

2020 年中报业绩综述

周期成长景气高企 必需消费平稳增长

- **整体盈利增速回暖，中小创好于主板。**整体来看，各板块和指数的盈利增速都有所回暖，但是期间分化较大，非金融石油石化口径的全 A 增速改善幅度大于全部 A 股，中小创板块的盈利恢复好于主板，类似的还有中小创指数与沪深 300 之间的对比。
- **主板受到基建和地产链条拖累，农林牧渔与电子带动中小创回暖。**主板盈利负增长主要受交运（-13.9%）、地产（-4.9%）、汽车（-4.8%）和家电（-2.4%）的拖累；中小板及创业板盈利增速回暖的主要动力主要是农林牧渔（13.4%、8.0%）和电子（0.5%、1.4%）。
- **中小创营收回正，毛利率回暖，费用率下降。**对盈利进行拆解，非金融石油石化口径，主板、中小板和创业板的营收增速分布为 0%、2.1%和 0.3%，毛利率已经回复至历史均值水平附近，税费端，企业三项费用占营收比例较收窄，销售、管理费用率下降的比较明显。
- **销售净利率及资产周转率的提高带动中小创 ROE 增长。**2020H1 全部 A 股 ROE（TTM）为 8.7%，连续 4 个季度下滑，非金融石油石化口径也较 1 季度小幅下滑。中小创 ROE 有所回升，杜邦分解后，中小板销售净利率较 1 季度提升 0.3 个百分点，资产周转率上升 0.05。创业板 ROE 的上升主要受销售净利率影响（上涨 0.9 个百分点）。对各指数分解后的表现与板块类似，其中沪深 300 的 ROE 因权益乘数的提升（0.77）有所改善，但受到销售净利率下滑的拖累上升幅度不大。
- **大类板块上，周期成长盈利增速环比大幅改善，必需消费恢复式增长。**盈利增速方面，除金融地产盈利增速持续下降外，其余板块 2 季度盈利增速均有不同程度的改善，其中周期成长板块上升 53 个百分点，提升幅度最大。必需消费从一季度的 9%增长至 25%。ROE 方面，周期制造、金融地产、必须消费及周期成长板的 ROE 均有不同程度提升，其中周期成长上升幅度最大（1 个百分点）。可选消费与成长板块 ROE 连续两个季度下滑；基建及周期资源板块 ROE 连续三个季度回落，周期资源板 2 季度降幅达 1.2 个百分点为各板块之首，基建主要是受到交运行业的拖累。
- **行业方面，建材、机械、医药、食品饮料、电子和电力设备等景气度较高。**10 个一级行业利润增速录得正增长，通信、农林牧渔、军工和电力设备增速居前，其中农林牧渔和军工较一季度增速大幅下滑。28 个申万一级行业中，有 10 个盈利增速录得正增长，25 个行业增速环比一季度改善，其中通信、电力设备、医药、电子、食品饮料、机械、公用事业和建材的业绩向好趋势比较明确（增速回正并且环比一季度改善幅度在 20%以上）。结合 ROE 来看，建材、机械、医药、食品饮料、公用事业、电子和电力设备的景气度较高（盈利增速为正，ROE 环比改善）。
- **风险提示：**宏观经济下行速度超预期，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

证券分析师： 王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S0360517060003

证券分析师： 王永健
(8610)66229065
yongjian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060006

目录

1 上市公司盈利回暖 主板恢复速度弱于中小创 4

2 营收和毛利率回暖 税费占营收比例下降 7

3 销售净利率及资产周转率 带动中小创 ROE 增长 10

4 周期成长盈利大幅改善 必需消费恢复式增长 12

风险提示 15

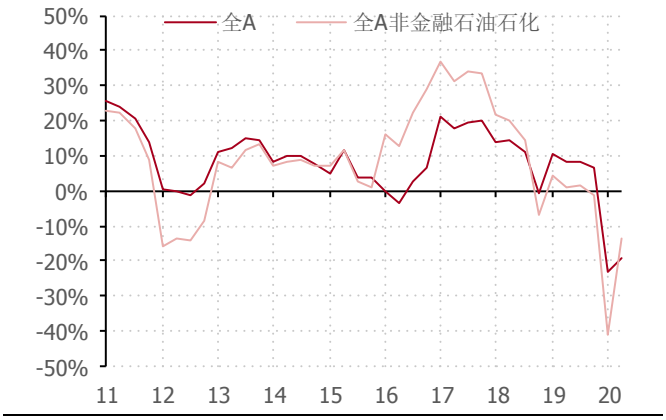
图表目录

图表 1. 2020H1 整体上市公司盈利增速有所提升 4
图表 2.中小创盈利增速回归正值，远超主板 4
图表 3. 剔除金融石油石化后各板块盈利增速 4
图表 4.主板与创业板的增速差连续 3 个季度扩大 4
图表 5.非金融石油石化口径，各行业对板块盈利增速拉动（百分数） 5
图表 6. 中小创指盈利增速触底反弹，沪深 300 持续走低 5
图表 7.沪深 300 与中小创指盈利增速差距走扩 5
图表 8.沪深 300 受石油石化、非银金融和交运严重拖累，牧原股份助推中小板指盈利增速上升 6
图表 9. 企业整体营收增速恢复 7
图表 10.非金融石油石化口径下各板块营收增速 7
图表 11. 全 A 毛利率持续走低 7
图表 12.各板块毛利率均有所改善，中小创上升程度超主板 7
图表 13. 各板块税费项目表 8
图表 13. 各板块指数盈利相关数据汇总 9
图表 14. 各板块指数 ROE 和杜邦分解 11
图表 15. 大类板块过去 4 个季度盈利增速及 ROE 12
图表 16. 过去四个季度，一级行业盈利增速及 ROE 13
图表 16. 部分景气度向好的二级行业（ROE 降序） 14

1 上市公司盈利回暖 主板恢复速度弱于中小创

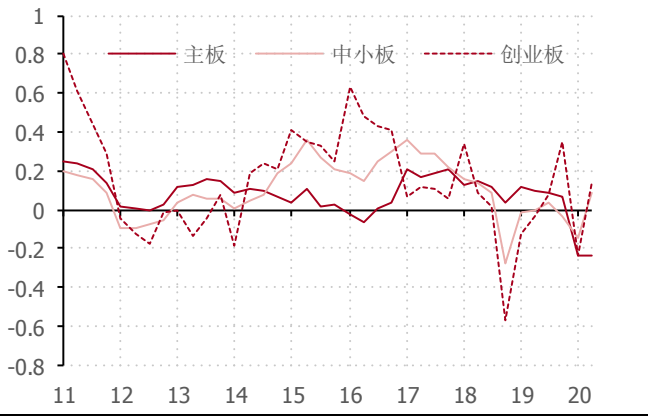
全部 A 盈利增速-19.1%，非金融石油石化-13.6%。整体来看，在可比口径下（后述若无特殊说明均为可比口径），2020 年上半年全部 A 股归母净利润增速为-19.1%，较 1 季度上升 4.3 个百分点，与去年同期的 8.2%相比，下滑 27.3 个百分点；非金融石油石化口径 2020H1 增速仍处于负增长区间（-13.6%），但较 1 季度-41.2%反弹 27.6 个百分点，与去年同期的 1.1%仍有较大差距。反映整体上市公司较疫情期间的盈利有所改善，但是距离正常经济条件下的盈利水平还有一段距离；非金融石油石化口径在疫情期间受影响更重，生产恢复后的弹性也更高。

图表 1. 2020H1 整体上市公司盈利增速有所提升



资料来源：万得，中银证券

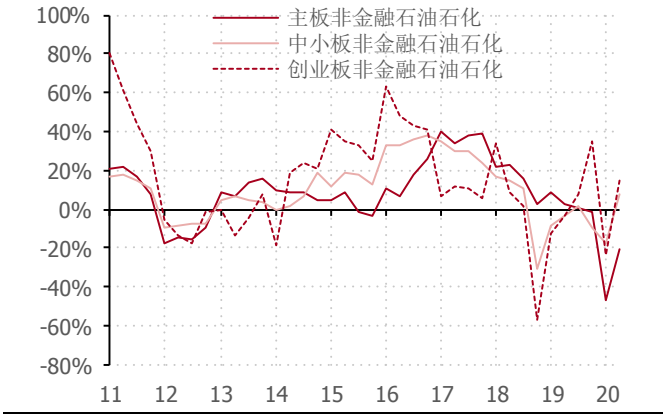
图表 2.中小创盈利增速回归正值，远超主板



资料来源：万得，中银证券

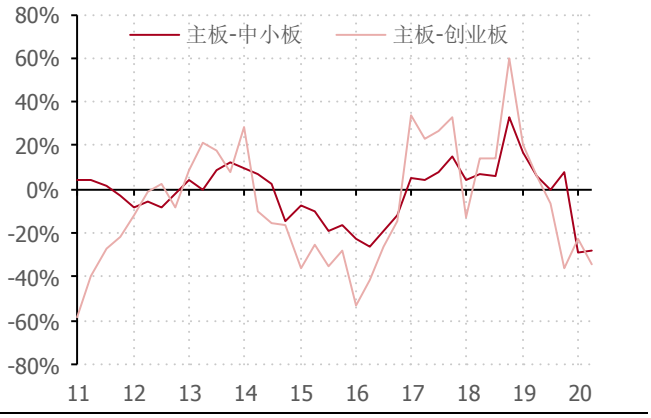
主板与中小创的盈利增速差继续拉大。2020H1 主板、中小板和创业板盈利增速分别为-23.5%、9.0%和 14.3%；非金融石油石化口径分别为-20.1%、7.8%和 14.4%，其中主板与 1 季度相比上涨 26.3 个百分点，较去年同期回落 22.4 个百分点；中小板和创业板较 1 季度分别回升 25.1 和 37.7 个百分点，与去年同期相比提升 11.7 和 18.0 个百分点，主板与创业板的盈利增速差距连续三个季度扩大。主板盈利负增长主要受交运、地产和汽车的影响，中小板及创业板盈利增速回暖的主要动力主要是农林牧渔和电子。

图表 3. 剔除金融石油石化后各板块盈利增速



资料来源：万得，中银证券

图表 4.主板与创业板的增速差连续 3 个季度扩大



资料来源：万得，中银证券

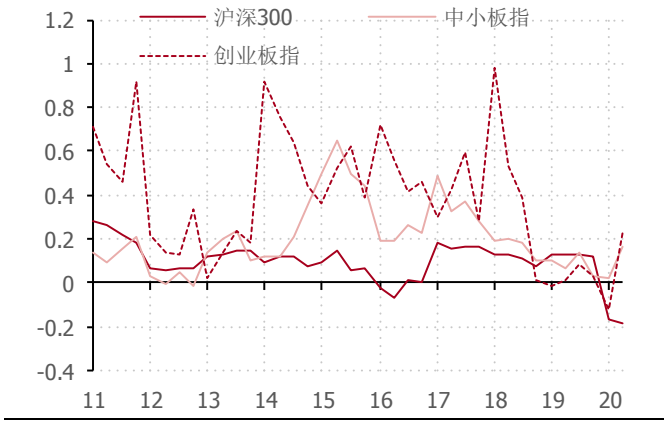
图表 5.非金融石油石化口径，各行业对板块盈利增速拉动（百分数）

主板非金融石油石化	2020中报	2020一季报	创业板非金融石油石化	2020中报	2020一季报	中小板非金融石油石化	2020中报	2020一季报
国防军工	0.9%	0.4%	农林牧渔	8.0%	3.2%	农林牧渔	13.4%	11.6%
农林牧渔	0.3%	0.4%	电子	1.4%	5.0%	电子	0.5%	2.7%
食品饮料	0.0%	0.5%	有色金属	0.2%	0.1%	国防军工	0.4%	0.2%
综合金融	-0.2%	-0.1%	商贸零售	0.1%	0.1%	煤炭	0.3%	0.0%
电力设备及新能源	-0.4%	0.5%	汽车	0.0%	-0.2%	电力设备及新能源	0.2%	0.8%
轻工制造	-0.4%	-0.3%	钢铁	0.0%	0.0%	食品饮料	0.2%	2.2%
有色金属	-0.5%	-0.2%	煤炭	0.0%	0.0%	轻工制造	-0.2%	0.1%
综合	-0.6%	-0.3%	房地产	0.0%	0.0%	房地产	-0.2%	-0.4%
纺织服装	-0.7%	-0.2%	食品饮料	-0.1%	0.1%	综合金融	-0.3%	0.0%
电子	-0.7%	-0.5%	交通运输	-0.1%	-0.1%	消费者服务	-0.6%	-1.1%
通信	-0.8%	2.0%	建材	-0.2%	-1.1%	综合	-0.6%	-0.2%
建材	-0.9%	0.0%	家电	-0.3%	-0.1%	医药	-0.8%	1.3%
医药	-1.1%	-0.2%	纺织服装	-0.4%	-0.6%	钢铁	-1.0%	-0.7%
传媒	-1.1%	-1.0%	综合金融	-0.4%	-0.5%	通信	-1.0%	-0.5%
消费者服务	-1.3%	-0.8%	综合	-0.7%	-0.4%	建材	-1.0%	0.4%
计算机	-1.4%	-0.7%	国防军工	-0.7%	-0.5%	机械	-1.0%	0.8%
钢铁	-1.4%	-1.4%	轻工制造	-0.8%	-0.1%	家电	-1.3%	-0.1%
机械	-1.5%	0.4%	电力及公用事业	-1.1%	0.6%	电力及公用事业	-1.6%	0.3%
电力及公用事业	-1.6%	0.5%	电力设备及新能源	-1.9%	2.4%	基础化工	-1.7%	-0.2%
商贸零售	-1.6%	-0.9%	医药	-2.3%	11.1%	计算机	-1.9%	-0.2%
建筑	-1.8%	-0.6%	消费者服务	-2.3%	-2.0%	汽车	-2.1%	-0.1%
煤炭	-2.1%	-1.5%	传媒	-2.4%	4.0%	传媒	-2.2%	-1.6%
基础化工	-2.2%	-1.2%	通信	-2.7%	-0.6%	纺织服装	-2.6%	-1.3%
家电	-2.4%	-1.6%	建筑	-2.9%	-2.2%	交通运输	-2.7%	-0.9%
汽车	-4.8%	-1.5%	机械	-3.5%	0.1%	建筑	-3.0%	-0.6%
房地产	-4.9%	-2.9%	基础化工	-4.0%	-1.4%	商贸零售	-3.2%	-2.8%
交通运输	-13.2%	-9.1%	计算机	-6.4%	-3.6%	有色金属	-3.5%	-2.0%

资料来源：万得，中银证券

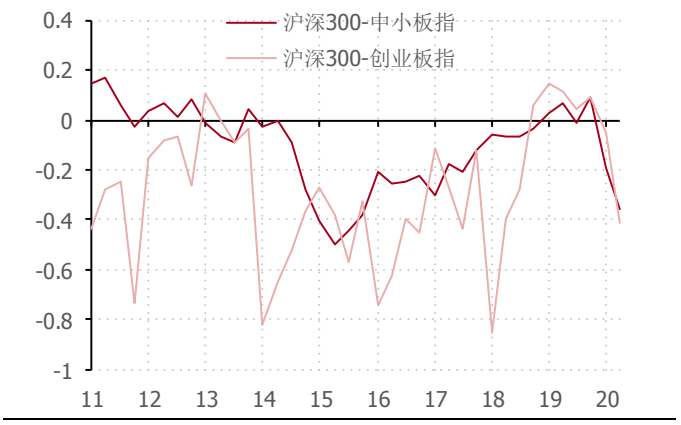
类似的，沪深 300 指数与创业板指和中小板指的差距也在扩大。上半年沪深 300 的盈利增速为-18.7%，略低于 1 季度。中小板指与创业板指的盈利增速分别为 16.7%和 22.8%，较 1 季度上升 14.6 与 25.1 个百分点，远超去年同期水平。沪深 300 与中小板指与创业板指盈利增速差持续扩大。受防疫措施影响，沪深 300 受石油石化、非银金融和交运严重拖累；中小板指中拉动作用最明显的为牧原股份，当然，牧原也是拉动沪深 300 增速的主力；创业板指数方面，昆仑万雄与温氏股份拉动了指数接近 19%的增速。

图表 6. 中小创指盈利增速触底反弹，沪深 300 持续走低



资料来源：万得，中银证券

图表 7.沪深 300 与中小创指盈利增速差距走扩



资料来源：万得，中银证券

图表 8.沪深 300 受石油石化、非银金融和交运严重拖累，牧原股份助推中小板指盈利增速上升

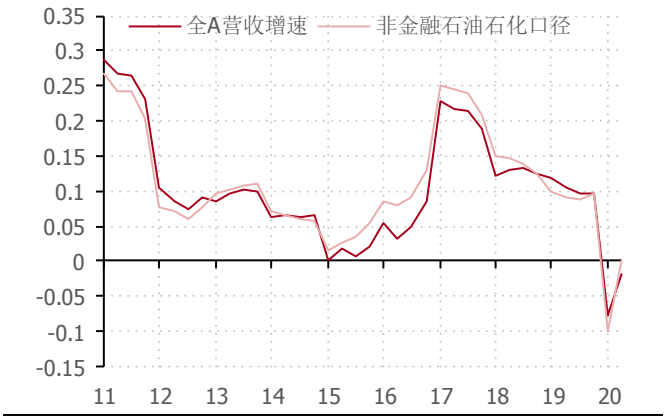
指数	公司名称	所属行业	拉动指数盈利百分点	公司名称	所属行业	拖累指数盈利百分点
沪深300	牧原股份	农林牧渔	0.5%	格力电器	家电	-0.5%
	建设银行	银行	0.5%	东方航空	交通运输	-0.7%
	农业银行	银行	0.3%	上汽集团	汽车	-0.8%
	中国太保	非银行金融	0.3%	海航控股	交通运输	-0.9%
	长安汽车	汽车	0.3%	中国国航	交通运输	-0.9%
	招商银行	银行	0.3%	南方航空	交通运输	-0.9%
	工商银行	银行	0.3%	中国人寿	非银行金融	-1.0%
	温氏股份	农林牧渔	0.3%	中国平安	非银行金融	-2.3%
	贵州茅台	食品饮料	0.2%	中国石油	石油石化	-3.1%
	恒力石化	石油石化	0.2%	中国石化	石油石化	-4.1%
中小板指	牧原股份	农林牧渔	13.0%	科伦药业	医药	-0.6%
	正邦科技	农林牧渔	3.2%	韵达股份	交通运输	-0.7%
	荣盛石化	石油石化	2.6%	森马服饰	纺织服装	-0.8%
	新和成	医药	1.3%	中公教育	消费者服务	-0.9%
	立讯精密	电子	1.2%	申通快递	交通运输	-0.9%
	宁波银行	银行	1.2%	美年健康	医药	-0.9%
	大北农	农林牧渔	1.0%	天齐锂业	有色金属	-1.1%
	三七互娱	传媒	0.8%	三钢闽光	钢铁	-1.2%
	顺丰控股	交通运输	0.8%	万达电影	传媒	-2.5%
	鱼跃医疗	医药	0.7%	苏宁易购	商贸零售	-2.7%
创业板指	昆仑万维	传媒	9.9%	高新兴	计算机	-0.8%
	温氏股份	农林牧渔	8.9%	万达信息	计算机	-0.8%
	蓝思科技	电子	6.6%	三聚环保	基础化工	-0.9%
	华大基因	医药	4.6%	尚品宅配	轻工制造	-0.9%
	迈瑞医疗	医药	3.5%	数知科技	传媒	-0.9%
	东方财富	计算机	3.0%	利亚德	电子	-1.0%
	泰格医药	医药	2.1%	朗新科技	计算机	-1.5%
	汇川技术	电力设备及	1.2%	网宿科技	计算机	-2.0%
	智飞生物	医药	1.1%	立华股份	农林牧渔	-2.3%
	康龙化成	医药	1.0%	宋城演艺	消费者服务	-2.4%

资料来源：万得，中银证券

2 营收和毛利率回暖 税费占营收比例下降

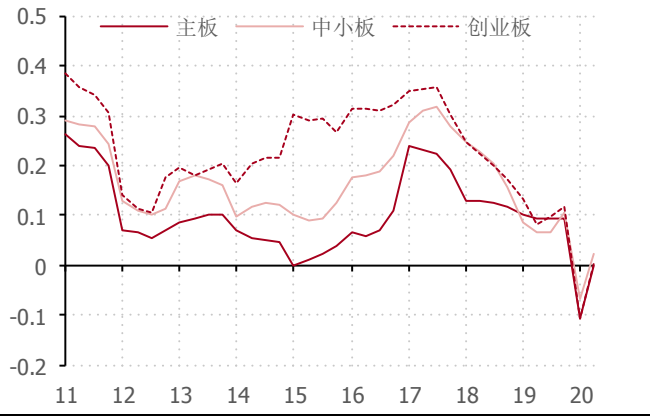
整体与分板块上市公司营收增速均出现不同程度恢复，中小创板块率先回正。上半年全 A 营收增速-1.7%，较 1 季度恢复 6.1 个百分点，与去年同期相比减少 12.1 个百分点，非金融石油石化上市公司营收增速回归正值（0.2%）。分板块看，非金融石油石化口径，主板、中小板和创业板的营收增速分布为 0%、2.1%和 0.3%。

图表 9. 企业整体营收增速恢复



资料来源：万得，中银证券

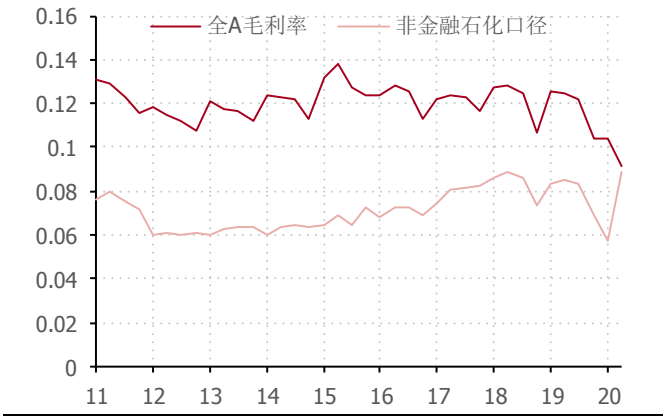
图表 10.非金融石油石化口径下各板块营收增速



资料来源：万得，中银证券

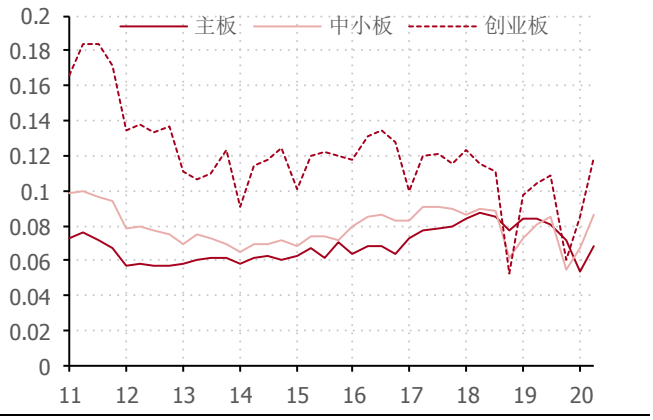
全 A 非金融石油石化、中小板和创业板的毛利率已经回复至历史均值水平附近。毛利率水平上，全部 A 股毛利率连续 5 个季度下滑。非金融石油石化上市公司毛利率较 1 季度显著改善，且优于去年同期。分板块看，主板、中小板和创业板企业毛利率水平均有所回升，其中中小板和创业板毛利率已经恢复至历史均值水平附近。

图表 11. 全 A 毛利率持续走低



资料来源：万得，中银证券

图表 12.各板块毛利率均有所改善，中小创上升程度超主板



资料来源：万得，中银证券

税费端，企业三项费用占营收比例较收窄，销售、管理费用率下降的比较明显。上半年全 A 非金融石油石化企业三项费用占营业收入较 1 季度下滑 1.3 个百分点，较去年底和去年同期下滑 0.4 和 0.2 个百分点，其余板块表现类似，其中主板费用率降幅最大。受疫情影响，企业管理费用率明显下降，所得税规模与过去基本持平。分板块看，中小板与创业板企业在销售及管理费用率上也明显回落。

图表 13. 各板块税费项目表

税费项目	板块	2020H1	2020Q1	2019H2	2019Q3	2019H1
三费占营收比例	全A	10.0%	12.1%	11.7%	11.4%	11.3%
	全A非金融石	9.8%	11.0%	10.0%	10.0%	10.1%
	主板	9.4%	11.6%	11.4%	11.1%	10.9%
	中小板	12.9%	14.4%	13.0%	13.1%	13.3%
	创业板	15.4%	17.2%	15.4%	15.2%	15.6%
销售费用率	全A	3.2%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
	全A非金融石	3.3%	4.6%	4.6%	4.6%	4.7%
	主板	2.7%	2.7%	3.0%	3.0%	2.9%
	中小板	5.9%	6.5%	6.4%	6.5%	6.5%
	创业板	7.7%	8.3%	7.9%	7.6%	7.8%
管理费用率	全A	5.5%	7.3%	7.0%	6.7%	6.6%
	全A非金融石	5.2%	4.3%	3.8%	3.8%	3.8%
	主板	5.5%	7.5%	7.2%	6.9%	6.8%
	中小板	5.1%	5.9%	5.0%	5.0%	5.1%
	创业板	6.5%	7.5%	6.2%	6.3%	6.4%
财务费用率	全A	1.3%	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%
	全A非金融石	1.3%	2.1%	1.5%	1.6%	1.7%
	主板	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
	中小板	1.8%	2.1%	1.6%	1.6%	1.7%
	创业板	1.2%	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%
税金及附加占比	全A	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
	全A非金融石	1.8%	1.2%	1.3%	1.2%	1.3%
	主板	2.0%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%
	中小板	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
	创业板	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

资料来源：万得，中银证券

整体来看，企业盈利正逐步走出疫情带来的冲击，与主板企业相比，中小创的恢复速度更快。上半年各板块盈利增速均出现不同程度的回暖，但主板盈利增速仍处于负增长区间，中小板和创业板块的盈利增速已回归正值。沪深 300 盈利增速持续走平，中小板指与创业板指盈利增速回暖且远超去年同期水平。对企业利润进行拆解发现，营收增速和毛利率的反弹是企业盈利增速回暖的关键，疫情影响下，企业的销售及管理费用占比显著下降。

图表 13. 各板块指数盈利相关数据汇总

项目	时间	全A	全A非	主板非	中小板非	创业板非	沪深300	中小板指	创业板指
盈利	2020H1	-19.1%	-13.6%	-20.1%	7.8%	14.4%	-18.7%	16.7%	22.8%
	2020Q1	-23.4%	-41.0%	-46.4%	-17.3%	-23.3%	-16.8%	2.1%	-12.0%
	2019H2	6.8%	-1.2%	-1.8%	-9.4%	34.5%	12.1%	3.2%	3.1%
	2019Q3	8.1%	1.7%	1.0%	1.5%	7.6%	13.1%	14.0%	8.6%
	2019H1	8.2%	1.1%	2.3%	-3.9%	-3.6%	12.7%	6.1%	1.1%
营收	2020H1	-1.7%	0.2%	-0.1%	2.1%	0.3%	-2.0%	7.3%	1.1%
	2020Q1	-7.8%	-10.0%	-10.5%	-6.7%	-10.5%	-6.2%	1.6%	-8.8%
	2019H2	9.5%	9.6%	9.3%	10.5%	11.7%	11.3%	14.8%	17.9%
	2019Q3	9.6%	8.9%	9.2%	6.7%	9.9%	12.0%	15.9%	14.9%
	2019H1	10.4%	9.0%	9.4%	6.7%	8.2%	12.7%	18.3%	14.1%
毛利率	2020H1	9.1%	8.9%	6.8%	8.6%	11.8%	11.0%	13.1%	16.5%
	2020Q1	10.4%	5.7%	5.4%	6.8%	8.5%	13.2%	11.9%	13.3%
	2019H2	10.4%	6.9%	7.1%	5.5%	6.0%	13.6%	11.5%	10.3%
	2019Q3	12.2%	8.3%	8.1%	8.5%	10.9%	14.9%	13.0%	13.8%
	2019H1	12.5%	8.5%	8.4%	8.1%	10.5%	15.2%	11.7%	13.4%
三费占比	2020H1	10.0%	9.8%	9.4%	12.9%	15.4%	11.2%	13.9%	13.0%
	2020Q1	12.1%	11.0%	11.6%	14.4%	17.2%	10.8%	14.9%	13.8%
	2019H2	11.7%	10.0%	11.4%	13.0%	15.4%	12.0%	13.0%	12.8%
	2019Q3	11.4%	10.0%	11.1%	13.1%	15.2%	9.1%	6.7%	5.8%
	2019H1	11.3%	10.1%	10.9%	13.3%	15.6%	11.4%	15.4%	16.0%

资料来源：万得，中银证券

3 销售净利率及资产周转率带动中小创 ROE 增长

全 A 非金融石油石化 ROE（TTM）与 1 季度持平，主板小幅下滑，中小板与创业板回暖。2020H1 全部 A 股 ROE（TTM）为 8.7%，连续 4 个季度下滑；剔除金融石油石化后，主板 ROE 较 1 季度小幅下滑，中小板及创业板 ROE 有所回升，其中创业板增幅最大为 0.8 个百分点；主板与中小板、创业板 ROE 差距均有收窄。指数层面，与 1 季度相比 ROE 均有不同程度的改善，其中创业板指（剔除温氏）提升幅度最大为 1.2 个百分点。

对各板块（非金融石油石化）ROE 进行拆解后发现，销售净利率及资产周转率的提高带动中小版及创业板 ROE 增长。从 ROE 组成成分看，由于中小板 2 季度盈利和营收大幅增长，平均总资产下降，销售净利率较 1 季度提升 0.3 个百分点，资产周转率上升 0.05。创业板 ROE 的上升主要受销售净利率影响（上涨 0.9 个百分点）。对各指数 ROE 进行杜邦分解后表现与板块类似。尽管沪深 300 的 ROE 因权益乘数的提升（0.77）有所改善，但受到销售净利率下滑的拖累上升幅度不大。

图表 14. 各板块指数 ROE 和杜邦分解

项目	大类	分类	2020H1	2020Q1	2019H2	2019H1
ROE	整体	全A	8.7%	8.8%	9.6%	10.0%
		非金融石油石化	7.1%	7.1%	8.1%	8.8%
	板块	主板	9.2%	9.3%	10.2%	10.7%
		中小板	6.0%	5.5%	5.9%	6.3%
		创业板	5.2%	4.4%	4.9%	3.7%
	板块	主板（非金融石油石化）	7.6%	7.8%	9.0%	9.8%
		中小板（非金融石油石化）	5.5%	5.0%	5.4%	5.9%
		创业板（非金融石油石化）	5.2%	4.4%	4.9%	3.7%
	指数	沪深300	11.4%	11.1%	11.8%	12.2%
		中小板指	12.7%	12.3%	12.5%	13.5%
		创业板指	12.9%	11.9%	12.1%	11.2%
		创业板指（剔除温氏）	10.9%	9.7%	10.3%	11.1%
销售净利率	整体	全A	6.5%	7.2%	7.5%	7.7%
		非金融石油石化	4.1%	4.1%	4.5%	4.8%
	板块	主板	6.8%	7.6%	8.0%	8.2%
		中小板	4.4%	4.0%	4.1%	4.6%
		创业板	5.1%	4.2%	4.5%	3.5%
	板块	主板（非金融石油石化）	4.1%	4.1%	4.6%	5.0%
		中小板（非金融石油石化）	3.7%	3.4%	3.5%	4.0%
		创业板（非金融石油石化）	5.1%	4.2%	4.5%	3.5%
	指数	沪深300	8.9%	9.9%	10.2%	10.2%
		中小板指	9.4%	9.0%	9.0%	9.5%
		创业板指	11.1%	10.0%	9.7%	9.0%
		创业板指（剔除温氏）	9.7%	8.5%	8.6%	9.2%
资产周转率（次）	整体	全A	0.19	0.18	0.19	0.19
		非金融石油石化	0.61	0.57	0.60	0.61
	板块	主板	0.17	0.16	0.17	0.17
		中小板	0.48	0.45	0.47	0.52
		创业板	0.56	0.56	0.59	0.58
	板块	主板（非金融石油石化）	0.60	0.56	0.59	0.59
		中小板（非金融石油石化）	0.70	0.65	0.67	0.69
		创业板（非金融石油石化）	0.56	0.56	0.59	0.58
	指数	沪深300	0.14	0.13	0.14	0.14
		中小板指	0.40	0.36	0.37	0.44
		创业板指	0.62	0.64	0.67	0.67
		创业板指（剔除温氏）	0.58	0.60	0.63	0.64
权益乘数	整体	全A	7.15	6.91	6.79	6.86
		非金融石油石化	2.82	3.04	3.02	3.00
	板块	主板	7.98	7.56	7.42	7.54
		中小板	2.85	3.08	3.05	2.67
		创业板	1.83	1.83	1.83	1.79
	板块	主板（非金融石油石化）	3.08	3.34	3.31	3.33
		中小板（非金融石油石化）	2.13	2.28	2.28	2.10
		创业板（非金融石油石化）	1.83	1.83	1.83	1.79
	指数	沪深300	9.47	8.70	8.54	8.74
		中小板指	3.36	3.82	3.77	3.26
		创业板指	1.88	1.86	1.87	1.86
		创业板指（剔除温氏）	1.91	1.89	1.90	1.88

资料来源：万得，中银证券

4 周期成长盈利大幅改善 必需消费恢复式增长

周期成长的盈利增速改善幅度最大，周期资源和基建景气度继续下降。盈利增速方面，除金融地产盈利增速持续下降外，其余板块 2 季度盈利增速均有不同程度的改善，其中周期成长板块上升 53 个百分点，提升幅度最大。必需消费从一季度的 9%增长至 25%。ROE 方面，周期制造、金融地产、必须消费及周期成长板的 ROE 均有不同程度提升，其中周期成长上升幅度最大（1 个百分点）。可选消费与成长板块 ROE 连续两个季度下滑；基建及周期资源板块 ROE 连续三个季度回落，周期资源板 2 季度降幅达 1.2 个百分点为各板块之首，基建主要是受到交运行业的拖累。

图表 15. 大类板块过去 4 个季度盈利增速及 ROE

大类板块	盈利增速				ROE			
	2020H1	2020Q1	2019H2	2019Q3	2020H1	2020Q1	2019H2	2019Q3
周期资源	-66.0%	-91.0%	-13.0%	-15.4%	4.6%	5.8%	7.4%	8.4%
周期制造	-14.0%	-57.0%	-35.0%	-15.0%	4.2%	3.7%	4.9%	7.1%
金融地产	-13.0%	-5.0%	14.0%	16.0%	12.4%	11.5%	12.0%	12.3%
必需消费	25.0%	9.0%	14.0%	16.1%	14.0%	12.8%	12.9%	13.2%
可选消费	-37.0%	-63.0%	7.0%	5.5%	7.1%	7.6%	9.4%	9.0%
基建	-52.0%	-84.0%	7.0%	13.3%	5.2%	6.0%	8.0%	8.6%
周期成长	18.0%	-35.0%	8.0%	4.5%	5.1%	4.1%	4.9%	5.2%
成长	-13.0%	-18.0%	152.0%	-13.4%	0.2%	0.3%	0.6%	-0.4%

资料来源：万得，中银证券

10 个一级行业利润增速录得正增长，通信、农林牧渔、军工和电力设备增速居前，其中农林牧渔和军工较一季度增速大幅下滑。28 个申万一级行业中，有 10 个盈利增速录得正增长，25 个行业增速环比一季度改善，其中通信、电力设备、医药、电子、食品饮料、机械、公用事业和建材的业绩向好趋势比较明确（增速回正并且环比一季度改善幅度在 20%以上）。结合 ROE 来看，建材、机械、医药、食品饮料、公用事业、电子和电力设备的景气度较高（盈利增速为正，ROE 环比改善）。

图表 16. 过去四个季度，一级行业盈利增速及 ROE

大类板块	行业	盈利增速				ROE			
		2020H1	2020Q1	2019H2	2019Q3	2020H1	2020Q1	2019H2	2019Q3
周期资源	钢铁	-31.5%	-41.0%	-42.4%	-41.5%	6.7%	7.5%	8.3%	9.9%
	煤炭	-20.9%	-27.5%	-0.7%	6.4%	9.3%	9.8%	10.8%	11.7%
	石油石化	-150.5%	-204.2%	-3.3%	-18.8%	1.0%	3.3%	5.9%	5.1%
	有色金属	-23.9%	-47.8%	-43.2%	-24.2%	1.1%	1.2%	1.8%	1.7%
	建材	0.2%	-36.2%	5.1%	14.8%	15.8%	15.2%	16.4%	17.9%
周期制造	机械	8.8%	-41.3%	56.0%	23.2%	6.3%	5.5%	6.3%	5.3%
	汽车	-28.2%	-83.2%	-33.1%	-32.0%	4.6%	4.0%	5.7%	6.2%
	基础化工	-20.7%	-42.2%	-72.7%	-19.2%	1.6%	1.7%	2.7%	8.2%
金融地产	房地产	-21.7%	-45.9%	14.5%	15.9%	13.1%	13.5%	14.8%	14.9%
	建筑	-8.4%	-27.5%	6.8%	8.5%	9.4%	9.5%	10.1%	10.5%
	非银金融	-22.6%	-23.6%	65.7%	74.0%	9.7%	10.5%	11.8%	12.0%
	银行	-8.0%	5.5%	6.9%	7.6%	13.2%	11.5%	11.7%	12.0%
必需消费	农林牧渔	200.3%	459.8%	205.1%	94.4%	21.4%	19.0%	15.7%	9.8%
	医药	12.5%	-13.2%	-11.8%	3.1%	8.6%	7.7%	8.4%	9.9%
	食品饮料	10.4%	0.0%	13.8%	19.2%	20.8%	19.7%	20.1%	21.3%
可选消费	消费者服务	-116.8%	-140.7%	22.8%	13.9%	2.7%	5.5%	9.7%	9.4%
	家电	-26.9%	-51.9%	19.3%	13.1%	13.9%	14.7%	17.4%	17.1%
	轻工制造	-14.2%	-32.2%	6.8%	-9.3%	8.6%	8.8%	9.5%	8.4%
	纺织服装	-34.1%	-64.7%	-13.6%	-12.9%	4.2%	4.0%	5.5%	5.6%
	商贸零售	-46.6%	-70.3%	-9.7%	9.2%	3.4%	3.8%	5.1%	6.3%
基建	公用事业	7.8%	-25.9%	12.5%	17.9%	7.1%	6.5%	7.2%	7.7%
	交通运输	-100.8%	-122.6%	3.7%	9.5%	3.5%	5.4%	8.8%	10.0%
周期成长	电子	11.7%	-13.0%	16.7%	1.1%	6.9%	6.5%	6.9%	6.2%
	电力设备	19.1%	-13.4%	25.6%	8.2%	6.0%	5.4%	5.8%	5.2%
	计算机	-37.6%	-110.7%	0.0%	27.5%	2.1%	2.2%	3.5%	4.7%
	通信	514.8%	-44.6%	-38.6%	-22.0%	5.3%	1.9%	2.7%	3.7%
成长	国防军工	34.0%	153.8%	31.1%	22.6%	4.4%	4.6%	3.7%	3.5%
	传媒	-29.7%	-51.4%	7.5%	-20.9%	-2.4%	-2.3%	-1.3%	-3.0%

资料来源：万得，中银证券

图表 16. 部分景气度向好的二级行业（ROE 降序）

行业	盈利增速			ROE		
	2020Q1	2020H1	盈利增速环比	2020Q1	2020H1	ROE环比
装饰材料	-71.5%	265.7%	337.2%	0.13	0.18	0.05
半导体	61.1%	111.1%	50.0%	0.11	0.15	0.04
通用设备	-20.2%	152.7%	172.8%	0.01	0.05	0.04
通信设备制造	-47.6%	202.3%	249.8%	0.04	0.08	0.04
互联网媒体	-29.5%	89.8%	119.3%	0.07	0.10	0.03
证券Ⅱ	-22.7%	136.3%	159.0%	1.07	1.10	0.03
其他轻工Ⅱ	-54.3%	151.2%	205.5%	0.06	0.09	0.03
其他医药医疗	-9.8%	94.1%	103.9%	0.09	0.12	0.03
汽车销售及服务Ⅱ	-187.4%	293.7%	481.1%	0.03	0.04	0.02
金属制品Ⅱ	-54.2%	170.2%	224.5%	0.04	0.06	0.01
饮料	-54.4%	41.9%	96.3%	0.13	0.15	0.01
消费电子	6.2%	78.9%	72.7%	0.06	0.08	0.01
乘用车Ⅱ	-99.9%	91.7%	191.7%	0.06	0.07	0.01
黑色家电Ⅱ	-163.8%	120.7%	284.5%	0.03	0.04	0.01
食品	10.0%	73.5%	63.5%	0.13	0.14	0.01
电气设备	-37.9%	35.2%	73.0%	0.08	0.09	0.01
贵金属	22.2%	95.2%	73.0%	0.04	0.04	0.01
小家电Ⅱ	-39.7%	14.5%	54.2%	0.12	0.13	0.01
计算机设备	-145.6%	75.1%	220.8%	0.06	0.07	0.01
兵器兵装Ⅱ	-38.9%	38.1%	77.0%	0.08	0.09	0.01
商用车	-143.6%	45.5%	189.0%	0.06	0.06	0.01
种植业	-28.2%	11.2%	39.4%	0.04	0.05	0.00
其他电子零组件Ⅱ	-16.9%	15.8%	32.8%	0.08	0.08	0.00
元器件	10.1%	28.4%	18.4%	0.18	0.18	0.00
物流	-18.5%	9.6%	28.1%	0.01	0.01	0.00
纺织制造	-64.9%	8.1%	73.0%	0.03	0.03	0.00
发电及电网	-26.8%	48.1%	75.0%	0.23	0.23	0.00

资料来源：万得，中银证券

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，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