误差。

相关研究报告

《投资策略专题-性与价的均衡——2020 中报点评》-2020.8.31

《投资策略专题-开源金股，9 月推荐》-2020.8.31

《投资策略周报-顺周期确立，PB/ROE 回归》-2020.8.30

目 录

1、 疫情中的“赢家”和“输家” 4
1.1、 疫情造就黄金、医药、互联网是“三大赢家” 4
1.2、 “输家”的沉沦与逆袭 6
1.2.1、 受损行业大部分修复，航空运输、机场处困境 6
1.2.2、 受损时，销售净利率是最大拖累，修复时，经营杠杆提升是必要条件 7
1.2.3、 现金流风险预警：酒店、航空及机场 9
2、 “后疫情”时代，谁在抢跑 11
2.1、 三个层次识别即将扩张的“赛道” 11
2.2、 从资本开支集中度挑选未来的“好马” 15
3、 性价比的均衡 16
3.1、 对中报业绩的认识总结 16
3.2、 站在当下看未来，而非站在未来看未来 17
4、 风险提示 18

图表目录

图 1: 黄金毛利率提升而期间费用率下降 5
图 2: 金价在上半年高增，成为业绩高增的核心变量 5
图 3: 化学制药总资产周转率在 Q1 下滑，Q2 回升 5
图 4: 化学制药毛利率与期间费用 Q2 齐降 5
图 5: 医疗器械毛利率提升而期间费用率下降 6
图 6: 互联网传媒销售毛利率及期间费用齐降 6
图 7: 从净利润和营收两个维度衡量，大部分行业 Q2 相对于 Q1 改善 6
图 8: 截止 2020.06，民航客运量同比减少 5 成 7
图 9: 截止 2020.06，主要机场旅客吞吐量同比减少 8 成 7
图 10: 三个时间维度对比，杜邦分解最大拖累/贡献项 8
图 11: 经营性现金流在 2020H1 的流入、流出同比 11
图 12: 销售/购买商品在 2020H1 的流入、流出同比 12
图 13: 存货、营收在 2020H1 的流入、流出同比 12
图 14: 无息负债与带息负债 2020H1 同比 13
图 15: 短期借款与长期借款 2020H1 同比 13
图 16: 化工在建工程增速提升 14
图 17: 机械设备在建工程、固定资产投资增速均升 14
图 18: 家用电器在建工程、固定资产增速转正 14
图 19: 建筑装饰在建工程高增 14
图 20: 农林牧渔在建工程、固定资产投资增速均升 14
图 21: 公用事业在建工程、固定资产投资增速均升 14
图 22: 三个层次识别扩张的赛道 15
图 23: 按资本开支大小排序计算的资本开支 CR4/CR8 16
图 24: 按营业收入大小排序计算的资本开支 CR4/CR8 16
图 25: 性价比的均衡 18

表 1： ROE(TTM)持续恶化的部分行业，毛利率与期间费用已经有所改善 9
表 2： 2020H1 营收未修复的行业，现金流情况概览 10

我们在此前的报告《性与价的均衡》中对中报进行了简评，二季度上市公司业绩全面回暖，确认疫情所带来的“至暗时刻”已经过去。值得注意的是：从一季度一致的“差”，到二季度不同的“好”，上市公司在应对疫情和“疫”后修复中产生了分化。在过去 4 个月的业绩真空期之中，预期的演绎已造成了市场的深刻变化，对板块之间盈利差异的认知及定价的讨论越来越多，中报出炉为这种分歧的讨论提供了更加坚实的基础，我们在本篇报告中，将更加细致地讨论以下三个问题：

第一，疫情对各行业经营活动的影响，到目前为止经历了怎样的变化。具体而言，“受益”于疫情的行业是否能够持续，而在疫情中“受损”的行业修复情况如何，未来怎样展望；

第二，疫情之后，是否存在行业格局的改变，我们将结合上市公司的经营、负债和投资行为来分析这一问题；

第三，最重要的问题是如何去认知“性”与“价”的均衡，当前市场中是否存在“性”与“价”的不匹配，从而将带来的机会和风险如何。

1、 疫情中的“赢家”和“输家”

1.1、 疫情造就黄金、医药、互联网是“三大赢家”

从成长能力和盈利能力两个维度衡量，共 16 个行业业绩向好。我们以归母净利润增速来衡量成长能力，以 ROE(TTM)来衡量盈利能力，从两个层次筛选：第一，上述两个指标在 2020Q1 及 2020H1 不低于 2019 年同期，从在 104 个细分行业中筛选出黄金、玻璃制造、饲料、农产品加工、化学制药、半导体、互联网传媒等 7 个行业；第二，由于归母净利润增速的波动性较大，要求两个报告期增速均高于 2019 年同期较为严格，我们进一步放宽对归母净利润增速的要求，改为满足 2020H1 高于 2019H1，筛选出电源设备、航天装备、其它交运设备、畜禽养殖、医疗器械、水务、航运、其他电子、电子制造共 9 个细分行业。以上两种标准共筛选出 16 个业绩向好的行业，但业绩向好可能并非来源于疫情，需要结合宏观环境及行业基本面来判断。

我们发现上述的大部分行业业绩高增长并不直接来源于疫情，分为三种原因：（1）行业自身处于景气周期，疫情不产生决定性影响：电源设备、航天装备、其它交运设备、水务并不直接受疫情影响，且本身行业处于景气上行周期中，农业中的饲料、畜禽养殖及农产品加工是来源于猪周期和糖周期开启向上节点；**（2）来源于往年基数低：**电子中的半导体、其他电子、电子制造业绩高增主要来源于 2019 年发生大量的并购；**（3）受益于上半年历史低位的大宗商品价格：**而玻璃制造主要受益于成本端纯碱及原油价格均处于历史地位，同样的，航运也受益于原油价格低点所带来的囤油需求，叠加全球航运运力收缩带来的运价上涨因素；业绩保持高速增长。

业绩向好的行业中，仅黄金、部分化学制剂、医疗器械、互联网传媒直接受益于疫情，疫情对业绩的正面影响能否持续取决于核心变量是否发生改变：

（1）黄金：受益于全球各国为对冲疫情损失所进行的货币宽松，流动性泛滥下金价上涨，2020 年上半年 SHFE 黄金均价为 371.44 元/克，同比上涨 28.3%，直接提升黄金生产企业的毛利率，**金价是黄金行业业绩高增的核心因素；**

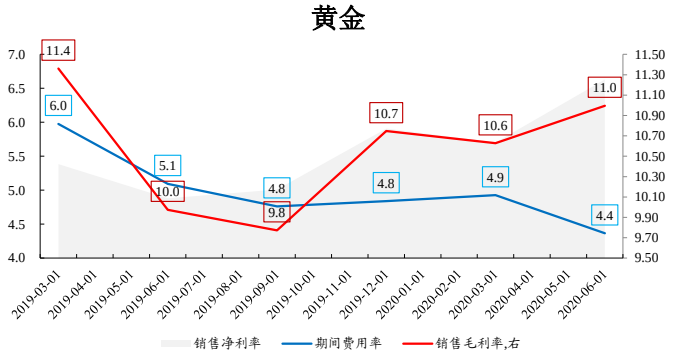
（2）化学制剂：部分化学制剂公司受益于疫情下对新冠检测试剂盒的需求（如丽珠集团），但大部分公司实际上受到疫情中医院诊疗和手术的放缓影响，销售减少、

业绩受损，后续需观察**疫情后日常的用药需求是否能快速释放（总资产周转率），同时疫情时下降的期间费用率是否能维持较低的位置；**

（3）医疗器械：行业龙头受益于新冠疫情对相关器械的需求，尤其是海内外疫情的不同步催生了行业龙头在海外市场取得较大突破（如迈瑞医疗、健帆生物、东富龙、英科医疗等[1]），**业绩持续性因子在于海外疫情控制情况，反应到财务指标上则为是否能够持续保证高毛利和低期间费用率；**

（4）互联网传媒：疫情带来“宅经济”的兴起，在线阅读、视频网站和游戏均有较高的增长，**疫情在海内外的不同步和持续反复将有益于行业的业绩增长，另外，“宅经济”是否成为一种持续性的消费习惯从而提高互联网传媒行业的业绩中枢，为目前不可量化的因素，我们认为能够观测的指标是随着疫情得到控制，线下的娱乐消费逐渐回暖，互联网传媒行业在 2020H1 的销售净利率相比 2020Q1 已经收窄。**

图1：黄金毛利率提升而期间费用率下降



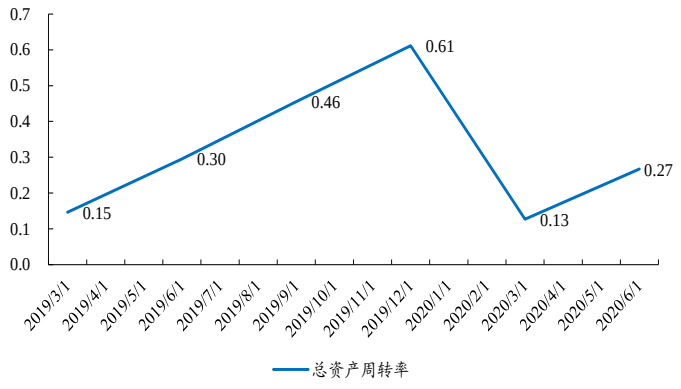
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：金价在上半年高增，成为业绩高增的核心变量



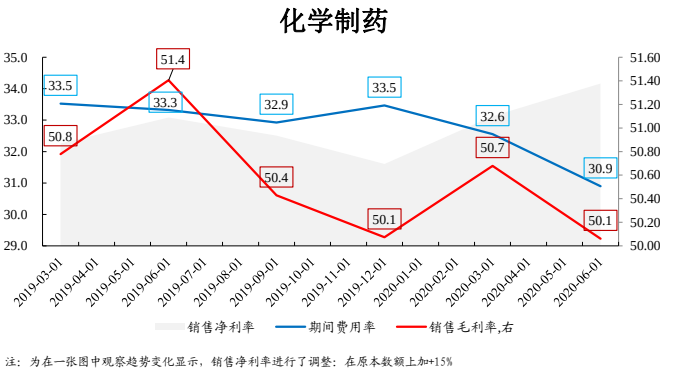
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：化学制药总资产周转率在 Q1 下滑，Q2 回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

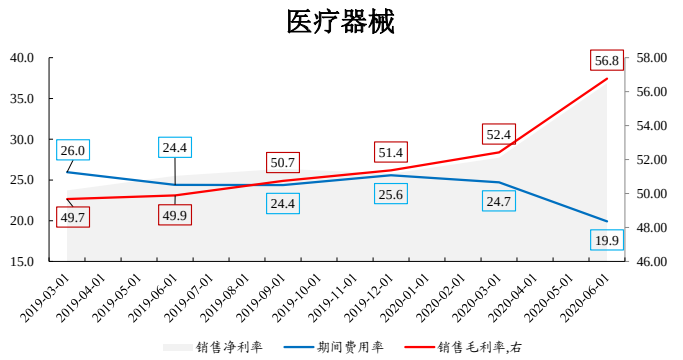
图4：化学制药毛利率与期间费用 Q2 齐降



数据来源：Wind、开源证券研究所

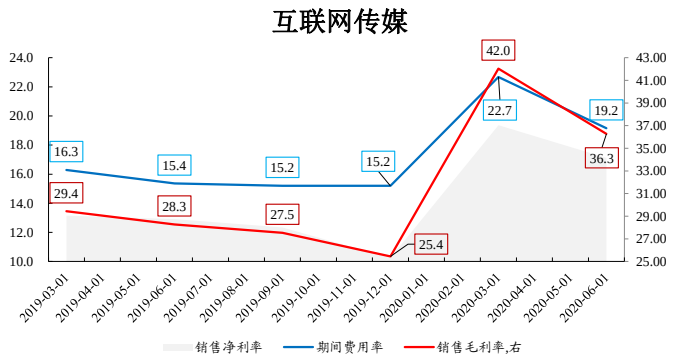
[1] 以上公司及个股仅为举例说明疫情对行业所产生的正面作用，并不构成推荐。

图5：医疗器械毛利率提升而期间费用率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：互联网传媒销售毛利率及期间费用齐降



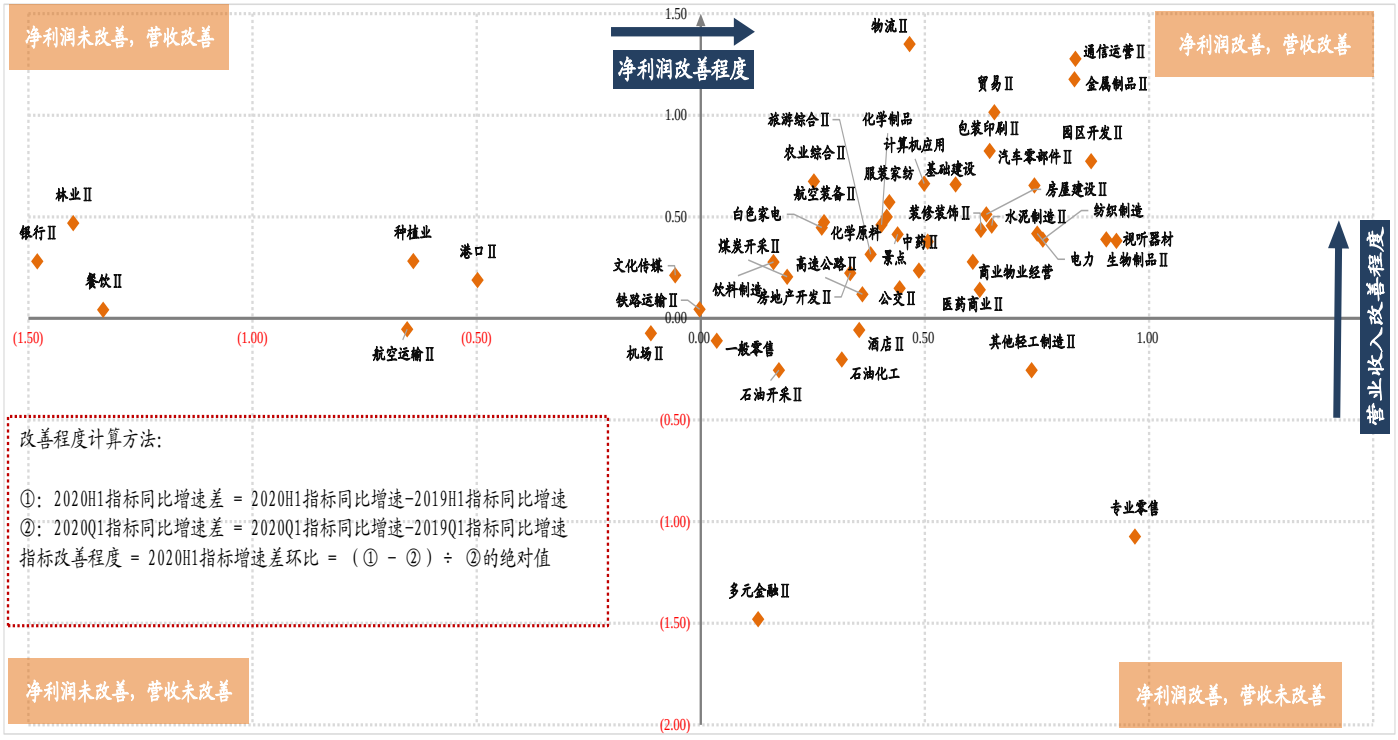
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 “输家”的沉沦与逆袭

1.2.1、 受损行业大部分修复，航空运输、机场处困境

与上文同样的，我们依然**从成长能力和盈利能力两个维度衡量，共 49 个行业业绩受损较为严重。**受损行业的筛选标准为：归母净利润增速、ROE(TTM)两个指标在 2020Q1 及 2020H1 低于 2019 年同期。我们从净利润和营收两个角度，来观察 2020Q2 相对于 2020Q1 的改善情况。

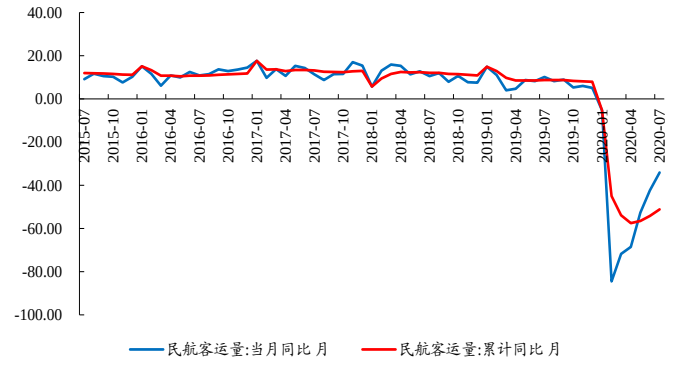
图7：从净利润和营收两个维度衡量，大部分行业 Q2 相对于 Q1 改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

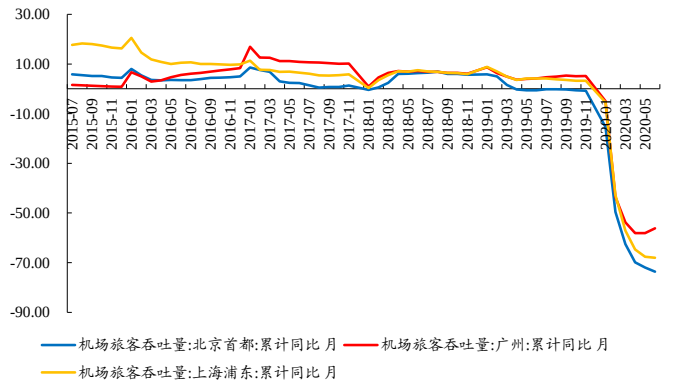
大部分行业营收、净利润同步改善，但航空运输、机场的营收和净利润在 2020Q2 仍然继续与 2019 年同期拉大差距。从民航局公布的客运量来看，截止 7 月份航空旅客运输量累计同比较去年同期为-51%，疫情所导致的出行计划取消仍然对航空公司收入造成严重影响；而机场的收入中，不仅航空性收入直接与航空旅客流量相关，非航空性收入（广告位租金、免税店租金）也依赖于机场人流量，在人流量目前还与 2019 年同期差距较大的情况下，到期租金合同仍然有下降的风险。

图8：截止 2020.06，民航客运量同比减少 5 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：截止 2020.06，主要机场旅客吞吐量同比减少 8 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、 受损时，销售净利率是最大拖累，修复时，经营杠杆提升是必要条件

为了回答受损行业的修复能否持续、未修复的行业何时能够开始修复的问题，我们对受损行业的 ROE 进行杜邦分解后，采用连环替代法分析对三因素中对 ROE 拖累最严重的因子和贡献最大的因子。

从 2020H1 相较于 2019H1、2020Q1 相较于 2019Q1 的情况来看，销售净利率的下滑都是最为普遍的拖累项，资产周转率次之。销售净利率在一季度下滑很容易理解：生产经营活动停滞，但相关的折旧摊销、人工费用却不会停止计算，因此在产品和销量大量减少的情况下，单位生产成本和单位期间费用都在上升，从而挤占了利润空间。**生物制品、电力、饮料制造、光学光电子、园区开发的最大拖累项为资产周转率，上半年整体销售净利率反而有所上升，控本降费能力突出。**

加财务杠杆可以抵挡冲击，加经营杠杆才能走出困境。比较 2020H1 与 2020Q1，ROE 环比改善的有 16 个行业，其中 9 个依赖销售净利率改善，5 个行业最大贡献项为资产周转率，2 个行业以权益乘数为最大贡献项。**我们在一季报点评《逆生的力量》中分析，一季度大多数行业面临突如其来的外生冲击，都加了财务杠杆，“加财务杠杆”是面临困境最简单有效的选择，但就上半年较一季度的环比改善来看，ROE 的提升更多还是来源于经营杠杆的提升。**

经营杠杆持续恶化的行业，超过一半销售毛利率已经回升，但两点因素制约了行业的修复：一是一季度的销售利润率下滑幅度太大，对 ROE(TTM)的影响难以在后一个季度完全消除，另外一方面，部分行业的期间费用率仍未得到有效控制。**但中药、石油开采、石油化工、一般零售、餐饮毛利率与期间费用率已经在环比改善。**

图10：三个时间维度对比，杜邦分解最大拖累/贡献项

2020H1相较2019H1杜邦分析中最大拖累项比较

行业	ROE（20H1-19H1）	权益乘数贡献	资产周转率贡献	销售净利率贡献	最大拖累项
中药Ⅱ	(4.1)	0.2	(0.1)	(4.2)	销售净利率
生物制品Ⅱ	(1.3)	(0.4)	(1.2)	0.4	资产周转率
医药商业Ⅱ	(2.6)	0.4	(0.5)	(2.5)	销售净利率
餐饮Ⅱ	(15.1)	(0.9)	4.6	(18.8)	销售净利率
港口Ⅱ	(1.2)	(0.1)	(0.6)	(0.6)	资产周转率
电力	(0.6)	(0.3)	(0.5)	0.3	资产周转率
农业综合Ⅱ	(2.4)	0.5	(2.1)	(0.7)	资产周转率
种植业	(3.7)	0.2	0.4	(4.2)	销售净利率
林业Ⅱ	(3.0)	0.0	0.2	(3.2)	销售净利率
景点	(6.0)	(0.3)	(1.5)	(4.2)	销售净利率
酒店Ⅱ	(4.4)	(0.1)	(0.5)	(3.8)	销售净利率
旅游综合Ⅱ	(13.2)	(0.0)	0.1	(13.3)	销售净利率
饮料制造	(1.3)	(0.8)	(2.0)	1.4	资产周转率
文化传媒	(1.4)	(0.1)	0.4	(1.6)	销售净利率
计算机应用	(3.5)	0.0	0.1	(3.5)	销售净利率
通信运营Ⅱ	(0.6)	(0.1)	0.1	(0.6)	销售净利率
多元金融Ⅱ	(3.7)	(0.1)	0.4	(4.0)	销售净利率
银行Ⅱ	(2.0)	(0.2)	(0.5)	(1.3)	销售净利率
机场Ⅱ	(6.9)	0.1	(1.3)	(5.6)	销售净利率
铁路运输Ⅱ	(7.3)	0.4	(4.7)	(3.0)	资产周转率
高速公路Ⅱ	(6.5)	0.3	(1.2)	(5.7)	销售净利率
公交Ⅱ	(6.9)	(0.0)	(0.2)	(6.7)	销售净利率
航空运输Ⅱ	(15.2)	(0.6)	3.8	(18.3)	销售净利率
物流Ⅱ	(3.7)	0.6	0.5	(4.8)	销售净利率
光学光电子	1.2	0.0	(0.0)	1.2	资产周转率
房地产开发Ⅱ	(2.5)	0.3	(0.2)	(2.6)	销售净利率
园区开发Ⅱ	(0.4)	0.1	(1.5)	1.0	资产周转率
房屋建设Ⅱ	(0.3)	0.2	0.2	(0.7)	销售净利率
水泥制造Ⅱ	(5.4)	3.5	(4.7)	(4.2)	资产周转率
装修装饰Ⅱ	(3.5)	0.0	(0.5)	(3.0)	销售净利率
基础建设	(1.1)	0.1	(0.2)	(1.0)	销售净利率
石油化工	(6.7)	0.0	(0.1)	(6.6)	销售净利率
化学原料	(4.5)	0.1	(0.4)	(4.1)	销售净利率
石油开采Ⅱ	(5.4)	(0.0)	0.1	(5.4)	销售净利率
煤炭开采Ⅱ	(1.8)	0.1	(0.2)	(1.7)	销售净利率
其他采掘Ⅱ	(5.6)	(1.4)	(0.6)	(3.6)	销售净利率
化学制品	(10.1)	(0.0)	0.1	(10.2)	销售净利率
纺织制造	(1.5)	(0.4)	0.1	(1.2)	销售净利率
服装家纺	(3.3)	0.5	0.2	(4.0)	销售净利率
白色家电	(3.9)	(0.7)	(2.0)	(1.2)	资产周转率
包装印刷Ⅱ	(1.3)	0.0	(0.4)	(1.0)	销售净利率
专业零售	(1.1)	0.2	(0.3)	(1.0)	销售净利率
商业物业经营	(2.1)	(0.1)	(0.5)	(1.5)	销售净利率
贸易Ⅱ	(1.3)	1.4	0.4	(3.0)	销售净利率
其他轻工制造Ⅱ	(5.4)	(0.3)	(1.8)	(3.4)	销售净利率
一般零售	(4.0)	0.2	(0.5)	(3.7)	销售净利率
金属制品Ⅱ	(3.8)	0.1	(0.3)	(3.5)	销售净利率
汽车零部件Ⅱ	(2.5)	0.1	(0.1)	(2.5)	销售净利率
航空装备Ⅱ	(2.8)	(0.1)	(0.1)	(2.6)	销售净利率

2020Q1相较2019Q1杜邦分析中最大拖累项比较

行业	ROE（20Q1-19Q1）	权益乘数贡献	资产周转率贡献	销售净利率贡献	最大拖累项
中药Ⅱ	(4.2)	0.1	0.1	(4.3)	销售净利率
生物制品Ⅱ	(0.8)	(0.2)	(0.5)	(0.0)	资产周转率
医药商业Ⅱ	(2.6)	0.4	(0.2)	(2.8)	销售净利率
餐饮Ⅱ	(10.8)	(0.2)	1.5	(12.2)	销售净利率
港口Ⅱ	(0.1)	(0.2)	(0.5)	0.6	资产周转率
电力	(1.3)	(0.2)	(0.4)	(0.7)	销售净利率
农业综合Ⅱ	(2.3)	0.2	(4.5)	2.0	资产周转率
种植业	(3.2)	0.1	0.7	(4.1)	销售净利率
林业Ⅱ	(0.2)	(0.2)	0.3	(0.3)	销售净利率
景点	(2.7)	(1.1)	(1.9)	0.3	资产周转率
酒店Ⅱ	(2.2)	(0.3)	(0.6)	(1.2)	销售净利率
旅游综合Ⅱ	(11.7)	0.0	(0.2)	(11.6)	销售净利率
饮料制造	(1.0)	(0.2)	(2.1)	1.3	资产周转率
文化传媒	(0.1)	(0.1)	0.1	(0.1)	销售净利率
计算机应用	(2.8)	0.0	0.0	(2.8)	销售净利率
通信运营Ⅱ	(0.9)	0.0	(0.0)	(0.9)	销售净利率
多元金融Ⅱ	(2.1)	(0.2)	0.3	(2.2)	销售净利率
银行Ⅱ	(1.3)	(0.3)	(0.6)	(0.4)	资产周转率
机场Ⅱ	(3.2)	(0.0)	(0.9)	(2.2)	销售净利率
铁路运输Ⅱ	(5.4)	0.4	(3.7)	(2.1)	资产周转率
高速公路Ⅱ	(5.1)	0.2	(1.0)	(4.4)	销售净利率
公交Ⅱ	(7.9)	0.0	(0.2)	(7.8)	销售净利率
航空运输Ⅱ	(9.1)	(0.3)	0.9	(9.6)	销售净利率
物流Ⅱ	(4.1)	0.4	0.2	(4.7)	销售净利率
光学光电子	0.8	0.0	(0.0)	0.9	资产周转率
房地产开发Ⅱ	(1.5)	0.3	0.1	(1.9)	销售净利率
园区开发Ⅱ	(1.1)	0.3	(1.7)	0.4	资产周转率
房屋建设Ⅱ	(0.9)	(0.2)	0.3	(1.0)	销售净利率
水泥制造Ⅱ	(5.8)	3.0	(5.0)	(3.8)	资产周转率
装修装饰Ⅱ	(4.0)	0.1	(0.5)	(3.5)	销售净利率
基础建设	(1.1)	0.0	(0.3)	(0.8)	销售净利率
石油化工	(5.2)	0.1	(0.3)	(4.9)	销售净利率
化学原料	(5.0)	0.0	(0.6)	(4.4)	销售净利率
石油开采Ⅱ	(2.6)	0.1	(0.1)	(2.6)	销售净利率
煤炭开采Ⅱ	(1.6)	(0.2)	(0.0)	(1.3)	销售净利率
其他采掘Ⅱ	(6.4)	(1.5)	(0.9)	(4.0)	销售净利率
化学制品	(9.2)	(0.0)	(0.1)	(9.2)	销售净利率
纺织制造	(1.3)	(0.5)	0.3	(1.1)	销售净利率
服装家纺	(4.6)	0.5	0.1	(5.2)	销售净利率
白色家电	(2.0)	(0.8)	(2.0)	0.8	资产周转率
包装印刷Ⅱ	(0.9)	(0.1)	(0.7)	(0.2)	资产周转率
专业零售	(3.4)	0.4	(0.2)	(3.6)	销售净利率
商业物业经营	(2.4)	(0.1)	(0.2)	(2.1)	销售净利率
贸易Ⅱ	(2.9)	1.0	0.5	(4.3)	销售净利率
其他轻工制造Ⅱ	(5.5)	(0.3)	(1.2)	(4.0)	销售净利率
一般零售	(3.8)	0.1	(0.4)	(3.5)	销售净利率
金属制品Ⅱ	(5.2)	0.1	(0.2)	(5.0)	销售净利率
汽车零部件Ⅱ	(3.5)	0.1	(0.3)	(3.3)	销售净利率
航空装备Ⅱ	(2.1)	(0.1)	(0.0)	(1.9)	销售净利率

2020H1相较2020Q1杜邦分析中最大贡献项比较

行业	20H1-20Q1	权益乘数贡献	资产周转率贡献	销售净利率贡献	最大贡献项
水泥制造Ⅱ	1.0	0.0	1.7	(0.6)	资产周转率
电力	1.0	(0.0)	0.0	1.0	销售净利率
贸易Ⅱ	0.9	0.5	(0.2)	0.6	销售净利率
农业综合Ⅱ	0.8	0.2	0.2	0.4	销售净利率
金属制品Ⅱ	0.6	0.0	(0.0)	0.7	销售净利率
园区开发Ⅱ	0.5	0.1	(0.4)	0.8	销售净利率
物流Ⅱ	0.5	0.2	0.2	0.1	权益乘数
房屋建设Ⅱ	0.5	0.4	0.3	(0.2)	权益乘数
公交Ⅱ	0.4	0.0	(0.1)	0.4	销售净利率
通信运营Ⅱ	0.4	(0.0)	0.0	0.3	销售净利率
饮料制造	0.2	(0.6)	0.6	0.3	资产周转率
种植业	0.2	0.0	(0.1)	0.2	销售净利率
其他轻工制造Ⅱ	0.1	0.0	(0.1)	0.2	销售净利率
航空装备Ⅱ	0.0	(0.0)	0.1	(0.1)	资产周转率
装修装饰Ⅱ	0.0	(0.1)	(0.0)	0.1	销售净利率
光学光电子	0.0	(0.0)	0.0	0.0	资产周转率
基础建设	(0.0)	0.2	0.1	(0.4)	权益乘数
其他采掘Ⅱ	(0.1)	(0.2)	0.1	0.0	资产周转率
医药商业Ⅱ	(0.1)	0.1	(0.2)	0.0	权益乘数
计算机应用	(0.1)	(0.0)	0.1	(0.1)	资产周转率
汽车零部件Ⅱ	(0.1)	0.0	0.0	(0.2)	权益乘数
生物制品Ⅱ	(0.2)	(0.2)	(0.4)	0.4	销售净利率
服装家纺	(0.3)	0.0	0.1	(0.4)	资产周转率
煤炭开采Ⅱ	(0.4)	0.1	(0.0)	(0.4)	权益乘数

行业	20H1-20Q1	权益乘数贡献	资产周转率贡献	销售净利率贡献	最大贡献项
纺织制造	(0.4)	0.0	(0.3)	(0.1)	权益乘数
港口Ⅱ	(0.4)	0.1	(0.3)	(0.2)	权益乘数
一般零售	(0.5)	0.0	(0.1)	(0.4)	权益乘数
商业物业经营	(0.5)	(0.0)	(0.2)	(0.3)	权益乘数
房地产开发Ⅱ	(0.6)	0.2	(0.1)	(0.7)	权益乘数
专业零售	(0.6)	0.0	(0.1)	(0.5)	权益乘数
银行Ⅱ	(0.8)	0.2	(0.1)	(0.9)	权益乘数
包装印刷Ⅱ	(0.8)	(0.0)	0.3	(1.1)	资产周转率
中药Ⅱ	(0.8)	0.0	(0.2)	(0.7)	权益乘数
化学制品	(1.1)	(0.0)	0.0	(1.1)	资产周转率
多元金融Ⅱ	(1.2)	0.0	0.1	(1.3)	资产周转率
化学原料	(1.3)	0.1	(0.0)	(1.4)	权益乘数
白色家电	(1.4)	0.2	(0.4)	(1.2)	权益乘数
文化传媒	(1.6)	(0.0)	0.1	(1.7)	资产周转率
高速公路Ⅱ	(1.7)	0.2	(0.3)	(1.6)	权益乘数
铁路运输Ⅱ	(1.8)	0.2	(1.4)	(0.6)	权益乘数
林业Ⅱ	(2.1)	(0.0)	0.3	(2.4)	资产周转率
旅游综合Ⅱ	(2.2)	(0.0)	0.1	(2.2)	资产周转率
酒店Ⅱ	(2.4)	0.0	(0.3)	(2.1)	权益乘数
石油化工	(2.5)	0.0	(0.1)	(2.5)	权益乘数
石油开采Ⅱ	(2.7)	(0.0)	0.1	(2.8)	资产周转率
机场Ⅱ	(3.6)	0.1	(0.7)	(3.0)	权益乘数
景点	(3.8)	0.1	(0.8)	(3.0)	权益乘数
餐饮Ⅱ	(5.6)	(0.4)	1.9	(7.2)	资产周转率
航空运输Ⅱ	(6.5)	(0.6)	2.0	(7.9)	资产周转率

数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：ROE(TTM)持续恶化的部分行业，毛利率与期间费用已经有所改善

		销售毛利率		期间费用汇总
	行业	2020Q1-2019Q1	2020H1-2020Q1	2020H1-2020Q1
毛利率仍在降低	机场Ⅱ	-40.10	-12.44	1.03
	酒店Ⅱ	-69.57	-7.98	-12.73
	航空运输Ⅱ	-34.46	-2.89	0.19
	多元金融Ⅱ	-6.81	-2.72	0.24
	化学原料	-2.73	-2.02	-2.12
	房地产开发Ⅱ	-2.21	-1.63	-2.96
	汽车零部件Ⅱ	-0.57	-0.80	-1.06
	煤炭开采Ⅱ	-2.79	-0.77	-0.31
	服装家纺	-12.59	-0.68	-2.12
	专业零售	-0.47	-0.26	-0.39
	基础建设	-0.67	-0.07	-1.24
期间费用形成拖累	化学制品	-1.27	0.11	-1.18
	中药Ⅱ	-3.12	0.20	1.04
	石油开采Ⅱ	-4.10	0.60	0.33
	文化传媒	-3.63	0.65	-0.57
	白色家电	-3.73	0.85	-0.56
	包装印刷Ⅱ	-2.20	1.01	-0.40
	商业物业经营	-4.34	1.30	-3.18
	一般零售	1.20	1.51	1.33
	计算机应用	-1.30	1.57	-2.29
	餐饮Ⅱ	-55.07	3.35	0.80
	林业Ⅱ	-13.05	3.53	-6.05
	旅游综合Ⅱ	-5.53	3.99	-5.41
	石油化工	-6.68	5.05	0.75
	高速公路Ⅱ	-46.61	14.76	-7.56
	景点	-70.30	32.33	-23.49

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.3、 现金流风险预警：酒店、航空及机场

2020 年已过半，营业收入仍未发生修复的行业，可能面临现金流的风险。从图 7 中我们看到，**航空运输、机场、酒店、石油开采、石油化工、多元金融、一般零售、专业零售、其他轻工制造**这 9 个行业在上半年都没有能够实现营业收入的修复，而营业收入是经营性现金流的重要来源，为弥补受疫情冲击造成的经营现金流短缺以上行业除专业零售外都进行了较大规模的筹资活动。

酒店行业依然存在较大的经营现金流缺口，风险较大。我们发现，在 2019 年 H1，酒店行业的筹资与投资现金流为负，但是其经营现金流为正，满足了日常经营需要。然而 2020H1，酒店行业由于遭受到疫情冲击，经营现金流转负，尽管筹资现金流流出大幅减少（在 2020Q1 为净流入），依然存在现金流缺口，尽管净利润相较 Q1 已经得到改善，但由于营收下滑所带来的现金流风险仍然不可忽视。但考虑到较好的品牌信用背书以及集团资源能力禀赋，部分龙头企业已于近期开始获得融资。因此，

需要密切关注酒店行业中公司的后续融资情况。[2]

航空运输业进行了大量筹资活动，将使得在未来存在较大还本付息压力。相较之下，航空运输行业的筹资力度远大于酒店，在经营现金流大幅下降之时，行业进行了大量融资，一改往期筹资现金流净流出的情况，同时收缩对外投资活动来弥补经营现金流短缺（汇率波动带来的现金流变化体量相对较小，对经营现金流改善有限）。**在营业收入持续承压的背景下，经营性回款短期之内难以回归正常，而同时由于本次为应对疫情所进行筹资行为又在未来造成了较大的本付息压力。**

零售行业的现金流改善情况取决于下游消费复苏进程，我们在前期的中报点评中提到消费出现“两头好，中间差”的特征，修复依然较为缓慢。受益于特殊的商业模式，一般零售行业在 2020Q1 维持了最高的经营现金流净流入，然而相较 2019Q1 依然遭到了巨幅下滑。随着各种限流，限时措施的取消，二季度净利润得到改善，经营现金流也有所恢复，然而受消费复苏较慢影响，零售行业整体上复苏进程偏慢，

石油石化行业有望随经济复苏发生营收的改善，经营性现金流有转好动力。同样进行了大量筹资活动的行业还有石油开采与石油化工，但相较于 2020Q1，2020H1 经营现金流改善幅度较大。我们同样可以发现石油开采与石油化工行业经营现金流的改善的同时，对外投资活动也在进行，并且筹资现金流也在大幅减少，这可能反应了行业本身对未来的经营改善有较高的信心。我们认为随着经济复苏的持续，下半年营收改善程度有望转正，石油开采与石油化工的现金流复苏将持续。

表2：2020H1 营收未修复的行业，现金流情况概览

2020H1-2019H1			
筹资现金流（亿元）			
行业	2020H1	2019H1	2020H1-2019H1
专业零售	73.65	110.90	-37.25
其他轻工制造Ⅱ	0.28	-1.11	1.38
一般零售	30.43	15.57	14.86
机场Ⅱ	-2.07	-18.85	16.78
酒店Ⅱ	-3.49	-26.38	22.89
多元金融Ⅱ	189.05	156.24	32.82
石油开采Ⅱ	342.86	14.50	328.37
石油化工	674.26	-74.10	748.36
航空运输Ⅱ	728.30	-334.85	1063.16
投资现金流（亿元）			
行业	2020H1	2019H1	2020H1-2019H1
石油化工	-821.02	-499.77	-321.25
多元金融Ⅱ	-84.10	81.56	-165.67
酒店Ⅱ	-5.77	-2.44	-3.32
其他轻工制造Ⅱ	-0.41	-1.02	0.61
机场Ⅱ	0.19	-26.95	27.14
一般零售	-29.99	-60.08	30.09
专业零售	-54.30	-94.74	40.44
航空运输Ⅱ	-110.07	-170.68	60.61
石油开采Ⅱ	-1125.42	-1326.27	200.85
经营现金流（亿元）			
行业	2020H1	2019H1	2020H1-2019H1
航空运输Ⅱ	-300.89	492.10	-793.00
石油开采Ⅱ	807.60	1364.38	-556.78
多元金融Ⅱ	-788.30	-256.83	-531.47
机场Ⅱ	0.53	44.17	-43.64
一般零售	37.39	80.10	-42.71
酒店Ⅱ	-17.39	13.73	-31.12
其他轻工制造Ⅱ	1.39	1.51	-0.12
石油化工	366.07	344.66	21.41
专业零售	-34.73	-88.24	53.51

2020H1-2020Q1			
筹资现金流（亿元）			
行业	2020H1	2020Q1	2020H1-2020Q1
石油化工	674.26	1010.68	-336.42
石油开采Ⅱ	342.86	582.47	-239.61
多元金融Ⅱ	189.05	207.60	-18.54
一般零售	30.43	37.82	-7.39
酒店Ⅱ	-3.49	1.52	-5.01
机场Ⅱ	-2.07	-0.32	-1.75
其他轻工制造Ⅱ	0.28	0.06	0.22
专业零售	73.65	9.38	64.26
航空运输Ⅱ	728.30	397.05	331.25
投资现金流（亿元）			
行业	2020H1	2020Q1	2020H1-2020Q1
石油化工	-821.02	-170.15	-650.88
石油开采Ⅱ	-1125.42	-511.10	-614.32
航空运输Ⅱ	-110.07	-53.22	-56.85
多元金融Ⅱ	-84.10	-31.85	-52.25
专业零售	-54.30	-11.81	-42.49
一般零售	-29.99	-13.45	-16.54
酒店Ⅱ	-5.77	-4.22	-1.54
其他轻工制造Ⅱ	-0.41	-0.12	-0.29
机场Ⅱ	0.19	-4.66	4.86
经营现金流（亿元）			
行业	2020H1	2020Q1	2020H1-2020Q1
多元金融Ⅱ	-788.30	-564.32	-223.98
航空运输Ⅱ	-300.89	-282.68	-18.21
机场Ⅱ	0.53	6.75	-6.22
其他轻工制造Ⅱ	1.39	0.39	1.00
专业零售	-34.73	-36.31	1.58
酒店Ⅱ	-17.39	-19.52	2.13
一般零售	37.39	7.91	29.48
石油开采Ⅱ	807.60	-169.65	977.25
石油化工	366.07	-761.94	1128.01

2020Q1-2019Q1			
筹资现金流（亿元）			
行业	2020Q1	2019Q1	2020Q1-2019Q1
专业零售	9.38	53.39	-44.00
其他轻工制造Ⅱ	0.06	-0.22	0.28
酒店Ⅱ	1.52	-7.98	9.50
机场Ⅱ	-0.32	-13.25	12.94
一般零售	37.82	15.92	21.90
多元金融Ⅱ	207.60	166.70	40.90
石油开采Ⅱ	582.47	289.89	292.58
航空运输Ⅱ	397.05	-40.49	437.54
石油化工	1010.68	309.22	701.47
投资现金流（亿元）			
行业	2020Q1	2019Q1	2020Q1-2019Q1
酒店Ⅱ	-4.22	1.26	-5.48
多元金融Ⅱ	-31.85	-29.15	-2.71
其他轻工制造Ⅱ	-0.12	-0.56	0.44
机场Ⅱ	-4.66	-18.39	13.73
一般零售	-13.45	-52.33	38.89
专业零售	-11.81	-80.10	68.30
航空运输Ⅱ	-53.22	-131.32	78.10
石油开采Ⅱ	-511.10	-599.26	88.16
石油化工	-170.15	-264.54	94.39
经营现金流（亿元）			
行业	2020Q1	2019Q1	2020Q1-2019Q1
石油开采Ⅱ	-169.65	627.00	-796.65
石油化工	-761.94	-157.54	-604.40
航空运输Ⅱ	-282.68	182.04	-464.72
多元金融Ⅱ	-564.32	-141.52	-422.79
一般零售	7.91	57.28	-49.37
酒店Ⅱ	-19.52	1.69	-21.21
机场Ⅱ	6.75	15.64	-8.89
专业零售	-36.31	-32.76	-3.55
其他轻工制造Ⅱ	0.39	-0.05	0.44

数据来源：Wind、开源证券研究所

[2] 上清所于 8 月 21 日披露酒店行业龙头首旅集团拟发行 2020 年度第三十期超短期融资券，拟发行金额 30 亿；另一龙头锦江之星也于 9 月 2 日披露定增预案(草案)，拟向不超过 35 名特定对象非公开发行股份不超 1.5 亿股、募资不超过 50 亿元。

2、 “后疫情”时代，谁在抢跑

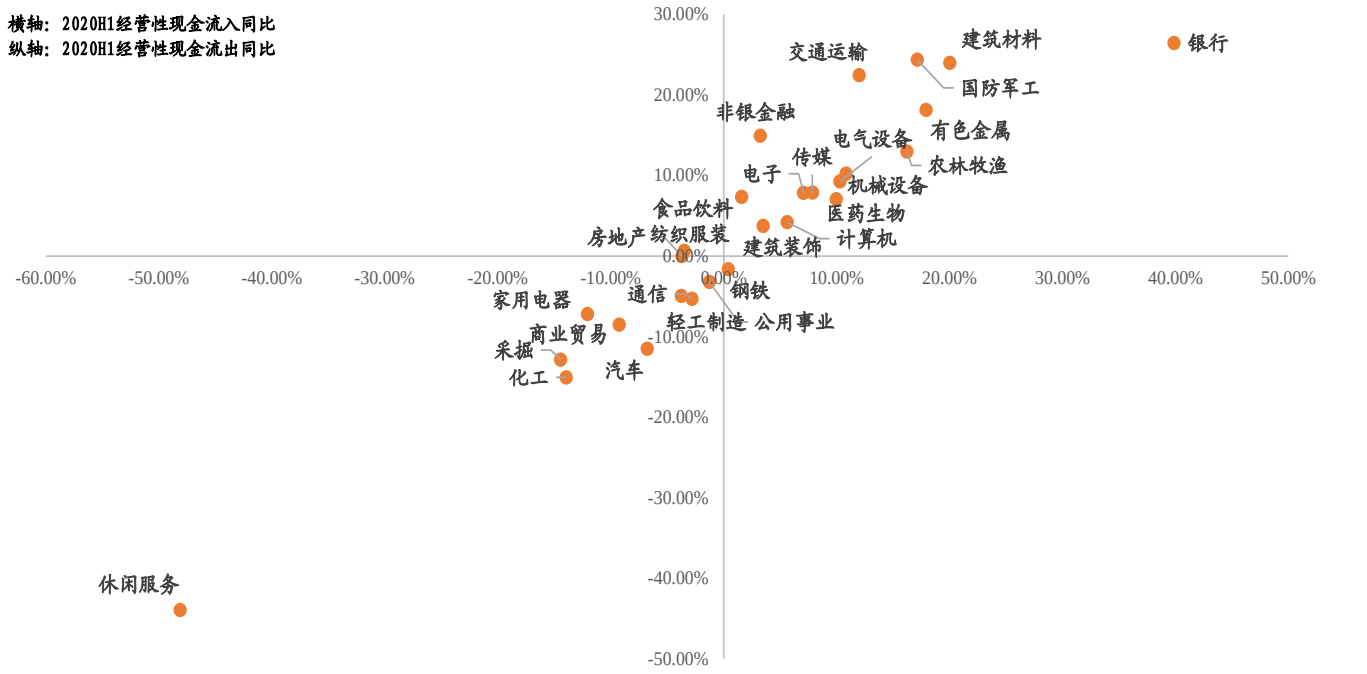
2.1、 三个层次识别即将扩张的“赛道”

业绩报告的意义从来不只是描述过去和现状，更重要的意义是指引未来。在应对疫情冲击上，行业之间出现明显的分化，一些行业“疲于拆招”，另一些行业已经“未雨绸缪”，开始为未来做准备，**对投资行为的识别对市场的意义在于：一方面，这种行为可能说明了从企业视角来看，对行业未来的增长前景比较乐观；另一方面，当期的投资也将成为下一期业绩的保障。**

我们从三个层次来寻找开始投资，或者有进行投资的“迹象”的行业：

（1）经营层面：当企业当期经营较好，且对未来预期较好的时候，企业会倾向于投资。为了描述上述的情景，我们用两组指标来衡量：一是从现金流出发，经营性现金流入、流出，销售商品、提供服务所得，购买商品、获取服务所得均高增；二是判断是否在主动补库存，即营收与库存同时高增。**国防军工、交通运输、电气设备、医药生物、农林牧渔、食品饮料在经营层面显示出比较强的“投资”基础，建筑材料、钢铁、电子可能也具备一定的“投资”意愿。**

图11：经营性现金流在2020H1的流入、流出同比



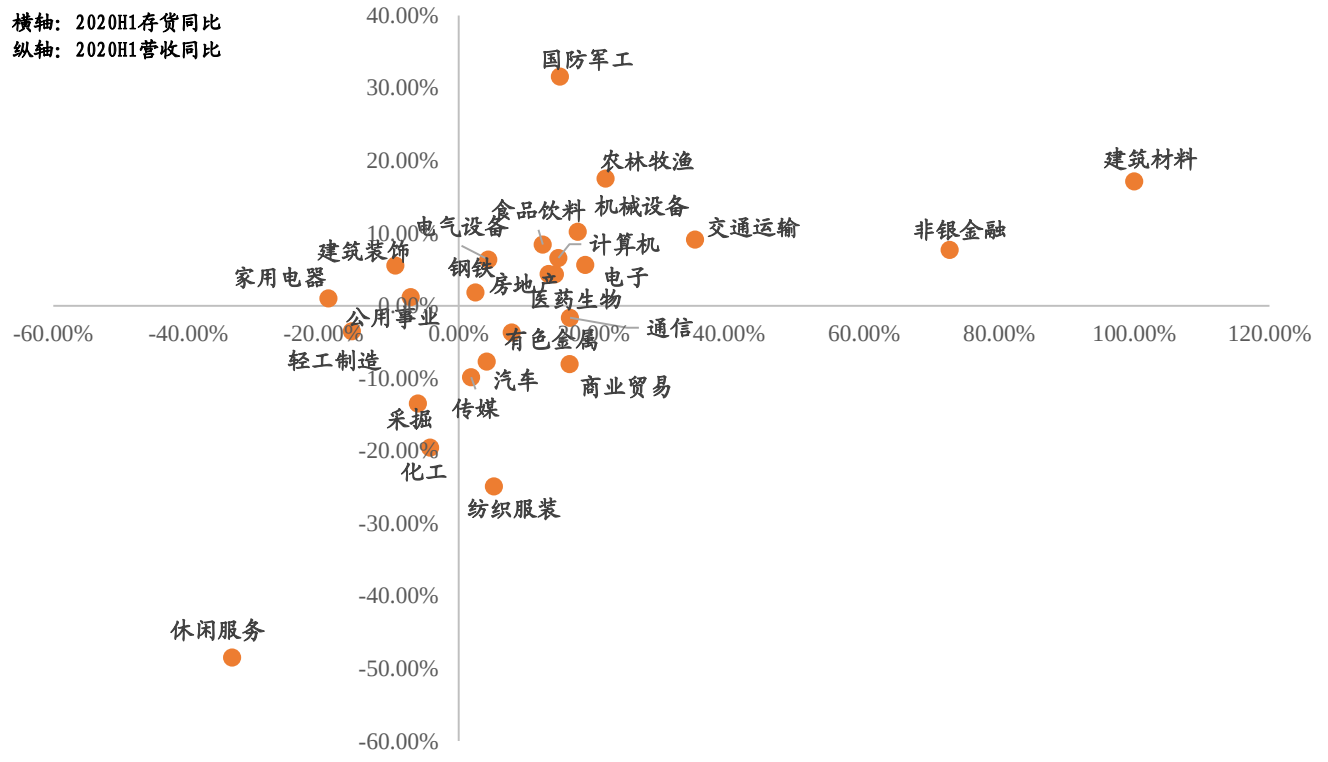
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：销售/购买商品在2020H1的流入、流出同比



数据来源：Wind、开源证券研究所

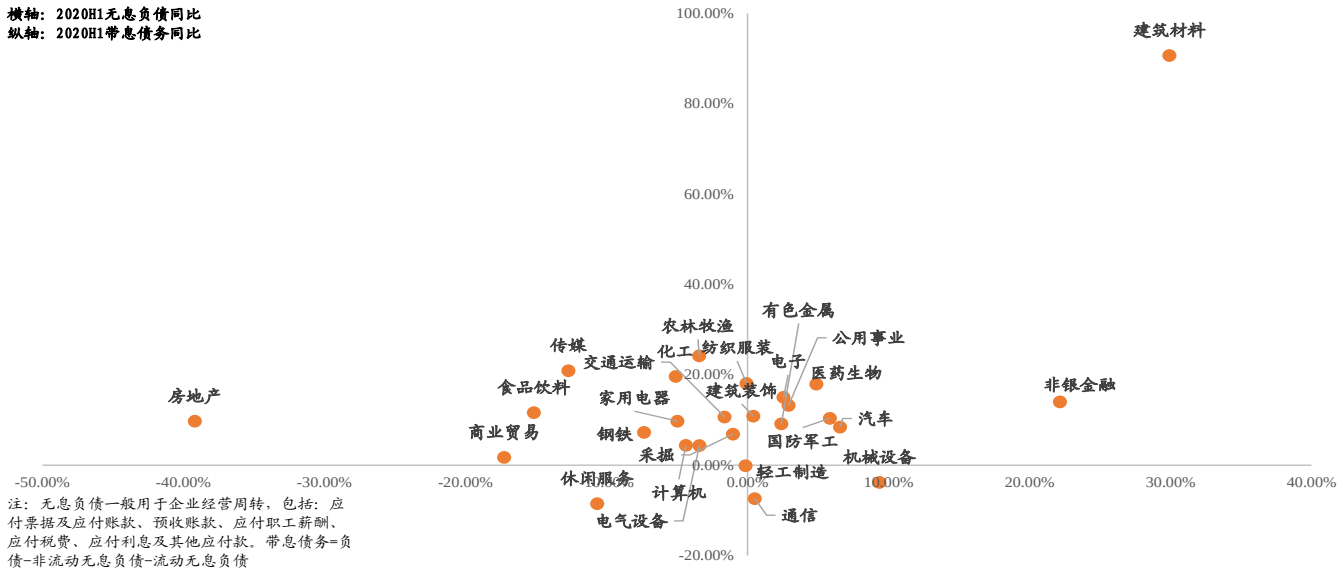
图13：存货、营收在2020H1的流入、流出同比



数据来源：Wind、开源证券研究所

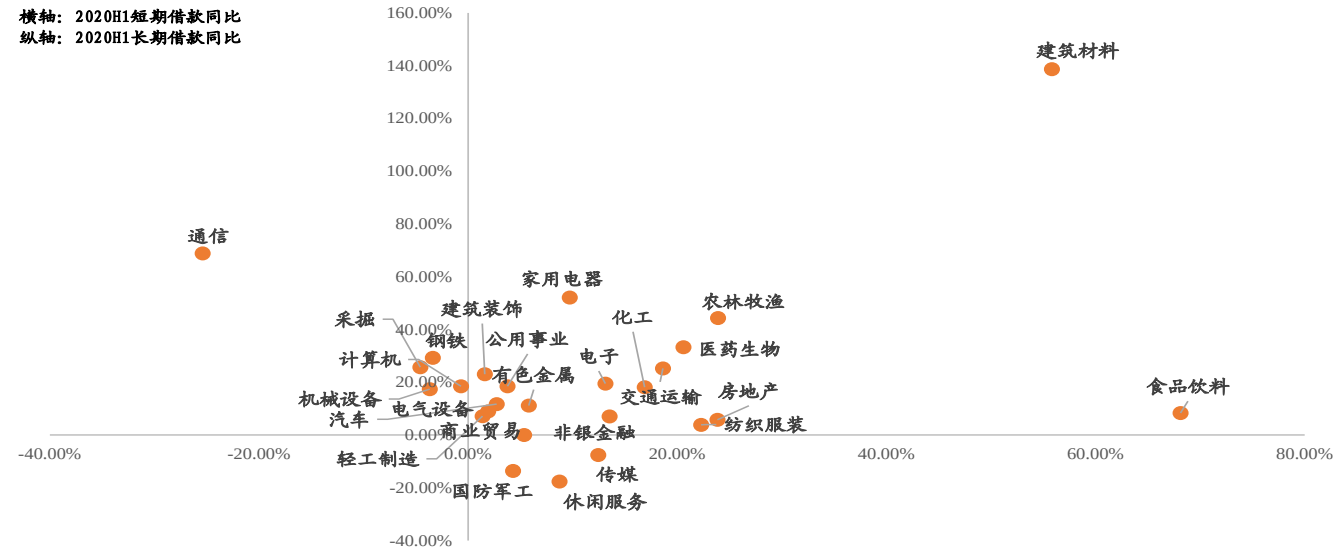
（2）**负债层面：**两个维度划分负债，**一是从负债期限来看，短期负债更偏向经营性，而长期负债更偏向投资性**；二是**从负债性质来看，相对于无息负债（大多是经营活动形成）而言，带息负债更偏向投资性。**从负债端来看，建材、通信、家用电器、农林牧渔、医药生物、钢铁、采掘、交通运输、建筑装饰、电子等行业 2020 年上半年长期借款同比增幅靠前，投资可能性较高。除了轻工制造、机械设备、通信以及休闲服务以外，其他行业 2020 年上半年带息债务均保持同比增加，其中建材、农林牧渔、传媒、化工、纺织服装、医药生物、电子、非银金融、公用事业、食品饮料同比增幅靠前。综合两个维度来看，**建筑材料、农林牧渔、化工、纺织服装、交通运输、医药生物、电子等行业的负债更倾向于投资性。**

图14：无息负债与带息负债 2020H1 同比



数据来源：Wind、开源证券研究所

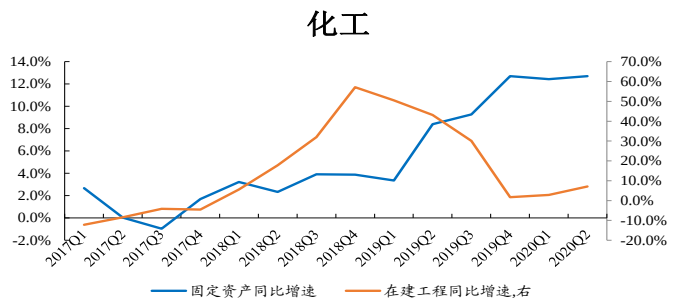
图15：短期借款与长期借款 2020H1 同比



数据来源：Wind、开源证券研究所

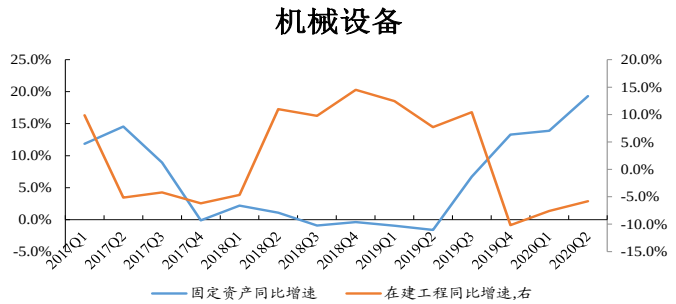
（3）当期投资层面：我们以在建工程和固定资产两个维度来刻画当期投资情况，企业负债端以及现金流支出的变化更多是企业投资变化的先行指标，而在建工程以及固定资产的同比变化反映的是企业当期的投资变化情况。**从这个层面来看，化工、机械设备、家用电器、建筑装饰、农林牧渔、公用事业意愿较强。**在建工程同比变化方面，化工、有色、电气设备、家用电器、商业贸易、农林牧渔及公用事业同比增幅扩大，采掘、建筑材料持平前期较高增幅，固定资产同比变化方面，机械设备、家用电器、农林牧渔、医药生物、交通运输同比增幅扩大，化工、钢铁、建材同比增幅持平，维持在较高水平。

图16：化工在建工程增速提升



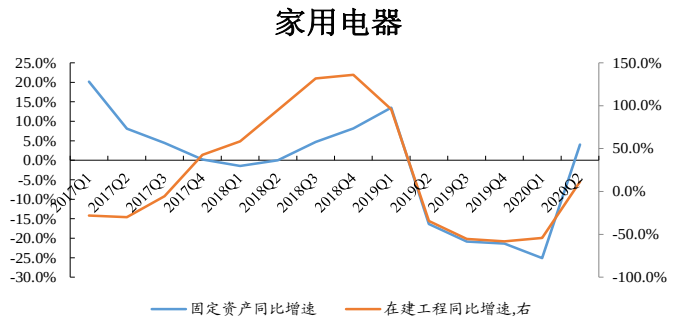
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：机械设备在建工程、固定资产投资增速均升



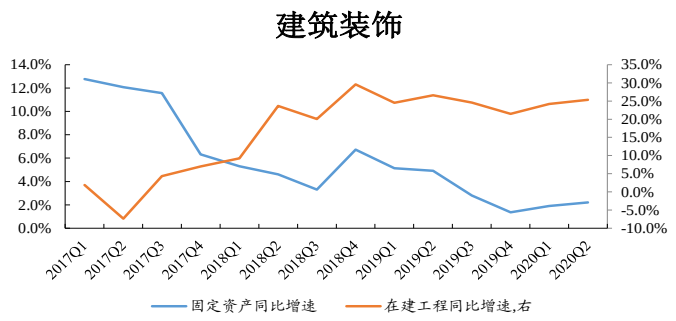
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：家用电器在建工程、固定资产增速转正



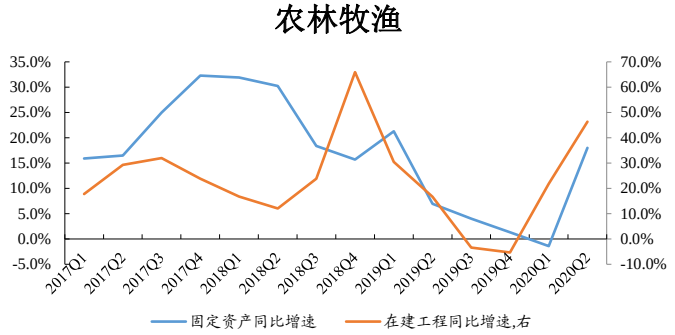
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：建筑装饰在建工程高增



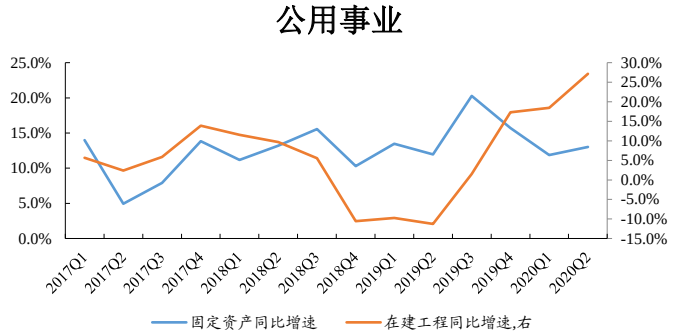
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：农林牧渔在建工程、固定资产投资增速均升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：公用事业在建工程、固定资产投资增速均升

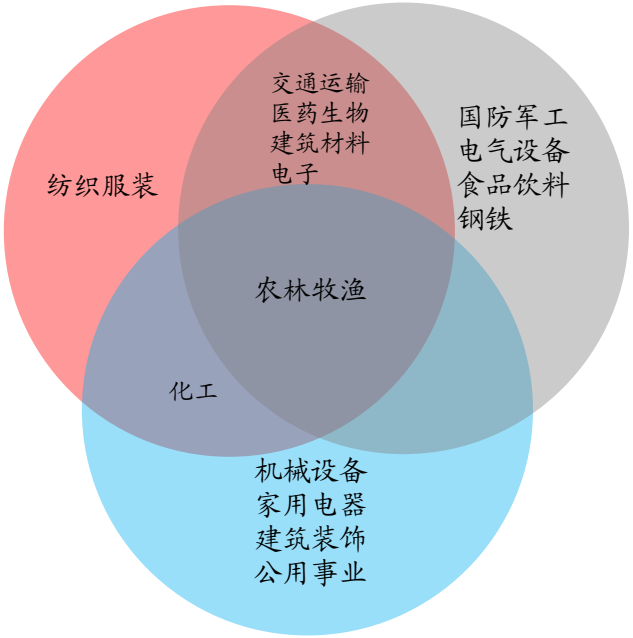


数据来源：Wind、开源证券研究所

从经营、负债、当期投资的三个维度，我们发现**农林牧渔是具有最明显投资扩张特征的行业，交通运输、医药生物、建筑材料、电子**满足经营驱动和负债驱动两个维度；**化工**满足负债和当期投资两个维度。

图22：三个层次识别扩张的赛道

红色：负债驱动投资扩张　灰色：经营驱动投资扩张　蓝色：当期投资扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、从资本开支集中度挑选未来的“好马”

疫情所带来的外生冲击可能加速了行业的出清，我们在一季报点评《逆生的力量》中提到，疫情所造成的现金流短缺在长期来看：**将制约企业的发展能力，现金流充裕的企业进行扩张，资本开支的分化使得行业内部出现分化，疫情可能成为了行业龙头巩固自身地位的窗口期。**

我们计算了按行业资本开支大小排名的 CR4 和 CR8，以及按营业收入大小排名的 CR4 和 CR8，4 个维度指示了几乎一致的结论：**农林牧渔、化工、家用电器、轻工制造、房地产、休闲服务、计算机、通信出现了资本开支的集中度提升，意味着上述行业的龙头在未来更加具有竞争力，成为赛道中的“良驹”。**其中，农林牧渔和通信的集中度最高，分别达到了 70%与 80%以上，行业格局已经相对稳固，龙头形成了绝对的优势。

其中比较特殊的是房地产行业按照营业收入排名下，CR4 在提升，而 CR8 却在下降，行业格局仍还未到绝对稳固的地步，在“房住不炒”和“三条红线”的贯彻下，集中度提升仍然是未来一段时间看待房地产行业的重要逻辑。

图23：按资本开支大小排序计算的资本开支 CR4/CR8

CR4（按资本开支大小排序）																	变化
农林牧渔	46.9%	46.6%	47.8%	53.1%	51.6%	51.2%	51.5%	49.4%	46.7%	47.2%	47.6%	51.0%	54.1%	56.2%	59.7%	71.2%	74.3%	
化工	55.6%	54.9%	55.3%	52.3%	50.9%	51.6%	53.5%	61.0%	57.0%	58.7%	60.8%	61.6%	62.7%	61.7%	64.0%	58.7%	62.9%	
家用电器	60.2%	62.5%	58.0%	55.9%	50.6%	51.8%	50.9%	56.6%	56.0%	57.7%	62.1%	60.2%	60.8%	59.4%	58.3%	61.6%	66.4%	
轻工制造	32.5%	29.7%	31.1%	28.8%	32.3%	33.8%	31.7%	31.2%	32.9%	33.6%	31.0%	29.2%	31.4%	29.9%	31.2%	32.4%	34.3%	
房地产	62.8%	52.2%	50.3%	50.5%	66.0%	62.0%	56.6%	57.6%	64.4%	60.2%	51.3%	67.8%	62.0%	55.6%	50.3%	66.1%	69.5%	
休闲服务	54.7%	52.8%	53.8%	58.2%	54.9%	54.8%	45.1%	51.6%	51.9%	50.9%	51.6%	64.5%	61.3%	57.2%	52.0%	51.5%	55.1%	
计算机	23.1%	19.2%	16.0%	19.3%	24.7%	26.8%	20.4%	28.8%	24.2%	23.5%	20.0%	22.2%	20.1%	21.5%	17.9%	21.0%	20.0%	
通信	93.0%	92.7%	90.7%	85.4%	87.0%	86.3%	78.6%	81.5%	77.8%	77.8%	78.2%	79.7%	82.0%	84.2%	82.3%	80.1%	84.8%	
CR8（按资本开支大小排序）																	变化
农林牧渔	63.2%	61.5%	59.8%	66.8%	65.3%	63.9%	63.4%	65.5%	66.1%	65.7%	63.7%	67.8%	67.8%	69.9%	71.1%	80.3%	83.5%	
采掘	92.3%	92.3%	92.6%	92.9%	92.5%	91.4%	92.3%	92.4%	91.0%	90.6%	91.6%	89.9%	89.5%	89.6%	90.5%	90.2%	90.6%	
化工	62.1%	61.7%	61.5%	59.9%	59.3%	60.2%	60.4%	68.1%	65.6%	67.5%	69.1%	71.7%	71.2%	70.5%	71.3%	70.1%	72.6%	
家用电器	72.0%	73.3%	69.6%	69.6%	64.9%	64.5%	62.8%	69.6%	70.0%	70.8%	75.2%	75.4%	76.0%	75.6%	76.6%	79.8%	79.0%	
轻工制造	47.3%	44.9%	44.9%	44.2%	48.6%	46.9%	43.6%	44.0%	44.5%	45.1%	41.6%	41.5%	42.8%	41.7%	42.2%	44.2%	43.9%	
房地产	77.3%	69.4%	68.5%	69.2%	76.8%	74.7%	73.1%	77.2%	80.0%	76.6%	71.4%	82.4%	78.7%	75.5%	75.3%	83.3%	85.4%	
通信	95.8%	95.4%	93.9%	91.3%	91.6%	91.0%	86.2%	89.3%	87.0%	86.3%	86.7%	87.1%	87.8%	89.0%	87.3%	86.1%	88.9%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：按营业收入大小排序计算的资本开支 CR4/CR8

CR4（按营业收入大小排序）															
农林牧渔	32.8%	32.5%	34.9%	36.1%	36.8%	37.8%	38.6%	31.6%	36.6%	39.4%	39.8%	39.1%	42.1%	44.8%	42.2%	69.0%
化工	47.9%	51.3%	51.9%	43.0%	42.0%	48.7%	50.9%	50.3%	42.9%	43.3%	49.1%	37.8%	46.9%	45.2%	50.9%	55.9%
家用电器	60.2%	62.5%	58.0%	55.9%	50.6%	51.8%	50.9%	52.6%	54.1%	56.5%	61.4%	60.2%	58.5%	55.7%	50.6%	51.5%
轻工制造	19.1%	16.9%	25.0%	16.4%	19.3%	24.1%	24.2%	20.7%	24.7%	25.0%	23.0%	20.8%	23.2%	23.1%	24.2%	24.6%
房地产	10.7%	11.7%	10.6%	18.4%	12.9%	12.7%	12.2%	15.0%	28.8%	27.0%	18.8%	15.9%	16.3%	16.3%	15.6%	10.1%
休闲服务	35.1%	35.2%	37.1%	38.0%	40.4%	36.2%	30.6%	37.1%	43.1%	35.9%	45.8%	54.3%	52.0%	48.8%	43.6%	41.0%
计算机	12.1%	11.2%	9.5%	5.3%	19.1%	21.4%	18.3%	13.3%	11.9%	15.2%	13.6%	8.8%	10.3%	10.1%	9.1%	14.4%
通信	90.4%	90.0%	87.9%	82.0%	84.9%	85.0%	76.7%	78.1%	76.5%	76.8%	77.8%	79.3%	81.7%	84.2%	81.4%	80.1%
CR8（按营业收入大小排序）															
农林牧渔	39.9%	42.7%	43.3%	41.0%	41.8%	43.3%	44.6%	42.8%	43.2%	45.6%	46.2%	44.0%	47.1%	49.2%	66.5%	78.5%
采掘	89.0%	89.5%	88.7%	87.7%	88.1%	88.1%	89.3%	87.6%	87.0%	86.9%	88.9%	87.7%	87.5%	87.5%	89.1%	85.9%
化工	54.1%	57.0%	56.9%	52.4%	51.1%	54.7%	56.5%	65.2%	64.1%	65.6%	67.2%	69.4%	68.7%	67.9%	68.8%	65.7%
家用电器	66.1%	67.8%	63.9%	61.2%	58.2%	59.3%	58.3%	57.1%	59.7%	61.3%	66.3%	67.9%	65.7%	63.8%	65.8%	68.7%
轻工制造	35.5%	32.9%	27.8%	23.7%	26.5%	32.3%	35.8%	25.2%	34.2%	35.5%	32.2%	27.1%	34.0%	34.7%	34.1%	32.8%
房地产	23.2%	24.0%	30.0%	31.0%	20.4%	27.9%	36.3%	26.3%	48.5%	32.0%	35.5%	21.1%	32.0%	28.0%	45.0%	52.6%
通信	94.8%	94.5%	92.3%	85.9%	86.4%	86.5%	79.0%	80.3%	79.2%	80.0%	80.7%	81.8%	83.8%	85.9%	83.3%	82.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 性价比的均衡

3.1、 对中报业绩的认识总结

1、 疫情中的“赢家”是**黄金、医药、互联网传媒**这三大行业。能不能继续“赢”，很大程度上取决于疫情是否能得到控制，疫情的反复对经济复苏不利，但反而对上述行业的盈利短期是有利的，值得注意的是随着国内疫情得到初步控制，互联网传媒的业绩已经出现环比的变弱。

2、 疫情中“输家”很多，但大部分已经在 2020Q2 出现确定性的业绩改善，净利润与营业收入双增。但值得注意的是**航空运输、机场**净利润和营收都未能改善，而且在旅客数、吞吐量较 2019 年同期降幅较大（5 成和 9 成）的情况下，短期内都很难看到营业收入同比的改善，**从而可能面临较大的现金流风险；酒店同理**。

3、 上述两点描述了过去，而去观察“投资”则指引了未来。从经营、负债、当期投资的三个维度，我们发现**农林牧渔是具有最明显投资扩张特征的行业，交通运输、医药生物、建筑材料、电子**满足经营驱动和负债驱动两个维度；

化工满足负债和当期投资两个维度。

4、 疫情带来的现金流冲击可能加速了行业的出清，或者为龙头巩固自身地位提供了窗口期，以资本开支集中度来看，**农林牧渔、化工、家用电器、轻工制造、房地产、休闲服务、计算机、通信这些行业中的龙头，在未来会更加具有竞争力。**

3.2、 站在当下看未来，而非站在未来看未来

短期业绩是对长期不变增长率预期的起点，即 DDM 的不变增长率模型中的D_0，这就决定了我们解读中报业绩的目的不仅仅是还原过去和描述历史，而是以其为起点，调整对未来长期增长的预期。常见的一种疏忽是：对于通常意义上的“成长型”行业，因为“相信”未来将迎来成长期，就认为当期的业绩好坏无关紧要。虽然股票价格确实是对公司“未来”收益的定价，但我们在此前的报告中提出过，从现金流折现的角度来说，利率上行的背景下，意味着越远期的业绩越“不值钱”，越近实现的业绩变得越“值钱”，我们提出要站在当下看未来，而非站在未来看未来。

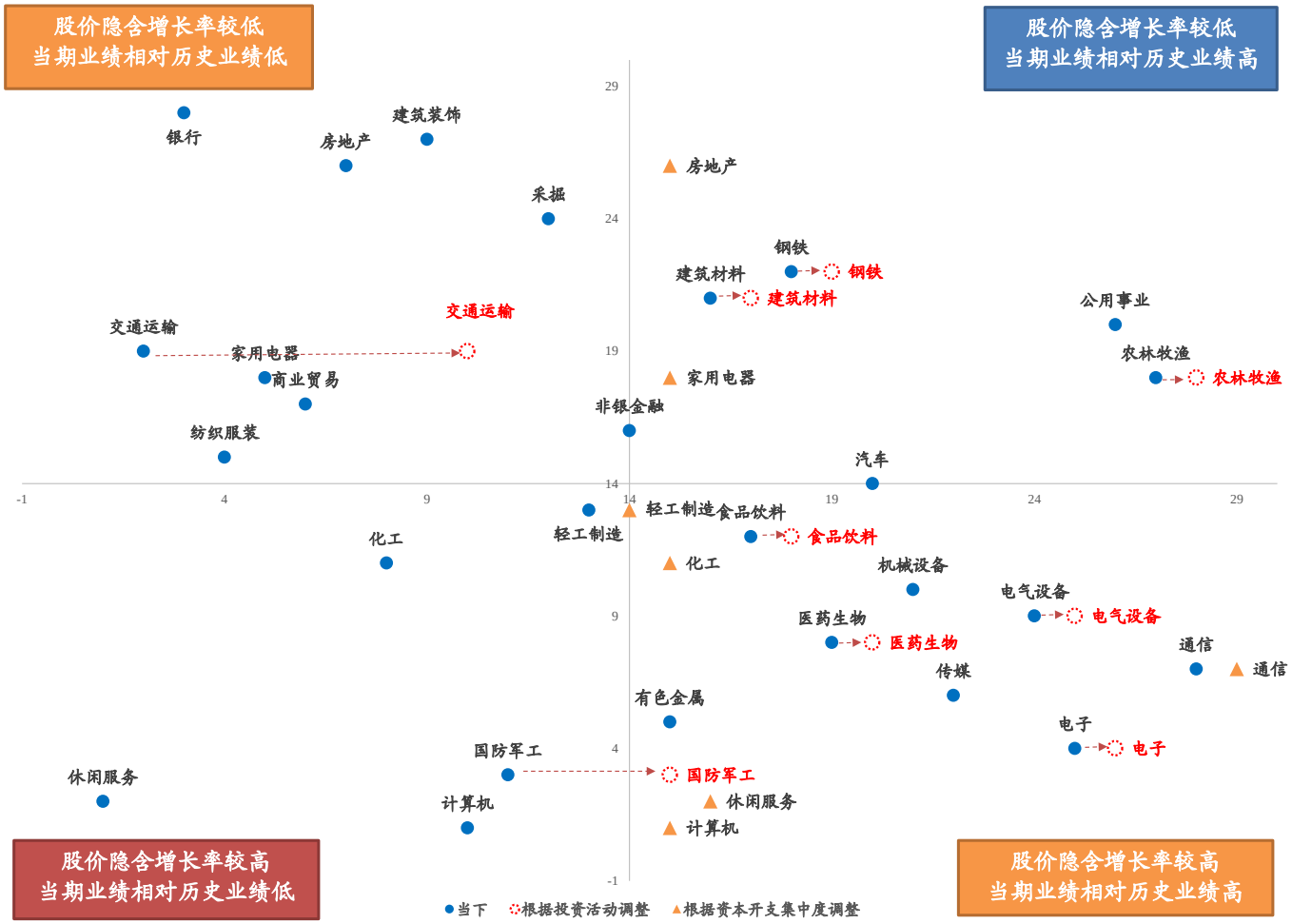
基于对中报业绩的认知，我们提出一种简单的“站在当下看未来”的方法，来观察一个重要的问题：当期的业绩与对未来的预期是否匹配？具体的做法是去衡量短期业绩的好坏，和长期不变增长率的高低，前者我们利用 2020H1 相对于历史均值的变异系数，后者我们利用此前多篇报告中使用过的工具——隐含增长率，计算方法此处不再赘述。我们对 28 个行业在这两个维度中进行排序，相对于历史均值越高越好（升序），而价格隐含的增长率越低越好（降序）。

根据上述两个维度，我们画出图 26，其中价格隐含的增长率越低，业绩改善所带来的股价弹性就越大，同样的，当期业绩相对历史较好，意味着目前越匹配市场（甚至高于）对未来增长的要求，因此，**第一象限中是静态来看预期收益率最高的区域；第二、四象限中胜率与赔率总有一个不够理想，因此预期收益率一般；第三象限中胜率与赔率均低，预期收益率较低。**我们直观地看到：**第一象限中，建材、钢铁、公用事业、农林牧渔**的当前业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高。

站在当下看未来，我们在这张图的基础上，结合前两节的分析对企业短期业绩进行调整。例如，我们在第 2 节中发现，农林牧渔、交通运输、医药生物、建筑材料、电子、国防军工、电气设备、食品饮料、钢铁行业经营端或者投资端有明显的投资扩张特征，或者当期已经在投资，这至少说明了从企业视角来看，对行业未来的增长预期较好，因此我们将上述行业向右平移，图中以红色圆框表示。**国防军工和交通运输都有望转换至第四象限和第一象限，性价比提升。**

另外，**房地产、家用电器**目前处于第三象限，性价比受制于业绩较差，但从资本开支的角度来看，龙头已经在加速扩张巩固自身地位，将在未来拥有更强的竞争优势，因此**行业中的龙头有望进入第一象限，获得较高性价比。**对第三象限中的一些行业来说，尽管股价对业绩改善的弹性较低，布局龙头更可能获得由业绩改善幅度超越整体而带来的收益，**例如：化工、轻工制造、休闲服务、计算机这四个从资本开支集中度来看，**龙头在未来业绩改善的幅度和可能性都将高于行业整体。

图25：性价比的均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

统计误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn