信义山证 汇通天下

经济修复下半程，寻找估值与业绩的新平衡

山证策略·A股2020年半年度业绩分析报告

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）

梁迪柯 CFA，执业登记编码（S0760518070001）

山西证券研究所

2020.08.31

2020Q2 A股业绩报告要点&策略观点

- 截止8月31日，A股3971家上市公司披露2020年半年度业绩报告，占比超99.9%。
- 2020Q2，剔除金融与石油，A股整体营业收入增速2020Q2较Q1强势反弹，归母净利润显著回暖。上证50疲软而创业板强势，但需考虑创业板2018Q4-2019Q2大幅计提商誉低基数影响，预计创业板Q3业绩增长将有所放缓。
- 企业盈利能力显著好转，ROE有明显提升，除疫情影响减弱外，融资、税费等逆周期政策发力充分。
- 从产业链来看，Q2中下游反弹更为迅猛，但净利润率有所下滑，主要原因在于上游商品价格上行稀释中下游利润。
- 从风格来看，Q2市场走势与业绩表现一致，科技、消费业绩大幅回暖。
- 从营收来看，行业回暖速度来看，汽车、建材、机械营收回暖力度最强。从利润来看，有色、机械、电子回升较为明显。盈利能力方面，建筑材料、农林牧渔、食品饮料居前，全部行业ROE回正。
- 预计大基建板块在Q3-Q4基建投入确定性较强的背景下仍将走高，农林牧渔Q3-Q4相对持平，科技类表现仍然不俗。

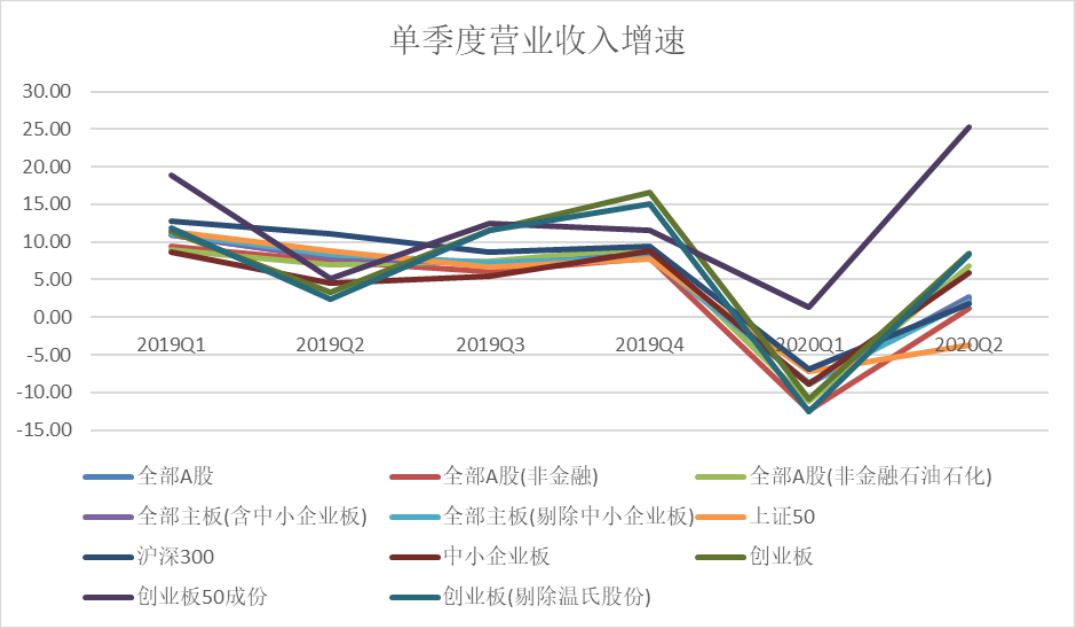
策略观点：

- 在逆周期政策支持的背景下我们预计A股Q3-Q4业绩回暖速度将维持高位，但考虑到Q2上市公司业绩已经对逆周期政策有了较为充足的反应，2019Q3基数较Q2显著上升，同时考虑到央行政策开始重提防风险预计整体杠杆率Q4难超Q2-Q3水平，2020Q3-Q4业绩回暖力度将有所放缓。
- 从板块业绩来看，我们Q1预判科技业绩强势，有望出现趋势性行情得到验证。长期来看科技创新仍是A股未来主要布局方向，但从估值来看市场已经纳入这部分预期， 短期应更多关注传统行业和顺周期行业复苏产生的超预期布局机会。
- 从经济周期、估值、风险以及政策4个维度来看A股预计维持震荡格局，有望出现内部板块再平衡机会，但行情幅度预计将显著小于5月以来的科技成长主线，当前应降低止盈区间，在估值与赛道间寻找新的平衡。
- 从2020Q2报表来看，大基建仍处升势、周期出现拐点、农业依然坚挺、科技异军突起。我们预计大基建、顺周期3-4季度会有所表现，农业、消费稳定，科技震荡等待业绩跟上估值。
- 风险提示：宏观经济不达预期风险、货币政策不达预期风险、监管政策超预期风险，行业景气度不达预期风险

疫情褪去A股营收增速转正，创业板表现强势，蓝筹白马回暖

- A股整体营业收入增速2020Q2较Q1强势反弹，除上证50外其他主要指数均呈现正增长。
- 在疫情得到显著控制，复工复产显著推动的大背景下Q2营收增速显著增加，与我们之前的预期保持一致。
- 从趋势来看，创业板整体增长势头更为强劲，蓝筹白马增速也强势回暖。金融、石油石化拖累反弹力度。
- 创50受疫情影响较小，Q1增幅减少最小，Q2增幅增加最大。

图表：单季度营业收入增速YOY



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：单季度营业收入增速YOY

	趋势	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股		10.90	7.84	7.22	8.34	-8.82	2.67
全部A股(非金融)		9.40	7.39	6.11	7.83	-12.33	1.23
全部A股(非金融石油石化)		8.89	6.92	7.46	9.32	-11.22	6.80
全部主板(含中小企业板)		10.88	7.97	7.07	8.05	-8.80	2.45
全部主板(剔除中小企业板)		11.12	8.39	7.26	7.95	-8.79	2.03
上证50		11.37	8.83	6.60	7.74	-7.16	-3.66
沪深300		12.83	11.17	8.67	9.45	-6.85	1.74
中小企业板		8.66	4.47	5.52	8.84	-8.93	5.86
创业板		11.38	3.37	11.61	16.51	-10.93	8.47
创业板50成份		18.94	5.14	12.46	11.51	1.35	25.27
创业板(剔除温氏股份)		11.92	2.34	11.53	15.01	-12.58	8.28

数据来源：WIND，山西证券研究所

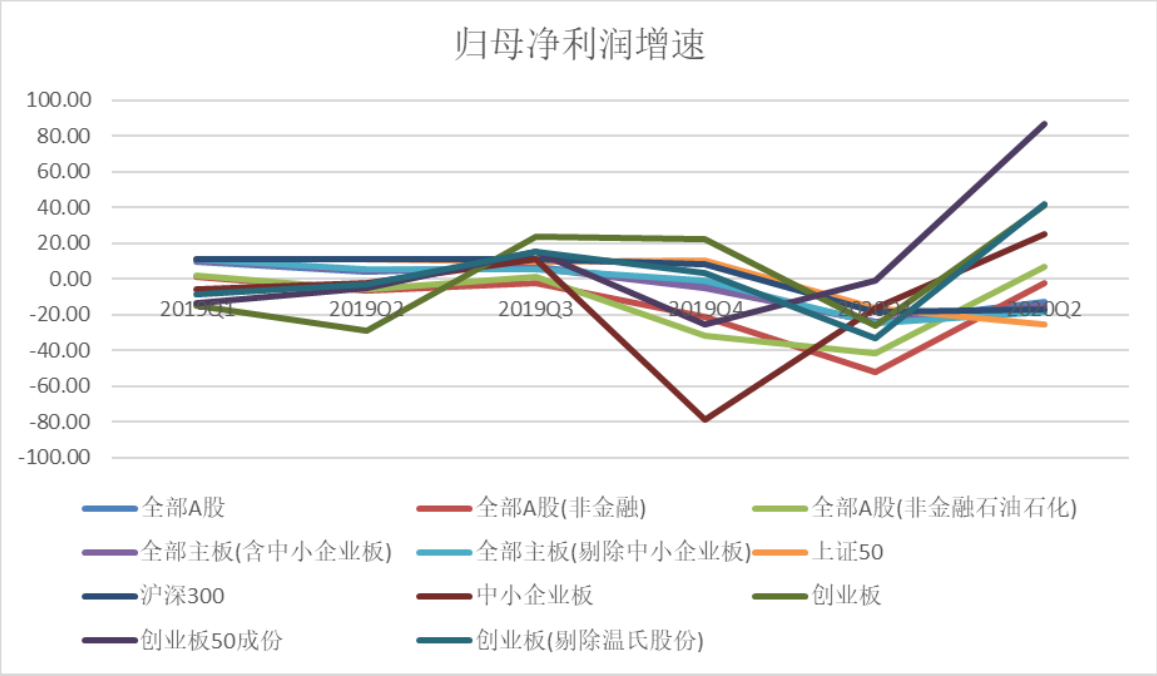
A股利润剔除金融石油同比大幅上升，上证50逆势下降，白马增速小幅增长

A股整体归母净利润2020Q2整体大幅上升，中小企业板和创业板增速增幅居前。在复工复产和经济回暖的影响下，各大指数归母净利润在Q1的负增速现象得到明显改善， 仅上证50指数的负增长趋势继续恶化，银行与石油石化大幅拖累整体业绩。

代表白马的沪深300增速在2020Q2虽有上升，但相较于Q1增幅不大。

代表新经济的创业板快速上升表现不俗。但是需要考虑到创业板2018-2019计提商誉导致低基数因素。2019Q2创业板业绩最低点过去，预计2020Q3同比增速将有所放缓。

图表：单季度归母净利润增速YOY



数据来源：WIND，山西证券研究所

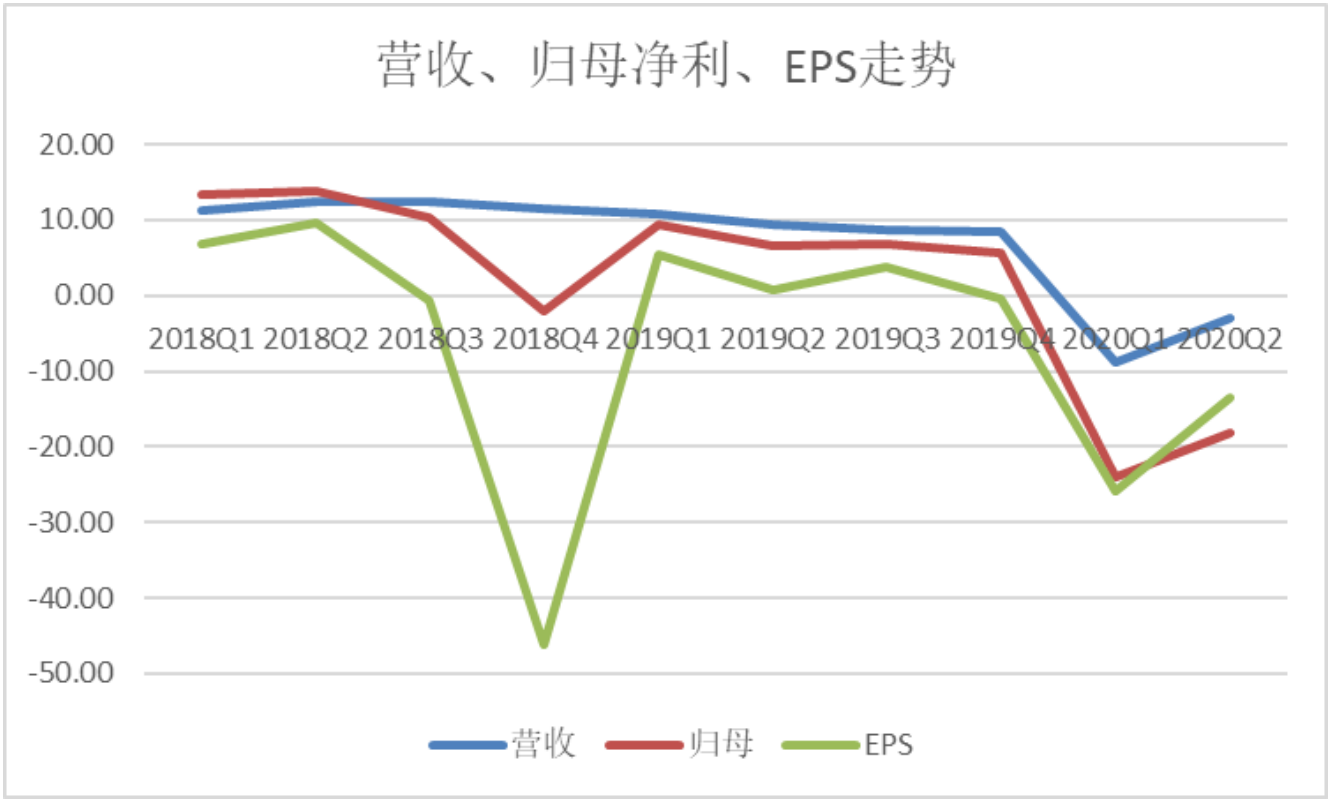
图表：单季度归母净利润增速YOY

	趋势	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股		9.36	3.90	6.69	-3.40	-23.92	-13.06
全部A股(非金融)		1.23	-6.27	-2.42	-21.31	-52.29	-2.38
全部A股(非金融石油石化)		2.24	-5.71	1.28	-31.96	-41.71	7.13
全部主板(含中小企业板)		10.06	4.79	5.99	-5.18	-24.06	-15.01
全部主板(剔除中小企业板)		11.32	5.42	5.51	-0.80	-24.60	-18.64
上证50		11.06	10.90	9.57	10.48	-16.34	-25.10
沪深300		10.83	10.82	10.91	7.99	-18.32	-17.26
中小企业板		-5.45	-1.96	10.80	-78.86	-16.59	24.90
创业板		-15.07	-28.86	23.56	22.43	-26.11	41.25
创业板50成份		-13.58	-5.27	15.12	-25.66	-0.78	86.99
创业板(剔除温氏股份)		-8.62	-2.62	15.03	3.23	-33.36	42.31

数据来源：WIND，山西证券研究所

- 对比营收、净利润、EPS三者走势，我们可以看到在疫情影响下2019Q4到2020Q1的下降趋势，在2020Q2有较为明显的反转。Q2的营收、净利润、EPS增速明显大幅增加，虽尚未恢复至疫情前的水平，在宏观政策调控和经济形势向好的前景下，我们预期Q3季度的营收、净利润、EPS增速仍会保持向上趋势。

图表：营收、归母净利润、EPS增速对比

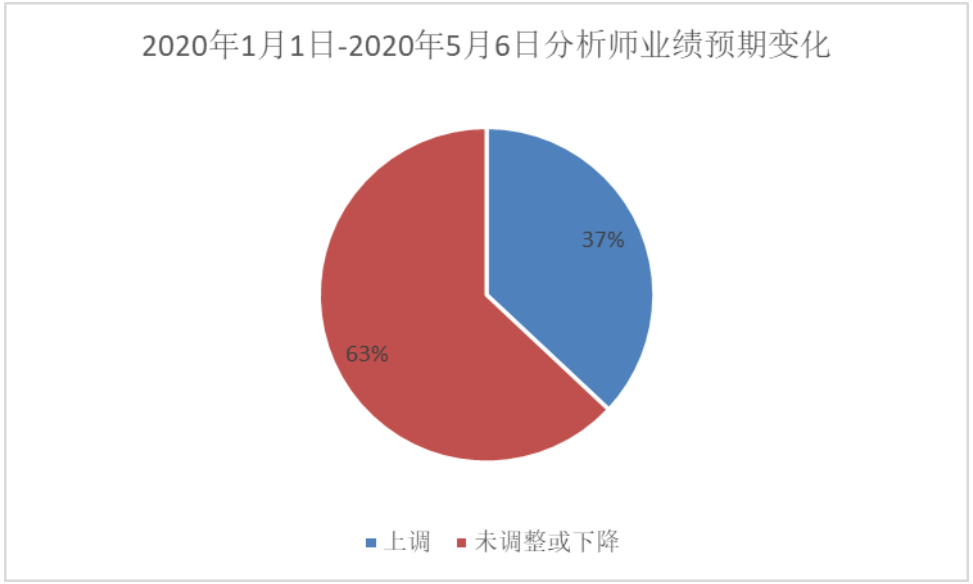


数据来源：WIND，山西证券研究所

三季度分析师业绩预期有所下调

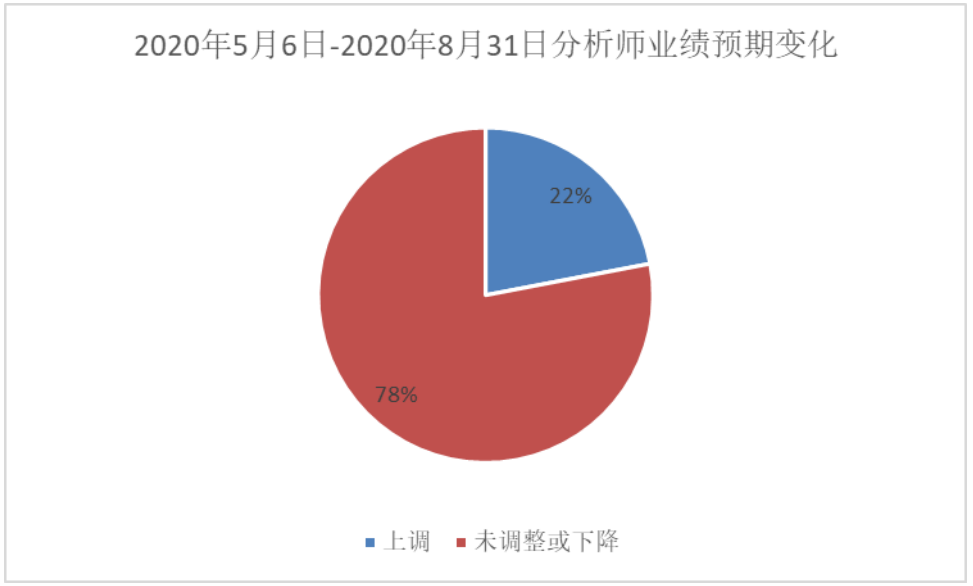
- 分析师2020年8月31日预期较2020年5月6日有所下调，业绩预期上调个股数占比下降15%，分析师整体判断上市公司的业绩增长不会有大幅的上调，疫情带来的冲击在Q2反转后，Q3-Q4业绩增幅会减缓。

图表：分析师业绩预期调整情况



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：分析师业绩预期调整情况

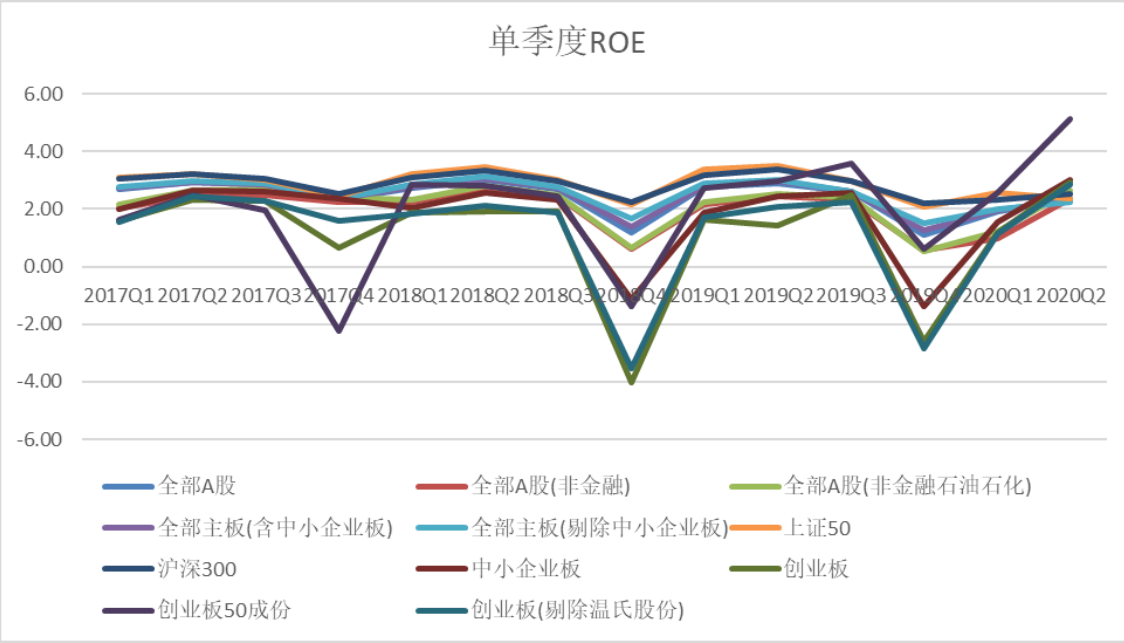


数据来源：WIND，山西证券研究所

ROE整体较一季度偏强，创业板同比增幅最大

- 2020Q2ROE整体较今年一季度偏强，但是仍未达到去年二季度的水平，企业盈利能力仍有修复空间。
- 整体来看，创业板表现最为强势，2020Q2同比涨幅高达107.16%，ROE创历史单季度最高纪录。
- 从ROE拆分来看，销售净利润率整体上行，资产负债率增幅加大、财务负担降低、周转率加快。而逆周期政策调节税务负担下行支撑A股盈利，预计税收负担Q3-Q4维持低位。

图表：单季度ROE



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：ROE（单季）

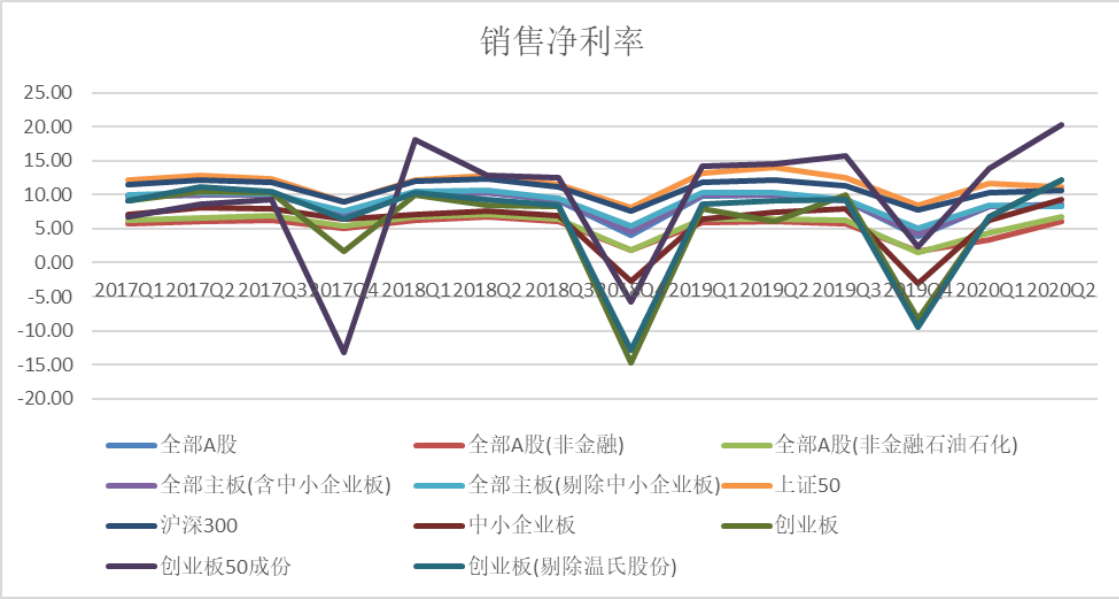
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	Q2较Q1ROE变化
全部A股	2.67	2.92	2.83	2.31	2.74	3.02	2.67	1.20	2.76	2.90	2.61	1.12	1.93	2.36	0.43
全部A股(非金融)	2.03	2.45	2.49	2.26	2.24	2.75	2.46	0.63	2.16	2.45	2.30	0.58	0.98	2.37	1.38
全部A股(非金融石油石化)	2.14	2.64	2.68	2.41	2.33	2.82	2.50	0.65	2.25	2.52	2.42	0.52	1.24	2.65	1.41
全部主板(含中小企业板)	2.71	2.94	2.86	2.38	2.77	3.07	2.71	1.40	2.81	2.96	2.62	1.25	1.96	2.33	0.37
全部主板(剔除中小企业板)	2.78	2.97	2.89	2.38	2.85	3.13	2.75	1.68	2.91	3.01	2.62	1.53	2.00	2.26	0.26
上证50	3.09	3.22	3.01	2.43	3.22	3.45	3.02	2.17	3.39	3.51	2.99	2.07	2.55	2.37	-0.18
沪深300	3.06	3.23	3.07	2.55	3.09	3.35	2.97	2.26	3.16	3.38	2.98	2.21	2.33	2.53	0.20
中小企业板	1.98	2.65	2.62	2.36	2.04	2.56	2.31	-1.15	1.88	2.45	2.55	-1.38	1.56	3.00	1.44
创业板	1.61	2.34	2.27	0.66	1.86	1.93	1.90	-4.03	1.61	1.41	2.48	-2.58	1.20	2.93	1.73
创业板50成份	1.62	2.48	1.98	-2.22	2.84	2.82	2.43	-1.38	2.75	2.96	3.57	0.60	2.58	5.12	2.54
创业板(剔除温氏股份)	1.54	2.45	2.26	1.61	1.84	2.10	1.86	-3.54	1.71	2.07	2.25	-2.85	1.14	2.87	1.73

数据来源：WIND，山西证券研究所

拆解ROE:销售净利润率整体上行

- A股销售净利润率2020年Q2整体上行，有望呈现企稳上升的态势。从结构来看，创50销售净利润率上行幅度最大。
- 预计Q3销售净利润率会有持续回暖。

图表：销售净利润率



数据来源：WIND，山西证券研究所

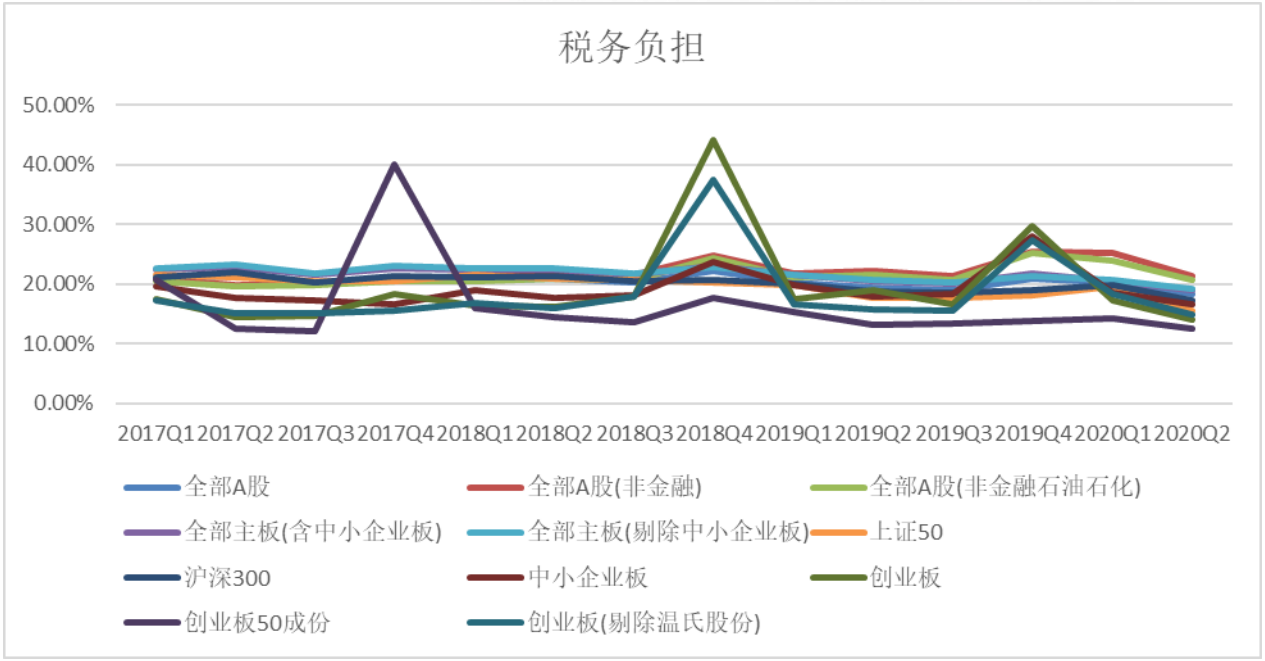
图表：销售净利润率

	趋势	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股		9.78	10.05	9.96	7.34	10.07	10.27	9.21	3.98	9.86	9.94	9.21	3.82	8.28	8.54
全部A股(非金融)		5.68	6.05	6.28	5.04	6.28	6.69	6.01	1.77	5.87	6.02	5.70	1.65	3.31	6.14
全部A股(非金融石油石化)		6.18	6.63	6.88	5.44	6.78	7.10	6.43	1.90	6.43	6.48	6.23	1.58	4.32	6.83
全部主板(含中小企业板)		9.79	10.04	9.95	7.52	10.07	10.32	9.24	4.57	9.90	10.05	9.18	4.22	8.31	8.38
全部主板(剔除中小企业板)		10.05	10.27	10.19	7.65	10.40	10.66	9.54	5.42	10.28	10.36	9.33	5.15	8.53	8.28
上证50		12.11	12.77	12.29	8.96	12.17	12.92	11.49	8.09	13.15	13.95	12.50	8.40	11.75	11.17
沪深300		11.56	12.14	11.81	8.99	11.96	12.42	11.18	7.69	11.76	12.20	11.24	7.81	10.25	10.57
中小企业板		7.17	8.09	7.96	6.45	7.12	7.55	6.86	-2.78	6.38	7.37	7.96	-3.05	6.27	9.21
创业板		9.08	10.41	10.25	1.72	10.03	8.40	8.33	-14.68	7.93	6.09	9.92	-8.23	6.71	12.12
创业板50成份		6.68	8.61	9.37	-13.22	18.10	12.91	12.43	-5.76	14.22	14.57	15.77	2.40	13.85	20.35
创业板(剔除温氏股份)		9.16	11.14	10.53	6.42	10.25	9.25	8.39	-12.93	8.63	9.08	9.29	-9.49	6.68	12.13

数据来源：WIND，山西证券研究所

- A股整体税务成本较2020Q1有所下行，主要因素在于减税政策力度较强。从政策的边际变化来看我们预计税务成本将在Q3-Q4延续。

图表：税务负担



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：税务负担

	趋势	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股		20.88%	21.31%	19.92%	21.05%	20.66%	20.94%	20.22%	22.09%	20.19%	19.29%	18.97%	20.81%	20.27%	18.25%
全部A股(非金融)		20.95%	19.70%	20.03%	20.64%	21.31%	21.79%	21.55%	24.68%	21.80%	22.10%	21.32%	25.44%	25.22%	21.39%
全部A股(非金融石油石化)		20.47%	19.48%	19.82%	20.47%	20.50%	20.99%	20.70%	24.30%	21.13%	21.43%	20.75%	25.23%	23.78%	20.64%
全部主板(含中小企业板)		22.38%	22.80%	21.48%	22.62%	22.29%	22.33%	21.43%	22.94%	21.42%	20.48%	20.10%	21.71%	20.50%	18.98%
全部主板(剔除中小企业板)		22.56%	23.19%	21.82%	23.12%	22.54%	22.69%	21.71%	22.90%	21.53%	20.67%	20.25%	21.30%	20.66%	19.24%
上证50		21.59%	21.10%	20.45%	20.41%	21.49%	20.88%	20.62%	20.16%	19.87%	17.57%	17.71%	18.10%	19.64%	15.55%
沪深300		21.18%	21.87%	20.27%	21.39%	21.03%	21.24%	20.38%	20.63%	20.12%	18.79%	18.59%	18.95%	19.77%	17.14%
中小企业板		19.59%	17.59%	17.16%	16.56%	18.89%	17.62%	18.05%	23.60%	19.72%	17.79%	18.31%	28.04%	18.51%	16.58%
创业板		17.41%	14.50%	14.56%	18.27%	16.33%	16.17%	17.80%	44.02%	17.41%	18.88%	16.66%	29.72%	17.16%	14.04%
创业板50成份		20.64%	12.55%	12.13%	40.01%	15.93%	14.51%	13.63%	17.68%	15.19%	13.17%	13.44%	13.87%	14.27%	12.51%
创业板(剔除温氏股份)		17.31%	15.02%	15.07%	15.60%	16.79%	15.93%	17.82%	37.46%	16.66%	15.72%	15.52%	27.29%	18.31%	14.80%

数据来源：WIND，山西证券研究所

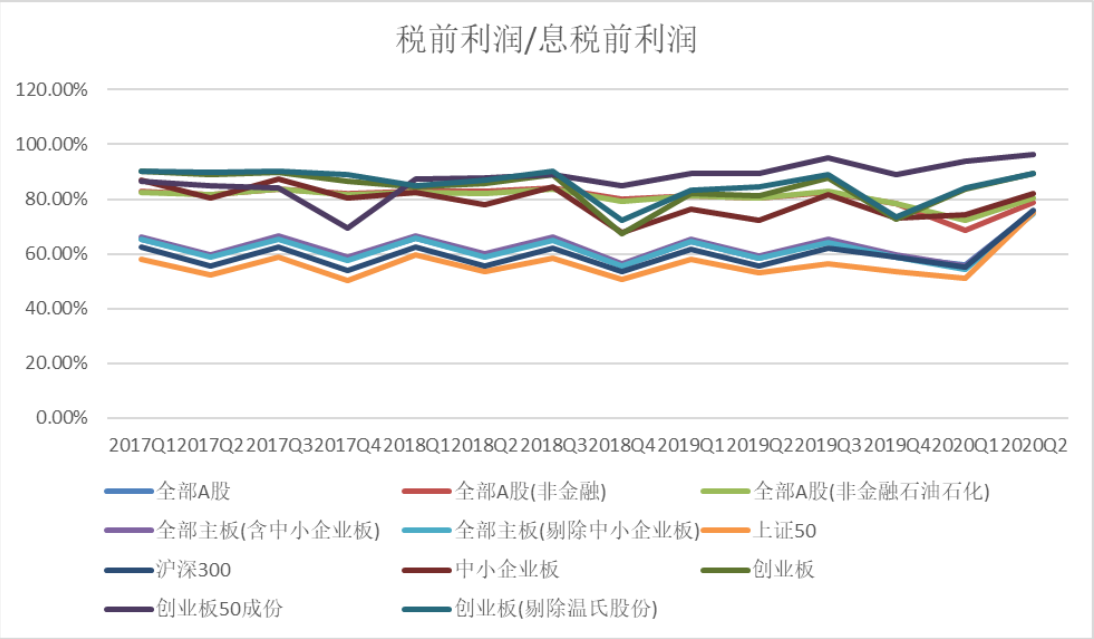
拆解ROE:财务负担Q2显著下降，资金进入实体&银行让利效果显著

- 财务负担在管理层疏通融资渠道问题后2019Q4有较为显著的下降，多数公司在的融资成本的环境下，企业盈利状况显著改善。

- 2020Q2A股整体财务负担显著下降，我们判断主要因素在于流动性宽松、资金进入实体、银行让利等一系列操作。

- 中小创财务负担大幅下降，惠及中小微企业力度可以看到已经渗透至A股中小企业中，创50财务负担已经达到历史最低水平。

图表：财务负担



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：税前利润/息税前利润

	趋势	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股		65.36%	59.24%	65.86%	58.18%	65.61%	59.43%	65.45%	55.60%	64.62%	58.59%	64.77%	58.94%	55.94%	75.52%
全部A股(非金融)		82.82%	81.53%	83.55%	81.87%	82.90%	82.86%	84.12%	79.87%	81.25%	80.44%	82.63%	78.41%	68.75%	78.87%
全部A股(非金融石油石化)		82.65%	81.44%	83.63%	81.66%	82.42%	82.25%	83.58%	79.05%	81.31%	80.29%	82.77%	78.26%	72.46%	80.33%
全部主板(含中小企业板)		66.23%	59.83%	66.64%	58.93%	66.56%	59.99%	66.00%	56.31%	65.30%	59.14%	65.18%	59.47%	55.53%	75.48%
全部主板(剔除中小企业板)		65.20%	58.71%	65.40%	57.67%	65.65%	58.96%	64.86%	55.75%	64.69%	58.39%	64.07%	58.76%	54.45%	74.83%
上证50		57.90%	52.26%	58.77%	50.37%	59.64%	53.34%	58.41%	50.65%	58.01%	53.29%	56.54%	53.58%	51.13%	75.01%
沪深300		62.35%	55.65%	62.38%	54.10%	62.58%	55.67%	61.92%	53.38%	61.71%	55.68%	61.95%	58.78%	55.27%	75.87%
中小企业板		87.06%	80.35%	87.29%	80.26%	82.39%	77.95%	84.57%	67.93%	76.54%	72.10%	81.82%	73.20%	74.42%	82.17%
创业板		90.33%	89.13%	89.62%	86.61%	84.52%	85.78%	89.17%	67.23%	82.16%	81.31%	87.79%	72.48%	83.83%	89.54%
创业板50成份		86.34%	85.10%	84.10%	69.35%	87.20%	87.71%	88.86%	85.01%	89.42%	89.29%	95.04%	89.04%	93.95%	96.17%
创业板(剔除温氏股份)		90.30%	89.74%	90.30%	88.92%	84.91%	86.90%	90.05%	72.41%	83.33%	84.44%	89.17%	73.58%	84.17%	89.20%

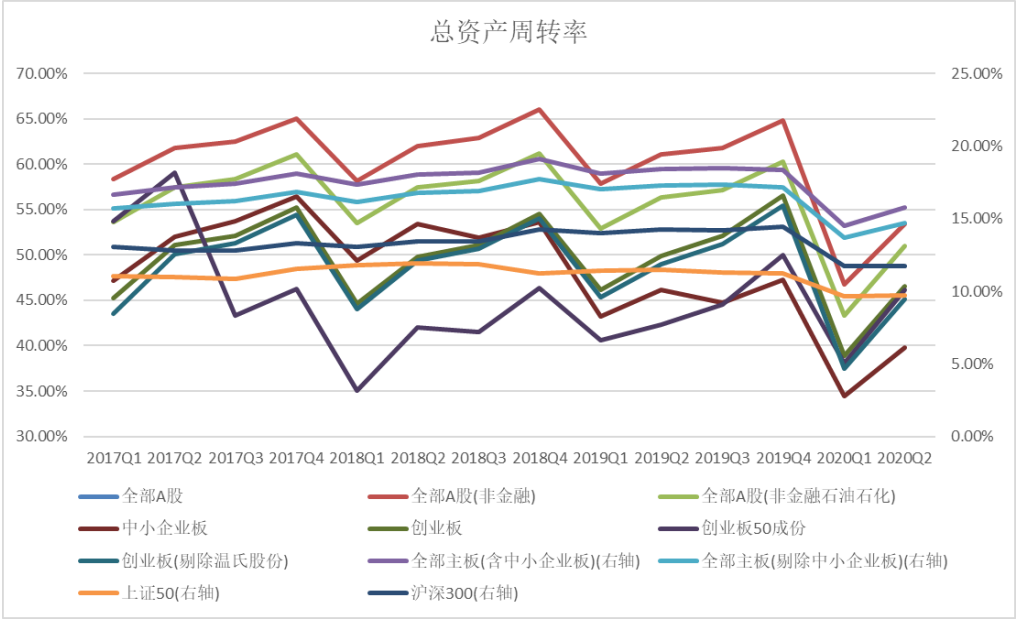
数据来源：WIND，山西证券研究所

拆解ROE:疫情褪去资产周转率强势回暖

山西证券 SHANXI SECURITIES

- 2020Q2，A股资产周转率有较为明显的提升。
- 我们认为主要原因在于疫情影响逐渐褪去。但是从目前来看，A股整体资产周转率相较去年仍然有一定空间，Q2企业经营情况仍未回到去年同期水平。
- 我们预计Q3周转率将继续回升，预计Q4开始接近去年Q4水平。

图表：总资产周转率



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：总资产周转率（单季年化）

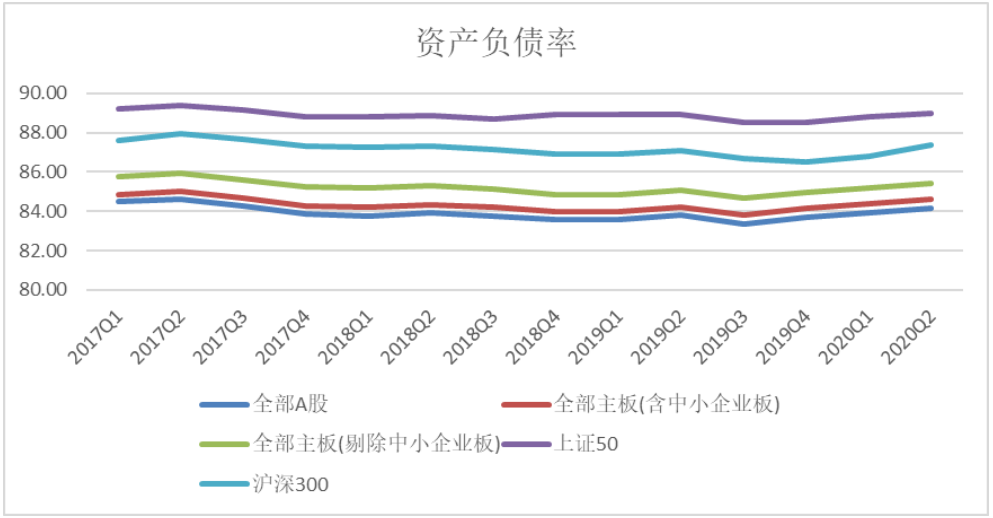
	趋势	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股		16.92%	17.44%	17.68%	18.45%	17.56%	18.36%	18.52%	19.43%	18.36%	18.74%	18.87%	18.80%	14.76%	16.10%
全部A股(非金融)		58.32%	61.78%	62.47%	65.03%	58.12%	62.00%	62.87%	66.06%	57.84%	61.12%	61.77%	64.82%	46.72%	53.38%
全部A股(非金融石油石化)		53.60%	57.50%	58.40%	61.13%	53.48%	57.48%	58.15%	61.19%	52.96%	56.30%	57.12%	60.28%	43.36%	51.02%
全部主板(含中小企业板)		16.68%	17.18%	17.40%	18.13%	17.32%	18.06%	18.20%	19.09%	18.08%	18.44%	18.51%	18.39%	14.52%	15.76%
全部主板(剔除中小企业板)		15.72%	16.04%	16.19%	16.82%	16.16%	16.78%	16.91%	17.75%	17.04%	17.28%	17.33%	17.15%	13.68%	14.72%
上证50		11.04%	11.00%	10.88%	11.54%	11.80%	11.92%	11.87%	11.25%	11.40%	11.46%	11.32%	11.22%	9.68%	9.74%
沪深300		13.04%	12.78%	12.79%	13.33%	13.08%	13.42%	13.47%	14.29%	14.00%	14.24%	14.21%	14.43%	11.76%	11.74%
中小企业板		47.12%	52.00%	53.71%	56.43%	49.40%	53.44%	51.93%	53.66%	43.24%	46.12%	44.72%	47.28%	34.48%	39.76%
创业板		45.24%	51.12%	52.13%	55.25%	44.68%	49.76%	51.11%	54.56%	46.16%	49.84%	52.08%	56.56%	38.84%	46.54%
创业板50成份		53.68%	59.04%	43.31%	46.28%	35.00%	42.06%	41.47%	46.40%	40.56%	42.30%	44.52%	50.03%	38.04%	46.12%
创业板(剔除温氏股份)		43.52%	50.08%	51.29%	54.44%	44.00%	49.38%	50.67%	54.04%	45.36%	48.96%	51.21%	55.44%	37.48%	45.12%

数据来源：WIND，山西证券研究所

拆解ROE:杠杆率整体有所抬升

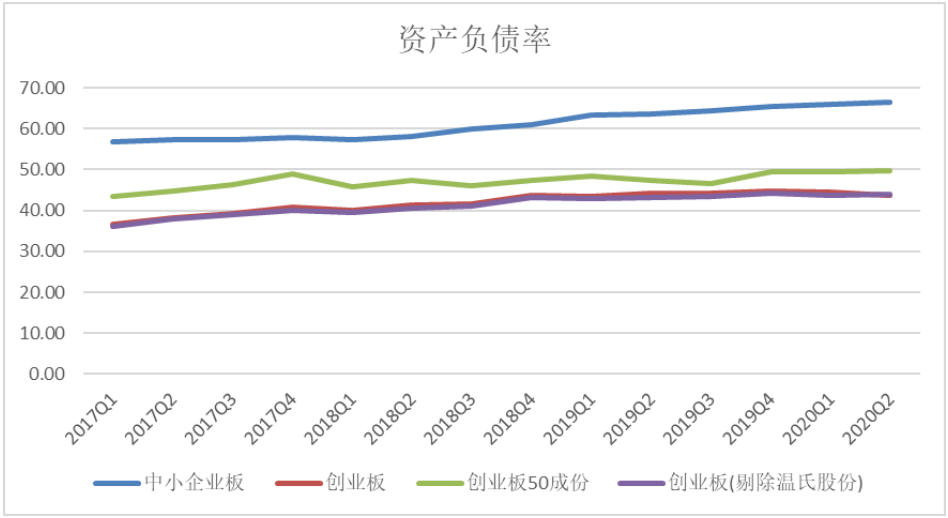
- 从上市公司整体资产负债率来看，A股整体资产负债率有所上升，Q1主要上升原因在于企业经营遇到困难，净资产下滑进而被动推升杠杆率。Q2上升的主要原因我们判断在于债融成本低，企业主动提升杠杆促进经营。

图表：大盘与蓝筹白马杠杆率



图表：资产负债率　　数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：中小创杠杆率



数据来源：WIND，山西证券研究所

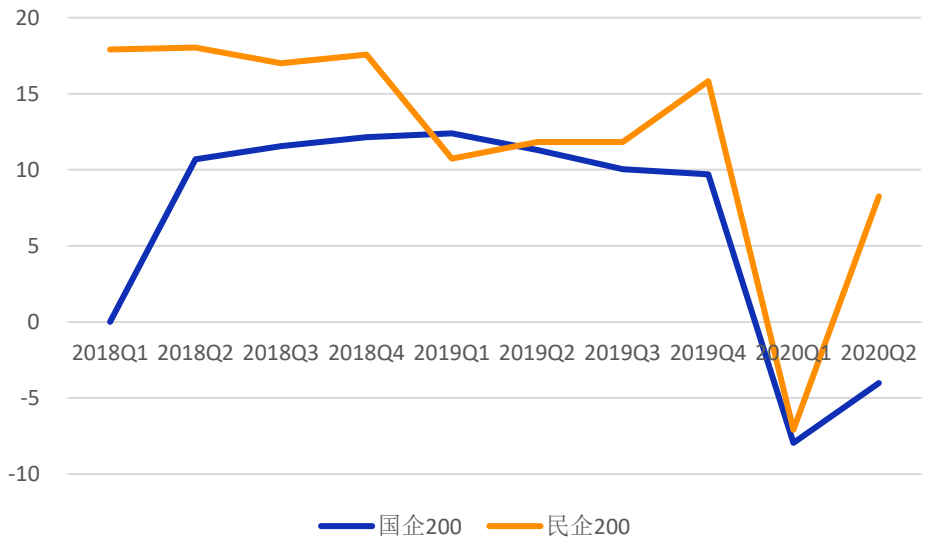
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
全部A股	84.48	84.61	84.26	83.87	83.78	83.90	83.75	83.56	83.59	83.78	83.34	83.72	83.93	84.18
全部A股(非金融)	59.60	60.32	60.20	59.91	59.54	60.54	60.70	60.72	60.81	61.39	61.11	60.92	60.77	61.44
全部A股(非金融石油石化)	61.15	61.84	61.60	61.18	60.83	61.81	61.87	61.94	61.79	62.35	62.00	61.82	61.55	62.18
全部主板(含中小企业板)	84.87	85.01	84.68	84.29	84.21	84.34	84.18	83.97	84.01	84.19	83.79	84.15	84.37	84.64
全部主板(剔除中小企业板)	85.77	85.92	85.61	85.23	85.18	85.30	85.13	84.87	84.87	85.05	84.66	84.96	85.16	85.44
上证50	89.20	89.37	89.16	88.81	88.79	88.85	88.70	88.92	88.92	88.92	88.52	88.50	88.79	89.00
沪深300	87.62	87.95	87.69	87.31	87.26	87.31	87.15	86.90	86.92	87.09	86.68	86.51	86.78	87.38
中小企业板	56.91	57.45	57.30	57.78	57.43	58.09	60.00	61.03	63.26	63.67	64.42	65.54	65.85	66.37
创业板	36.57	38.30	39.19	40.72	40.06	41.28	41.72	43.82	43.35	44.15	44.23	44.82	44.41	43.77
创业板50成份	43.53	44.88	46.38	48.82	45.73	47.37	46.11	47.28	48.37	47.26	46.65	49.42	49.53	49.79
创业板(剔除温氏股份)	36.21	37.90	38.87	40.03	39.40	40.64	41.15	43.28	42.82	43.23	43.35	44.12	43.71	44.08

数据来源：WIND，山西证券研究所

民企疫情后反弹力度更为明显

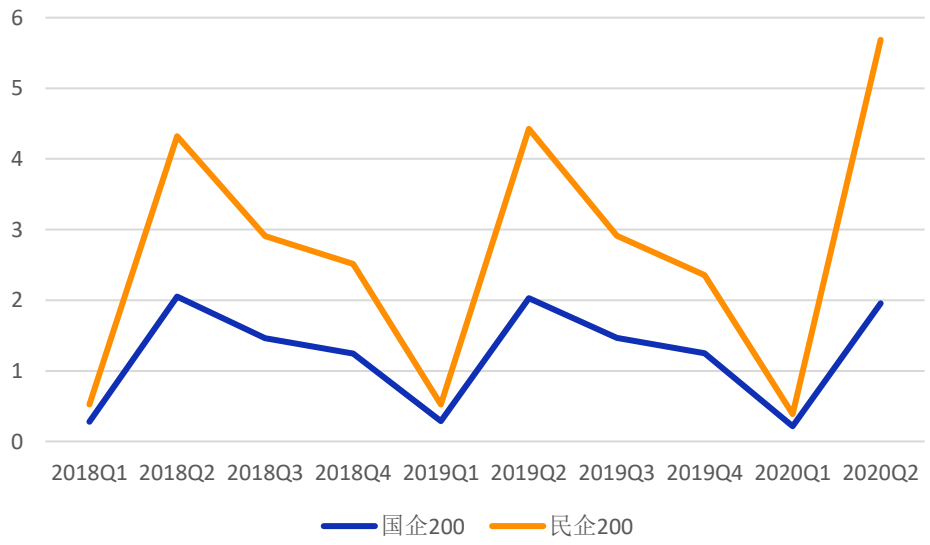
- 2020Q2国企和民企营业收入同比增速双双反弹，民企弹性较国企更大，增速反弹动力更强。
- 2020Q2EPS与营收增速基本相同，民企反弹力度更强。

图表：国企&民企营业收入同比增速情况



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：国企&民企EPS同比增速情况



数据来源：WIND，山西证券研究所

多数省份快速回暖，疫情对各地企业业绩冲击步调不一致，预计Q3有望携手反弹

- 营收方面，31个省份中22家环比回暖，上半年同比转正的省份超过半数，环比回暖幅度最大的未降息、附件、河南。整体来看，一季度受疫情冲击严重的省份2季度回暖幅度都比较明显，而一季度受疫情影响较小的省份二季度营收环比都有不同程度的下滑。
- 认为Q2增速表现较差的省份，海南、甘肃、河北、山西、上海、湖北、天津、江苏Q3预计都会与其他省份Q1-Q2的模式相同，摆脱疫情影响迎来较为迅猛的反弹。

- 盈利能力方面，31个省份中从地区来看，24个省份盈利能力在Q2环比反弹，且24省份都在Q2实现了盈利。其余7省Q2利润都出现明显下滑，一方面是因疫情影响，另一方面则是部分省份个别企业暴雷大幅拖累全省上市公司整体水平。
- 从分布来看，贵州因茅台原因排在第一。经济大省企业盈利能力均表现不俗。弱势省份整体表现不佳，Q2企业盈利能力基本展现出强者恒强的态势。

图表：上市公司分地区表现

板块	营收同比增速Q1	营收同比增速Q2	ROEQ1	ROEQ2
贵州	-39.89	0.29	-4.92	24.43
广东	-8.21	-1.08	1.31	9.19
福建	-28.50	11.84	-0.26	9.14
西藏	-4.88	7.45	1.21	9.09
安徽	-15.29	-1.16	1.72	8.39
四川	-5.19	1.11	0.71	7.97
河南	-4.55	18.90	1.34	7.52
河北	13.68	-11.29	2.02	6.65
浙江	-14.53	1.35	1.56	6.63
山东	-13.10	0.20	1.74	6.40
湖南	-11.28	4.55	0.62	6.24
江苏	7.13	-0.73	1.20	6.09
北京	-7.15	-5.66	2.10	6.00
陕西	-18.44	2.93	1.75	5.71
江西	-9.41	22.98	0.56	5.55
湖北	-4.08	-7.06	1.69	5.24
上海	-5.83	-9.41	2.69	5.17
天津	9.13	-3.39	2.15	5.03
重庆	5.27	2.99	2.64	4.71
新疆	2.00	3.56	1.12	4.37
山西	0.16	-10.59	1.37	3.95
云南	-9.01	8.39	1.92	3.37
辽宁	-5.95	-5.13	1.44	3.15
宁夏	-13.17	-2.98	2.70	2.82
广西	-3.34	1.73	5.33	-1.00
黑龙江	-16.42	-1.37	0.93	-5.41
甘肃	-10.30	-14.03	2.11	-6.58
吉林	-10.32	2.83	1.69	-6.62
海南	-16.85	-37.97	1.26	-9.80
内蒙古	-10.22	-2.91	1.60	-13.51
青海	-7.60	1.21	1.75	-169.63

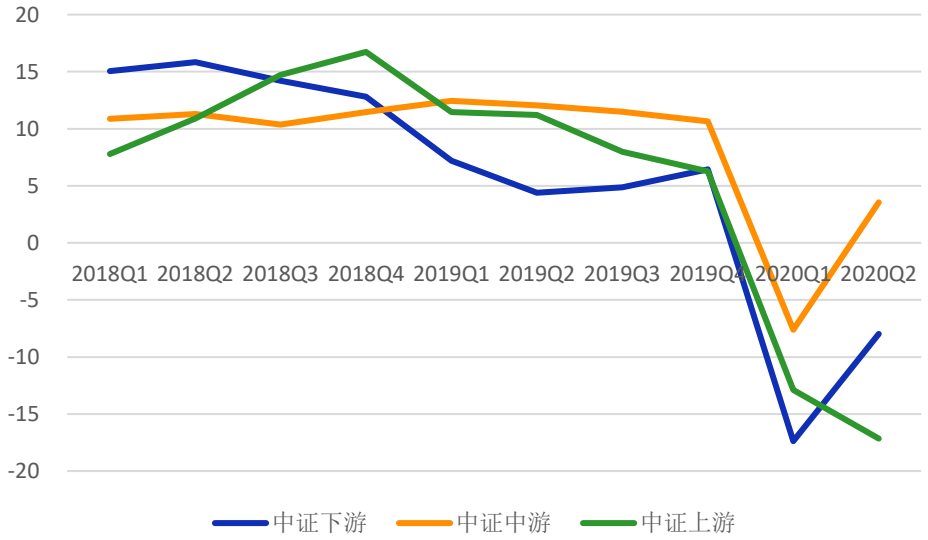
数据来源：WIND，山西证券研究所

- 整体来看，2020Q2下游与中游企业反弹较为迅猛，上游反弹力度较弱。

- 营业收入方面，中游行业同比已经开始转正，下游虽然为负但反弹势头较猛，上游企业营业收入同比仍在下滑，在供给侧改革与环保政策常态化的背景下预计上游企业营收规模长期仍将收缩。

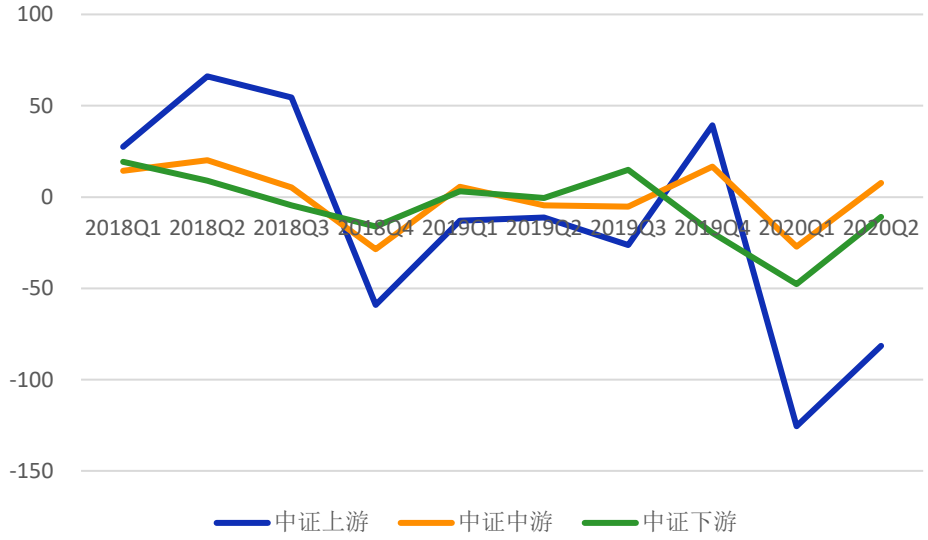
- 从利润来看，上游企业表现并不像营收那么差，主要原因在于疫情影响全球供给，大类商品价格普遍水涨船高，虽然需求总量也在同步下滑但较高的产品价格对冲了对企业利润的影响。中游行业利润在Q2与营收同步转正，但整体弱于营收，主要在于上游商品涨价稀释部分利润。下游行业反弹力度最强，但仍在低位。

图表：上中下游营业收入增速同比情况



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：上中下游归母净利润同比增速情况



数据来源：WIND，山西证券研究所

- 从风格来看，科技类Q2强势凸显，营收与利润增速均排在第一。消费整体回暖力度较强，而周期类虽然营收回暖速度较弱，但因涨价因素导致利润增速有较为明显的反弹。金融类整体表现疲软，主要因金融机构让利实体压制业绩回升。

- A股走势基本上也与Q2业绩相符，科技、消费大幅上行，金融底部震荡，周期与稳定风格小幅回升。

图表：中信风格指数营收同比增速

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q1较2019Q4增速变化	2020Q2较2020Q1增速变化
科技	19.86	15.50	16.08	8.84	11.60	5.70	9.61	14.93	-2.39	15.66	-17.33	18.05
消费	15.16	13.12	12.73	9.65	11.07	10.39	6.56	8.47	-10.64	2.90	-19.11	13.54
稳定	14.45	10.22	6.76	12.75	12.89	15.39	14.79	8.46	-11.68	-0.50	-20.14	11.18
周期	11.12	14.75	14.80	12.79	7.67	4.96	2.49	1.89	-15.38	-8.08	-17.27	7.30
金融	6.61	13.14	11.90	7.19	17.98	13.11	14.50	13.58	2.40	9.65	-11.18	7.26

数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：中信风格指数归母净利润同比增速

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q1较2019Q4增速变化	2020Q2较2020Q1增速变化
科技	7.27	-4.13	-10.10	-285.55	5.58	-35.33	0.83	14.22	-26.12	62.34	-40.34	88.47
周期	27.19	37.70	17.56	-80.97	-14.28	-12.66	-20.80	-78.05	-98.84	-35.40	-20.79	63.44
稳定	19.48	15.43	-1.13	9.19	22.66	9.02	16.95	-33.29	-50.03	1.35	-16.73	51.38
消费	18.23	20.41	3.00	-69.31	9.14	9.12	20.69	52.15	-10.57	16.08	-62.72	26.65
金融	8.26	9.28	1.32	-10.44	16.66	13.86	15.59	6.44	-4.69	-22.58	-11.13	-17.90

数据来源：WIND，山西证券研究所

汽车、建材、机械营收回暖力度最强

- 2020年二季度营收同比增速居前行业为农林牧渔、机械设备和纺织服装；其中，2020年二季度大部分行业增速显著增加，改善情况较为明显的行业偏向基建、消费方向。

图表：28个申万行业营收同比增速

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q1较2019Q4增速变化	2020Q2较2020Q1增速变化
汽车	13.69	10.90	-1.89	-10.36	-7.41	-10.17	-1.56	9.59	-29.87	11.38	-39.46	41.25
建筑材料	29.59	26.53	30.73	28.95	29.76	24.73	15.02	3.92	-23.83	14.78	-27.75	38.61
机械设备	24.12	22.38	10.17	15.77	18.18	3.84	9.74	11.29	-11.16	22.65	-22.45	33.82
电气设备	22.04	16.18	6.72	5.24	13.58	2.08	12.60	19.46	-10.77	19.94	-30.23	30.71
计算机	28.08	24.60	22.91	6.17	14.94	0.12	8.79	13.13	-13.71	15.27	-26.83	28.97
纺织服装	16.54	12.00	1.11	9.61	3.34	-2.75	2.05	89.48	-7.25	20.32	-96.73	27.57
建筑装饰	14.42	8.26	5.76	13.35	13.78	18.11	16.07	15.18	-9.05	17.56	-24.23	26.61
家用电器	19.39	15.22	9.88	9.17	5.63	6.00	2.98	1.91	-24.34	-0.18	-26.26	24.16
通信	12.67	-0.35	3.67	1.95	-0.50	0.60	-0.04	-1.64	-9.46	7.71	-7.82	17.17
非银金融	6.65	9.35	-1.62	-3.00	19.23	12.66	19.65	21.45	0.03	16.58	-21.42	16.54
轻工制造	20.86	22.62	8.51	0.00	-0.05	-2.63	5.01	12.63	-15.17	0.42	-27.81	15.60
综合	23.06	2.89	12.77	13.22	28.05	10.89	2.70	-3.95	-7.70	7.54	-3.75	15.23
商业贸易	10.17	7.77	10.75	2.41	7.15	6.45	3.67	2.14	-12.93	1.73	-15.07	14.66
公用事业	17.26	19.20	10.37	13.40	16.64	10.84	14.17	13.83	-10.36	3.20	-24.18	13.55
食品饮料	16.73	16.22	8.98	23.22	16.04	15.14	13.78	16.91	0.05	13.30	-16.86	13.26
医药生物	24.64	18.04	23.48	14.06	16.15	14.69	10.49	10.83	-7.72	3.83	-18.55	11.55
国防军工	-0.06	20.83	15.00	-2.88	15.88	0.42	-3.48	10.44	3.53	14.15	-6.91	10.62
有色金属	15.07	5.46	-0.04	15.86	6.62	9.58	18.97	8.42	8.02	18.45	-0.41	10.43
电子	14.53	15.03	20.34	18.60	19.78	13.34	6.56	5.38	-0.48	9.91	-5.86	10.39
房地产	21.54	27.19	35.09	11.26	22.42	22.74	18.90	17.44	-3.18	7.19	-20.63	10.37
农林牧渔	8.57	7.82	11.21	16.89	10.51	17.36	16.64	21.33	18.08	27.42	-3.26	9.35
交通运输	15.05	11.03	19.31	14.00	10.68	7.57	8.14	12.42	-12.44	-4.09	-24.86	8.36
休闲服务	24.20	32.40	20.57	14.75	25.06	-5.82	-4.25	-1.77	-49.29	-41.95	-47.52	7.34
传媒	8.41	14.58	17.24	-0.69	4.63	0.26	2.63	12.97	-20.78	-15.66	-33.74	5.12
钢铁	1.06	18.16	12.96	19.42	5.25	0.79	4.54	5.60	-1.34	2.42	-6.94	3.76
银行	2.76	10.01	11.44	9.08	15.67	9.38	10.12	6.15	7.18	5.53	1.03	-1.65
化工	10.45	18.15	28.93	26.84	14.62	12.23	-2.28	-6.57	-17.85	-23.02	-11.27	-5.17
采掘	7.97	14.49	19.39	15.76	9.64	8.39	3.19	8.91	-11.06	-19.89	-19.97	-8.84

数据来源：WIND，山西证券研究所

农林牧渔&机械高景气判断得到报表支撑

- 2020二季度净利润增速居前行业为农林牧渔、机械设备和纺织服装，受冲击最为严重的为休闲服务，符合我们此前预期。Q2业绩回暖力度较大的行业为有色、电子、机械、通信、传媒。

图表：28个申万行业归母净利润同比增速

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q1较2019Q4增速变化	2020Q2较2020Q1增速变化
有色金属	2.52	8.61	-13.36	-65.98	-26.91	-37.02	-27.11	168.36	-83.24	36.50	-251.60	119.74
电子	1.70	6.12	-5.52	-151.45	68.33	23.52	6.92	-120.78	-121.39	-1.96	-0.61	119.43
机械设备	32.36	3.86	18.82	-136.49	38.17	30.72	-2.45	-127.31	-47.67	56.82	79.64	104.49
通信	-4.21	4.95	2.18	-138.92	3.33	-28.70	-23.76	28.96	-79.86	-1.97	-108.82	77.89
传媒	26.63	79.74	45.00	-62.20	-18.38	-15.26	-21.69	-274.63	-111.89	-42.26	162.74	69.63
食品饮料	-167.33	-61.95	16.62	-55.27	526.28	-374.68	2.28	-216.13	-56.13	12.94	160.00	69.07
电气设备	18.99	16.62	-13.74	-31.23	17.51	6.41	16.62	-83.49	-28.64	37.22	54.86	65.86
休闲服务	40.78	33.22	22.43	-80.22	81.37	-6.84	-9.95	-243.55	-152.15	-89.19	91.40	62.96
房地产	11.05	112.45	14.94	0.87	16.77	-22.73	105.04	-95.10	-72.35	-10.17	22.75	62.18
建筑材料	205.85	71.89	75.86	20.81	45.69	11.03	15.16	18.04	-36.08	24.44	-54.12	60.52
纺织服装	28.72	11.10	-12.34	-150.76	11.23	-4.41	9.26	103.78	-10.17	43.42	-113.95	53.59
采掘	13.63	-20.26	-20.53	-37.74	14.12	12.19	2.28	33.06	-124.57	-71.25	-157.63	53.32
建筑装饰	28.32	13.53	-12.03	-94.61	8.44	-0.36	1.01	-255.70	-15.14	36.22	240.57	51.35
非银金融	7.27	-5.21	-7.80	-172.59	-16.71	-7.62	12.52	870.24	-12.39	34.69	-882.63	47.08
医药生物	59.13	14.73	-24.83	-222.96	-38.15	-23.85	-18.12	-1.09	-55.12	-13.16	-54.04	41.96
汽车	16.46	12.24	3.69	-2.97	14.51	-2.51	14.84	1.03	-30.30	7.70	-31.33	38.00
综合	39.65	41.03	16.49	-12.28	16.43	11.93	2.32	3.11	-41.88	-4.44	-44.99	37.44
钢铁	3.17	-5.02	-14.42	-4,303.35	-22.43	-23.88	-7.52	37.70	-52.88	-17.68	-90.59	35.21
公用事业	24.94	22.82	13.17	-88.63	6.43	11.64	17.90	88.23	-52.34	-17.66	-140.57	34.68
计算机	30.08	35.39	9.86	40.42	23.75	19.08	16.49	3.75	-0.17	25.80	-3.91	25.97
银行	10.37	17.55	-6.78	-131.24	-26.16	-21.52	-1.88	91.83	-32.19	-12.92	-124.02	19.27
化工	26.95	48.08	79.78	26.39	6.70	6.87	-18.58	-1.86	-89.38	-75.31	-87.52	14.07
交通运输	93.12	170.84	20.01	-39.14	-45.82	-33.19	-59.40	-37.49	-35.66	-25.06	1.83	10.60
轻工制造	14.91	3.85	-38.42	-43.19	77.89	65.58	85.60	23.44	-23.68	-23.69	-47.12	-0.01
国防军工	3.75	-36.61	-5.15	-116.68	69.33	18.05	-78.87	-20.43	33.38	22.91	53.81	-10.47
家用电器	5.56	7.31	7.81	0.09	6.27	7.15	7.91	3.62	5.50	-23.71	1.88	-29.22
商业贸易	26.13	26.20	-42.42	-46.61	62.92	37.75	47.14	613.39	236.48	-23.60	-376.91	-260.08
农林牧渔	-3.85	-73.32	17.21	-309.98	-62.27	1,134.74	54.46	770.06	388.00	119.78	-382.06	-268.22

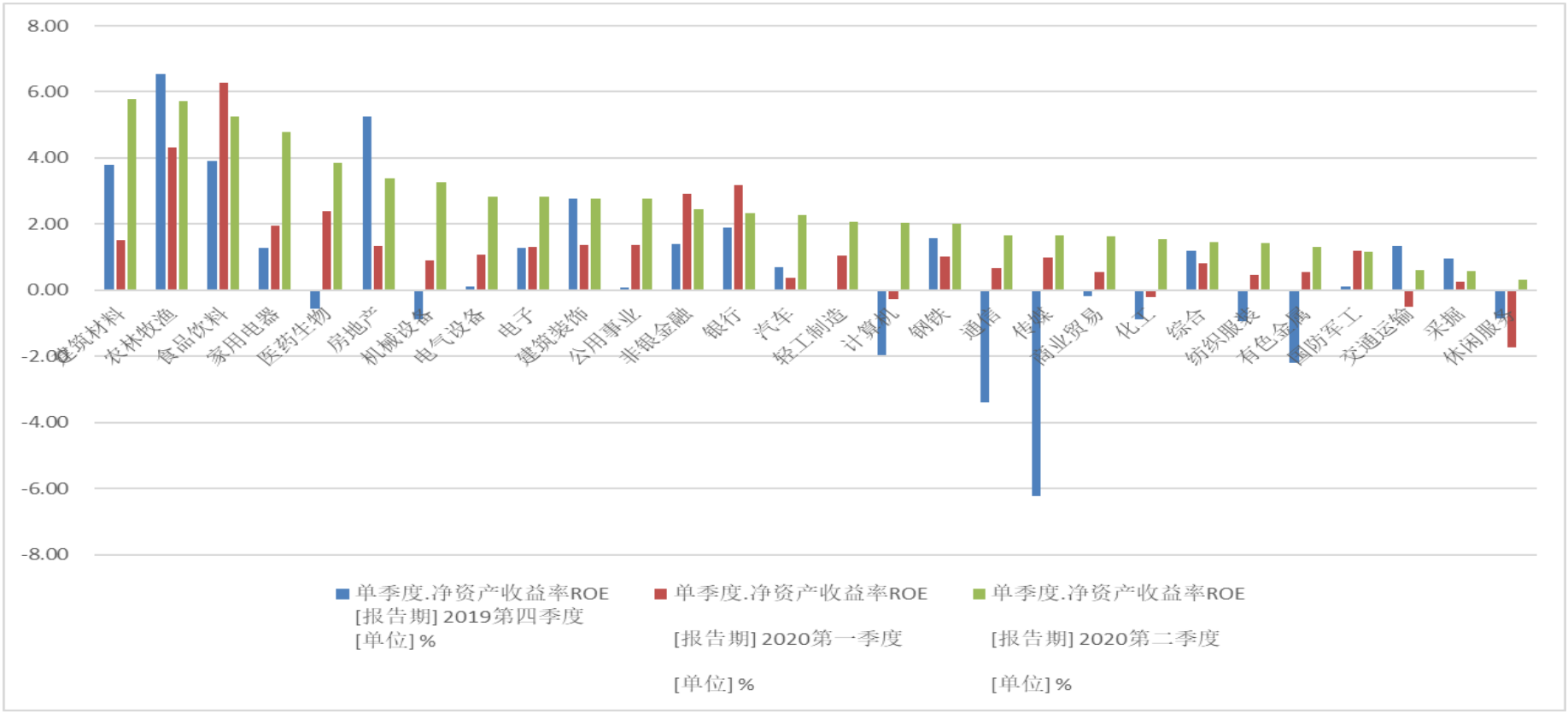
数据来源：WIND，山西证券研究所

Q2申万行业ROE全部回正

- 2020Q2，建筑材料、农林牧渔、食品饮料的ROE绝对值居前，全部行业ROE回正。

- 从行业分类来看，大基建、地产回暖力度较为迅猛，大消费ROE位于高位但环比情况不一，我们预计大基建板块在Q3-Q4基建投入确定性较强的背景下仍将走高，农林牧渔Q3-Q4相对持平，科技类表现仍然不俗。

图表：28个申万一级行业ROE

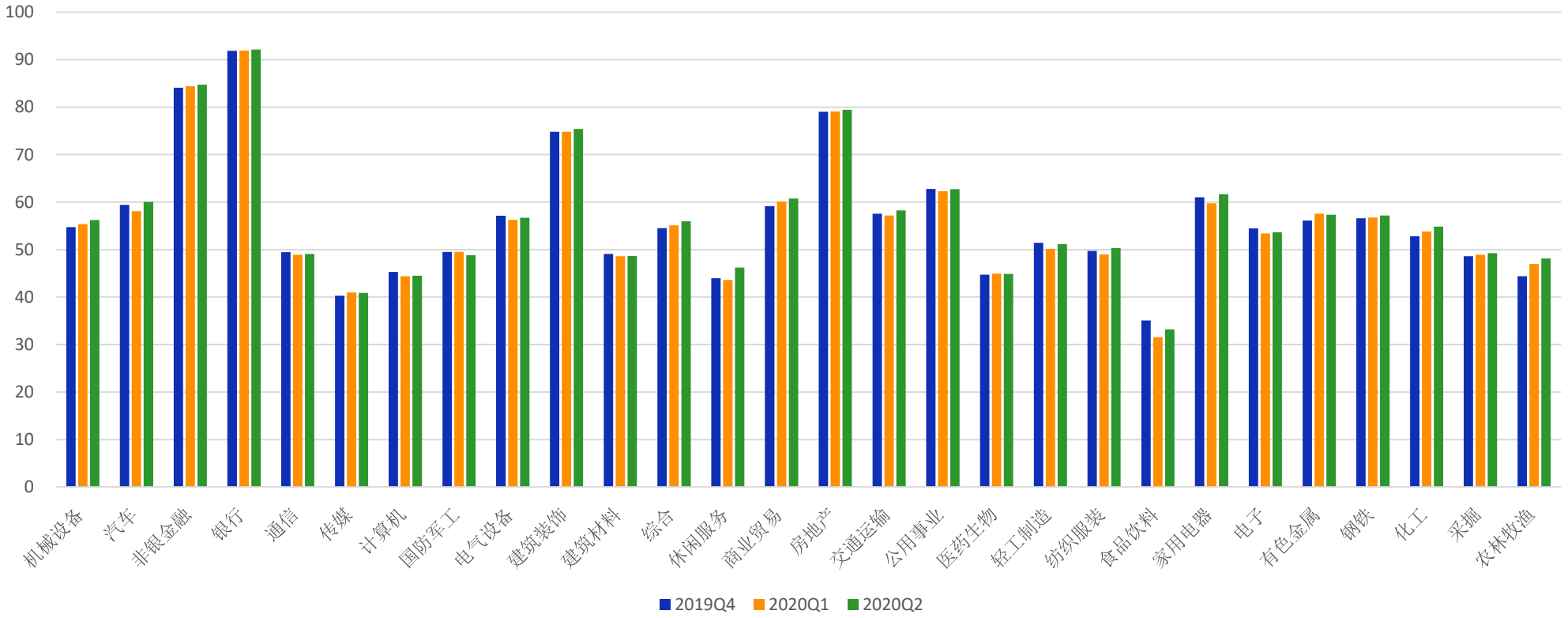


数据来源：WIND，山西证券研究所

2020Q2多数行业资产负债率显著抬头

- 2020Q2，计算机和国防军工资产负债率降幅较大；汽车、商业贸易、家用电器、农林牧渔和化工较上一季度资产负债率出现较大增幅。整体来看，申万行业资产负债率多数上行。

图表：28个申万一级行业资产负债率



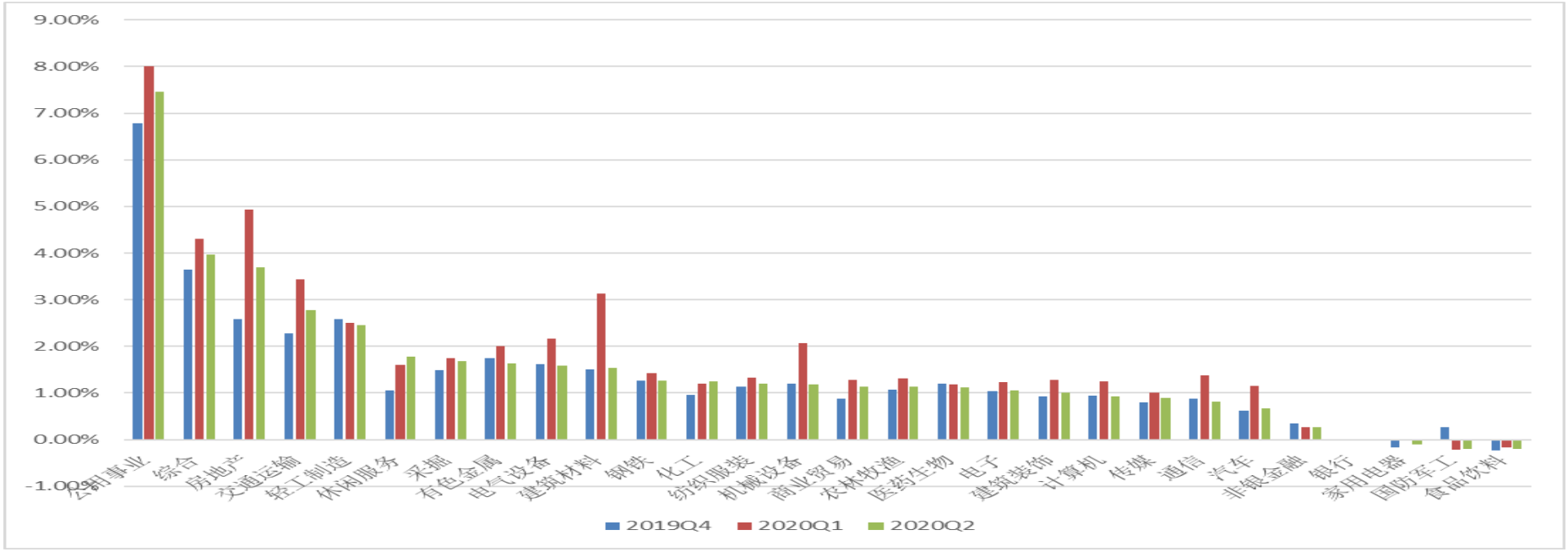
数据来源：WIND，山西证券研究所

- 2020Q1，21个行业的财务费用较一季度有所下降，逆转Q1快速上升的趋势。其中，房地产和建筑材料行业下降幅度居前。

- 轻工业制造、化工和采掘行业财务费用占较上季度变化不明显。

- 食品饮料、军工、家电因其充沛的现金流导致财务费用持续为负。

图表：28个申万一级行业的财务费用/营业收入

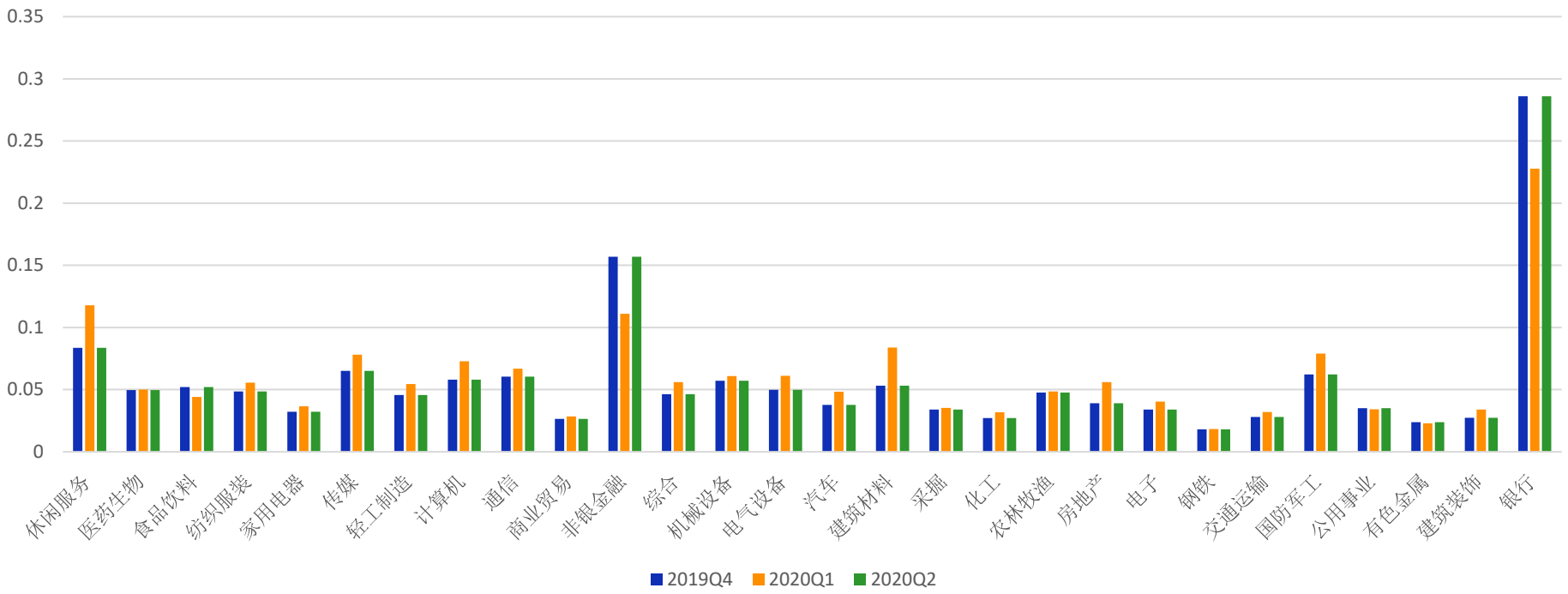


数据来源：WIND，山西证券研究所

2020 Q2多数行业管理费用占比显著下降

- 2020Q2，多数行业因其营收显著回暖，管理费用占比出现显著下降，一改Q1快速上升趋势。
- 但是，在金融让利实体的大背景下，大金融板块管理费用占比出现显著上升。
- 整体来看，管理费用支出较为刚性，管理费用占比提升与下降主要原因是营收变动。

图表：28个申万一级行业的管理费用/营业收入



数据来源：WIND，山西证券研究所

风险提示

- 宏观经济不达预期风险
- 货币政策不达预期风险
- 监管政策超预期风险
- 行业景气度不达预期风险

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com