

策略周报

盈利冲击显现，A 股波动尚存

盈利预期下修压力下，市场短期承压。

- **创业板盈利下修预期尚未充分计价**。结合季度策略中的预判，年内经济增速下修为大概率事件，在此基础上，我们认为自上而下的角度来看，2020 年非金融 A 股盈利增速存在大幅下修风险。创业板盈利预期下修风险更为严重。截至 4 月 10 日以中值计算的创业板一季报盈利增速为-26%，相比于 2019 年报预告的 70%及三季报的-7.8%均出现了明显下滑。海外疫情冲击幅度及持续时间仍存较大不确定性，市场对于电子行业为代表的一季报高增长持续性也产生较大担忧。而当前市场并未对盈利增速下修进行充分计价。二季度市场对于盈利关注度提升，盈利角度来看创业板短期存在调整风险。
- **一季度总量流动性超预期，未来期待结构改善**。3 月社融增量超市场预期，人民币贷款及债券融资成为主要贡献，3 月 M1 增速相对平稳也反映出天量社融投放的流动性并未引发实体企业活期现金流的增加，其背后原因或在于实体企业复工复产进程尚未完全，融资需求或更多应对停工停产造成的资金缺口而尚未大幅增加企业长期投资。往后看，在实体企业生产秩序恢复前，货币政策仍将维持相对宽松的状态，通胀难以成为未来货币政策掣肘；而一季度天量社融难以长期延续，未来一段时间将更多致力于金融市场向实体流动性的传导。
- **海外风险缓和，A 股风险偏好依然较弱**。进入二季度，市场进入各项政策逐步落地的时点，其中全力推动复工复产及中小企业融资问题成为近期工作的重点。4 月 9 日《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》的落地也进一步强化了市场对于进一步深化改革释放经济中长期动力的决心。4 月以来，VIX 指数高位下行，全球避险情绪高峰迎来逐步缓和，国内方面，3 月末以来受海外波动及国内盈利增速预期下修等因素影响，市场风险偏好维持年内低位。
- **盈利确定性溢价有望迎来关注，成长风格短期承压**。结合二季度预判，市场将回归盈利因子主导的环境之中，而伴随着年报季报窗口来临，盈利预期下修风险增加，横向比较下，短期来看创业板尚未对疫情冲击下盈利预期的下修予以充分计价，一季报业绩减计压力增加。从估值对比角度来看，创业板当前估值分位处于较高水平。短期来看市场仍然处于相对弱势环境之中，流动性环境难以支撑高估值，同时一季报创业板业绩存在较大下修风险，综合来看，短期成长板块或面临一定下行压力，价值风格有望获得阶段性收益。
- **行业配置上，必需消费板块有望迎来阶段性超额收益**。当前行业配置由盈利预期主导，以 5G 建设、远程办公和游戏等为代表的高景气行业有望穿越二季度市场不确定性迷雾；必需消费优于一般成长和可选消费，可选消费优于周期性成长；避险板块与高估值弹性板块的优劣要视二阶段政策环境而定，传统周期在二季度建议规避。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化**

相关研究报告

《A 股市场月报——市场强势延续，坚持中坚企业主线》20200302

《A 股市场季度策略——敬慎待时，中坚坚守》20200406

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: 策略研究

王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

**郭晓希为本报告重要贡献者*

目录

观点回顾.....4

盈利预期逐步落地，市场短期压力尚存.....5

值风格有望获得阶段性超额收益.....7

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 工业企业利润与非金融 A 股盈利高度相关 5
图表 2. 创业板一季报预告增速大幅下行 5
图表 3. 创业板盈利预期调整幅度较小 5
图表 4. 年初以来主要指数盈利估值贡献拆分 5
图表 5. 贷款、债券融资为 3 月社融主要贡献 6
图表 6. M2 增速快速上行而 M1 增速相对平稳 6
图表 7. 近期海外波动率有所下行 6
图表 8. 3 月末以来 A 股市场风险偏好维持低位 6
图表 9. 主要指数估值分位（2009 年起） 7
图表 10. 当前市场对行业盈利下修的幅度有限 7
图表 11. 必需消费、一般成长经济相关性较低 7

观点回顾

——**20200322《海外冲击尚存，短期波动增加》：海外风险对于市场风险偏好冲击依然存在，国内市场短期波动增加。**信用利差走阔、利率快速下行阶段，逐步增加低估值高股息板块配置。

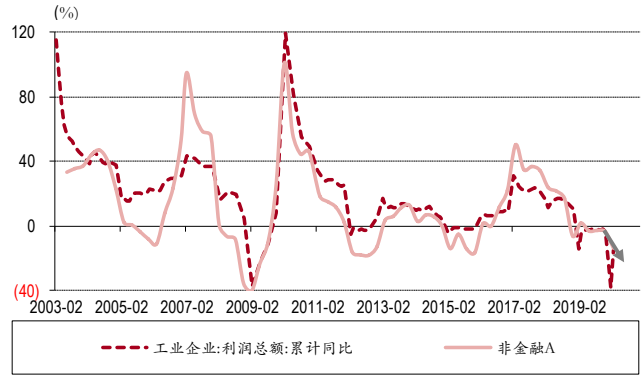
——**20200329《敬慎待时》：国内市场短期波动增加，行情有望向分子端过渡。**估值短期承压，关注盈利驱动下分子端行情

——**20200406《敬慎待时，中坚坚守》：疫情冲击下，二季度市场盈利承压，波动增加，关注高景气行业及中坚企业配置价值。**盈利因子主导，二季度 A 股市场波动增加。拥抱高景气行业，聚焦中坚企业的中长期投资价值。

盈利预期逐步落地，市场短期压力尚存

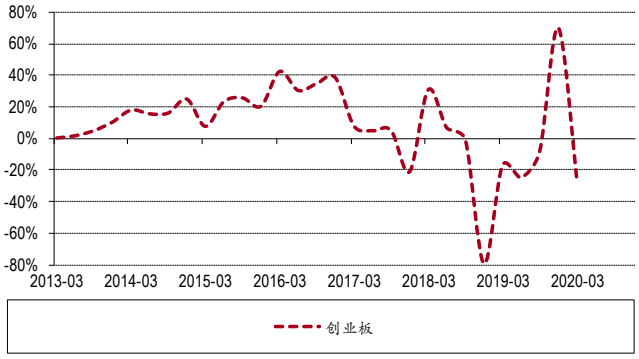
创业板盈利下修预期尚未充分计价。结合季度策略中的预判，年内经济增速下修为大概率事件，在此基础上，我们认为自上而下的角度来看，2020 年非金融 A 股盈利增速存在大幅下修风险。结合最新的宏观数据，我们预计一季报非金融 A 股盈利增速在-13%~-15%区间内：非金融 A 股与工业企业利润增速存在高度相关性，由于 3 月工业企业利润增速数据尚未披露，我们结合 PPI 增速及工业增加值增速预期对 3 月工业企业利润增速进行拟合，进而通过 1-3 月工业企业利润增速数据对一季报非金融 A 股盈利增速进行预判，预计一季报非金融 A 股盈利增速约为-13%~-18%。创业板盈利预期下修风险更为严重。截至 4 月 10 日，创业板一季报预告披露率达到 99%，结合最新预告数据，以中值计算的创业板一季报盈利增速为-26%，相比于 2019 年报预告的 70%及三季报的-7.8%均出现了明显下滑。疫情冲击下，下游复工延迟、原材料供应受阻及订单受损成为一季报创业板业绩大幅下行主因，由于当前海外疫情冲击幅度及持续时间仍存较大不确定性，市场对于电子行业为代表的一季报高增长持续性也产生较大担忧。而当前市场并未对盈利增速下修进行充分计价：首先，从万得一致预期的变化来看，3 月以来，沪深 300 为代表的主板盈利增速预期已经出现明显下修趋势，而相比之下，创业板指 2020 年净利润增速一致预期仍处于较高水平，一季报预告与市场预期存在较大差异；另外，从主要指数的估值盈利拆分来看，年初以来，创业板、中小板为代表的成长风格估值正贡献明显，未来一段时间随着盈利预期的下行一级流动性的边际收缩，这类板块或将迎来阶段性估值承压过程，指数短期下行压力增加。结合二季度策略报告观点，二季度市场对于盈利关注度提升，盈利角度来看创业板短期存在调整风险。

图表 1. 工业企业利润与非金融 A 股盈利高度相关



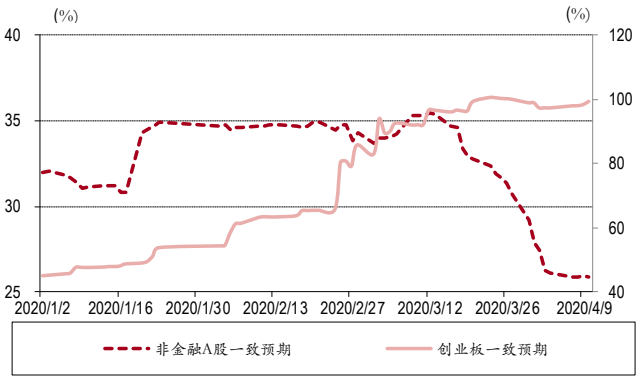
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 创业板一季报预告增速大幅下行



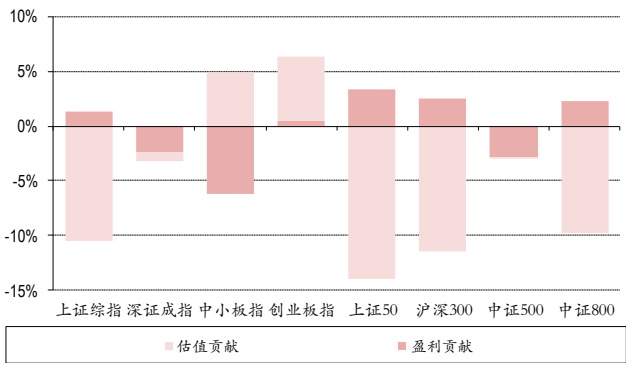
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 创业板盈利预期调整幅度较小



资料来源：万得，中银证券

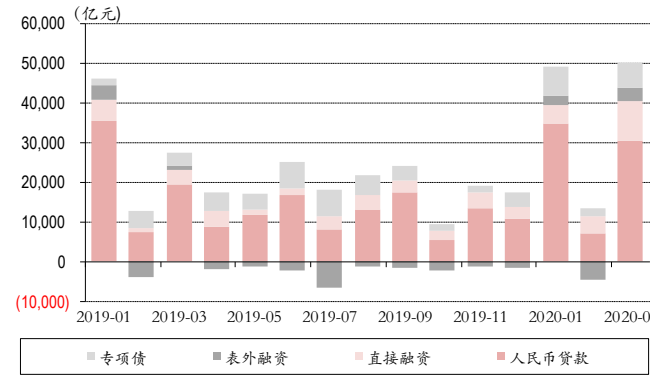
图表 4. 年初以来主要指数盈利估值贡献拆分



资料来源：万得，中银证券

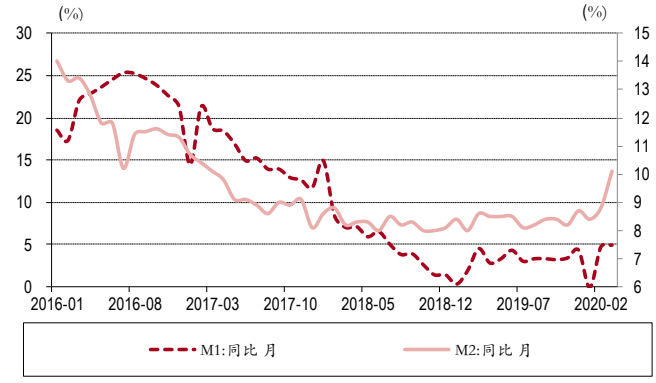
一季度总量流动性超预期，未来期待结构改善。3 月社融增量超市场预期，结构上，人民币贷款及债券融资成为主要贡献。3 月新增债券融资规模 9,953 亿元，创下历史新高，这背后也反映出疫情冲击下企业资金缺口增加以及低利率环境下企业融资需求较高，预计未来一段时间债券融资依然将会成为疫情冲击下实体企业的重要融资渠道。3 月新增人民币贷款约 3 万亿，其中，企业部门成为贷款增量的主要来源，而结构上企业短贷占比大幅增加，也体现出疫情冲击下实体企业对于短期资金需求的增加。此外，3 月 M2 增速大幅上升至 10.1%，居民及企业部门存款相较历史同期大幅增加而 M1 增速相对平稳也反映出天量社融投放的流动性并未引发实体企业活期现金流的增加，其背后原因或在于实体企业复工复产进程尚未完全，融资需求或更多应对停工停产造成的资金缺口而尚未大幅增加企业长期投资。往后看，在实体企业生产秩序恢复前，货币政策仍将维持相对宽松的状态，通胀难以成为未来货币政策掣肘；而一季度天量社融难以长期延续，未来一段时间将更多致力于金融市场向实体流动性的传导。

图表 5. 贷款、债券融资为 3 月社融主要贡献



资料来源：万得，中银证券

图表 6. M2 增速快速上行而 M1 增速相对平稳



资料来源：万得，中银证券

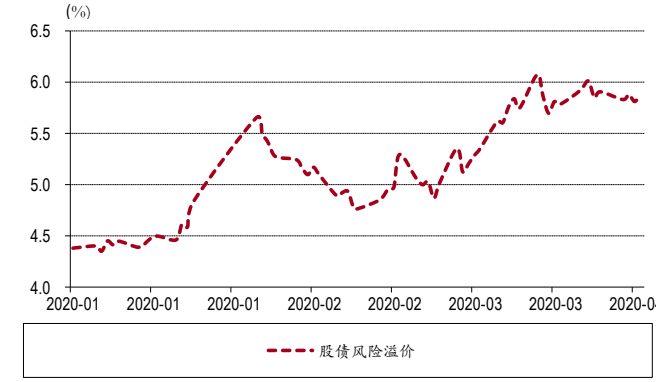
海外风险缓和，A 股风险偏好依然较弱。进入二季度，市场进入各项政策逐步落地的时点，其中全力推动复工复产及中小企业融资问题成为近期工作的重点。4 月 9 日《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》的落地也进一步强化了市场对于进一步深化改革释放经济中长期动力的决心。本次《意见》为十九大及十九届四中全会精神的进一步落实，而疫情冲击引发内外部下行压力增加以及外部环境变化的宏观背景是《意见》在这一时点出台的重要原因。《意见》从土地、劳动力、资本、技术、数据几个方面全方位解读了几大生产要素改革的重点方向，其中，推动农村土地改革及金融市场制度建设成为资本市场关注亮点。海外方面，OPEC+达成的减产计划有助于一定程度稳定当前油价预期，在此影响下海外隔夜市场小幅收涨。4 月以来，VIX 指数高位下行，全球避险情绪高峰迎来逐步缓和，国内方面，3 月末以来受海外波动及国内盈利增速预期下修等因素影响，市场风险偏好维持年内低位。预计随着内外部不确定因素的逐步落地，市场风险偏好波动有望逐步收敛。

图表 7. 近期海外波动率有所下行



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 3 月末以来 A 股市场风险偏好维持低位



资料来源：万得，中银证券

值风格有望获得阶段性超额收益

盈利确定性溢价有望迎来关注，成长风格短期承压。结合二季度预判，市场将回归盈利因子主导的环境之中，而伴随着年报季报窗口来临，盈利预期下修风险增加，横向比较下，短期来看创业板尚未对疫情冲击下盈利预期的下修予以充分计价，一季报业绩减计压力增加。从估值对比角度来看，当前除创业板外，各主要指数估值分位相较于年初均有了不同程度的下行，其中上证 50、沪深 300 下行幅度最为明显，而相比之下创业板当前估值分位为 2009 年以来的 60.2%，相较于年初有所提升，并接近 14-15 年历史高位。结合前文分析，短期来看市场仍然处于相对弱势环境之中，流动性环境难以支撑高估值，同时一季报创业板业绩存在较大下修风险，综合来看，短期成长板块或面临一定下行压力，价值风格有望获得阶段性收益。

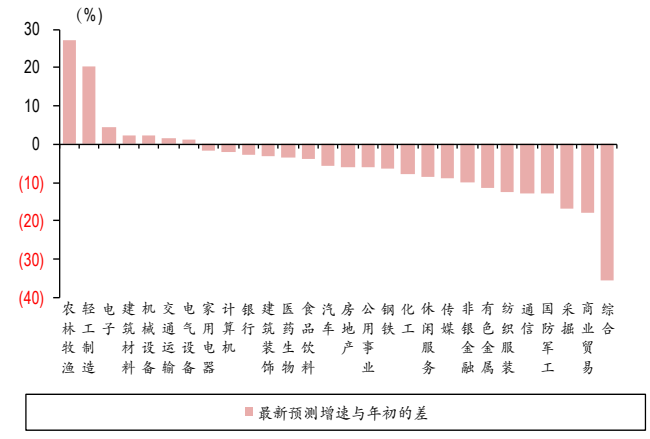
图表 9. 主要指数估值分位（2009 年起）

	上证综指	深证成指	创业板指
当前分位(%)	27.00	61.60	60.20
当前值	11.88	24.68	53.84
年初估值分位(%)	44.10	62.20	51.40
中位数	14.07	22.20	50.39
均值+标准差	20.11	34.97	67.48
均值-标准差	9.99	14.36	36.01
	上证 50	**沪深 300**	**中证 500**
当前分位(%)	13.80	25.60	11.60
当前值	8.55	10.97	24.55
年初估值分位(%)	48.70	52.10	14.50
中位数	10.15	12.46	32.32
均值+标准差	15.30	18.27	54.24
均值-标准差	7.41	8.95	21.99

资料来源：万得，中银证券

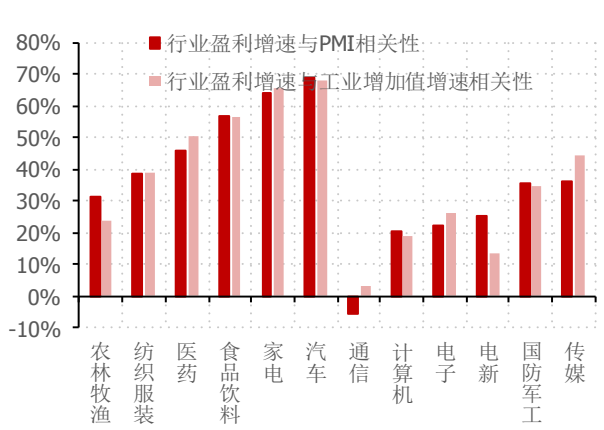
行业配置上，必需消费板块有望迎来阶段性超额收益。二季度行业配置以两会政策及一季报业绩落地为界，第一阶段在风险偏好和政策预期均没有太大变化的情况下，行业配置由盈利预期主导，以 5G 建设、远程办公和游戏等为代表的高景气行业有望穿越二季度市场不确定性迷雾；必需消费优于一般成长和可选消费，可选消费优于周期性成长；避险板块与高估值弹性板块的优劣要视二阶段政策环境而定，传统周期在二季度建议规避。

图表 10.当前市场对行业盈利下修的幅度有限



资料来源：万得，中银证券

图表 11.必需消费、一般成长经济相关性较低



资料来源：万得，中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

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