本报告的主要看点：

1. 2020 年中报业绩剖析和全年业绩展望

业绩明显反弹，结构分化延续

——2020 年中报业绩剖析

基本结论

- **A 股中报业绩明显反弹，在电子、医药和农业等高增长板块带动下，中小创中报净利润增速已转正。**2020 年全部 A 股中报收入增速和净利润增速分别为-2.9%、-17.9%，较一季度的-8.8%和-23.9%有明显改善。非金融 A 股中报收入增速和净利润增速分别为-5.1%、-24.4%，同样较一季度的-12.3%和-52.3%有明显回升。分板块来看，主板、中小板和创业板（剔除温氏股份）中报净利润增速分别为-21.5%、6.9%、8.4%。其中主板业绩增速较上季度的-24.6%改善并不显著，主要受银行等权重板块的业绩拖累。中小板和创业板业绩大幅改善的原因主要来自电子、医药和农业等高增长板块的拉动。
- **行业结构分化：必需消费、TMT 和基建相关板块业绩亮点较多。**1）必需消费行业业绩相对稳定：医药和食品饮料行业中报业绩增速分别为 10.6%和 9.8%，主要受益于终端需求持续恢复。2）电子板块高景气度延续：电子行业中报业绩增速为 17.9%，较上季度的-10.9%大幅回升，带动业绩上行的主要驱动力来自消费电子板块的高景气。3）直接受益于疫情的“宅经济”板块中报业绩增长持续：传媒行业中报整体业绩增速由一季度的-49.8%跃升为 5.9%，其中游戏和视频板块业绩均明显恢复。4）基建相关的行业业绩同样韧性十足：机械和建材行业中报业绩增速分别为 7.5%和-1.5%，较上季度的-46.7%和-38.0%明显改善，主要受益于基建托底经济以及行业格局优化。
- **A 股整体 ROE 仍处在低位，下半年随着 PPI 企稳或逐步回升。**自 2018 年四季度以来，随着 PPI 进入下行通道，A 股整体 ROE 持续下行，2020 年 A 股中报 ROE（TTM）仍处在低位。2020 年全部 A 股和金融 A 股中报 ROE（TTM）分别为 7.8%（上季度为 8.1%）、6.2%（上季度为 6.1%）。整体来说，当前 A 股 ROE 水平基本处在 2017 年以来的低位，其中 PPI 持续下行是导致 ROE 下滑的核心宏观因素，也就是价格下行导致企业净利率下降，同时导致企业收入端下降，进一步影响资产周转率。从 ROE 拆分来看，净利率和周转率的下降是 ROE 下行的核心推动力。
- **A 股经营现金流随着业绩修复而改善，筹资现金流在宽信用环境下显著改善。**随着终端需求和供应链随着疫情缓和而逐步修复，在业绩改善的同时企业经营现金流也有所改善，经营现金流 TTM 增速由一季度的-0.6%上升至 3.3%。从企业筹资现金流来看，在宽信用的环境中，当前 A 股非金融企业筹资现金流明显改善。疫情以来，整个信用环境相对宽松，叠加上市公司资产负债表经历了过去两年的持续修复，当前 A 股非金融企业筹资现金流明显改善。
- **在未来需求仍面临疫情等不确定性因素的情况下，尽管现金流有所改善，但当前上市公司资本开支意愿不足。**具体而言，二季度资本开支 TTM 增速为 6.17%，仍处在近几年的低位。现金流改善的背景下企业不进行资本开支，而是进行大规模的委托理财，今年上半年上市公司委托理财的规模超过 3 万亿，而去年全年这一规模仅为 4 万亿左右（去年上半年仅为 2 万亿左右）。
- **展望全年 A 股业绩增速，我们预计 A 股业绩逐季改善，2020 年全部 A 股和非金融 A 股企业全年净利润增速分别为-2%、-8%。**节奏上来看，一季度是全年业绩底部，二季度明显反弹，三季度和四季度业绩持续修复。三季度和四季度海外需求在疫情缓和的背景下或加快恢复，叠加专项债资金到位后财政支出进一步扩张，自上而下来看 A 股业绩将伴随着经济复苏而改善。
- **风险提示：**海外黑天鹅事件（主权债违约、地缘政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、2020 年中报业绩：触底反弹，中小创业绩增速已转正 4
1.1 2020 年 A 股中报业绩触底反弹，收入和净利润增速均明显回升 4
1.2 在电子、医药和农业等高增长板块带动下，中小创净利润增速已转正 ... 4
1.3 行业结构分化：必需消费、TMT 和基建相关板块业绩亮点较多 5
二、A 股整体 ROE 仍处在低位，下半年随着 PPI 回升或逐步企稳 6
三、宽信用背景下，A 股筹资现金流明显回升 8
3.1 经营现金流随着业绩修复而改善 8
3.2 企业筹资现金流在宽信用环境下显著改善 9
四、尽管现金流有所改善，但企业资本开支意愿仍相对不足 9
五、结语与业绩展望 11

图表目录

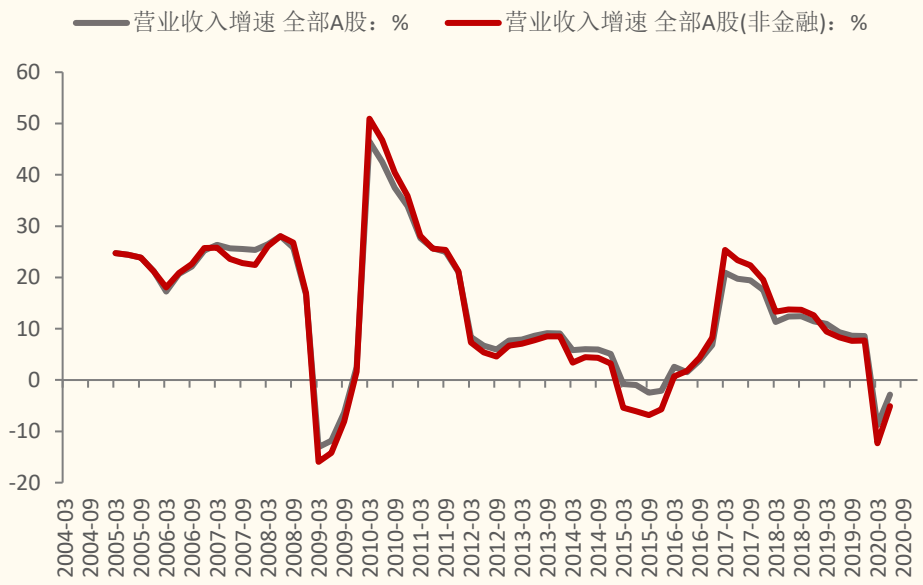
图表 1：A 股整体营业收入增速 4
图表 2：A 股整体净利润增速 4
图表 3：各板块收入增速 5
图表 4：各板块净利润增速 5
图表 5：行业净利润增速（%） 6
图表 6：A 股整体 ROE 与 PPI、M1-M2 增速 7
图表 7：A 股整体净利润率 7
图表 8：整体 A 股 ROE 拆分 8
图表 9：A 股非金融企业经营性现金流 8
图表 10：企业筹资现金明显改善 9
图表 11：非金融 A 股整体资本开支情况 10
图表 12：非金融 A 股现金流与资本开支 10
图表 13：上市公司委托理财规模 11

一、2020 年中报业绩：触底反弹，中小创业绩增速已转正

1.1 2020 年 A 股中报业绩触底反弹，收入和净利润增速均明显回升

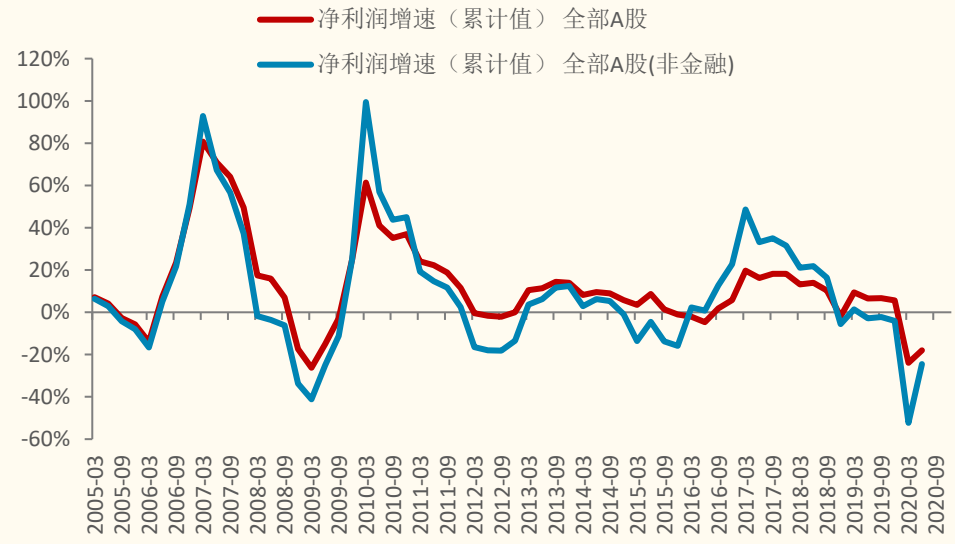
- **二季度以来，随着疫情缓和和复工复产进度加快，A 股企业盈利明显反弹。**2020 年全部 A 股中报收入增速和净利润增速分别为-2.9%、-17.9%，较一季度的-8.8%和-23.9%有明显改善。非金融 A 股中报收入增速和净利润增速分别为-5.1%、-24.4%，同样较一季度的-12.3%和-52.3%有明显回升。

图表 1：A 股整体营业收入增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：A 股整体净利润增速

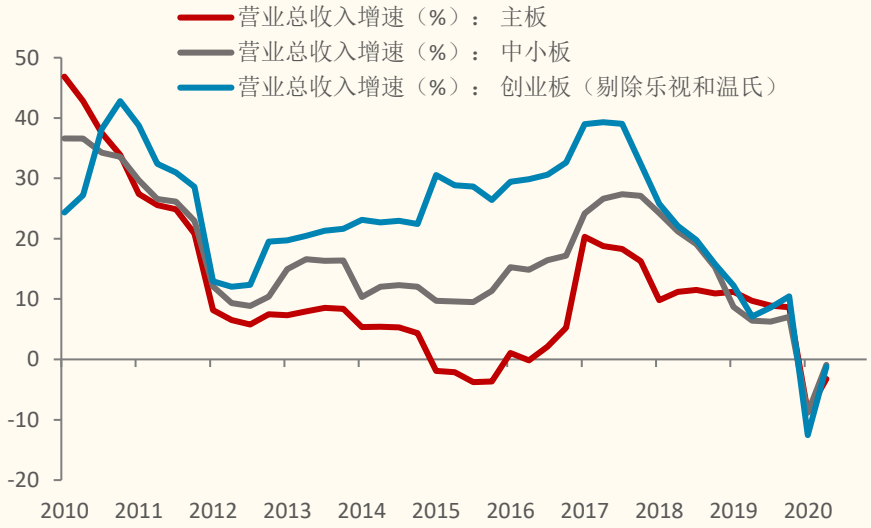


来源：Wind、国金证券研究所

1.2 在电子、医药和农业等高增长板块带动下，中小创净利润增速已转正

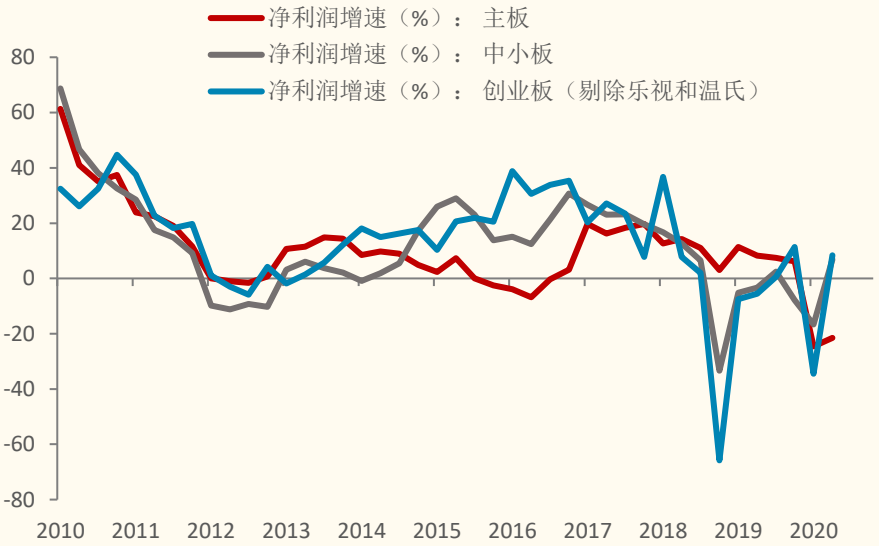
■ **分板块来看，中小创业绩改善幅度较大，在电子、医药和农业等高增长板块带动下，中小创中报净利润增速已转正。**具体来说，主板、中小板和创业板（剔除温氏股份）中报净利润增速分别为-21.5%、6.9%、8.4%。其中主板业绩增速较上季度的-24.6%改善并不显著，主要受银行等权重板块的业绩拖累。中小板和创业板业绩大幅改善的原因主要来自电子、医药和农业等高增长板块的拉动。

图表 3：各板块收入增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：各板块净利润增速



来源：Wind、国金证券研究所

1.3 行业结构分化：必需消费、TMT 和基建相关板块业绩亮点较多

■ **1）必需消费类行业公司业绩相对稳定：**医药和食品饮料行业中报业绩增速分别为 10.6%和 9.8%，在终端需求持续恢复的背景下，必需消费类行业业绩保持稳步抬升。

■ **2）电子板块高景气度延续：**电子行业中报业绩增速为 17.9%，较上季度的-10.9%大幅回升，带动业绩上行的主要驱动力来自消费电子板块的高景气，特别是苹果手机产业链相关公司，中报业绩超预期较为明显。

- **3）直接受益于疫情的“宅经济”板块中报业绩增长持续：**传媒行业中报整体业绩增速由一季度的-49.8%跃升为 5.9%，其中直接受益于“宅经济”的游戏和视频板块业绩均明显恢复。
- **4）基建相关的行业业绩同样韧性十足：**机械和建材行业中报业绩增速分别为 7.5%和-1.5%，较上季度的-46.7%和-38.0%均有明显改善，主要受益于基建托底经济以及行业格局优化。

图表 5：行业净利润增速（%）

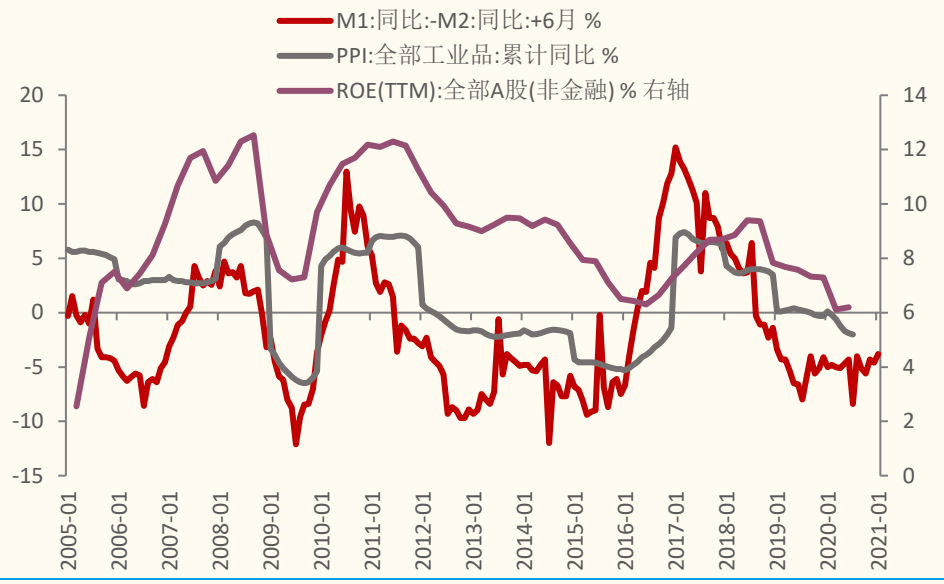
	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	趋势
通信	1062.9	-183.9	-60.5	-255.0	-56.7	446.4	
农林牧渔	-62.3	83.7	69.7	195.9	397.6	185.3	
电气设备	17.6	1.2	8.1	46.8	-11.0	22.4	
电子	-11.3	-2.9	3.0	24.6	-10.9	17.9	
医药生物	13.4	3.5	4.9	-8.6	-17.9	10.6	
食品饮料	23.1	21.2	19.6	14.3	-0.7	9.8	
机械设备	31.1	28.2	14.0	5.7	-46.7	7.5	
传媒	-24.1	-55.7	-42.0	34.1	-49.8	5.9	
公用事业	18.3	10.2	15.3	4.9	-29.1	5.1	
国防军工	87.6	51.1	33.8	12.4	39.6	3.0	
建筑材料	46.5	19.0	17.6	17.3	-38.0	-1.5	
建筑装饰	11.8	2.5	6.1	6.1	-30.4	-8.9	
银行	6.3	6.8	7.1	6.9	5.5	-9.4	
房地产	14.2	16.5	12.7	10.0	-42.4	-20.1	
轻工制造	-27.9	-24.2	-16.1	8.3	-35.5	-21.4	
非银金融	71.3	68.4	73.0	64.9	-23.6	-22.7	
汽车	-26.7	-32.7	-30.3	-24.0	-81.6	-30.4	
家用电器	7.2	9.9	12.6	16.4	-46.3	-31.2	
有色金属	-38.7	-32.2	-28.3	-46.5	-56.9	-32.9	
钢铁	-47.5	-39.3	-45.6	-45.8	-41.4	-35.0	
计算机	64.6	36.6	25.6	-6.9	-118.4	-44.5	
商业贸易	15.4	-7.9	15.3	-15.2	-72.9	-44.6	
纺织服装	2.7	-14.1	-19.3	-22.1	-80.7	-54.4	
化工	-22.5	-20.6	-21.9	-37.7	-107.2	-70.8	
采掘	7.0	6.0	-2.9	-2.3	-84.3	-78.0	
交通运输	12.2	12.3	8.9	12.4	-121.8	-99.3	
休闲服务	76.4	24.9	7.2	-9.0	-151.2	-122.2	

来源：Wind、国金证券研究所

二、A 股整体 ROE 仍处在低位，下半年随着 PPI 企稳或逐步回升

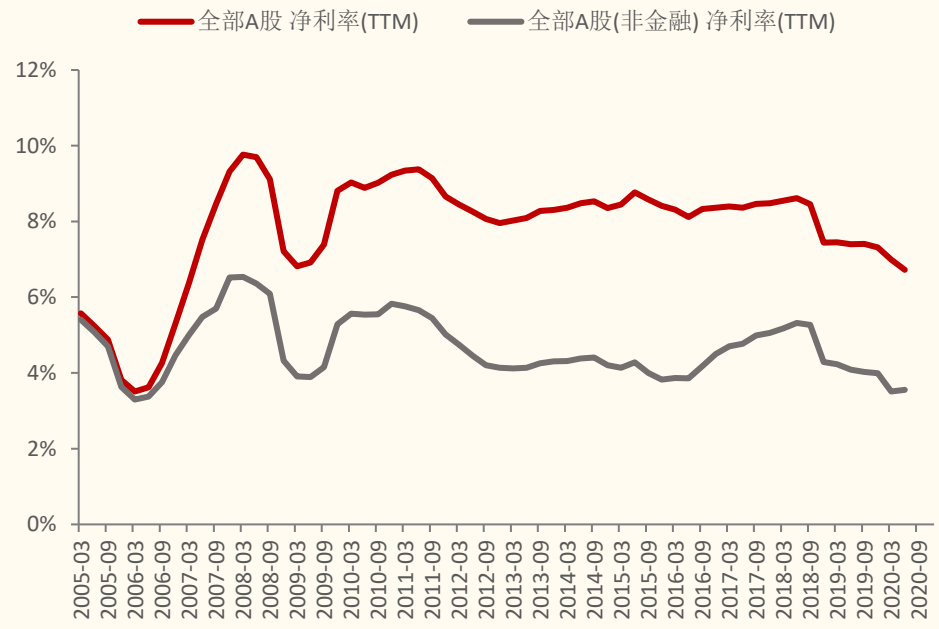
- **自 2018 年四季度以来，随着 PPI 进入下行通道，A 股整体 ROE 持续下行，2020 年 A 股中报 ROE（TTM）仍处在低位。**2020 年全部 A 股和金融 A 股中报 ROE（TTM）分别为 7.8%（上季度为 8.1%）、6.2%（上季度为 6.1%）。整体来说，当前 A 股 ROE 水平基本处在 2017 年以来的低位，其中 PPI 持续下行是导致 ROE 下滑的核心宏观因素，也就是价格下行导致企业净利率下降，同时导致企业收入端下降，进一步影响资产周转率。从 ROE 拆分来看，净利率和周转率的下降是 ROE 下行的核心推动力。
- 前瞻来看，一般来说 M1-M2 增速领先 PPI 增速 6 个月左右，目前来看当前 M1-M2 增速处在温和上行阶段，那么未来 6 个月 PPI 增速或逐步企稳，在此背景下下半年 A 股 ROE 水平或逐步企稳回升。

图表 6：A 股整体 ROE 与 PPI、M1-M2 增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：A 股整体净利润率



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：整体 A 股 ROE 拆分

	ROE(TTM)	净利润率(TTM)	资产周转率(TTM)	权益乘数(TTM)
全部A股				
2020/06	7.83%	6.73%	16.56%	7.03
2020/03	8.07%	6.99%	16.72%	6.90
2019/12	8.85%	7.31%	17.78%	6.81
2019/09	9.07%	7.41%	18.45%	6.64
2019/06	9.27%	7.40%	18.38%	6.82
2019/03	9.18%	7.45%	18.32%	6.73
全部A股(非金融)				
2020/06	6.20%	3.55%	57.51%	3.04
2020/03	6.11%	3.51%	58.54%	2.98
2019/12	7.29%	3.99%	61.24%	2.98
2019/09	7.33%	4.03%	61.00%	2.98
2019/06	7.57%	4.09%	61.81%	2.99
2019/03	7.68%	4.23%	61.72%	2.94
全部A股(非金融石油石化)				
2020/06	6.78%	4.04%	54.27%	3.09
2020/03	6.47%	3.91%	54.55%	3.03
2019/12	7.48%	4.31%	56.91%	3.05
2019/09	7.60%	4.41%	56.54%	3.05
2019/06	7.78%	4.44%	57.15%	3.06
2019/03	7.89%	4.58%	57.17%	3.01

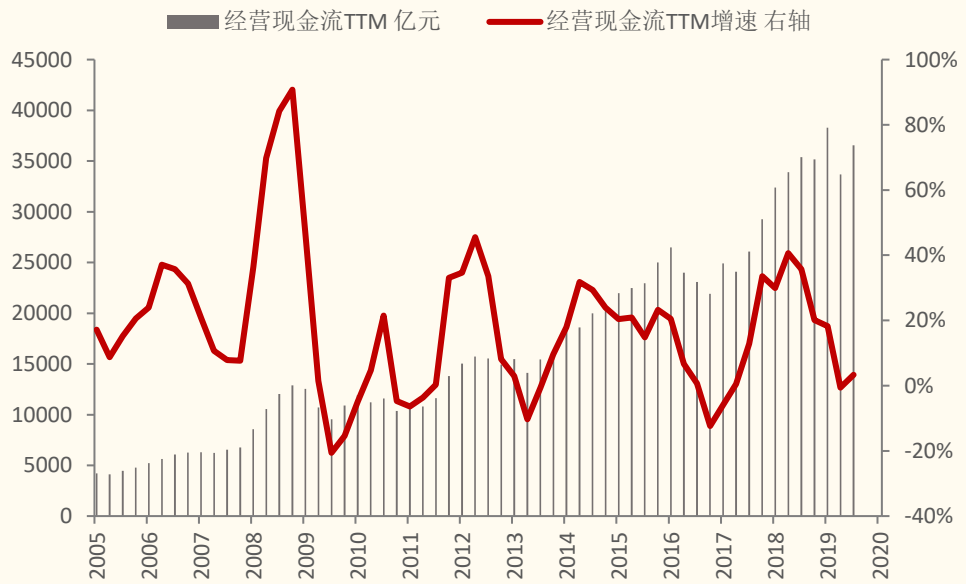
来源：Wind、国金证券研究所

三、宽信用背景下，A 股筹资现金流明显回升

3.1 经营现金流随着业绩修复而改善

- **2020 年中报显示 A 股非金融企业经营现金流随着业绩修复而改善，经营现金流 TTM 增速由一季度的-0.6%上升至 3.3%。**随着终端需求和供应链随着疫情缓和而逐步修复，在业绩改善的同时企业经营现金流也有所改善。从经营性现金流净额占净利润比重来看，2020 年中报这一比例为 250%，处在 2010 年以来的高位。这意味着整体而言当前 A 股企业净利润“含金量”水平较高。

图表 9：A 股非金融企业经营性现金流

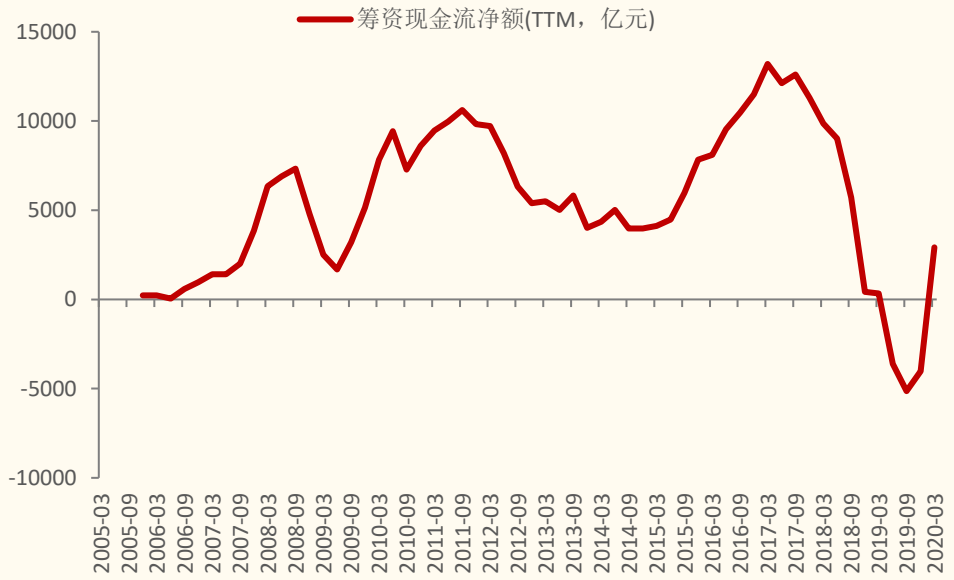


来源：Wind、国金证券研究所

3.2 企业筹资现金流在宽信用环境下显著改善

- **从企业筹资现金流来看，在宽信用的环境中，当前 A 股非金融企业筹资现金流明显改善。**2017 年资管新规出台以来，企业融资端受到监管政策的压力，2017-2019 年 A 股上市公司加速偿债，筹资现金流净额持续下行，筹资现金流净额（TTM）于 2019 年二季度达到负值区间。疫情以来，整个信用环境相对宽松，叠加上市公司资产负债表经历了过去两年的持续修复，当前 A 股非金融企业筹资现金流明显改善，截止 2020 年中报，筹资现金流净额（TTM）为 2926 亿，重回正区间。

图表 10：企业筹资现金明显改善

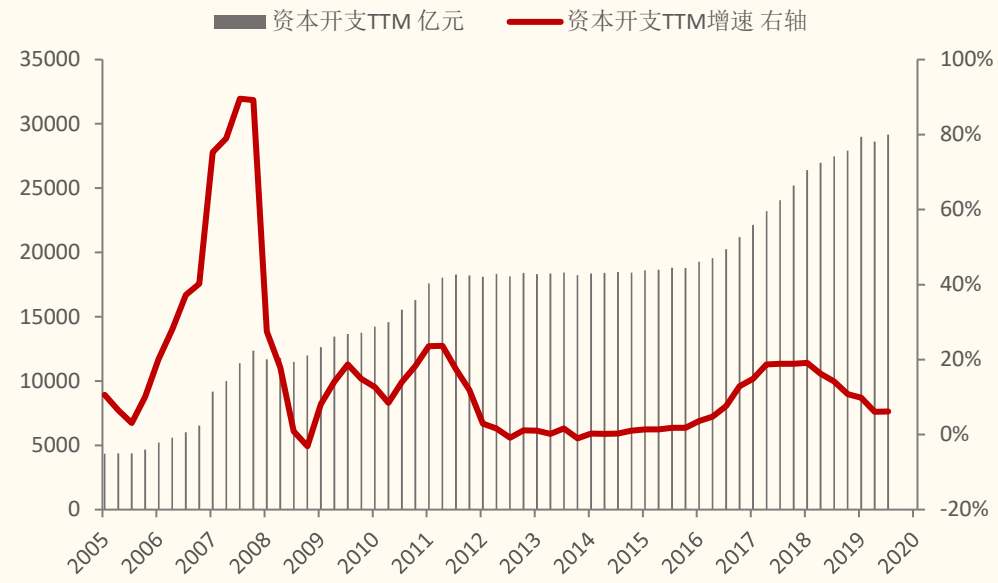


来源：Wind、国金证券研究所

四、尽管现金流有所改善，但企业资本开支意愿仍相对不足

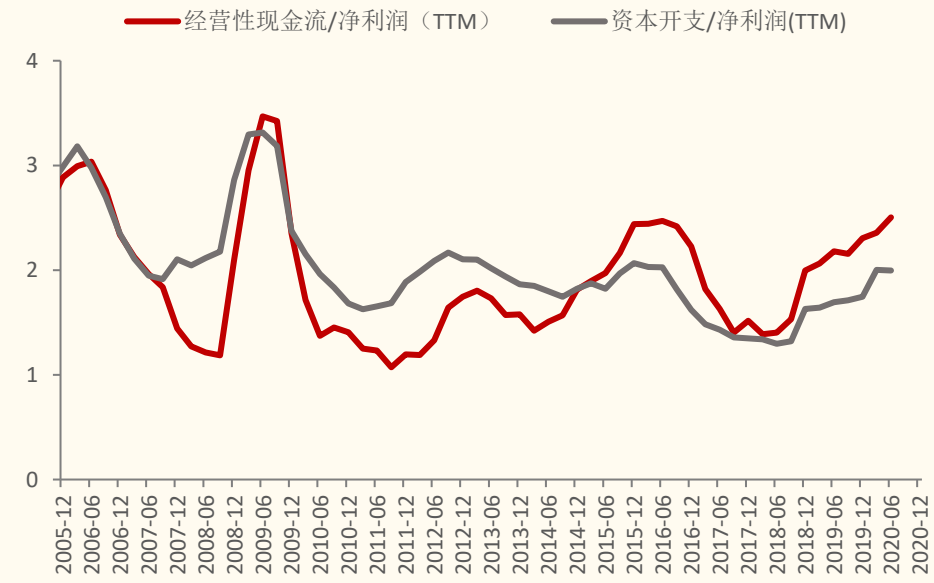
- **在未来需求仍面临疫情等不确定性因素的情况下，尽管现金流有所改善，但当前上市公司资本开支意愿不足。**具体而言，二季度资本开支 TTM 增速为 6.17%，仍处在近几年的低位。现金流改善的背景下企业不进行资本开支，而是进行大规模的委托理财，今年上半年上市公司委托理财的规模超过 3 万亿，而去年全年这一规模仅为 4 万亿左右（去年上半年为 2.3 万亿）。

图表 11：非金融 A 股整体资本开支情况



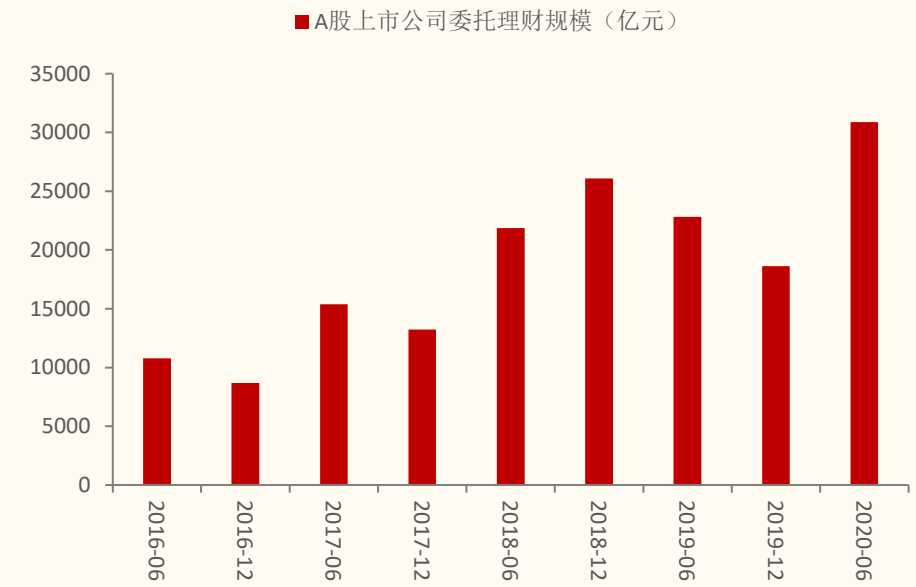
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：非金融 A 股现金流与资本开支



来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：上市公司委托理财规模



来源：Choice、国金证券研究所

五、结语与业绩展望

- 总结中报业绩，A 股业绩增速正从一季度业绩底部逐步回升，中小创在电子、医药和农业等高景气板块带动下已实现正增长。**但行业结构上分化较大，其中最为明显的特征是部分中下游行业业绩恢复较快，而上游行业业绩仍相对较弱。**具体而言，必需消费、TMT 和基建相关的行业中报业绩亮点较多。
- 与此同时，尽管在业绩修复和宽信用环境的背景下，A 股企业经营现金流和筹资现金流均有明显改善，但需求仍面临疫情等不确定性，当前企业资本开支意愿相对不足，取而代之的是进行大量的委托理财，上半年上市公司委托理财规模创新高。
- **展望全年 A 股业绩增速，我们预计 A 股业绩逐季改善，2020 年全部 A 股和非金融 A 股企业全年净利润增速分别为-2%、-8%。**
- **风险提示：**经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权评级下调、政治风险等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH