粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略】A 股 2020 年三季报分析：盈利持续改善，周期景气提升

2020 年 11 月 6 日

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略】2020 年 11 月十大金股及市场展望》2020-11-01

《【粤开策略大势研判】外部扰动因素将尘埃落定（附三季报点评）》2020-11-01

《【粤开策略解盘】新能源汽车政策解读及全面注册制定调影响几何-1102》2020-11-02

《【粤开策略解盘】美国大选对 A 股有何影响-1103》2020-11-03

《【粤开策略流动性专题】10 月 A 股韧性凸显，惟各路资金略显谨慎》2020-11-04

投资要点

配置建议：关注高景气度板块

根据三季报的业绩情况寻找景气度较高的板块，**主要包括周期行业的上游钢铁有色，中游的机械、基础化工；消费行业的汽车、家电、医药、食品饮料；成长行业的电力设备及新能源、消费电子、电子元件；防御行业中的航运、保险。**

（1）周期行业主要受投资复苏支撑，根据盈利能力改善情况，**中游的钢铁、机械、化工、电力及公用事业修复较好**，煤炭、建材、石化行业盈利下滑较多，装备制造产业链相对于基建地产较优。四季度考虑到 PPI 修复及补库存相对平缓，基建投资可能略低于预期，叠加全球疫情复发的影响，周期板块盈利修复或放缓。

（2）消费行业中，可选消费板块全面改善，如消费者服务、汽车、家电、轻工制造均具备净利率支撑，后续关注周转率能否进一步带动盈利增长。纺织服装、社会服务、商贸零售行业盈利下滑。四季度在地产竣工修复以及海外订单向国内转移的趋势下，可选消费复苏有望持续。

（3）成长行业中，电力设备及新能源、电子、军工的相对改善优于传媒、通信、计算机。消费类科技表现较优。四季度光伏、新能源汽车、苹果产业链、5G 产业链仍有望持续修复。

（4）防御行业中，公用事业、非银金融、建筑行业盈利增速相对较高，交运、银行、房地产行业盈利下滑较多，后续关注银行、航空盈利修复，保险开门红，航运保持较高景气。

A 股整体：收入及利润增速继续修复

全 A 股整体三季度业绩继续改善。2020 年前三季度全 A/全 A（非金融）/全 A（非金融石油石化）营收累计同比+0.43%/-1.07%/+2.86%，较二季度上升 3.3/4.0/4.4 个百分点；归母净利累计同比-6.6%/-5.7%/-2.9%，较二季度上升 11.4/18.9//11.7 个百分点。**分板块来看，科创板业绩增长最为显著；得益于金融板块基本面环比改善，主板盈利大幅修复；中小板盈利修复力度有所减弱。**2020 年前三季度主板/中小板/创业板（剔除温氏）/科创板的营业收入累计增速为-0.19%/3.49%/4.51%/14.06%，较二季度改善+3.0/+4.4/+5.1/+12.4 个百分点；归母净利润累计增速为-9.90%/+20.77%/+14.68%/+50.62%，较二季度改善+11.7/+7.8/+12.0/+23.3 个百分点。**大中小盘方面，权重股受银行板块拖累，盈利基数较低的中小市值板块相对修复较快。**2020 三季度上证 50/沪深 300/中证 500 营收累计同比-4.24%/0.25%/2.31%，归母净利润累计同比-10.74%/-7.59%/-6.87%。

盈利能力：净利率提升是主要贡献

毛利率提升，期间费用降低，盈利能力持续回升。全 A（非金融）20Q3 单季毛利率为 18.23%，环比+0.44 个百分点，期间费用均环比下降，净利率为 5.78%，环比+0.88 个百分点；20Q3 创业板（剔除温氏）毛利率改善较多，

单季毛利率为 32%，环比+0.61 个百分点，期间费用整体下降，管理费用环比-0.45 个百分点，但财务费用环比+0.14 个百分点，或由于疫情期间对中小企业的信贷支持缩减了企业财务费用，随着中小企业恢复正常经营以及信用周期见顶，信贷支持边际走弱。

ROE 继续改善，其中净利率提升是主要贡献，总资产周转率下降，资产负债率下降。全 A（非金融）20Q3ROE（TTM）为 6.77%，较 Q2 的 6.21%提升 0.56 个百分点，主要得益于净利率的增长，由 Q2 的 4.91%上升至 Q3 的 5.78%，周转率和杠杆率仍为 ROE 的拖累项，未来重点观察资产周转率能否进一步带动盈利回升。

现金流：有望进一步边际改善

三季度现金流边际改善，其中筹资现金流同比增幅继续扩大，经营现金流同比降幅收展，投资现金流同比降幅稳定。展望后市，经营现金流有望随经济复苏继续改善；筹资现金流可能会受到信贷支持边际走弱的影响；1-9 月投资增速年内首度转正，推动力主要来自于制造业投资，在企业盈利恢复、居民收入回升背景下，投资现金流有望继续维持扩张。

三季报行业比较

风格方面来看，20Q3 周期、金融、消费的营收及利润同比数据优于成长、稳定。**申万一级行业中，20Q3 维持高景气度和环比改善较大的板块主要集中在周期，以及内需主导的行业。**归母净利润增速边际改善较大的行业为休闲服务、采掘、化工、交运、非银金融、有色、纺服等。归母净利润增速维持高位的行业为综合、电气设备、农林牧渔、汽车、医药生物、机械设备等。

申万二级行业中，三季度边际改善较大的行业主要集中在（1）以顺周期大宗商品为主的资源品如工业金属、金属制品，以及出现明显提价的行业如造纸、面板等；（2）部分后周期可选消费行业，如汽车零部件、家用轻工；（3）银行。

三季度经济生产延续改善，部分前期相对景气较高的行业趋势持续，如（1）公用事业；（2）传统基建相关行业，如水泥、建材、园林工程等；（3）医药生物相关行业；（4）农林牧渔相关行业；（5）航运，如物流、交运设备；（6）高端装备相关，如电子制造、高低压设备、电源设备等。

三季度部分行业景气度出现小幅回暖，如白色家电、装修装饰等地产后周期板块，以及出行旅游类的港口、酒店、旅游综合行业。

部分行业如机场、航运、餐饮等仍处于弱势区间，业绩恢复相对较慢。

风险提示：经济恢复不及预期、卫生事件防控不及预期

目 录

一、A 股整体：收入及利润增速继续修复 4
二、盈利能力：净利率提升是主要贡献 6
三、现金流：有望进一步边际改善 6
四、三季报行业比较 7
（一）风格：周期、金融、消费相对较优 7
（二）一级行业：周期及内需主导行业表现较好 7
（二）二级行业：顺周期边际改善较大 9
1、大幅改善 9
2、维持高景气 10
3、小幅回暖 10
4、低位震荡 10
五、配置建议：关注高景气度板块 12

图表目录

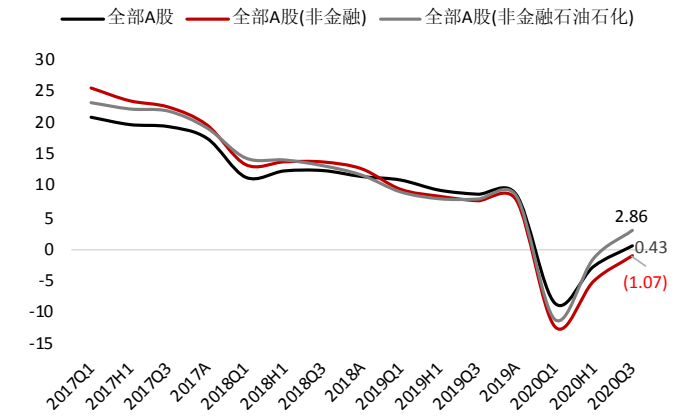
图表 1： 2020 三季度全部 A 股累计营收增速（%） 4
图表 2： 2020 三季度全部 A 股累计归母净利增速（%） 4
图表 3： 2020 三季度全部 A 股单季度营收增速（%） 4
图表 4： 20Q3 单季度全 A 股归母净利增速（%） 4
图表 5： A 股各板块营收增速（%） 5
图表 6： A 股各板块归母净利润增速（%） 5
图表 7： 单季度 A 股各板块营收增速（%） 5
图表 8： 单季度 A 股各板块归母净利润增速（%） 5
图表 9： 大中小盘指数营业收入累计同比 5
图表 10： 大中小盘指数归母净利润累计同比 5
图表 11： 全 A（非金融）及创业板（剔除温氏）盈利分析 6
图表 12： 全 A（非金融）现金流情况 7
图表 13： 各风格指数季度营收同比（%） 7
图表 14： 各风格指数季度归母净利润同比（%） 7
图表 15： 申万一级行业归母净利润增速环比改善情况（%） 8
图表 16： 申万一级行业归母净利润增速（%）维持高增的行业排名 9
图表 17： 三季度大幅改善的申万二级行业 10
图表 18： 三季度维持高景气的申万二级行业 11
图表 19： 三季度小幅回暖的申万二级行业 12
图表 20： 三季度景气处于低位的申万二级行业 12
图表 21： 上半年涨跌幅-上半年归母净利润增速 13
图表 22： 下半年至今涨跌幅-三季度归母净利润增速 13

一、A 股整体：收入及利润增速继续修复

全 A 股整体三季度业绩继续改善。2020 年前三季度全 A/全 A（非金融）/全 A（非金融石油石化）营收累计同比+0.43%/-1.07%/+2.86%，较二季度上升 3.3/4.0/4.4 个百分点；归母净利累计同比-6.6%/-5.7%/-2.9%，较二季度上升 11.4/18.9//11.7 个百分点。

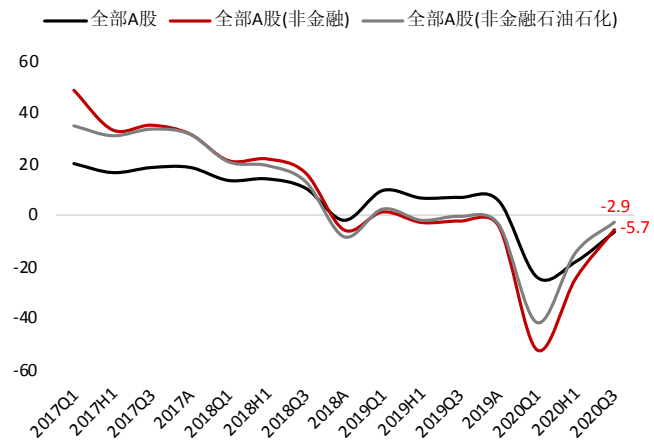
三季度单季全 A（非金融石油石化）营收、净利均实现两位数增长。三季度单季全 A/全 A（非金融）/全 A（非金融石油石化）营业收入同比增速分别为 9.1%/8.4%/13.4%，较二季度改善 2.9/4.1/2.8 个百分点；归母净利润增速分别为+21.9%/+36.5%/+25.0%，较二季度大幅改善 29.4/30.7/8.3 个百分点。

图表1：2020 三季度全部 A 股累计营收增速（%）



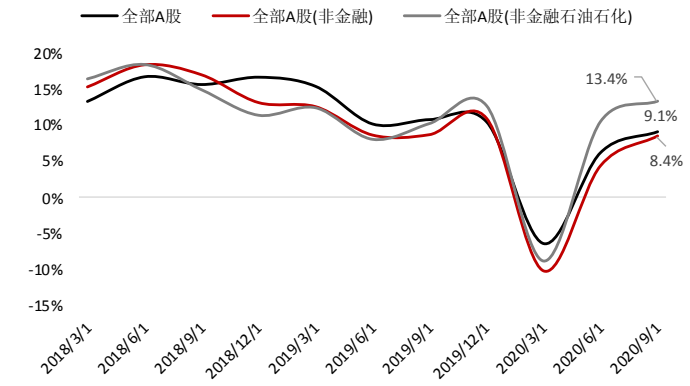
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：2020 三季度全部 A 股累计归母净利增速（%）



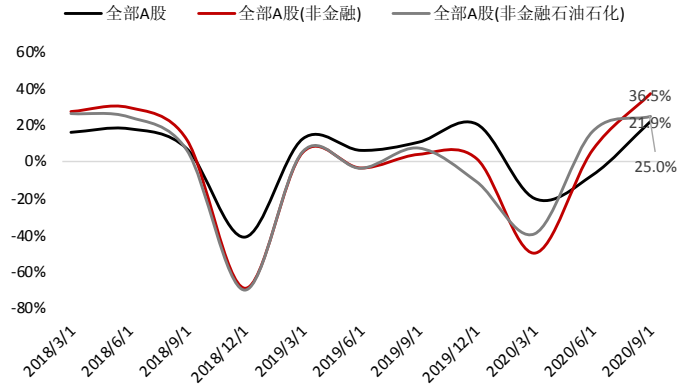
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：2020 三季度全部 A 股单季度营收增速（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：20Q3 单季度全 A 股归母净利增速（%）

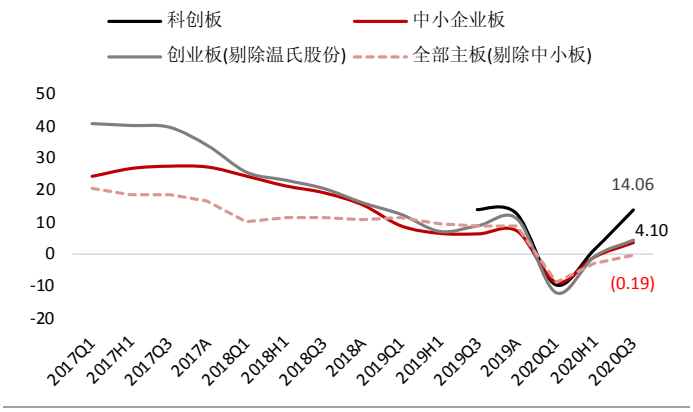


资料来源：wind、粤开证券研究院

分板块来看，科创板业绩增长最为显著；得益于金融板块基本面环比改善，主板盈利大幅修复；中小板盈利修复力度有所减弱。2020 年前三季度主板/中小板/创业板（剔除温氏）/科创板的营业收入累计增速为-0.19%/3.49%/4.51%/14.06%，较二季度改善+3.0/+4.4/+5.1/+12.4 个百分点；归母净利润累计增速为-9.90%/+20.77%/+14.68%/+50.62%，较二季度改善+11.7/+7.8/+12.0/+23.3 个百分点。**三季度单季度数据来看，**主板/中小板/创业板（剔除温氏）/科创板的营业收入增速为

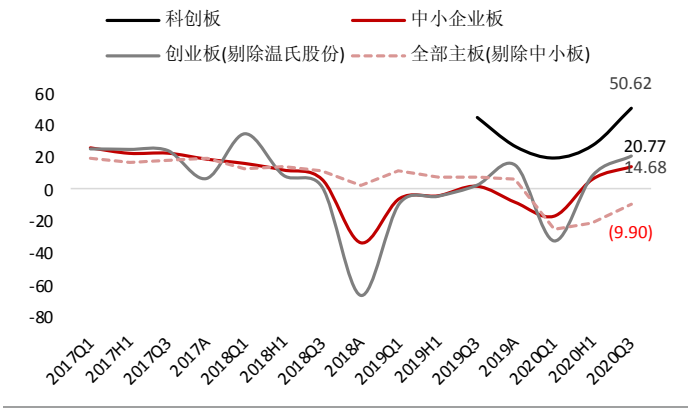
7.7%/14.4%/22.4%/38.4%，较二季度改善 3.0/2.5/9.9/38.4 个百分点；归母净利润增速为 20.1%/24.6%/55.3%/27.7%，较二季度改善 35.2/-12.9/5.4/27.7 个百分点。

图表5：A 股各板块营收增速（%）



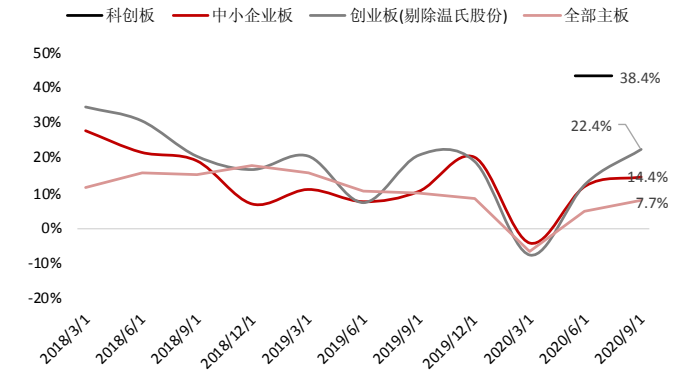
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：A 股各板块归母净利润增速（%）



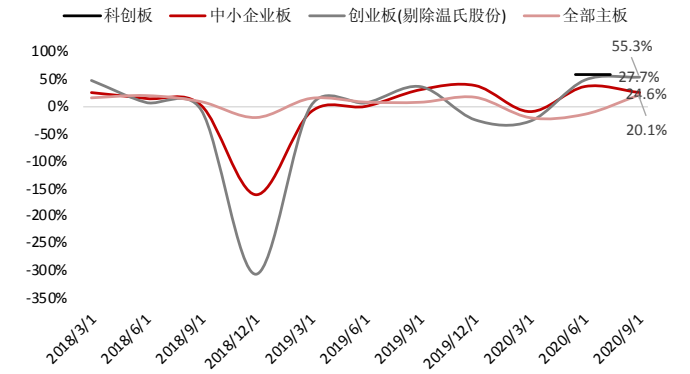
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：单季度 A 股各板块营收增速（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

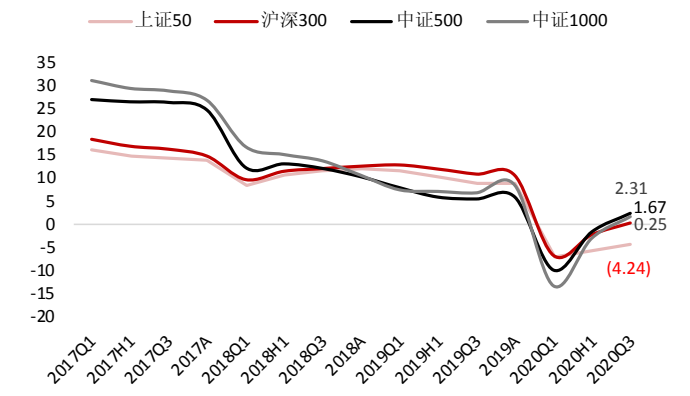
图表8：单季度 A 股各板块归母净利润增速（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

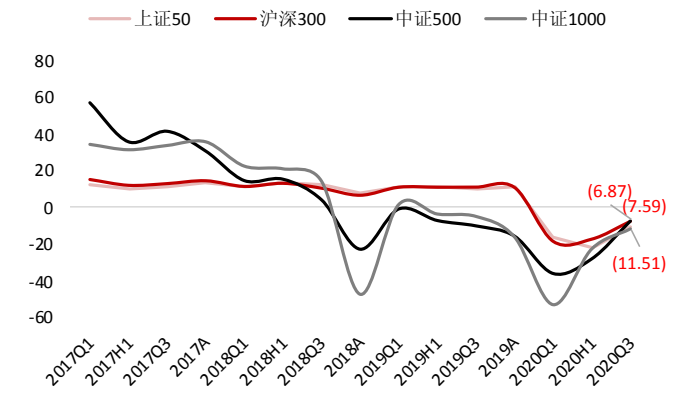
大中小盘方面，权重股受银行板块拖累，盈利基数较低的中小市值板块相对修复较快。2020 三季度上证 50/沪深 300/中证 500 营收累计同比-4.24%/0.25%/2.31%，归母净利润累计同比-10.74%/-7.59%/-6.87%。

图表9：大中小盘指数营业收入累计同比



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：大中小盘指数归母净利润累计同比



资料来源：wind、粤开证券研究院

二、盈利能力：净利率提升是主要贡献

毛利率提升，期间费用降低，盈利能力持续回升。全 A（非金融）20Q3 单季毛利率为 18.23%，环比+0.44 个百分点，期间费用均环比下降，净利率为 5.78%，环比+0.88 个百分点；20Q3 创业板（剔除温氏）毛利率改善较多，单季毛利率为 32%，环比+0.61 个百分点，期间费用整体下降，管理费用环比-0.45 个百分点，但财务费用环比+0.14 个百分点，或由于疫情期间对中小企业的信贷支持缩减了企业财务费用，随着中小企业恢复正常经营以及信用周期见顶，信贷支持边际走弱。

ROE 继续改善，其中净利率提升是主要贡献，总资产周转率下降，资产负债率下降。全 A（非金融）20Q3ROE（TTM）为 6.77%，较 Q2 的 6.21%提升 0.56 个百分点，主要得益于净利率的增长，由 Q2 的 4.91%上升至 Q3 的 5.78%，周转率和杠杆率仍为 ROE 的拖累项，未来重点观察资产周转率能否进一步带动盈利回升。

图表11：全 A（非金融）及创业板（剔除温氏）盈利分析

	全 A 非金融（%）				创业板（剔除温氏）（%）			
	20Q1	20Q2	20Q3	20Q3-Q2	20Q1	20Q2	20Q3	20Q3-Q2
毛利率	17.72	18.23	18.67	0.44	30.32	31.39	32.00	0.61
销售费用	4.33	3.99	3.99	-0.01	8.71	7.96	7.93	-0.02
管理费用	4.02	3.58	3.49	-0.09	7.56	6.51	6.06	-0.45
财务费用	1.91	1.59	1.49	-0.11	1.47	1.27	1.41	0.14
净利率	3.32	4.91	5.78	0.88	6.79	10.01	10.91	0.90
总资产周转率(TTM)	62.11	61.16	60.98	-0.17	53.58	53.69	54.65	0.96
资产负债率	60.78	61.47	60.88	-0.60	43.66	44.03	42.83	-1.20
ROE（TTM）	6.30	6.21	6.77	0.56	3.26	4.04	4.63	0.59

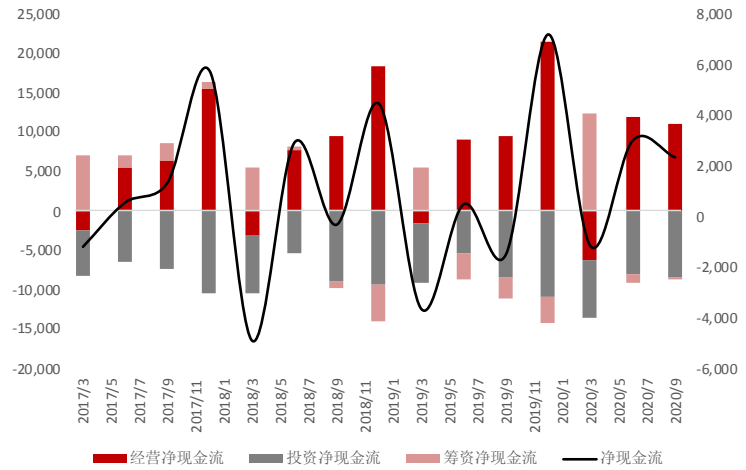
资料来源：wind、粤开证券研究院

三、现金流：有望进一步边际改善

三季度现金流边际改善，其中筹资现金流同比增幅继续扩大，经营现金流同比降幅收窄，投资现金流同比降幅稳定。2020 年三季度全 A（非金融）现金净流量为 2826 亿，同比+8063 亿，涨幅扩大，现金流情况边际好转。其中经营现金净流量同比减少 701 亿降幅收窄，投资净流量同比减少 1918 亿，筹资净流量同比大幅增加 11027 亿，增幅继续扩大。现金流的改善一方面反映出政策发力下新增社会融资规模再创历史新高，筹资现金流同比增幅边际扩大；另一方面反映了企业恢复正常经营后，经营现金流同比降幅边际改善。

展望后市，现金流有望进一步边际改善。经营现金流有望随经济复苏继续改善；筹资现金流可能会受到信贷支持边际走弱的影响；1-9 月投资增速年内首度转正，推动力主要来自于制造业投资，在企业盈利恢复、居民收入回升背景下，投资现金流有望继续维持扩张。

图表12：全 A（非金融）现金流情况



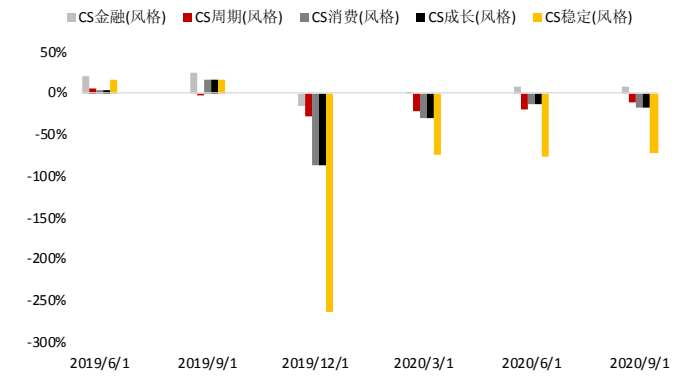
资料来源：wind、粤开证券研究院

四、三季报行业比较

（一）风格：周期、金融、消费相对较优

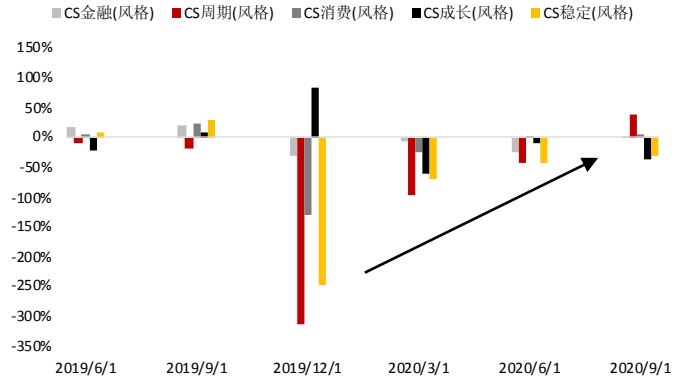
风格方面来看，20Q3 周期、金融、消费的营收及利润同比数据优于成长、稳定。二季度以来整体同比营收数据呈现修复态势，其中金融风格二季度即实现正增长，周期风格维持稳健修复态势，稳定风格依旧同比大幅负增长，消费、成长风格由于去年高基数影响，同比降幅有所扩大。周期风格的利润修复一马当先，三季度消费和金融风格归母净利亦实现同比正增长。

图表13：各风格指数季度营收同比（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表14：各风格指数季度归母净利润同比（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）一级行业：周期及内需主导行业表现较好

申万一级行业中，20Q3 维持高景气度和环比改善较大的板块主要集中在周期，以及内需主导的行业。归母净利润增速边际改善较大的行业为休闲服务、采掘、化工、交运、非银金融、有色、纺服等。归母净利润增速维持高位的行业为综合、电气设备、农林牧渔、汽车、医药生物、机械设备等。

图表15：申万一级行业归母净利润增速环比改善情况（%）

	2020Q3-Q2	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3
休闲服务	673.14	-24.34	-88.66	-150.54	-199.37	-3.95
采掘	439.40	75.91	-73.25	-84.82	-3.98	-16.95
化工	179.03	97.68	-42.45	-109.03	84.34	-17.91
交通运输	178.68	-30.13	-70.58	-120.38	-41.53	15.05
非银金融	49.91	36.28	-21.41	-23.12	23.39	88.95
有色金属	43.07	38.47	-12.86	-53.21	-28.41	-16.34
纺织服装	42.41	13.92	-14.48	-82.59	3.83	-18.11
农林牧渔	39.88	77.65	118.87	366.76	706.67	58.75
轻工制造	39.33	11.90	-13.06	-33.56	141.30	3.46
传媒	29.42	12.71	-30.54	-54.80	42.00	-10.19
钢铁	24.77	50.51	-24.66	-35.07	-44.89	-58.91
电子	22.05	31.84	38.72	-10.84	1,750.62	8.38
综合	18.90	223.82	13.07	-26.46	-42.50	-55.24
家用电器	17.56	16.53	-17.18	-52.14	88.03	18.12
银行	16.92	-4.14	-23.82	5.52	3.78	8.41
公用事业	16.72	35.89	37.44	-26.94	-72.74	18.75
通信	13.01	9.08	11.32	-52.27	-1,089.71	9.39
电气设备	12.99	81.96	41.98	-4.23	137.36	17.73
汽车	6.51	61.36	36.37	-80.55	-48.06	-26.03
食品饮料	5.50	17.89	25.66	-0.65	-8.66	16.99
医药生物	-1.15	49.88	34.60	-16.92	-198.00	6.41
建筑装饰	-4.59	16.73	8.10	-29.80	3.95	15.43
国防军工	-6.99	71.96	-15.75	129.90	-72.43	43.80
商业贸易	-10.48	-50.60	-9.38	-72.37	-111.84	108.87
建筑材料	-11.66	17.22	15.80	-37.65	16.85	16.13
机械设备	-18.43	44.39	50.63	-42.95	-19.99	2.08
计算机	-24.87	-8.82	-2.27	-116.45	-2,364.94	6.56
房地产	-33.18	4.15	-3.37	-41.82	2.46	6.54

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表16：申万一级行业归母净利润增速（%）维持高增的行业排名

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3
综合	223.82	13.07	-26.46	-42.50	-55.24
化工	97.68	-42.45	-109.03	84.34	-17.91
电气设备	81.96	41.98	-4.23	137.36	17.73
农林牧渔	77.65	118.87	366.76	706.67	58.75
采掘	75.91	-73.25	-84.82	-3.98	-16.95
国防军工	71.96	-15.75	129.90	-72.43	43.80
汽车	61.36	36.37	-80.55	-48.06	-26.03
钢铁	50.51	-24.66	-35.07	-44.89	-58.91
医药生物	49.88	34.60	-16.92	-198.00	6.41
机械设备	44.39	50.63	-42.95	-19.99	2.08
有色金属	38.47	-12.86	-53.21	-28.41	-16.34
非银金融	36.28	-21.41	-23.12	23.39	88.95
公用事业	35.89	37.44	-26.94	-72.74	18.75
电子	31.84	38.72	-10.84	1,750.62	8.38
食品饮料	17.89	25.66	-0.65	-8.66	16.99
建筑材料	17.22	15.80	-37.65	16.85	16.13
建筑装饰	16.73	8.10	-29.80	3.95	15.43
家用电器	16.53	-17.18	-52.14	88.03	18.12
纺织服装	13.92	-14.48	-82.59	3.83	-18.11
传媒	12.71	-30.54	-54.80	42.00	-10.19
轻工制造	11.90	-13.06	-33.56	141.30	3.46
通信	9.08	11.32	-52.27	-1,089.71	9.39
房地产	4.15	-3.37	-41.82	2.46	6.54
银行	-4.14	-23.82	5.52	3.78	8.41
计算机	-8.82	-2.27	-116.45	-2,364.94	6.56
休闲服务	-24.34	-88.66	-150.54	-199.37	-3.95
交通运输	-30.13	-70.58	-120.38	-41.53	15.05
商业贸易	-50.60	-9.38	-72.37	-111.84	108.87

资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）二级行业：顺周期边际改善较大

申万二级行业中，我们根据 20Q3 业绩数据，将行业分为大幅改善/维持高位/小幅回暖/略有回调/低位震荡五类进行分析。

1、大幅改善

申万二级行业中，三季度边际改善较大的行业主要集中在（1）以顺周期大宗商品为主的资源品如工业金属、金属制品，以及出现明显提价的行业如造纸、面板等；（2）部分后周期可选消费行业，如汽车零部件、家用轻工；（3）银行。三季度边际改善较大的行业由 Q2 的农林牧渔、食品饮料、医药、电子，逐渐转向顺周期中上游和可选消费板块，体现出需求正在逐步回暖的趋势，与 9 月的社消数据回升相一致。另外，Q3 银行盈

利较此前的市场悲观预期亦有所扭转。

2、维持高景气

三季度经济生产延续改善，部分前期相对景气较高的行业趋势持续，**如（1）公用事业；（2）传统基建相关行业，如水泥、建材、园林工程等；（3）医药生物相关行业；（4）农林牧渔相关行业；（5）航运，如物流、交运设备；（6）高端装备相关，如电子制造、高低压设备、电源设备等。**

3、小幅回暖

三季度部分行业景气度出现小幅回暖，如白色家电、装修装饰等地产后周期板块，以及出行旅游类的港口、酒店、旅游综合行业。旅游相关行业 ROE 三季度由负转正（酒店 II 由 Q2 的-1.7%增长至 Q3 的 0.9%，旅游综合由 Q2 的-1.4%修复至 Q3 的 0.8%），但仍有较大修复空间。

4、低位震荡

部分行业如机场、航运、餐饮等仍处于弱势区间，业绩恢复相对较慢。

图表17：三季度大幅改善的申万二级行业

	行业名称	营收（%）				归母净利润 （%）				ROE（%）	
		Q3-Q2	2020Q3	2020Q2	2020Q1	Q3-Q2	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2020Q3	2020Q2
顺周期中上游/涨价品种	工业金属	5.8	13.4	14.6	-0.7	81.6	6.3	-29.6	-71.9	2.6	2.0
	稀有金属	14.2	21.5	35.4	38.1	22.8	563.5	-48.0	-88.3	3.4	2.7
	金属制品II	8.2	45.5	13.0	-11.5	47.3	610.0	64.1	-184.4	2.0	1.9
	造纸II	13.5	7.1	3.2	-9.9	46.0	16.2	-10.3	12.2	2.3	2.2
	玻璃制造II	12.6	10.8	6.2	-17.4	64.1	76.0	19.7	-7.5	3.2	2.0
	化学原料	0.1	1.2	4.9	-15.8	117.8	18.6	-62.1	-69.7	11.3	-38.4
	光学光电子	18.3	14.8	6.6	-21.7	80.1	142.3	-15.9	-78.3	2.0	1.3
后周期可选消费	汽车零部件II	14.3	24.4	3.2	-17.5	30.0	36.2	-8.5	-51.8	2.1	1.5
	家用轻工	28.9	14.1	-7.0	-19.4	49.6	9.0	-22.3	-66.0	3.2	0.8
	其他轻工制造II	179.3	3.7	-10.2	-20.3	625.2	25.5	9.0	-98.7	5.0	1.4
银行	银行II	-0.4	3.1	5.3	7.2	16.9	-4.1	-23.8	5.5	3.8	-7.5
其他	高速公路II	42.5	21.2	-16.3	-46.8	170.5	33.7	-58.9	-134.9	3.7	1.3
	其他休闲服务II	60.7	3.0	-21.8	-2.3	421.7	-5.3	-67.6	-43.6	3.7	-0.2
	环保工程及服务II	2.2	9.4	12.2	-2.5	10.3	19.9	-3.0	-28.7	2.1	1.9

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表18：三季度维持高景气的申万二级行业

	行业名称	营业收入(%)				归母净利润 （%）				ROE （%）	
		Q3-Q2	2020Q3	2020Q2	2020Q1	Q3-Q2	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2020Q3	2020Q2
公用事业	燃气Ⅱ	-32.6	70.6	141.1	-18.3	-30.1	25.2	27.9	-34.6	0.9	1.9
	水务Ⅱ	14.9	28.4	12.8	8.3	15.8	41.5	31.8	-3.2	7.2	7.3
传统基建	塑料Ⅱ	-9.2	12.8	45.9	-10.6	-40.5	105.5	418.9	-46.2	1.0	0.9
	水泥制造Ⅱ	-0.7	19.2	12.5	-23.6	-20.5	7.3	8.2	-34.0	2.7	2.5
	其他建材Ⅱ	2.4	15.7	9.6	-20.2	11.4	44.3	67.1	-71.4	3.7	3.0
	基础建设	7.4	23.9	20.1	-6.9	1.0	15.5	4.0	-26.2	2.5	2.5
	园林工程Ⅱ	2.2	11.8	-3.9	-47.2	-57.6	4.3	173.5	-457.6	1.4	2.1
	专业工程	-6.4	20.8	8.4	-2.5	-5.2	28.7	2.4	-16.0	2.2	2.3
	房屋建设Ⅱ	-20.5	27.3	23.3	-7.5	-10.5	18.3	13.7	-23.4	2.5	3.8
医药相关	医疗器械Ⅱ	0.4	69.3	70.0	4.4	-0.1	193.9	170.0	-0.9	2.6	2.6
	医药商业Ⅱ	13.6	10.9	1.0	-5.5	-1.6	24.4	9.8	-5.4	2.9	3.4
	生物制品Ⅱ	5.6	10.9	2.1	-9.3	19.7	56.3	31.1	-19.4	2.5	2.0
	医疗服务Ⅱ	27.4	25.6	6.8	-13.6	-8.8	31.7	114.6	-120.8	6.8	9.4
农林牧渔	动物保健Ⅱ	20.4	24.7	17.1	24.0	1.8	34.9	61.7	37.8	3.2	2.4
	饲料Ⅱ	30.1	51.9	31.2	23.4	38.2	129.6	229.3	1467.7	1.4	4.1
	畜禽养殖Ⅱ	17.8	39.5	32.0	29.8	56.7	60.1	97.4	939.6	3.7	2.8
航运	贸易Ⅱ	7.3	34.9	31.3	-11.1	-11.0	33.8	62.9	-64.3	1.0	1.1
	航运Ⅱ	5.8	11.8	11.0	5.3	-11.0	171.4	286.0	29.1	3.1	3.2
	物流Ⅱ	7.1	22.3	22.0	5.0	-24.2	27.9	8.8	-25.9	1.1	1.0
	其他交运设备Ⅱ	20.3	40.0	22.4	-27.1	-0.1	8.9	39.4	-28.2	8.3	6.7
高端装备相关	包装印刷Ⅱ	13.4	13.8	14.1	-12.7	15.9	13.9	5.6	-29.4	2.2	2.3
	视听器材	22.7	12.9	-0.6	-19.1	20.3	72.1	69.6	-157.1	4.8	6.5
	电子制造Ⅱ	18.2	12.2	16.5	7.4	22.4	16.8	53.7	-1.8	4.0	3.7
	仪器仪表Ⅱ	7.5	12.1	6.9	-10.9	1.9	21.0	4.6	-38.2	2.7	2.5
	电气自动化设备	-1.5	23.9	25.1	-11.9	0.3	135.2	40.2	-36.4	2.7	2.5
	专用设备	-6.6	25.9	20.5	-13.0	-26.4	31.5	42.8	-38.6	1.9	2.4
	电源设备	3.9	36.4	24.7	0.2	26.2	94.7	51.6	23.4	2.2	2.5
	半导体	18.8	19.8	27.2	27.6	27.9	83.3	108.6	136.9	3.0	2.7
	高低压设备	3.8	16.0	16.6	-15.7	-3.6	36.9	41.7	-41.9	10.9	2.6
	汽车整车	6.9	17.9	19.8	-35.4	-3.5	83.1	78.1	-105.9	1.3	-6.9
	地面兵装Ⅱ	-23.2	28.9	24.9	-2.0	14.6	196.0	63.3	-55.0	4.2	1.9
其他	纺织制造	55.4	30.0	-11.2	-23.3	115.4	157.6	24.6	-57.1	2.8	3.1
	券商Ⅱ	11.4	41.3	37.5	2.4	3.2	73.9	128.1	-12.6	0.6	2.9
	化学纤维	0.4	11.3	12.4	9.5	21.4	35.2	12.1	38.9	1.7	2.4

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表19：三季度小幅回暖的申万二级行业

	行业名称	营业收入(%)				归母净利润（%）				ROE（%）	
		Q3-Q2	2020Q3	2020Q2	2020Q1	Q3-Q2	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2020Q3	2020Q2
其他	金属非金属新材料	8.7	10.2	8.3	-11.5	12.6	-1.7	-22.1	-53.8	2.1	2.9
	仪器仪表Ⅱ	7.5	12.1	6.9	-10.9	1.9	21.0	4.6	-38.2	2.7	2.5
	电机Ⅱ	5.6	6.7	-6.0	-16.2	11.0	63.5	-19.2	-21.9	2.7	3.0
	生物制品Ⅱ	5.6	10.9	2.1	-9.3	19.7	56.3	31.1	-19.4	2.5	2.0
	环保工程及服务Ⅱ	2.2	9.4	12.2	-2.5	10.3	19.9	-3.0	-28.7	2.1	1.9
	煤炭开采Ⅱ	0.2	3.3	-1.8	-5.0	17.0	3.9	-12.6	-27.2	1.1	1.4
	中药Ⅱ	5.9	-1.0	-7.8	-12.0	10.4	11.5	-24.4	-26.3	1.3	1.8
地产后周期	白色家电	5.6	13.5	0.0	-25.4	17.4	14.5	-19.4	-49.4	3.2	3.0
	装修装饰Ⅱ	9.5	3.4	-4.0	-36.8	8.0	0.2	-5.5	-90.9	1.8	1.6
	其他建材Ⅱ	2.4	15.7	9.6	-20.2	11.4	44.3	67.1	-71.4	3.7	3.0
旅游	港口Ⅱ	8.6	-3.3	-8.1	-16.2	0.4	12.6	-15.0	-15.6	1.7	1.9
	酒店Ⅱ	50.7	-31.4	-48.2	-43.3	188.1	-80.6	-126.5	-272.1	0.9	-1.7
	旅游综合Ⅱ	43.6	-22.0	-38.6	-49.5	206.9	49.2	-55.6	-129.0	0.8	-1.4

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表20：三季度景气处于低位的申万二级行业

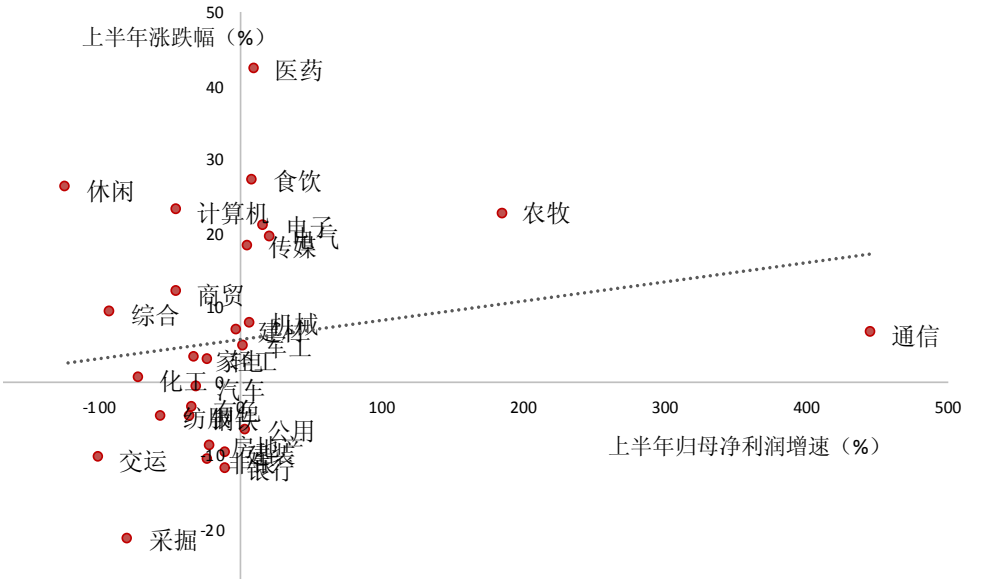
行业名称	营收环比(%)	营收同比（%）			归母净利润环比(%)	归母净利润同比(%)			ROE	
	2020Q3	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2020Q3	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2020Q3	2020Q2
航空运输Ⅱ	57.7	-47.6	-59.5	-47.8	79.7	-135.1	-3096.8	-322.0	-1.3	-5.1
运输设备Ⅱ	0.9	-0.9	2.0	-14.8	7.7	-7.8	-2.9	-55.5	1.9	1.3
机场Ⅱ	26.3	-41.5	-52.9	-38.0	47.5	-117.7	-133.0	-105.3	0.3	-0.5
餐饮Ⅱ	43.1	-22.2	-40.1	-52.6	-24.5	-291.5	-190.1	-248.4	-62.8	-18.1
专业零售	2.2	-1.3	-8.0	1.6	7.3	-81.1	-33.9	-158.2	2.4	3.3
服装家纺	-0.4	-19.6	-14.1	-35.8	-51.0	-72.5	-39.0	-91.5	-1.5	-0.2
采掘服务Ⅱ	-7.5	0.1	14.2	6.7	-34.2	-33.0	31.6	29.5	-0.7	-1.4
多元金融Ⅱ	-11.3	-11.2	-9.6	-3.4	310.9	-4.1	-75.3	-43.2	-0.1	-1.8

资料来源：wind、粤开证券研究院

五、配置建议：关注高景气度板块

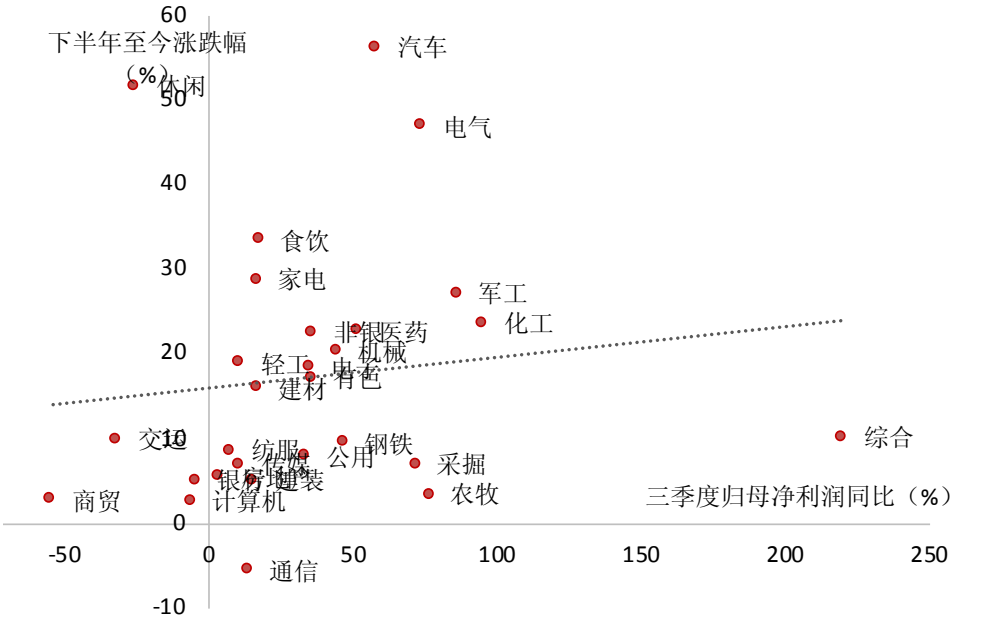
今年 A 股走势与业绩的相关性较高，以板块涨跌幅为纵轴，归母净利润增速为横轴绘制行业散点图，呈现正向相关性。上半年涨幅较大的主要为消费和科技板块，主要由于疫情影响下必选消费、医疗器械以及云办公、游戏等受到的影响较小。而下半年以来医药、食品饮料、计算机等行业涨势开始放缓，周期行业如汽车、电气、家电、非银领涨。7 月以来随着国内疫情得到控制，经济进入稳步复苏阶段，工业企业利润累计同比从 7 月的-8.1%至 9 月的 2.4%。

图表21：上半年涨跌幅-上半年归母净利润增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表22：下半年至今涨跌幅-三季度归母净利润增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

根据三季报的业绩情况寻找景气度较高的板块，主要包括周期行业的上游钢铁有色，中游的机械、基础化工；消费行业的汽车、家电、医药、食品饮料；成长行业的电力设备及新能源、消费电子、电子元件；防御行业中的航运、保险。

（1）周期行业主要受投资复苏支撑，根据盈利能力改善情况，中游的钢铁、机械、化工、电力及公用事业修复较好，煤炭、建材、石化行业盈利下滑较多，装备制造产业链相对于基建地产较优。四季度考虑到 PPI 修复及补库存相对平缓，基建投资可能略低

于预期，叠加全球疫情复发的影响，周期板块盈利修复或放缓。

（2）消费行业中，可选消费板块全面改善，如消费者服务、汽车、家电、轻工制造均具备净利率支撑，后续关注周转率能否进一步带动盈利增长。纺织服装、社会服务、商贸零售行业盈利下滑。四季度在地产竣工修复以及海外订单向国内转移的趋势下，可选消费复苏有望持续。

（3）成长行业中，电力设备及新能源、电子、军工的相对改善优于传媒、通信、计算机。消费类科技表现较优。四季度光伏、新能源汽车、苹果产业链、5G 产业链仍有望持续修复。

（4）防御行业中，公用事业、非银金融、建筑行业盈利增速相对较高，交运、银行、房地产行业盈利下滑较多，后续关注银行、航空盈利修复，保险开门红，航运保持较高景气。

分析师简介

殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号：S0300517040001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com