东兴证券 DONGXING SECURITIES

三季报前瞻：中游制造改善最大，消费分化

2020 年 10 月 22 日

A 股策略 | 深度报告

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：	S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：	S1480120070056

主要观点：

年初以来成长板块一路高歌猛进，7 月中旬开始到 9 月份，成长抱团陆续松动，货币政策边际收紧，估值驱动的行情走向尾声，盈利改善成为下一阶段的驱动力。当前时点下，业绩边际变动成为行情趋势的主要影响因素。中报业绩已在改善，三季度改善趋势延续，复苏速率进一步加快。参考三季报业绩，我们认为可根据两条主线进行配置：一、悲观预期已充分释放，估值安全边际高的金融：银行、保险、地产；二、沿业绩改善方向，顺周期景气度向好、行业格局改善而具备成长性且三季度业绩表现优异的机械、汽车和既有长期空间又有短期催化且业绩逐步得到验证的成长性行业光伏、新能源汽车、白酒。

三季报各板块预喜率均高于中报，复苏趋势进一步加强。截至 10 月 19 日，全部 A 股约 1360 家上市公司发布了三季度业绩预告，整体披露率达到 33.38%，主板、创业板披露率较低，分别为 26.84%、24.88%，数据代表性可能偏低。全部 A 股预喜率约为 47.19%，高于二季度的全部 A 股预喜率 39.90%，Q3 创业板预喜率较高，达到 77.78%，主板则在各板块中最低，为 33.76%。整体来看，各板块 2020 年三季度预喜率均高于二季度。

三季度业绩延续回暖趋势，复苏速率较二季度有所加快。全部 A 股（非金融）前三季度归母净利润增速达 35.89%，年内首次由负转正，三季度复苏速率进一步加快，Q3 单季度全 A（非金融）归母净利润增速达到 65.22%，Q2 仅为-0.39%。为尽可能消除披露时间影响，根据过去 3 年数据计算调整系数，系数调整后全 A（非金融）前三季度累计净利润同比增速约为 19.4%。龙头占优效应依旧显著，大市值企业强力拉动 A 股（非金融）归母净利润增速由负转正。全部 A 股（非金融）市值前 10%的公司前三季度归母净利润增速达 66.76%，远高于后 50%市值区间公司增速。

中游制造业绩改善程度最大，消费出现分化，食品饮料、农林牧渔业绩良好，酒店、景区、商贸零售同比增速仍处负区间。汽车、机械、电力设备及新能源行业 Q3 单季度归母净利润增速分别达到 563.84%、533.84%和 203.22%，业绩改善最显著，细分子行业中，太阳能、乘用车、客车、卡车、起重运输设备、工程机械表现亮眼。建材、化工内部分化较大，其中玻纤、农用化工、橡胶制品业绩增速较高。消费内部分化显著，食品饮料、农林牧渔业绩表现良好，Q3 单季度净利润增速分别达到 131.71%、124.41%。酒店、景区、纺织服装、商贸零售等仍未摆脱疫情影响，Q3 单季度归母净利润增速分别为-434.83%、-42.85%、-78.55%、-88.57%。

风险提示：公司业绩表现不及预期，统计偏差

目 录

1. 关注高安全边际的“低估值”以及强业绩支撑的“顺周期”、“真成长” 3
2. 预喜率全面提升显示复苏趋势有所加强 3
3. Q3 业绩大幅回暖，复苏速率进一步加快 4
4. 中游制造业绩改善最大，消费复苏出现分化 6
5. 风险提示 11

插图目录

图 1：截至 10.19，全部 A 股业绩预告披露率为 33.38% 3
图 2：创业板预喜率显著高于预警率 3
图 3：2020Q3 预喜率全面高于 Q2 3
图 4：创业板预警率大幅下降 3
图 5：三季度业绩大幅回暖，全 A 归母净利润增速达 34.39% 4
图 6：Q3 中小板归母净利润增速达 73.57%，创业板仅 41.92% 4
图 7：中游制造延续业绩强势，消费复苏出现分化 6
图 8：8 月新能源汽车销量达 10.9 万辆，同比 28.24% 10

表格目录

表 1：经调整因子调整后前三季度预计净利润增速 5
表 2：A 股龙头占优趋势显著 6
表 3：部分三级行业 Q3 业绩表现 8
表 4：光伏、新能源汽车行业部分个股业绩变动原因 9
表 5：商贸零售、消费者服务、纺织服装行业部分个股业绩变动原因 11

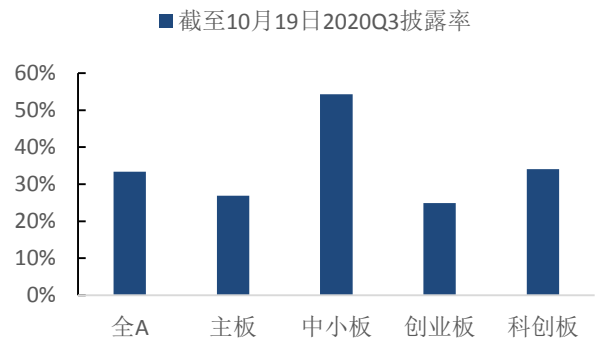
1. 关注高安全边际的“低估值”以及强业绩支撑的“顺周期”、“真成长”

行情切换至盈利驱动，关注高安全边际的“低估值”，强业绩支撑的“顺周期”、“真成长”。我们 8 月 30 日发布的报告《9 月观点：提前布局年末价值行情》和 10 月 11 日发布的报告《四季度展望：水落石出，交易复苏》中提出，年初以来成长板块一路高歌猛进，7 月中旬开始到 9 月份，成长和价值在分化极致之后逐步收敛，成长股陆续调整、内部分化，抱团逐渐松动，货币政策边际收紧，估值驱动的行情走向尾声，经济修复趋势进一步确认，盈利改善成为下一阶段的驱动力。中报业绩已在改善，三季度改善趋势延续，复苏速率进一步加快。根据三季报业绩预告情况，机械、汽车、光伏、新能源汽车、白酒等行业均有较好业绩表现。建议关注：一、悲观预期已充分释放，估值安全边际高的金融：银行、保险、地产；二、沿业绩改善方向，顺周期景气度向好、行业格局改善而具备成长性且三季度业绩表现优异的机械、汽车和既有长期空间又有短期催化且业绩逐步得到验证的成长性行业光伏、新能源汽车、白酒。

2. 预喜率全面提升显示复苏趋势有所加强

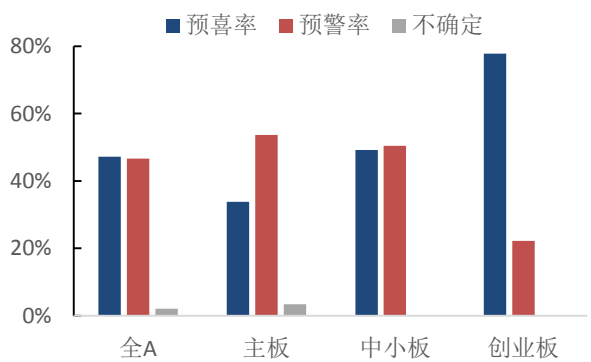
三季报各板块预喜率均高于中报，复苏趋势有所加强。截至 10 月 19 日，全部 A 股约 1360 家上市公司发布了三季度业绩预告，整体披露率达到 33.38%，主板、创业板披露率较低，分别为 26.84%、24.88%，数据代表性可能偏低。全部 A 股预喜率约为 47.19%，高于二季度的全部 A 股预喜率 39.90%，Q3 创业板预喜率较高，达到 77.78%，主板则在各板块中最低，为 33.76%，但整体来看，各板块 2020 年三季度预喜率均高于二季度。

图 1：截至 10.19，全部 A 股业绩预告披露率为 33.38%



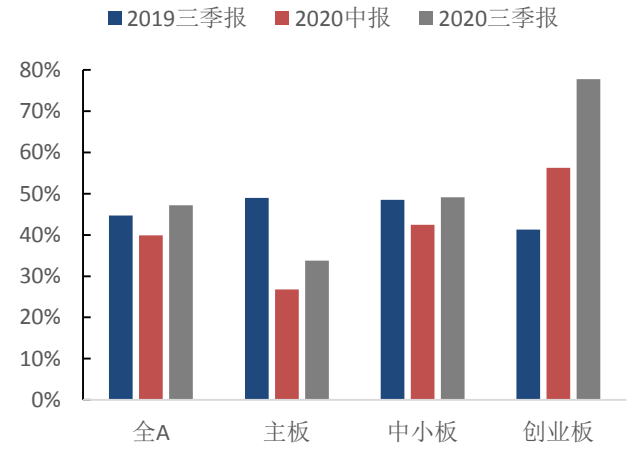
数据来源：wind，东兴证券研究所

图 2：创业板预喜率显著高于预警率



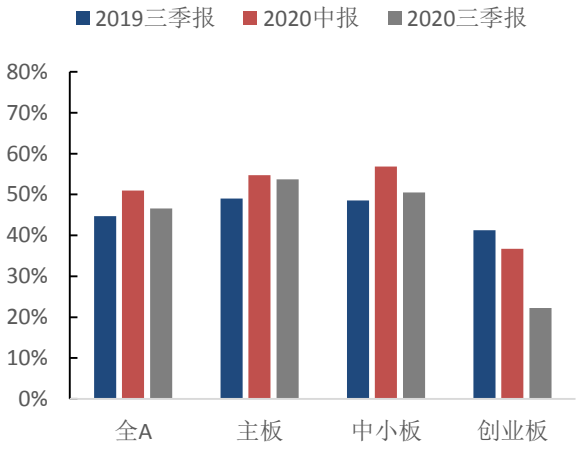
数据来源：wind，东兴证券研究所

图 3：2020Q3 预喜率全面高于 Q2



数据来源：wind，东兴证券研究所

图 4：创业板预警率大幅下降

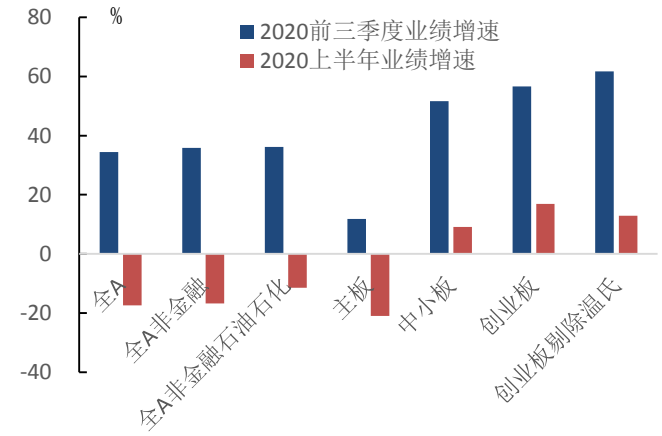


数据来源：wind，东兴证券研究所

3. Q3 业绩大幅回暖，复苏速率进一步加快

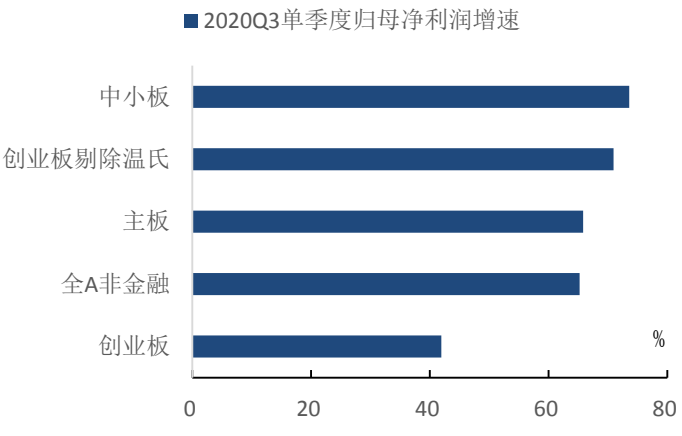
三季度业绩显著回暖，复苏速率进一步加快。2020 年三季度业绩显著回暖，全部 A 股（非金融）前三季度归母净利润增速达 35.89%，年内首次由负转正，主板/中小板/创业板/创业板（剔除温氏）前三季度归母净利润增速分别为 11.86%/51.60%/56.60%/61.66%，主板业绩增速虽由负转正但仍延续弱势表现，创业板整体表现最优。Q3 单季度数据来看，三季度业绩复苏速率较二季度显著加快，Q3 单季度全 A（非金融）归母净利润增速达到 65.22%，二季度仅为-0.39%。三季度创业板受到温氏股份业绩下拉比较严重，归母净利润增速仅为 41.92%，剔除温氏股份后则达到 70.95%。

图 5：三季度业绩大幅回暖，全 A 归母净利润增速达 34.39%



数据来源：wind，东兴证券研究所

图 6：Q3 中小板归母净利润增速达 73.57%，创业板仅 41.92%



数据来源：wind，东兴证券研究所

2020 年三季报预期披露率较低，为尽可能消除披露时间带来的影响，根据过去 3 年全 A（非金融）、主板、中小板、创业板披露率与当前披露率相当时点的数据计算调整系数，并对三年调整系数求平均值。各个板块的平均调整系数分别为：全部 A 股（非金融）、主板、中小板、创业板 56%/23%/62%/55%。前三季度全 A 归母净利润增速为 34.52%。系数调整后，全部 A 股（非金融）、主板、中小板、创业板预计三季报披露后整体的前三季度累计净利润同比增速约为 19.4%、2.72%、31.77%、30.90%。

表 1：经调整因子调整后前三季度预计净利润增速

业绩预告预计前三季度净利润同比增速(%)									
	2019 三季报发布业绩预告与当前披露率相当时点的净利润增速	2018 三季报发布业绩预告与当前披露率相当时点的净利润增速	2017 三季报发布业绩预告与当前披露率相当时点的净利润增速	2019 三季报全部公司	2018 三季报全部公司	2017 三季报全部公司	调整因子	2020 三季报业绩预告公司净利润增速	预计 2020 前三季度净利润增速
全 A	8.34	27.86	60.28	8.03	11.06	19.65	0.56	34.52	19.40
主板	36.17	50.93	343.18	8.37	11.61	19.23	0.23	11.85	2.72
中小板	11.68	15.85	31.55	4.09	9	29.33	0.62	51.58	31.77
创业板	25.2	44.74	7.78	7.5	0.56	10.35	0.55	56.50	30.90

数据来源：wind，东兴证券研究所

（2017 年三季度样本净利润增速计算时因基数过低明显偏离正常值予以剔除）

龙头占优趋势显著，大市值企业强力拉动 A 股（非金融）归母净利润增速由负转正。以不同市值区间的公司做统计，全部 A 股（非金融）市值前 10%的公司前三季度归母净利润增速达 66.76%，而市值处于 50%-70%、70%-90%、后 10%公司前三季度归母净利润增速则仅为-46.77%、-94.92%、9.05%，A 股（非金融）的回暖主要受益于龙头拉动。分板块来看，中小板龙头效应也较为显著，市值前 10%的公司前三季度归母净利润增速高达 81.53%，显著高于整体增速 51.60%。

表 2：A 股龙头占优趋势显著

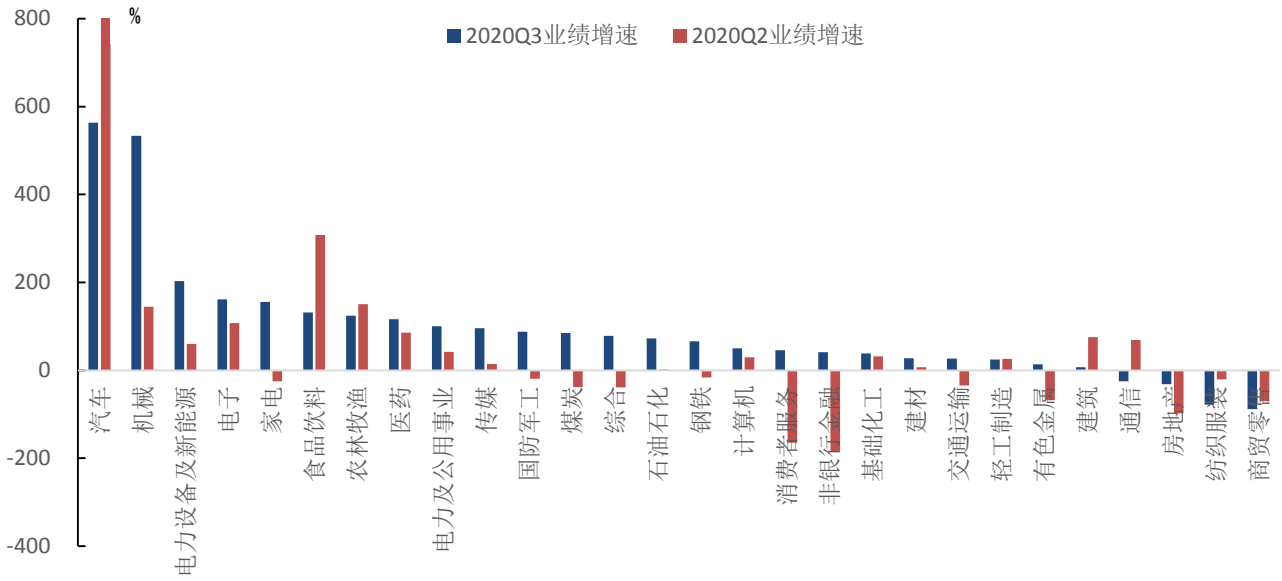
市值区间	上市板块	2019	2020 中报	2020 三季报	上市板块	2019	2020 中报	2020 三季报
前 10%	A 股非金融	8.37%	49.96%	66.76%	创业板	41.32%	116.67%	48.15%
10%~30%		-3.08%	7.83%	7.76%		-11.83%	43.78%	94.40%
30%~50%		-29.54%	52.38%	17.22%		-3185.44%	85.08%	35.12%
50%~70%		-46.71%	7.81%	-46.77%		96.15%	48.25%	46.11%
70%~90%		-13.69%	19.18%	-94.92%		-138.21%	57.69%	60.32%
后 10%		-11.00%	-1.31%	9.05%		24.38%	-157.37%	-83.96%
前 10%	主板	10.96%	5.26%	58.25%	中小板	7.69%	46.58%	81.53%
10%~30%		6.49%	-51.87%	-26.99%		3.80%	85.82%	43.99%
30%~50%		-18.43%	-24.33%	-35.21%		0.23%	16.06%	-20.98%
50%~70%		-69.17%	60.22%	13.98%		-20.77%	170.87%	-76.74%
70%~90%		1723.16%	16.31%	-90.23%		-34.32%	-22.02%	-173.08%
后 10%		-21.46%	36.19%	43.17%		-8.98%	50.91%	27.40%

数据来源：wind，东兴证券研究所

4. 中游制造业绩改善最大，消费复苏出现分化

中游制造业业绩改善最大，汽车、机械、电新表现突出，建材、化工内部分化较大。中游制造业三季度整体延续高业绩增速，汽车、机械、电力设备及新能源行业 Q3 单季度归母净利润增速分别达到 563.84%、533.84%和 203.22%。细分行业中，太阳能表现优异，Q3 单季度净利润增速高达 12162.53%，虽有低基数影响，但从个股披露的业绩情况来看，公司普遍受益于光伏行业的良好发展态势产品销售高速增长。汽车方面，乘用车、客车、卡车业绩均表现亮眼，Q3 单季度净利润增速分别达到 312.18%、151.22%、147.86%，新能源汽车销量持续增长，截止 8 月单月销量已恢复至 10.9 万辆，同比达 28.24%，比亚迪等新能源汽车厂商 Q3 业绩也较为亮眼。机械方面，受房地产、基建等拉动，起重运输设备、工程机械等业绩表现良好，Q3 单季度净利润增速分别达到 255.92%、72.26%。建材、化工行业内部细分子行业业绩分化较大。建材子行业中，虽处于传统建设旺季，水泥、玻璃业绩扩张较低，Q3 单季度净利润增速仅为 7.04%、-8.84%，玻璃纤维业绩增长则较快，达到 64.86%。化工行业中，橡胶制品、农用化工业绩表现较好，Q3 单季度净利润增速分别达到 238.94%、164.26%。

图 7：中游制造延续业绩强势，消费复苏出现分化



数据来源：wind，东兴证券研究所

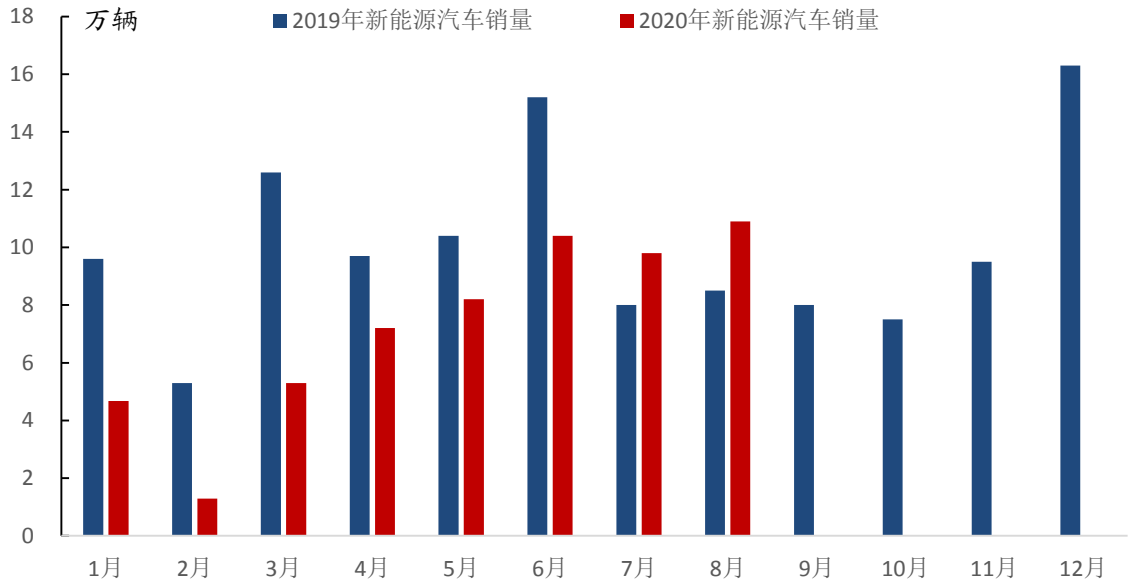
表 3：部分三级行业 Q3 业绩表现

行业	Q3 单季度净利润增速	行业	Q3 单季度净利润增速
太阳能	12162.53%	通用计算机设备	96.35%
调味品	965.12%	生物医药Ⅲ	94.73%
钾肥	765.75%	集成电路	88.79%
互联网广告营销	729.73%	工程机械Ⅲ	72.26%
轮胎	607.58%	半导体材料	66.73%
肉制品	399.46%	玻璃纤维	64.86%
中成药	352.90%	化学制剂	55.42%
乘用车Ⅲ	312.18%	陶瓷	17.28%
起重运输设备	255.92%	水泥	7.04%
白色家电Ⅲ	231.68%	玻璃	-8.84%
高等及职业教育	226.24%	景区	-42.85%
互联网影视音频	190.97%	锂电池	-80.66%
白酒	180.73%	无机盐	-82.34%
医疗器械	175.23%	电商及服务Ⅲ	-91.75%
客车	151.22%	超市及便利店	-95.68%
卡车	147.86%	大众成人品牌服饰	-100.01%
饲料加工	145.28%	纯碱	-110.04%

证券Ⅲ	141.04%	氯碱	-154.38%
医疗服务	130.19%	旅游服务	-191.48%
核电	120.69%	酒店	-434.83%
氮肥	119.78%	儿童品牌	-450.53%
畜牧养殖	118.22%	餐饮	-546.43%
行业应用软件	117.88%	影视	-2489.40%
消费电子组件	108.23%		

数据来源：wind，东兴证券研究所

图 8：8 月新能源汽车销量达 10.9 万辆，同比 28.24%



数据来源：中汽协，东兴证券研究所

表 4：光伏、新能源汽车行业部分个股业绩变动原因

行业	证券简称	2020 年三季报业绩预告变动原因	预告归母净利润（亿元）	预告归母净利润同比增速
光伏	中利集团	光纤、光棒产品的市场价格较去年同比下滑，销售收入及毛利也同比下滑。光伏业务板块方面，海外疫情形势仍十分严峻，光伏电站的施工延缓。但随着国内乃至全球范围新冠疫情逐步得到控制，全球光伏市场大部分恢复，公司将抓住行业需求的机会。	-0.69	-1009.46%
	晶澳科技	公司光伏电池组件产品出货量同比增加;新技术的应用普及,提升了产品竞争力;另外,公司远期外汇实际交割收益和浮动盈利及收到的政府补助增加。	5.64	86.39%
	天合光能	受益于光伏行业的良好发展态势，公司公司光伏产品业务取得增长，公司实现营业收入较去年同期较大幅度增长。公司海外高毛利地区的光伏组件业务销售增长显著，对公司净利润的增长做出较大贡献。	7.96	109.44%
新能源汽车	得润电子	随着新冠疫情等不利影响减弱及各项政策的大力支持，欧洲新能源汽车将呈现快速增长的态势，有利于公司新能源汽车车载充电机业务的持续放量增长；同时公司不断强化内部管理，加强成本与资金管控，预计公司盈利能力与整体业绩将得到持续改善。	1.04	405.80%
	国轩高科	公司动力锂电池出货量超过去年同期.但受新冠疫情影响,下游新能源汽车销量大幅下滑,公司营业收入比去年同期下滑;受市场竞争加剧以及下游新能源汽车补贴退坡等因素影响,公司动力锂电池产品平均销售价格比上年同期有所下降,导致公司净利润较去年同期明显下滑。	0.44	-80.66%
	天齐锂业	锂化工品及锂矿售价和销量较上年同期下降。	-5.75	-967.19%
	比亚迪	公司新能源汽车销量实现快速增长。其中，全新旗舰车型「汉」一上市就成为国内高端新能源汽车市场的热销车型，订单数量持续攀升，销量持续增长；公司改款旗舰车型「唐」销量增长迅猛，在同级别车型中销量位居前列，两款旗舰车型推动了公司新能源乘用车业务取得更快增长。	18.38	1434.76%

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

消费内部分化显著，食品饮料、农林牧渔业绩优良，酒店、景区、纺织服装、商贸零售同比增速仍处负区间。消费内部分化趋势显著，食品饮料、农林牧渔等业绩维持高增速，Q3 单季度净利润增速分别达到131.71%、124.41%，其中子行业调味品、白酒业绩优良，Q3 单季度净利润增速分别为 965.12%、180.73%。纺织服装、商贸零售等仍未摆脱疫情影响， Q3 单季度净利润增速分别为-78.55%、-88.57%。消费者服务中教育表现良好，但景区、酒店业绩表现仍较差，两者 Q3 单季度净利润增速分别为-42.85%、-434.83%。

表 5：商贸零售、消费者服务、纺织服装行业部分个股业绩变动原因

行业	证券简称	2020 年三季报业绩预告变动原因	预告归母净利润（亿元）	预告归母净利润同比增速
商贸零售	苏宁易购	1-9 月公司整体实现商品销售规模同比增长 6.50%，线上平台商品交易规模同比增长 18.15%，新开苏宁易购零售云加盟店 2,432 家，销售规模同比增长 77.5%。1-9 月公司非经常性损益项目预计影响 15.5 亿元，同期苏宁小店、苏宁金服出表带来投资收益增加。	7.95	-91.86%
	中兴商业	新型冠状病毒肺炎疫情给公司 2020 年上半年经营活动造成较大影响,导致公司毛利额下降,实现利润相应减少. 2020 年第三季度公司弥补前期亏损并预计使前三季度实现盈利	0.29	-1.08%
	供销大集	激烈竞争给公司商业批发零售业务带来较大冲击，加之 2020 年新冠疫情影响，公司商业批发零售业务收入同比大幅减少。	-0.30	-69.43%
消费者服务	云南旅游	公司下属旅游景区、旅行社、旅游交通等传统旅游行业三季度继续亏损。	-0.35	-223.45%
	华天酒店	受疫情影响，收入和经营利润较上年同期大幅度下降。本期北京浩搏项目转入破产清算程序，公司对北京浩搏项目的债权重新进行了减值测试，补提了相应的坏账准备。	-1.55	-238.13%
纺织服装	美邦服饰	公司积极应对新冠疫情对服饰行业带来的冲击和市场环境变化，大力发展线上销售，加快调整线下店铺布局。疫情给公司业绩带来的负面影响将逐步减轻，预计三季度净利润环比二季度有所减亏。	-1.42	-42.27%
	朗姿股份	受新冠肺炎疫情影响，上半年公司女装业务自营和经均有不同程度的下降，随着疫情得到有效控制，线下消费逐步恢复。	0.40	-40.60%

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 风险提示

公司业绩表现不及预期，统计偏差

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526