策略专题 20200901

20Q2 盈利回暖，有望持续改善

——20 年中报业绩点评

2020 年 9 月 1 日

证券分析师 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

核心结论：

■ ①20Q2 全部 A 股归母净利润累计同比-17.9%，Q2 当季同比-12.4%，较 Q1 当季-24.0%回升明显，但整体仍处历史低位，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 4%/12%。②20Q2 全部 A 股单季度 ROE 大幅反弹至 2.4%，目前已经恢复到疫情之前水平，未来随着经济持续向好，我们预计 2020/2021 全年 ROE 为 9%/11%。③从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势分化明显，20Q2 中小板指、创业板指归母净利润累计同比分别为 18.6%/35.4%，上证 50、沪深 300 分别为-21.0%/-17.0%。④Q2 各行业盈利全面回升，传媒、通信、证券等行业单季度盈利增速居前，石油石化、消费者服务、交通运输等行业盈利修复较慢。

正文摘要

■ **二季度盈利回暖，有望持续改善。**①20Q2/20Q1/19Q4 全部 A 股归属母公司股东净利累计同比分别为-17.9%/-24.0%/6.4%，05 年以来均值为 13.5%，目前处于 05 年以来由低到高 5%分位。单季度表现来看二季度盈利恢复迅猛，20Q2 全部 A 股单季度归母净利润同比增速较 Q1 环比上升 11.6 个百分点。整体来看，A 股盈利增速在经历了年初新冠疫情冲击大幅深蹲后，二季度回暖，往后随着经济逐步回归之潜在增速，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 4%/12%。②按照利润表拆分归母净利润，整体上各项指标均好转，其中营收是盈利回暖的主力，三费费率亦有较大贡献。从营业收入累计同比看，二季度有所回暖，但仍未恢复到疫情之前水平；从毛利率看，二季度有所回升，接近疫情前水平；从三项费用来看，财务、销售、管理费率均有所下降，三费占营收比例 12.4%，已经回到疫情之前的水平。③全部 A 股 20Q2/20Q1/19Q4 单季度 ROE（整体法，下同）为 2.4%/1.9%/1.2%，目前已经恢复到疫情之前水平，未来随着经济持续向好，ROE 有望持续修复至四季度，我们预计 2020/2021 全年 ROE 为 9%/11%。④根据杜邦公式拆解 ROE，二季度全部 A 股资产周转率持续下滑，净利率和资产负债率有所回升，目前已经恢复到疫情以前的水平，其中净利率的回暖是推动 ROE 反弹的主要推力。

■ **Q2 成长风格盈利改善明显，传媒、通信、证券等行业居前。**①从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势分化明显，成长风格盈利大幅改善，20Q2/20Q1/19Q4 中小板指归母净利润累计同比为 18.6%/2.6%/-8.2%，创业板指为 35.4%/3.9%/7.8%。价值风格盈利修复较慢，上证 50 甚至继续恶化至-21.0%/-15.5%/10.3%。②二季度各行业盈利全面回升，通信、证券单季度盈利增速居前。从归母净利润累计同比增速来看，各行业盈利在遭受疫情冲击大幅深蹲后，Q2 全面回升，31 个中信一级行业中有 26 个归母净利润累计同比较 Q1 有所上升，9 个较 Q1 由负转正。从单季度盈利增速来看，传媒、通信、证券Ⅱ、农林牧渔、食品是二季度增速最高的五个行业，石油石化、消费者服务、交通运输、保险Ⅱ和钢铁是单季度盈利表现最差的五个行业。从单季度盈利增速的环比增幅来看，传媒、通信、证券Ⅱ、汽车、计算机是 Q2 归母净利润同比增速环比增幅最高的五个行业，农林牧渔、国防军工、银行、保险Ⅱ、白酒是 Q2 归母净利润同比增速环比增幅表现最差的五个行业。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期。

相关研究

1、《A 股量体温：当前有多热？：A 股量体温：当前有多热？》2020-08-31
2、《策略专题 20200821：如果拜登获胜，美国股市会如何？》2020-08-21
3、《策略点评 20200810：中美贸易协定中期成果不及目标，半年度回顾两大看点》2020-08-10
4、《策略点评 20200806：黄金还能上车吗？一些风险信号》2020-08-06
5、《东吴证券月度策略及金股组合：依然看好市场保持活跃：依然看好市场保持活跃》2020-07-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 二季度盈利回暖，有望持续改善 4
2. Q2 成长风格盈利改善明显，传媒、通信、证券等行业居前 6
3. 风险提示 9

图表目录

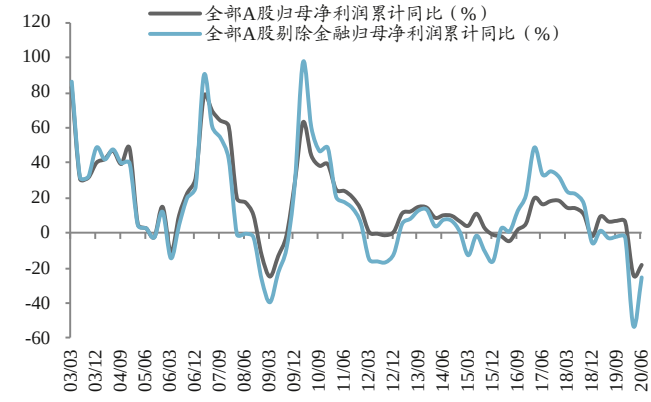
图 1：全 A 归母净利润累计同比 Q2 回暖 4
图 2：工业企业利润与归母净利累计同比走势趋同 4
图 3：三费同比和占营收比例有所下降 5
图 4：全部 A 股毛利率和营收有所回升 5
图 5：A 股二季度 ROE 大幅回升 6
图 6：净利率大幅回升带动 ROE 反弹 6
图 7：成长风格盈利大幅改善 7
图 8：价值风格盈利改善较慢 7
图 9：通信、机械等行业业绩大幅改善 7
图 10：交通运输、石油石化等行业盈利修复较慢 7

A 股上市公司 2020 年中报截止日为 8 月 31 日。整合中报业绩，我们发现，A 股盈利增速在今年一季度受新冠疫情冲击大幅深蹲后，二季度回升明显，但目前仍处于历史较低水平。

1. 二季度盈利回暖，有望持续改善

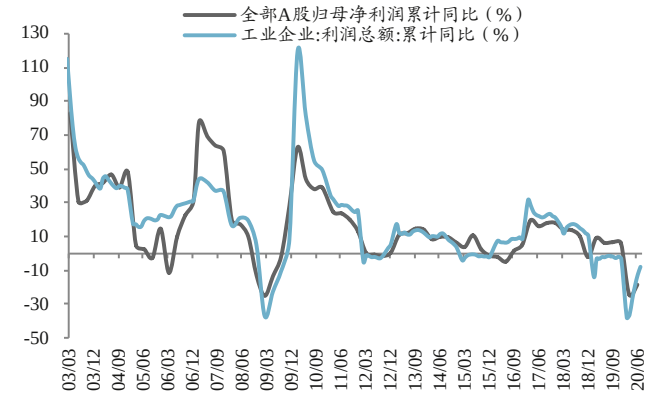
20Q2 全部 A 股归母净利润累计同比-17.9%，Q2 当季同比-12.4%，较 Q1 当季-24.0%回升明显，但整体仍处历史低位。A 股上市公司 2020 年中报截止日为 8 月 31 日。20Q2/20Q1/19Q4 全部 A 股归属母公司股东净利累计同比分别为-17.9%/-24.0%/6.4%，05 年以来均值为 13.5%，目前处于 05 年以来由低到高 5%分位；剔除金融后为-24.4%/-52.7%/-2.3%，05 年以来均值为 10.6%，目前处于 05 年以来由低到高 6%分位，整体仍处于历史底部水平。单季度表现来看，二季度盈利恢复迅猛，20Q2/20Q1/19Q4 全部 A 股归母净利润单季度同比分别为-12.4%/-24.0%/1.9%，05 年以来均值为 27.1%，目前处于 05 年以来由低到高 10%分位；剔除金融后为-0.7%/-52.7%/-5.8%，05 年以来均值为 85.9%，目前处于 05 年以来由低到高 34%分位，单季度盈利明显回暖，20Q2 全部 A 股单季度归母净利润同比较 Q1 环比上升 11.6 个百分点，剔除金融后上升 52.0 个百分点。中观看，A 股和工业企业利润同比走势大致趋同，今年上半年工业企业利润恢复更快，得益于出口和投资端恢复迅猛，在时间上表现为工业企业利润的回暖要领先于全 A 归母净利润，20Q2/20Q1/19Q4 规模以上工业企业利润累计同比分别为-12.8%/-36.7%/-3.3%，7 月继续回升至-8.1%。整体来看，A 股盈利增速在经历了年初新冠疫情冲击大幅深蹲后，二季度回暖，往后随着经济逐步回归之潜在增速，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 4%/12%。

图 1：全 A 归母净利润累计同比 Q2 回暖



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：工业企业利润与归母净利累计同比走势趋同



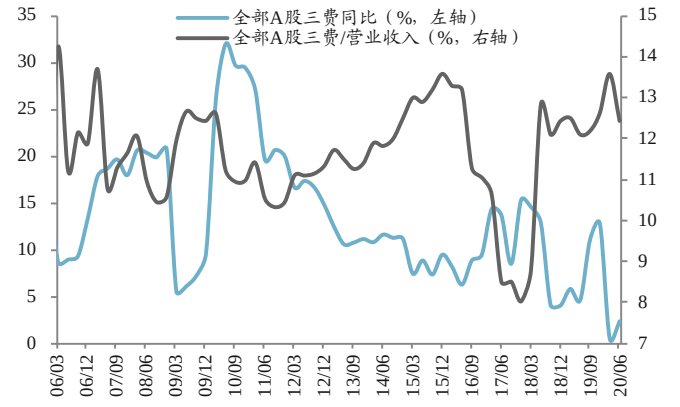
数据来源：Wind，东吴证券研究所

按利润表拆分归母净利润，各项指标均好转，其中营收是 Q2 盈利回暖的主力，三费费率亦有较大贡献。（1）Q2 营业收入恢复明显，但仍未恢复到疫情之前水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

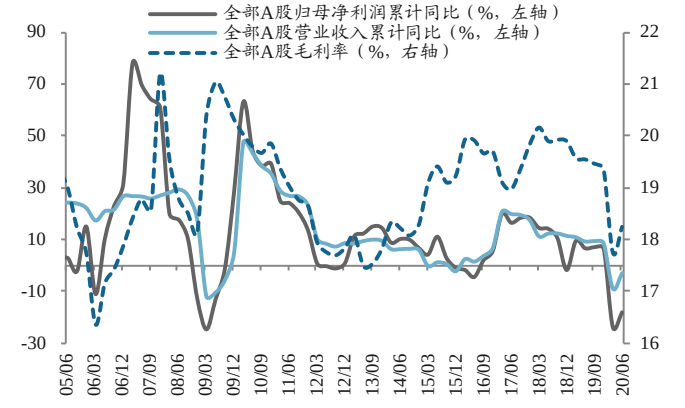
20Q2/20Q1/19Q4 全部 A 股营业收入累计同比为-2.9%/-8.8%/8.6%，05 年以来均值为 14.5%；剔除金融后为-5.1%/-12.3%/7.7%，05 年以来均值为 14.2%。**（2）从毛利率看，二季度有所回升，接近疫情前水平。**20Q2/20Q1/19Q4 全部 A 股毛利率为 18.2%/17.8%/19.4%，05 年以来均值为 19.0%；剔除金融后为 18.2%/17.7%/19.3%，05 年以来均值为 19.3%。**（3）从三项费用来看，财务、销售、管理费率均下降，目前已回到疫情之前水平。**其中 20Q2/20Q1/19Q4 全部 A 股的财务费用率为 1.6%/1.9%/1.4%，这主要是由于疫情暴发以来，金融系统不断加大对疫情防控相关领域的信贷支持力度，助力缓解企业流动性不足，通过降低企业信贷融资成本来缓解疫情对实体经济特别是对小微企业的冲击。央行通过完善结构性货币政策工具体系，精准滴灌，加大对普惠小微企业的支持力度，降低企业信贷融资成本。销售费用率为 4.0%/4.3%/4.2%，管理费用率为 6.8%/7.3%/6.9%，这主要是由于二季度以来企业在成本端费用控制压力较一季度疫情下有所缓解。整体来看，二季度由于国内疫情得到控制，经济基本面超预期修复，A 股盈利逐渐回暖，但整体上 Q2 全部 A 股归母净利润同比-17.9%，处于 05 年以来由低到高 5%分位，仍处于历史底部区间。

图 3：三费同比和占营收比例有所下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：全部 A 股毛利率和营收有所回升



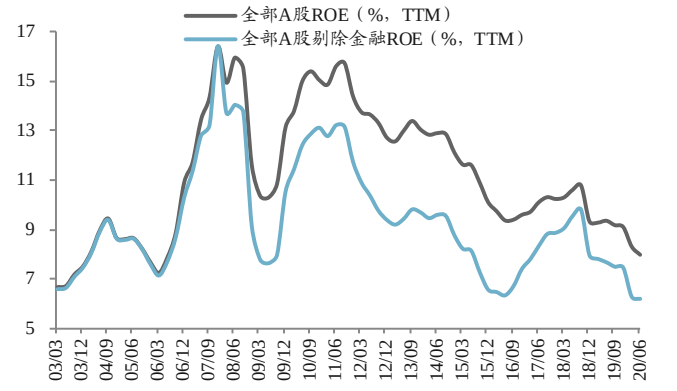
数据来源：Wind，东吴证券研究所

20Q2 全部 A 股单季度 ROE 大幅反弹至 2.4%，已恢复到疫情前水平，ROE 有望持续修复至四季度。全部 A 股 20Q2/20Q1/19Q4 单季度 ROE（整体法，下同）为 2.4%/1.9%/1.2%，目前已经恢复到疫情之前水平，处于 05 年以来由低到高 18%分位，05 年以来均值 3.1%；A 股剔除金融后单季度 ROE 大幅上涨 1.4 个百分点，20Q2/20Q1/19Q4 分别为 2.4%/1.0%/0.7%，目前处于 05 年以来由低到高 42%分位，05 年以来均值 2.5%。整体来看 20Q2 单季度 ROE 大幅回升，目前已经恢复到疫情之前水平。全年来看，宏观基本面从 3 月开始快速修复，6-7 月更是超预期修复。7 月国家主席习近平在企业家座谈会上的讲话，提到“经济二季度企稳回升，情况比预料的要好。”宏观经济基本面逐渐修复的大背景下，预计企业利润将不断修复，未来 ROE 有望修复持续到四季度，我们预计 2020/2021 全年 ROE 为 9%/11%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

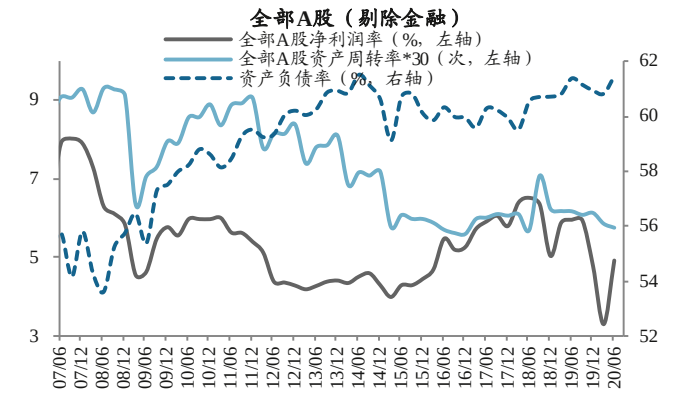
杜邦拆解 ROE，净利率回暖是主要推力。根据杜邦公式拆解 ROE：（1）全部 A 股 Q2 净利率有所回暖，目前已经恢复到疫情前水平，20Q2/20Q1/19Q4 为 8.4%/8.3%/8.2%，目前接近 05 年以来的均值 8.9%。剔除金融后为 4.9%/3.3%/4.8%，也已经恢复到疫情前水平。**（2）全部 A 股 Q2 资产周转率继续下降，目前处于历史极低水平。**20Q2/20Q1/19Q4 为 0.167/0.168/0.179 次，目前处于 05 年以来由低到高 10%分位；剔除金融后为 0.578/0.588/0.615 次，目前处于 05 年以来由低到高 8%分位。资产周转率作为考察企业资产运营效率的一项重要指标，体现了企业经营期间全部资产从投入到产出的流转速度，反映了企业全部资产的管理质量和利用效率。疫情影响下大部分企业开工受阻导致产能利用率较低，资产周转率处于低位下行趋势。后续随着国内疫情得到控制，企业恢复生产经营，产能利用率将有所回升，资产周转率有望逐渐回暖。**（3）整体上全部 A 股 Q2 资产负债率上升，非金融部门杠杆率持续走高。**全部 A 股 20Q2/20Q1/19Q4 资产负债率为 84.2%/83.9%/83.7%，目前高于 05 年以来的均值 84.0%，处于 05 年以来由低到高 29%分位；剔除金融后为 61.5%/60.8%/60.9%，目前高于 05 年以来的均值为 58.4%，处于 05 年以来由低到高 98%分位。这主要是由于疫情期间央行采取货币政策加大对普惠小微企业的支持力度，降低企业信贷融资成本，导致非金融企业部门杠杆率持续上升，20Q2/20Q1/19Q4 非金融企业部门杠杆率为 164.4%/161.1%/151.3%。

图 5：A 股二季度 ROE 大幅回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：净利率大幅回升带动 ROE 反弹



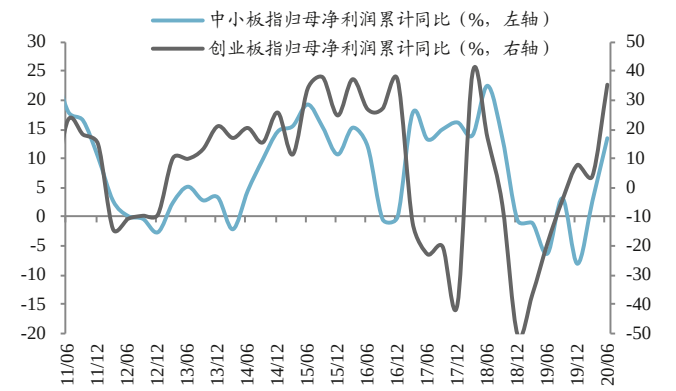
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. Q2 成长风格盈利改善明显，传媒、通信、证券等行业居前

从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势分化明显，成长风格大幅改善，20Q2 中小板指归母净利润累计同比为 18.6%，创业板指 35.4%。价值风格盈利修复较慢，上证 50 甚至继续恶化至-21.0%。成长价值风格在盈利趋势上分化明显：成长风格大幅改善，20Q2/20Q1/19Q4 中小板指归母净利润累计同比为 18.6%/2.6%/-8.2%，创业板指为 35.4%/3.9%/7.8%，中证 500 为-28.0%/-35.1%/-19.6%，中证 1000 为-27.2%/-59.9%/-19.2%；价值风格盈利修复较慢，上证 50 甚至出现继续恶化-21.0%/-15.5%/10.3%，中证 100 为-18.6%/-19.8%/10.5%，沪深 300 归母净利润累计同比为-17.0%/-19.0%/10.3%。

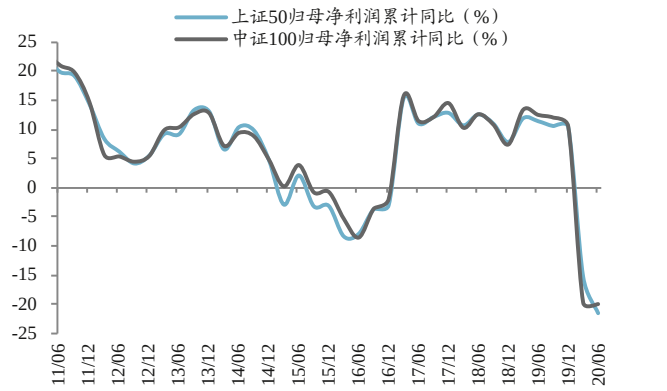
Q2 各行业盈利全面回升，传媒、通信、证券等行业单季度盈利增速居前。从归母净利润累计同比增速来看，各行业盈利在遭受疫情冲击大幅深蹲后，Q2 全面回升，31 个中信一级行业中有 26 个归母净利润累计同比较 Q1 有所上升，9 个较 Q1 由负转正（其中食品饮料分为白酒和食品，非银金融分为证券 II 和保险 II）。**从 Q2 单季度盈利增速来看，传媒、通信、证券 II、农林牧渔、食品是二季度增速最高的五个行业**，20Q2/20Q1/19Q4 传媒行业单季度归母净利润同比为 298.8%/-51.6%/24.0%，通信行业为 266.7%/-44.6%/-238.7%，证券 II 为 137.3%/-23.1%/91.8%，农林牧渔为 126.8%/483.4%/1584.9%，食品为 72.9%/10.0%/-45.2%。**石油石化、消费者服务、交通运输、保险 II 和钢铁是单季度盈利表现最差的五个行业，**20Q2/20Q1/19Q4 石油石化行业单季度归母净利润同比为-114.3%/-203.1%/235.4%，消费者服务为-94.0%/-142.4%/106.3%，交通运输为-73.3%/-122.1%/-37.6%，保险 II 为-51.2%/-26.4%/6.6%，钢铁为-31.6%/-46.4%/-48.4%。**从单季度盈利增速的环比增幅来看，传媒、通信、证券 II、汽车、计算机是 Q2 归母净利润同比增速环比增幅最高的五个行业，**分别为 350.4%、311.4%、160.4%、114.5%、111.7%。农林牧渔、国防军工、银行、保险 II、白酒是 Q2 归母净利润同比增速环比增幅表现最差的五个行业，分别为-356.6%、-187.2%、-29.3%、-24.8%、-2.9%。

图 7：成长风格盈利大幅改善



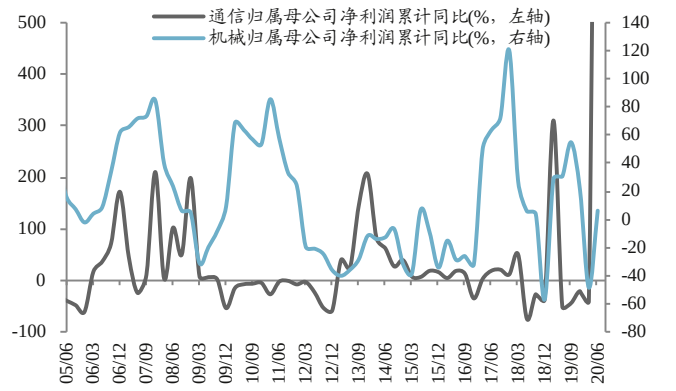
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：价值风格盈利改善较慢



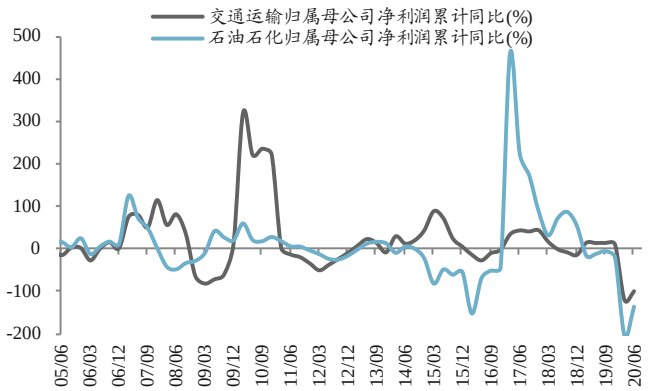
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：通信、机械等行业业绩大幅改善



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：交通运输、石油石化等行业盈利修复较慢



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：各行业 20Q2 归母净利润累计同比走势

中信一级行业	20Q2 归母净利润当季同比（%）	20Q2 归母净利润累计同比（%）	20Q1 归母净利润累计同比（%）	2020 年万德一致预期净利润同比（%）	当前 PE(倍，TTM，整体法，截至 20/8/31)
传媒	298.8	16.2	-51.6	-410.5	34.7
通信	266.7	568.6	-44.7	179.1	33.3
证券Ⅱ	137.3	26.3	-23.1	12.2	28.4
农林牧渔	126.8	204.7	483.4	141.1	20.1
食品	72.9	39.6	10.0	39.2	58.5
机械	47.0	5.2	-45.4	58.3	31.1
医药	40.9	12.4	-16.0	-	53.4
电力及公用事业	37.7	6.7	-29.0	1.5	19.1
电力设备及新能源	31.4	11.6	-20.1	44.9	35.0
汽车	30.3	-31.3	-84.2	8.5	25.5
建材	20.5	0.4	-36.2	13.3	15.8
电子	19.1	11.4	-3.6	97.3	58.5
白酒	6.1	8.0	9.0	8.3	48.9
建筑	5.8	-8.5	-27.6	-10.4	9.1
纺织服装	1.4	-36.7	-66.2	19.8	19.1
计算机	1.1	-35.6	-110.6	233.5	71.1
轻工制造	-2.0	-15.2	-33.4	5.8	29.8
房地产	-7.0	-21.8	-46.4	-6.5	9.4
家电	-9.0	-26.8	-51.9	-3.5	24.9
有色金属	-9.6	-28.5	-53.1	211.2	42.7
基础化工	-10.1	-25.2	-42.9	239.0	33.3
国防军工	-13.3	28.5	173.9	64.6	64.9
煤炭	-14.7	-21.1	-27.6	-26.3	9.3
综合	-20.8	-52.3	-63.2	-43.8	20.7
银行	-23.8	-9.4	5.5	5.6	6.3
商贸零售	-25.1	-48.3	-72.1	-10.8	22.4
钢铁	-31.6	-37.2	-46.4	-25.8	14.1
保险Ⅱ	-51.2	-39.1	-26.4	-10.5	15.0
交通运输	-73.3	-100.0	-122.1	-44.3	22.9
消费者服务	-94.0	-118.1	-142.4	-18.9	112.6
石油石化	-114.3	-149.6	-203.1	-52.3	29.6

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

