2020 年 5 月 11 日

5 月不平静，静待机会

策略专题

华鑫证券研究发展部

分析师：
严凯文
执业证书编号：S1050516080001
电话：021-54967584
邮箱：yankw@cfsc.com.cn

● 疫情对一季度 A 股业绩冲击显著

受新冠肺炎疫情冲击，一季度对全 A 业绩影响显著，全 A 营收和利润均出现明显下滑，这点基本于市场此前预期相接近。数据上看，就营收变动来看，全 A 营收下滑 8.8%，全 A（非金融）下滑 12.3%，均为 2016 年以来首次负增长 就归母净利变化来看 ,全 A 下滑 24.0%，全 A（非金融）下滑 52.7%，下滑幅度均为 10 年来最大，某种程度上而言由于疫情影响，全 A 变相已经砸出了盈利底，不过目前而言更加类似于 2018 年年报由于商誉集中减值而出现的盈利底，虽然也是盈利底，但市场投资者此后更为关注的是 2019 年 2、3 季度盈利数据的转好情况。

● PMI 国内需求仍然疲软，库存快速上升

4 月中国官方制造业 PMI 为 50.8，预期为 50.1，前值为 52；非制造业 PMI 为 53.2，前值为 52.3。总体上而言，官方制造业与非制造业 PMI 均位于荣枯线以上，且连续两个月景气回升，显示目前全社会复工复产持续推进，工业生产环节稳步复苏。但从分项来看，4 月工业企业生产复苏并未此前预期的那么强劲，但需求弱于生产，外需形势严峻。4 月新订单和新出口订单指数分别为 50.2%和 33.5%，较上月下降 1.8 和 12.9 个百分点。4 月生产指数为 53.7%，较上月回落 0.4 个百分点，相比需求端生产端更为强劲。同时由于需求端的压缩，1-3 月工业企业产成品存货累计同比 14.9%，较 2019 年上升 12.9 个百分点。但 4 月社会总需求似乎并未如预期如此强劲，4 月产成品库存指数为 49.3%，较 3 月继续上升 0.2 个百分点，创出 2013 年 1 月以来新高。

● 历史行情角度 5 月并不是跑收益的月份

根据历史数据统计，我们可以发现在 5 月，全球资本市场表现均不理想。从统计结果来看，在过去十年中 5 月上证指数上涨概率仅为 40%，平均涨幅 2.63%，而平均跌幅为-4.04%。标普 500 上涨概率为 60%，平均涨幅为 1.68%，而平均跌幅却高达-5.6%。英国富时 100 上涨概率为 50%，平均涨幅为 2.06%，而平均跌幅为-3.76。法国 CAC40 上涨概率为 40%，平均涨幅为 1.28%，平均跌幅为-4.40%。

● 配置：新基建

目前我们所面临的问题，传统发展红利已相继淡化，经济增速趋势放缓，工业化面临结构转型，产业升级催生新的需求，新一轮科技

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

革命和产业变革也将蓬勃兴起。“新基建”既能迎合我国科技发展周期，也符合当前风险事件之后经济振兴的现实诉求。

- **风险提示：宏观经济超预期下行；海外疫情影响超预期**

目录

一、疫情对一季度 A 股业绩冲击显著 4
二、PMI 国内需求仍然疲软，库存快速上升 5
三、历史行情角度 5 月并不是一个跑收益的月份 8
四、配置：新基建 8
五、风险提示 9

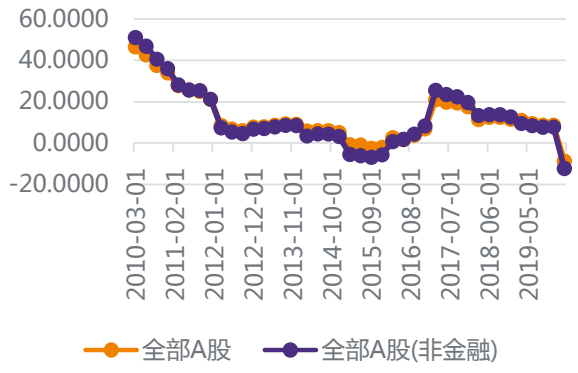
图表目录

图表 1：营业总收入变化（%） 4
图表 2：归母净利润同比增速（%） 4
图表 3：各板块归母利润增速变化（%） 4
图表 4：各板块营业总收入增速变化（%） 4
图表 5：疫情对行业一季度业绩冲击明显 5
图表 6：4 月制造业 PMI（%） 6
图表 7：4 月非制造业 PMI（%） 6
图表 8：4 月制造业 PMI 生产（%） 6
图表 9：4 月制造业 PMI 新订单、新出口订单（%） 6
图表 10：工业企业产成品库存累计同比升至近几年来高点（%） 7
图表 11：4 月 PMI 产成品库存数据环比继续上升（%） 7
图表 12：两轮行情成交金额对比 8

一、疫情对一季度 A 股业绩冲击显著

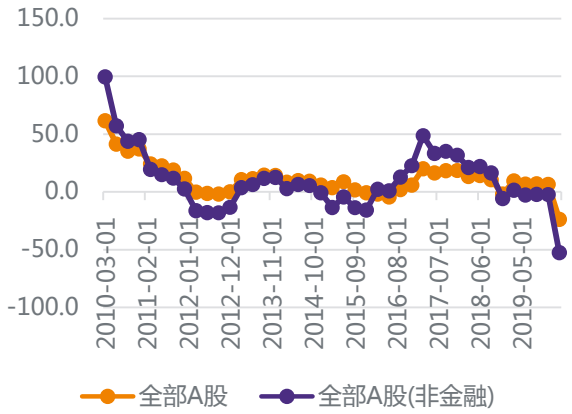
受新冠肺炎疫情冲击，一季度对全 A 业绩影响显著，全 A 营收和利润均出现明显下滑，这点基本于市场此前预期相接近。数据上看，就营收变动来看，全 A 营收下滑 8.8%，全 A（非金融）下滑 12.3%，均为 2016 年以来首次负增长；就归母净利变化来看，全 A 下滑 24.0%，全 A（非金融）下滑 52.7%，下滑幅度均为 10 年来最大，某种程度上而言由于疫情影响，全 A 变相已经砸出了盈利底，不过目前而言更加类似于 2018 年年报由于商誉集中减值而出现的盈利底，虽然也是盈利底，但市场投资者此后更为关注的是 2019 年 2、3 季度盈利数据的转好情况。

图表 1：营业总收入变化（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

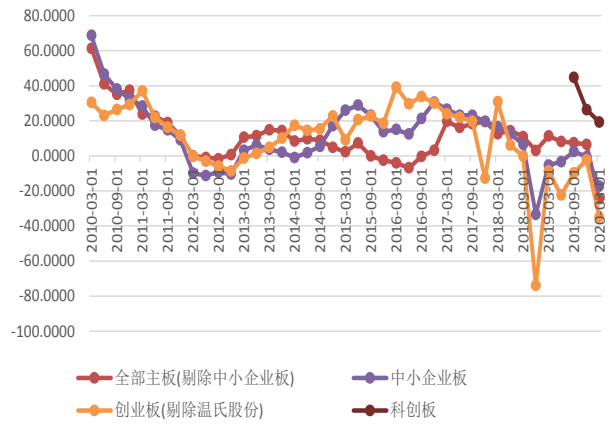
图表 2：归母净利润同比增速（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

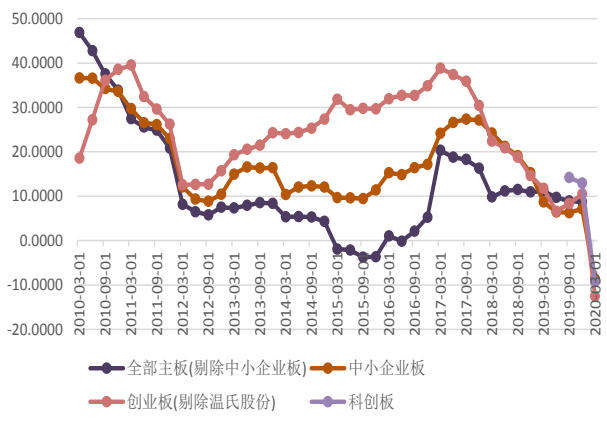
就板块而言，主板（剔除中小板）、创业板、中小板和科创板营收变动来看，主板（剔除中小板）下滑 8.7%、创业板（剔除温氏）下滑 12.6%、中小板下滑 8.9%、科创板下滑 9.2%；归母净利润变动，主板（剔除中小板）下滑 8.7%、创业板（剔除温氏）下滑 35.0%、中小板下滑 17.2%，值得注意科创板同比增长 19.3%。

图表 3：各板块归母利润增速变化（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 4：各板块营业总收入增速变化（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

就行业而言，虽然在 1 季度受到疫情冲击但农林牧渔、军工、银行归母近利润同比正增长，同时防御性较强的行业，食品饮料、电子、医药业绩降幅相对较低，而休闲服务和交通运输受疫情冲击最为明显。

图表 5：疫情对行业一季度业绩冲击明显

产业链	申万一级行业分类	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
上游资源	有色金属	-38.7097	-32.2068	-28.3211	-46.4768	-56.88
中游材料	钢铁	-47.4688	-39.334	-45.592	-45.8047	-41.3558
	建筑材料	46.4568	19.0072	17.5686	17.2793	-38.0187
	化工	-22.5377	-20.6102	-21.9162	-37.6863	-107.191
中游制造	机械设备	31.0677	28.2135	13.9992	5.6851	-46.6725
	建筑装饰	11.8315	2.4536	6.0912	6.1079	-30.3869
	电气设备	17.5959	1.1597	8.0691	46.8221	-10.9818
	国防军工	87.6366	51.1081	33.7502	12.3803	39.6191
	轻工制造	-27.9311	-24.2125	-16.1484	8.2871	-35.4799
	采掘	7.0298	5.9706	-2.8819	-2.3161	-84.3142
下游必须消费	农林牧渔	-62.3271	83.6819	69.6631	195.937	397.5503
	食品饮料	23.1352	21.23	19.6495	14.275	-0.6647
	纺织服装	2.6993	-14.0628	-19.3368	-22.0763	-80.6937
	医药生物	13.3643	3.5349	4.9284	-8.5544	-17.9334
	商业贸易	15.4349	-7.8537	15.2806	-15.1745	-72.8672
下游可选消费	房地产	14.1584	16.5164	12.6997	9.9565	-42.3771
	汽车	-26.6531	-32.6859	-30.2604	-24.0315	-81.6161
	家用电器	7.2135	9.9056	12.6201	16.3842	-46.2551
	休闲服务	76.3588	24.9383	7.1914	-8.9534	-151.1563
金融	银行	6.2673	6.7525	7.1431	6.9226	5.5199
	非银金融	71.2628	68.3626	73.0147	64.9094	-23.6106
TM T	电子	-11.3101	-2.9118	2.9724	24.6386	-10.8791
	通信	1062.8912	-183.8753	-60.6248	-255.0158	-56.675
	传媒	-24.0307	-55.7109	-42.028	34.1487	-49.8056
	计算机	64.6045	36.5794	25.5904	-6.8876	-118.3793
基础设施与运营	交通运输	12.1835	12.3378	8.914	12.4376	-121.7858
	公用事业	18.344	10.1835	15.2771	4.9079	-29.0756

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

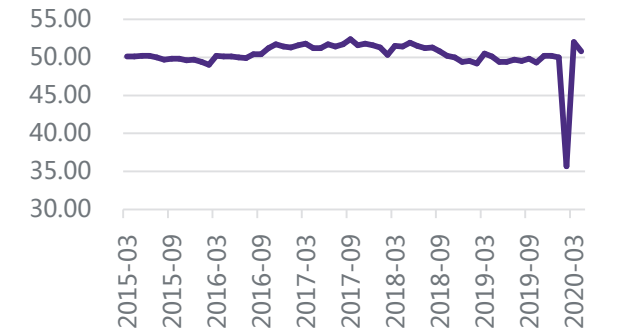
总结而言，本次疫情对于各行各业的影响是非常显性的，远超非典时期和 08 年美国次贷危机对各个产业的冲击，一定程度在 2 季度全面复工复产之后，2020 年一季度的盈利底基本是成立的，但我们此前也分析认为此次的盈利底很大程度上是因为外部因素而导致，并非是真正意义上周期性的盈利触底，所以本质意义上对于投资者而言更加需要关注三、四季度的盈利扩张情况，如果全 A 盈利二、三、四季度并不能够持续改善，而是类似于 2019 年的情况，那么 2020 年全年将依旧维持结构性行情的特征，每一轮大行情将会有一次显性下跌之后而产生。

二、PMI 国内需求仍然疲软，库存快速上升

4 月中国官方制造业 PMI 为 50.8，预期为 50.1，前值为 52；非制造业 PMI 为 53.2，前值为 52.3。总体上而言，官方制造业与非制造业 PMI 均位于荣枯线以上，且连续两个月景气回升，显示目前全社会复工复产持续推进，工业生产环节稳步复苏。不过这其中有一个问题，PMI 数据是一个环比指标同时也是一个采访数据，反应出工业生产者对生产环境变化的感知。在 2 月份 PMI 数据跳降之后，3 月又出现明显明显调升，反映出 3 月的工业生产环境已经大

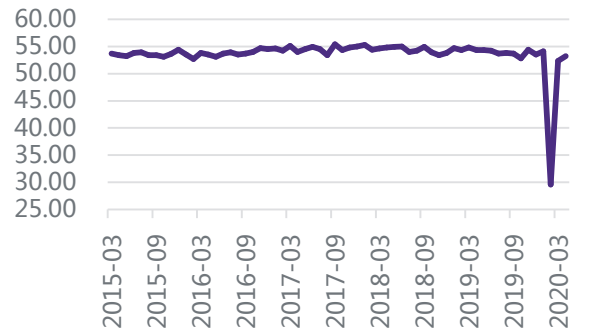
幅好转，但 4 月虽然依然处于荣枯线之上但环比是下滑，意味着经济仍处于扩张阶段，但是扩张的节奏放缓了，这与市场感知存在偏差，毕竟 3 月并未全面进入复工复产阶段，而 4 月国内已经全面复工复产，我们认为外贸需求不确定的担忧一定程度上影响了判断。

图表 6：4 月制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

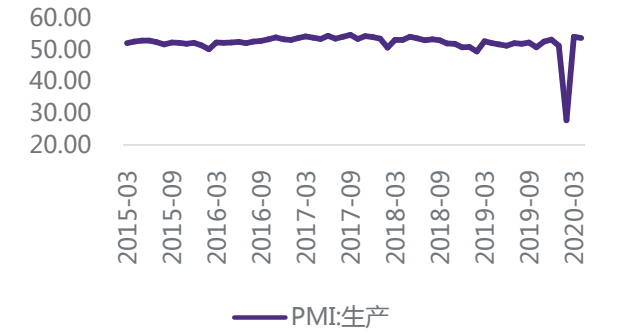
图表 7：4 月非制造业 PMI（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

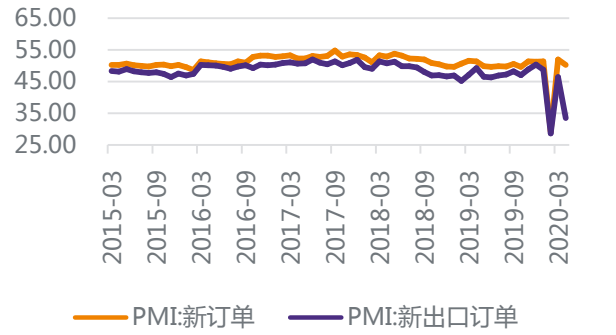
此外从分项来看，4 月工业企业生产复苏并未此前预期的那么强劲，但需求弱于生产，外需形势严峻。4 月新订单和新出口订单指数分别为 50.2%和 33.5%，较上月下降 1.8 和 12.9 个百分点。4 月生产指数为 53.7%，较上月回落 0.4 个百分点，相比需求端生产端更为强劲。而出口新订单指数的再度跳降，也验证我们对整体 PMI 不及预期的判断，海外需求的快速回落致使工业生产者对未来工业生产环境的预期偏悲观。

图表 8：4 月制造业 PMI 生产（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

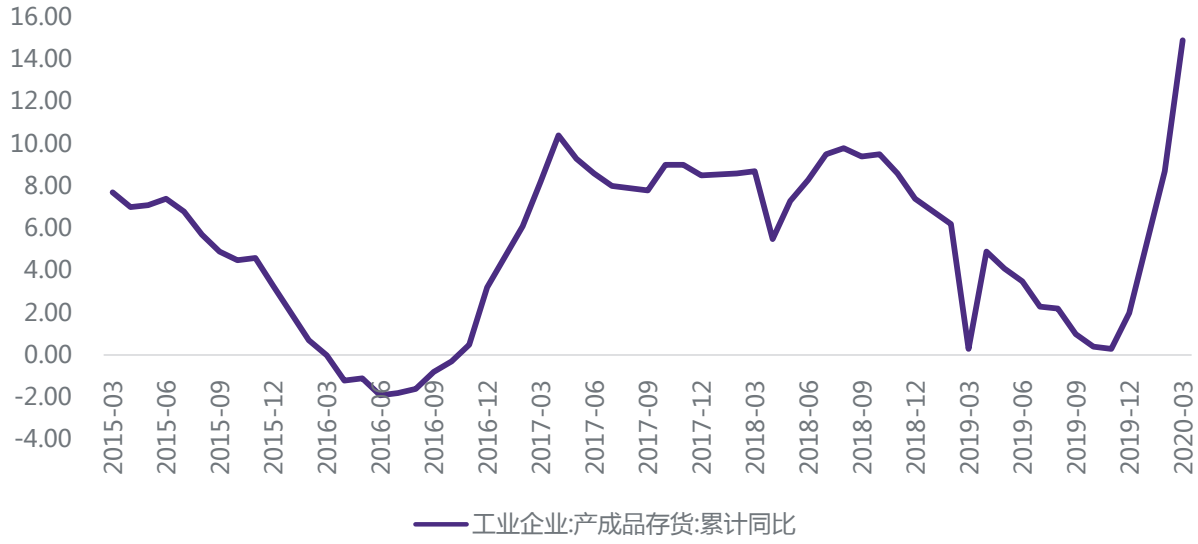
图表 9：4 月制造业 PMI 新订单、新出口订单（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

同时由于需求端的压缩，1-3 月工业企业产成品存货累计同比 14.9%，较 2019 年上升 12.9 个百分点。工业企业产成品库存数据进入高点，同时当下并不具备有强劲的社会需求，高企的工业企业产成品库存后期将近一步压缩企业生产扩张，从而也影响工业景气度。

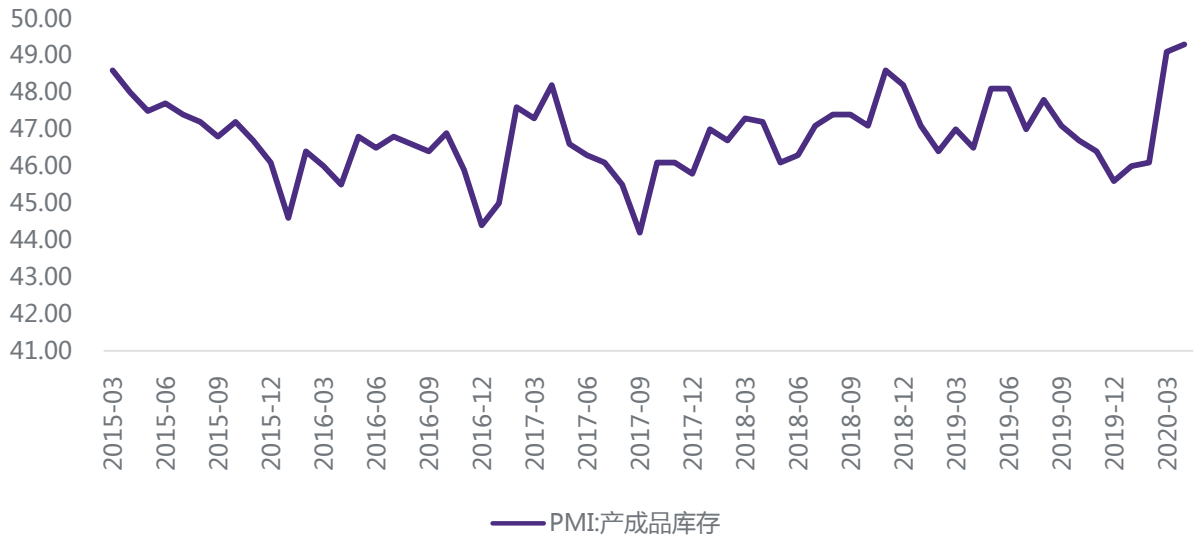
图表 10：工业企业产成品库存累计同比升至近几年来高点（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

而 4 月的 PMI 细分数据也显示出，4 月社会总需求似乎并未如预期如此强劲，这点从 4 月 PMI 新订单和新出口订单的下滑就能得到证明，此外 4 月产成品库存指数为 49.3%，较 3 月继续上升 0.2 个百分点，创出 2013 年 1 月以来新高。

图表 11：4 月 PMI 产成品库存数据环比继续上升（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

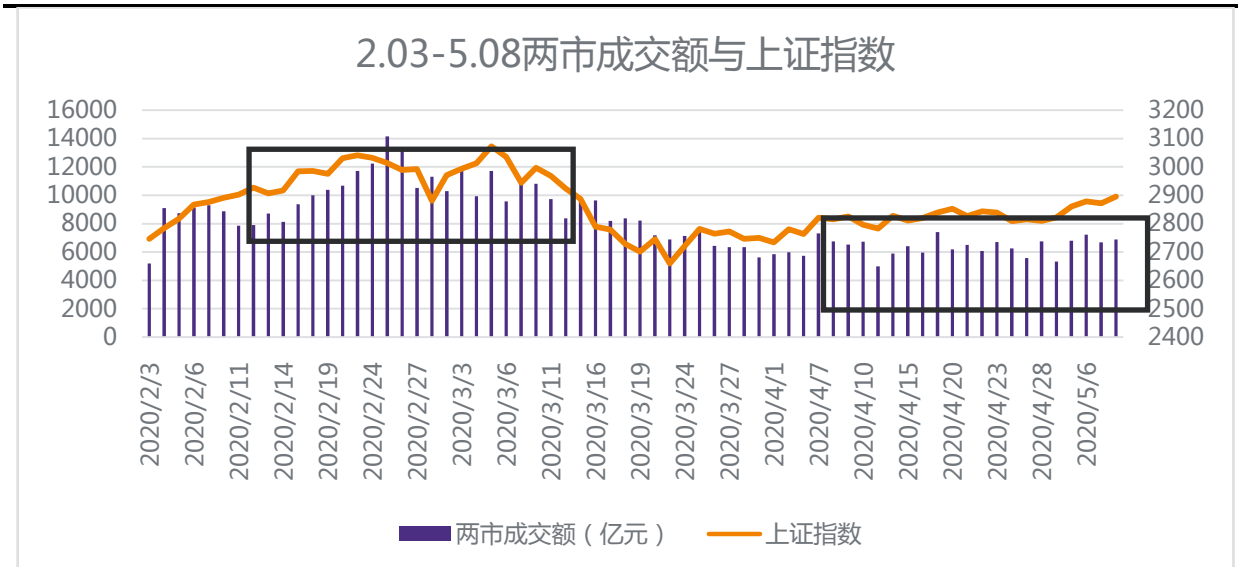
总结而言，2020 年开年以来，一季度库存数据持续上行，而疫情冲击导致需求萎缩，销售不利导致工业企业产成品库存被动积压，到 3 月工业企业产成品库存累计同比已经升至近几年以来高点，这意味者如果社会总需求水平 2 季度不能够得到快速提升，企业盈利修也将低于市场预期。虽然 2020 年盈利增速回升市场有较强共识，但疫情冲击导致 2020 年工业企业利润跌至 08 年金融危机历史底部，我们预计后续企业盈利增速修复或仍将是一个缓慢的过程，此外作为二季度首月 4 月的 PMI 数据虽然依然处于荣枯线之上，但环比却是回落，也再次证明 2 季度企业盈利修复将是一个缓慢的过程。

三、历史行情角度 5 月并不是一个跑收益的月份

根据历史数据统计，我们可以发现在 5 月，全球资本市场表现均不理想。从统计结果来看，在过去十年中 5 月上证指数上涨概率仅为 40%，平均涨幅 2.63% ,而平均跌幅为-4.04%。标普 500 上涨概率为 60% ,平均涨幅为 1.68%，而平均跌幅却高达-5.6%。英国富时 100 上涨概率为 50% ,平均涨幅为 2.06%，而平均跌幅为-3.76。法国 CAC40 上涨概率为 40%，平均涨幅为 1.28%，平均跌幅为-4.40%。

综合来看可以很明显的发现，5 月通常而言并不是一个跑收益的月份，相反我们更因该警惕 5 月可能会出现的调整行情，对于现阶段行情，我们认为在 5 月 8 日受隔夜美股继续大幅收涨，同时晚间为贯彻落实党中央、国务院决策部署，进一步扩大金融业对外开放，央行将落实取消合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券投资额度管理要求 ,对合格投资者跨境资金汇出入和兑换实行登记管理，这无疑在引入外资上也一大步，短期市场迎来了突破行情 ,上证指数一举突破 2900 点整数关口 ,但在 2850-2920 点区间之内，是此前 2 月 17 日至 3 月 11 日行情火热时期密集成交区域下轨，日均成交金额在 11007 亿元，以目前量能很难一举突破。此外即使能够有效 2850-2920 的箱体，上方 2950-3070 点又是新的箱体，该箱体内的日均成交金额更是在 12000 亿元水平，以目前市场的人气而言，显然是不能够有效的站稳在该区域之内，因此市场或可能先选择一次“深蹲”而后再发动新的一轮趋势性行情。

图表 12：两轮行情成交金额对比



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

四、配置：新基建

2018 年 12 月中央经济工作会议首次提出了新型基础设施的概念，指出要“加大制造业技术改造和设备更新，加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工

业互联网、物联网等新型基础设施建设”。同时，会议中还强调要“加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度”，并“补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板，加强自然灾害防治能力建设”。

总结起来我们认为主要涉及多个新型产业，以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等等，新型基础设施建设旨在于为未来科技端的发展打造更为完善的基础设施，本质上是信息数字化的基础设施建设，来支撑传统产业向网络化、数字化、智能化方向发展的信息基础设施。

在每个国家发展周期当中，都会有各自的主要发展目标，在过去几十年，中国发展的主要目标是城镇化和工业化，由于人口的移动集群效应，也使得过去 20 年来房地产迎来高景气度。目前所面临的问题，传统发展红利已相继淡化，经济增速趋势放缓，工业化面临结构转型，产业升级催生新的需求，新一轮科技革命和产业变革也将蓬勃兴起。

“新基建”既能迎合我国科技发展周期，也符合当前风险事件之后经济振兴的现实诉求。目前我们认为国内高科技制造产业正步入政策和资本双重共振时期，同时未来一阶段信息化基础设施的配套需求将步入爆发期，以及中美贸易扰动，使得我国更有发展基础科技设备建设的诉求。最后由于国内疫情冲击之后，新基建也是推动社会总需求提升的重要手段，有助于实现稳经济的目标，所以虽然目前 A 股表现萎靡，但随着国内需求的逐步转暖，以及全面复工复产之后，经济数据的修复，有望迎来一轮新的趋势性行情，同时随着风险偏好的提升，以新基建为首的科技板块，有望继续获得超额收益。

五、风险提示

宏观经济超预期下行；海外疫情影响超预期；利率水平超预期下行。

分析师简介

严凯文：2013 年加入华鑫证券，主要研究和跟踪领域：策略研究。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（+86 21）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn