策略周报 股票投资策略简报

短暂市场调整，短期中报行情

基本结论

- **市场在维稳后进行压力释放，获利了结情绪主导近期市场大幅调整。这意味着市场调整并非趋势性的，持续时间有限。**短期资金面流动性并没有明显边际变化，尽管央行在跨季后连续两日在公开市场净回笼 200 亿规模，但市场对此有一定预期，债券市场波动并不大。当前市场对建党百年庆典后资金面是否会边际收紧仍存在一定的分歧，近期股票市场调整的核心因素仍在于建党百年庆典前市场在维稳后进行压力释放，预计调整时间并不会太长。从沪深 300 期现价差来看，7 月 1 日股指期货贴水幅度创今年以来新高，贴水 74 点，近三年来仅次于 2020 年 2 月初疫情时的水平。历史上来看，股指期货大幅贴水后短期市场并不会呈现趋势性大幅下跌行情。
- **把握中报行情窗口：全年业绩高增长确定性较高，业绩超预期或是普遍现象。**我们统计了 5 月以来有分析师覆盖的上市公司披露了中报预告后分析师盈利预测的变化情况。在 57 家样本公司中，有 23 家公司业绩在披露中报预告后有所上修，而业绩下修的有 13 家公司，业绩预测维持不变的有 21 家公司。也就是说，中报预告披露后业绩上修的情况更为普遍，平均净利润率上调幅度达 5.1%，中位数为 2.3%。
- **市场对业绩超预期的反应或有所区别，其中决定性因素是业绩高增长的持续性。预计在超预期的中报业绩（预告）披露后市场或迅速定价，也就是说中报行情的持续时间可能并不会太长。**从业绩持续性的角度来看，中报或三季报大概率是全年的高点，因此在中报信息披露后，市场对业绩的乐观情绪或逐步降温。特别是对资源品行业来说，我们认为涨价品种业绩超预期的持续性相对较差。因此对于此前受益于资源品涨价逻辑的板块和公司来说，市场对中报业绩的反映或偏负面.
- **市场继续宽幅震荡行情，存在波段机会。**正如前文所述，中报大概率业绩普遍超预期，但市场反映或相对迅速。而在中报行情之后，市场仍面临一些潜在的压力。首先，宽松的资金面是否还能延续?后续地方专项债供给或持续加快投放，资金面仍面临一些扰动。其次，后续通胀压力同时将日益突出，通胀升温下全球央行的动向仍有待观察。特别是美联储逐步考虑缩减 QE 规模的背景下，新兴市场或面临较大的压力。
- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**总体而言，我们货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。从业绩来看，今年 A 股企业业绩增速明显回升，我们预计今年非金融上市公司业绩增速或达 30%左右。从历史来看，在高业绩增长的背景下 A 股市场基本不会呈现单边熊市的情形。此外，经历了估值切换后，在业绩高增长的驱动下，当前 A 股估值基本处在历史中位数附近，具有一定的安全边际
- **行业配置攻守并重。防守端：低估值银行、困境反转行业；进攻端：中游资本品、半导体等科技成长板块。此外，我们认为资源品涨价行情或已处在顶部区域。**1）低估值：银行等。估值修复叠加受益于利率曲线陡峭化；2）困境反转：航空、机场、酒店、旅游等。行业最坏的阶段已经过去；3）中游资本品：设备制造等。受益于资本开支扩张带来行业景气上行，关注半导体设备、锂电设备、自动化设备等；4）具备性价比的高景气板块：半导体等。行业整体业绩高增长同时具备确定性和持续性。
- **风险提示：**经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
(8621)61038291
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、怎么看近期市场的调整？ 3
二、把握中报行情窗口，聚焦业绩持续性 3
三、市场观点：震荡行情下做波段 5
四、行业配置：防守与进攻并重 5
重要事件前瞻 6

图表目录

图表 1：历史上沪深 300 指数期货贴水 50 点以上后市场表现 3
图表 2：业绩预告披露后大部分公司业绩预测有所上修 4
图表 3：主要指数自下而上业绩增速预期 5
图表 4：各行业 PE 和预期增速 6
图表 5：重要事件前瞻 7

一、怎么看近期市场的调整？

- **市场在维稳后进行压力释放，获利了结情绪主导近期市场大幅调整。这意味着市场调整并非趋势性的，持续时间有限。**短期资金面流动性并没有明显边际变化，尽管央行在跨季后连续两日在公开市场净回笼 200 亿规模，但市场对此有一定预期，债券市场波动并不大。当前市场对建党百年庆典后资金面是否会边际收紧仍存在一定的分歧，近期股票市场调整的核心因素仍在于建党百年庆典前市场在维稳后进行压力释放，预计调整时间并不会太长。从沪深 300 期现价差来看，7 月 1 日股指期货贴水幅度创今年以来新高，贴水 74 点，近三年来仅次于 2020 年 2 月初疫情时的水平。历史上来看，股指期货大幅贴水后短期市场并不会呈现趋势性大幅下跌行情。
- **步入中报窗口，业绩普遍超预期或对市场形成一定支撑。**A 股上市公司中报或将继续保持高增长，超预期或是普遍现象。分析师在中报预告披露后普遍上修了此前的盈利预测。但从业绩持续性的角度来看，中报或三季报大概率是全年的高点，中报行情的持续时间可能并不会太长。

图表 1：历史上沪深 300 指数期货贴水 50 点以上后市场表现



来源：Wind、国金证券研究所

二、把握中报行情窗口，聚焦业绩持续性

- **全年业绩高增长确定性较高，业绩超预期或是普遍现象。**我们统计了 5 月以来有分析师覆盖的上市公司披露了中报预告后分析师盈利预测的变化情况。在 57 家样本公司中，有 23 家公司业绩在披露中报预告后有所上修，而业绩下修的有 13 家公司，业绩预测维持不变的有 21 家公司。也就是说，中报预告披露后业绩上修的情况更为普遍，平均净利润率上调幅度达 5.1%，中位数为 2.3%。
- **市场对业绩超预期的反应或有所区别，其中决定性因素是业绩高增长的持续性。预计在超预期的中报业绩（预告）披露后市场或迅速定价，也就是说中报行情的持续时间可能并不会太长。**从业绩持续性的角度来看，中报或三季报大概率是全年的高点，因此在中报信息披露后，市场对业绩的乐

观情绪或逐步降温。特别是对资源品行业来说，我们认为涨价品种业绩超预期的持续性相对较差。因此对于此前受益于资源品涨价逻辑的板块和公司来说，市场对中报业绩的反映或偏负面。

- **当前市场对中报业绩一致预期较强的是，资源品类的周期股和半导体、新能源等科技股业绩增速大概率超预期，中游行业存在较大的预期差。**中游制造板块方面，特别是那些下游需求有支撑的行业，比如受益于资本开支扩张的专用设备板块，中报业绩存在较大的预期差。核心原因是在制造业投资相对较弱的背景下市场忽视了企业资本开支扩张。我们一直强调，当前全球正处在资本开支扩张的小周期当中，并且中国领先海外大概一个季度左右。A 股非金融企业资本开支增速已经连续三个季度回升，且资本开支增速往往领先在建工程 3 个季度左右，预计中报资本开支或延续上行，并逐步带动在建工程拐头向上。需要指出的是，制造业投资趋弱的主要拖累是厂房投资，由于设备投资往往领先于厂房投资，下半年制造业投资或持续修复。

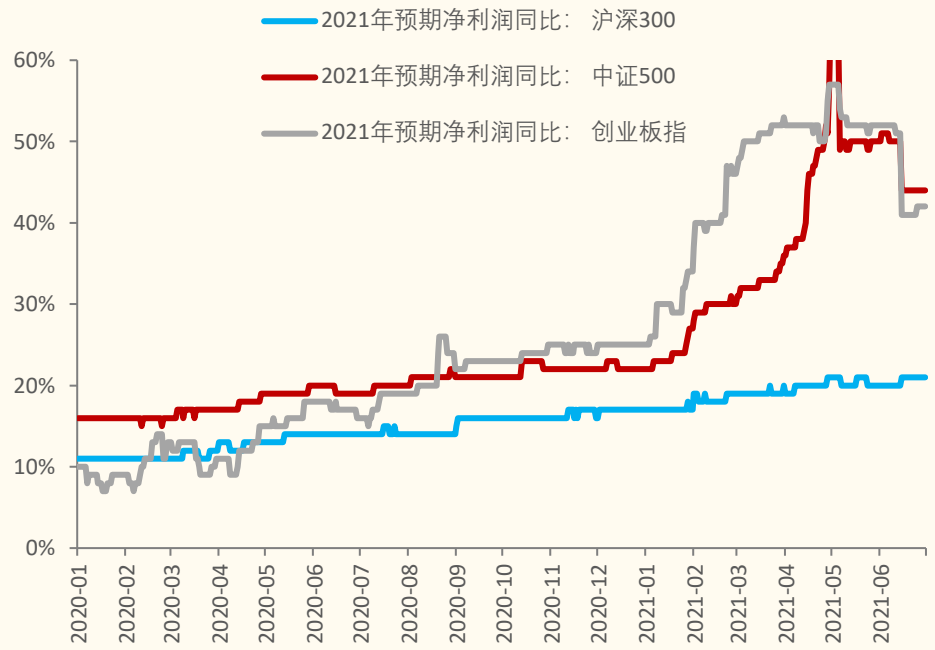
图表 2：业绩预告披露后大部分公司业绩预测有所上修

类别	数量	数量占比	变化幅度：均值	变化幅度：中位数
全部样本	57	100%	1.6%	0.0%
上调业绩预测	23	40%	5.1%	2.3%
下调业绩预测	13	23%	-1.8%	-0.9%
业绩预测不变	21	37%	0.0%	0.0%

来源：Wind、国金证券研究所

- **不同风格股票业绩增长分化明显，沪深 300 业绩增速预期相对平稳（20%左右），而中证 500 和创业板指业绩增速弹性较大（40%以上），且有明显上修。**自下而上来看，以沪深 300 为代表的大盘股今年业绩增速相对平稳，当前市场一致预期的全年业绩增速在 20%左右，相对今年年初的业绩预期变动不大。以中证 500 和创业板指为代表的中小成长股业绩增速弹性更大，当前市场一致预期的全年增速在 40%以上，相比年初 20-30%的一致预期增速有明显的上修。

图表 3：主要指数自下而上业绩增速预期



来源：朝阳永续、国金证券研究所

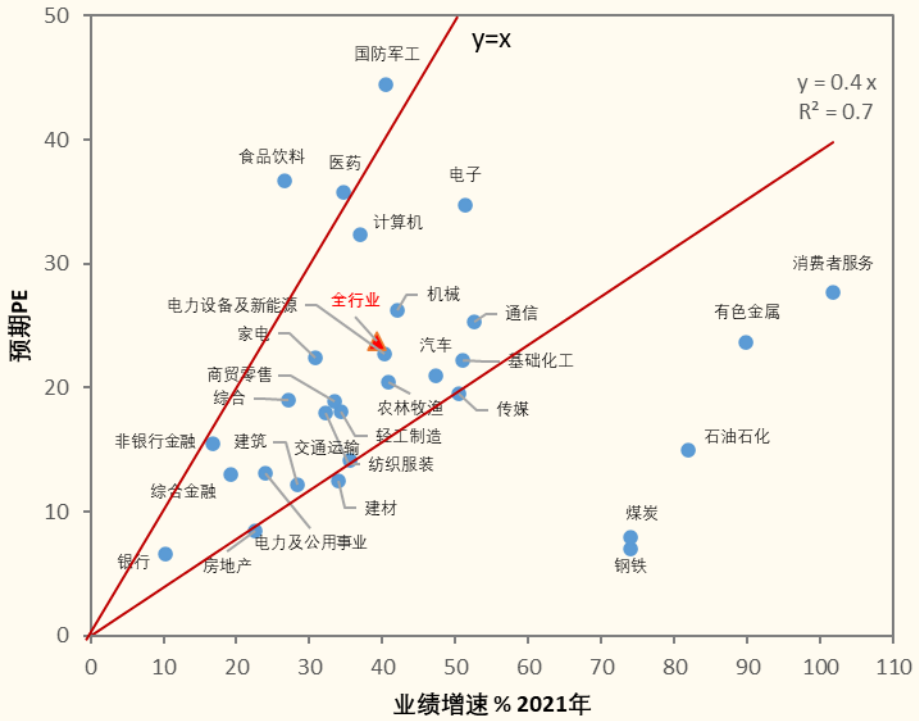
三、市场观点：震荡行情下做波段

- **市场继续宽幅震荡行情，存在波段机会。**正如前文所述，中报大概率业绩普遍超预期，但市场反映或相对迅速。而在中报行情之后，市场仍面临一些潜在的压力。首先，宽松的资金面是否还能延续?后续地方专项债供给或持续加快投放，资金面仍面临一些扰动。其次，后续通胀压力同时将日益突出，通胀升温下全球央行的动向仍有待观察。特别是美联储逐步考虑缩减 QE 规模的背景下，新兴市场或面临较大的压力。
- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。央行政策的核心因素仍是经济增长和防风险的微妙平衡。总体而言，货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。从业绩来看，今年 A 股企业业绩增速明显回升，我们预计今年非金融上市公司业绩增速或达 30%左右。从历史来看，在高业绩增长的背景下 A 股市场基本不会呈现单边熊市的情形。此外，经历了估值切换后，在业绩高增长的驱动下，当前 A 股估值基本处在历史中位数附近，具有一定的安全边际。

四、行业配置：防守与进攻并重

- **防守端：低估值银行、困境反转行业；进攻端：中游资本品、半导体等科技成长板块。此外，我们认为资源品涨价行情或已处在顶部区域。**

图表 4：各行业 PE 和预期增速



来源：Wind、国金证券研究所

- **低估值：银行等**

  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。

- **困境反转：航空、机场、酒店、旅游等**

  行业最坏的阶段已经过去，行业基本面拐点取决于疫情的控制，随着疫苗的普及以及全球疫情的逐步好转，未来国际航班和跨境游大面积恢复后，相关消费需求或迎来爆发式增长。对酒店、旅游这些高度市场化竞争的行业来说，受益于行业格局改善的龙头企业困境反转的速度更快、幅度更大。而对于航空、机场这些类寡头垄断的行业来说，更多的是以行业整体性的反转为主。

- **中游资本品：设备制造等**

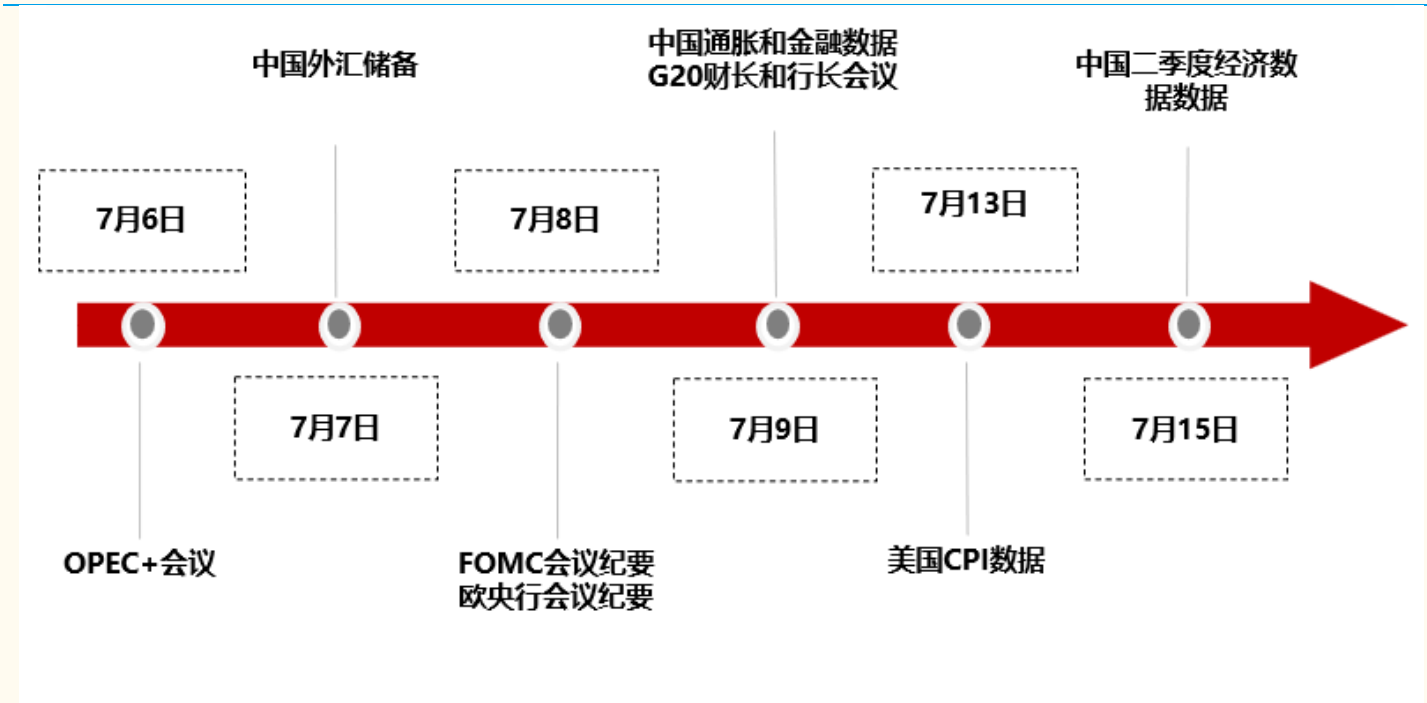
  受益于产业链资本开支扩张。在下游企业纷纷加大资本开支或明显带动中游设备的需求，半导体设备、锂电设备、自动化设备等中游设备行业景气或持续改善。

- **具备性价比的高景气板块：半导体等**

  半导体板块高景气持续，行业整体业绩高增长同时具备确定性和持续性。与此同时半导体板块经过去年下半年以来的长期调整，当前已具备一定的性价比。

重要事件前瞻

图表 5：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402