# 20Q3 盈利大幅改善，有望持续回暖

## ——20 年三季报业绩点评

2020 年 11 月 02 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

**核心结论：**

■ ①20Q3 全部 A 股归母净利润累计同比-6.6%，Q3 当季同比 17.4%，较 Q2 当季-12.4%大幅改善，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 3-5%/12-15%。②20Q3 全部 A 股 ROE 触底反弹至 8.2%，单季度 ROE 继续回升至 2.8%，已恢复到疫情前水平，ROE 有望持续修复至四季度。③从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势逐渐收敛，价值风格大幅改善，20Q3 上证 50 归母净利润累计同比较 Q2 环比上升 11 个百分点，中证 100 上升 10 个百分点。成长风格略有下滑，创业板指较 Q2 环比下滑 5 个百分点。④Q3 各行业盈利继续全面回升，石油石化、农林牧渔、证券、军工、电气设备等行业单季度盈利增速居前。

**正文摘要**

■ **20Q3 全部 A 股归母净利润累计同比-6.6%，Q3 当季同比 12.7%，较 Q2 当季-12.4%大幅改善。**①20Q3/20Q2/20Q1 全部 A 股归属母公司股东净利累计同比分别为-6.6%/-17.9%/-24.0%，05 年以来均值为 13.2%。单季度表现来看，三季度盈利恢复迅猛，20Q3 全部 A 股单季度归属母公司股东净利润同比较 Q2 由负转正，环比上升 29.7 个百分点。整体来看，A 股盈利增速在经历了年初新冠疫情冲击大幅深蹲后，二季度企稳回升，三季度大幅改善，往后随着经济逐步回归之潜在增速，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 3-5%/12-15%。②按利润表拆分归母净利润，各项指标均好转，其中营收是 Q3 盈利大幅改善的主力，毛利率亦有较大贡献。Q3 营业收入恢复明显由负转正 0.4%，但仍未恢复到疫情之前水平；Q3 毛利率持续回升 18.7%，目前已接近疫情前水平；财务、销售、管理费率 Q3 均维持低位，三费费率 12.3%。

■ **20Q3 全部 A 股 ROE 触底反弹至 8.2%，单季度 ROE 继续回升至 2.8%，有望持续修复至四季度。**①20Q3 全部 A 股 ROE 触底反弹，20Q3/20Q2/20Q1 全部 A 股 ROE 为 8.2%/8.0%/8.3%，05 年以来均值 11.6%；剔除金融后为 6.6%/6.2%/6.3%/7.5%，05 年以来均值 9.5%，目前已恢复到疫情前水平，ROE 有望持续修复至四季度。②根据杜邦公式拆解 ROE，全部 A 股 Q3 净利率大幅回升至 9.1%，目前已经恢复到疫情前水平；资产周转率仍维持低位，目前处于历史极低水平；资产负债率整体下降，非金融部门杠杆率维持高位。

■ **20Q3 价值风格较成长盈利改善明显，石化、农林牧渔、证券、军工、电气设备等行业单季度盈利增速居前。**①从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势逐渐收敛，价值风格大幅改善，20Q3 上证 50 归母净利润累计同比较 Q2 环比上升 11 个百分点，中证 100 上升 10 个百分点。成长风格略有下滑，创业板指较 Q2 环比下滑 5 个百分点。②Q3 各行业盈利继续全面回升，从归母净利润累计同比来看，各行业盈利 Q3 全面回升，31 个中信一级行业中有 27 个归母净利润累计同比较 Q2 上升。③从单季度盈利增速看，石油石化、农林牧渔、证券Ⅱ、国防军工、电气设备是 Q3 增速最高的五个行业，商贸零售、交通运输、通信、银行、房地产是单季度盈利表现最差的五个行业；从单季度盈利增速的环比增幅看，石油石化、消费者服务、国防军工、保险Ⅱ、钢铁是 Q3 归母净利润同比增速环比增幅最高的五个行业，传媒、通信、证券Ⅱ、农林牧渔、商贸零售是环比增幅表现最差的五个行业。

■ **风险提示：**海外疫情反复；中美关系恶化；宏观经济不及预期。

**相关研究**

**1、《策略周聚焦——重回龙头》2020-11-01**
**2、《东吴证券月度策略及金股组合：宽幅震荡，聚焦龙头：宽幅震荡，聚焦龙头》2020-11-01**
**3、《东吴策略·行业风火轮——Q3 公募基金买了哪些行业？》2020-10-30**
**4、《策略专题：成长到价值，加仓周期、金融——20 年基金三季报点评》2020-10-29**
**5、《东吴策略-市场温度计-内外资偏向价值：东吴策略-市场温度计-内外资偏向价值》2020-10-27**





请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

1. 三季度盈利大幅改善，有望持续回暖 ..... 4
2. Q3 价值风格较成长盈利改善明显，石化、农林牧渔、证券等行业居前 ..... 6
3. 风险提示 ..... 9

# 图表目录

图 1：全 A 归母净利润累计同比 Q3 大幅回暖 ..... 4
图 2：工业企业利润与归母净利累计同比走势趋同 ..... 4
图 3：三费占营收比例有所下降 ..... 5
图 4：全部 A 股毛利率和营收有所回升 ..... 5
图 5：A 股三季度 ROE 持续回升 ..... 6
图 6：净利率大幅回升带动 ROE 反弹 ..... 6
图 7：成长风格净利润同比小幅下滑 ..... 7
图 8：价值风格盈利大幅改善 ..... 7
图 9：石油石化、汽车等行业业绩大幅改善 ..... 8
图 10：消费者服务、电气设备等行业业绩大幅改善 ..... 8
图 11：农林牧渔、商贸零售等行业业绩增速下滑 ..... 8
图 12：通信、传媒等行业净利润同比大幅下滑 ..... 8

表 1：各行业 20Q3 归母净利润累计同比走势 ..... 8

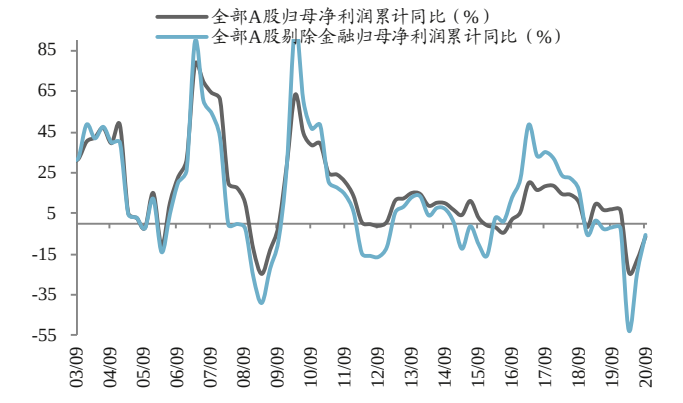

请务必阅读正文之后的免责声明部分

截至 10 月 31 日，超过 99%的 A 股上市公司公布了 2020 年三季报，我们对上市公司三季报进行统计分析，结果显示 A 股三季度业绩大幅改善，盈利持续回暖。A 股盈利增速在今年一季度受新冠疫情冲击大幅深蹲后，二季度企稳回升，三季度继续回暖，盈利增速大幅改善。

## 1. 三季度盈利大幅改善，有望持续回暖

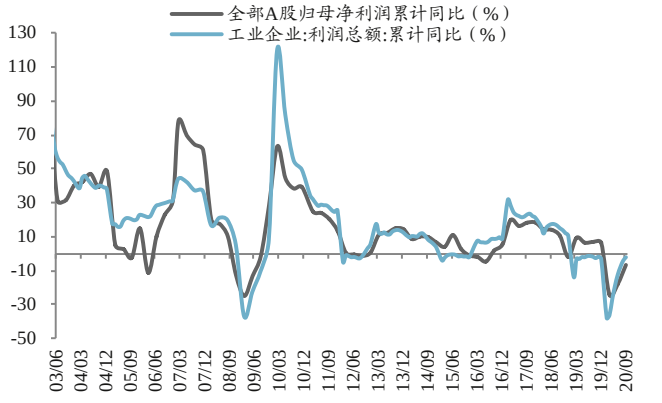
**20Q3 全部 A 股归母净利润累计同比-6.6%，Q3 当季同比 17.4%，较 Q2 当季-12.4%大幅改善。**截至 10 月 31 日，超过 99%的 A 股上市公司公布了 2020 年三季报。20Q3/20Q2/20Q1 全部 A 股归属母公司股东净利累计同比分别为-6.6%/-17.9%/-24.0%，05 年以来均值为 13.2%；剔除金融后为-5.7%/-24.4%/-52.7%，05 年以来均值为 10.4%。单季度表现来看，三季度盈利恢复迅猛，大幅回正，20Q3/20Q2/20Q1 全部 A 股单季度归属母公司股东净利润同比增速分别为 17.4%/-12.4%/-24.0%，05 年以来均值为 27.0%；剔除金融后为 32.0%/-0.7%/-52.7%，05 年以来均值为 85.1%。单季度盈利大幅改善，20Q3 全部 A 股单季度归属母公司股东净利润同比较 Q2 由负转正，环比上升 29.7 个百分点，剔除金融后上升 32.7 个百分点。中观看，A 股和工业企业利润同比走势大致趋同，今年疫情以来工业企业利润恢复更快，得益于出口和投资端恢复迅猛，在时间上表现为工业企业利润的回暖要领先于全 A 归母净利润，20Q3/20Q2/20Q1 规模以上工业企业利润累计同比分别为-2.4%/-12.8%/-36.7%。整体来看，A 股盈利增速在经历了年初新冠疫情冲击大幅深蹲后，二季度企稳回升，三季度大幅改善，往后随着经济逐步回归之潜在增速，我们预计 2020/2021 净利润同比增速分别为 3-5%/12-15%。

**图 1：全 A 归母净利润累计同比 Q3 大幅回暖**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 2：工业企业利润与归母净利累计同比走势趋同**



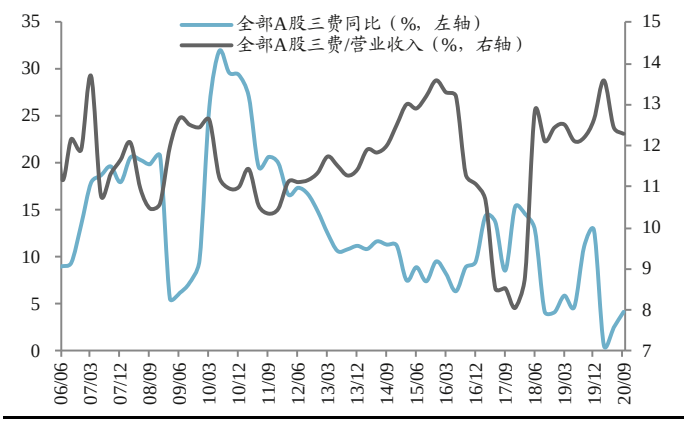

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**按利润表拆分归母净利润，各项指标均好转，其中营收是 Q3 盈利大幅改善的主力，毛利率亦有较大贡献。（1）Q3 营业收入恢复明显由负转正，但仍未恢复到疫情之前水平。**20Q3/20Q2/20Q1 全部 A 股营业收入累计同比为 0.4%/-2.9%/-8.8%，05 年以来均值


请务必阅读正文之后的免责声明部分

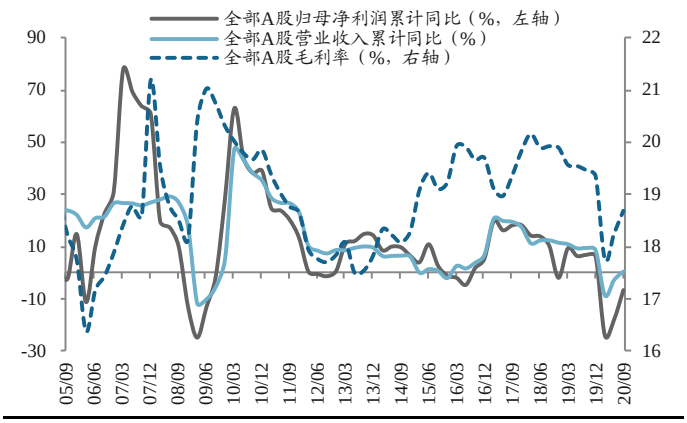
为 14.3%；剔除金融后为-1.1%/-5.1%/-12.3%，05 年以来均值为 14.0%。**（2）从毛利率看，三季度持续回升，目前已接近疫情前水平。**20Q3/20Q2/20Q1 全部 A 股毛利率为 18.7%/18.2%/17.8%，05 年以来均值为 18.9%；剔除金融后为 18.7%/18.2%/17.7%，05 年以来均值为 19.3%。**（3）从三项费用来看，财务、销售、管理费率均维持低位。**其中 20Q3/20Q2/20Q1 全部 A 股的财务费用率为 1.5%/1.6%/1.9%，这主要是由于疫情暴发以来，金融系统不断加大对疫情防控相关领域的信贷支持力度，助力缓解企业流动性不足，通过降低企业信贷融资成本来缓解疫情对实体经济特别是对小微企业的冲击。央行通过完善结构性货币政策工具体系，精准滴灌，加大对普惠小微企业的支持力度，降低企业信贷融资成本。Q3 销售费用率和管理费用率较 Q2 变化不大，销售费用率为 4.0%/4.0%/4.3%，管理费用率为 6.8%/6.8%/7.3%，这主要是由于二三季度以来企业在成本端费用控制压力较一季度疫情下有所缓解。整体来看，三季度由于国内疫情控制得当，经济基本面超预期修复，A 股盈利大幅回暖，尤其全部 A 股单季度归母净利润同比增速大幅回正 17.4%。但整体上 Q3 全部 A 股归母净利润累计同比-6.6%，处于 05 年以来由低到高 11%分位，仍处于历史较低水平。

**图 3：三费占营收比例有所下降**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 4：全部 A 股毛利率和营收有所回升**



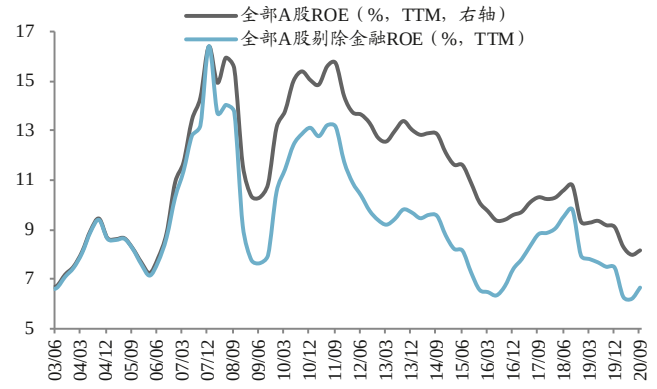

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**20Q3 全部 A 股 ROE 触底反弹至 8.2%，单季度 ROE 继续回升至 2.8%，已恢复到疫情前水平，ROE 有望持续修复至四季度。**20Q3/20Q2/20Q1/19Q4 全部 A 股 ROE（TTM，整体法，下同）为 8.2%/8.0%/8.3%/9.1%，05 年以来均值 11.6%；剔除金融后为 6.6%/6.2%/6.3%/7.5%，05 年以来均值 9.5%。单季度来看 ROE 继续大幅回升，全部 A 股 20Q3/20Q2/20Q1 单季度 ROE 为 2.8%/2.4%/1.9%，目前已经恢复到疫情之前水平，05 年以来均值 3.1%；剔除金融后为 2.9%/2.4%/1.0%，05 年以来均值 2.5%。整体来看 20Q3ROE 触底反弹，单季度 ROE 继续回升，目前已经恢复到疫情之前水平。全年来看，在宏观经济基本面逐渐修复的大背景下，预计企业利润将不断修复，未来 ROE 有望修复持续到四季度，我们预计 2020/2021 全年 ROE 为 9%/11%。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

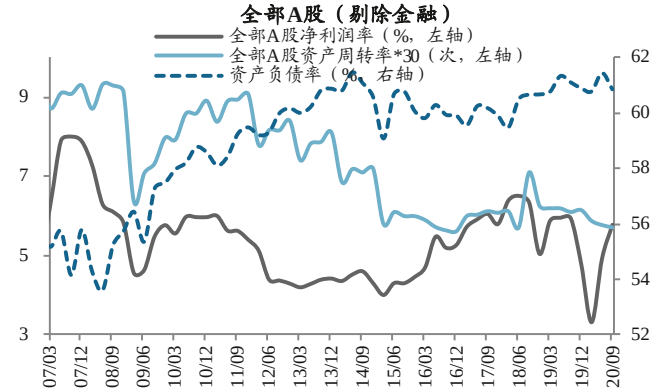
**杜邦拆解 ROE，净利率持续回升是主要推力。根据杜邦公式拆解 ROE：（1）全部 A 股 Q3 净利率大幅回升，目前已经恢复到疫情前水平，**20Q3/20Q2/20Q1 为 9.1%/8.4%/8.3%，目前已超过 05 年以来的均值 8.9%。剔除金融后为 5.8%/4.9%/3.3%，也高于 05 年以来均值 5.4%。**（2）全部 A 股 Q3 资产周转率仍维持低位，目前处于历史极低水平。**20Q3/20Q2/20Q1 为 0.167/0.167/0.168 次，05 年以来均值 0.226 次；剔除金融后为 0.572/0.578/0.588 次，05 年以来均值 0.747 次。资产周转率作为考察企业资产运营效率的一项重要指标，体现了企业经营期间全部资产从投入到产出的流转速度，反映了企业全部资产的管理质量和利用效率。疫情影响下大部分企业开工受阻导致产能利用率较低，资产周转率处于低位下行趋势。后续随着国内疫情控制得当，企业恢复生产经营，产能利用率将有所回升，资产周转率有望逐渐回暖。**（3）整体上全部 A 股 Q3 资产负债率下降，非金融部门杠杆率维持高位。**全部 A 股 20Q3/20Q2/20Q1 资产负债率为 83.9%/84.2%/83.9%，05 年以来均值 84.0%；剔除金融后为 60.9%/61.5%/60.8%，05 年以来的均值为 58.4%。这主要是由于疫情期间央行采取货币政策加大对普惠小微企业的支持力度，降低企业信贷融资成本，导致非金融企业部门杠杆率持续上升，20Q2/20Q1/19Q4 非金融企业部门杠杆率 164.4%/161.1%/151.3%。

**图 5：A 股三季度 ROE 持续回升**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 6：净利率大幅回升带动 ROE 反弹**



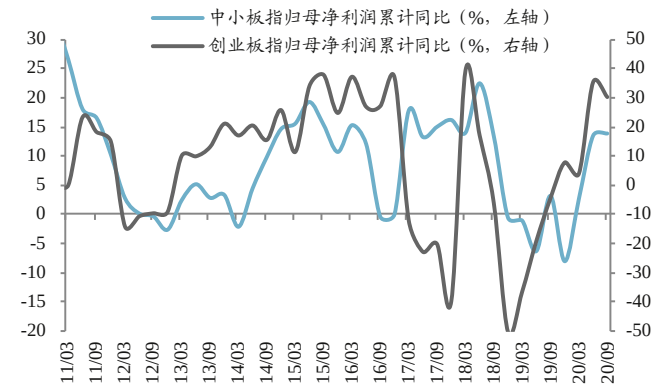

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2. Q3 价值风格较成长盈利改善明显，石化、农林牧渔、证券等行业居前

**从宽基指数来看，成长价值风格盈利趋势逐渐收敛，价值风格大幅改善，20Q3 上证 50 归母净利润累计同比较 Q2 环比上升 11 个百分点，中证 100 上升 10 个百分点。成长风格略有下滑，创业板指较 Q2 环比下滑 5 个百分点。**成长价值风格在盈利趋势上有所收敛：价值风格盈利大幅改善，20Q3/20Q2/20Q1 上证 50 归母净利润累计同比-10.7%/-21.7%/-15.5%，中证 100 为-10.1%/-20.1%/-19.8%，沪深 300 为-8.0%/-17.7%/-19.0%。成长风格略有下滑但仍处高位，20Q3/20Q2/20Q1 中小板指归母净利润累计同比为

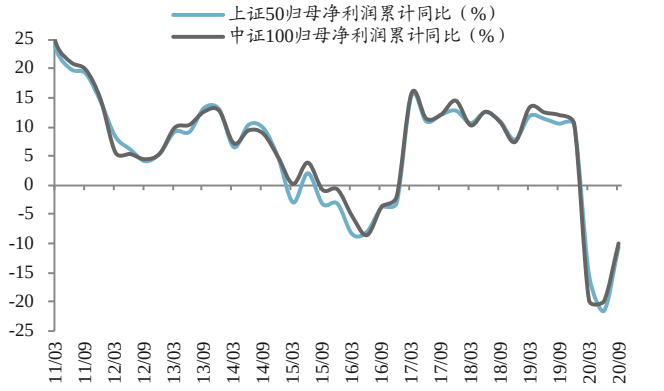
13.8%/13.4%/2.6%，创业板指为 30.3%/35.4%/3.9%。**单季度来看成长价值风格盈利趋势收敛更加明显**，20Q3/20Q2/20Q1 上证 50 单季度归母净利润同比 13.4%/-24.9%/-15.5%，中证 100 为 11.1%/-22.3%/-19.7%，沪深 300 为 12.3%/-17.6%/-18.8%。成长风格单季度盈利大幅下滑，中小板指 20Q3/20Q2/20Q1 单季度归母净利润同比 15.5%/25.0%/2.6%，创业板指 23.8%/56.4%/3.9%。

**图 7：成长风格 Q3 净利润同比小幅下滑**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 8：价值风格 Q3 盈利增速大幅提升**

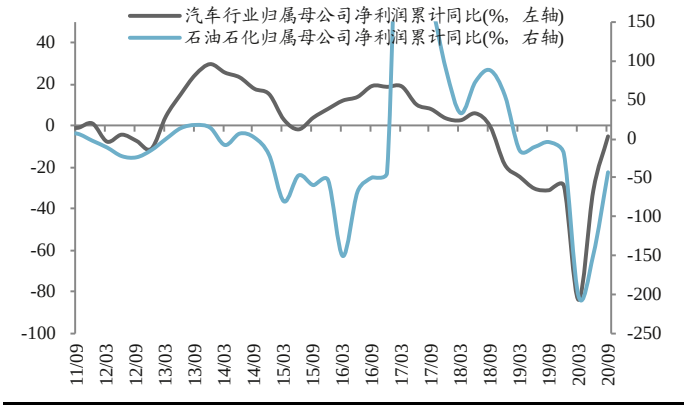



数据来源：Wind，东吴证券研究所

**Q3 各行业盈利继续全面回升，石油石化、农林牧渔、证券等行业单季度盈利增速居前。**从归母净利润累计同比来看，各行业盈利 Q3 全面回升，31 个中信一级行业中有 27 个归母净利润累计同比较 Q2 有所上升（其中食品饮料分为白酒和食品，非银金融分为证券Ⅱ和保险Ⅱ）。**从单季度盈利增速看，石油石化、农林牧渔、证券Ⅱ、国防军工、电气设备是 Q3 增速最高的五个行业**（除综合，下同），20Q3/20Q2/20Q1 石油石化单季度归母净利润同比 208.8%/-114.3%/-203.1%，农林牧渔 77.1%/126.8%/483.4%，证券Ⅱ为 72.7%/137.3%/-23.1%，国防军工 69.5%/-13.3%/173.9%，电力设备新能源 62.9%/31.4%/-20.1%。**商贸零售、交通运输、通信、银行、房地产是单季度盈利表现最差的五个行业**，20Q3/20Q2/20Q1 商贸零售单季度归母净利润同比-57.8%/-25.1%/-72.1%，交通运输-30.5%/-73.3%/-122.1%，通信-6.6%/266.7%/-44.6%，银行-4.1%/-23.8%/5.5%，房地产 0.0%/-7.0%/-46.3%。**从单季度盈利增速的环比增幅看，石油石化、消费者服务、国防军工、保险Ⅱ、钢铁是 Q3 归母净利润同比增速环比增幅最高的五个行业**，分别增长 323、99、83、76、73 个百分点。传媒、通信、证券Ⅱ、农林牧渔、商贸零售是 Q3 归母净利润同比增速环比增幅表现最差的五个行业，分别增长-294、-273、-64、-49、-32 个百分点。

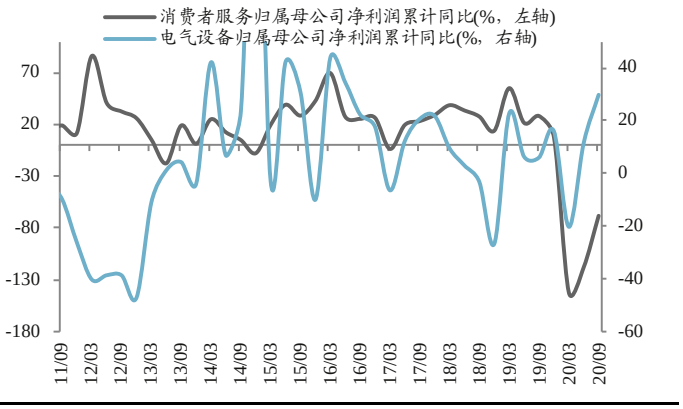

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：石油石化、汽车 Q3 净利润增速环比上升



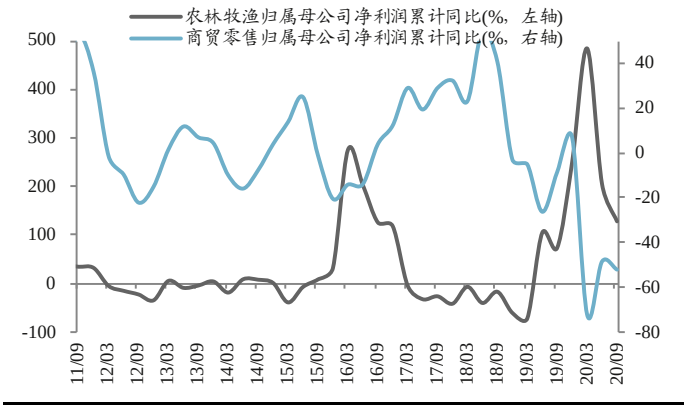

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：消费者服务、电气设备 Q3 净利润增速环比上升



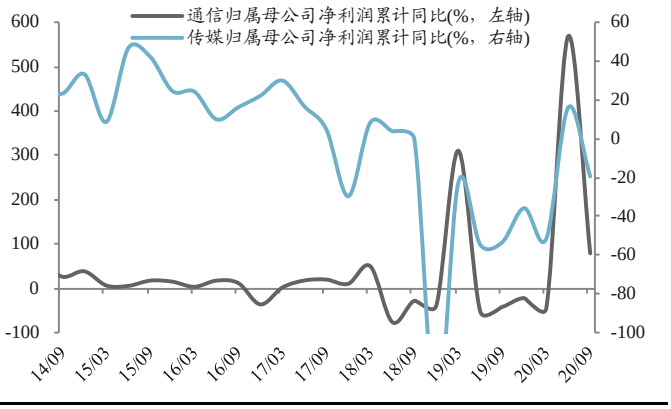

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：农林牧渔、商贸零售 Q3 净利润增速环比下滑




数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：通信、传媒 Q3 净利润增速环比下滑




数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1：各行业 20Q3 归母净利润累计同比走势

| 中信一级行业 | 20Q3 归母净利润当季同比（%） | 20Q3 归母净利润累计同比（%） | 20Q2 归母净利润累计同比（%） | 2020 年万得一致预期净利润同比（%） | 当前 PE(倍，TTM，整体法，截至 20/10/30) |
|---|---|---|---|---|---|
| 石油石化 | 208.8 | -43.3 | -149.6 | -64.4 | 19.9 |
| 综合 | 113.3 | -29.2 | -79.3 | -45.4 | 15.7 |
| 农林牧渔 | 77.1 | 128.5 | 204.7 | 126.7 | 15.7 |
| 证券Ⅱ | 72.7 | 40.0 | 26.3 | 15.9 | 23.4 |
| 国防军工 | 69.5 | 39.0 | 28.5 | 60.2 | 55.9 |
| 电力设备及新能源 | 62.9 | 29.8 | 11.6 | 50.8 | 34.1 |
| 汽车 | 60.5 | -5.2 | -31.3 | 10.6 | 29.4 |
| 电子 | 50.3 | 26.7 | 11.4 | 104.4 | 53.5 |
| 机械 | 45.0 | 17.7 | 5.2 | 57.3 | 28.9 |
| 医药 | 43.1 | 22.5 | 12.4 | 49.2 | 45.7 |


请务必阅读正文之后的免责声明部分

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 食品 | 42.4 | 40.4 | 39.6 | 45.2 | 47.1 |
| 钢铁 | 41.6 | -15.8 | -37.2 | -23.7 | 12.9 |
| 有色金属 | 38.7 | -6.4 | -28.5 | 215.3 | 35.9 |
| 电力及公用事业 | 35.4 | 17.9 | 6.4 | 1.4 | 17.1 |
| 保险Ⅱ | 24.5 | -21.5 | -39.1 | -15.5 | 15.4 |
| 基础化工 | 23.0 | -11.7 | -25.5 | 247.7 | 30.6 |
| 家电 | 20.0 | -11.2 | -26.8 | -6.1 | 25.3 |
| 建筑 | 15.5 | -0.5 | -8.5 | -12.1 | 8.4 |
| 建材 | 14.7 | 5.9 | 0.4 | 13.6 | 13.6 |
| 白酒 | 13.4 | 9.6 | 8.0 | 7.7 | 46.7 |
| 轻工制造 | 11.9 | -4.5 | -15.2 | 1.0 | 27.8 |
| 消费者服务 | 5.1 | -68.5 | -118.1 | -20.4 | 98.0 |
| 传媒 | 4.4 | -19.5 | 16.2 | - | 28.9 |
| 煤炭 | 4.4 | -12.7 | -21.1 | -25.9 | 9.4 |
| 纺织服装 | 4.0 | -24.1 | -36.7 | 36.3 | 20.0 |
| 计算机 | 3.0 | -23.6 | -35.6 | 226.2 | 61.1 |
| 房地产 | 0.0 | -15.9 | -21.8 | -9.2 | 8.3 |
| 银行 | -4.1 | -7.7 | -9.4 | -6.3 | 6.3 |
| 通信 | -6.6 | 79.3 | 568.6 | 168.9 | 30.2 |
| 交通运输 | -30.5 | -75.7 | -100.0 | -54.7 | 20.6 |
| 商贸零售 | -57.8 | -52.0 | -48.3 | -12.1 | 20.5 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 3. 风险提示

海外疫情反复；中美关系恶化；宏观经济不及预期。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

