东兴证券 DONGXING SECURITIES

景气改善驱动年末行情

2020 年 11 月 8 日

A 股策略 | 策略周报

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

摘要：

上周全球股市回暖，A 股顺周期板块领涨，市场表现与三季报业绩高度相关。上周全球股市回暖，A 股结束 10 月中旬以来的震荡下跌，沪深 300、创业板指分别上涨 4.05%、2.91%。盈利明显复苏的行业普遍表现较好，家电、汽车、有色、钢铁分别上涨 12.38%、10.33%、9.64%、7.06%，这些行业三季报业绩均较中报有较大改善。医药、农林牧渔、消费者服务、纺织服装等涨跌幅分别为-1.46%、-0.15%、0.50%、0.68%，医药、纺织服装业绩回暖有限，修复上限为 6%，而估值均处于 2010 年以来 80%以上的分位数；农林牧渔业绩大幅度下滑，Q3 较 Q2 归母净利润同比下降 53.28%。业绩驱动市场的逻辑进一步得到验证。

前期不确定性事件渐次落地，市场风险偏好提升，情绪面向好。海内外市场的大幅回暖源于前期一系列不确定性事件落地带来的风险偏好提升。10 月为三季度业绩披露期，期间随业绩披露反复影响预期市场出现较大波动。截止到 10 月 31 日，三季度业绩已披露完毕，业绩整体出现大幅回暖，全 A 非金融 Q2 业绩增速仅为-20.84%，Q3 则回升至-4.49%；美国大选基本落定，大选前未再出现超出预期的突发性事件，目前拜登已基本确定胜选，刺激法案推出的确定性大幅提升。用风险溢价和波动率来衡量市场风险偏好，国内来看，上周创业板、沪深 300 风险溢价较之 10 月末下行 0.06%、0.4%；海外来看，VIX 波动指数由 10 月 30 日的 38.02 下跌至 24.86。风险事件的渐次落地带来情绪面的全面回暖，上周 A 股周平均成交金额、换手率、融资买入额较 10 月 26 日至 10 月 30 日分别上升 831.84 亿元、0.23%、94.39 亿元。

国内经济基本面高速复苏，人民币持续升值，A 股是当前全球为数不多的优质资产。8 月上旬，我们提出虽短期因中美关系的不可预测性或将影响外资流入趋势，但基于中国经济复苏好于海外、美国在疫情期间宽松力度最大，大量释放流动性、中美利差维持高位的考虑，人民币中长期走强的趋势确立。**当下，第一、中国经济持续好于海外；**我国二季度 GDP 同比达 3.2%，三季度达 4.9%，美、德、法、日等主要经济体同期 GDP 同比均处负区间，且根据 IMF 预测，中国 2021 年 GDP 增速仍将领先美、德、法、日等主要经济体。国内来看，10 月官方制造业 PMI 为 51.4，财新服务业 PMI 上升至 56.8。**第二、海外延续货币宽松；**11 月 6 日的 FOMC 会议中，美国联邦基金目标利率维持 0-0.25%不变，购债规模维持不变。人民币处于升值区间，中间价从 11 月 5 日的 6.6895 跃升至 11 月 6 日的 6.6290，且由于美国疫情第三次爆发且比前两次更严重，美联储短期内不会退出货币宽松。目前**人民币处于升值区间，以人民币为计价的股票能够得到支撑，优先利好金融和消费白马。**在此背景下随海外扰动因素平息，海外资金再度布局 A 股，北向资金上周净流入 214.16 亿元。

盈利呈现结构性复苏趋势，布局业绩改善显著板块。A 股盈利复苏呈现出显著的结构性特征，三季报来看，中游制造业延续强势，上游资源品三季度大幅回暖，消费整体弱势，科技分化显著，金融触底回升。不确定性事件纷纷落地、风险偏好提升背景下，关注分子端变化，抱紧业绩改善显著的板块，整体上维持推荐配置低估值与顺周期，估值中优选银行、保险和地产；顺周期中筛选机械、汽车和化工；此前关注的地产后周期行业的家电三季报业绩改善明显，且也属于外资偏好板块，建议继续关注。

风险提示:政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

目 录

1. 顺周期板块领涨，市场表现与三季报业绩高度相关 3
2. 前期不确定性事件渐次落地，市场风险偏好提升，情绪面转好 6
3. 国内经济基本面高速复苏，人民币持续升值 8
4. 盈利呈现结构性复苏趋势，布局业绩改善显著板块 12
5. 风险提示 13

插图目录

图 1：海外市场大幅上涨，纳斯达克周涨幅 9.01%居首 ..... 错误!未定义书签。
图 2：上周 A 股全面大涨，沪深上涨 4.05% 4
图 3：家电、汽车、有色、钢铁领涨，分别上涨 12.38%、10.33%、9.64%、7.06% 4
图 4：医药、纺织服装和消费者服务分别处于 2010 年以来的 94.9%、80.8%、98.8%估值分位数 5
图 5：创业板风险溢价由 10 月 30 日的-1.60%下降至-1.66% 6
图 6：沪深 300 风险溢价由 3.79%下降至 3.49% 7
图 7：VIX 指数由 10 月 30 日的 38.02 下跌至 24.86 7
图 8：A 股成交金额、换手率回升 7
图 9：上周 A 股融资买入额有所提升 8
图 10：中国三季度 GDP 不变价同比达 4.9% 9
图 11：IMF 预测中国 2020 年 GDP 实际增长率为 1.85% 9
图 12：美国疫情第三次爆发且比前两次更严重 9
图 13：官方制造业 PMI 为 51.4，超市场预期 10
图 14：财新制造业、服务业 PMI 分别为 53.6、56.8 10
图 15：PMI 生产和订单指标仍处高位 10
图 16：三季报全部 A 股（非金融）累计归母净利润同比-4.49% 10
图 17：美国货币宽松不断加码 11
图 18：美国联邦基金利率继续维持在 0-0.25% 11
图 19：近期人民币持续处于升值区间，美元疲软 11
图 20：中美利差持续扩张 11
图 21：上周北向资金净流入达 7 月 13 日以来最高值 214.16 亿元 12

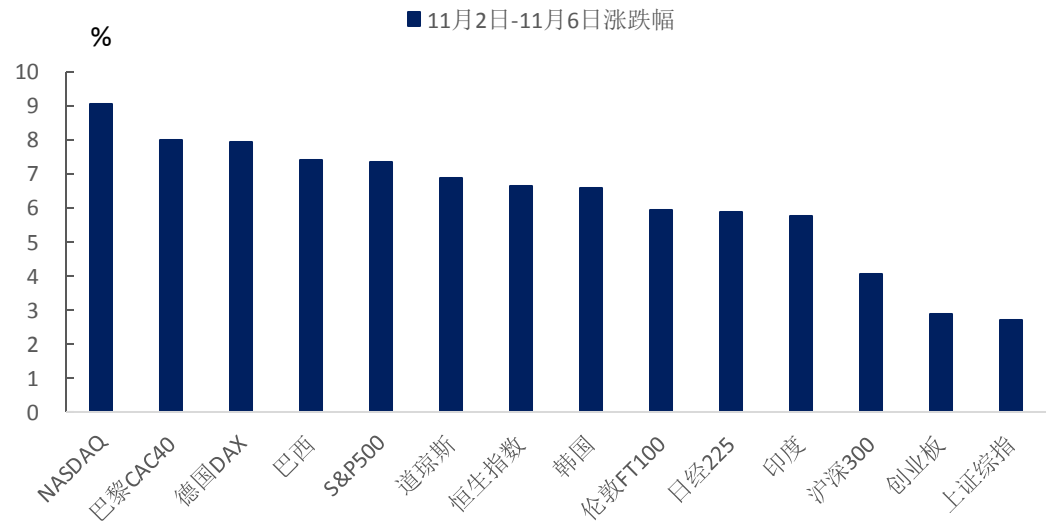
表格目录

表 1 石油石化、国防军工、农林牧渔 Q3 归母净利润同比增速最高 5

1. 顺周期板块领涨，市场表现与三季报业绩高度相关

上周市场大幅上涨，经济后周期的家电、汽车和上游周期有色、钢铁等行业领涨。上周美国总统大选结果基本落定，刺激法案推出确定性提升，海外市场普遍止跌回涨，纳斯达克指数涨 9.01%，道琼斯工业指数涨 6.87%；欧洲市场也表现转好，法国巴黎 CAC40 涨 7.98%，德国 DAX 涨 7.95%。A 股则结束了 10 月中旬以来的震荡下行，整体大涨，沪深 300、创业板指和上证综指分别上涨 4.05%、2.91%和 2.72%。盈利有明显复苏的行业普遍表现较好，其中家电、汽车、有色、钢铁领涨，分别上涨 12.38%、10.33%、9.64%、7.06%。这些行业三季报相较中报分别改善了 28.95%、25.52%、51.10%、69.64%。表现比较差的行业集中在医药、农林牧渔、消费者服务、纺织服装等，上周涨幅分别为-1.46%、-0.15%、0.50%、0.68%。医药、纺织服装业绩改善较少，三季度报相较中报分别仅改善 5.04%、5.53%，农林牧渔 Q3 业绩较 Q2 大幅下滑，归母净利润同比下降 53.28%。并且除农林牧渔外，这几个行业估值均处于历史高位，医药、纺织服装和消费者服务分别处于 2010 年以来的 94.9%、80.8%、98.8%估值分位数。

图 1：海外市场大幅上涨，纳斯达克周涨幅 9.01%居首



资料来源：wind、东兴证券研究所

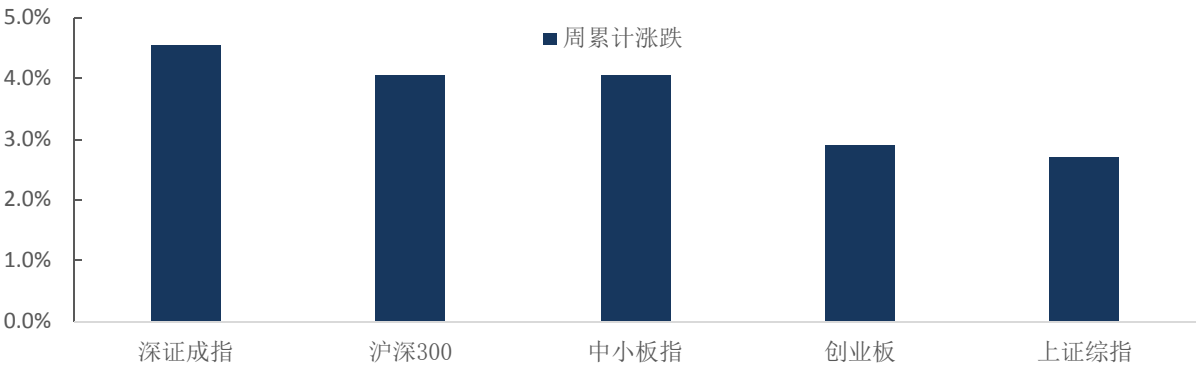


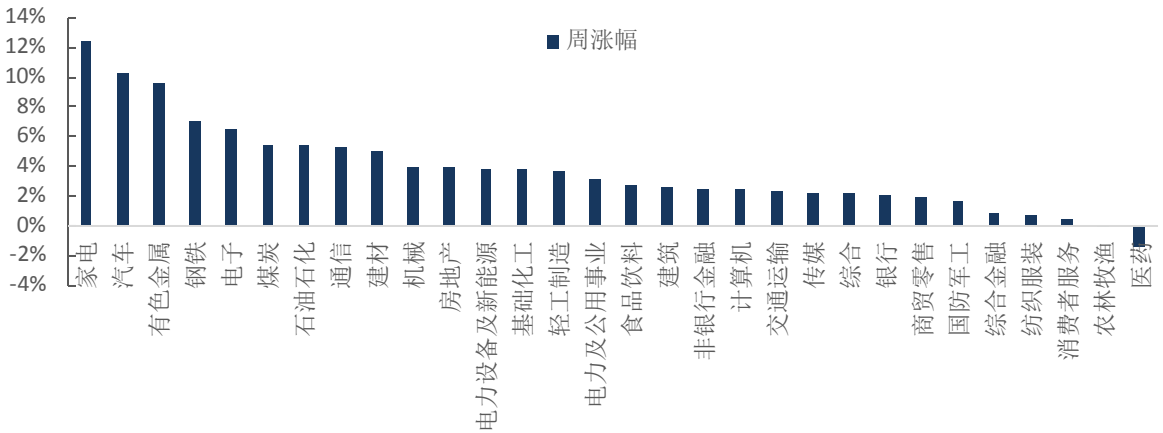
图 2：

上周 A

股全面大涨，沪深上涨 4.05%

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：家电、汽车、有色、钢铁领涨，分别上涨 12.38%、10.33%、9.64%、7.06%



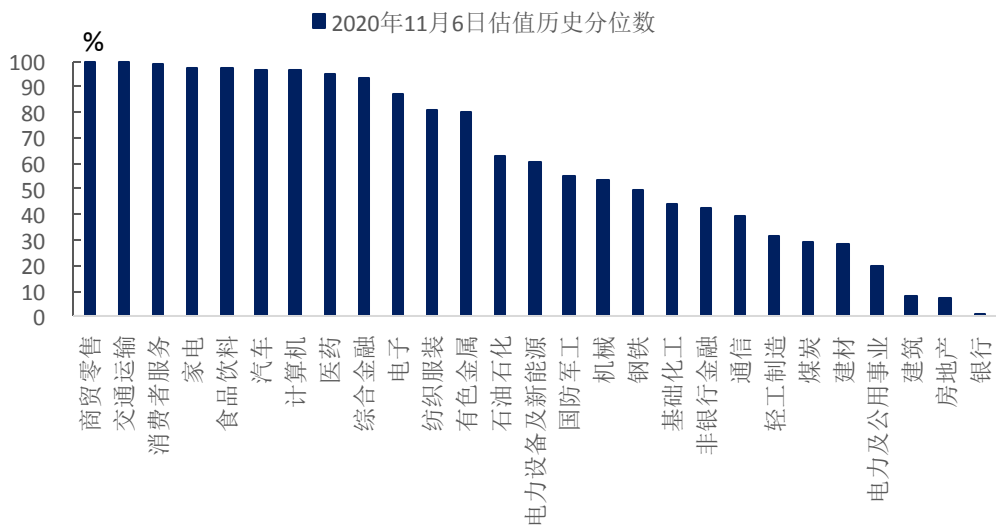
资料来源：wind、东兴证券研究所

表 1：石油石化、国防军工、农林牧渔 Q3 归母净利润同比增速最高

行业	2020Q2 归母净利润同比增速（%）	2020Q3 归母净利润同比增速（%）	差 值	行业	2020Q2 归母净利润同比增速（%）	2020Q3 归母净利润同比增速（%）	差 值
石油石化	-115.15	208.20	323.35	家电	-9.24	19.71	28.95
国防军工	-7.96	77.22	85.18	建筑	5.87	15.60	9.73
农林牧渔	124.03	70.75	-53.28	建材	19.94	14.96	-4.98
电新	38.15	68.44	30.29	轻工制造	-1.21	14.03	15.24
汽车	36.97	62.49	25.52	纺织服装	7.26	12.79	5.53
电子	32.63	49.98	17.35	计算机	1.91	6.76	4.85
有色金属	-3.66	47.44	51.10	传媒	-11.05	5.99	17.04
医药	40.95	45.99	5.04	消费者服务	-93.17	4.78	97.95
钢铁	-25.20	44.44	69.64	煤炭	-14.46	4.52	18.98
机械	45.34	42.89	-2.45	房地产	-6.96	-0.04	6.92
电力及公用事业	37.63	36.91	-0.72	银行	-23.82	-4.14	19.68
非银行金融	-21.40	36.60	58.00	通信	274.35	-6.78	-281.13
基础化工	-3.39	29.18	32.57	交通运输	-73.12	-30.95	42.17
食品饮料	25.84	20.51	-5.33	商贸零售	-21.44	-54.20	-32.76

资料来源：wind、东兴证券研究所

图 4：医药、纺织服装和消费者服务分别处于 2010 年以来的 94.9%、80.8%、98.8%估值分位数



资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 前期不确定性事件渐次落地，市场风险偏好提升，情绪面转好

海内外市场的大幅回暖源于前期一系列不确定性事件落地带来的风险偏好提升，情绪面随之转好。10月为三季度业绩披露期，期间随业绩披露反复影响预期市场出现较大波动。截止到10月31日，三季度业绩已披露完毕，业绩整体出现大幅回暖，全A非金融Q2业绩增速仅为-20.84%，Q3则回升至-4.49%；美国大选基本落定，大选前未再出现超出预期的突发性事件，经过3日的计票后，拜登已基本确定胜选，之后刺激法案推出的确定性大幅提升。随着内外扰动因素纷纷平息，市场偏好显著提升，截止11月6日，创业板、沪深300风险溢价较10月30日分别下行0.06%、0.4%。海外来看，VIX波动指数由10月30日的38.02下跌至24.86。风险事件的渐次落地带来情绪面的全面回暖，上周A股周平均成交金额、换手率、融资买入额分别10月26日至10月30日上升831.84亿元、0.23%、94.39亿元。

图5：创业板风险溢价由10月30日的-1.60%下降至-1.66%



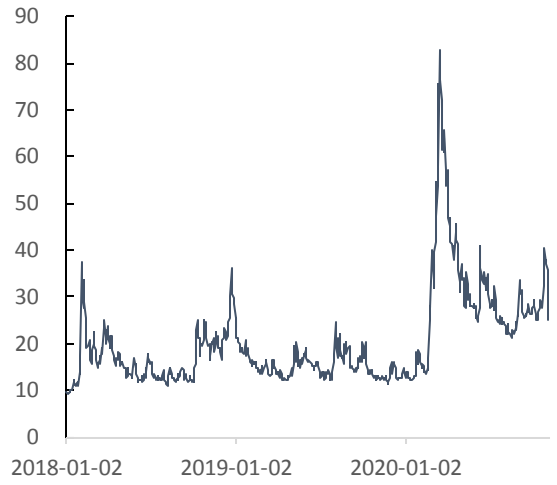
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：沪深 300 风险溢价由 3.79%下降至 3.49%



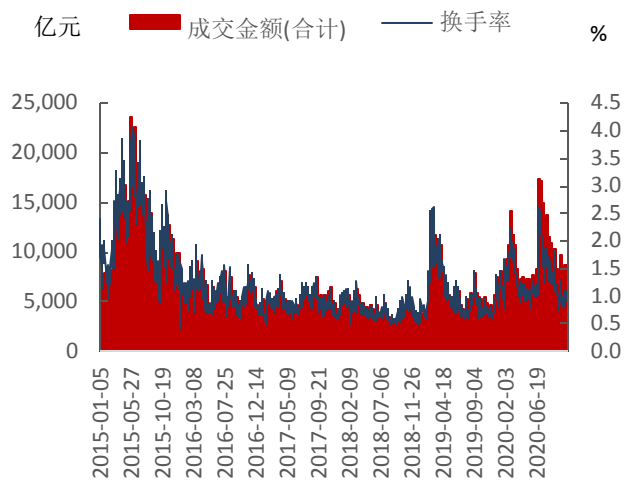
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 7：VIX 指数由 10 月 30 日的 38.02 下跌至 24.86



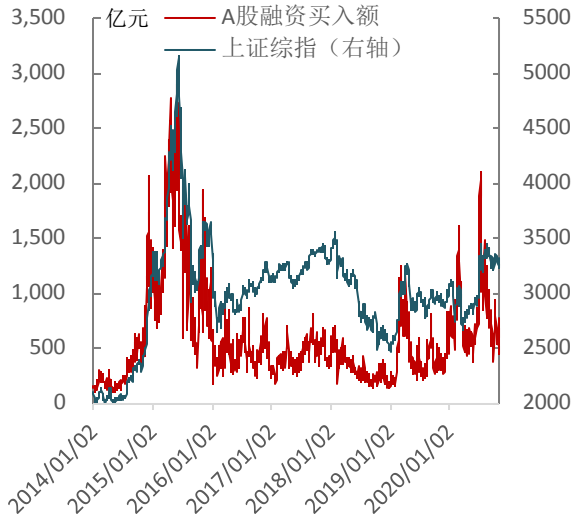
wind、东兴证券研究所

图 8：A 股成交金额、换手率回升



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：上周 A 股融资买入额有所提升



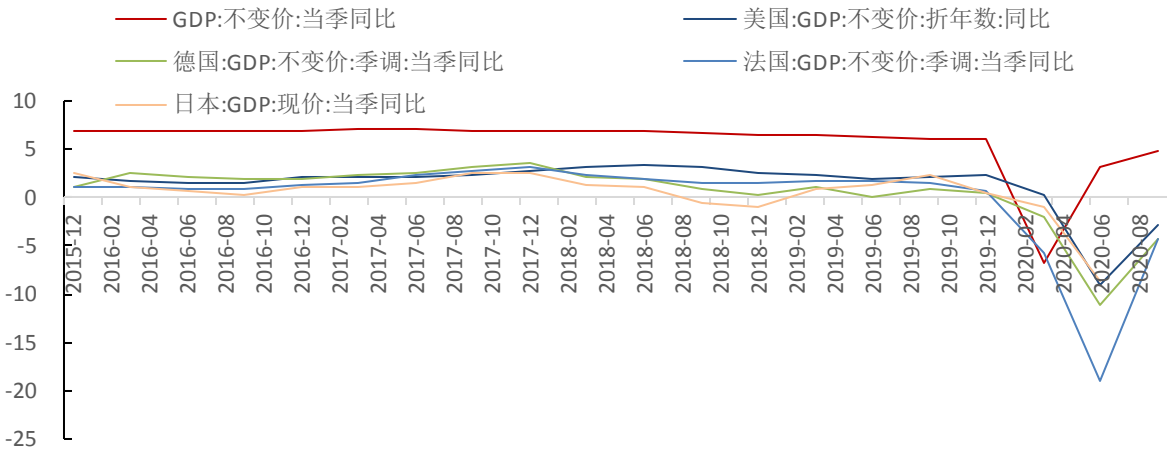
资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 国内经济基本面高速复苏，人民币持续升值

我们 8 月 9 日发布的报告《钟摆回落，热点扩散》中提出，虽短期因中美关系的不可预测性或将影响外资流入趋势，但基于中国经济复苏好于海外、美国在疫情期间宽松力度最大，大量释放流动性、中美利差维持高位的考虑，人民币中长期走强的趋势确立。

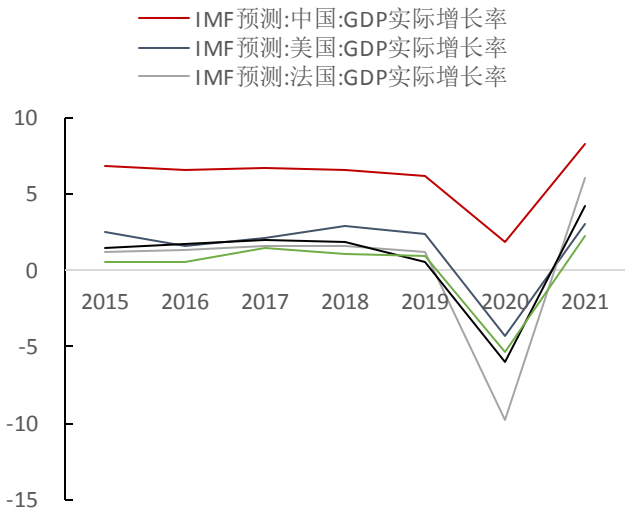
当下来看，第一、中国经济稳步复苏，基本面好于其他主要经济体。三季度，中国 GDP 不变价同比达 4.9%，而世界其他主要经济体如美国、法国、德国三季度 GDP 同比仅为-2.91%、-4.30%、-4.20%。日本、印度二季度 GDP 同比分别为-8.7%、-23.92%，中国二季度 GDP 同比则为 3.2%。且根据 IMF 预测，2021 年中国 GDP 实际增长率将达到 8.24%，领先于美国、法国、德国、日本的 3.08%、6.03%、4.18%、2.32%。当前海外疫情仍旧严峻，欧洲仍处于二次爆发期间，各国纷纷重启封城；美国疫情则第三次爆发且比前两次更严重，11 月 3 日单日新增病例 124985 例，是第二次疫情期间峰值时期 7 月 24 日确诊病例 78361 例的 1.59 倍，是第一次疫情峰值期 4 月 24 日单日新增 37007 例的 3.38 倍。海外经济仍在持续受到疫情冲击。10 月官方制造业 PMI 为 51.4，较前值小幅下降 0.1 个百分点，超过市场预期值 51.2，考虑到 10 月假期集中，中秋假期叠加国庆假期使得十月工作日较其他月份少一周左右，制造业整体仍延续高速回暖趋势。财新服务业 PMI 上升至 56.8，超出预期值 55 和前值 54.8，服务业复苏速率进一步加快。PMI 新订单指数 52.8，与上月持平，生产指数下降 0.1 个百分点至 53.9，生产端依旧保持高景气。

图 10：中国三季度 GDP 不变价同比达 4.9%



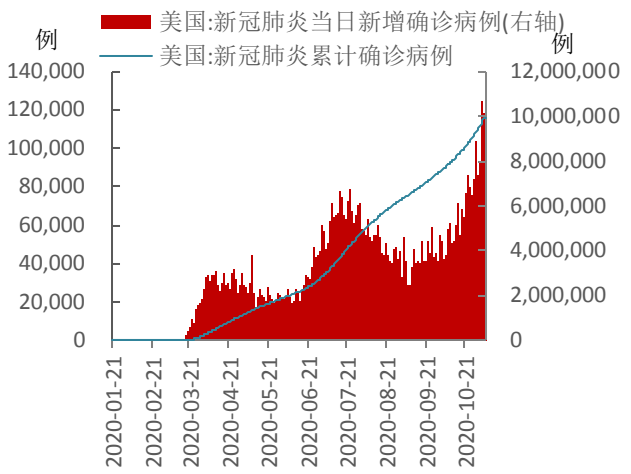
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11：IMF 预测中国 2021 年中国 GDP 实际增长率仍领先



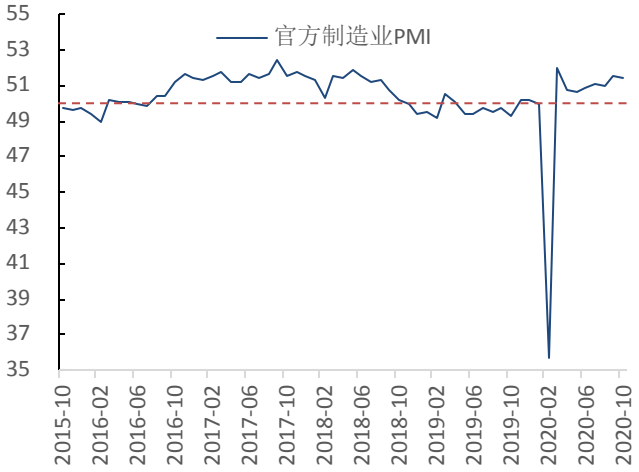
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 12：美国疫情第三次爆发且比前两次更严重



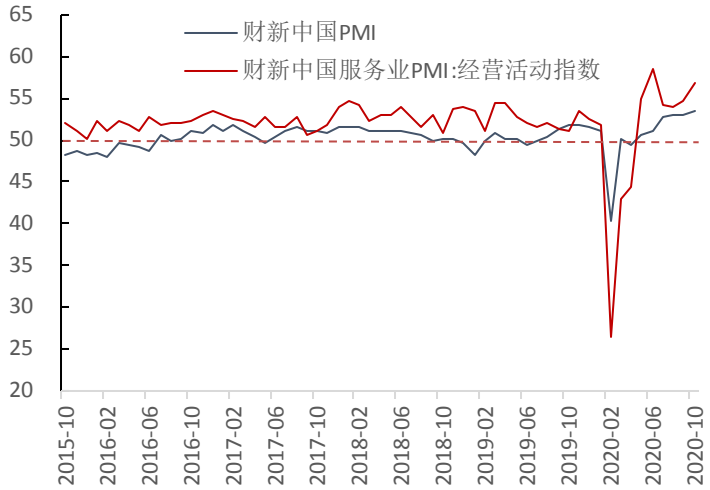
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 13：官方制造业 PMI 为 51.4，超市场预期



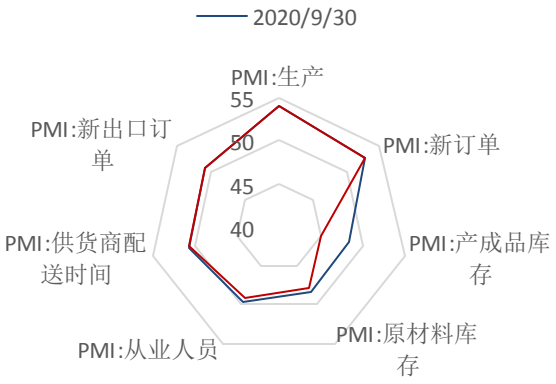
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 14：财新制造业、服务业 PMI 分别为 53.6、56.8



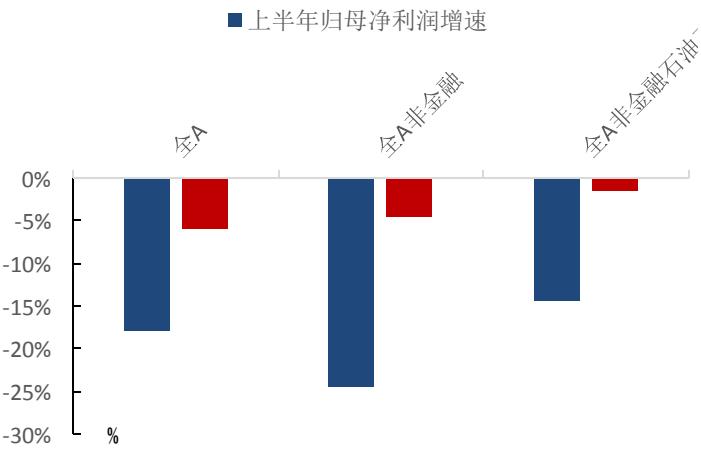
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15：PMI 生产和订单指标仍处高位



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 16：三季报全部 A 股（非金融）累计归母净利润同比-4.49%

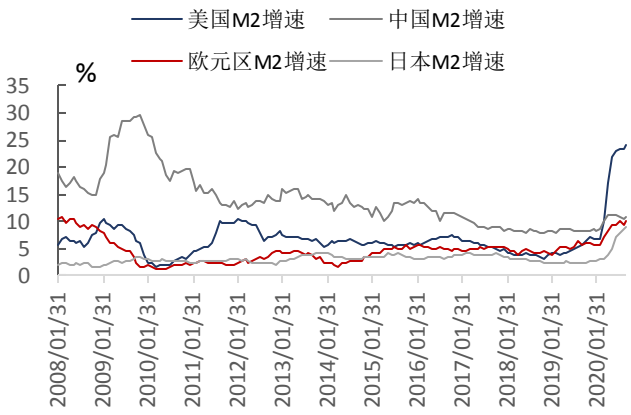


资料来源：wind、东兴证券研究所

第二、美国宽松货币政策延续，人民币持续升值。新冠疫情在海外爆发以来，海外国家货币政策持续宽松，特别是美国在本轮全球货币宽松周期中宽松力度最大，2020 年 3 月以来，M2 同比增速从 3 月的 10.17%一路飙升到 9 月的 24.04%。11 月 6 日的 FOMC 会议中，美国联邦基金目标利率维持 0-0.25%不变，购债规模维持不变。人民币处于升值区间，中间价从 11 月 5 日的 6.6895 跃升至 11 月 6 日的 6.6290，且由于美国疫情第三次爆发且比前两次更严重，美联储短期内不会退出货币宽松。人民币处于升值区间，利好人民币计价

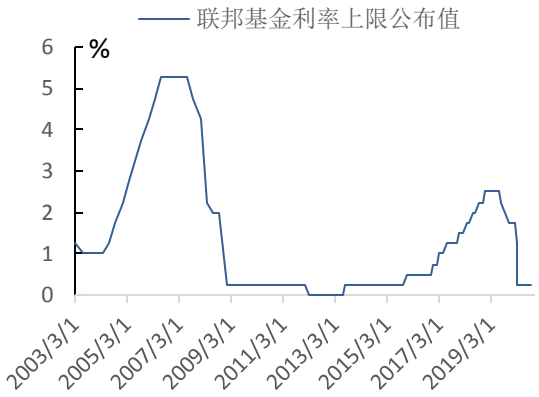
的 A 股。人民币升值能够为银行和非银利润带来支撑，食品饮料和家电行业白马龙头股居多，海外资产加速配置优质龙头股的动力更强，因此优先利好金融和消费白马。在此背景下，A 股是当前全球为数不多的优质资产，随海外扰动因素平息，外部资金再度布局 A 股，北向资金上周净流入 214.16 亿元。

图 17：美国货币宽松不断加码



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 18：美国联邦基金利率继续维持在 0-0.25%



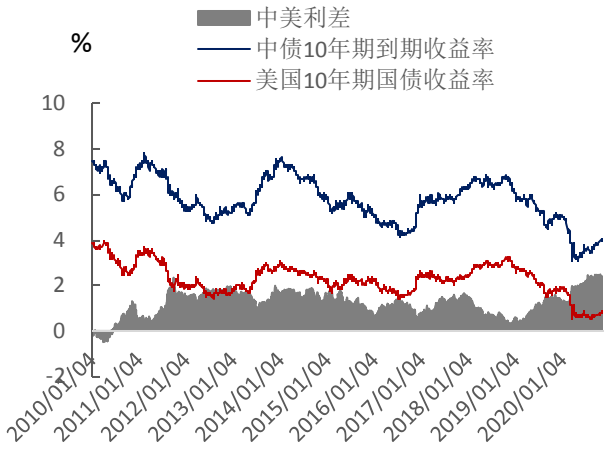
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 19：近期人民币持续处于升值区间，美元疲软



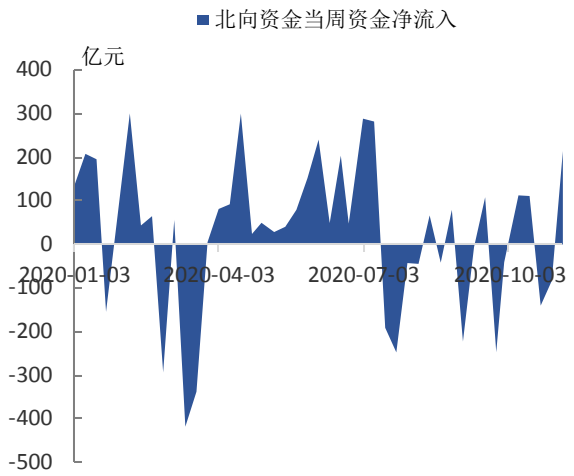
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 20：中美利差持续扩张



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 21：上周北向资金净流入达 7 月 13 日以来最高值 214.16 亿元



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 盈利呈现结构性复苏趋势，布局业绩改善显著板块

盈利呈现结构性复苏趋势，布局业绩改善显著板块。A 股本轮盈利复苏呈现出显著的结构性特征，三季报来看，中游制造业延续强势，电新、汽车、机械 Q3 归母净利润同比增速分别达到 68.44%、62.49%、42.89%；上游资源品三季度大幅回暖，石油石化、有色金属、钢铁、煤炭 Q3 归母净利润同比增速分别较 Q2 回升 323.35%、51.10%、69.64%、18.98%；消费整体弱势，农林牧渔、食品饮料 Q3 业绩增速均弱于 Q2，消费者服务 Q3 归母净利润同比刚刚回正，仅为 4.78%，商贸零售 Q3 归母净利润同比仍处负区间；科技分化显著，电子业绩显著回暖，Q3 归母净利润同比增速达 49.98%，计算机、通信表现弱势，Q3 归母净利润同比增速仅为 6.76%、-6.78%；金融触底回暖，银行让利压力减轻，Q3 归母净利润同比增速由 Q2 的-23.82%回升到-4.14%。房地产归母净利润同比增速接近回正，非银行金融 Q3 归母净利润同比增速达到 36.6%。不确定性事件纷纷落地、风险偏好提升背景下，关注分子端变化，抱紧业绩改善显著的板块，整体上维持推荐配置低估值与顺周期，估值中优选银行、保险和地产；顺周期中筛选机械、汽车和化工，此前我们在 8 月 30 日发布的报告《9 月观点：提前布局年末价值行情》中关注的地产后周期行业的家电三季报业绩改善明显，且也属于外资偏好板块，建议继续关注。

5. 风险提示

政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

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 5%～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