**策略周报** 股票投资策略简报

# 步入业绩空窗期，需要关注什么

## 基本结论

- **A 股三季报释放的两大积极信号：ROE 和资本开支同步回升。**在刚刚披露完毕的三季报业绩来看， A 股业绩增速正从一季度业绩底部逐季回升。总结三季报，我们认为有两个比较重要的积极信号：首先，A 股三季报 ROE 出现积极变化，整体 ROE 在利润率的带动下有所回升。当前 PPI 企稳回升是后续 ROE 回升的核心宏观因素，这一趋势在四季度或将延续。其次，在业绩修复和宽信用环境的背景下，A 股企业经营现金流和筹资现金流均持续改善，但更为重要的是资本开支加速恢复。具体而言，三季度资本开支 TTM 增速为 9.5%，较二季度的 7.5%有明显的改善，这反映了企业对未来业绩持续复苏的信心较强。

- **随着三季报的披露完毕，市场将步入长达三个月的业绩空窗期（年报业绩预告将在明年 1 月陆续披露），在业绩空窗期，市场或受事件性影响较大。**美国大选和疫情二次爆发是影响后市的重要事件，在上述事件的影响下，11 月 A 股市场呈现震荡行情。1）对于美国大选，大选结果能否在 11 月 4 日出炉，大选是否会拖到 12 月 8 日让最高法院裁决，这都存在较大的不确定。民调上来看，当前拜登仍相对领先。总体来看，此前市场对所谓“拜登交易”定价相对乐观，如果拜登当选，其加税和严监管或对美国产生一定的冲击，对 A 股市场也存在一定的外溢效应。2）疫情方面，随着气温的下降，疫情已在欧洲多地二次爆发，这对全球市场风险偏好也会产生较大的波动，但随着后续疫苗研发成功，疫情二次爆发风险对市场影响相比第一次爆发相对钝化。

- **市场仍呈现结构型行情，风格分化演绎取决于业绩和政策拐点。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，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，总体而言市场仍呈现结构型行情。行业估值分化能否延续，取决于业绩和政策拐点。估值分化的背后是基本面的分化，在没有行业相对基本面或政策层面的拐点出现之前，通过价格调整快速促使估值分化进行收敛的概率较低。后续估值分化能否走向收敛取决于行业间相对业绩的拐点和后续宏观流动性政策的额拐点。如果在经济企稳回升阶段，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。此外，在流动性由松趋紧的背景下，高估值或存在一定的调整压力。

- **短期来看，短期行业配置围绕景气进行配置，建议关注“消费、消费电子和部分中游制造行业”。**

- 拉长来看，从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为部分高估值板块或面临估值调整压力，特别是那些估值没有业绩支撑的板块和个股，而低估值板块安全边际的优势将逐步显现。行业配置建议聚焦四大方面：**1）消费和科技长期优质赛道：**自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。**2）低估值金融：保险、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。**3）成长初期的行业：**5G 等。在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。**4）困境反转的行业：**航空、机场、酒店等。疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

- **风险提示：***海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

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、A 股三季报释放的两大积极信号：ROE 和资本开支同步回升 .....3
二、步入业绩空窗期，市场或受事件性影响较大.....4
三、市场仍呈现结构型行情，风格分化演绎取决于业绩和政策拐点.....5
四、行业配置思路：短期和中期视角 .....6
重要事件前瞻 .....6

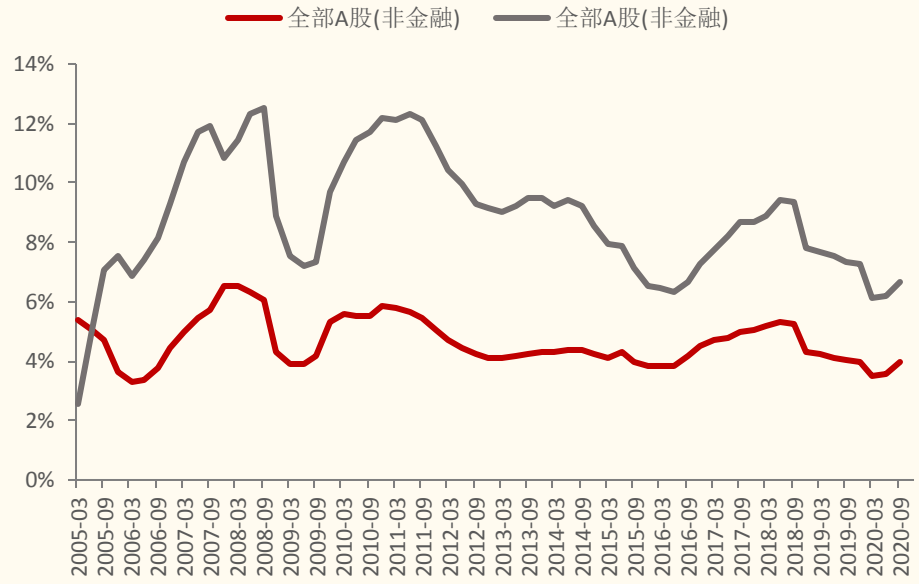
# 图表目录

图表 1：利润率带动 ROE 回升 .....3
图表 2：三季度资本开支加速恢复.....4
图表 3：美国大选各州民调.....5
图表 4：疫情最严重 10 个国家新增感染人数（7 天移动平均，千人）.....5
图表 5：重要事件前瞻.....7

## 一、A 股三季报释放的两大积极信号：ROE 和资本开支同步回升

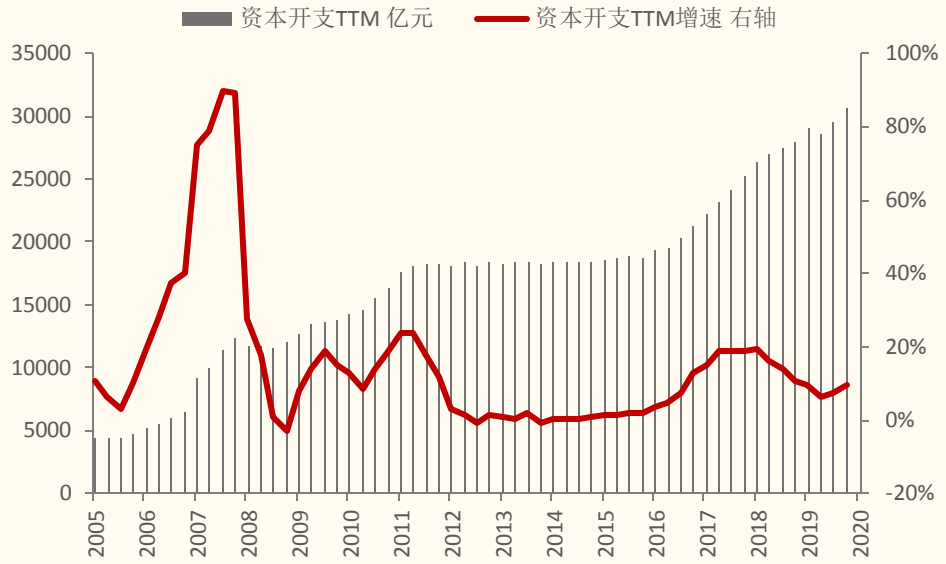
- 在刚刚披露完毕的三季报业绩来看，A 股业绩增速正从一季度业绩底部逐季回升。行业业绩结构分化延续，其中最为明显的特征是部分中下游行业业绩恢复较快，而上游行业业绩仍相对较弱。具体而言，必需消费、成长和部分中游制造行业三季报业绩亮点较多。
- 总结三季报，我们认为有两个比较重要的积极信号：
- **首先，A 股三季报 ROE 出现积极变化，整体 ROE 在利润率的带动下有所回升。**当前 PPI 企稳回升是后续 ROE 回升的核心宏观因素，这一趋势在四季度或将延续。
- **其次，在业绩修复和宽信用环境的背景下，A 股企业经营现金流和筹资现金流均持续改善，但更为重要的是资本开支加速恢复。**具体而言，三季度资本开支 TTM 增速为 9.5%，较二季度的 7.5%有明显的改善，这反映了企业对未来业绩持续复苏的信心较强。

*图表 1：利润率带动 ROE 回升*




来源：IMF、国金证券研究所

*图表 2：三季度资本开支加速恢复*

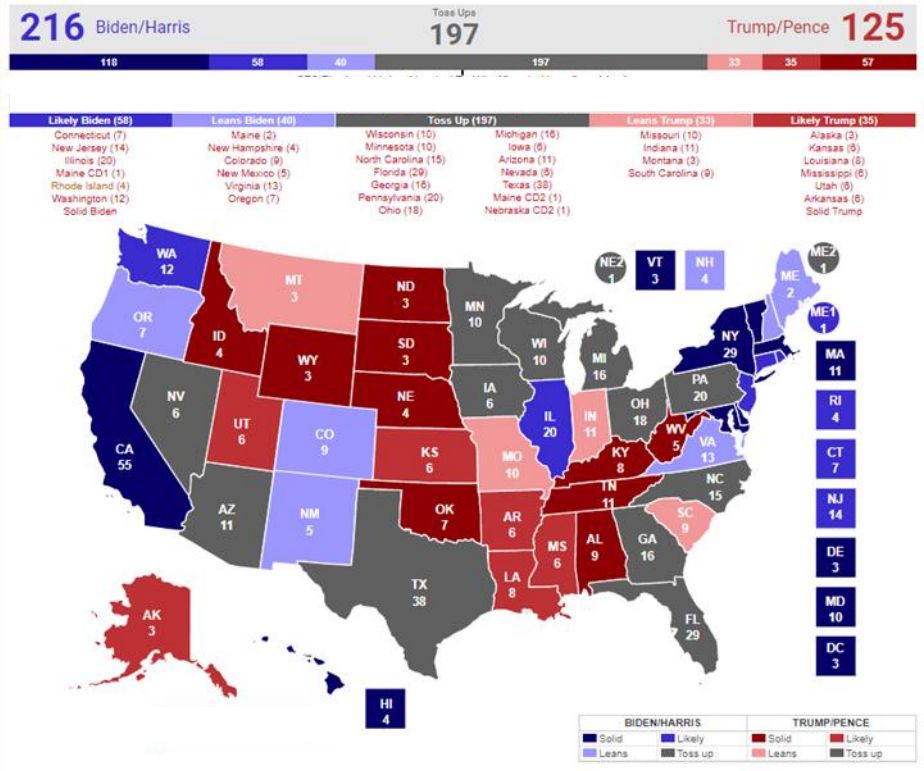



来源：Wind、国金证券研究所

## 二、步入业绩空窗期，市场或受事件性影响较大

- **随着三季报的披露完毕，市场将步入长达三个月的业绩空窗期（年报业绩预告将在明年 1 月陆续披露），在业绩空窗期，市场或受事件性影响较大。**美国大选和疫情二次爆发是影响后市的重要事件，在上述事件的影响下，11 月 A 股市场呈现震荡行情。1）对于美国大选，大选结果能否在 11 月 4 日出炉，大选是否会拖到 12 月 8 日让最高法院裁决，这都存在较大的不确定。民调上来看，当前拜登仍相对领先，如果拜登赢下摇摆州中的得克萨斯州、宾夕法尼亚州、佛罗里达州赢下两个州，那么拜登基本上是以较大的优势获胜，大选结果产生争议的概率也相对较低。总体来看，此前市场对所谓“拜登交易”定价相对乐观，如果拜登当选，其加税和严监管或对美国产生一定的冲击，对 A 股市场也存在一定的外溢效应。2）疫情方面，随着气温的下降，疫情已在欧洲多地二次爆发，这对全球市场风险偏好也会产生较大的波动，但随着后续疫苗研发成功，疫情二次爆发风险对市场影响相比第一次爆发相对钝化。

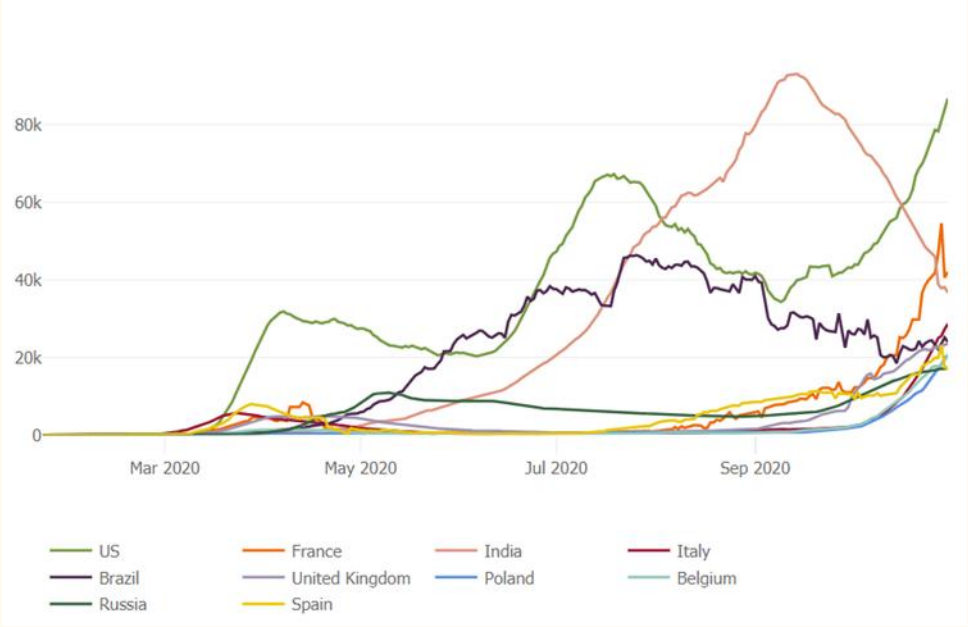
**图表 3：美国大选各州民调**




说明：蓝色越深表示对拜登优势越大，红色越深代表特朗普优势越大，灰色代表摇摆州

来源：realclearpolitics.com、国金证券研究所

**图表 4：疫情最严重 10 个国家新增感染人数（7 天移动平均，千人）**




来源：约翰霍普金斯大学、国金证券研究所

## 三、市场仍呈现结构型行情，风格分化演绎取决于业绩和政策拐点

- **“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，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，总体而言市场仍呈现结构型行情。**
- **行业估值分化能否延续，取决于业绩和政策拐点。**估值分化的背后是基本面的分化，在没有行业相对基本面或政策层面的拐点出现之前，通过价格调整快速促使估值分化进行收敛的概率较低。后续估值分化能否走向收敛取决于行业间相对业绩的拐点和后续宏观流动性政策的额拐点。如果在经济企稳回升阶段，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业开始加速恢复，那么行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。此外，在流动性由松趋紧的背景下，高估值或存在一定的调整压力。

## 四、行业配置思路：短期和中期视角

- **短期来看，短期行业配置围绕景气进行配置，建议关注“消费、消费电子和部分中游制造行业”。**
- 但拉长来看，从“经济企稳，流动性趋紧”的宏观组合预期的角度来看，我们认为部分高估值板块或面临估值调整压力，特别是那些估值没有业绩支撑的板块和个股，而低估值板块安全边际的优势将逐步显现。行业配置建议聚焦四大方面：
- **思路一：消费和科技长期优质赛道**

  自下而上精选个股，特别是那些估值有业绩支撑的个股。
- **思路二：低估值金融：保险、银行等**

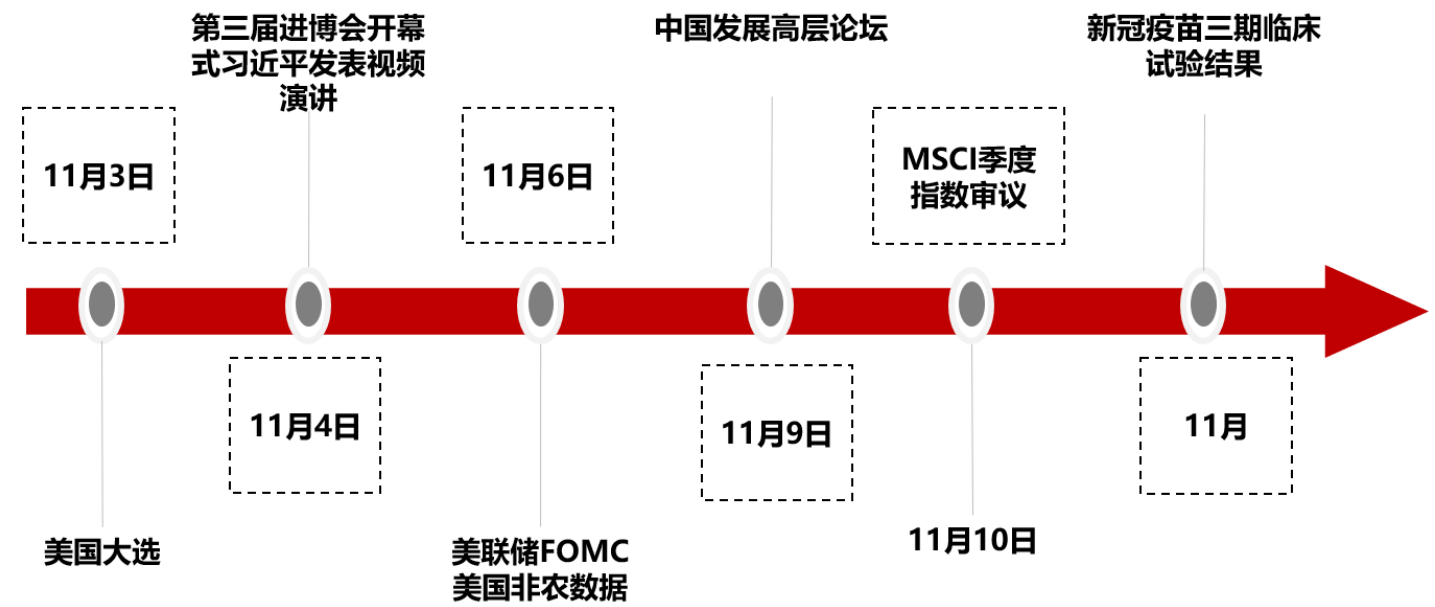
  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。
- **思路三：成长初期的行业：5G 等**

  在十四五规划的窗口期，部分处在成长初期行业或存在戴维斯双击的机会，比如 5G 基础设施建设和应用端。
- **思路四：困境反转的行业：航空、机场、酒店等**

  疫情对行业冲击最严重的阶段已经过去，只要能继续运营，业绩修复超预期是大概率事件。

## 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：***政策刺激力度不及市场预期、市场流动性风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

**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