

分析师:

张启尧 S0190521080005

张倩婷 S0190521110002

107 个细分行业景气梳理与展望

2021 年 11 月 23 日

投资要点

★ 上游资源：煤炭、有色供需错配格局带动业绩高增长

全球复苏叠加能耗双控等政策影响，上游资源品煤炭、金属等供需错配格局持续，价格易涨难跌，带动业绩高增长。往后看，**油价**或将维持高位震荡；煤炭供需缺口有所收敛，从 2021Q4 起，煤炭板块业绩增速预计将逐步环比回落；**黄金抗通胀配置属性有望逐步显现**，全球新能源车需求放量+上游矿端成本高企，**锂、钴等新能源金属价格仍具备强劲支撑**。

★ 中游材料：化工景气回暖，建材业绩分化显著

地产基建严监管背景下，钢材、水泥、玻璃等需求端也相应承压。化工产品在经济复苏叠加能耗双控压缩供给影响下，价格持续上行支撑景气回暖。往后看，钢铁板块业绩增速在 2021Q4 或将继续回落。**化工品预计 2021Q4 景气度有望向好**，但 2022 年或将供给放量，关注**农药、化肥**等供需格局有望维持紧平衡的细分行业。双碳革命背景下，关注**光伏玻璃、玻纤**等板块给建材带来的新业绩增长点。

★ 中游制造：新能源高景气有望延续，军工多点开花

新能源景气高企；主机厂需求强劲，带动军工多个子板块景气加速；传统机械受经济下行+上半年地方专项债投放不及预期影响，带动整体机械板块增速趋缓；受地产严监管影响，建筑、轻工制造景气度承压；往后看，继续看好**光伏、风电和新能源车 2021Q4 业绩高增；军工在“十四五”迎来重要战略机遇期，2021Q4 业绩有望继续兑现**；机械中的**高端制造**相关板块也值得关注。

★ 可选消费：汽车景气拐点或将来临

疫情扰动阻滞可选消费板块复苏，而房地产链条持续承压。往后看，随着疫苗接种及新冠特效药试验取得进展，消费者服务有望复苏，但终端消费需求修复速度较慢。房企融资环境边际改善，房地产合理贷款需求得到满足，**资质优秀的房企业绩或将改善**，具有地产后周期属性的家电板块业绩或将继续承压。随着缺芯缓解，乘用车处于库存低点+真实需求不弱，**汽车景气拐点或将来临**。

★ 必需消费：关注医药高景气子板块

疫情扰动下消费需求修复趋缓，阻碍纺服、商贸零售、食品饮料等板块复苏。农林牧渔板块受猪价深跌、鸡价调整等影响，行业亏损幅度创新高；医药板块受高基数和集采扰动影响，业绩呈现较大分化。往后看，**关注医药板块具有较强景气支撑的子板块，如 CXO、创新药等**。猪周期或继续磨底震荡，而粮食安全战略下，**种植业景气度或将持续受政策呵护**。大众品如啤酒、乳制品、调味品等开启提价周期，以对冲上游成本压力。

★ 其他服务业：航空行业供需格局的反转带来的业绩上行

受煤价高企、降雨回归正常水平等因素影响，公用事业板块业绩同比下滑。而交运板块则受到疫情扰动冲击。往后看，2022 年电煤长协合同落地尚有时日，公用事业业绩或将继续承压。建议关注**航空行业供需格局反转带来的业绩上行**；快递板块的价格战也将随着兼并重组、监管趋紧而有所缓解。

★ TMT：半导体景气高企

供给端芯片产能持续紧张，需求端汽车电动化智能化、物联网发展等趋势凸显，半导体景气高企。而受疫情散发影响，新基建节奏受扰动，使通信板块业绩下滑。往后看，国产替代仍然是产业主线，多家半导体公司已披露扩产计划，**半导体高景气度有望延续**。随着经济下行压力凸显，新基建有望发挥托底作用，在 5G 后周期阶段，关注下游 5G 应用的爆发。而在传媒板块中，随着疫情防控推进以及优质进口片的供给恢复，**电影板块的经营业绩有望改善**。

★ 金融：财富管理将带来业务新增量

银行业绩持续兑现，2020 高基数扰动下，证券板块业绩有所回落。保险板块则呈现负债端弱复苏、资产端稳定的特点。往后看，在居民财富转移的大趋势下，持续关注**财富管理为证券、银行板块带来的新利润增量**。上市险企加大人力清虚导致新单业务持续低迷，业绩仍将承压。

风险提示：关注全球资本回流美国超预期，中美博弈超预期等。

联系方式

021-38565932

zhangqiyao@xyzq.com.cnzhangqianting@xyzq.com.cn

相关报告

20211122

《跨年行情：关注券商这个行情演绎的载体》

20211121

《跨年行情：将是一波大小共振的指数行情——A 股策略周报》

20211120

《“小高新”：科创共富时代的弄潮儿——2022 年 A 股投资机会展望》

20211119

《小盘股领涨——风格与估值系列》

20211118

《解禁压力与净减持规模均提升——市场情绪跟踪周报》

20211115

《近期北上资金加仓哪些板块——陆股通跟踪周报》

20211115

《如果中美经贸缓和，将利好哪些行业？》



目 录

1、上游资源：煤炭、有色供需错配格局带动业绩高增长.....	4 -
2、中游材料：化工景气回暖，建材业绩分化显著.....	6 -
3、中游制造：新能源高景气有望延续，军工多点开花.....	9 -
4、可选消费：汽车景气拐点或将来临	13 -
5、必需消费：关注医药高景气子板块	16 -
6、其他服务业：航空供需格局反转有望带来业绩上行.....	19 -
7、TMT：半导体景气高企	21 -
8、金融：财富管理将带来业务新增量	24 -
9、风险提示	26 -

图 1、上游资源板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股） -	5 -
---	-----

图 2、上游资源板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）	5 -
---	-----

图 3、油价 2021Q3 走高	5 -
------------------------	-----

图 4、自 2021Q3 起，煤价中枢持续上移.....	5 -
------------------------------	-----

图 5、煤炭库存 2021 年 11 月以来明显回升.....	6 -
---------------------------------	-----

图 6、2021 年 11 月以来 COMEX 黄金价格保持在 1800 美元/盎司以上	6 -
--	-----

图 7、2021Q3 工业金属价格高位震荡（单位：美元/吨）	6 -
--------------------------------------	-----

图 8、2021Q3 新能源金属价格具备强劲支撑.....	6 -
-------------------------------	-----

图 9、中游材料板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股） -	7 -
---	-----

图 10、中游材料板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）	8 -
--	-----

图 11、钢材库存 2021 年 7 月中旬以来持续下降.....	8 -
-----------------------------------	-----

图 12、供需双弱，钢材价格 2021 年 11 月以来持续回落.....	8 -
---------------------------------------	-----

图 13、2021 年 10 月以来，化工产品价格指数先涨后跌.....	9 -
--------------------------------------	-----

图 14、2021Q3 以来玻璃期货价格持续回落而水泥价格中枢上移.....	9 -
--	-----

图 15、中游制造板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股） ..	11 -
---	------

图 16、中游制造板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）	12 -
--	------

图 17、多晶硅价格 2020 年 7 月起持续走高.....	12 -
---------------------------------	------

图 18、军工重点主机厂 2021Q3 合同负债激增.....	12 -
---------------------------------	------

图 19、2021Q3 挖掘机销量低于 2020 年同期（单位：台）	13 -
--	------

图 20、工业机器人产量 2021 年以来持续高增.....	13 -
--------------------------------	------

图 21、建筑业投资 2021 年 2-7 月当月同比增速为负	13 -
---------------------------------------	------

图 22、纸品价格 2021 年 3 月后持续回落	13 -
---------------------------------	------

图 23、可选消费板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股） ..	14 -
---	------

图 24、可选消费板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）	15 -
--	------

图 25、2021 年 3 月以来，免税销售额受疫情冲击呈下降趋势.....	15 -
--	------

图 26、2021 年 3 月后，家电零售额同比增速显著回落.....	15 -
-------------------------------------	------

图 27、2021 年 7 月以来，商品房销售面积持续下滑.....	16 -
------------------------------------	------

图 28、2021 年以来，新能源车当月销量同比增速均超过 100%	16 -
--	------

图 29、必需消费板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股） ..	17 -
---	------

图 30、必需消费板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）	18 -
--	------

图 31、纺织品同比增速 2021Q3 以来持续回落.....	18 -
---------------------------------	------

图 32、2009-2021 年国内 1 类生物药 IND 数量上行	- 18 -
图 33、2020 年以来玉米价格一路上扬	- 19 -
图 34、2021Q3 以来猪价深跌	- 19 -
图 35、其他服务业板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股）	- 20 -
图 36、其他服务业板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）	- 20 -
图 37、2015-2021Q3 火电装机始终比重超过 50%	- 20 -
图 38、2020 年以来，受疫情扰动影响，国际航线的民航客运量显著承压	- 20 -
图 39、TMT 板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股） ..	- 22 -
图 40、TMT 板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）	- 23 -
图 41、2020 年 4 月起，费城半导体指数持续上行	- 23 -
图 42、2021 年 2 月起，受 2020 年高基数扰动，电信业务总量当月同比增速持续为负	- 23 -
图 43、计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资完成额 2021 年以来持续高增	- 24 -
图 44、电影票房及观影人次在“五一”、“十一”黄金周通常会出现阶段性高点 ..	- 24 -
图 45、金融板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股） ..	- 25 -
图 46、金融板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）	- 25 -
图 47、2021 年以来金融机构人民币贷款加权平均利率总体回落	- 25 -
图 48、2021Q3A 股成交量持续超万亿元	- 25 -

1、上游资源：煤炭、有色供需错配格局带动业绩高增长

石油石化 2021Q3 业绩增速为 203.8%（基于中证 800+中证 1000 成分股，以下皆同），增速较 Q2 环比回落 221.5%。全球经济复苏共振，叠加天然气短缺，共同支撑原油需求，而 OPEC+谨慎增产，限制了原油供应量，导致油价 2021Q3 走高，回升至 2018 年 9-10 月间的油价高点，带动板块业绩同比大幅增长。往后看，EIA 商业原油库存总体呈上升趋势，叠加 11 月美联储决定启动 Taper、伊朗核谈判重启、北溪二号管道开始试运营等多重因素作用下，原油供给提升，油价或将维持高位震荡。

煤炭 2021Q3 业绩增速为 67.0%，增速较 Q2 环比回升 5.3%。三季度以来，受能耗双控及刚性补库需求影响，煤炭供需错配带动煤价大幅上涨。10 月以来，煤价受政策密集调控及增产保供影响，价格又大幅回落。往后看，需求端，冬季来临，叠加全球拉尼娜现象的影响，煤炭需求进入旺季；供给端，在保供稳价政策作用下，煤炭库存已有所回升，以秦皇岛港煤炭库存为例，10 月初不足 400 万吨，而 11 月后则长期在 500 万吨上方，煤炭供需缺口有所收敛。尽管供需趋紧问题暂时无法完全解决，煤价中枢也有所抬升，但从 2021Q4 起，煤炭板块业绩增速预计将逐步环比回落。

有色金属 2021Q3 业绩增速为 202.5%，增速较 Q2 环比回升 16.9%。供给端，双碳政策及能源价格高企抬升高能耗品种的生产成本，且各省市限制新增产能，进一步收紧高能耗金属的供给瓶颈；需求端，全球复苏持续，叠加碳中和全球共振趋势，对工业金属、新能源金属的需求持续旺盛，工业金属及新能源金属的价格易涨难跌，持续支撑行业高景气。往后看，美联储已宣布 Taper，但后续加息言论偏鸽派，流动性仍然充足，支撑大宗商品价格，有色金属板块高景气有望延续。从分项来看，贵金属方面，全球主要经济体通胀预期上行，带动实际利率重新进入下行趋势，**黄金抗通胀配置属性有望逐步显现**；工业金属方面，煤炭价格回落，带动工业金属价格回调，但拜登基建计划已通过，海外需求仍在恢复；新能源金属方面，全球新能源车需求持续放量，叠加上游矿端成本高企，**锂、钴等新能源金属价格仍具备强劲支撑。**

图 1、上游资源板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	21Q3-21Q2	21Q2-21Q1	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
石油石化	-221.5%	127.2%	203.8%	425.3%	298.1%	-34.2%
石油开采 II	331.5%	7.2%	618.9%	287.5%	280.3%	-57.2%
石油化工	-528.4%	351.5%	123.6%	652.0%	300.5%	-22.6%
油服工程	11.0%	-6.0%	19.8%	8.8%	14.7%	-9.6%
煤炭	5.3%	18.1%	67.0%	61.7%	43.6%	-5.4%
煤炭开采洗选	4.4%	20.4%	61.2%	56.8%	36.4%	-5.5%
煤炭化工	22.2%	-445.1%	302.9%	280.7%	725.8%	-0.5%
有色金属	16.9%	-3.3%	202.5%	185.6%	188.9%	22.2%
贵金属	-3.3%	-15.2%	44.5%	47.8%	63.0%	78.0%
工业金属	-55.6%	2.3%	203.9%	259.5%	257.2%	-17.6%
稀有金属	286.3%	-11.1%	528.8%	242.5%	253.6%	65.6%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、上游资源板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2
石油石化	7.5%	9.3%	3.5%	4.6%	102.4%	98.4%	51.8%	51.2%
石油开采 II	6.2%	7.4%	3.6%	4.7%	92.2%	85.5%	46.0%	45.5%
石油化工	9.2%	12.0%	3.4%	4.7%	118.2%	113.9%	56.0%	55.5%
油服工程	4.6%	5.3%	3.5%	2.8%	48.9%	72.5%	62.1%	62.1%
煤炭	9.8%	11.2%	11.7%	10.2%	43.4%	55.2%	48.2%	49.7%
煤炭开采洗选	9.6%	11.1%	11.6%	10.1%	42.8%	55.3%	48.4%	49.9%
煤炭化工	13.6%	13.2%	13.4%	14.4%	59.1%	52.7%	42.0%	42.6%
有色金属	8.9%	8.4%	3.7%	3.2%	109.7%	118.8%	54.3%	54.9%
贵金属	7.7%	8.7%	4.6%	4.2%	79.3%	100.1%	52.2%	52.1%
工业金属	8.1%	7.1%	2.6%	2.2%	134.5%	136.4%	56.4%	57.6%
稀有金属	11.3%	10.7%	6.8%	5.6%	80.9%	93.4%	51.4%	50.8%

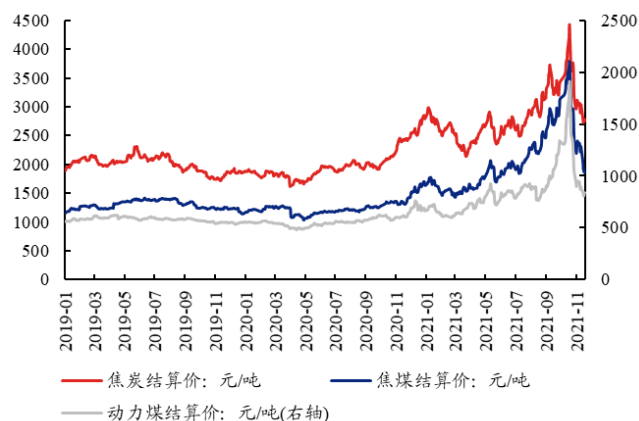
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、油价 2021Q3 走高



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、自 2021Q3 起，煤价中枢持续上移



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、煤炭库存 2021 年 11 月以来明显回升



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2021 年 11 月以来 COMEX 黄金价格保持在 1800 美元/盎司以上



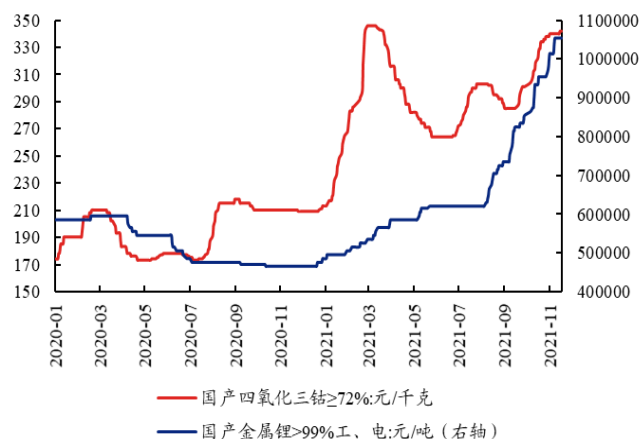
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2021Q3 工业金属价格高位震荡（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2021Q3 新能源金属价格具备强劲支撑



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2、中游材料：化工景气回暖，建材业绩分化显著

钢铁 2021Q3 业绩增速为 165.0%，增速较 Q2 环比回落 81.7%。受双碳、能耗双控等政策影响，钢铁价格在 2021Q3 持续上行，但在限产政策影响下，钢铁产销量超预期下行，导致业绩增速边际大幅回落。往后看，需求端，传统钢材消费淡季来临，供给端双碳、环保限产政策叠加采暖季来临影响，钢材产出及库存继续下滑。钢材基本面呈现供需双弱格局，钢价自 11 月以来持续下滑，钢铁板块业绩增速在 2021Q4 或将继续回落。

基础化工 2021Q3 业绩增速为 134.6%，增速较 Q2 环比回落 31.3%。供需紧平衡

叠加能耗双控压缩供给，化工产品价格指数持续上行，总体上已修复至疫情前水平，支撑板块景气回暖。往后看，需求端，随着疫情影响消退，汽车、纺服等下游需求继续向正常水平回归；供给端受双碳、安环监管等限产政策影响大，供需或将维持紧平衡格局。10月以来，化工产品价格指数先涨后跌，但整体价格中枢较2021Q3已有所抬升，**预计2021Q4景气度有望向好**。但基础化工板块2021Q3的固定资产同比增速和在建工程同比增速分别为53.9%和89.2%，产能投放加速，2022年或供给放量，并使业绩承压。建议关注**农药、化肥等**供需格局有望维持紧平衡的细分子行业。

建材2021Q3业绩增速为31.8%，增速较Q2环比回升8.3%。低库存与强刚需支撑下，玻纤价格Q3持续上行，专用材料板块业绩增速高达119%，远超建材板块整体。然而，地产基建投资增速下滑，玻璃、水泥及消费建材下游需求也相应承压，叠加上游原材料如煤炭等价格走强，导致建材板块业绩出现显著分化。往后看，近期房地产政策放松预期逐步升温，房企融资环境也出现边际改善。**若地产复苏，水泥、玻璃等需求也将回暖**，但政策放松幅度有待观察。双碳背景下，光伏风电装机量的提升、绿色建筑普及也将提振**光伏玻璃、玻纤等**板块的景气度，为建材板块开拓新增长点。

图9、中游材料板块累计归母净利润增速（基于中证800+中证1000成分股）

中信行业	21Q3-21Q2	21Q2-21Q1	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
钢铁	-81.7%	-3.7%	165.0%	246.7%	250.4%	-1.1%
普钢	-89.3%	-21.8%	200.1%	289.4%	311.3%	0.0%
其他钢铁	-135.7%	31.8%	181.6%	317.4%	285.6%	-37.1%
特钢	-29.1%	1.4%	36.0%	65.1%	63.7%	16.2%
基础化工	-31.3%	-47.7%	134.6%	166.0%	213.7%	8.6%
农用化工	-50.1%	-66.2%	216.9%	267.0%	333.2%	6.3%
化学纤维	513.03%	-3038.6%	1264.88%	751.8%	3790.4%	-13.4%
化学原料	30.7%	123.8%	337.6%	306.9%	183.1%	13.5%
其他化学制品II	-31.7%	-27.3%	92.8%	124.4%	151.7%	-4.6%
塑料及制品	-13.9%	-185.8%	11.0%	24.8%	210.6%	58.7%
橡胶及制品	-171.2%	103.3%	6.9%	178.1%	74.8%	29.0%
建材	8.3%	-56.0%	31.8%	23.5%	79.5%	13.6%
结构材料	15.7%	-47.0%	24.7%	8.9%	55.9%	5.3%
装饰材料	-38.2%	-218.8%	24.9%	63.1%	281.9%	85.0%
专用材料II	-31.5%	-32.2%	119.2%	150.7%	182.9%	17.1%

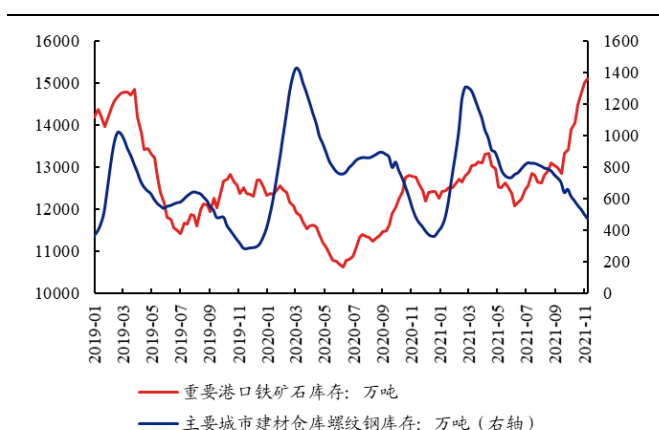
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、中游材料板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2
钢铁	5.4%	12.3%	5.0%	5.6%	48.7%	96.1%	55.3%	55.9%
普钢	4.7%	11.7%	4.3%	5.2%	46.8%	97.2%	56.3%	56.8%
其他钢铁	5.3%	10.7%	13.7%	11.8%	24.3%	55.0%	37.3%	39.2%
特钢	15.6%	22.0%	7.5%	8.6%	92.2%	112.7%	55.5%	56.1%
基础化工	13.7%	14.3%	13.5%	10.7%	52.6%	67.4%	48.3%	49.3%
农用化工	12.9%	13.3%	10.5%	7.9%	57.4%	77.4%	53.2%	54.0%
化学纤维	16.2%	14.5%	12.2%	11.0%	61.0%	59.0%	54.0%	55.3%
化学原料	17.1%	15.1%	16.8%	12.5%	54.5%	62.5%	46.3%	48.3%
其他化学制品 II	15.3%	14.6%	14.1%	13.3%	57.8%	57.9%	47.0%	47.2%
塑料及制品	13.1%	15.1%	12.5%	13.6%	63.4%	68.3%	39.7%	38.4%
橡胶及制品	3.2%	11.3%	11.4%	4.9%	13.1%	97.1%	53.9%	57.7%
建材	15.1%	18.1%	14.2%	15.8%	59.3%	74.9%	44.4%	34.9%
结构材料	14.4%	18.0%	13.8%	16.0%	58.4%	78.4%	44.0%	30.0%
装饰材料	16.4%	18.5%	13.2%	13.7%	73.1%	81.2%	41.1%	39.9%
专用材料 II	20.5%	18.7%	20.0%	17.9%	48.4%	47.6%	52.8%	54.5%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、钢材库存 2021 年 7 月中旬以来持续下降



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、供需双弱，钢材价格 2021 年 11 月以来持续回落



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2021 年 10 月以来，化工产品价格指数先涨后跌



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2021Q3 以来玻璃期货价格持续回落而水泥价格中枢上移



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、中游制造：新能源高景气有望延续，军工多点开花

电力设备及新能源 2021Q3 业绩增速为 36.7%，增速较 Q2 环比回落 6.1%。受益于双碳背景能源结构变革需求，光伏、风电装机需求高增且技术降本持续推进，持续支撑新能源产业链景气度。往后看，光伏方面，硅料有望延续紧平衡，价格盈利维持高位，而在煤电电价上浮比例上调、光伏 LCOE 逐年下降等因素的推动下，光伏渗透率将继续提升，据兴业证券电新组测算，2021 年国内光伏装机量将达到 60GW。且美国恢复光伏组件 201 关税豁免权，又将进一步提振光伏出口企业业绩。风电方面，双碳大趋势下，风电大基地项目后续有望稳步推进，叠加风机大型化等技术降本趋势，业绩成长曲线已逐步凸显。新能源车方面，钢铁、铜等重要原材料价格回落，而新能源车渗透率加速提升，需求超预期增长，支撑新能源车产业链高景气。在产业链整体高景气支撑下，继续看好光伏、风电和新能源车 2021Q4 业绩高增。

国防军工 2021Q3 业绩增速为 16.5%，增速较 2021Q2 环比回升 6.0%。截至 2021 年三季报，6 家重点主机厂中航沈飞、中航西飞、洪都航空、中直股份、航发动力、航发科技合同负债合计 691.05 亿元，同比增长 599.42%。合同负债的大幅提升表明航空主机厂需求强劲且对重点军机的需求已明确落地，带动军工多个子板块景气加速，如军工电子元器件、新型军机、导弹及航空发动机产业链等。往后看，从企业经营来看，在军工下游需求有望加速落地，带来利润弹性；从战略视角来看，中美大国博弈将长期化，国防安全重要性凸显；另外，“十四五”规划还强调要“加快国防和军队现代化，实现富国和强军相统一”，同时《国家安全战略（2021-2025 年）》、《军队功勋荣誉表彰条例》等重要文件正在审议中，助推军工行业迎来重要战略机遇期，2021Q4 业绩有望进一步兑现。

机械 2021Q3 业绩增速为 30.1%，增速较 2021Q2 环比回落 12.7%。整体来看，受

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经济下行、地方专项债投放不及预期、地产基建严监管等影响，挖掘机等传统机械设备销售放缓，进而使板块整体增速趋缓。成长性较强的仪器仪表和专用机械（如半导体设备、光伏设备和锂电设备等），则成为板块新的业绩增长点，业绩增速环比回升。往后看，经济下行压力凸显，与基建相关性高且周期性强的传统机械板块业绩或将继续被压制。但从固定资产投资完成额来看，高技术制造业的累计同比增速高于制造业整体，或将带动高端制造相关子板块景气度回升。“十四五”规划中提出要“培育先进制造业集群”，“增强制造业核心竞争力”，高端制造将持续受到政策呵护。建议关注机器人、高端数控机床、激光加工设备等通用机械，半导体设备、锂电设备、光伏设备等专用机械为代表的高端制造领域。此外，2021Q4 是北美需求旺季，叠加欧美消费升级、美国对华加征关税豁免等趋势，出口型的机械企业业绩或将进一步增厚。

建筑 2021Q3 业绩增速为 23.4%，增速较 2021Q2 环比回落 8.1%。受基建地产低迷影响，建筑板块景气度承压。受地产需求下行及部分房企债务问题影响，建筑企业信用减值损失增加，业绩增速也随之下滑。往后看，建议关注稳增长压力下，基建地产相关的政策风向变化，当前房地产政策虽出现放松预期，但放松幅度仍有待观望，对建筑板块的需求提振作用尚未完全体现。

轻工制造 2021Q3 业绩增速为 30.1%，增速较 2021Q2 环比回落 53.0%。家居、造纸、必选消费板块受原材料、能源价格上升影响，成本端压力凸显。家居属于地产后周期板块，地产承压拖累业绩；受纸品价格整体回落影响，造纸板块景气度低迷。往后看，纸品价格尚未出现回升迹象，预计 2021Q4 业绩继续下行；属于地产链的家居板块 2021Q4 业绩也可能继续承压，在国内，2021 年以来房地产销售面积大幅下行，近日融资政策虽有所松动，但居民购房需求尚未出现明显回暖，对家居产品的内销提振有限；在海外，海外地产需求依然较旺，带动家具、灯具等品类出口高增，但运费、原材料等因素则对家居板块盈利能力带来压制。

图 15、中游制造板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	21Q3-21Q2	21Q2-21Q1	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
电力设备及新能源	-6.1%	-90.1%	36.7%	42.8%	132.9%	23.7%
电气设备	-21.6%	-113.4%	34.2%	55.9%	169.3%	32.4%
电源设备	-0.3%	-88.5%	10.6%	10.8%	99.3%	22.9%
新能源动力系统	-105.9%	-35.9%	162.0%	268.0%	303.8%	5.9%
国防军工	6.0%	21.0%	16.5%	10.5%	-10.5%	55.3%
航空航天	-14.8%	-92.0%	38.8%	53.6%	145.6%	25.3%
兵器兵装 II	13.3%	-142.8%	33.8%	20.5%	163.3%	18.3%
其他军工 II	11.0%	31.2%	-0.1%	-11.1%	-42.3%	91.9%
机械	-12.7%	-117.3%	30.1%	42.8%	160.1%	15.1%
工程机械 II	-19.4%	-123.0%	6.9%	26.3%	149.3%	33.6%
专用机械	14.4%	-45.8%	61.4%	47.0%	92.8%	10.5%
通用设备	-18.5%	-72.6%	15.5%	34.0%	106.6%	-24.6%
运输设备	-29.9%	-598.3%	69.2%	99.1%	697.4%	7.7%
仪器仪表 II	8.7%	-779.3%	1.7%	-7.0%	772.3%	-1.9%
金属制品 II	-278.1%	186.3%	63.8%	341.9%	155.6%	-67.5%
建筑	-8.1%	-32.9%	23.4%	31.4%	64.4%	1.5%
建筑施工	-6.5%	-30.8%	25.6%	32.1%	62.9%	2.3%
建筑装饰 II	-42.0%	-180.6%	-25.7%	16.3%	197.0%	-22.3%
建筑设计及服务 II	-5.2%	-13.6%	0.4%	5.6%	19.3%	-11.2%
轻工制造	-53.0%	-51.4%	30.1%	83.1%	134.5%	7.6%
造纸 II	-88.5%	-17.8%	73.0%	161.6%	179.4%	15.8%
包装印刷	-16.0%	-36.8%	16.9%	32.9%	69.7%	4.0%
家居	-72.4%	-1413.8%	15.6%	88.0%	1501.8%	-6.0%
文娱轻工 II	9.2%	14.8%	-14.5%	-23.8%	-38.5%	55.9%

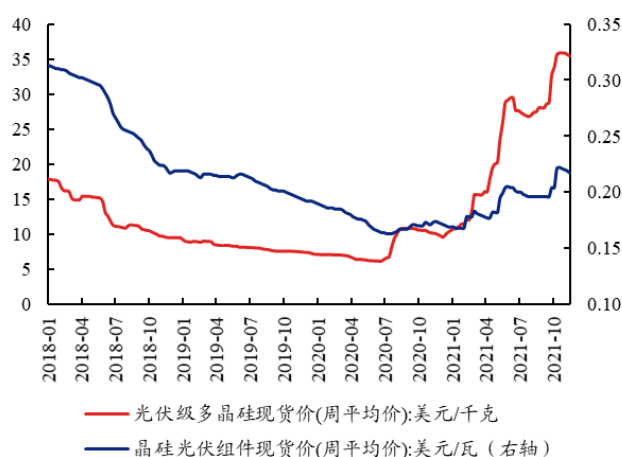
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、中游制造板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2
电力设备及新能源	6.3%	7.7%	7.0%	7.2%	38.2%	45.0%	57.7%	58.0%
电气设备	6.0%	10.8%	8.6%	10.2%	34.4%	52.8%	50.5%	50.0%
电源设备	6.2%	6.3%	6.2%	5.9%	38.2%	40.6%	61.5%	62.1%
新能源动力系统	7.4%	7.9%	7.9%	7.1%	45.3%	54.8%	51.3%	50.6%
国防军工	4.4%	5.7%	9.5%	7.0%	22.8%	39.7%	51.4%	51.0%
航空航天	3.6%	5.6%	6.1%	5.9%	27.6%	44.8%	53.0%	52.5%
兵器兵装 II	5.6%	5.3%	5.4%	4.9%	50.6%	53.1%	51.3%	50.7%
其他军工 II	5.1%	5.9%	18.3%	9.1%	14.0%	32.7%	49.8%	49.4%
机械	7.1%	10.6%	9.1%	7.8%	33.4%	57.1%	57.1%	58.2%
工程机械 II	12.1%	17.1%	10.4%	9.5%	50.2%	73.8%	56.8%	58.7%
专用机械	8.2%	10.1%	8.9%	9.4%	44.3%	52.5%	51.8%	51.1%
通用设备	2.7%	7.5%	4.4%	6.7%	25.8%	45.3%	57.7%	59.6%
运输设备	5.1%	8.0%	9.4%	5.9%	21.4%	52.8%	60.4%	61.3%
仪器仪表 II	7.2%	9.7%	13.1%	14.6%	40.6%	49.1%	25.9%	26.0%
金属制品 II	2.1%	6.4%	3.3%	4.6%	31.1%	66.8%	49.8%	52.3%
建筑	3.2%	7.1%	2.9%	2.7%	28.7%	67.5%	74.7%	74.6%
建筑施工	3.2%	7.1%	2.8%	2.6%	28.8%	67.6%	74.9%	74.8%
建筑装饰 II	3.0%	10.1%	5.0%	6.0%	23.3%	65.7%	60.6%	61.0%
建筑设计及服务 II	6.8%	13.1%	9.6%	9.2%	31.8%	56.9%	55.1%	60.0%
轻工制造	9.7%	13.5%	9.1%	9.3%	51.3%	69.1%	51.9%	52.2%
造纸 II	9.7%	13.7%	9.7%	9.6%	41.1%	57.8%	58.9%	59.4%
包装印刷	6.2%	11.0%	7.9%	8.9%	45.7%	71.9%	42.3%	42.2%
家居	13.1%	14.7%	10.1%	9.8%	69.1%	81.2%	47.0%	45.8%
文娱轻工 II	12.9%	19.5%	6.1%	7.8%	109.9%	124.1%	48.3%	50.4%

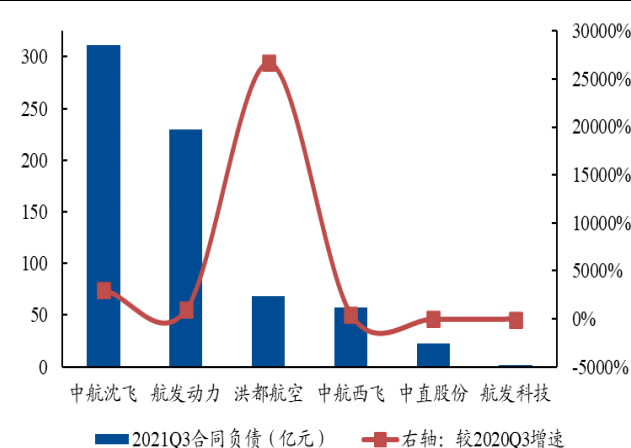
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、多晶硅价格 2020 年 7 月起持续走高



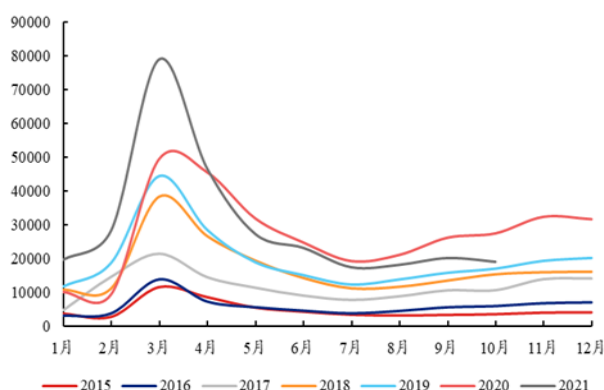
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、军工重点主机厂 2021Q3 合同负债激增



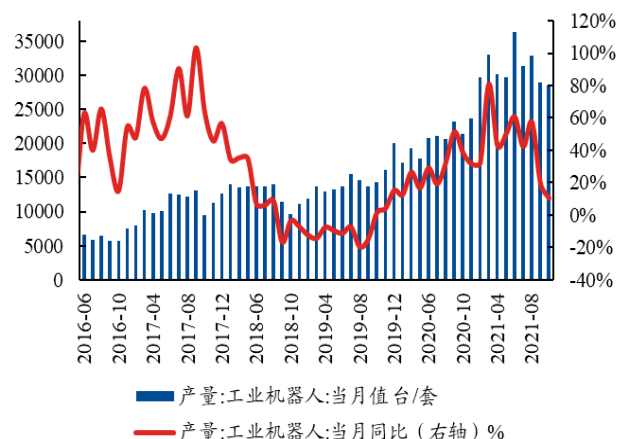
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2021Q3 挖掘机销量低于 2020 年同期（单位：台）



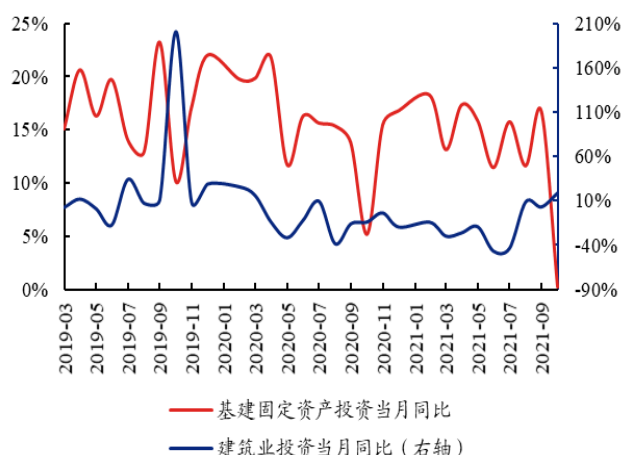
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、工业机器人产量 2021 年以来持续高增



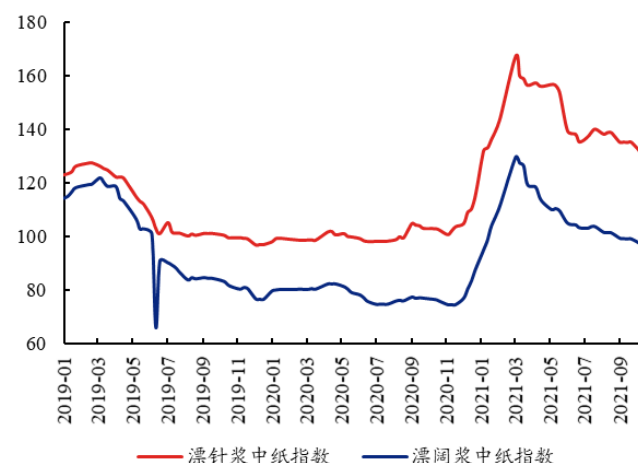
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、建筑业投资 2021 年 2-7 月当月同比增速为负



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、纸品价格 2021 年 3 月后持续回落



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：对于图中指数取值，以 2013 年 1 月 1 日=100 为基准

4、可选消费：汽车景气拐点或将来临

消费者服务 2021Q3 业绩增速为 113.6%，增速较 2021Q2 环比回落 594.4%。暑假受疫情反弹及暴雨天气影响，旅游、酒店、餐饮等行业复苏受阻滞。免税折扣增加，也给免税板块利润率带来压制。往后看，持续关注疫情防控进度，随着疫苗接种率提升、加强针接种以及新冠特效药顺利研发，疫情对消费者服务板块的不利影响将逐步减弱，但当前社零总额增速持续下行、PPI 与 CPI 剪刀差已创近五年新高，终端消费需求修复有待时日。

家电 2021Q3 业绩增速为 13.8%，增速较 2021Q2 环比回落 21.7%。居民端地产监

管政策收紧、房地产销售面积的大幅下滑也使得家电需求回落。在整体消费需求较弱及高基数效应影响下，家电板块业绩增速大幅下滑。往后看，家电属于地产后周期板块，新房交付后会提振居民对家电的需求，但目前居民端地产监管政策尚未出现明显放松迹象，进而使家电需求修复趋缓，故而家电板块 2021Q4 业绩或将继续承压。

房地产 2021Q3 业绩增速为-31.5%，增速较 2021Q2 环比回落 10.4%。在“稳房价、稳地价、稳预期”的政策调控方向下，房企融资渠道收紧，资金链压力显现，信用风险加剧。商品房销售快速下行，从而导致房企普遍亏损。往后看，当前针对房企的融资政策有所松动，房地产合理贷款需求正得到满足，按揭边际出现改善，在稳增长压力下，地产创造信用功能仍然重要，**资质优秀的房企业绩或将有所好转。**

汽车 2021Q3 业绩增速为 33.5%，增速较 2021Q2 环比回落 35.1%。受疫情扰动，芯片短缺限制车企批发销量。而受大宗原材料、运费价格涨价影响，汽车板块盈利能力承压。往后看，随着马来西亚疫情缓解，芯片封装产能将恢复，而乘用车的批发销量及零售数据也有望迎来改善，**汽车景气拐点或将来临。**

图 23、可选消费板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	21Q3-21Q2	21Q2-21Q1	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
消费者服务	-594.4%	-443.8%	113.6%	708.0%	1151.8%	-38.1%
旅游及休闲	-278.9%	-815.9%	354.3%	633.2%	1449.0%	-43.4%
酒店及餐饮	53.0%	119.3%	179.9%	126.9%	7.6%	-96.7%
教育	-116.9%	-3.1%	-98.4%	18.5%	21.6%	6.3%
综合服务	-14.3%	-427.4%	86.6%	100.9%	528.3%	-12.4%
家电	-21.7%	-59.7%	13.8%	35.5%	95.2%	3.0%
白色家电 II	-18.9%	-40.7%	16.5%	35.5%	76.2%	0.6%
黑色家电 II	-85.0%	-332.6%	-1.1%	83.8%	416.4%	74.0%
小家电 II	-4.3%	-60.4%	7.3%	11.5%	71.9%	8.6%
照明电工及其他	-42.5%	-129.3%	7.6%	50.2%	179.5%	-1.8%
厨房电器 II	-16.8%	-36.1%	7.7%	24.5%	60.7%	-6.6%
房地产	-10.4%	-2.9%	-31.5%	-21.1%	-18.2%	-14.1%
房地产开发和运营	-9.7%	-1.9%	-31.6%	-21.9%	-19.9%	-14.0%
房地产服务	-405.4%	6.0%	-21.8%	383.6%	377.6%	-32.9%
汽车	-35.1%	-387.2%	33.5%	68.6%	455.8%	-8.4%
乘用车 II	-40.1%	-20550.9%	20.9%	61.0%	20611.9%	-13.1%
商用车	-48.5%	-559.1%	1.6%	50.1%	609.2%	-7.7%
汽车零部件 II	-53.7%	-22.8%	44.8%	98.5%	121.3%	-0.6%
汽车销售及服务 II	-57.3%	-149.8%	65.8%	123.1%	273.0%	-38.1%
摩托车及其他 II	124.6%	-33.8%	171.5%	46.9%	80.7%	8.8%

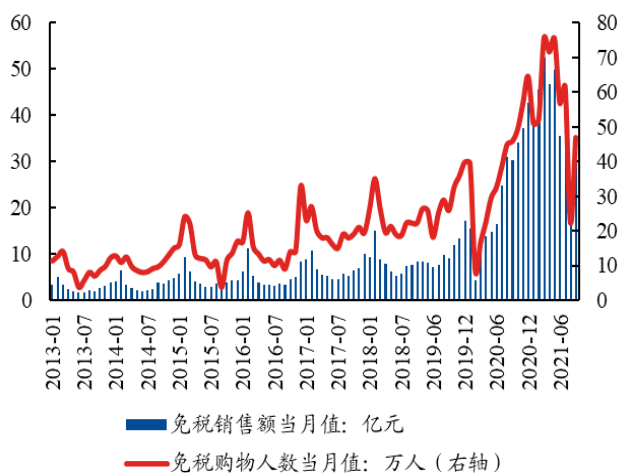
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、可选消费板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2
消费者服务	0.2%	14.5%	0.4%	10.1%	21.0%	69.9%	49.2%	51.3%
旅游及休闲	-4.7%	19.3%	-88.5%	11.7%	3.6%	105.9%	32.1%	35.8%
酒店及餐饮	2.5%	2.0%	7.2%	2.8%	12.6%	26.5%	63.5%	64.1%
教育	7.0%	23.8%	5.8%	11.9%	58.9%	94.2%	51.6%	52.9%
综合服务	10.6%	12.0%	6.4%	6.8%	93.2%	93.6%	43.5%	47.0%
家电	9.0%	19.0%	7.6%	7.5%	43.2%	89.6%	63.5%	64.6%
白色家电 II	8.0%	21.4%	10.5%	8.4%	25.9%	83.4%	65.9%	67.1%
黑色家电 II	3.5%	6.6%	1.3%	1.9%	91.7%	116.5%	65.8%	66.0%
小家电 II	17.7%	19.6%	8.0%	8.6%	122.1%	120.6%	44.7%	47.0%
照明电工及其他	18.1%	20.8%	15.3%	15.2%	70.3%	79.7%	40.8%	41.7%
厨房电器 II	17.7%	20.3%	17.3%	16.5%	52.9%	63.6%	48.3%	48.4%
房地产	5.7%	7.3%	6.4%	6.8%	18.5%	22.0%	79.2%	79.4%
房地产开发和运营	5.7%	7.3%	6.4%	6.8%	18.3%	21.9%	79.3%	79.5%
房地产服务	5.4%	5.8%	4.6%	5.0%	57.4%	55.8%	50.8%	51.7%
汽车	2.5%	7.7%	2.7%	3.4%	36.4%	89.4%	60.1%	60.1%
乘用车 II	-0.2%	6.5%	-0.6%	2.9%	16.3%	87.4%	61.7%	61.2%
商用车	2.1%	9.4%	2.5%	3.6%	29.2%	89.2%	64.7%	66.0%
汽车零部件 II	8.7%	10.1%	5.7%	6.1%	75.2%	81.7%	51.2%	50.6%
汽车销售及服务 II	3.8%	4.9%	1.0%	1.3%	136.0%	138.2%	63.9%	64.2%
摩托车及其他 II	7.5%	11.1%	5.6%	6.0%	74.8%	97.0%	44.0%	47.2%

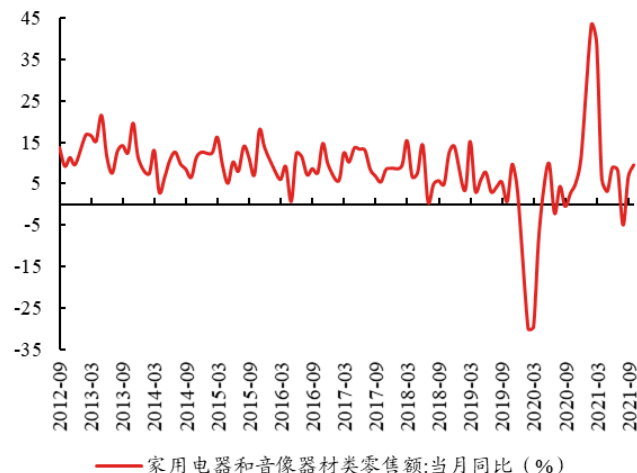
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、2021 年 3 月以来，免税销售额受疫情冲击呈下降趋势



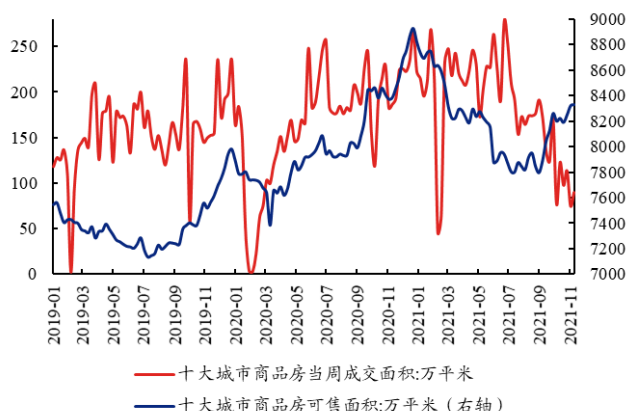
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、2021 年 3 月后，家电零售额同比增速显著回落



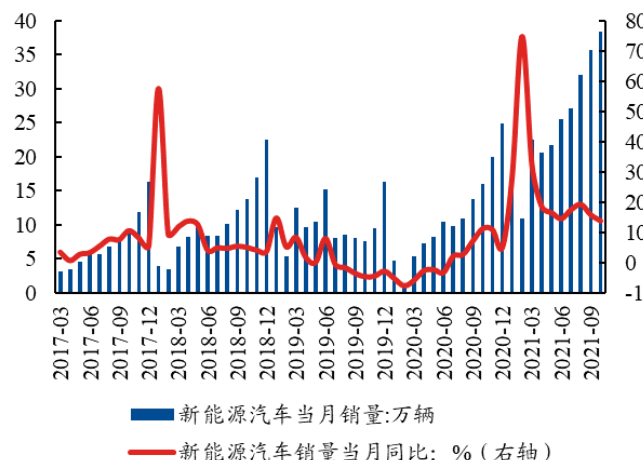
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、2021 年 7 月以来，商品房销售面积持续下滑



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2021 年以来，新能源车当月销量同比增速均超过 100%



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、必需消费：关注医药高景气子板块

纺织服装 2021Q3 业绩增速为 9.9%，增速较 2021Q2 环比回落 13.5%。三季度宏观消费走弱，局部疫情以及灾害天气频发，导致终端零售流水在 2021Q3 承压，进而使业绩增速放缓。往后看，“双十一”国货品牌表现亮眼，尤其是运动鞋服品类，将短期提振板块业绩。2021 年将出现拉尼娜现象，冷冬叠加过年时间提前，将推动品牌服饰企业再现销量高增。但经济下行压力叠加疫情扰动，终端消费需求修复受阻，纺织服装板块业绩复苏预计较慢。

医药 2021Q3 业绩增速为 28.6%，增速较 2021Q2 环比回落 12.5%。受 2020 年高基数影响，业绩呈现较大分化。CXO、生命科学上游及部分创新药械公司受政策影响较小，业绩表现相对突出。往后看，医药板块创新迭代加速，研发开支持续增加，**CXO 板块景气度具备强支撑**。而随着集采、医保谈判等政策落地，对创新药、创新器械板块的负面影响出清，**具备国际化可能性、技术领先的创新药、创新器械企业领先优势将逐渐显现**。

食品饮料 2021Q3 业绩增速为 11.6%，增速较 2021Q2 环比回落 3.5%。板块内部出现分化，以白酒为代表的高端品需求稳健，且 2020 年基数低，业绩增速领先板块；而大众品基数高，疫情扰动下餐饮业态复苏趋缓，导致终端需求走弱，而供给端粮食、大豆、白糖等上游原料价格大幅上涨，导致大众品成本承压。往后看，建议关注白酒板块的景气度延续情况，高端及区域龙头稳健增长，而次高端弹性高，但消费税对业绩修复或带来扰动。而大众品如啤酒、乳制品、调味品等开启提价周期，以提价对冲上游成本压力。预计食品饮料整体业绩呈稳健增长态势。

农林牧渔 2021Q3 业绩增速为-118.1%，增速较 2021Q2 环比回落 45.2%。畜牧业

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

板块均处于产能去化进程中，尤其是养猪板块，养殖后周期板块景气度也随之走弱。三季度以来猪价深跌，导致行业亏损幅度创新高。粮价普遍高位运行，种植链景气度相对占优。往后看，四季度往往是猪肉消费旺季，叠加短期生猪存栏量同比下滑较快，2021Q4 猪价或出现短暂反弹。但生猪存量同比仍处于历史高位，生猪板块产能去化仍在进行时，猪周期或将继续磨底震荡，等待真正的周期触底来临。而在种植业板块中，《国家安全战略（2021-2025 年）》提出“确保粮食安全”，种植面积或将进一步提升，而粮价短期内也将处于高位运行中，支撑种植业板块业绩。为确保粮食安全，种业相关政策或将继续密集落地，呵护板块景气度。

商贸零售 2021Q3 业绩增速为-17.5%，增速较 2021Q2 环比回落 4.4%。疫情扰动阻碍业绩复苏，而原材料价格、运价维持高位，对板块中的跨境出口企业的盈利能力压制尤为明显，整体板块业绩承压。往后看，疫情大背景下消费修复放缓，即使是被寄予拉动消费期望的“双十一”，其销售表现也并不乐观，天猫“双十一”成交额增速仅为 8%，远低于 2020 年的 86%。防疫常态化叠加经济下行压力，商贸零售板块业绩或将继续承压。

图 29、必需消费板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	21Q3-21Q2	21Q2-21Q1	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
纺织服装	-13.5%	-0.2%	9.9%	23.4%	23.5%	-27.2%
纺织制造	-287.0%	236.2%	-0.9%	286.2%	50.0%	-111.8%
品牌服饰	5.2%	-6.8%	18.4%	13.2%	20.1%	-9.6%
医药	-12.5%	-30.4%	28.6%	41.1%	71.5%	35.9%
化学制药	3.0%	-21.7%	8.7%	5.7%	27.4%	6.8%
中药生产	-5.6%	8.8%	19.4%	25.0%	16.2%	6.7%
生物医药 II	11.2%	-6.7%	102.4%	91.2%	98.0%	56.6%
其他医药医疗	-34.2%	-111.0%	25.7%	60.0%	171.0%	83.4%
食品饮料	-3.5%	-8.9%	11.6%	15.0%	23.9%	16.8%
酒类	-0.4%	1.0%	20.7%	21.1%	20.1%	11.3%
饮料	-12.9%	-64.5%	31.5%	44.4%	108.9%	-4.0%
食品	-6.9%	-31.2%	-21.3%	-14.5%	16.7%	57.8%
农林牧渔	-45.2%	-71.6%	-118.1%	-72.9%	-1.3%	40.1%
种植业	-27.3%	-38.3%	-12.1%	15.2%	53.5%	-21.6%
畜牧业	-46.1%	-74.0%	-127.1%	-81.0%	-7.0%	45.0%
林业	-805.7%	941.4%	904.3%	1709.9%	768.6%	-1017.2%
农产品加工 II	-26.3%	-72.4%	8.6%	34.9%	107.2%	-7.1%
商贸零售	-4.4%	-79.3%	-17.5%	-13.1%	66.2%	-66.3%
一般零售	-2.0%	-57.3%	-31.1%	-29.1%	28.2%	-70.3%
贸易 II	-12.3%	11.2%	28.0%	40.2%	29.1%	1.9%
专营连锁	259.2%	-27.8%	297.6%	38.5%	66.2%	18.2%
电商及服务 II	419.7%	-1043.9%	-359.2%	-778.9%	265.0%	-196.1%
专业市场经营 II	-5.6%	-12.1%	36.4%	42.1%	54.1%	-46.8%

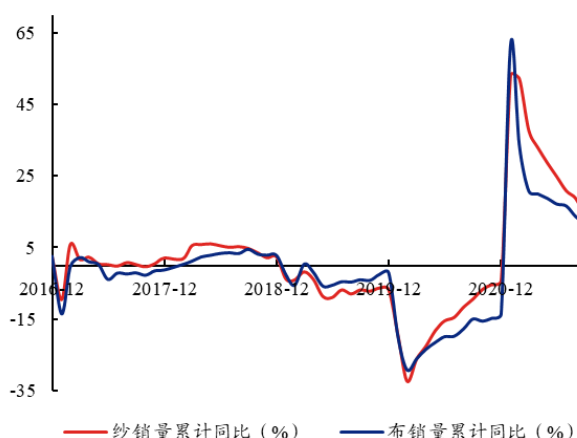
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、必需消费板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2
纺织服装	5.7%	13.0%	3.8%	7.2%	56.2%	64.2%	62.6%	64.3%
纺织制造	-2.3%	-3.0%	-1.6%	-2.2%	72.1%	70.9%	47.4%	48.6%
品牌服饰	7.9%	17.5%	5.1%	9.1%	53.3%	63.1%	65.4%	67.1%
医药	9.3%	13.2%	11.4%	10.4%	48.1%	73.9%	41.5%	41.5%
化学制药	7.5%	9.7%	12.1%	11.5%	37.8%	50.8%	39.4%	39.8%
中药生产	8.2%	10.9%	9.2%	10.1%	57.9%	71.0%	35.3%	33.9%
生物医药 II	12.0%	15.7%	27.6%	28.1%	34.2%	44.5%	21.2%	20.3%
其他医药医疗	10.5%	16.6%	9.3%	8.1%	54.7%	99.3%	51.4%	51.5%
食品饮料	14.8%	21.6%	19.9%	19.2%	51.0%	74.7%	31.4%	33.6%
酒类	16.5%	23.0%	31.2%	30.5%	38.4%	53.0%	27.1%	29.7%
饮料	16.9%	19.2%	9.6%	8.0%	88.6%	108.3%	49.9%	54.7%
食品	8.2%	18.4%	8.4%	10.4%	65.8%	120.8%	32.8%	31.5%
农林牧渔	3.6%	11.1%	2.9%	6.1%	54.1%	83.1%	57.1%	54.5%
种植业	4.4%	3.7%	10.5%	3.6%	21.4%	53.7%	48.8%	48.2%
畜牧业	3.2%	12.7%	2.4%	6.6%	53.9%	85.5%	59.1%	55.8%
林业	-6.11%	-5.6%	-12.4%	-12.0%	33.5%	30.8%	32.2%	33.3%
农产品加工 II	6.3%	6.4%	3.6%	3.5%	89.9%	91.5%	47.7%	50.3%
商贸零售	4.1%	4.3%	1.9%	1.3%	74.7%	118.6%	64.4%	63.6%
一般零售	1.5%	4.8%	5.1%	2.5%	9.9%	65.9%	66.1%	65.2%
贸易 II	6.1%	6.5%	0.8%	0.8%	241.1%	257.7%	68.5%	67.1%
专营连锁	10.2%	12.9%	3.2%	3.3%	111.8%	146.0%	64.6%	62.9%
电商及服务 II	2.3%	-7.5%	15.9%	-2.6%	5.1%	104.0%	64.1%	64.0%
专业市场经营 II	2.7%	5.6%	29.9%	20.7%	4.1%	12.1%	54.8%	55.1%

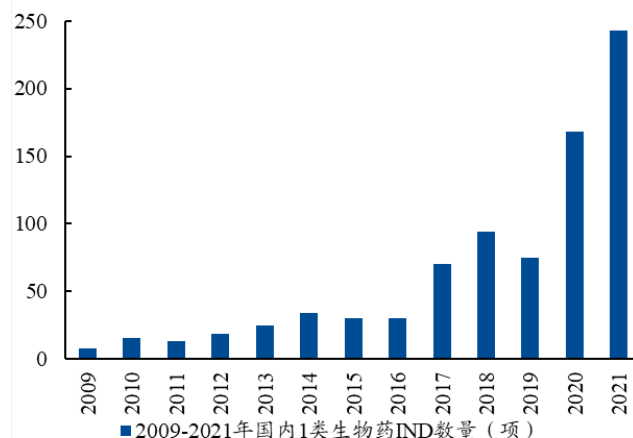
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、纺织品同比增速 2021Q3 以来持续回落



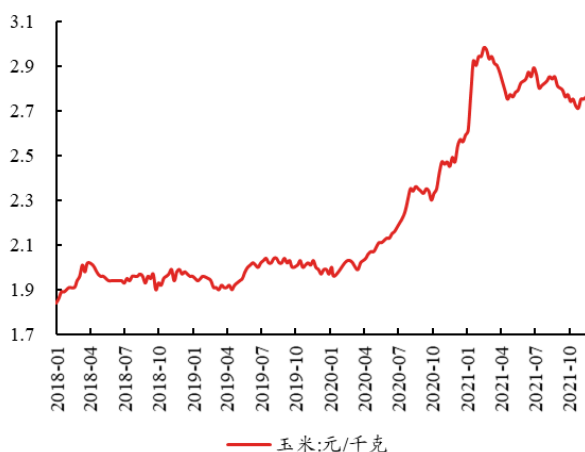
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、2009-2021 年国内 1 类生物药 IND 数量上行



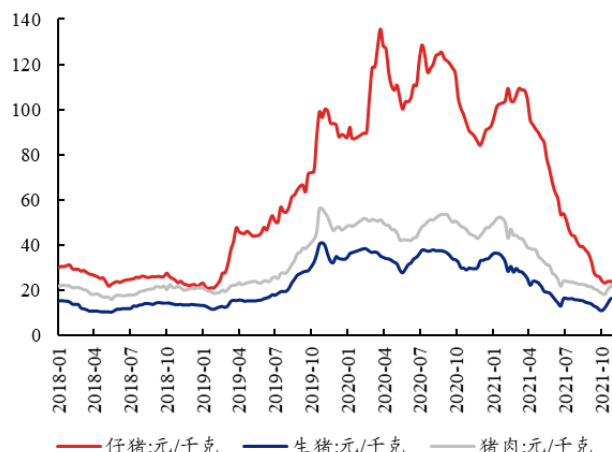
资料来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院医药小组整理（备注：数据截至 2021.11.1）

图 33、2020 年以来玉米价格一路上扬



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、2021Q3 以来猪价深跌



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

6、其他服务业：航空供需格局反转有望带来业绩上行

电力及公用事业 2021 Q3 业绩增速为-24.3%，增速较 2021Q2 环比回落 28.8%。受煤价高企影响，火电厂成本承压亏损加剧，带动板块整体业绩同比大幅回落。而 2020 年同期为长江流域来水历史高点，2021 年降雨向正常水平回归，使水电板块业绩增速也有所下滑。往后看，随着煤价回落，电价市场化改革及多省市将开始重签电煤长协合同，火电板块利润有望出现行业底部反转。而节水增发叠加新电站建设带来的利润增量，水电板块景气度也可能出现复苏。但在 2021Q4，2022 年度长协合同落地尚有时日，而煤价中枢已上移，电力及公用事业板块盈利能力或将继续承压。

交通运输 2021Q3 业绩增速为 283.9%，增速较 2021Q2 环比回落 312.1%。受疫情扰动，航空、公路铁路等板块业务量承压，而快递行业的价格战也对毛利有一定压制。然而，在航运板块，2021 年以来全球货物贸易旺盛，集运需求强劲，但运力有效供给持续受限，导致运价水平持续新高，量价齐升带动业绩高增。往后看，在航空板块，随着特效药研发持续推进及国际航线开放，建议关注航空行业供需格局的反转带来的业绩上行；在快递板块，多地收紧对快递价格战的监管尺度，加之百世将快递业务转让给极兔，严监管叠加大规模兼并重组，价格战对毛利的压制将有所缓解；在航运板块，目前极高的运价水平难以长期维持，业绩增速或将逐步回落。

图 35、其他服务业板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	21Q3-21Q2	21Q2-21Q1	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
电力及公用事业	-28.8%	-52.9%	-24.3%	4.5%	57.4%	14.9%
发电及电网	-37.1%	-54.8%	-36.7%	0.4%	55.2%	22.4%
环保及公用事业	4.8%	-45.0%	23.9%	19.2%	64.2%	-12.3%
交通运输	-312.1%	-263.6%	283.9%	596.0%	859.5%	-60.5%
公路铁路	-33.1%	-201.5%	90.4%	123.6%	325.0%	-30.2%
物流	36.6%	34.3%	14.0%	-22.6%	-56.8%	0.8%
航运港口	-3.6%	-23.6%	193.5%	197.1%	220.6%	17.1%
航空机场	0.4%	39.7%	38.4%	38.0%	-1.7%	-275.7%

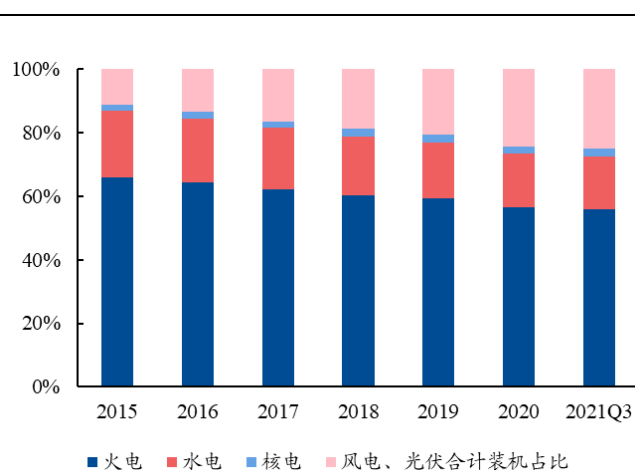
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、其他服务业板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2
电力及公用事业	2.6%	6.6%	4.1%	8.1%	23.8%	30.7%	62.6%	62.0%
发电及电网	1.8%	6.6%	3.2%	8.7%	21.1%	28.6%	63.0%	62.3%
环保及公用事业	5.1%	6.5%	6.0%	6.7%	33.0%	38.0%	61.3%	61.1%
交通运输	2.2%	6.0%	3.2%	4.1%	28.7%	59.2%	59.6%	59.4%
公路铁路	3.3%	6.1%	12.5%	15.5%	15.9%	23.8%	39.5%	39.7%
物流	4.3%	6.2%	1.5%	1.2%	78.3%	141.8%	72.4%	71.7%
航运港口	1.6%	13.0%	6.2%	15.7%	13.5%	41.4%	49.3%	50.1%
航空机场	-0.5%	-9.7%	-6.0%	-9.9%	2.2%	26.6%	73.6%	73.0%

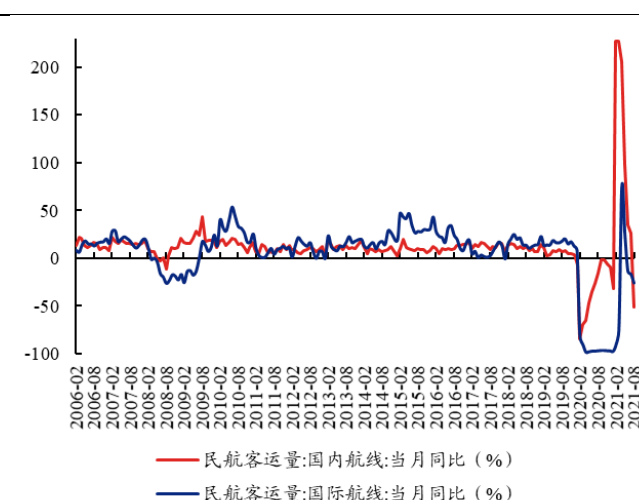
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、2015-2021Q3 火电装机始终比重超过 50%



资料来源：中电联，兴业证券经济与金融研究院环保公用小组整理

图 38、2020 年以来，受疫情扰动影响，国际航线的民航客运量显著承压



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

7、TMT：半导体景气高企

电子行业 2021Q3 累计净利润增速为 74.8%，增速较 2021Q2 环比回落 25.6%。在供给端，芯片产能持续紧张，在需求端，汽车电动化智能化、物联网发展等趋势对需求构成强劲支撑，半导体设备材料和元器件景气高企，也带动功率、模拟、汽车电子等板块业绩高增。但消费电子板块受芯片缺货涨价影响，盈利承压。往后看，中美大国博弈趋势不可逆转，为摆脱技术“卡脖子”，国产替代仍然是产业主线，持续带来业绩催化，多家半导体公司披露扩产计划，**半导体板块高景气度有望延续。**

通信 2021Q3 业绩增速为-5.1%，增速较 2021Q2 环比回升 1.5%。疫情对 5G 建设节奏持续带来扰动，而原材料上涨及汇率升值压力，也使通信相关的中游制造业成本承压，业绩持续回落。往后看，随着经济下行压力凸显，新基建或发挥托底作用，使运营商、主设备商等中上游基本面迎来改善，但 5G 建设高峰已过，中上游业绩弹性有限。进入 5G 后周期时代，建议关注未来下游 5G 应用的爆发。

计算机行业 2021Q3 业绩增速为 3.7%，增速较 2021Q2 环比下滑 20.2%。受收入确认和费用发生节奏错期、政府补助波动、2020 年高基数等扰动影响，业绩增速有所下滑。往后看，“十四五”规划首次设立安全发展专篇，多次强调网络安全、数据安全等，而《国家安全战略（2021-2025 年）》又提出“加快提升网络安全、数据安全、人工智能安全等领域的治理能力”，对云计算、信息安全、人工智能等板块政策红利将持续释放，以上板块也将受益于国产替代推进，业绩有望上行。

传媒 2021Q3 业绩增速为 29.6%，增速较 2021Q2 环比下滑 5.2%。8 月以来文娱领域综合整治、平台反垄断及数据安全及游戏未成年保护等政策落地，板块风险释放。新游戏上线及买量费用的逐步回收，使游戏行业景气度改善；视频、生活圈媒体板块均呈现集中化趋势，收入及利润向龙头集中。而受制于进口片供给短缺和疫情反复，整体票房表现欠佳。往后看，游戏方面，国庆前游戏工委换届完成，有望推动版号审批继续，预计随着新品上线和出海推进，2021Q4 游戏板块景气度有望进一步上扬。电影方面，2021 年春节档和国庆档票房表现强劲，说明国内观影需求仍在。随着疫情防控推进，叠加中美经贸关系缓和，优质进口片供给有望增加，**推动电影板块的业绩改善。**

图 39、TMT 板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	21Q3-21Q2	21Q2-21Q1	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
电子	-25.6%	-43.1%	74.8%	100.4%	143.5%	18.9%
半导体	-3.2%	-14.4%	107.5%	110.7%	125.1%	66.8%
元器件	11.5%	-25.2%	40.0%	28.5%	53.6%	11.8%
光学光电	-94.0%	-43.8%	164.8%	258.8%	302.6%	17.9%
消费电子	-8.9%	-71.0%	7.6%	16.4%	87.5%	11.9%
其他电子零部件 II	-31.1%	-68.1%	61.4%	92.5%	160.5%	-76.3%
通信	1.5%	-87.6%	-5.1%	-6.7%	80.9%	-0.6%
电信运营 II	-33.5%	20.9%	3.8%	37.2%	16.4%	831.4%
通信设备制造	13.4%	-123.4%	-7.6%	-21.0%	102.4%	-16.0%
增值服务 II	-17.2%	49.3%	-18.6%	-1.4%	-50.7%	-48.3%
通讯工程服务	-155.5%	-163.1%	33.5%	189.0%	352.1%	-28.6%
计算机	-20.2%	-348.8%	3.7%	23.9%	372.8%	-30.1%
计算机设备	-43.1%	-375.0%	-30.9%	12.2%	387.1%	-2.2%
计算机软件	-17.6%	-192.9%	5.5%	23.0%	215.9%	9.3%
云服务	-25.3%	-23.3%	-13.2%	12.1%	35.4%	-206.0%
产业互联网	-5.4%	-28.2%	38.7%	44.1%	72.3%	-7.3%
传媒	-5.2%	-14.0%	29.6%	34.8%	48.7%	-56.5%
媒体	-9.1%	-25.8%	8.5%	17.7%	43.5%	-30.6%
广告营销	-272.8%	-364.1%	13.8%	286.5%	650.6%	-249.2%
文化娱乐	72.9%	-8.0%	76.6%	3.6%	11.7%	85.4%
互联网媒体	-7.3%	-50.7%	15.5%	22.8%	73.5%	4.8%

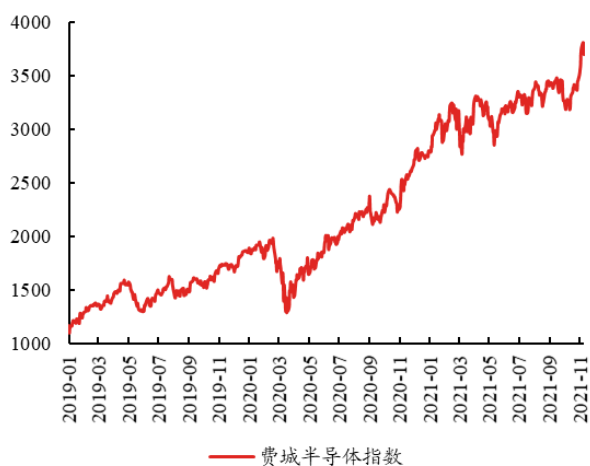
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、TMT 板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2
电子	10.0%	10.7%	9.2%	8.3%	54.7%	63.2%	49.9%	50.7%
半导体	9.3%	10.9%	12.2%	11.4%	45.0%	56.7%	40.8%	40.7%
元器件	9.6%	13.3%	11.3%	10.7%	47.9%	70.7%	43.7%	42.9%
光学光电	10.0%	10.1%	11.2%	10.0%	41.8%	45.6%	53.0%	54.8%
消费电子	11.7%	11.0%	6.1%	5.1%	88.7%	100.3%	53.4%	53.7%
其他电子零部件 II	5.0%	4.6%	4.9%	4.2%	61.3%	64.7%	39.4%	40.6%
通信	2.4%	4.8%	2.7%	2.9%	43.8%	83.0%	50.7%	50.0%
电信运营 II	1.7%	2.1%	1.8%	2.2%	54.4%	55.1%	43.7%	42.4%
通信设备制造	3.3%	7.6%	4.1%	3.3%	35.1%	102.7%	56.1%	55.8%
增值服务 II	-3.0%	-1.6%	-4.3%	-1.8%	45.3%	58.8%	34.8%	34.4%
通讯工程服务	4.5%	5.0%	2.4%	2.5%	88.6%	97.9%	52.6%	51.9%
计算机	5.1%	5.4%	5.4%	3.0%	48.1%	87.4%	48.7%	51.8%
计算机设备	4.4%	7.7%	7.1%	5.6%	32.7%	73.8%	47.5%	45.8%
计算机软件	4.0%	5.1%	4.8%	5.2%	48.2%	57.1%	41.2%	41.3%
云服务	2.6%	-5.3%	1.5%	-0.8%	89.6%	195.2%	49.6%	69.2%
产业互联网	11.5%	10.9%	9.9%	9.8%	43.2%	44.6%	62.7%	60.2%
传媒	2.1%	5.2%	4.5%	6.9%	29.6%	48.3%	35.8%	36.7%
媒体	2.1%	4.3%	7.0%	8.2%	18.7%	32.2%	37.8%	38.0%
广告营销	-2.8%	11.7%	-2.7%	7.1%	64.8%	101.8%	37.1%	38.1%
文化娱乐	3.6%	2.7%	10.7%	4.5%	22.2%	38.6%	33.5%	34.7%
互联网媒体	6.3%	7.2%	9.9%	8.2%	43.8%	58.0%	30.6%	34.4%

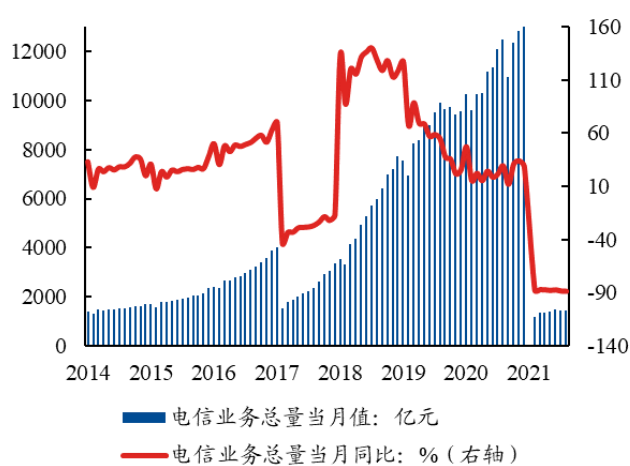
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、2020 年 4 月起，费城半导体指数持续上行



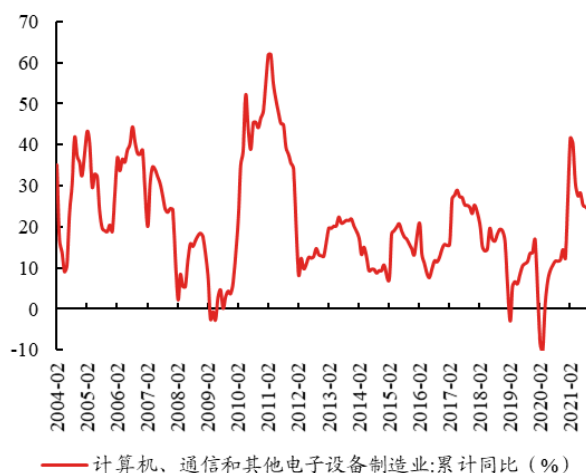
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、2021 年 2 月起，受 2020 年高基数扰动，电信业务总量当月同比增速持续为负



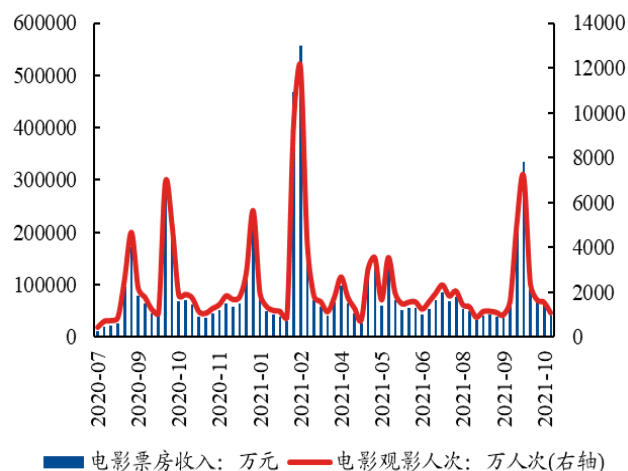
资料来源：工信部，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资完成额 2021 年以来持续高增



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、电影票房及观影人次在“五一”、“十一”黄金周通常会出现阶段性高点



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

8、金融：财富管理将带来业务新增量

银行 2021Q3 业绩增速为 14.7%，增速较 2021Q2 环比回升 1.7%。2021 年银行板块业绩增速持续回升，上半年受贷款重定价以及供需弱化影响，息差同比降幅较大，Q3 边际好转，Q3 投资端带来的非息收入对利润增速贡献较多。往后看，央行发布 2021Q3 货币政策执行报告，去掉“坚决不搞大水漫灌”的表述，并增加了“配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者的合法权益”的表述，随着社融筑底，按揭贷款投放加速，**银行业绩也将持续兑现**。息差方面存款成本下降、NIM 企稳，整体净息差上行，息差对业绩的拖累逐步消除；而非息业务方面，在银行零售业务转型及布局财富管理的大趋势下，非息业务将成为银行业绩增长的主要来源。不良率下降、拨备的增厚为银行的稳健经营再添保障。

非银板块 2021Q3 业绩增速为 6.4%，增速较 2021Q2 环比下滑 8.3%。证券方面，两市成交量三季度以来持续破万亿，但受 2020 年高基数影响，业绩增速有所回落，而基金管理、券商资管等财富管理业务成为增长新动能。保险方面，负债端人身险价值增速下滑，财产险保费成本承压，资产端部分公司投资收益率有所下滑，导致业绩在 Q3 同比小幅下滑。往后看，在居民财富转移的大趋势下，**财富管理、场外衍生品、注册制扩容等业务将为证券板块带来新增量**，并关注证券板块的龙头化趋势，无论是传统业务还是新兴业务，收入及利润均呈现向龙头券商集中的趋势。而保险板块或将维持负债端弱复苏、资产端稳定的趋势，上市险企加大人力清虚导致新单业务持续低迷，业绩仍将承压。

图 45、金融板块累计归母净利润增速（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	21Q3-21Q2	21Q2-21Q1	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
银行	1.7%	8.4%	14.7%	13.0%	4.6%	0.7%
国有大型银行 II	2.9%	9.6%	15.0%	12.1%	2.5%	1.9%
全国性股份制银行 II	-1.1%	6.2%	13.5%	14.5%	8.4%	-3.3%
区域性银行	1.9%	5.2%	16.9%	15.0%	9.8%	2.7%
非银行金融	-8.3%	-11.7%	6.4%	14.7%	26.5%	0.2%
证券 II	-6.3%	-3.6%	19.4%	25.7%	29.3%	34.7%
保险 II	-9.7%	-20.0%	-2.9%	6.8%	26.9%	-10.3%
多元金融	-305.1%	358.0%	16.8%	321.9%	-36.1%	-119.1%
综合金融	-48.2%	31.4%	-19.0%	29.1%	-2.3%	0.9%
多领域控股 II	-41.8%	28.3%	-21.3%	20.6%	-7.7%	17.5%
新兴金融服务 II	-10.0%	-11.1%	16.4%	26.4%	37.5%	15.4%

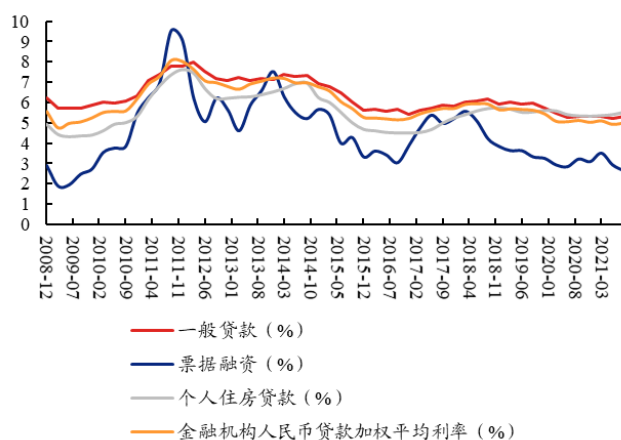
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、金融板块 ROE 水平（基于中证 800+中证 1000 成分股）

中信行业	ROE (TTM)		销售利润率 (TTM)		资产周转率 (TTM)		资产负债率	
	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2	2021Q3	2021Q2
银行	5.9%	10.2%	31.2%	32.7%	1.5%	2.5%	91.9%	91.9%
国有大型银行 II	4.9%	10.3%	30.9%	34.4%	1.3%	2.4%	92.0%	91.9%
全国性股份制银行 II	7.3%	9.6%	30.6%	28.4%	2.0%	2.7%	91.8%	91.9%
区域性银行	5.4%	10.4%	35.3%	34.1%	1.1%	2.3%	92.5%	92.6%
非银行金融	7.0%	9.8%	9.9%	10.8%	10.7%	13.5%	85.0%	85.0%
证券 II	4.7%	8.1%	29.2%	29.5%	3.5%	6.0%	78.4%	78.2%
保险 II	9.6%	12.1%	7.3%	7.8%	14.8%	17.7%	88.7%	88.7%
多元金融	4.4%	0.3%	19.7%	0.8%	4.3%	6.2%	80.6%	82.9%
综合金融	5.8%	8.1%	23.6%	16.3%	8.6%	17.5%	65.0%	64.9%
多领域控股 II	4.9%	6.6%	28.0%	14.4%	5.8%	15.6%	66.2%	65.9%
新兴金融服务 II	23.0%	24.5%	16.5%	16.5%	55.3%	55.4%	60.4%	62.8%

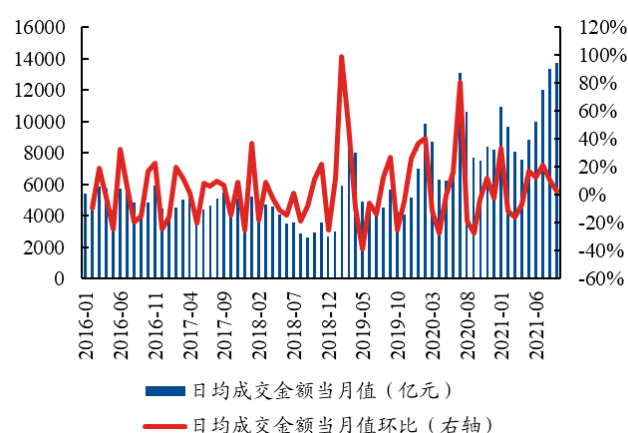
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、2021 年以来金融机构人民币贷款加权平均利率总体回落



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、2021Q3A 股成交量持续超万亿元



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

9、风险提示

关注全球资本回流美国超预期，中美博弈超预期等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客

户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn