“财报剖析”专题报告

策略专题研究报告

本报告的主要看点：

1. 2020 年三季报业绩剖析和业绩展望

两大积极信号：ROE 回升，资本开支恢复

——2020 年三季报业绩剖析

基本结论

- **A 股三季报业绩延续较强的恢复态势，业绩增速正从一季度业绩底部逐季回升。**全部 A 股三季报收入增速和净利润增速分别为 0.4%、-6.6%，较中报的-2.9%和-17.9%有明显改善。非金融 A 股三季报收入增速和净利润增速分别为-1.1%、-5.7%，同样较中报的-5.1%和-24.4%有明显回升。分板块来看，中小创三季报业绩延续此前的高强度复苏，主板三季报业绩恢复速度较上季度同样有明显回升。在电子、医药和电设等高增长板块带动下，继上季度中小创净利润增速转正后，中小创三季报收入增速已转正，净利润增速同样延续高增长。具体来说，主板、中小板和创业板（剔除温氏股份）三季报收入增速分别为-0.2%、3.5%、4.1%，净利润增速分别为-9.9%、14.7%、20.8%。

- **行业结构分化延续：必需消费、成长和部分中游制造板块业绩亮点较多。**行业业绩分化最为明显的特征是部分中下游行业业绩恢复较快，而上游行业业绩仍相对较弱。1）必需消费类行业公司业绩相对稳定：医药和食品饮料行业三季报业绩增速分别为 24.8%和 12.3%，在终端需求持续恢复的背景下，必需消费类行业业绩保持稳步抬升。2）电子和电气设备板块高景气度延续：电子行业三季报业绩增速为 25.7%，延续此前的高增长，带动业绩上行的主要驱动力来自消费电子板块的高景气，特别是苹果手机产业链相关公司，业绩超预期较为明显。电气设备行业三季报业绩增速高达 40.5%，行业处在高景气周期当中。3）机械和建材等中游制造行业业绩同样韧性十足：机械和建材行业三季报业绩增速分别为 19.3%和 5.4%，延续此前的上行趋势，主要受益于基建托底经济以及行业格局优化。

- **我们认为 A 股三季报业绩有两个比重重要的积极信号：**

  首先，A 股三季报 ROE 出现积极变化，整体 ROE 在利润率的带动下有所回升。全部 A 股和非金融 A 股三季报 ROE（TTM）分别为 8.4%（上季度为 7.8%）、6.7%（上季度为 6.2%），均有所回升。整体来说，利润率回升是驱动 ROE 回升的核心驱动力，资产周转率和杠杆率水平均保持相对稳定。我们认为当前 PPI 企稳回升是后续 ROE 回升的核心宏观因素，也就是价格上行导致企业净利率提升，这一趋势在四季度或将延续。

  其次，在业绩修复和宽信用环境的背景下，A 股企业经营现金流和筹资现金流均持续改善，但更为重要的是资本开支加速恢复。具体而言，三季度资本开支 TTM 增速为 9.5%，较二季度的 7.5%有明显的改善，这反映了企业对未来业绩持续复苏的信心较强。现金流改善的同时企业加速进行资本开支，相应的上市公司委托理财规模明显收缩，三季度上市公司委托理财的规模仅为 1.1 万亿，较二季度的 2.1 万亿有明显的回落，与去年同期的 0.9 万亿基本持平。

- **展望今年和明年 A 股业绩增速：**我们上调 2020 年全年盈利预测，预计非金融 A 股企业全年净利润增速为-1.5%（此前预期为-7%，上调业绩预测的核心原因是三季度企业营业收入改善幅度超我们此前预期）。需要指出的是 2020 年年报业绩或仍会受到商誉减值压力。此外，2021 年非金融企业净利润增速预计为 28.7%。

- **风险提示：**海外黑天鹅事件（主权债违约、地缘政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、2020 年三季报业绩：延续较强的恢复态势.....4
1.1 2020 年 A 股三季报业绩复苏强劲，收入和净利润增速均明显回升.....4
1.2 继上季度中小创净利润增速转正后，中小创三季报收入增速已转正.....5
1.3 行业结构分化延续：必需消费、成长和部分中游制造板块业绩亮点较多5
二、利润率带动 ROE 回升，这一趋势或将延续.....6
三、受益于信用宽松和业绩回升，A 股企业现金流明显改善.....8
3.1 经营现金流随着业绩回升而改善.....8
3.2 企业筹资现金流在宽信用环境下持续显著改善.....9
四、现金流改善的同时，企业资本开支加速恢复.....9
五、结语与业绩展望.....10

图表目录

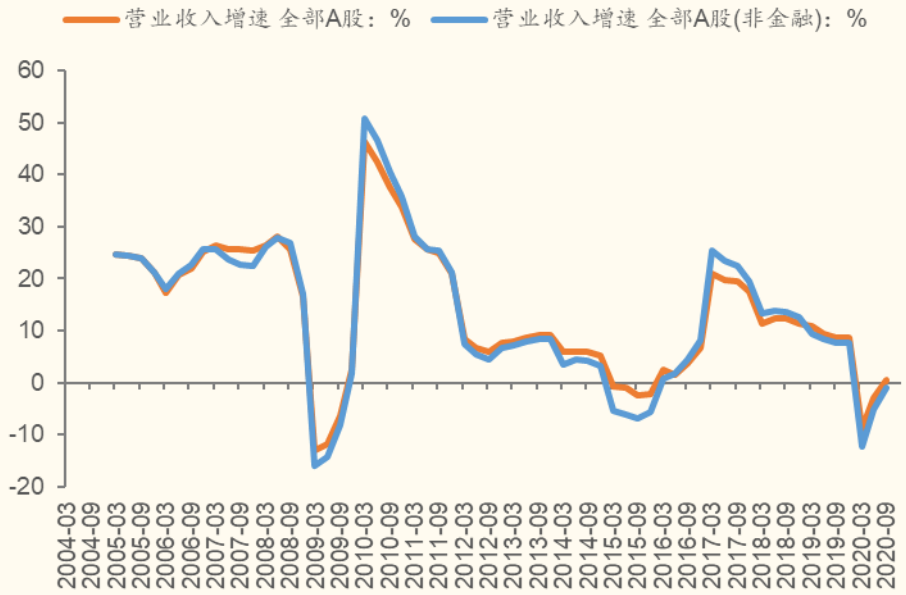
图表 1：A 股整体营业收入增速 4
图表 2：A 股整体净利润增速 4
图表 3：各板块收入增速 5
图表 4：各板块净利润增速 5
图表 5：行业净利润增速（%） 6
图表 6：A 股整体 ROE 与 PPI 增速 7
图表 7：A 股整体净利润率 7
图表 8：整体 A 股 ROE 拆分 8
图表 9：A 股非金融企业经营性现金流 9
图表 10：企业筹资现金明显改善 9
图表 11：非金融 A 股整体资本开支情况 10
图表 12：上市公司委托理财规模 10
图表 13：非金融企业盈利预测 11

一、2020 年三季报业绩：延续较强的恢复态势

1.1 2020 年 A 股三季报业绩复苏强劲，收入和净利润增速均明显回升

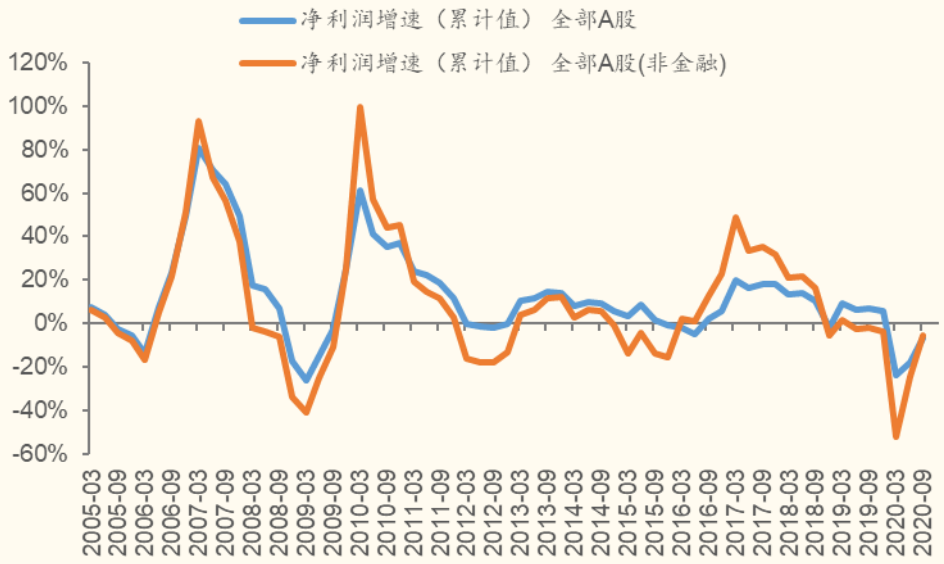
- **三季度以来，随着全球疫情的极大缓和，A 股企业盈利延续此前较强的恢复态势。**2020 年全部 A 股三季报收入增速和净利润增速分别为 0.4%、-6.6%，较中报的-2.9%和-17.9%有明显改善。非金融 A 股三季报收入增速和净利润增速分别为-1.1%、-5.7%，同样较中报的-5.1%和-24.4%有明显回升。

图表 1：A 股整体营业收入增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：A 股整体净利润增速

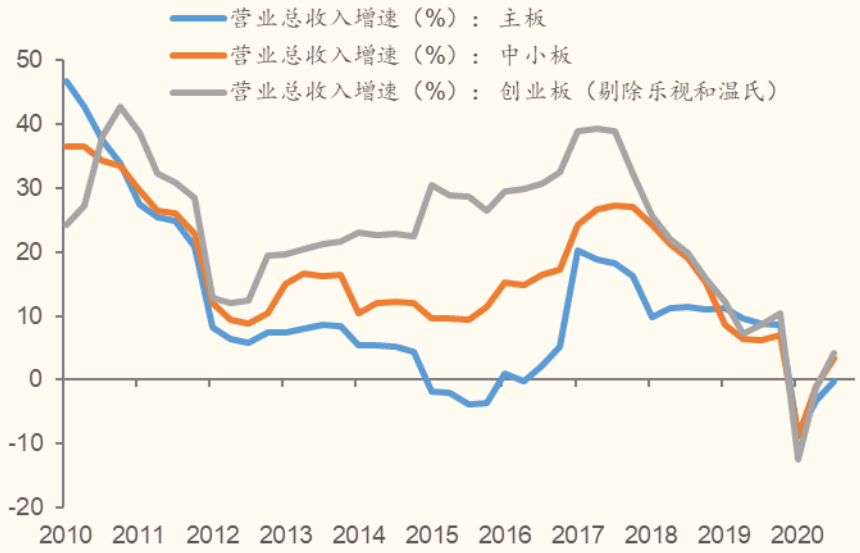


来源：Wind、国金证券研究所

1.2 继上季度中小创净利润增速转正后，中小创三季报收入增速已转正

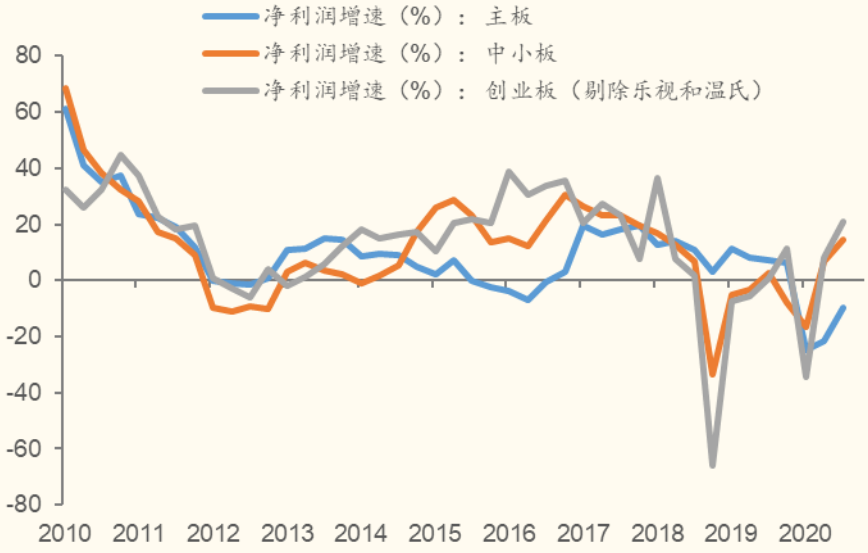
- **分板块来看，中小创三季报业绩延续此前的高强度复苏，主板三季报业绩恢复速度较上季度同样有明显回升。**在电子、医药和电设等高增长板块带动下，继上季度中小创净利润增速转正后，中小创三季报收入增速已转正，净利润增速同样延续高增长。具体来说，主板、中小板和创业板（剔除温氏股份）三季报收入增速分别为-0.2%、3.5%、4.1%，净利润增速分别为-9.9%、14.7%、20.8%。

图表 3：各板块收入增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：各板块净利润增速



来源：Wind、国金证券研究所

1.3 行业结构分化延续：必需消费、成长和部分中游制造板块业绩亮点较多

- **1）必需消费类行业公司业绩相对稳定：**医药和食品饮料行业三季报业绩增速分别为 24.8%和 12.3%，在终端需求持续恢复的背景下，必需消费类行业业绩保持稳步抬升。

- **2）电子和电气设备板块高景气度延续：**电子行业三季报业绩增速为25.7%，延续此前的高增长，带动业绩上行的主要驱动力来自消费电子板块的高景气，特别是苹果手机产业链相关公司，业绩超预期较为明显。电气设备行业三季报业绩增速高达40.5%，行业处在高景气周期当中。

- **3）机械和建材等中游制造行业业绩同样韧性十足：**机械和建材行业三季报业绩增速分别为19.3%和5.4%，延续此前的上行趋势，主要受益于基建托底经济以及行业格局优化。

图表 5：行业净利润增速（%）

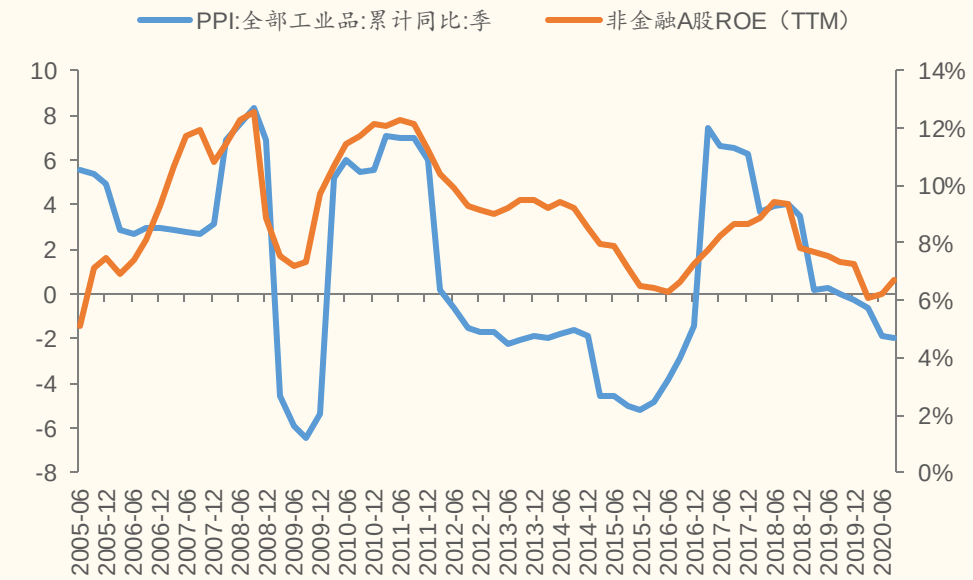
	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	趋势
通信	1062.9	-183.9	-60.5	-255.0	-56.7	446.4	287.0	
农林牧渔	-62.3	83.7	69.7	195.9	397.6	185.3	121.7	
电气设备	17.6	1.2	8.1	46.8	-11.0	22.4	40.5	
电子	-11.3	-2.9	3.0	24.6	-10.9	17.9	25.7	
医药生物	13.4	3.5	4.9	-8.6	-17.9	10.6	24.8	
国防军工	87.6	51.1	33.8	12.4	39.6	3.0	20.6	
机械设备	31.1	28.2	14.0	5.7	-46.7	7.5	19.3	
公用事业	18.3	10.2	15.3	4.9	-29.1	5.1	15.2	
食品饮料	23.1	21.2	19.6	14.3	-0.7	9.8	12.3	
建筑材料	46.5	19.0	17.6	17.3	-38.0	-1.5	5.4	
建筑装饰	11.8	2.5	6.1	6.1	-30.4	-8.9	-0.5	
汽车	-26.7	-32.7	-30.3	-24.0	-81.6	-30.4	-4.9	
非银金融	71.3	68.4	73.0	64.9	-23.6	-22.7	-5.7	
轻工制造	-27.9	-24.2	-16.1	8.3	-35.5	-21.4	-6.9	
银行	6.3	6.8	7.1	6.9	5.5	-9.4	-7.7	
有色金属	-38.7	-32.2	-28.3	-46.5	-56.9	-32.9	-10.0	
房地产	14.2	16.5	12.7	10.0	-42.4	-20.1	-12.8	
钢铁	-47.5	-39.3	-45.6	-45.8	-41.4	-35.0	-13.1	
家用电器	7.2	9.9	12.6	16.4	-46.3	-31.2	-15.4	
化工	-22.5	-20.6	-21.9	-37.7	-107.2	-70.8	-19.3	
传媒	-24.1	-55.7	-42.0	34.1	-49.8	5.9	-25.4	
纺织服装	2.7	-14.1	-19.3	-22.1	-80.7	-54.4	-30.2	
采掘	7.0	6.0	-2.9	-2.3	-84.3	-78.0	-31.1	
计算机	64.6	36.6	25.6	-6.9	-118.4	-44.5	-32.6	
商业贸易	15.4	-7.9	15.3	-15.2	-72.9	-44.6	-48.7	
交通运输	12.2	12.3	8.9	12.4	-121.8	-99.3	-75.0	
休闲服务	76.4	24.9	7.2	-9.0	-151.2	-122.2	-86.5	

来源：Wind、国金证券研究所

二、利润率带动 ROE 回升，这一趋势或将延续

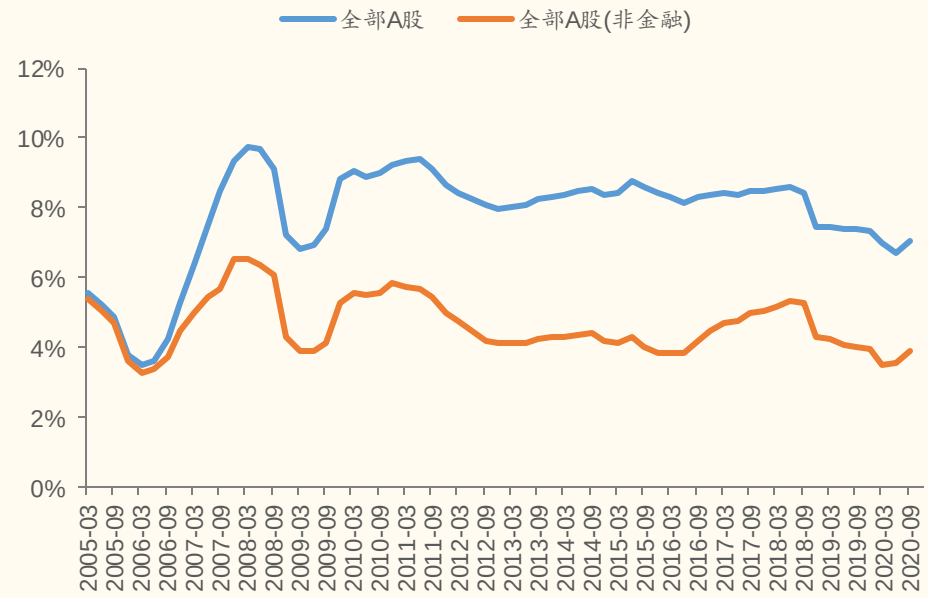
- **A 股三季报 ROE 出现积极变化，整体 ROE 在利润率的带动下有所回升。**自 2018 年四季度以来，随着 PPI 进入下行通道，A 股整体 ROE 持续下行，三季报数据显示 A 股 ROE 正出现积极变化的信号。 2020 年全部 A 股和非金融 A 股三季报 ROE（TTM）分别为 8.4%（上季度为 7.8%）、6.7%（上季度为 6.2%），均有所回升。整体来说，利润率回升是驱动 ROE 回升的核心驱动力，资产周转率和杠杆率水平均保持相对稳定。我们认为当前 PPI 企稳回升是后续 ROE 回升的核心宏观因素，也就是价格上行导致企业净利率提升，这一趋势在四季度或将延续。

图表 6：A 股整体 ROE 与 PPI 增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：A 股整体净利润率



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：整体 A 股 ROE 拆分

	ROE(TTM)	净利润率(TTM)	资产周转率(TTM)	权益乘数(TTM)
全部A股				
2020/09	8.04%	7.04%	16.58%	6.89
2020/06	7.83%	6.73%	16.56%	7.03
2020/03	8.07%	6.99%	16.72%	6.90
2019/12	8.85%	7.31%	17.78%	6.81
2019/09	9.07%	7.41%	18.45%	6.64
2019/06	9.27%	7.40%	18.38%	6.82
2019/03	9.18%	7.45%	18.32%	6.73
全部A股(非金融)				
2020/09	6.68%	3.94%	56.99%	2.98
2020/06	6.20%	3.55%	57.51%	3.04
2020/03	6.11%	3.51%	58.54%	2.98
2019/12	7.29%	3.99%	61.24%	2.98
2019/09	7.33%	4.03%	61.00%	2.98
2019/06	7.57%	4.09%	61.81%	2.99
2019/03	7.68%	4.23%	61.72%	2.94
全部A股(非金融石油石化)				
2020/09	7.00%	4.25%	54.20%	3.04
2020/06	6.78%	4.04%	54.27%	3.09
2020/03	6.47%	3.91%	54.55%	3.03
2019/12	7.48%	4.31%	56.91%	3.05
2019/09	7.60%	4.41%	56.54%	3.05
2019/06	7.78%	4.44%	57.15%	3.06
2019/03	7.89%	4.58%	57.17%	3.01

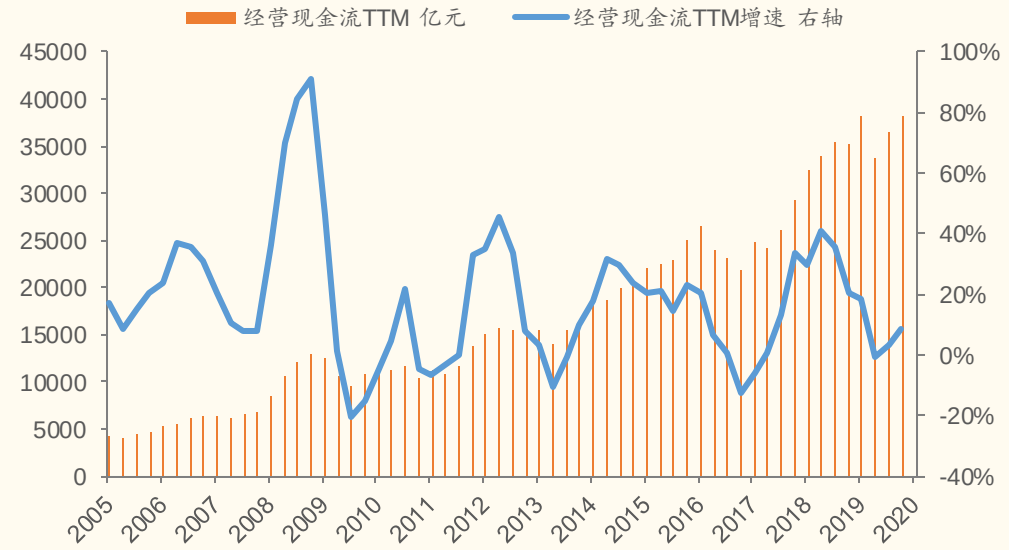
来源：Wind、国金证券研究所

三、受益于信用宽松和业绩回升，A 股企业现金流明显改善

3.1 经营现金流随着业绩回升而改善

- **2020 年三季报显示 A 股非金融企业经营现金流随着业绩修复而改善，经营现金流 TTM 增速由二季度的 3.3%上升至 8.7%。**随着终端需求和供应链随着疫情缓和而逐步修复，在业绩改善的同时企业经营现金流也有所改善。从经营性现金流净额占净利润比重来看，2020 年三季报这一比例为 231%，处在 2010 年以来的相对高位，也就是说当前 A 股企业净利润“含金量”水平较高。

图表 9：A 股非金融企业经营性现金流

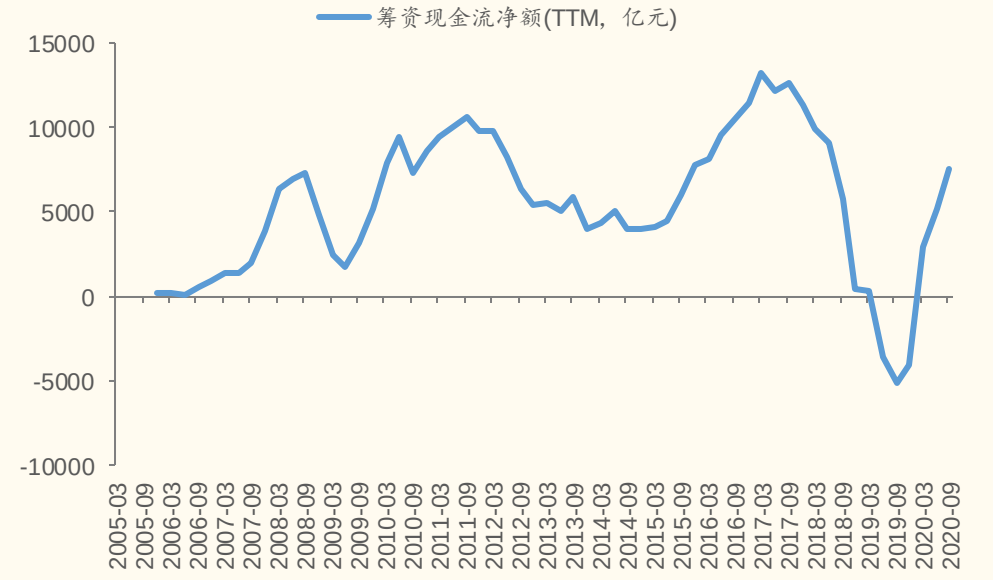


来源：Wind、国金证券研究所

3.2 企业筹资现金流在宽信用环境下持续显著改善

- **从企业筹资现金流来看，在宽信用的环境中，当前 A 股非金融企业筹资现金流明显改善。**2017 年资管新规出台以来，企业融资端受到监管政策的压力，2017-2019 年 A 股上市公司加速偿债，筹资现金流净额持续下行，筹资现金流净额（TTM）于 2019 年二季度达到负值区间。疫情以来，整个信用环境相对宽松，叠加上市公司资产负债表经历了过去两年的持续修复，当前 A 股非金融企业筹资现金流明显改善，截止 2020 年三季度，筹资现金流净额（TTM）为 7575 亿，基本恢复到 2018 年年中水平。

图表 10：企业筹资现金明显改善

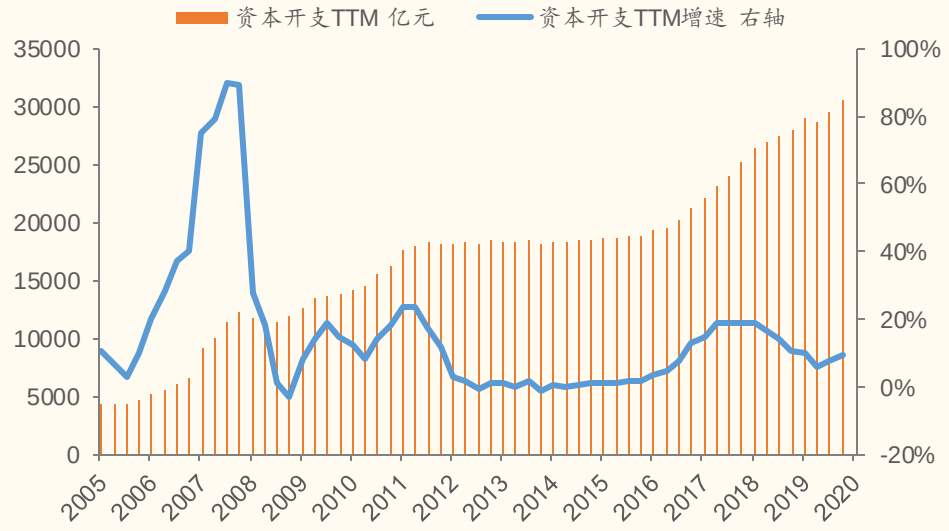


来源：Wind、国金证券研究所

四、现金流改善的同时，企业资本开支加速恢复

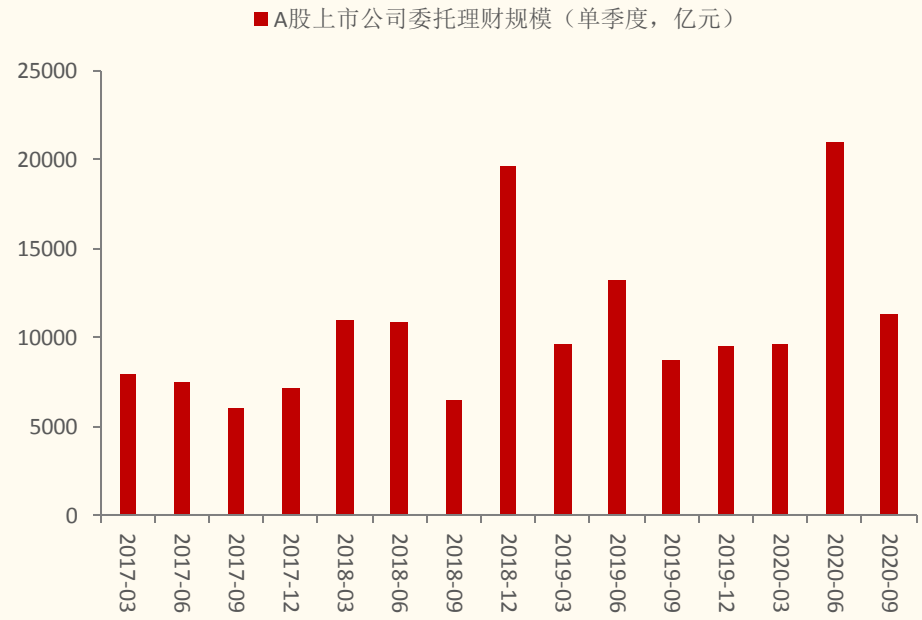
■ **三季度上市公司资本开支加速恢复，这反映了企业对未来业绩持续复苏的信心较强。**具体而言，三季度资本开支 TTM 增速为 9.5%，较二季度的 7.5%有明显的改善。现金流改善的同时企业加速进行资本开支，相应的上市公司委托理财规模明显收缩，三季度上市公司委托理财的规模仅为 1.1 万亿，较二季度的 2.1 万亿有明显的回落，与去年同期的 0.9 万亿基本持平。

图表 11：非金融 A 股整体资本开支情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：上市公司委托理财规模



来源：Choice、国金证券研究所

五、结语与业绩展望

■ 总结三季报业绩，A 股业绩增速正从一季度业绩底部逐季回升。中小创在电子、医药和电设等高景气板块带动下延续较高增长，主板三季报业绩恢复速度较上季度同样有明显回升。行业业绩结构分化分许，其中最为明显

的特征是部分中下游行业业绩恢复较快，而上游行业业绩仍相对较弱。具体而言，必需消费、成长和部分中游制造行业三季报业绩亮点较多。

- 我们认为 A 股三季报业绩有两个比重重要的积极信号：
- **首先，A 股三季报 ROE 出现积极变化，整体 ROE 在利润率的带动下有所回升。**当前 PPI 企稳回升是后续 ROE 回升的核心宏观因素，也就是价格上行导致企业净利率提升，这一趋势在四季度或将延续。
- **其次，在业绩修复和宽信用环境的背景下，A 股企业经营现金流和筹资现金流均持续改善，但更为重要的是资本开支加速恢复。**具体而言，三季度资本开支 TTM 增速为 9.5%，较二季度的 7.5%有明显的改善，这反映了企业对未来业绩持续复苏的信心较强。
- 展望今年和明年 A 股业绩增速，我们上调 2020 年全年盈利预测，预计非金融 A 股企业全年净利润增速为-1.5%（此前预期为-7%，上调业绩预测的核心原因是三季度企业营业收入改善幅度超我们此前预期）。需要指出的是 2020 年年报业绩或仍会受到商誉减值压力。此外，2021 年非金融企业净利润增速预计为 28.7%。

图表 13：非金融企业盈利预测

自上而下A股(非金融)盈利预测

	2018年(A)	2019年(A)	2020Q1(A)	2020Q2(A)	2020Q3(A)	2020年(E)	2021年(E)
营收增速(%)	12.66	7.79	-12.30	-5.07	-1.07	1.00	17.00
净利润率(%)	4.61	4.10	2.86	4.23	5.05	4.00	4.40
净利润增速(%)	-5.4	-4.1	-52.3	-24.4	-5.7	-1.5	28.7

说明：(A)表示实际值、(E)表示预测值

来源：Wind、国金证券研究所

风险提示：经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权评级下调、政治风险等）

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH