“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 年三季报业绩前瞻

非金融企业三季报业绩增速-10%，全年-7%

——2020 年三季报业绩前瞻

基本结论

- 随着 10 月的临近，A 股上市公司三季报业绩预告将密集披露。本文将从自上而下和自下而上两个角度对三季报业绩进行前瞻。自上而下来看，“量升价稳”带动上市公司业绩逐季修复，预计三季报非金融企业业绩增速在-10%左右。自下而上来看，三季报业绩预告同样验证了下游业绩较强的结论。此外，分析师盈利预测悲观预期经历了明显的修复。
- **自上而下视角：**
- **根据我们自上而下盈利预测框架，预计三季度非金融企业业绩增速在-10%左右，全年业绩增速在-7%左右，业绩增速呈现逐季回升的态势。**具体来说，随着工业增加值增速的持续提升和 PPI 的逐步企稳，“量升价稳”带动公司收入增速逐步改善。从金融数据的领先性来看，一般来说，M1-M2 增速领先 PPI 增速大概 6 个月左右，后续 PPI 大概率逐步企稳回升，这对未来企业盈利形成支撑。此外，三季度净利润率在价格企稳和产能利用率持续提升的背景下也将持续恢复，四季度在商誉减值的压力下净利润率或有所回落。
- **从工业企业利润数据来看，下游行业业绩延续较快的恢复强度，上游行业业绩仍相对疲软。1）**随着疫情冲击的缓和，终端需求延续了较强的恢复强度，三季度以来食品饮料、医药等必需消费品行业利润增速已经转正，汽车行业利润增速也加速回升，8 月累计利润增速已转正。但三季度纺织服装和轻工制造行业利润增速恢复斜率有所放缓。2）对于中游行业，机械行业利润增速保持较高增长，8 月累计利润增速达 12%。建材和化工行业利润增速仍处在负区间，但 V 型反弹趋势持续向好。3）上游行业整体利润增速仍相对疲软，钢铁、煤炭、有色行业利润增速均处在负区间，其中煤炭行业利润增速没有明显的回升，有色和钢铁行业利润增速呈现 U 型恢复的态势。
- **自下而上视角：**
- **三季报业绩预告同样验证了下游业绩较强的结论。**截止 9 月 29 日，发布三季报业绩预告的公司并不多，仅有 584 家，但从披露业绩预告的重点公司三季度业绩前瞻来看，下游业绩持续改善的趋势同样明显。比如，休闲食品、电子、医药和汽车等行业重点公司三季报业绩预告均同比继续高增长。
- **分析师盈利预测悲观预期经历了明显的修复。**从沪深 300 成分股的分析师盈利预测变化来看，5 月以来市场对 2020 年盈利预测悲观预期经历了明显的修复，盈利下调公司数量相对盈利上调公司数量的差额在缩小。尽管 8 月底中报披露后，整体盈利下调公司数量相对有所增加，但原因主要是中报披露后分析师对企业盈利预测的小修正。
- **风险提示：**全球和国内经济恢复不及预期、海外黑天鹅事件（主权评级下调、政治风险等）

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、前言 4
二、自上而下：预计三季报非金融企业业绩增速在-10%左右 4
2.1 经济逐步恢复，“量升价稳”带动上市公司业绩逐季修复.....4
2.2 下游行业业绩延续较快的恢复强度，上游行业业绩仍相对疲软.....5
三、自下而上：分析师盈利预测悲观预期经历明显修复 7
3.1 三季报业绩预告同样验证了下游业绩较强的结论.....7
3.2 分析师盈利预测悲观预期经历了明显的修复.....8

图表目录

图表 1：自上而下业绩预测.....4
图表 2：PPI 与工业增加值同比增速.....5
图表 3：M1-M2 与 PPI 增速.....5
图表 4：下游工业企业利润增速.....6
图表 5：中游工业企业利润增速.....6
图表 6：上游工业企业利润增速.....7
图表 7：重点公司三季度业绩预告.....8
图表 8：沪深 300 成分股盈利预测上修和下修公司数量变化.....9

一、前言

■ 随着 10 月的临近，A 股上市公司三季报业绩预告将密集披露。本文将从自上而下和自下而上两个角度对三季报业绩进行前瞻。自上而下来看，“量升价稳”带动上市公司业绩逐季修复，预计三季报非金融企业业绩增速在-10%左右。自下而上来看，三季报业绩预告同样验证了下游业绩较强的结论。此外，分析师盈利预测悲观预期经历了明显的修复。

二、自上而下：预计三季报非金融企业业绩增速在-10%左右

2.1 经济逐步恢复，“量升价稳”带动上市公司业绩逐季修复

■ **根据我们自上而下盈利预测框架，预计三季度非金融企业业绩增速在-10%左右，全年业绩增速在-7%左右，业绩增速呈现逐季回升的态势。**具体来说，随着工业增加值增速的持续提升和 PPI 的逐步企稳，“量升价稳”带动公司收入增速逐步改善。从金融数据的领先性来看，一般来说，M1-M2 增速领先 PPI 增速大概 6 个月左右，后续 PPI 大概率逐步企稳回升，这对未来企业盈利形成支撑。此外，三季度净利润率在价格企稳和产能利用率持续提升的背景下也将持续恢复，四季度在商誉减值的压力下净利润率或有所回落。

图表 1：自上而下业绩预测

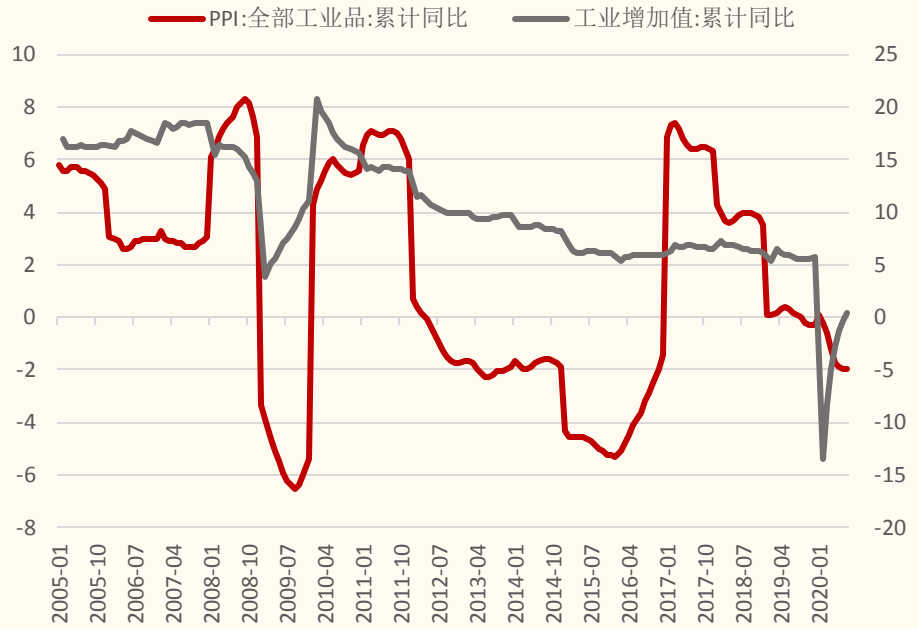
自上而下A股(非金融)盈利预测

	2018年(A)	2019年(A)	2020Q1(A)	2020Q2(A)	2020Q3(E)	2020年(E)	2021年(E)
营收增速(%)	12.66	7.79	-12.30	-5.07	-4.70	-2.50	17.80
净利润率(%)	4.61	4.10	2.86	4.23	4.90	3.90	4.20
净利润增速(%)	-5.4	-4.1	-52.3	-24.4	-10.8	-7.3	26.9

说明：(A)表示实际值、(E)表示预测值

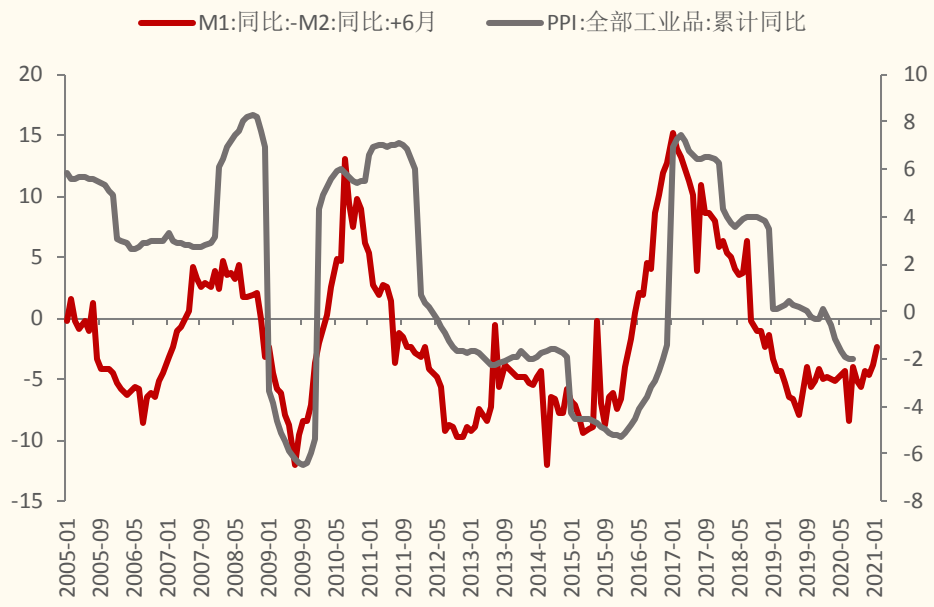
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：PPI 与工业增加值同比增速



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：M1-M2 与 PPI 增速

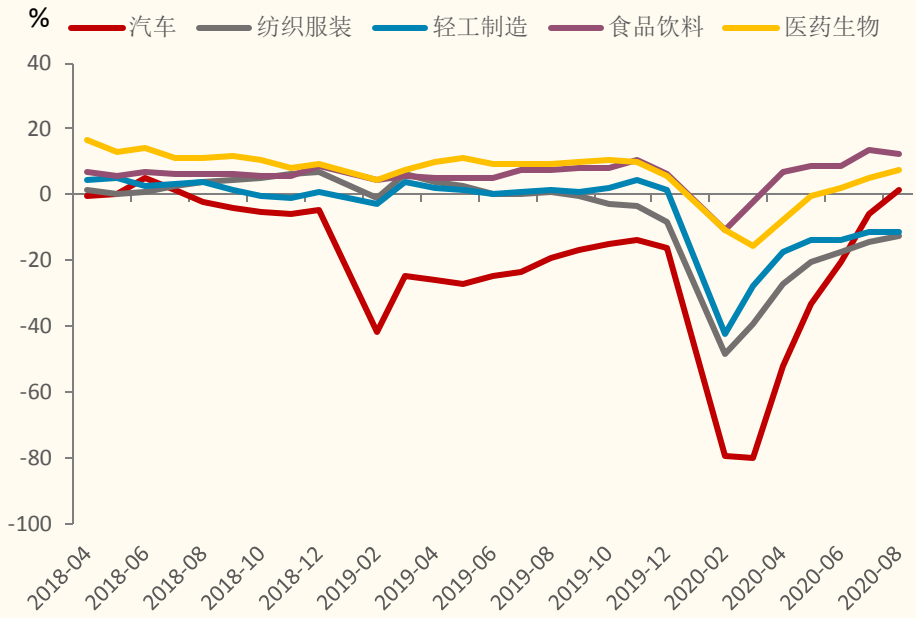


来源：Wind、国金证券研究所

2.2 下游行业业绩延续较快的恢复强度，上游行业业绩仍相对疲软

- 随着疫情冲击的缓和，终端需求延续了较强的恢复强度，从工业企业利润数据来看，三季度以来食品饮料、医药等必需消费品行业利润增速已经转正，汽车行业利润增速也加速回升，8 月累计利润增速已转正。但三季度纺织服装和轻工制造行业利润增速恢复斜率有所放缓。

图表 4：下游工业企业利润增速

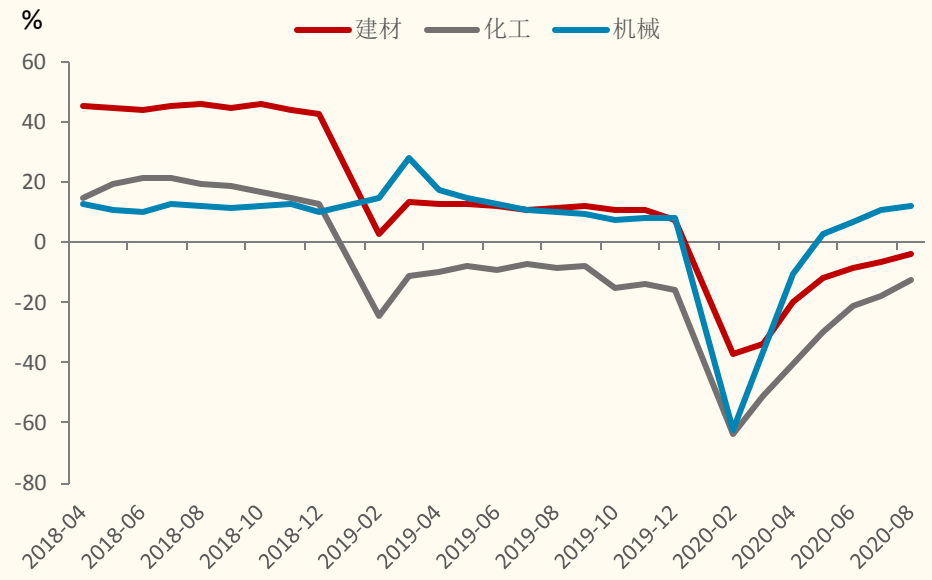


说明：相关行业利润增速按照收入加权计算

来源：Wind、国金证券研究所

- 对于中游行业，机械行业利润增速保持较高增长，8 月累计利润增速达 12%。建材和化工行业利润增速仍处在负区间，但 V 型反弹趋势持续向好。

图表 5：中游工业企业利润增速

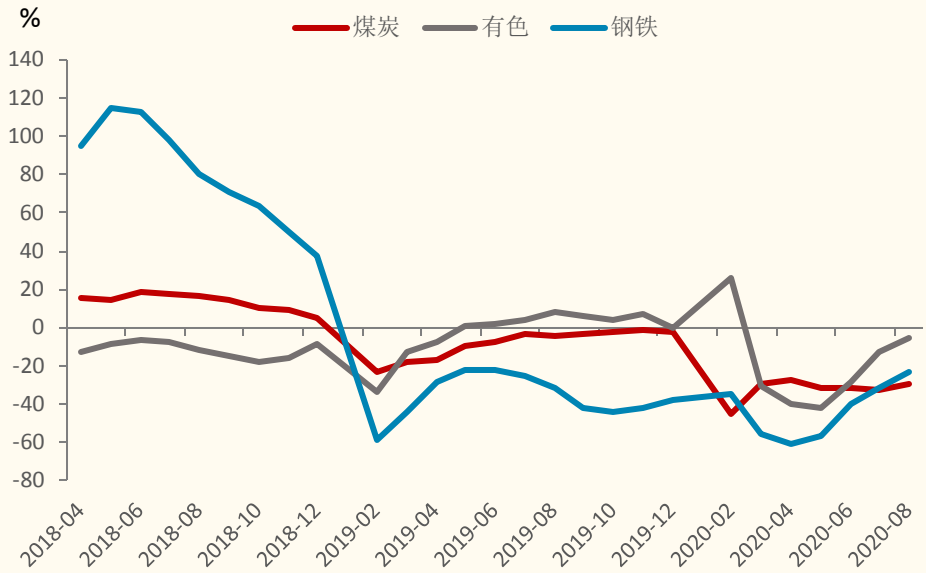


说明：相关行业利润增速按照收入加权计算

来源：Wind、国金证券研究所

- 上游行业整体利润增速仍相对疲软，钢铁、煤炭、有色行业利润增速均处在负区间，其中煤炭行业利润增速没有明显的回升，有色和钢铁行业利润增速呈现 U 型恢复的态势。

图表 6：上游工业企业利润增速



说明：相关行业利润增速按照收入加权计算

来源：Wind、国金证券研究所

三、自下而上：分析师盈利预测悲观预期经历明显修复

3.1 三季报业绩预告同样验证了下游业绩较强的结论

- 截止 9 月 29 日，发布三季报业绩预告的公司并不多，仅有 584 家，但从披露业绩预告的重点公司三季度业绩前瞻来看，下游业绩持续改善的趋势同样明显。比如，休闲食品、电子、医药和汽车等行业重点公司三季报业绩预告均同比继续高增长。

图表 7：重点公司三季度业绩预告

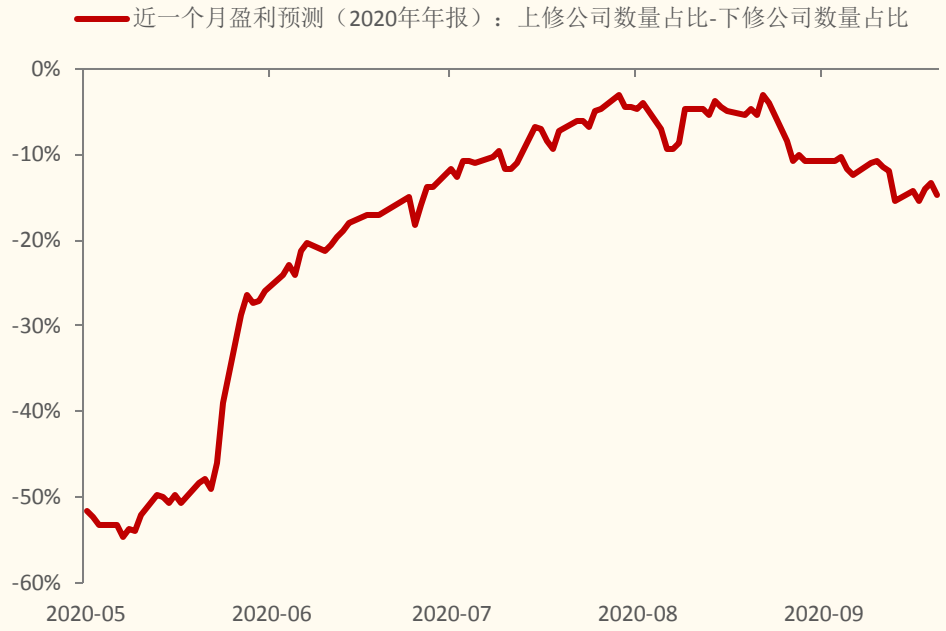
证券代码	名称	行业	预告日期	预警类型	预告净利润下限（万元）	预告净利润上限（万元）	预告净利润同比增长下限（%）	预告净利润同比增长上限（%）
002582.SZ	好想你	食品饮料	2020-08-05	预增	220424	227323	1588.0	1640.9
002661.SZ	克明面业	食品饮料	2020-08-26	预增	25859	27185	95.0	105.0
002847.SZ	盐津铺子	食品饮料	2020-08-04	预增	17500	18500	95.0	106.1
002049.SZ	紫光国微	电子	2020-08-20	预增	54762	69365	50.0	90.0
002055.SZ	得润电子	电子	2020-08-27	预增	24000	31000	400.3	546.2
002241.SZ	歌尔股份	电子	2020-08-21	预增	167449	187149	70.0	90.0
002351.SZ	漫步者	电子	2020-08-19	预增	13643	16050	70.0	100.0
002475.SZ	立讯精密	电子	2020-08-25	预增	404253	462004	40.0	60.0
002745.SZ	木林森	电子	2020-08-11	续盈	58000	73000	-15.8	5.9
300115.SZ	长盈精密	电子	2020-08-18	预增	38908	40908	106.8	117.4
000661.SZ	长春高新	医药生物	2020-09-15	预增	217095	229501	75.0	85.0
002030.SZ	达安基因	医药生物	2020-08-29	预增	110000	140000	1272.1	1646.3
002044.SZ	美年健康	医药生物	2020-08-31	首亏	-58000	-43000	-229.0	-196.0
002223.SZ	鱼跃医疗	医药生物	2020-08-15	预增	135452	142581	90.0	100.0
000550.SZ	江铃汽车	汽车	2020-08-28	预增	31534	39418	100.0	150.0
002594.SZ	比亚迪	汽车	2020-08-29	预增	280000	300000	77.9	90.6
000786.SZ	北新建材	建筑材料	2020-08-20	扭亏	158500	168700	14728.0	15669.3
002059.SZ	云南旅游	休闲服务	2020-08-28	首亏	-5000	-2600	-180.7	-141.9
002405.SZ	四维图新	计算机	2020-08-28	首亏	-28571	-22856	-1281.3	-1045.1
000703.SZ	恒逸石化	化工	2020-08-29	预增	300000	340000	35.5	53.6
002493.SZ	荣盛石化	化工	2020-08-12	预增	550000	600000	197.9	225.0
002269.SZ	美邦服饰	纺织服装	2020-08-27	续亏	-72000	-52000	-202.8	-118.7
002563.SZ	森马服饰	纺织服装	2020-08-26	预减	0	26146	-100.0	-80.0
002155.SZ	湖南黄金	有色金属	2020-08-25	预增	20289	25361	100.0	150.0
002466.SZ	天齐锂业	有色金属	2020-08-31	首亏	-159000	-95400	-1239.9	-783.9
002400.SZ	省广集团	传媒	2020-08-20	首亏	-6000	0	-154.4	-100.0

来源：Wind、国金证券研究所

3.2 分析师盈利预测悲观预期经历了明显的修复

- 从沪深 300 成分股的分析师盈利预测变化来看，5 月以来市场对 2020 年盈利预测悲观预期经历了明显的修复，盈利下调公司数量相对盈利上调公司数量的差额在缩小。尽管 8 月底中报披露后，整体盈利下调公司数量相对有所增加，但原因主要是中报披露后分析师对企业盈利预测的小修正。

图表 8：沪深 300 成分股盈利预测上修和下修公司数量变化



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**全球和国内经济恢复不及预期、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