2020 年 10 月 17 日

三季报预告：复苏交易的加速器

——投资策略专题

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **三季报预告出炉三成，以披露率为抓手挖掘信息**

以 2020 年 Q2 为例，就行业层面来看，预告和正式报告之间的偏离度，与该行业披露率负相关，因此在季度预告不强制披露的背景下，可以将披露率作为抓手挖掘行业层面信息，从 2020 年 Q3 业绩预告来看，**农林牧渔、化工、传媒、纺织服装、交通运输、汽车等行业的披露率较高，对整体的代表性相对更强。**

● **迎来预期中的复苏，受益于复苏的顺周期迎头赶上**

我们发现大部分行业预喜率相较 2020 年 Q2 有所提升，但存在两个层面的分化。就预喜率本身来看：（1）大消费板块中必选好于可选；（2）TMT 板块中，电子好于通信和传媒行业；（3）受新能源景气周期上行的带动作用，电气设备行业表现较好；（4）基建投资、房地产开发链条预告喜忧参半，机械设备、建筑材料，业绩预告预喜率较高，而钢铁，采掘，建筑装饰则排名靠后。就预喜率变动来看，可分为三种情况：（1）预喜率和排名均有大幅提升，显示修复加速的：非银金融、有色金属、建筑装饰等 10 个行业；（2）预喜率提升，但不及其他行业，导致排名下降的：休闲服务、通信、计算机等 6 个行业；（3）预喜率降低，排名下降（或持平）：食品饮料、电子、医药生物等 10 个行业。**这体现了一种趋势，即受益于经济复苏的顺周期类行业正在迎头赶上前期受益于疫情或受损不严重的行业。**

● **业绩领先行业减速，落后的行业后续更具弹性**

我们将披露预告的个股净利润汇总至行业层面，预告体现了三大特征：**（1）**大部分行业 2020Q3 的单季度增速高于累计增速，这表明 **3 季度大部分行业还处于业绩的环比修复期；**（2）前期业绩较强势的农林牧渔、汽车、食品饮料、轻工制造有所减速，前期业绩较弱的机械设备、国防军工、通信等行业三季度修复提速，体现为单季度同比增速高于累计同比增速；**（3）大部分行业前三季度已经实现了净利润累计同比转正，同比为负的行业集中在可选消费领域**，如休闲服务（-2.31%）、纺织服装（-0.95%）、商业贸易（-0.82%），除此之外，房地产和有色金属仍然未实现净利润累计同比转正，但这恰好提示了，**处在业绩的环比改善期中，上述在前三个季度修复落后的行业在未来的环比改善弹性更大。**

● **三季报披露时：疫情交易落幕，复苏交易加速**

预告密集披露期（9 月）以来，**与预告数据一致的是，分析师调高了部分前期受损较严重的行业全年盈利预测，同时调低了对疫情中受损少或受益行业的盈利预测**，可见这两类行业之间业绩差异在缩小这一趋势已经被认知到，**这可能会驱使市场不再交易疫情，而是交易真正的经济复苏。**三季报预告中体现出盈利改善节奏出现分化：**前期在疫情中受损的行业在快速的修复，而疫情中保持较好业绩的行业减速。**体现为行业预喜率的提升、以及预喜率在行业间排名的提升，与之相对的，就是在疫情中未明显受损或者甚至受益的行业，复苏的速度相对不足。**三季度最终业绩情况如果与业绩预告信息相符，将成为复苏交易的加速器。**

● **风险提示：**统计误差。

相关研究报告

《投资策略点评-神秘的力量（二）：暗流再现，交易复苏》-2020.10.14

《投资策略点评-复苏交易的内涵和外延》-2020.10.12

《投资策略周报-节后归来，再论周期》-2020.10.8

目 录

1、 三季报预告出炉三成，以披露率为抓手挖掘信息 3
1.1、 新规则下，预告披露率可能持续偏低 3
1.2、 披露率决定代表性，各行业有差异 4
2、 通过预喜率分辨行业复苏的先后 5
2.1、 各上市板间预喜率分化，创业板预喜率较高 5
2.2、 从预喜率变化看 3 季度行业复苏速度 5
3、 市场预期与实际的交织 7
3.1、 环比修复仍如预期持续，部分行业实现反超 7
3.2、 复苏速度的分化正被逐步认知 8
4、 风险提示 9

图表目录

图 1: 预告与正式报告偏离度与按公司个数计算的披露率负相关 3
图 2: 预告与正式报告偏离度与按公司市值计算的披露率负相关 3
图 3: 各上市板业绩预告类型分布 6
图 4: 各行业业绩预告类型分布 6
图 5: 2020Q3 相对于 2020Q2 各行业预喜率变动情况 7
图 6: 大部分行业在 2020Q3 仍处于环比修复过程中，单季度净利润增速好于累计同比增速 8
图 7: 各行业每股收益一致预期变动情况 9

表 1: 各上市板业绩披露率情况（按公司个数计算，截至 2020 年 10 月 15 日晚 11 点） 3
表 2: 各行业业绩披露率情况（截至 2020 年 10 月 15 日晚 11 点） 4
表 3: 各上市板业绩预告类型分布（截至 2020 年 10 月 15 日晚 11 点） 5
表 4: 各行业业绩预告类型分布 5

1、 三季报预告出炉三成，以披露率为抓手挖掘信息

1.1、 新规则下，预告披露率可能持续偏低

深交所于 6 月 12 日发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020 年修订）》，对上市公司业绩快报和业绩预告的披露形式进行修改，**对创业板上市公司非年度报告的业绩预告不再要求强制性披露。受此影响，自 2020 年 Q2 业绩报告期以来，业绩预告披露率整体偏低，目前来看，2020 年 Q3 业绩预告披露率相对 2020 年 Q2 更低，这可能表明在新规下，未来非年度报告的业绩预告披露率将持续偏低。**截至 10 月 15 日晚，仅有 1332 家上市公司披露 2020 年 Q3 业绩预告。整体披露率为 33%，低于 2020 年 Q2 的披露率 39.6%。各上市板披露率均较 2020 年中报预告同期（7 月 15 日）下降。2020Q3 所有已披露业绩预告的上市公司最新市值仅占全部 A 股（排除银行，银行业没有上市公司披露业绩预告）的 21%，低于 2020 年 Q2 时的 30%。

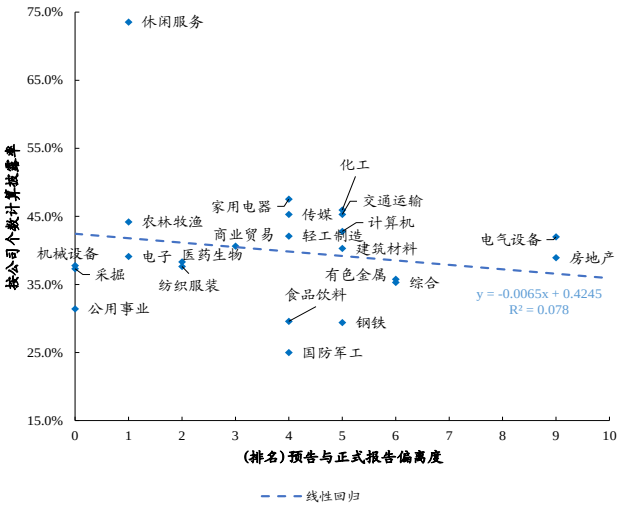
表1：各上市板业绩披露率情况（按公司个数计算，截至 2020 年 10 月 15 日晚 11 点）

上市板	业绩预告披露率(2020 年 H1)	业绩预告披露率（2020 年 Q3）
创业板	45.10%	24.7%
深证主板	59.57%	58.3%
中小板	57.46%	53.9%
上证主板	18.59%	17.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

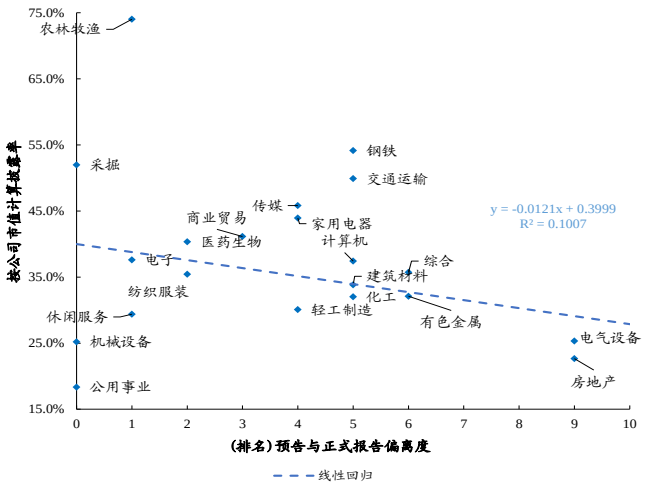
在披露率整体偏低的情况下，我们需要承认披露样本对于 A 股整体、所处上市板、行业的代表性降低，但通过中报预告与正式中报的对比经验，我们认为**从样本推及整体仍然有一定的增量信息，也就是样本占整体的比例越高，代表性越强，以 2020 年 Q2 为例，就行业层面来看，预告和正式报告之间的偏离度，与该行业披露率负相关。**

图1： 预告与正式报告偏离度与按公司个数计算的披露率负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：预告与正式报告偏离度与按公司市值计算的披露率负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们在此刻画的“预告与正式报告偏离度”为行业比较的相对概念，即在各行业业绩“好坏”在预告和正式报告中是否有偏离，计算=|按预告计算的整体法净利润同比增速行业排名-按照正式报告计算的净利润同比增速排名|

1.2、 披露率决定代表性，各行业有差异

2020 年 Q3 业绩预告，农林牧渔、化工、传媒、纺织服装、交通运输、汽车等行业的披露率较高，对整体的代表性相对更强。以披露公司家数计算，休闲服务行业业绩预告披露率远高于其他行业，达到 70.27%，第二位为农林牧渔（41.57%），第三位为化工（41.13%）。以披露公司的市值占比计算，农林牧渔披露率远高于其他行业，达到 69.15%，第二位为传媒（49.37%），第三位为综合（46.69%）。两种方式计算下，披露率都位于前 10 位的行业是农林牧渔、化工、传媒、纺织服装、交通运输、汽车，我们认为这些行业的预告代表性较强；而披露率都低于 30%的行业有非银、钢铁、国防军工、建筑装饰、公用事业、机械设备、计算机、建筑材料，已披露样本对总体的代表性相对较弱。

表2：各行业业绩披露率情况（截至 2020 年 10 月 15 日晚 11 点）

行业	披露率(按披露公司个数占比计算)	披露公司市值占全行业比重
休闲服务	70.27%	25.70%
农林牧渔	41.57%	69.15%
化工	41.13%	29.94%
传媒	40.46%	49.37%
房地产	37.98%	21.26%
轻工制造	37.68%	27.50%
交通运输	37.50%	42.08%
汽车	36.02%	34.54%
电气设备	35.85%	19.03%
纺织服装	35.63%	43.36%
综合	35.29%	46.69%
有色金属	35.16%	29.93%
家用电器	34.92%	9.28%
商业贸易	34.02%	33.41%
医药生物	33.24%	32.38%
电子	33.11%	31.12%
采掘	31.82%	13.91%
通信	31.78%	23.94%
食品饮料	31.43%	4.67%
建筑材料	28.57%	23.51%
机械设备	27.74%	19.65%
公用事业	26.82%	14.72%
计算机	25.69%	22.55%
建筑装饰	25.37%	11.03%
国防军工	22.37%	10.39%
非银金融	17.86%	7.21%
钢铁	11.43%	9.88%
银行	0.00%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 通过预喜率分辨行业复苏的先后

2.1、 各上市板间预喜率分化，创业板预喜率较高

各上市板间业绩预告类型分化，创业板预喜率较高。从各上市板业绩预告类型看，创业板预喜率较高，达 77.6%，这可能与创业板上市公司的行业分布有关，创业板上市公司行业分布主要集中于 TMT 与医药生物，受疫情影响相对较小，如我们在中报深度分析中谈到，其中的互联网传媒和医疗器械、防疫检测类公司还受益于疫情，从而实现快速的业绩增长。中小板与科创板预喜率分别为 49.2%和 43.1%，而主板预喜率仅有 33.7%，较低。

表3：各上市板业绩预告类型分布（截至 2020 年 10 月 15 日晚 11 点）

业绩预告类型	中小企业板	创业板	主板	科创板
预喜率	49.2%	77.6%	33.7%	43.1%
预警率	50.4%	22.4%	53.6%	32.8%
不确定	0.4%	0.0%	12.7%	24.1%
披露家数	526	214	534	58

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 从预喜率变化看 3 季度行业复苏速度

疫情过后复苏弹性不同，各行业预喜率同样分化。**预喜、预忧为“0-1”变量，预喜率相对于通过加权计算的净利润增速而言，避免了因为行业中“一家独大”而造成的整体层面不真实**——如果行业层面修复良好，则该预喜率提升，但净利润增速不一定提升：例如非银金融在三季度预喜率大幅提升，但净利润增速仍然为负。

根据上述思路，我们仔细去看各板块内部业绩的复苏进度：（1）**大消费板块中必选好于可选**，农林牧渔行业受益于猪价上涨，同时疫情对其影响相对较小，业绩预喜率高达 72.97%，遥遥领先其余行业，消费品中预喜率为农林牧渔>食品饮料>家用电器>轻工制造>汽车>纺织服装>休闲服务；（2）**TMT 板块中，电子行业下游需求恢复较快，且受疫情影响较小，预喜率高达 61.86%**，而通信和传媒行业预喜率分别为 41.18%、38.57%，排名中下游；（3）**受新能源景气周期上行的带动作用，电气设备行业表现较好，**预喜率在全行业中排第二位，为 65.79%；（4）**基建投资、房地产开发链条预告喜忧参半，**机械设备、建筑材料，业绩预告预喜率达到 51.38%、50%，而钢铁，采掘，建筑装饰则排名靠后。

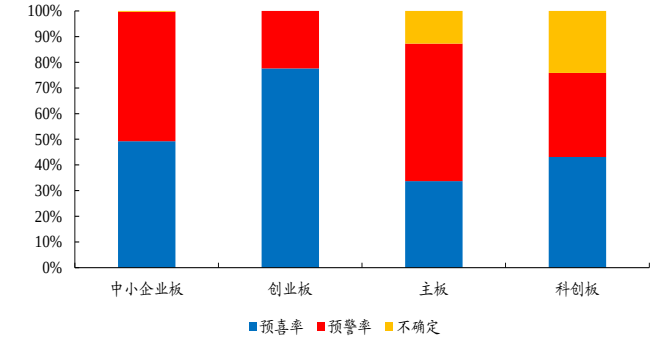
表4：各行业业绩预告类型分布

行业	预喜率	预警率	不确定	披露家数	披露率(按披露企业家数计算)	披露率(按披露企业市值计算)
农林牧渔	72.97%	24.32%	2.70%	37	41.57%	69.15%
电气设备	65.79%	32.89%	1.32%	76	35.85%	19.03%
电子	61.86%	32.99%	5.15%	97	33.11%	31.12%
非银金融	60.00%	26.67%	13.33%	15	17.86%	7.21%
国防军工	58.82%	35.29%	5.88%	17	22.37%	10.39%
食品饮料	57.58%	42.42%	0.00%	33	31.43%	4.67%
医药生物	53.85%	42.74%	3.42%	117	33.24%	32.38%
公用事业	52.08%	37.50%	10.42%	48	26.82%	14.72%

行业	预喜率	预警率	不确定	披露家数	披露率(按披露企业家数计算)	披露率(按披露企业市值计算)
化工	51.63%	45.75%	2.61%	153	41.13%	29.94%
机械设备	51.38%	44.04%	4.59%	109	27.74%	19.65%
综合	50.00%	50.00%	0.00%	12	35.29%	46.69%
建筑材料	50.00%	45.00%	5.00%	20	34.92%	9.28%
家用电器	50.00%	45.45%	4.55%	22	28.57%	23.51%
计算机	47.69%	43.08%	9.23%	65	25.69%	22.55%
轻工制造	46.15%	48.08%	5.77%	52	37.68%	27.50%
汽车	44.78%	44.78%	10.45%	67	36.02%	34.54%
有色金属	44.44%	53.33%	2.22%	45	35.16%	29.93%
通信	41.18%	52.94%	5.88%	34	31.78%	23.94%
传媒	38.57%	57.14%	4.29%	70	40.46%	49.37%
建筑装饰	32.35%	61.76%	5.88%	34	25.37%	11.03%
纺织服装	29.03%	64.52%	6.45%	31	35.63%	43.36%
房地产	28.57%	65.31%	6.12%	49	37.98%	21.26%
钢铁	25.00%	75.00%	0.00%	4	11.43%	9.88%
采掘	23.81%	61.90%	14.29%	21	31.82%	13.91%
交通运输	22.22%	48.89%	28.89%	45	37.50%	42.08%
商业贸易	18.18%	66.67%	15.15%	33	34.02%	33.41%
休闲服务	11.54%	73.08%	15.38%	26	70.27%	25.70%

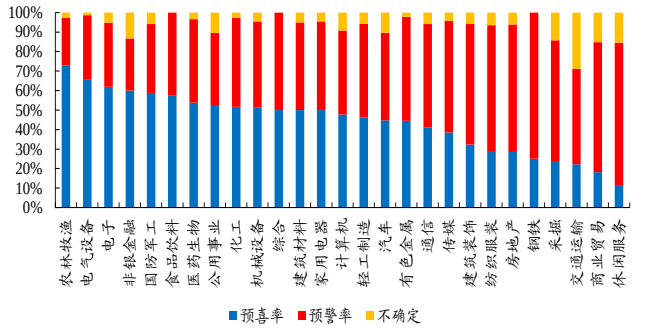
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：各上市板业绩预告类型分布



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：各行业业绩预告类型分布

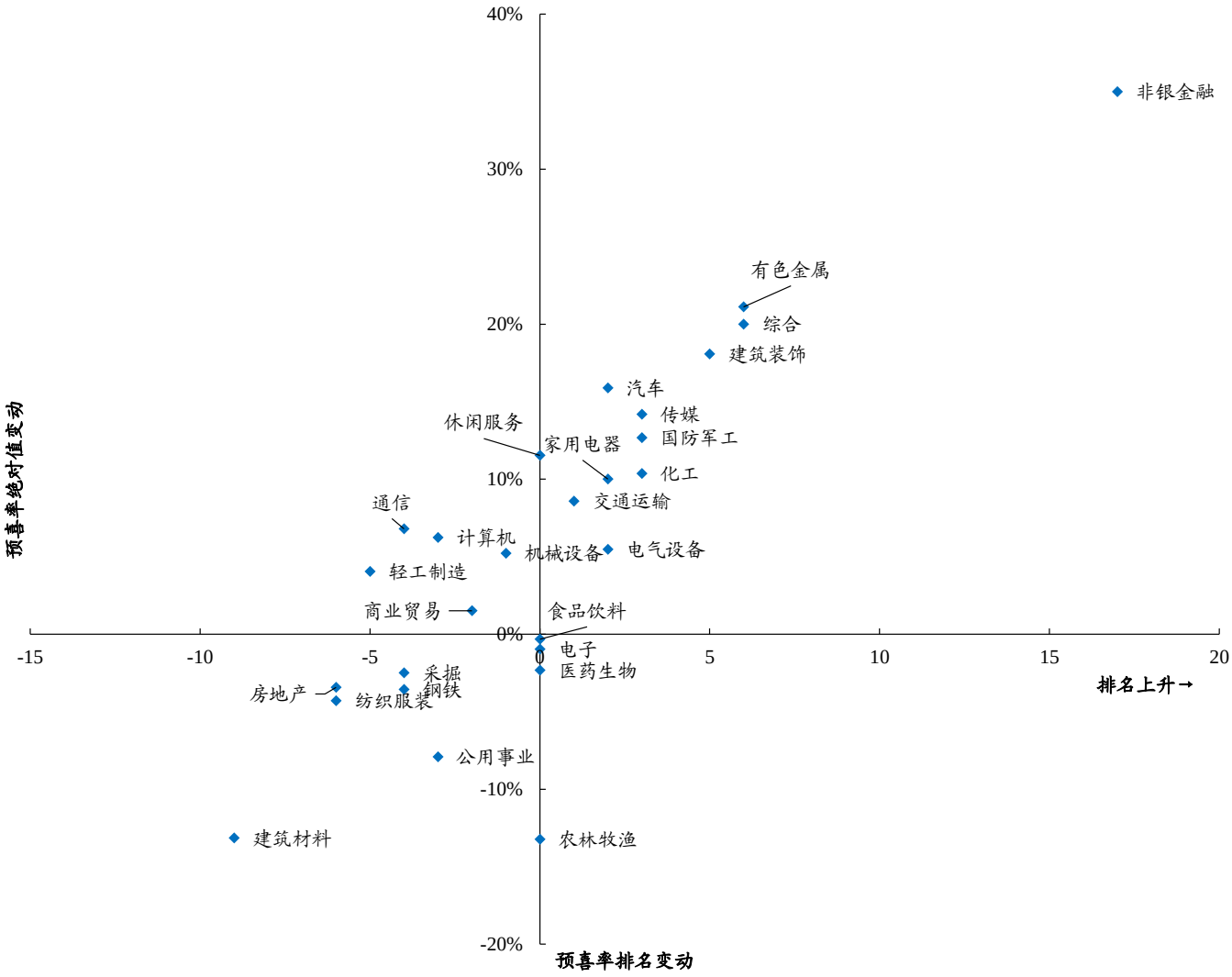


数据来源：Wind、开源证券研究所

对比 2020 年 Q2 同期的行业预喜率情况，我们可以对行业在 3 季度的修复加速还是降速有大致的了解，**我们发现大部分行业预喜率相较 2020 年 Q2 有所提升。**就三季度的业绩修复速率而言，可以分为三种情况：（1）**预喜率和排名均有大幅提升，显示修复加速的：**非银金融、有色金属、建筑装饰、汽车、传媒、国防军工、化工、家用电器、交通运输、电气设备等 10 个行业；**（2）预喜率提升，但不及其他行业，导致排名下降的：**休闲服务、通信、计算机、机械设备、轻工制造、商业贸易；（3）**预喜率降低，排名下降（或持平）：**食品饮料、电子、医药生物、采掘、钢铁、房地产、纺织服装、公用事业、建筑材料、农林牧渔。**这体现了一种趋势，即受益于经济复苏的顺周**

期类行业正在迎头赶上前期受益于疫情或受损不严重的行业。

图5：2020Q3 相对于 2020Q2 各行业预喜率变动情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2020 年 Q2 数据用上一个披露期可比时间 2020 年 7 月 15 日的数据。

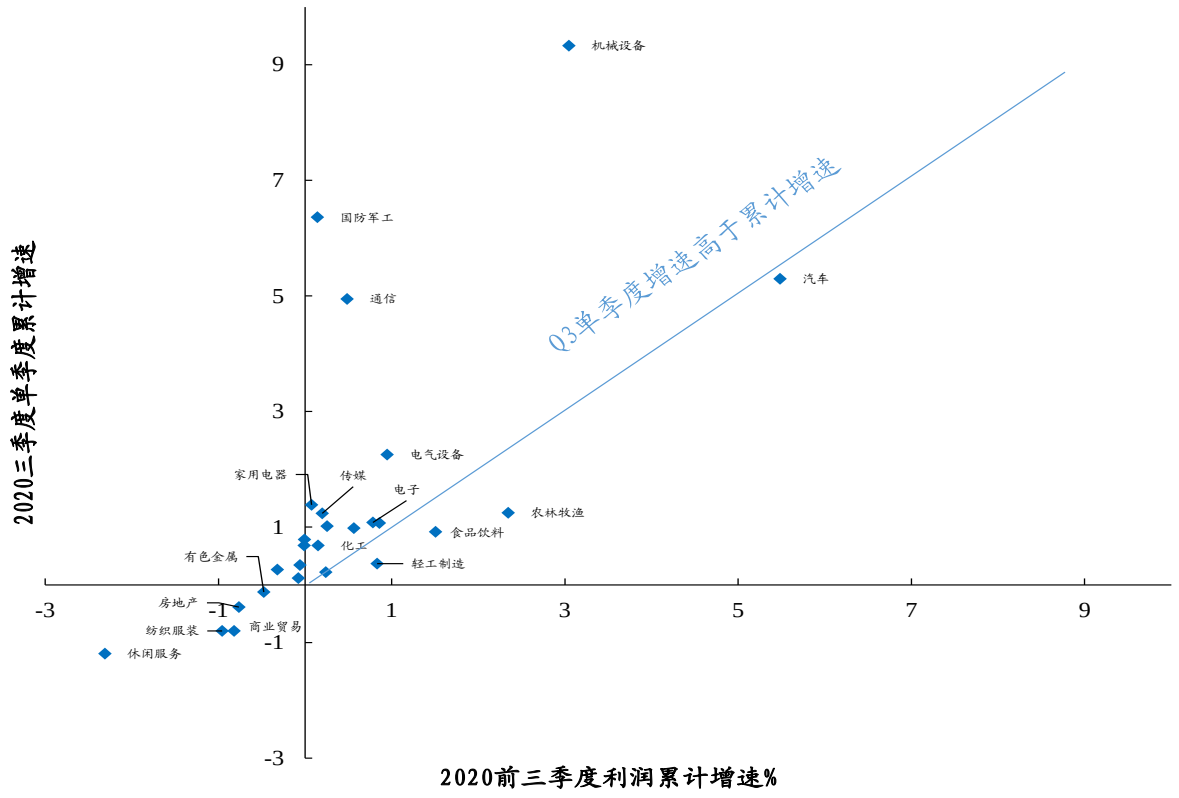
3、 市场预期与实际的交织

3.1、 环比修复仍如预期持续，部分行业实现反超

我们将披露预告的个股净利润汇总至行业层面，预告体现了两大特征：（1）**大部分行业 2020Q3 的单季度增速高于累计增速，这表明 3 季度大部分行业还处于业绩的环比修复期**，例外的是前期业绩较强势的农林牧渔、汽车、食品饮料、轻工制造有所减速；（2）前期业绩较强势的农林牧渔、汽车、食品饮料、轻工制造有所减速，机械设备、国防军工、通信电气设备、家用电器、电子、化工等行业三季度修复提速，体现为单季度同比增速高于累计同比增速；（3）**大部分行业前三季度已经实现了净利润**

累计同比转正，与 2019 年同期差距较大的行业集中在可选消费领域，如休闲服务（-2.31%）、纺织服装（-0.95%）、商业贸易（-0.82%），除此之外，房地产和有色金属仍然未实现净利润累计同比转正。**以上两点可能指示了一种看待业绩的方式：即处在业绩的环比改善期中，前三个季度修复落后的行业在未来的环比改善空间更大。**

图6：大部分行业在 2020Q3 仍处于环比修复过程中，单季度净利润增速好于累计同比增速



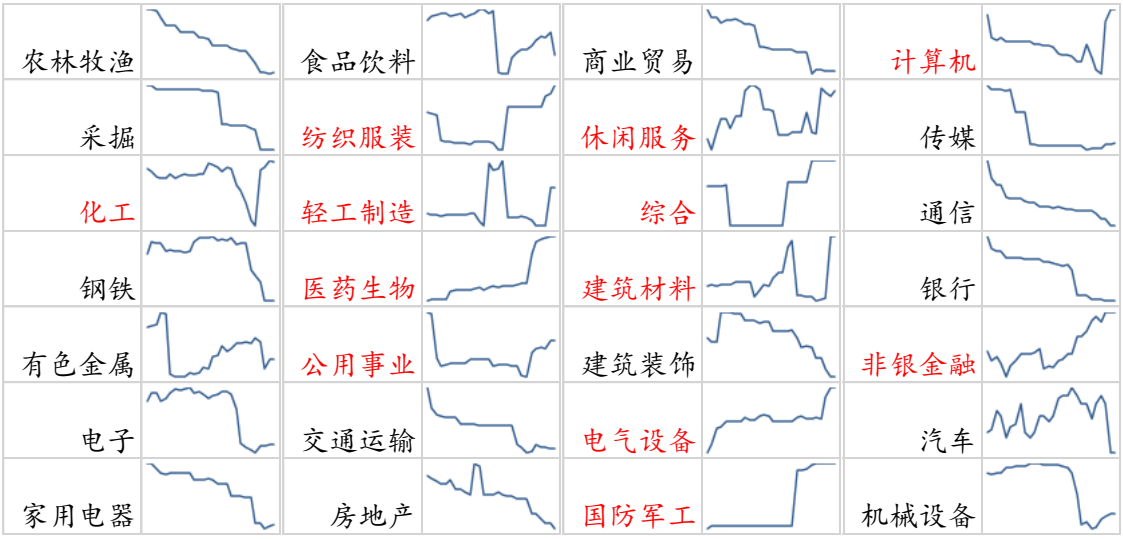
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 复苏速度的分化正被逐步认知

如果以万得一致预期的每股收益变化来衡量市场对各行业复苏的预期，预告密集披露期（9月）以来，分析师在逐渐调高对**化工、纺织服装、非银金融、国防军工、电气设备**等三季度预喜率和排名提升的行业的预期，也就是我们此前所说的，在顺周期修复中迎头赶上的行业，**同时在逐渐调低对食品饮料、电子、农林牧渔的每股收益预测**，而这些行业也是预告中预喜率在下滑的行业，它们在疫情中受损不严重，甚至受益，业绩改善的弹性不足，食品饮料和农林牧渔已经体现出三季度单季度业绩增速不及上半年。

可见两类行业之间业绩差异在缩小这一趋势已经被认知到，这可能会驱使市场不再交易疫情，而是交易复苏。三季报预告中体现出复苏节奏在分化：**前期在疫情中受损的行业在快速的修复，而疫情中保持较好业绩的行业减速。**体现为行业预喜率的提升、以及预喜率在行业间排名的提升，与之相对的，就是在疫情中未明显受损或者甚至受益的行业，复苏的速度相对不足，最后的结果就是行业预喜率排名被动下滑，同时三季度单季度净利润增速同比小于累计同比。

图7：各行业每股收益一致预期变动情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

统计误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn