东兴证券 DONGXING SECURITIES

外部风险与白马闪崩冲击释放，布局盈利复苏

2020 年 11 月 1 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：

海外风险释放，风险资产承压，A 股相对平稳。上周，海外疫情高峰再现和美财政刺激方案再度落空双重冲击之下，避险情绪上升，VIX 波动率指数飙升创下 6 月以来新高。风险资产跑输避险资产，全球股市大幅调整。纳斯达克指数、道琼斯工业指数、德国 DAX 指数等均大幅下跌，跌幅分别为-5.51%、-6.47%、-8.61%，连带大宗商品也出现较大幅度下跌，债券及 A 股则相对平稳，创业板指上涨 2.12%，沪深 300 下跌-0.49%。

“闪崩”的白马股开始分化，盈利增速是主要影响因子。自 10 月 13 日以来白马股接连下跌，机构重仓股前 150 的股票在 10 月 13 日自 10 月 25 日跌幅均值达-5.29%，前期滞涨的低估值和顺周期板块则逆势上涨。但上周白马股表现开始分化，机构前 150 只重仓股中，有 84 只个股止跌回升，44 只延续下跌趋势，4 只个股由涨转跌，其余 18 只个股则连续三周上涨。进一步分析业绩与市场表现的关系：三季报盈利出现明显改善的个股有 29 只，其中 27 只涨幅较前两周有所提升；重点看上周跌幅最大的 15 只股票及补跌的 3 只股票，共性如下：1）三季度业绩表现较差，18 只个股中有 15 只三季度环比改善低于整体水平；2）估值处于高位水平，18 只个股中有 11 只估值历史分位数在 90%以上，14 只估值历史分位数在 70%以上；3）年初以来涨幅较大，18 只个股涨幅平均数达到 49.63%，而全部 A 股涨幅平均数为 22.42%。

交易复苏的逻辑逐步兑现，三季度机构资金配置结构性调整转向增配周期、金融。统计基金三季报，科技、医药等板块配置比例分别减少 4.44%和 4.94%，金融、周期、消费配置比例分别增加 0.52%、1.97%、12.88%。行业来看，上半年基金紧密抱团医药生物、电子、计算机等行业配置比例均有所下降，分别变动-4.94%、-2.97%、-1.18%和-0.55%。电新、汽车、非银、银行、机械、建材、化工等金融、周期行业加仓，Q3 配置比例较 Q2 分别增加 2.10%、0.77%、0.73%、0.39%、0.34%、0.08%、0.06%。

分母端（估值）边际影响越来越小，分子端开始主导市场，布局盈利复苏。分母端包括无风险利率和风险偏好。10 月无风险利率进一步上行，由 9 月底的 3.1%上升至 3.2%，延续 6 月以来持续上行趋势，往后看流动性边际放宽可能性不大。创业板指、沪深 300 风险溢价均已处于低位，进一步下行也需要额外的催化剂。而在分子端，国内经济延续复苏趋势，三季报全部 A 股（非金融）累计归母净利润同比-4.49%，较中报累计归母净利润同比-20.84%大幅改善。当前 A 股对海外冲击开始钝化，白马股闪崩之后大幅分化，本质是企业盈利在定价中开始占据主导因素。沿着国内经济复苏、企业盈利改善的逻辑，配置上推荐两条主线：低估值中优选银行、保险和地产；顺周期中筛选机械、汽车和化工。

风险提示:行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期。

目 录

1. 海外风险释放，风险资产承压，A股相对平稳 3
2. “闪崩”的白马股开始分化，盈利增速是主要影响因子 7
3. 三季度机构资金配置结构性调整转向增配周期、金融 9
4. 分母端边际影响越来越小，布局盈利复苏是关键 10
5. 风险提示 11

插图目录

图 1：全球市场仅创业板指上涨 2.12%，其余均下跌 3
图 2：消费小幅上涨 0.86%外其他行业组合均下跌 3
图 3：上周仅芯片、调味品下跌-1.28%、-4.38%，上上周白酒、新能源汽车上涨 4
图 4：全球确诊人数突破 4630 万人 4
图 5：美国疫情三次爆发 4
图 6：法国、英国、意大利 10 月 31 日单日新增均超 2 万人 5
图 7：大选临近，美国财政刺激法案再度落空 6
图 8：VIX 指数飙升 6
图 9：美国债券等大类资产价格上涨 7
图 10：2020Q3 食品饮料、电力设备和新能源、国防军工等行业占比提升，医药、计算机等行业占比下降 10
图 11：2020Q3 周期、消费、金融地产多配，医药、科技少配 11
图 12：创业板风险溢价处于历史底位 12
图 13：沪深 300 风险溢价处于历史低位 12

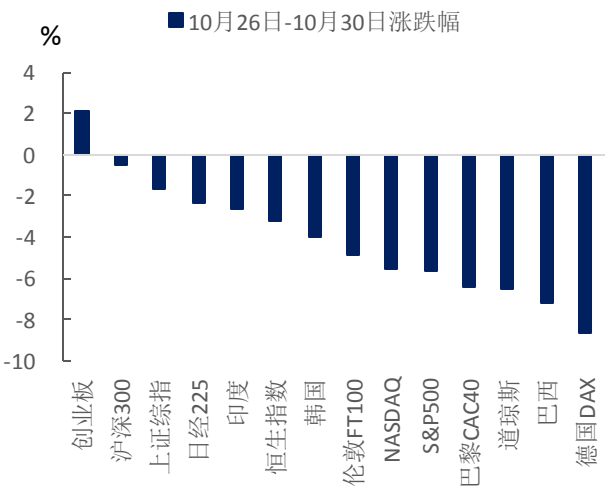
表格目录

表 1：机构重仓白马股本周涨幅优于大盘 8
表 2：Q3 业绩表现最好的个股上周显著回涨 8
表 3：本周跌幅较大的白马股上周跌幅也较大 9
表 4：本周跌幅较大白马股股普遍业绩表现差且估值处于历史高位 9

1. 海外风险释放，风险资产承压，A 股相对平稳

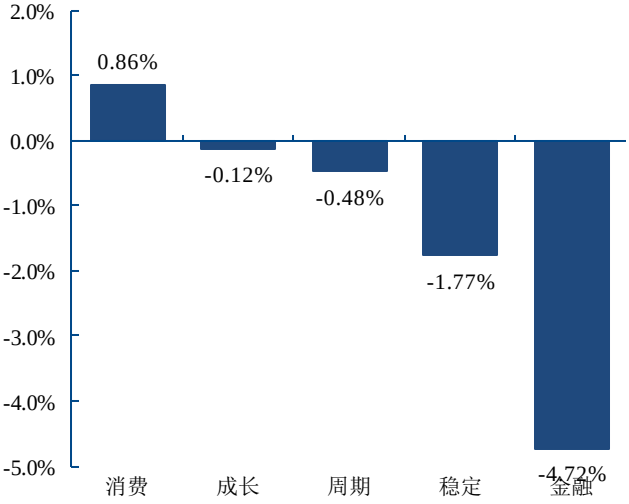
全球股市大幅调整但 A 股相对稳定，成长板块周度涨跌反转明显。上周纳斯达克指数、道琼斯工业指数、德国 DAX 指数、法国 CAC40 指数、日本日经 225 指数均大幅下跌，跌幅分别为-5.51%、-6.47%、-8.61%、-6.42%、-2.29%。但 A 股表现相对稳定，创业板指上涨 2.12%，沪深 300 下跌-0.49%。相比全球市场的大调整，A 股走出相对独立的行情。上周与此前出现较大反转：10.19-10.23 跌幅较大的是疫苗(-9.28%)、半导体(-6.63%)、光伏（-5.37%），但这三个行业上周涨幅显著上涨，分别上涨 2.64%、4.23%、0.97%。10.19-10.23 白酒上涨 6.44%，本周涨幅收窄，仅为 1.40%。

图 1：全球市场仅创业板指上涨 2.12%，其余均下跌



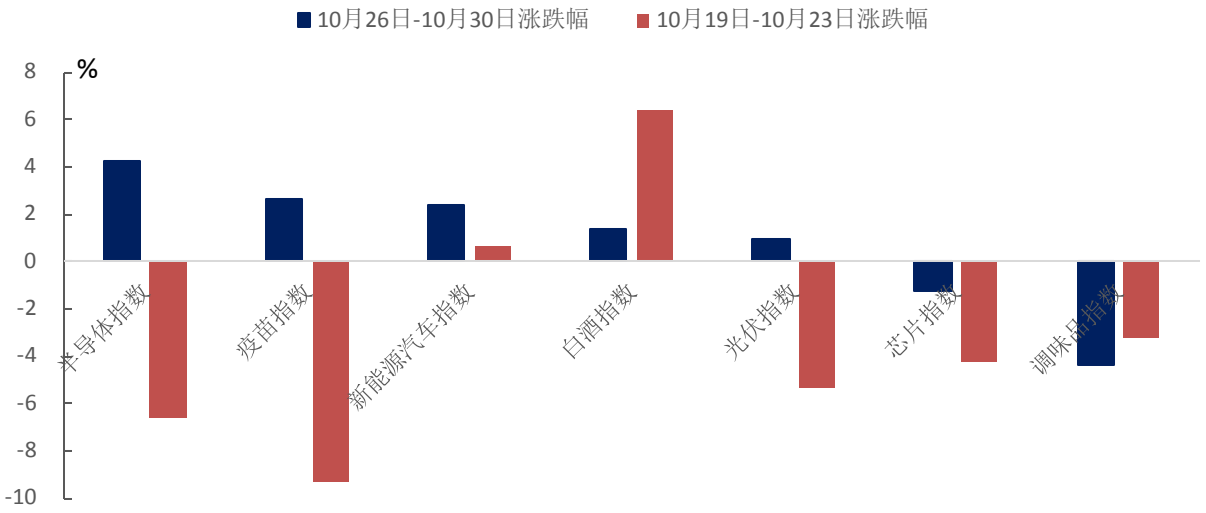
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：消费小幅上涨 0.86%外其他行业组合均下跌



资料来源：wind、东兴证券研究所

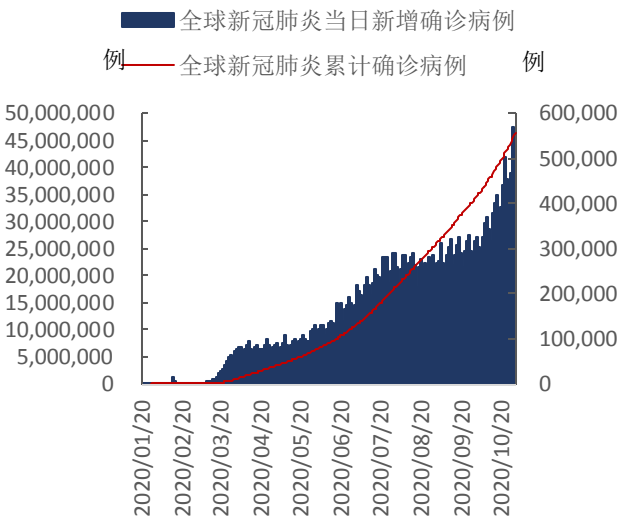
图 3：上周仅芯片、调味品下跌-1.28%、-4.38%，上上周白酒、新能源汽车上涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

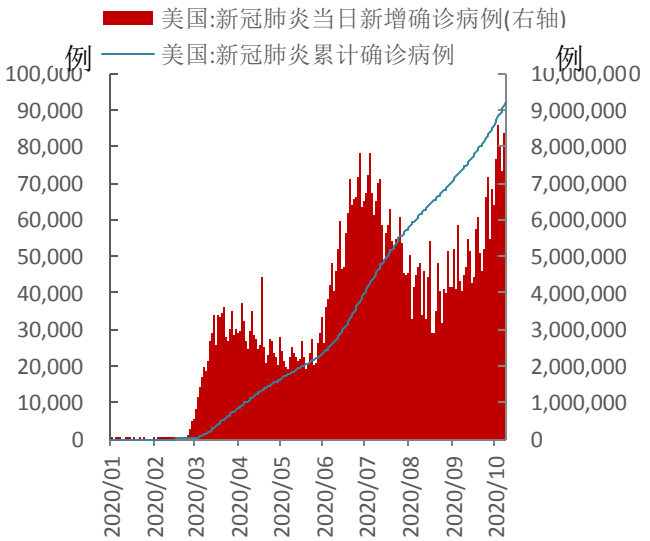
股票市场的大幅调整源于海外疫情的“第三次高峰到来”和“美财政刺激方案再度落空”。第一、截止到 10 月 31 日，全球疫情感染人数达 4630 万人，过去一周日均新增人数 50.5 万，相当于 3 月全球疫情峰值 7.39 万人的 6.83 倍。美国疫情出现第三次高峰，截止 10 月 31 日，美国累计确诊人数达 940 万人，上周日均新增 8.23 万人，周度新增确诊人数甚至超过第二次高峰期。欧洲来看，法国、意大利、英国的新增确诊病例数量也不断攀升，上周日均新增数量分别为 3.82 万人、2.56 万人、2.30 万人。

图 4： 全球确诊人数突破 4630 万人



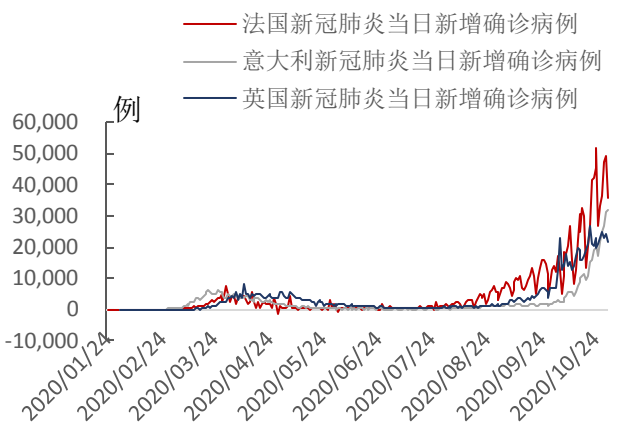
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5：美国疫情三次爆发



资料来源：wind、东兴证券研究所

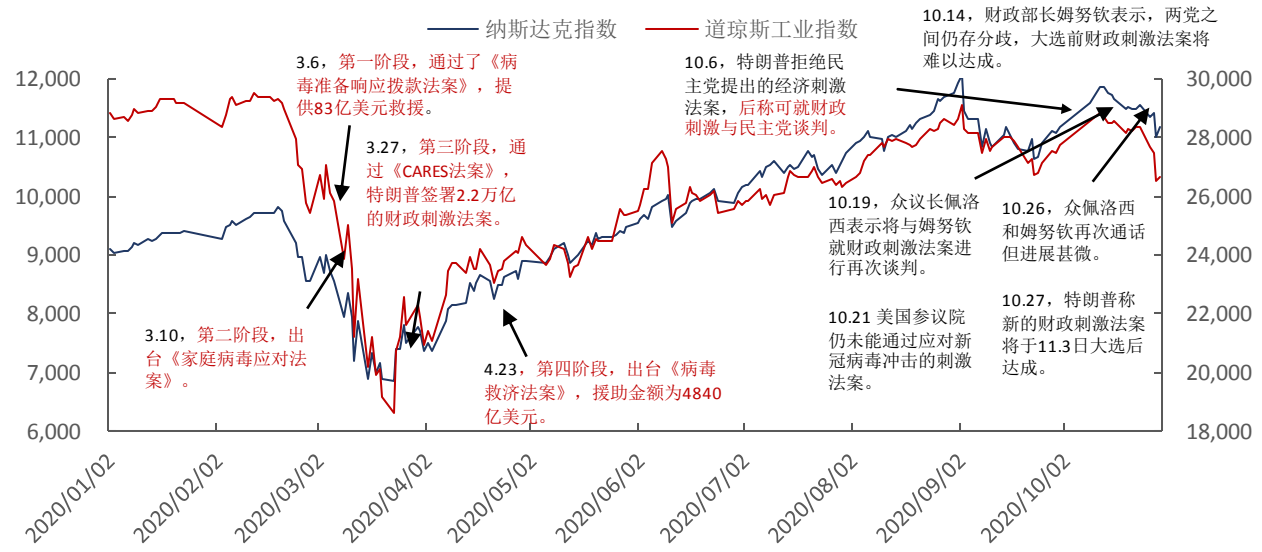
图 6：法国、英国、意大利 10 月 31 日单日新增均超 2 万人



资料来源：wind、东兴证券研究所

第二、美国大选临近，财政刺激再度落空，10 月 27 日特朗普发言称新的财政刺激法案在大选前将无法达成。今年 10 月以来美国刺激方案的预期经历了 3 次反复变化：10 月 6 日，特朗普拒绝民主党此前一周提出的 2.2 万亿美元的抗疫救助计划。但随后，特朗普又称将敦促白宫与民主党的合作，批准单独的刺激法案。市场受此正向消息提振，一路向上，纳指涨 1.88%、道指涨 1.91%；10 月 14 日，谈判进展不顺，财政部长姆努钦传达合作难以继续的消息，叠加美国疫情新增确诊人数不断攀升，市场情绪低迷，当日道琼斯工业指数下跌 0.58%，纳斯达克指数下跌 0.8%；10 月 26 日，谈判再度僵持，众议院议长佩洛西和财政部长努钦再度谈话但仍进展有限，大选前达成刺激方案的希望落空，道琼斯工业指数、纳斯达克指数受利空消息影响，分别跌-2.29% 和-1.64%。

图 7：大选临近，美国财政刺激法案再度落空



资料来源：wind、东兴证券研究所

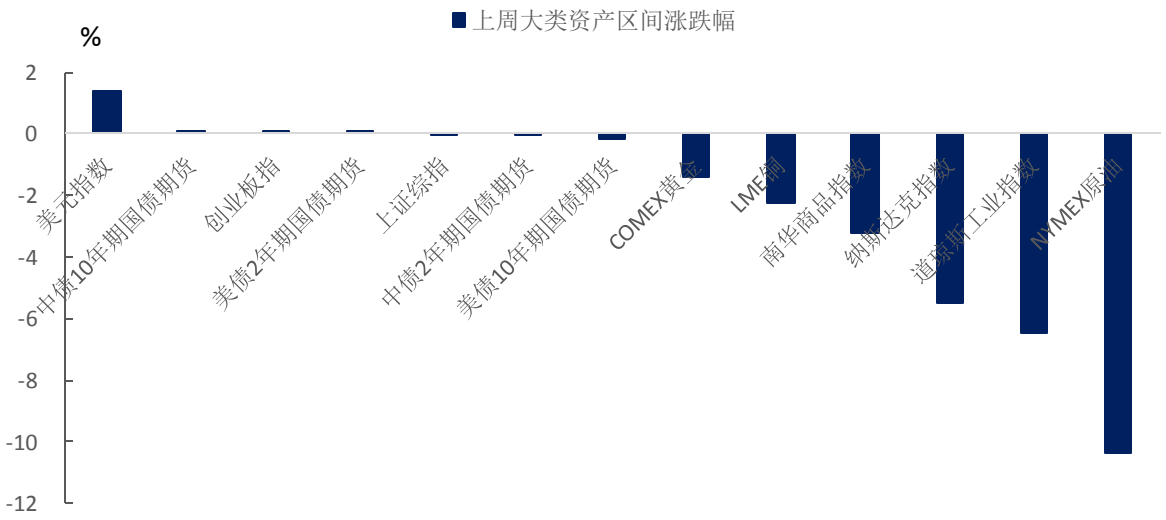
冲击之下，避险情绪上升，风险资产跑输避险资产，VIX 波动率指数飙升创下 6 月以来新高。在海外疫情与刺激法案谈判再次破裂的多重影响下，海外市场避险情绪上升，美元指数上周上涨 1.38%，美国 10 年期国债期货价格小幅下跌 0.15%，2 年期国债期货价格小幅上涨 0.0028%，表现优于纳斯达克指数和道琼斯指数，两者上周涨幅分别 -5.51%、-6.47%，也优于大宗商品表现，上周 LME 铜、NYMEX 原油涨幅分别为-2.25%、-10.36%。VIX 指数上周持续走高，由 10 月 23 日的 27.55 上升至 10 月 30 日的 38.02，创下 6 月以来新高。

图 8：VIX 指数飙升



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9： 避险情绪上升，风险资产跑输避险资产



资料来源：wind、东兴证券研究所

2、“闪崩”的白马股开始分化，盈利增速是主要影响因子

10 月 13 日以来，随着三季报陆续披露，前期强势的白马股开始松动。10 月 13 日至 10 月 25 日，机构重仓的白马股（剔除金融行业）连续两周大跌，前 10 大重仓股和前 150 大重仓股平均跌幅分别达到-6.84%和-5.29%，同期全部 A 股跌幅为-2.95%。前期的滞涨低估值和顺周期板块逆势上涨。

上周白马股开始止跌，内部分化，业绩优良个股大幅回升，较差个股延续下跌。我们做了进一步的统计分析发现：上周，机构重仓的前 150 只重仓股中，有 84 只个股止跌回升，44 只延续下跌趋势，4 只个股由涨转跌，其余则均延续上涨趋势。150 只重仓股整体上涨 2.90%，高于全部 A 股的-0.25%。

进一步分析业绩与市场表现的关系：三季报盈利出现明显改善的个股有 29 只，其中 27 只涨幅都较前两周有所提升。重点分析上周跌幅最大的 15 只股票及补跌的 3 只股票，共性如下：1）三季度业绩表现较差，18 只个股中有 15 只三季报与中报业绩增速差值低于 150 只重仓股整体；2）估值在 10 月 12 日左右达到历史高位，18 只个股中有 11 只估值历史分位数在 90%以上，14 只估值历史分位数在 70%以上；3）年初以来涨幅较大，18 只个股涨幅平均数达到 49.63%，而全部 A 股涨幅平均数为 22.42%。

表 1：机构重仓白马股本周涨幅优于大盘

平均涨幅	1.1-10.10	10.13-10.25	10.26-10.30
前 10 重仓股	93.25%	-6.84%	4.95%
前 150 重仓股	70.41%	-5.29%	2.90%
全部 A 股	22.42%	-2.95%	-0.25%

资料来源：wind、东兴证券研究所

表 2：Q3 业绩表现最好的个股上周显著回涨

公司简称	中报归母净利润增速	三季报归母净利润增速	差值	10.26-10.30 涨跌幅	10.13-10.25 涨跌幅
美年健康	-4746.61%	-232.15%	4514.46%	13.15%	-1.95%
英科医疗	2611.87%	3376.72%	764.85%	13.95%	-7.00%
沃森生物	-27.60%	261.79%	289.39%	1.97%	-14.06%
长电科技	241.47%	520.17%	278.70%	4.84%	-9.81%
深信服	-287.97%	-77.86%	210.12%	-4.00%	-10.59%
华大基因	734.19%	901.68%	167.49%	12.17%	-14.91%
比亚迪	14.29%	116.83%	102.54%	15.24%	7.91%
贝达药业	64.65%	158.80%	94.15%	2.95%	-11.64%
欣旺达	-97.43%	-5.95%	91.48%	5.61%	-13.13%
通威股份	-30.35%	48.57%	78.92%	10.08%	-7.34%
京东方 A	-31.95%	33.67%	65.61%	-1.25%	-8.76%
歌尔股份	49.05%	104.71%	55.66%	7.13%	-3.11%
金山办公	143.30%	191.22%	47.92%	9.17%	-15.25%
赣锋锂业	-47.10%	0.40%	47.50%	4.43%	1.34%
中国中免	-71.73%	-24.93%	46.80%	3.28%	-8.93%
先导智能	-41.93%	0.66%	42.59%	11.88%	0.19%
汇川技术	94.33%	131.93%	37.61%	3.31%	-2.40%
通策医疗	-30.22%	-0.98%	29.24%	6.96%	-7.29%
卫宁健康	-53.97%	-25.49%	28.48%	-7.25%	-6.44%
爱尔眼科	-2.72%	25.60%	28.32%	8.87%	-0.02%
芒果超媒	37.30%	65.39%	28.09%	2.39%	-3.64%
海尔智家	-45.02%	-17.23%	27.79%	9.42%	-0.35%
捷佳伟创	8.11%	32.18%	24.07%	2.81%	-16.12%
乐普医疗	-1.30%	22.38%	23.68%	-2.07%	-10.71%
迈克生物	15.16%	36.68%	21.52%	4.49%	-9.87%
紫金矿业	30.64%	52.12%	21.47%	1.16%	5.02%
长江电力	-7.81%	13.56%	21.37%	1.23%	-2.70%
TCL 科技	-42.26%	-21.42%	20.84%	-1.31%	-7.14%
新易盛	137.06%	157.06%	20.01%	-7.32%	-6.75%

资料来源：wind、东兴证券研究所

表 3：本周跌幅较大的白马股上周跌幅也较大

公司简称	行业	1.1-10.10 涨跌幅	10.13-10.25 涨跌幅	10.26-10.30 涨跌幅	10 月 12 日 PE 历史分位
鹏鼎控股	信息技术	32.44%	-8.52%	-2.63%	95.70%
贵州茅台	日常消费	45.04%	-2.02%	-2.64%	99.00%
海天味业	日常消费	83.60%	-4.42%	-2.75%	98.80%
三安光电	信息技术	39.39%	-12.04%	-3.14%	96.50%
浙江鼎力	工业	100.25%	-14.64%	-3.15%	99.20%
立讯精密	信息技术	119.32%	-8.47%	-3.33%	98.20%
中兴通讯	信息技术	-5.18%	-4.10%	-3.47%	76.80%
光威复材	材料	58.57%	-8.88%	-3.86%	75.00%
普洛药业	医疗保健	81.73%	-9.50%	-4.00%	78.00%
深信服	信息技术	84.82%	-10.59%	-4.00%	97.90%
苏泊尔	可选消费	2.25%	-4.28%	-4.36%	93.00%
南极电商	可选消费	75.19%	-6.26%	-4.51%	49.30%
中科曙光	信息技术	57.88%	-5.66%	-5.87%	41.70%
顺鑫农业	日常消费	13.81%	-5.69%	-6.39%	96.50%
紫光股份	信息技术	15.08%	-12.41%	-6.70%	31.50%
汇顶科技	信息技术	-20.46%	2.05%	-1.37%	11.20%
万华化学	材料	32.28%	1.94%	-0.27%	99.90%
山东药玻	医疗保健	70.18%	0.65%	-6.09%	93.60%
全部 A 股	--	22.42%	-2.95%	-0.25%	--

资料来源：wind、东兴证券研究所

表 4：本周跌幅较大白马股股普遍业绩表现差且估值处于历史高位

公司简称	三季报归母净利润同比	中报归母净利润同比	差值
鹏鼎控股	-18.99%	29.92%	-48.91%
贵州茅台	11.07%	13.29%	-2.22%
海天味业	19.20%	18.27%	0.93%
三安光电	-18.57%	-28.11%	9.54%
浙江鼎力	39.82%	56.96%	-17.14%
立讯精密	62.06%	69.01%	-6.95%
中兴通讯	-34.30%	26.29%	-60.59%
光威复材	18.06%	13.42%	4.64%
普洛药业	45.99%	52.93%	-6.94%
深信服	-77.86%	-287.97%	210.11%
苏泊尔	-13.42%	-20.48%	7.06%
南极电商	19.90%	11.51%	8.39%
中科曙光	29.79%	23.11%	6.68%
顺鑫农业	-34.78%	-15.36%	-19.42%

紫光股份	4.32%	4.21%	0.11%
汇顶科技	-35.75%	-41.26%	5.51%
万华化学	-32.38%	-49.55%	17.17%
山东药玻	21.46%	20.49%	0.97%
前 150 重仓股（非金融）	15.59%	7.12%	8.47%
全 A（非金融）	-4.49%	-23.34%	18.85%

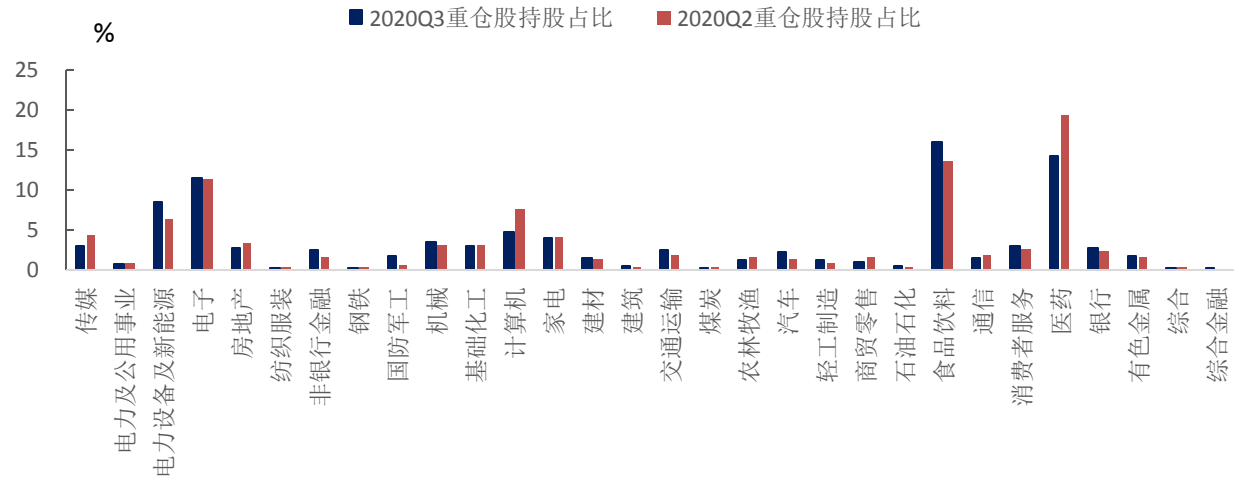
资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 三季度机构资金配置结构性调整转向增配周期、金融

交易复苏逻辑逐步兑现，三季度机构资金配置结构性调整转向增配周期、金融。三季度来看，科技、医药板块有所减仓，Q3 配置比例分别为 20.35%和 14.25%，分别较 Q2 的 24.79%和 19.19%下降 4.44%和 4.94%；金融、消费、周期有所加仓，Q3 配置比例分别为 7.62%、25.81%和 33.10%，Q2 配置比例分别为 7.10%、23.83%和 20.21%。Q3 相较 Q2 分别增加 0.52%、1.97%、12.88%。

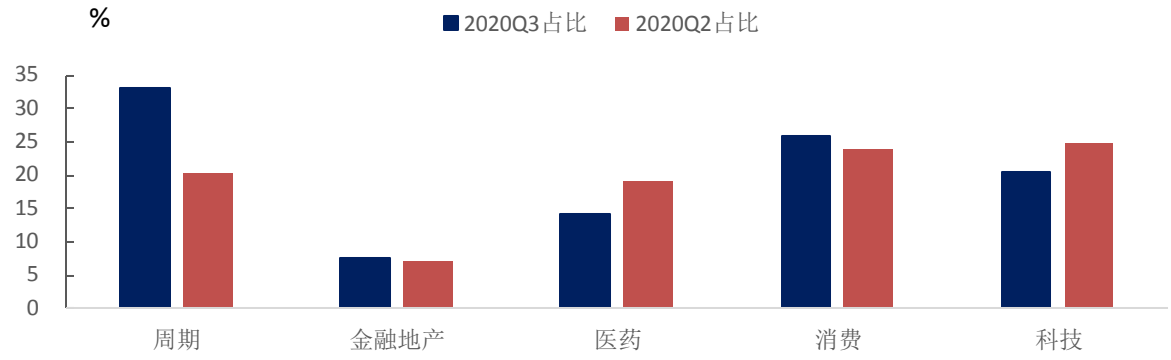
行业来看，上半年基金紧密抱团医药生物、电子、计算机等行业配置比例均有所下降，分别变动-4.94%、-2.97%、-1.18%和-0.55%。电新、汽车、非银、银行、机械、建材、化工等金融、周期行业加仓，Q3 配置比例较 Q2 分别增加 2.10%、0.77%、0.73%、0.39%、0.34%、0.08%、0.06%。

图 10：2020Q3 食品饮料、电力设备和新能源、国防军工等行业占比提升，医药、计算机等行业占比下降



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11：2020Q3 周期、消费、金融地产多配，医药、科技少配



资料来源：wind、东兴证券研究所

4. 分母端边际影响越来越小，布局盈利复苏是关键

分母端，无风险利率持续反弹，边际放松可能性不大，风险溢价已处于历史低位，进一步下行也需要额外的催化剂。10 月无风险利率进一步上行，由 9 月底的 3.1%上升至 3.2%，流动性边际继续放宽可能性不大；风险溢价来看，当前创业板指、沪深 300 风险溢价均处于历史低位，截止到 10 月 30 日，创业板指、沪深 300 风险溢价分别为-1.60%、3.79%，继续下行概率不大。

分子端，国内经济延续复苏趋势，企业盈利在定价中开始占据主导。三季报全部 A 股（非金融）累计归母净利润同比-4.49%，较中报累计归母净利润同比-20.84%持续改善。当前 A 股对海外冲击开始钝化，白马股闪崩之后大幅分化，本质是企业盈利在定价中开始占据主导。沿着国内经济复苏、企业盈利改善的逻辑，配置上推荐延续两条主线配置：低估值中优选银行、保险和地产；顺周期中筛选机械、汽车和化工。

图 12：创业板风险溢价处于历史底位



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 13：沪深 300 风险溢价处于历史低位



资料来源：wind、东兴证券研究所

5. 风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期

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 15%～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