信义山证 汇通天下

周期业绩如期爆发，Q3增速大概率为年内高点

山证策略·A股2020年三季度业绩分析报告

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）
李杰 CPA，执业登记编码（S0760520090001）

研究助理：
翟子超 FRM

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券研究所

2020.11.03

2020Q3 A股业绩报告要点&策略观点

山西证券 SHANXI SECURITIES

- A股三季度业绩延续回暖态势：Q3，A股整体营业收入增速较Q2进一步提升，归母净利润增速大幅提升，上证50营业收入增速维持低位而利润显著回暖，创业板考虑到2019Q3大基数影响增速略微放缓，但整体高景气延续。

- ROE整体大幅上行，企业盈利能力进一步提升，主要原因包括销售净利润率创2017年以来最高水平、税负负担下降、金融让利实体等。我们判断A股资产周转率仍有进一步上升空间，但是销售净利润率达到相对高位预计Q4开始回落。我们认为资产周转率回暖速度较慢而销售净利润率增速较高的原因有2：1.上游商品因海外疫情供给不足导致涨价，虽然销量疲软但单价有所上浮，2.在疫情影响下经济整体仍然相对疲软，但部分小企业出清导致行业集中度进一步提升进而提升了A股整体的净利润率。整体来看，我们预判A股Q4ROE较Q3将有所下降。

- 产业链：Q3中下游需求得到释放，营收回暖明显，上游仅小幅回暖，但利润增速却大幅上升，主要原因为上游商品价格普遍上升。

- 风格：供给紧张的涨价因素使得周期板块利润增速大幅提升，科技类营收增速仍保持第一，但利润增速较其他风格优势大幅减弱。

- 景气度：Q3休闲服务、家用电器、国防军工营收回暖速度最快。综合、采掘、化工利润回升较为明显。

- 盈利能力：农林牧渔、家用电器、食品饮料居前，而化工、采掘、交运、休闲服务类ROE上升幅度较大。

策略观点：

- 我们判断A股Q4业绩将较Q3有所回落，一方面疫情后需求集中爆发告一段落，EPS增速已经创下近3年记录，预计企业净利润率将有所回落。另一方面，考虑到央行表态预计，Q4企业杠杆难进一步加大。虽然资产周转率仍有上升空间，但难抵消其他因素负面影响。

- 我们认为，目前市场对Q4业绩回落预期已经开始出现，分析师自下而上预期也相对稳定，预计后续行情的主导力量将来自流动性。

- 从板块业绩来看，科技类业绩延续强势，长期仍是A股未来主要布局方向；但考虑到市场已经纳入此预期(其估值处于历史高位)，短期仍应把握再平衡主线，布局估值合理的复苏周期、金融板块。

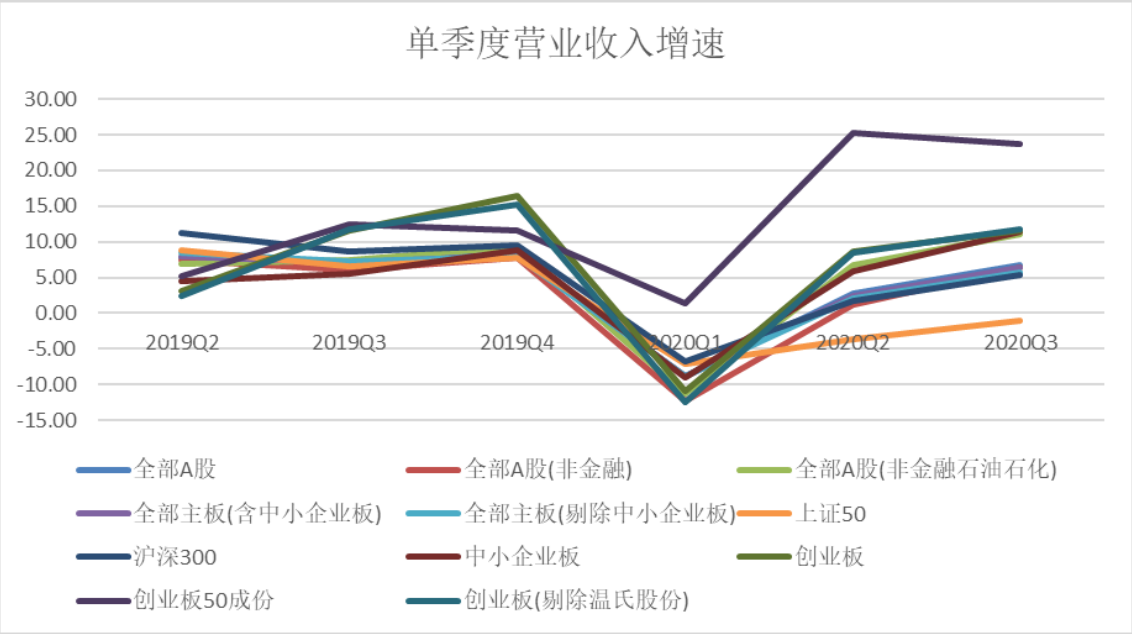
- 从经济周期、估值、风险以及政策4个维度出发，我们维持7月以来对A股震荡判断，继续坚持板块再平衡的观点，除复苏交易外，建议重点推荐关注政策+业绩推动的新能源汽车板块、军工板块以及中长期看好的科技、新基建、医药生物板块。

- 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

后疫情时代A股营收复苏延续，创业板保持高增速，蓝筹白马回暖幅度较弱

- A股整体营业收入增速2020Q3较Q2延续回暖态势，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Q3营收增速显著增加，与我们之前的预期保持一致。
- 创50增速则开始放缓，主要原因在于去年3季度基数较高。
- 从趋势来看，创业板整体高景气延续，A股整体底部回暖趋势得到确认，蓝筹白马增速延续回暖但回暖势头仍然较弱。金融、石油石化拖累反弹力度。

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

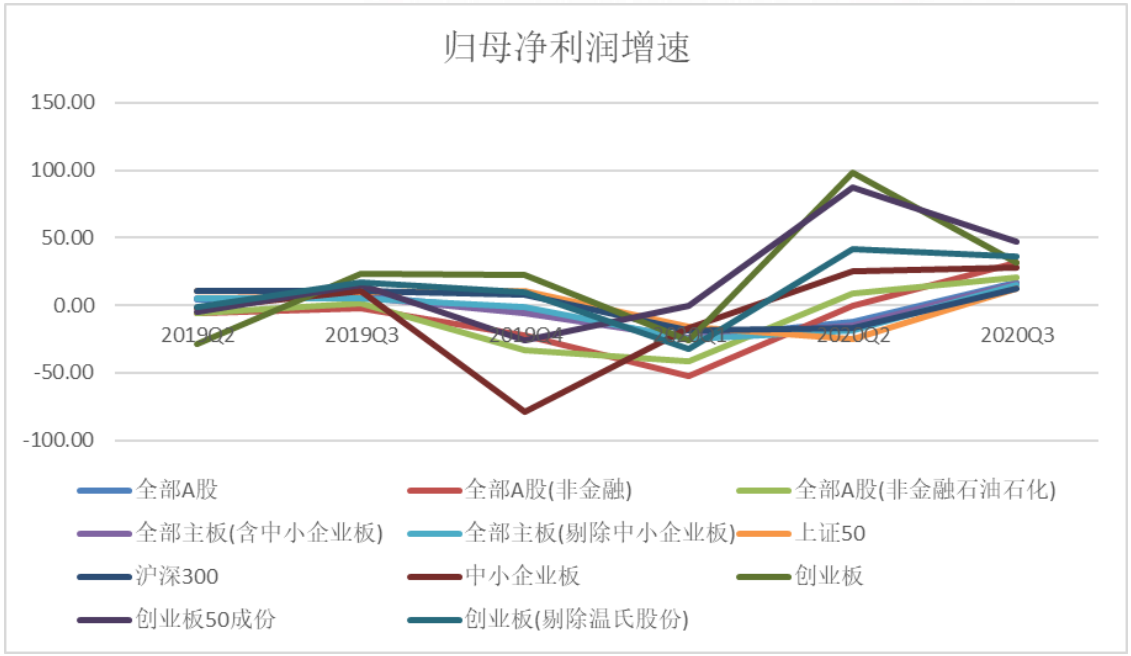
	趋势	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
全部A股		7.84	7.22	8.36	-8.82	2.67	6.69
全部A股(非金融)		7.38	6.11	7.83	-12.33	1.23	6.39
全部A股(非金融石油石化)		6.92	7.46	9.32	-11.22	6.80	11.04
全部主板(含中小企业板)		7.97	7.07	8.07	-8.80	2.44	6.36
全部主板(剔除中小企业板)		8.39	7.26	7.97	-8.79	2.03	5.73
上证50		8.83	6.60	7.74	-7.16	-3.66	-1.05
沪深300		11.17	8.67	9.45	-6.85	1.74	5.35
中小企业板		4.47	5.52	8.84	-8.93	5.86	11.45
创业板		3.18	11.61	16.51	-10.93	8.63	11.61
创业板50成份		5.14	12.46	11.51	1.35	25.27	23.68
创业板(剔除温氏股份)		2.42	11.74	15.30	-12.48	8.48	11.76

数据来源：WIND，山西证券研究所

A股利润报复性回升，创业板因基数原因增速回落

- A股整体归母净利润2020Q3整体大幅上升，创50增速仍然居前，A股剔除金融板块表现最为亮眼，增速达到31.99%。在疫情得到控制的背景下Q3需求出现报复性反弹。
- 创业板因2019年Q3的高基数增速开始回落，在疫情得到控制下创业板相对主板的业绩优势明显下降。
- 上证50反弹力度最大，主要因两桶油业绩显著回升。
- 代表白马的沪深300增在2020Q2虽有上升，但相较于Q1增幅不大。

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

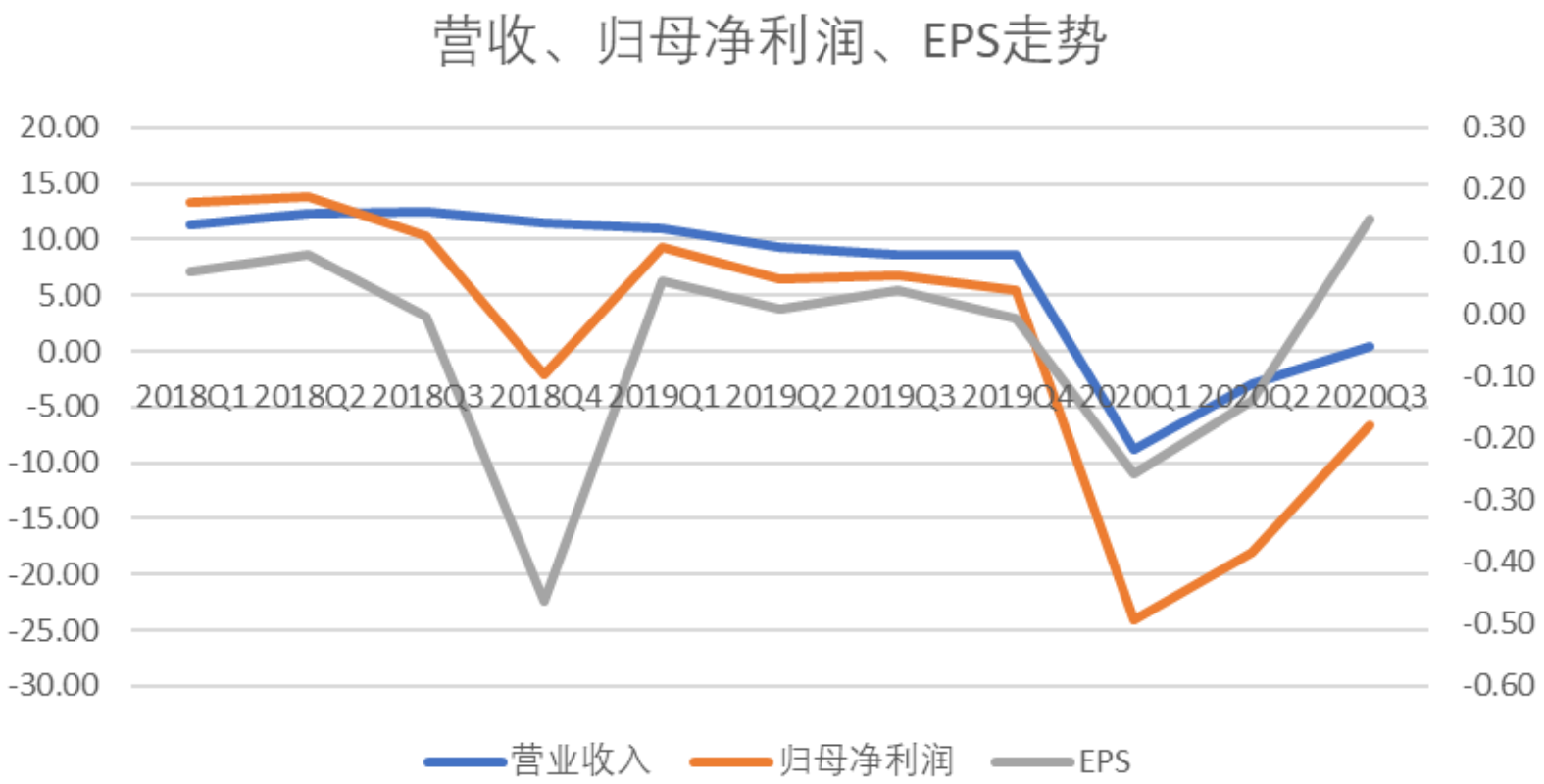
	趋势	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
全部A股		3.90	6.69	-3.77	-24.03	-12.40	17.38
全部A股(非金融)		-6.27	-2.42	-22.30	-52.44	-0.78	31.99
全部A股(非金融石油石化)		-5.71	1.28	-33.02	-41.92	9.06	20.50
全部主板(含中小企业板)		4.79	5.99	-5.52	-24.19	-15.08	16.32
全部主板(剔除中小企业板)		5.42	5.51	-1.11	-24.74	-18.69	15.12
上证50		10.90	9.57	10.48	-16.34	-25.10	12.64
沪深300		10.82	10.91	7.99	-18.32	-17.26	12.26
中小企业板		-1.96	10.80	-78.98	-16.59	24.74	27.63
创业板		-28.86	23.56	22.43	-25.56	98.62	31.22
创业板50成份		-5.27	15.12	-25.66	-0.78	86.99	47.05
创业板(剔除温氏股份)		-1.25	16.92	9.80	-32.07	41.66	36.48

数据来源：WIND，山西证券研究所

营业收入、归母净利润、EPS均强势反转，增速增幅有望延续

- 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。Q3这一趋势延续，EPS与归母净利润增速加速向上，而营收增速开始放缓。Q3EPS增速已经超过2018年以来水平，预计Q4将开始出现回落。

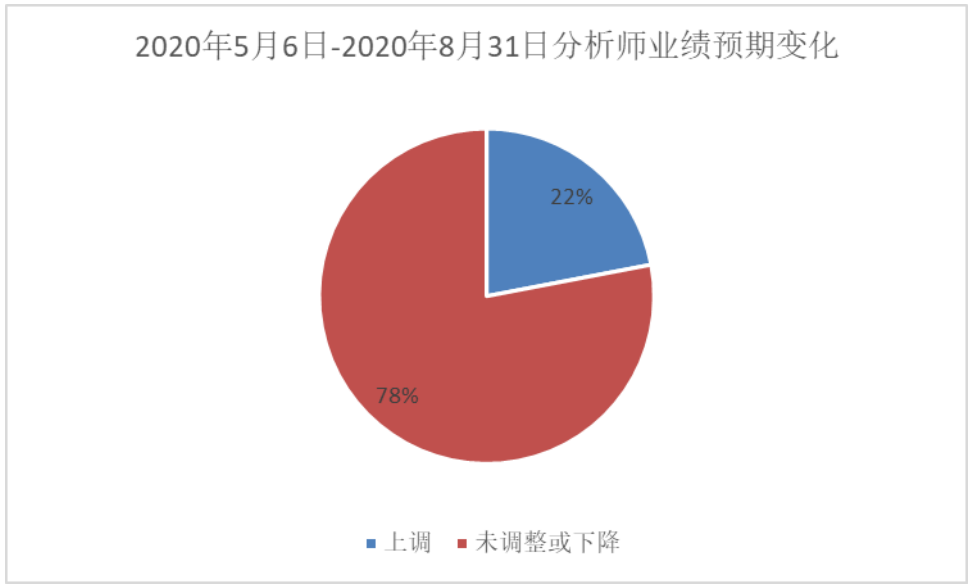
图表：营收、归母净利润、EPS增速对比



数据来源：WIND，山西证券研究所

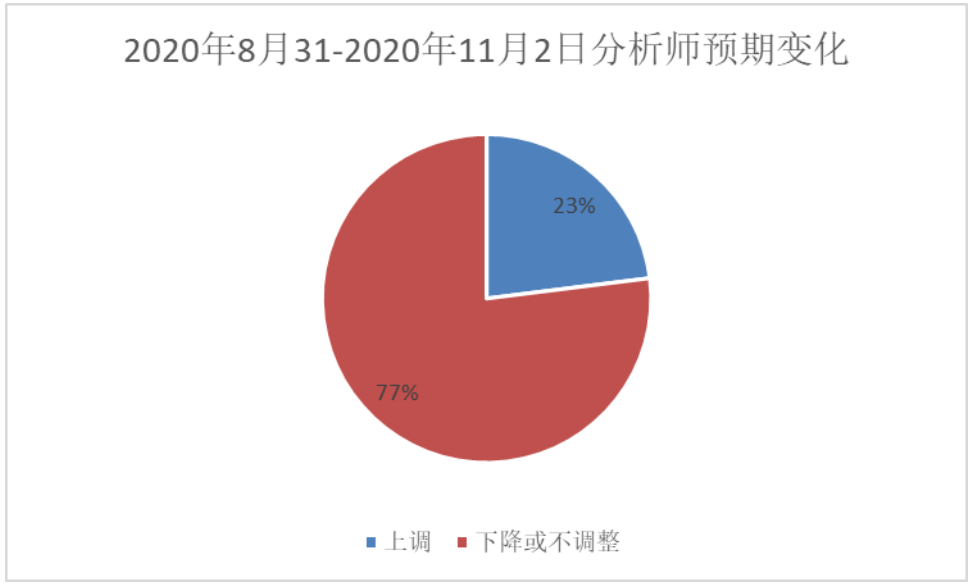
- 分析师业绩当前业绩预期与2020年8月31日相近，业绩预期上调比例上升1%。我们此前分析市场预期3季度不会有大幅波动。我们判断当前EPS预期仍将保持稳定，业绩对A股整体影响显著减小，行情的主导力量将在于货币政策对A股估值的影响。

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

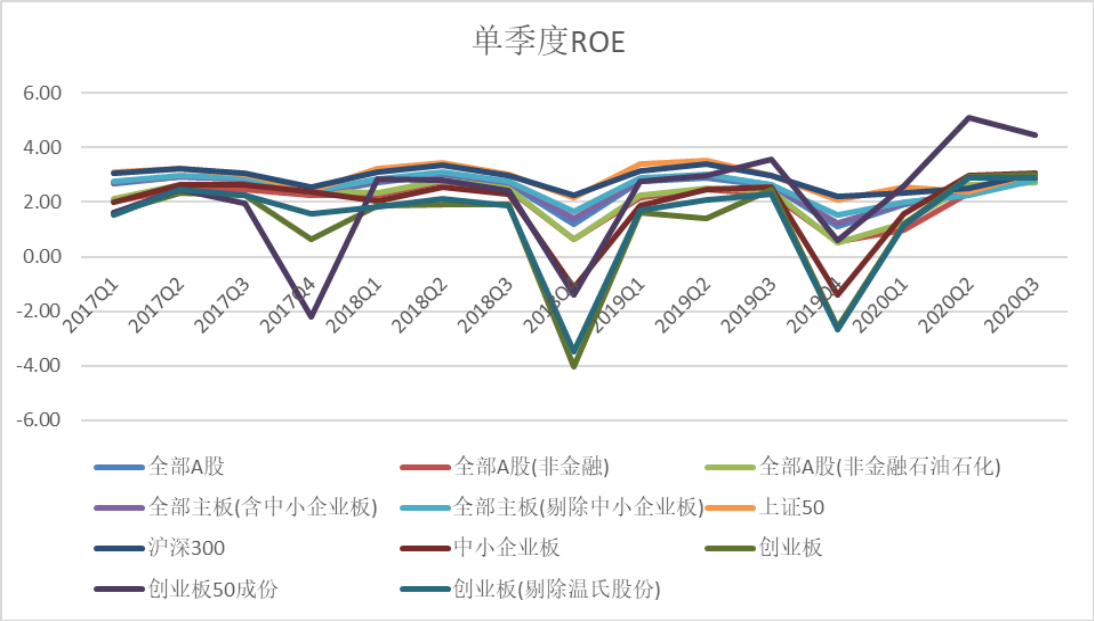


数据来源：WIND，山西证券研究所

A股ROE报复性反弹，Q3ROE较去年大幅上升，创50ROE开始回落

- 2020Q3ROE整体大幅上行，同比显著上升，从ROE单季水平来看A股ROE约为2017年Q3水平，继续向上修复空间减小。
- 从绝对数来看创50最为强势，但创业板相对沪深300、上证50的优势大幅削弱，2020Q3上证50和沪深300ROE反超创业板和中小板。
- A股剔除非金融板块ROE创下2017年以来最高水平，继续大幅向上概率较小。创50Q3ROE较Q2出现回落，预计在疫情结束后创50盈利能力将开始向常态化回归。
- 从ROE拆分来看，Q3销售净利润率创历史新高上行、税负负担显著下降、资产负债率下行、金融让利实体是ROE上行的主要原因。而企业杠杆拖累ROE下行。我们判断，企业周转率仍然处于相对低位而净利润率上升，主要原因可能是疫情迫使部分行业出清导致头部企业盈利能力增强。

图表：单季度ROE



数据来源：WIND，山西证券研究所

图表：ROE（单季）

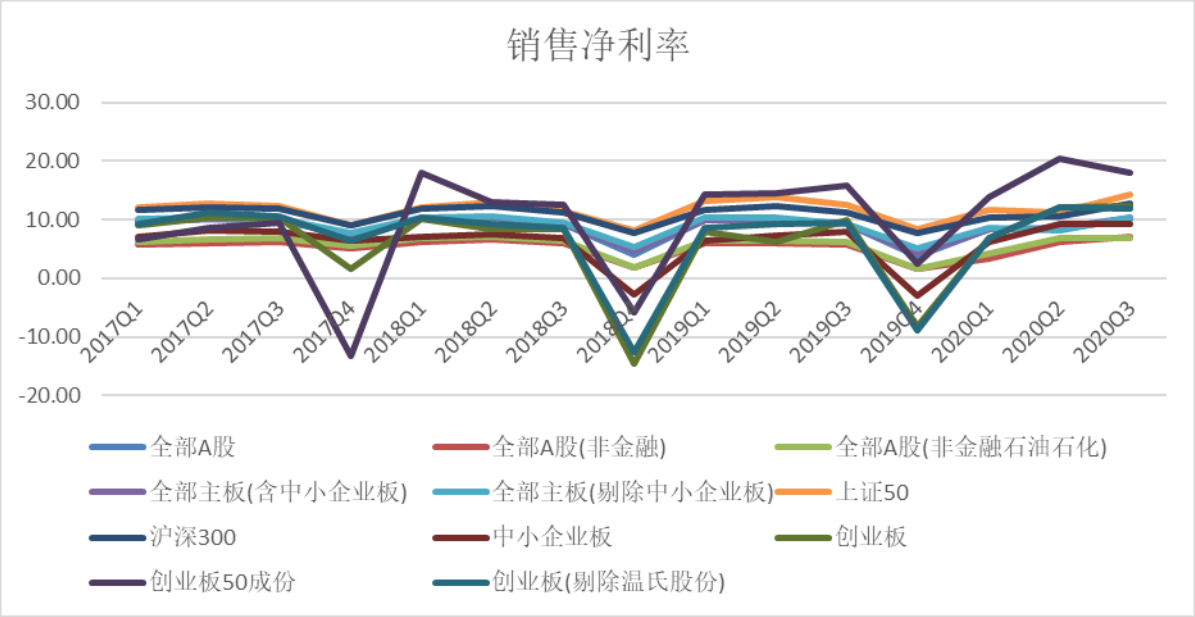
	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	同比变化
全部A股	2.67	2.92	2.83	2.31	2.74	3.02	2.67	1.20	2.76	2.90	2.61	1.11	1.93	2.35	2.84	8.77%
全部A股(非金融)	2.03	2.45	2.49	2.26	2.24	2.75	2.46	0.63	2.16	2.45	2.30	0.57	0.98	2.36	2.86	24.11%
全部A股(非金融石油石化)	2.14	2.64	2.68	2.41	2.33	2.82	2.50	0.65	2.25	2.52	2.42	0.51	1.24	2.64	2.72	12.35%
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	2.32	2.83	8.33%
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	1.52	2.00	2.25	2.81	7.11%
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	3.08	3.01%
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	3.08	3.52%
中小企业板	1.98	2.65	2.62	2.37	2.04	2.56	2.31	-1.15	1.88	2.45	2.55	-1.38	1.56	2.99	3.06	20.06%
创业板	1.61	2.34	2.27	0.66	1.86	1.93	1.90	-4.02	1.61	1.41	2.48	-2.58	1.21	2.94	3.03	22.18%
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	4.48	25.41%
创业板(剔除温氏股份)	1.54	2.45	2.27	1.58	1.85	2.11	1.88	-3.49	1.71	2.10	2.29	-2.67	1.15	2.88	2.89	25.94%

数据来源：WIND，山西证券研究所

拆解ROE:销售净利润率创历史新高

- A股销售净利润率2020年Q3整体上行，与我们此前的分析一致，Q3达到历史最高水平。有望呈现企稳上升的态势。从结构来看，上证50销售净利润率上行幅度最大。
- 创业板销售净利润率小幅上升，创50、创业板提出温室股份后出现下降。
- 预计Q4销售净利润率会有所下降。

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

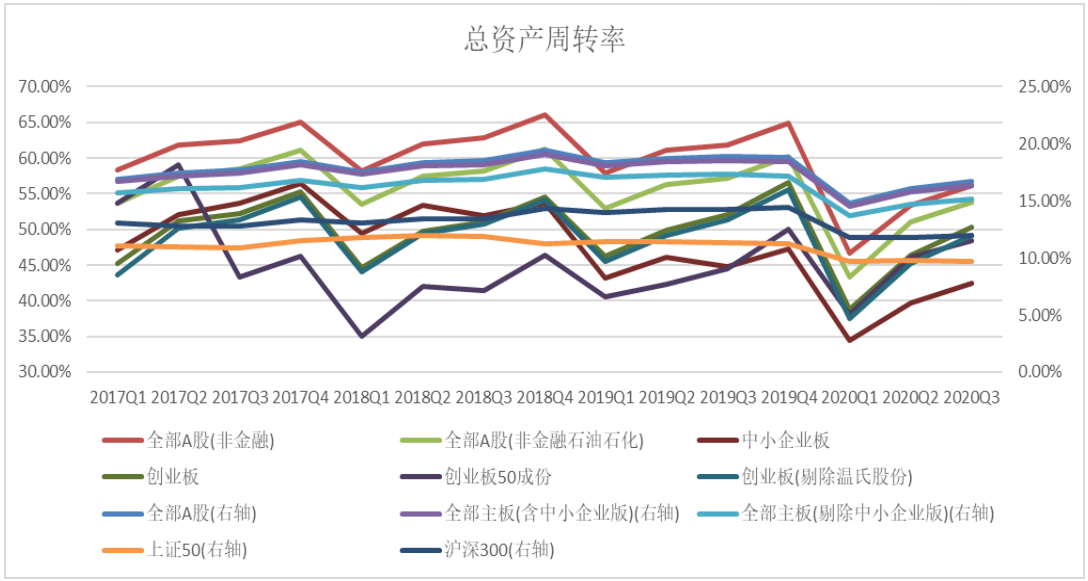
	趋势	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
全部A股		9.78	10.05	9.96	7.34	10.07	10.27	9.21	3.98	9.86	9.94	9.21	3.81	8.28	8.51	10.33
全部A股(非金融)		5.68	6.05	6.28	5.04	6.28	6.69	6.01	1.77	5.87	6.02	5.70	1.63	3.32	6.11	7.17
全部A股(非金融石油石化)		6.18	6.63	6.88	5.44	6.78	7.10	6.43	1.90	6.43	6.48	6.23	1.56	4.33	6.79	6.93
全部主板(含中小企业板)		9.79	10.04	9.95	7.52	10.07	10.32	9.24	4.56	9.90	10.05	9.18	4.20	8.31	8.36	10.23
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	5.13	8.53	8.25	10.37
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	14.24
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	12.67
中小企业板		7.17	8.09	7.96	6.47	7.12	7.55	6.86	-2.78	6.38	7.37	7.96	-3.05	6.27	9.18	9.18
创业板		9.08	10.41	10.25	1.71	10.03	8.40	8.33	-14.66	7.93	6.10	9.92	-8.23	6.76	12.00	12.33
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	18.02
创业板(剔除温氏股份)		9.21	11.16	10.55	6.36	10.28	9.32	8.49	-12.58	8.62	9.24	9.46	-8.86	6.79	12.15	11.96

数据来源：WIND，山西证券研究所

拆解ROE:Q3资产周转率延续回暖

- 2020Q3，A股资产周转率延续回暖的态势，但与过去几年的常态仍有上升空间。
- 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，Q3企业经营情况仍未回到去年同期水平。
- 我们预计Q4周转率将继续回升，并开始接近去年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）

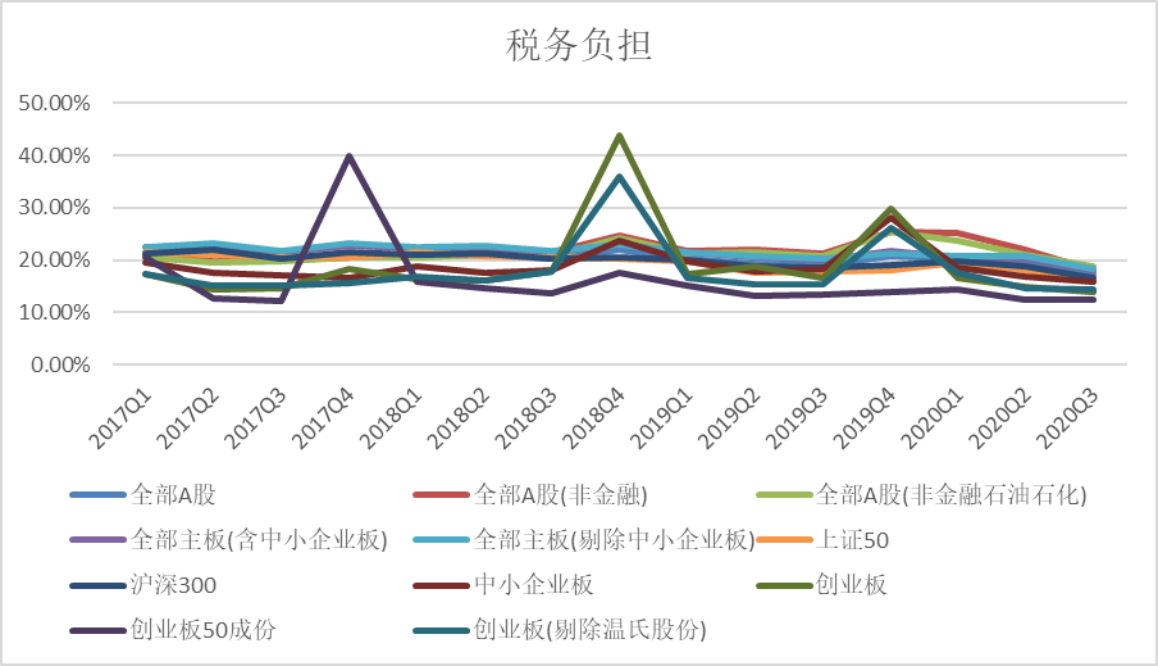
	趋势	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
全部A股		16.92%	17.44%	17.68%	18.45%	17.56%	18.36%	18.52%	19.43%	18.36%	18.74%	18.87%	18.79%	14.76%	16.10%	16.72%
全部A股(非金融)		58.32%	61.78%	62.47%	65.03%	58.12%	62.00%	62.87%	66.06%	57.84%	61.12%	61.77%	64.82%	46.72%	53.36%	56.09%
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%	51.00%	53.85%
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%	16.32%
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%	15.17%
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%	9.72%
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%	11.99%
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%	39.74%	42.39%
创业板		45.24%	51.14%	52.15%	55.26%	44.68%	49.78%	51.11%	54.57%	46.16%	49.80%	52.08%	56.56%	38.84%	46.36%	50.32%
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%	48.41%
创业板(剔除温氏股份)		43.60%	50.16%	51.36%	54.51%	44.04%	49.46%	50.75%	54.12%	45.48%	49.08%	51.36%	55.56%	37.52%	45.18%	49.15%

数据来源：WIND，山西证券研究所

拆解ROE:税负负担如期继续下降维持低位

- A股Q3整体税务成本较2020Q2继续下行维持低位，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	2020Q3
全部A股		20.88%	21.31%	19.92%	21.04%	20.66%	20.94%	20.22%	22.10%	20.19%	19.29%	18.97%	20.88%	20.26%	19.63%	17.37%
全部A股(非金融)		20.95%	19.70%	20.03%	20.63%	21.31%	21.79%	21.55%	24.69%	21.80%	22.11%	21.32%	25.54%	25.17%	21.94%	18.02%
全部A股(非金融石油石化)		20.47%	19.48%	19.82%	20.46%	20.50%	20.99%	20.70%	24.31%	21.13%	21.43%	20.75%	25.35%	23.75%	21.09%	18.82%
全部主板(含中小企业板)		22.38%	22.80%	21.48%	22.62%	22.29%	22.33%	21.43%	22.95%	21.42%	20.48%	20.09%	21.77%	20.50%	20.36%	18.15%
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%	22.91%	21.53%	20.67%	20.25%	21.37%	20.66%	20.74%	18.41%
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%	18.16%	16.12%
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%	18.73%	16.69%
中小企业板		19.59%	17.59%	17.16%	16.48%	18.89%	17.62%	18.05%	23.60%	19.72%	17.80%	18.31%	28.06%	18.51%	16.78%	15.80%
创业板		17.41%	14.50%	14.56%	18.31%	16.33%	16.17%	17.80%	43.87%	17.41%	18.88%	16.66%	29.72%	16.55%	14.98%	13.90%
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%	12.49%
创业板(剔除温氏股份)		17.36%	15.05%	15.09%	15.70%	16.82%	15.98%	17.84%	35.94%	16.57%	15.38%	15.27%	26.10%	17.55%	14.74%	14.49%

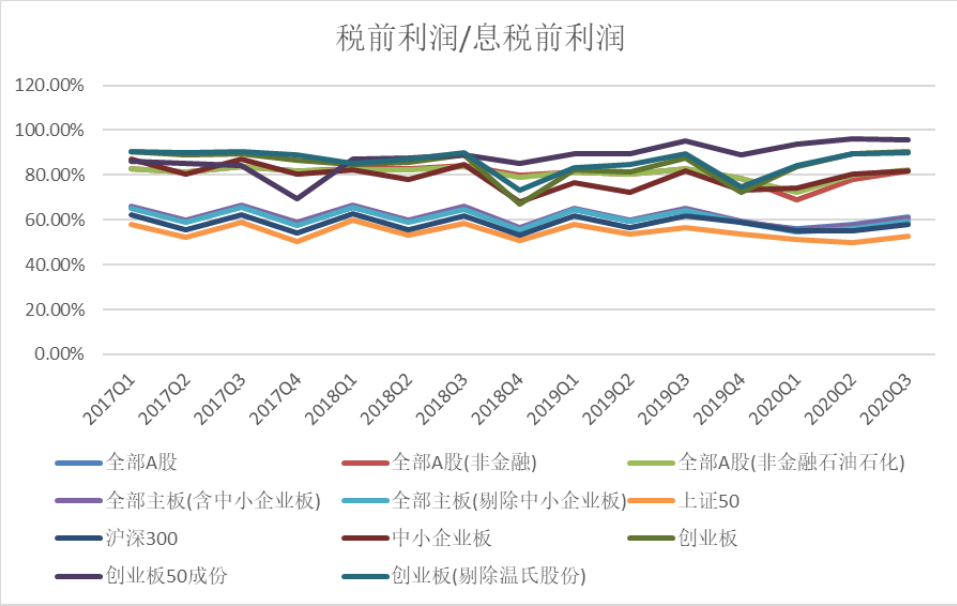
数据来源：WIND，山西证券研究所

拆解ROE:财务负担进一步下行，金融让利实体落实显著

- 2020Q2A股整体财务负担显著下降，2020Q3A股整体财务负担进一步下降，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。

- 上证50、沪深300财务负担下行明显，创业板、中小板财务负担与Q2基本持平。

图表：财务负担



数据来源：WIND，山西证券研究所

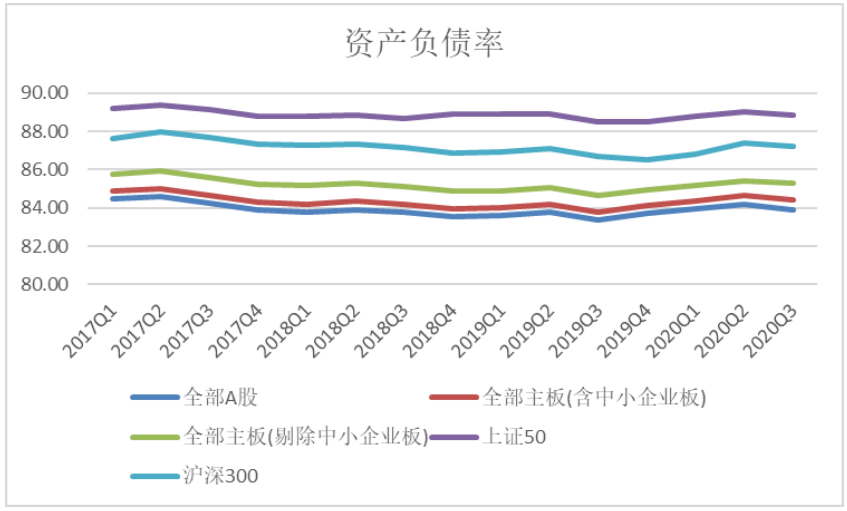
图表：税前利润/息税前利润

	趋势	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
全部A股		65.36%	59.24%	65.86%	58.18%	65.61%	59.43%	65.45%	55.60%	64.61%	59.51%	64.77%	58.94%	55.93%	58.09%	61.48%
全部A股(非金融)		82.82%	81.53%	83.55%	81.87%	82.90%	82.86%	84.12%	79.87%	81.22%	80.44%	82.63%	78.40%	68.75%	78.24%	81.97%
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%	81.27%	80.29%	82.76%	78.26%	72.46%	80.08%	82.35%
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%	65.29%	60.08%	65.18%	59.47%	55.53%	57.64%	61.04%
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%	64.68%	59.37%	64.07%	58.76%	54.45%	55.97%	59.38%
上证50		57.90%	52.26%	58.77%	50.37%	59.64%	53.34%	58.41%	50.65%	58.01%	53.71%	56.54%	53.58%	51.13%	49.65%	52.48%
沪深300		62.35%	55.65%	62.38%	54.10%	62.58%	55.67%	61.92%	53.38%	61.71%	56.65%	61.95%	58.78%	55.27%	55.20%	58.07%
中小企业板		87.06%	80.35%	87.29%	80.26%	82.39%	77.95%	84.57%	67.93%	76.54%	72.09%	81.82%	73.20%	74.42%	80.18%	81.88%
创业板		90.33%	89.13%	89.62%	86.61%	84.52%	85.78%	89.17%	67.23%	82.15%	81.31%	87.78%	72.48%	83.83%	89.51%	90.37%
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%	95.00%	89.04%	93.95%	96.07%	95.54%
创业板(剔除温氏股份)		90.39%	89.81%	90.38%	88.97%	85.00%	87.03%	90.19%	73.11%	83.36%	84.58%	89.35%	74.54%	84.30%	89.27%	90.01%

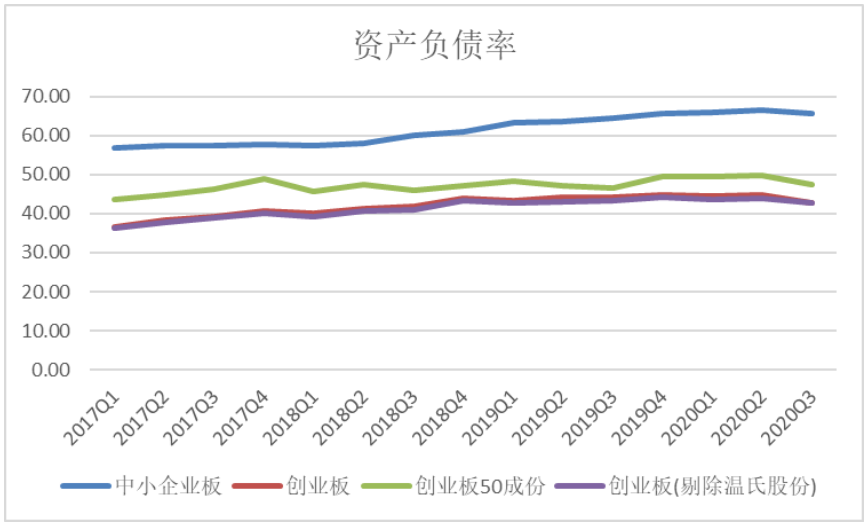
数据来源：WIND，山西证券研究所

- 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下降，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。而Q3杠杆率下降的主要原因在于Q3业绩大幅上行。

图表：大盘与蓝筹白马杠杆率



图表：中小创杠杆率



图表：资产负债率

数据来源：WIND，山西证券研究所

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	2020Q3
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	83.90
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	60.78	61.47	60.88
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	62.22	61.63
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	84.44
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	85.27
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	88.88
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	87.22
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	66.40	65.64
创业板	36.57	38.30	39.19	40.73	40.06	41.28	41.72	43.83	43.35	44.12	44.23	44.82	44.40	44.65	42.75
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	47.33
创业板(剔除温氏股份)	36.15	37.85	38.82	40.01	39.37	40.60	41.11	43.21	42.75	43.13	43.32	44.08	43.66	44.03	42.83

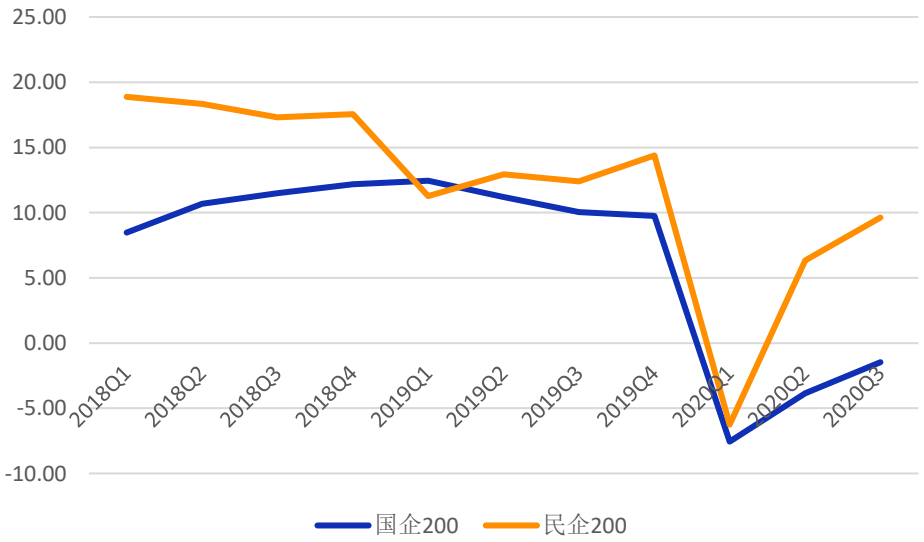
数据来源：WIND，山西证券研究所

民企疫情后反弹力度更为明显

- 延续二季度回暖态势，2020Q3国企和民企营业收入同比增速持续上升，其中民企弹性较国企更大，增速反弹动力更强。但Q3反弹幅度开始放缓。

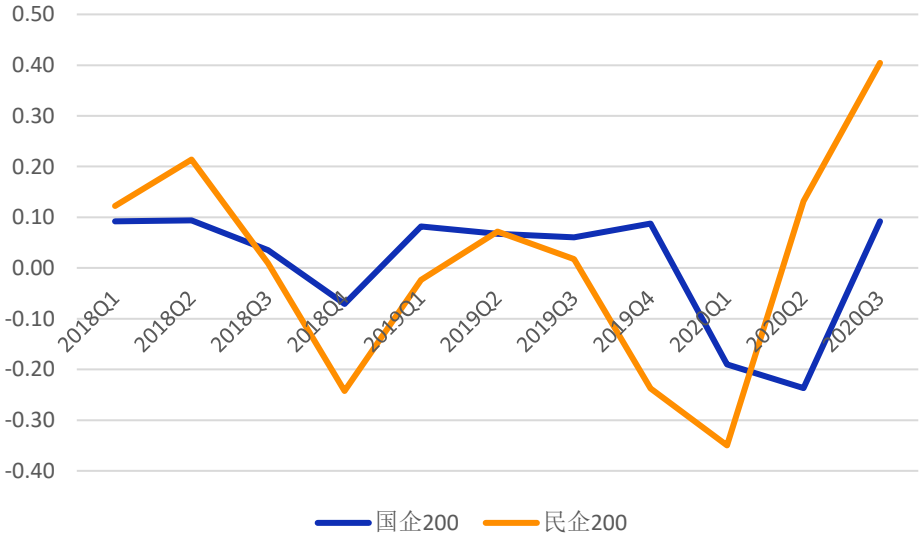
- 2020Q3国企EPS同比增速转正，民企EPS同比增速相较Q2进一步提升。

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

除海南外，其他地区企业ROE全部回正

- 营收方面，31个省份中27个增速持续提升。整体来看，Q2同比增速较高的省份Q3同比增速有所下降，而Q2同比增速较低的省份Q3则有所提升。

- 盈利能力方面，31个省份中除海南外全部回暖，摆脱疫情影响实现进一步盈利；而海南受疫情影响，占比GDP最大的旅游业收入前三季度仅恢复至上年同期的63.9%，因此盈利能力相对较低。但考虑到海南新离岛免税政策及旅游业回升态势，Q4ROE或将转正。考虑到新疆10月疫情发酵，Q4盈利能力或受影响。

- 上季度ROE倒数第一的内蒙古在Q3实现反弹，位列所有省份中第一位，而贵州因茅台原因排在第二。经济大省企业盈利能力均表现不俗。

图表：上市公司分地区表现

	营收同比增速 Q1	营收同比增速 Q2	营收同比增速 Q3	ROE Q1	ROE Q2	ROE Q3
内蒙古	1.43	2.11	22.51	1.46	-9.30	10.86
贵州	-3.79	0.42	0.75	5.49	4.68	5.30
河南	12.45	25.74	21.03	2.21	4.12	4.41
安徽	-14.83	12.57	19.30	1.78	3.71	3.75
四川	-3.94	10.24	15.93	2.78	2.96	3.72
江西	7.99	38.05	26.58	1.21	2.55	3.53
广东	-11.95	7.42	10.40	2.16	3.55	3.45
浙江	-7.33	14.83	16.68	1.88	3.43	3.29
西藏	1.91	6.02	6.65	2.29	3.02	3.22
福建	6.75	18.40	25.30	2.70	2.26	3.19
山东	-8.02	8.41	12.73	1.82	2.82	3.10
宁夏	-24.65	5.53	1.14	1.65	3.46	3.10
甘肃	-30.77	-7.61	8.16	0.21	1.81	3.09
云南	3.05	12.64	16.53	1.00	1.71	3.07
陕西	-4.49	4.59	23.91	1.38	1.83	2.98
广西	-6.37	7.02	5.75	1.31	2.95	2.96
北京	-7.48	-4.26	-0.30	2.11	2.00	2.81
湖南	-4.48	28.41	36.79	1.73	2.86	2.78
辽宁	-10.09	-1.30	-0.91	0.53	2.18	2.76
江苏	-11.67	7.25	10.58	1.75	2.81	2.52
湖北	-8.58	11.36	10.03	1.04	2.48	2.48
天津	-3.40	-3.00	5.35	0.66	2.01	2.44
上海	-18.91	1.13	4.57	1.79	2.12	2.26
河北	-13.81	13.70	16.74	1.27	2.62	2.21
重庆	-12.63	19.18	20.15	1.02	3.11	2.20
山西	-11.28	-7.32	-6.11	1.74	1.74	2.08
吉林	58.92	82.93	47.35	0.84	3.07	1.99
新疆	-5.46	13.52	7.20	1.24	1.50	1.79
青海	-14.45	17.50	21.15	-0.29	2.22	1.64
黑龙江	-4.35	2.80	12.54	1.41	0.36	0.87
海南	-42.62	-38.27	-28.53	-4.90	-2.99	-2.69

数据来源：WIND，山西证券研究所

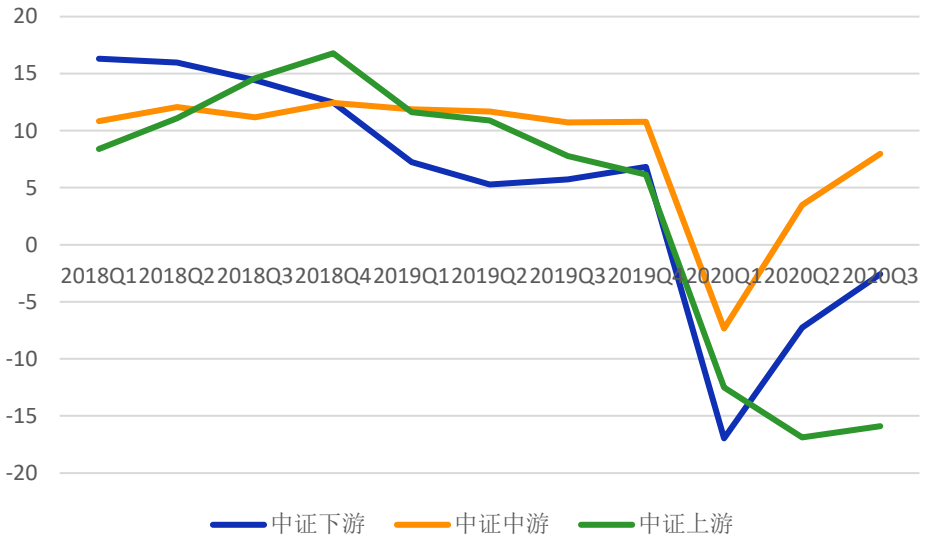
行业：Q3中下游营收同比增速持续回暖，涨价支撑上游行业业绩

- 整体来看，2020Q3延续了Q2表现，上中下游都有不同程度回暖。

- 营业收入方面，中游行业增速同比持续增加，下游行业增速虽然仍然为负但较Q2持续提升，上游企业营业收入同比仅小幅回暖，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。

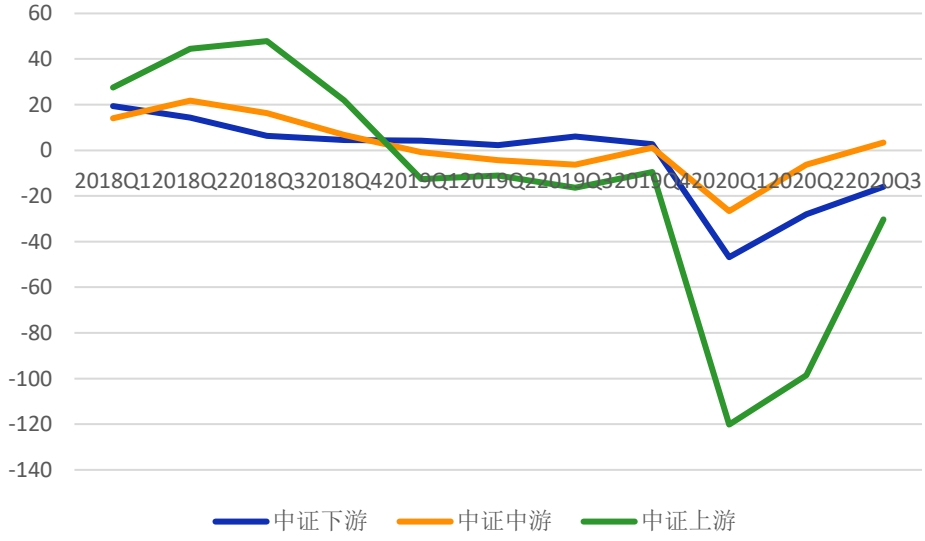
- 从利润来看，上游企业表现并不像营收那么差，主要原因在于疫情影响全球供给，大类商品价格普遍水涨船高，虽然需求总量也在同步回升但较高的产品价格对冲了对企业利润的影响。中游行业利润在Q3小幅提升，但整体弱于营收增速，主要在于上游商品涨价稀释部分利润。下游行业涨幅最高，但仍在低位。

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

周期行业利润增速显著提升，科技利润增速因基数原因下滑

- 从风格来看，科技类Q3营收增速仍维持所有风格中第一，但考虑到2019年Q3高基数原因，利润增速仅在倒数第二位，而Q2高基数原因则导致科技Q3较Q2营收及利润增速变化排在所有风格中分列倒数第二及倒数第一。

- 周期类虽然营收回暖速度较弱，但因供给紧张导致的涨价因素导致利润增速继续提升，位于所有风格中第一。

- 消费板块Q3营收转暖明显，主要是需求Q3有显著回升。

- A股走势则与营收、利润表现基本一致。周期类上行，金融、科技风格小幅回升，消费、稳定类居后。

图表：中信风格指数营收同比增速

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q2较Q1增速变化	2020Q3较Q2增速变化
消费	14.02	13.59	13.15	11.56	10.55	9.69	8.30	8.37	-11.96	-5.48	0.35	6.48	5.82
稳定	13.67	11.36	9.55	10.21	6.22	5.40	5.69	5.31	-12.51	-6.87	-4.00	5.64	2.87
周期	10.74	12.64	13.08	12.63	6.84	5.15	3.96	3.18	-16.69	-13.49	-10.67	3.20	2.82
科技	19.52	17.03	16.27	13.40	9.12	6.01	6.37	8.84	-3.85	6.50	9.00	10.36	2.50
金融	6.26	9.31	9.97	9.36	17.63	15.24	14.91	14.26	2.37	5.85	7.02	3.49	1.17

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	2020Q3	2020Q2较Q1增速变化	2020Q3较Q2增速变化
周期	27.19	37.70	17.56	-80.97	-12.28	-11.50	-21.71	-91.43	-96.96	-35.40	63.80	61.56	99.21
金融	8.26	9.28	1.32	-10.44	16.77	13.83	15.59	6.62	-4.85	-22.58	3.58	-17.73	26.16
稳定	19.48	15.43	-1.13	9.19	25.89	15.69	17.45	-34.89	-49.39	1.35	24.12	50.75	22.77
消费	18.23	20.41	3.00	-69.31	9.31	13.77	10.31	35.34	-14.71	16.08	30.20	30.80	14.11
科技	7.27	-4.13	-10.10	-285.55	52.80	-27.28	12.42	-39.67	-31.81	62.34	14.14	94.16	-48.20

数据来源：WIND，山西证券研究所

休闲服务、家用电器、国防军工营收回暖力度最强

- 2020年三季度营收同比增速居前行业为农林牧渔、国防军工、电气设备和机械设置；大部分行业较Q2增速回升，较Q2改善最为明显的为休闲服务、家电、军工。

图表：28个申万行业营收同比增速

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q2较2020Q1增速变化	2020Q3较2020Q2增速变化
休闲服务	24.20	32.40	20.57	14.75	23.21	-6.31	-5.56	1.79	-48.49	-41.95	-25.56	6.53	16.39
家用电器	19.39	15.22	9.88	9.17	5.63	6.00	2.98	1.91	-24.34	-0.18	13.37	24.16	13.55
国防军工	-0.06	20.83	15.00	-2.88	14.02	0.88	-3.42	10.44	3.53	14.15	26.69	10.62	12.54
轻工制造	20.86	22.62	8.51	0.00	-0.05	-2.63	4.99	12.19	-15.17	0.42	12.02	15.60	11.60
采掘	7.97	14.49	19.39	15.76	9.64	8.39	3.19	8.91	-11.06	-19.89	-11.98	-8.84	7.91
汽车	13.69	10.90	-1.89	-10.36	-7.74	-10.12	-1.57	9.79	-29.61	11.38	18.98	40.99	7.61
房地产	21.54	27.19	35.09	11.26	22.42	22.74	18.90	17.44	-3.18	7.19	14.63	10.37	7.44
交通运输	15.05	11.03	19.31	14.00	10.68	7.57	8.14	12.40	-12.44	-4.09	3.27	8.36	7.36
农林牧渔	8.57	7.82	11.21	16.89	10.36	17.08	16.57	21.70	18.25	27.42	34.66	9.17	7.24
化工	10.45	18.15	28.93	26.84	14.62	12.23	-2.28	-6.68	-17.85	-23.02	-15.92	-5.17	7.10
医药生物	24.64	18.04	23.48	14.06	16.15	14.69	10.49	9.76	-7.72	3.83	10.38	11.55	6.54
商业贸易	10.17	7.77	10.75	2.41	7.15	6.45	3.67	2.14	-12.93	1.73	7.32	14.66	5.60
传媒	8.41	14.58	17.24	-0.69	4.63	-0.20	2.63	12.92	-20.78	-15.29	-10.53	5.49	4.77
电气设备	22.04	16.18	6.72	5.24	13.58	2.08	12.60	19.46	-10.77	19.94	24.64	30.71	4.70
建筑装饰	14.42	8.26	5.76	13.35	13.78	18.11	16.07	15.18	-9.05	17.56	22.20	26.61	4.64
建筑材料	29.59	26.53	30.73	28.95	29.75	24.72	15.02	3.65	-23.83	14.78	18.15	38.61	3.37
机械设备	24.12	22.38	10.17	15.77	18.08	3.80	9.71	11.50	-11.09	22.65	23.42	33.74	0.76
电子	14.53	15.03	20.34	18.60	19.78	13.34	6.56	5.52	-0.48	9.91	10.22	10.39	0.31
公用事业	17.26	19.20	10.37	13.40	16.62	10.71	14.17	13.83	-10.36	3.20	3.43	13.56	0.23
通信	12.67	-0.35	3.67	1.95	-0.50	0.60	-0.04	-1.64	-9.46	7.71	7.78	17.17	0.07
钢铁	1.06	18.16	12.96	19.42	5.25	0.79	4.54	5.60	-1.34	2.42	2.37	3.76	-0.04
非银金融	6.65	9.35	-1.62	-3.00	19.23	12.66	19.65	21.45	0.03	16.58	15.33	16.54	-1.25
综合	23.06	2.89	12.77	13.22	28.05	10.89	2.70	-4.09	-7.70	7.54	5.77	15.23	-1.77
食品饮料	16.73	16.22	8.98	23.22	16.04	15.14	13.78	16.74	0.05	13.30	11.34	13.26	-1.96
银行	2.76	10.01	11.44	9.08	15.67	9.38	10.12	6.15	7.18	5.53	3.33	-1.65	-2.19
有色金属	15.07	5.46	-0.04	15.86	6.62	9.58	18.97	8.40	8.02	18.45	15.49	10.43	-2.96
计算机	28.08	24.60	22.91	6.17	14.91	-0.19	8.82	12.99	-13.69	15.27	4.50	28.96	-10.76
纺织服装	16.54	12.00	1.11	9.61	3.34	-2.75	2.05	89.55	-7.25	20.35	-8.95	27.60	-29.30

数据来源：WIND，山西证券研究所

周期、服务类利润回暖幅度最大

- 2020三季度净利润增速居前行业为综合、化工和电气设备，受冲击最为严重的为纺织服装和商业贸易。Q3业绩回暖力度较大的行业为综合、采掘、化工。

图表：28个申万行业归母净利润同比增速

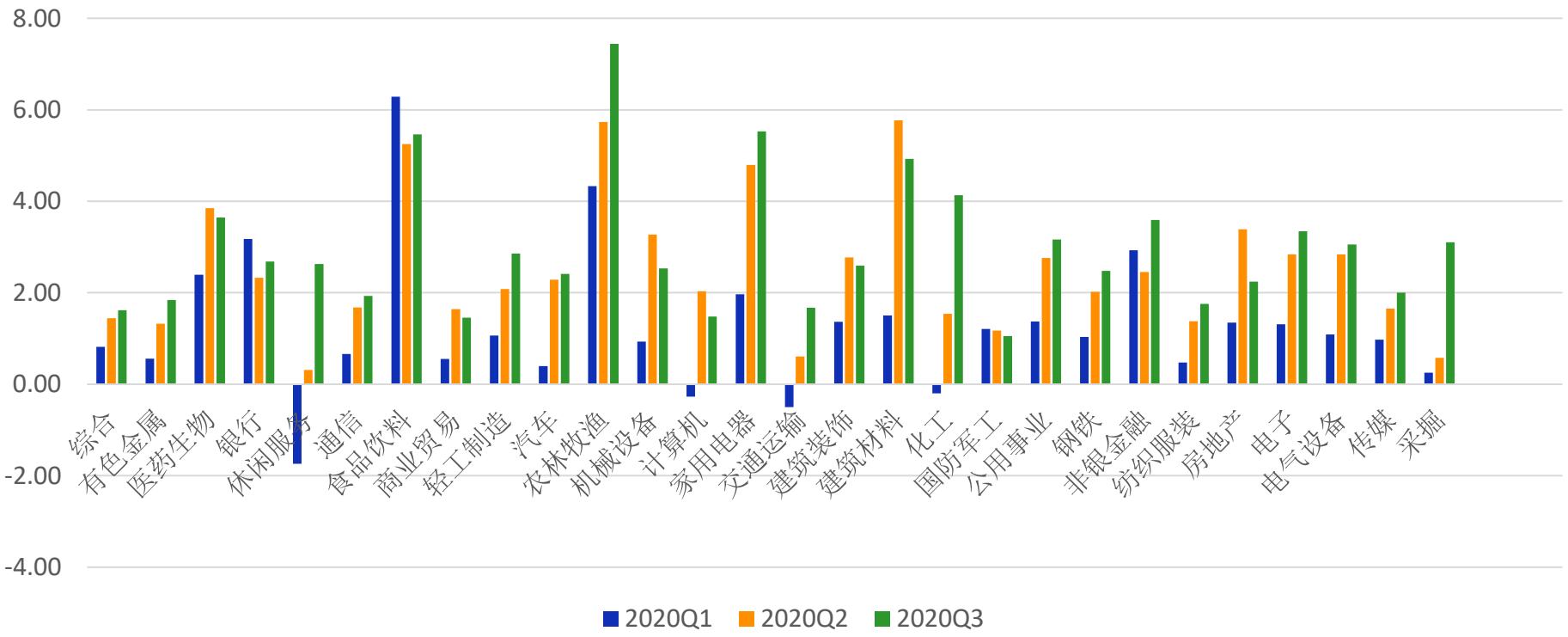
	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q2较2020Q1增速变化	2020Q3较2020Q2增速变化
综合	3.75	-36.61	-5.15	-116.68	69.43	18.02	-78.87	-20.49	33.38	22.91	313.36	-10.47	290.45
采掘	26.95	48.08	79.78	26.39	6.70	6.87	-18.58	-2.34	-89.40	-75.31	76.02	14.09	151.33
化工	26.63	79.74	45.00	-62.20	-18.38	-15.28	-21.69	-304.17	-111.63	-42.26	99.10	69.37	141.36
国防军工	26.13	26.20	-42.42	-46.61	47.82	39.74	54.40	613.39	236.48	-23.60	51.26	-260.08	74.86
钢铁	93.12	170.84	20.01	-39.14	-45.82	-33.19	-59.40	-37.49	-35.66	-25.06	49.66	10.60	74.72
休闲服务	40.78	33.22	22.43	-80.22	81.37	-6.84	-9.95	-243.55	-152.15	-89.19	-23.46	62.96	65.73
非银金融	14.91	3.85	-38.42	-43.19	77.89	65.58	85.60	23.44	-23.68	-23.69	35.17	-0.01	58.86
有色金属	59.13	14.73	-24.83	-222.96	-38.15	-23.85	-18.12	-1.99	-55.04	-13.16	38.97	41.87	52.13
交通运输	13.63	-20.26	-20.53	-37.74	14.09	12.17	2.19	-46.67	-124.57	-71.25	-25.84	53.32	45.41
电气设备	28.72	11.10	-12.34	-150.76	11.30	-4.41	8.77	104.17	-10.17	43.42	83.39	53.59	39.97
家用电器	24.94	22.82	13.17	-88.63	6.43	11.64	17.90	88.25	-52.38	-17.63	16.42	34.76	34.05
传媒	3.17	-5.02	-14.42	-4303.35	-22.36	-23.97	-7.52	44.33	-52.89	-17.68	10.36	35.21	28.04
汽车	2.52	8.61	-13.36	-65.98	-26.91	-37.01	-27.11	91.66	-82.79	36.50	62.82	119.30	26.32
轻工制造	10.37	17.55	-6.78	-131.24	-26.16	-21.52	-2.11	80.74	-32.15	-12.92	11.96	19.23	24.88
银行	5.56	7.31	7.81	0.09	6.27	7.15	7.91	3.62	5.50	-23.71	-4.76	-29.22	18.95
医药生物	28.32	13.53	-12.03	-94.61	8.44	-0.34	1.01	-287.66	-15.14	36.22	50.69	51.36	14.48
建筑装饰	16.46	12.24	3.69	-2.97	14.51	-2.51	14.93	0.93	-30.30	7.70	16.30	38.00	8.60
房地产	39.65	41.03	16.49	-12.28	16.43	11.93	2.32	2.49	-41.97	-4.44	3.95	37.54	8.38
公用事业	18.99	16.62	-13.74	-31.23	17.35	6.75	16.61	-95.62	-28.39	37.66	38.46	66.05	0.80
电子	7.27	-5.21	-7.80	-172.59	-16.26	-7.02	12.26	851.90	-12.39	34.69	32.33	47.08	-2.36
通信	-167.33	-61.95	16.62	-55.27	526.28	-374.62	2.28	-199.58	-56.12	12.94	9.08	69.07	-3.86
建筑材料	205.85	71.89	75.86	20.81	45.28	11.01	15.15	17.54	-36.10	24.44	17.33	60.54	-7.11
食品饮料	30.08	35.39	9.86	40.42	23.74	19.07	16.49	3.21	-0.17	25.80	18.19	25.97	-7.61
计算机	1.70	6.12	-5.52	-151.45	68.24	21.00	7.85	-148.48	-121.10	-1.96	-9.63	119.14	-7.67
机械设备	32.36	3.86	18.82	-136.49	36.78	30.08	-2.74	-140.77	-44.11	56.82	47.23	100.92	-9.59
纺织服装	-4.21	4.95	2.18	-138.92	3.33	-28.70	-23.76	24.56	-79.93	-4.88	-45.37	75.06	-40.49
商业贸易	11.05	112.45	14.94	0.87	16.77	-22.73	104.33	-95.00	-72.34	-10.17	-50.67	62.17	-40.50
农林牧渔	-3.85	-73.32	17.21	-309.98	-62.25	1134.77	54.45	761.34	387.70	119.82	78.84	-267.88	-40.98

证券研究报告

数据来源：WIND，山西证券研究所

- 2020Q3，农林牧渔、家用电器、食品饮料的ROE绝对值居前，全部行业ROE为正，ROE环比上升幅度较大的行业为化工、采掘、交运、休闲服务。

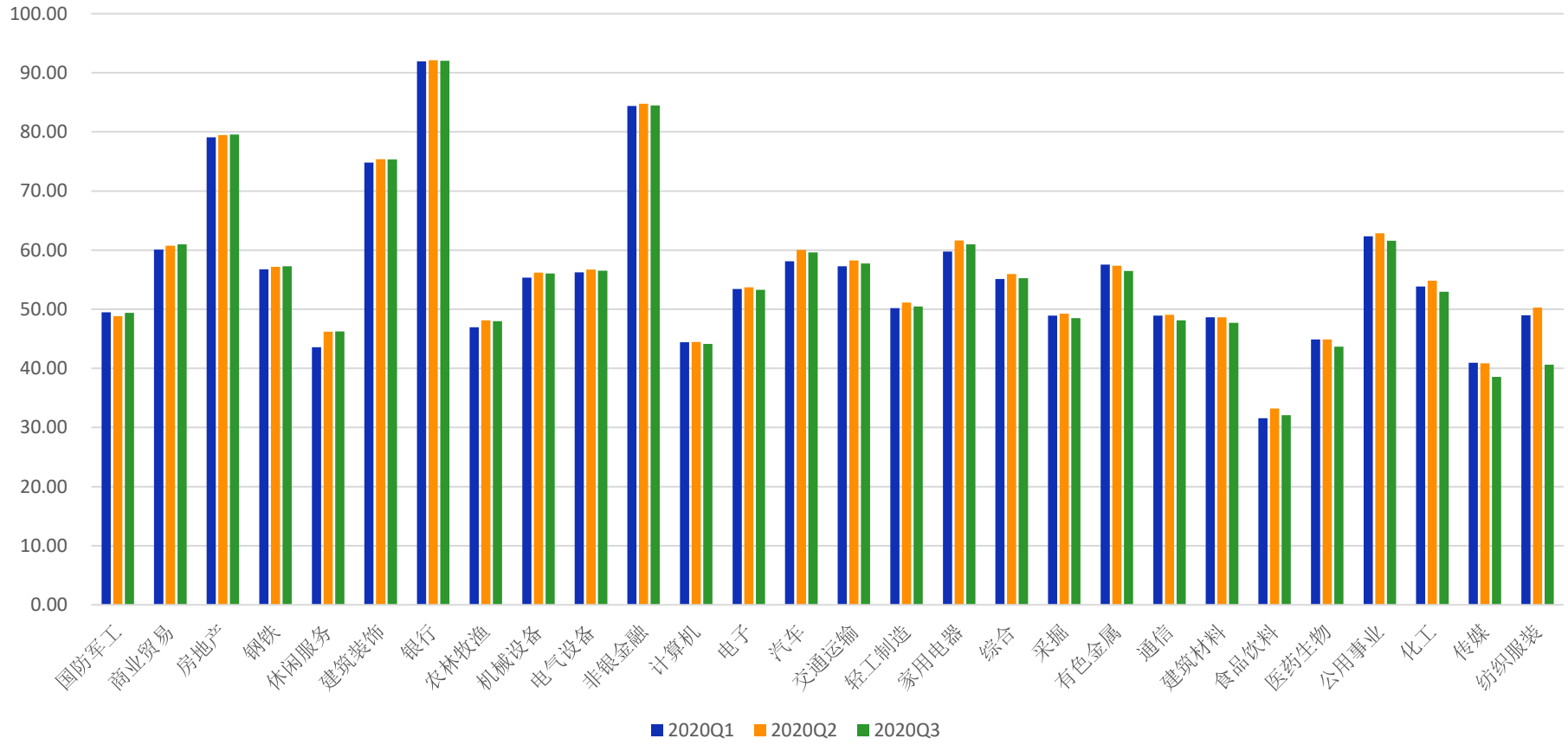
图表：28个申万一级行业ROE



数据来源：WIND，山西证券研究所

- 2020Q3，申万行业资产负债率整体下行明显，其中纺织服装行业最为显著，平均下降近10%，化工、传媒行业也有大幅下降，主要原因在于基本面改善。仅有五个行业较上一季度资产负债率出现小幅增长，其中增幅最大的是国防军工，为0.56%。

图表：28个申万一级行业资产负债率

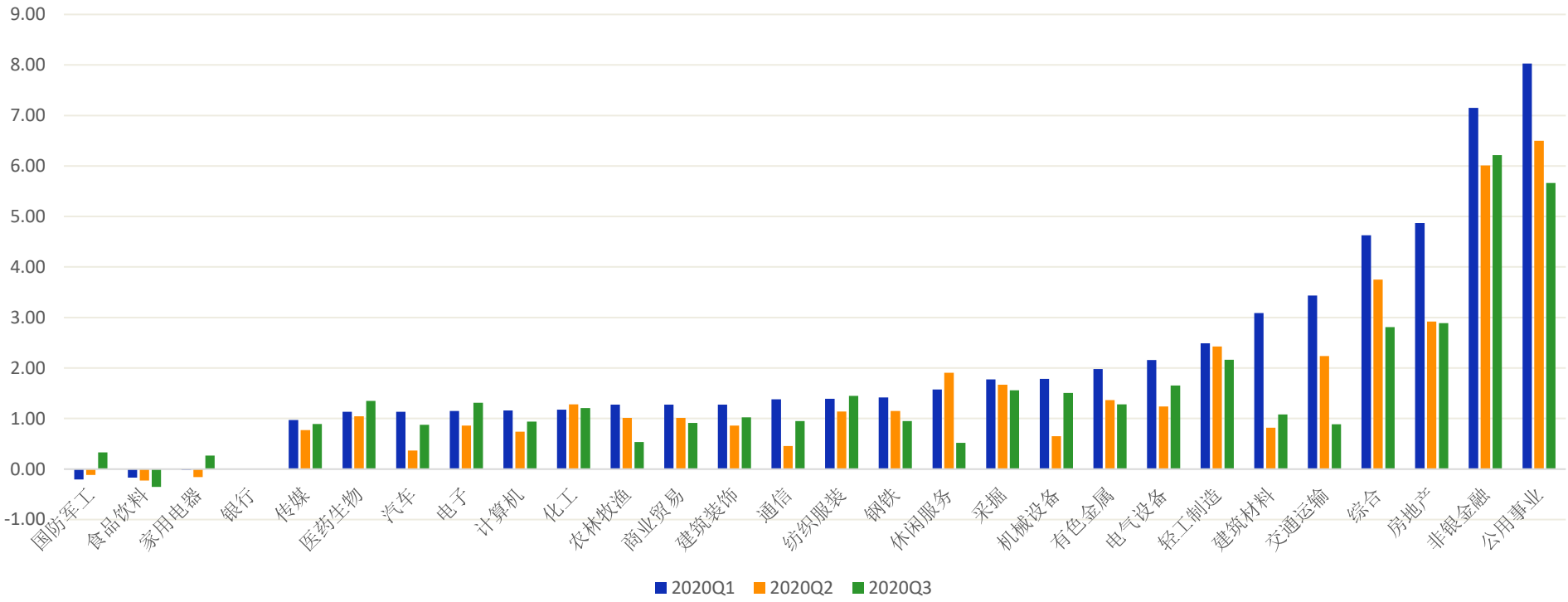


数据来源：WIND，山西证券研究所

2020 Q3多数行业财务费用占比下滑

- 2020Q3，整体行业财务费用占比整体下行。
- 房地产、化工和有色金属行业财务费用占比较上季度变化不明显。
- 上一季度财务费用为负的国防军工、家用电器行业在这一季度扭转为正值，食品饮料行业财务费用持续为负体现了行业现金流充裕的现状。

图表：28个申万一级行业的财务费用/营业收入

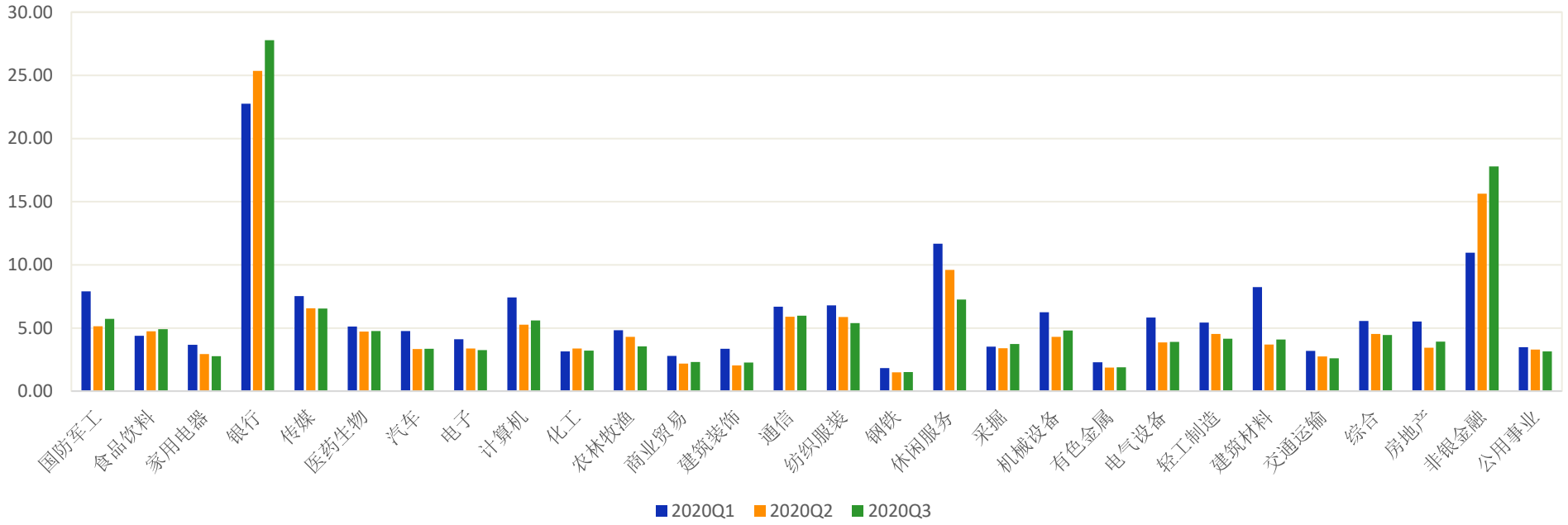


数据来源：WIND，山西证券研究所

2020 Q3多数行业管理费用占比稳定

- 2020Q3，大多数行业的管理费用较二季度变化不明显。
- 大金融板块管理费用占比继续显著上升。
- 因基本面改善，休闲服务类管理费用明显下滑。

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

李杰 CPA
SAC NO：S0760520090001
Email:lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM
TEL:13681033618
Email:zhaizichao@sxzq.com