策略周报 股票投资策略简报

季报窗口，市场围绕业绩布局

基本结论

- **从三季报预告来看，业绩逐季回升，结构分化延续。**三季报预告基本披露结束，从 1300 多家披露了预告的上市公司业绩来看，业绩预告改善的公司数量比重连续两个季度回升，预示着公司业绩在一季度疫情脉冲后呈现逐季复苏的态势。自上而下来看，我们预计三季度非金融企业业绩增速在-10%左右，全年业绩增速在-7%左右。结构上来看，下游消费行业保持较强的复苏态势，如食饮、医药和汽车等。中游制造中的机械等行业工业企业利润增速也已经转正。钢铁、煤炭等上游行业业绩恢复仍相对较慢。

- **在三季报窗口期，业绩成为市场验金石，那些高景气板块中个股业绩超预期仍属于大概率事件，市场围绕业绩进行配置的趋势或将继续。**从疫情以来行业市场表现来看，那些行业持续修复和业绩不断改善的行业成为市场配置的主线。这背后反映了在宏观流动性宽松的背景下，那些业绩有所支撑行业估值持续抬升。短期而言，弱复苏背景下央行货币政策或延续总体宽松，短期内部分板块高估值压力或不大。

- **市场在波折中前行：10 月反弹、11 月震荡、12 月定价明年。**1）10 月市场或迎来反弹，反弹的幅度取决于宏观流动性的边际变化。首先，美股系统性风险并不大。其次，10 月在政府债券发行压力和财政支出放缓的背景下，央行或持续呵护市场流动性。再次，10 月步入三季报窗口，高景气板块个股超预期仍是大概率事件。最后，10 月底召开的十九届五中全会将聚焦十四五规划，市场对于十四五规划的预期也将成为推动市场的重要因素；2）11 月美国大选和疫情二次爆发是重要不确定性因素。如果拜登当选，美股或面临一定的调整压力，短期同样会对 A 股市场产生一定影响。拜登当选对市场影响在于市场对其税收政策和华尔街监管政策的预期。但总体来看，在疫情冲击仍未消除的情况下，拜登的政策短期或相对温和；3）12 月市场或开始对明年定价，当前展望明年不确定因素仍相对较多，特别是经济复苏强度和货币政策走向。如果明年全球经济复苏持续加强，市场对流动性拐点和信用拐点的担忧会随之强化，这对权益类资产来说相对不利。

- **在行业相对基本面的拐点出现之前，当前 A 股市场估值分化局面仍将持续一段时间。10 月反弹或仍集中在消费和成长板块。**估值分化走向收敛的方式主要有两种：一是通过价格调整快速收敛，二是通过业绩消化估值的方式逐步收敛。我们认为当前估值分化快速收敛的概率较低，主要原因是估值分化的背后实际上反映的是基本面的情况，在基本面没有出现大的拐点之前，低估值板块加速抬升估值的可能性较低，后续估值分化将通过业绩消化估值的方式逐步收敛。

- **行业配置保持均衡：1）消费和基建等内需板块：**聚焦消费和基建中供需两端受益的行业，比如消费中的食品饮料、休闲服务、家电等，基建中的建材、机械等；**2）消费电子产业链：**苹果发布 5G 新机，iPhone12 预售情况相对火爆，消费电子行业景气度持续上行；**3）涨价主线：**短期美元升值趋势可持续性并不强，美元将进入新一轮贬值周期，叠加全球流动性持续宽松，黄金等有色资源品价格或重回上行通道。此外，部分化工品种涨价驱动下也存在一定配置价值。

- **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、从三季报预告来看，业绩逐季回升，结构分化延续 3
二、季报窗口期，市场延续围绕行业景气进行配置的趋势.....4
三、市场在波折中前行：10 月反弹、11 月震荡、12 月定价明年.....5
四、行业配置思路：内需板块、消费电子、涨价主线.....5
重要事件前瞻 5

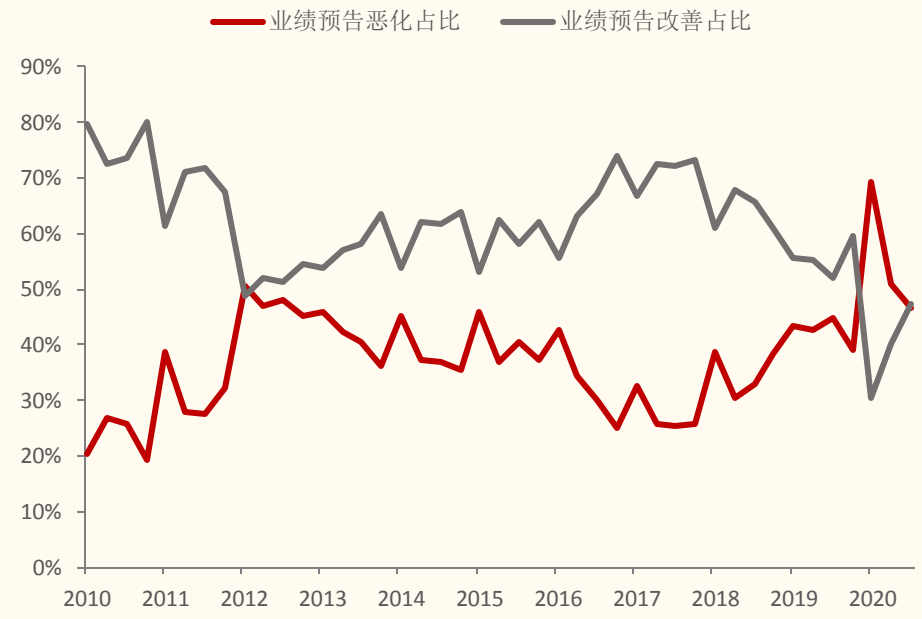
图表目录

图表 1：业绩预告持续改善.....3
图表 2：下游消费行业工业企业利润增速.....3
图表 3：中游制造行业工业企业利润增速.....4
图表 4：上游资源行业工业企业利润增速.....4
图表 5：各行业估值水平与 ROE 水平.....4
图表 6：重要事件前瞻.....6

一、从三季报预告来看，业绩逐季回升，结构分化延续

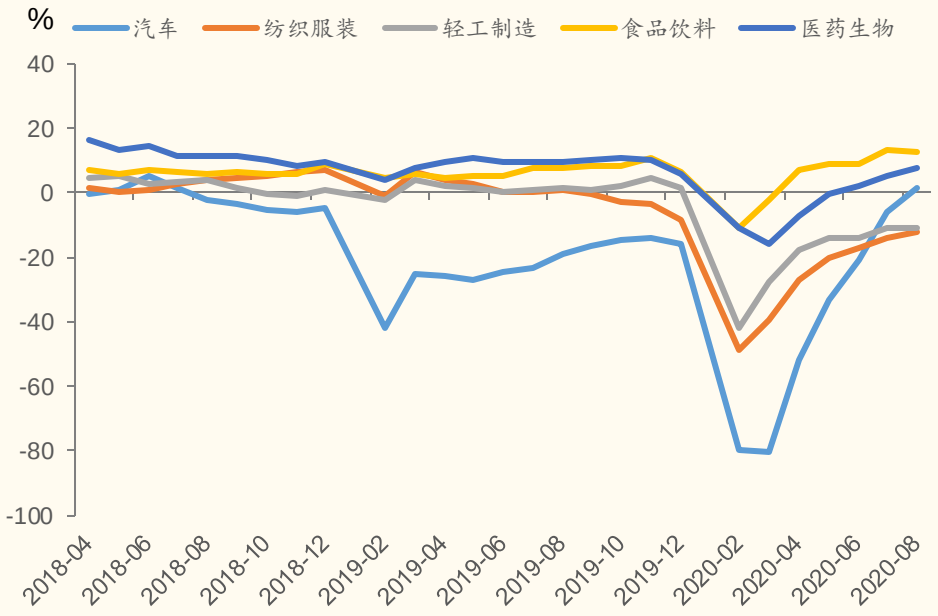
- 三季报预告基本披露结束，从 1300 多家披露了预告的上市公司业绩来看，业绩预告改善的公司数量比重连续两个季度回升，预示着公司业绩在一季度疫情脉冲后呈现逐季复苏的态势。自上而下来看，我们预计三季度非金融企业业绩增速在-10%左右，全年业绩增速在-7%左右。**结构上来看，下游消费行业保持较强的复苏态势，如食饮、医药和汽车等。中游制造中的机械等行业工业企业利润增速也已经转正。钢铁、煤炭等上游行业业绩恢复仍相对较慢。**

图表 1：业绩预告持续改善



来源：Wind、国金证券研究所

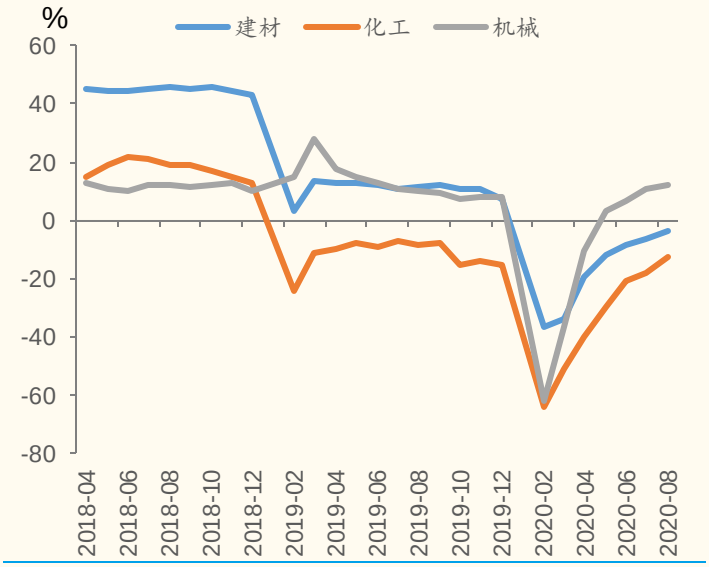
图表 2：下游消费行业工业企业利润增速



说明：利润增速为相关行业收入加权值

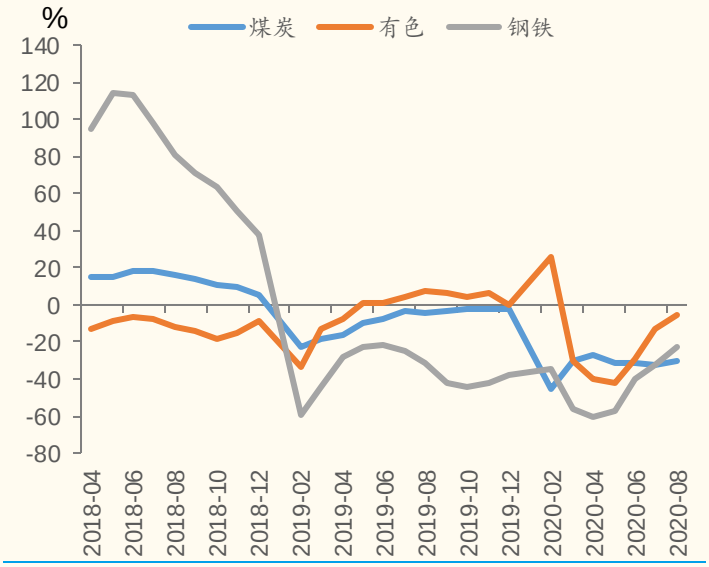
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：中游制造行业工业企业利润增速



说明：利润增速为相关行业收入加权值
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：上游资源行业工业企业利润增速

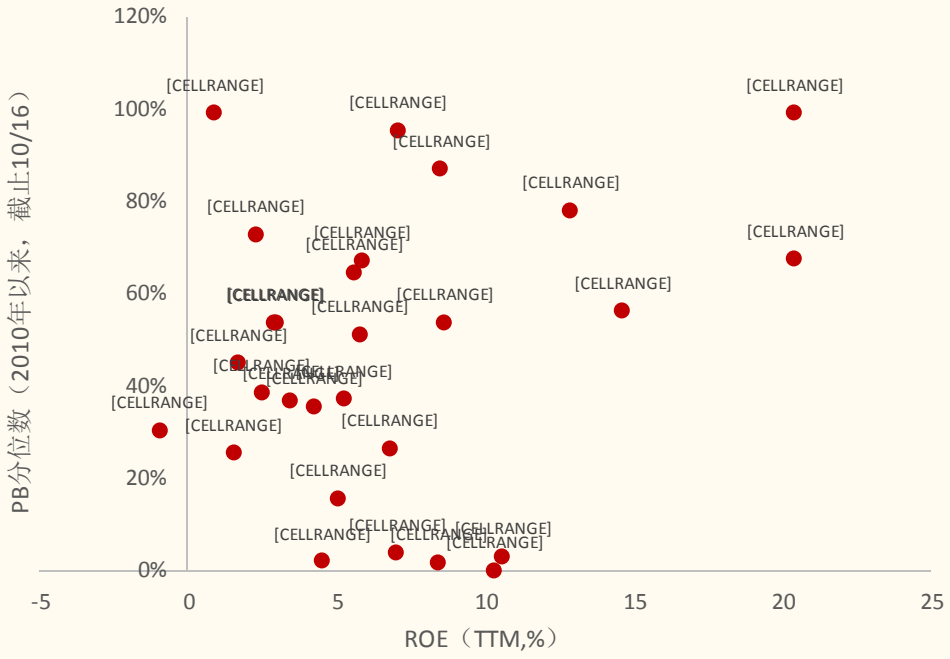


说明：利润增速为相关行业收入加权值
来源：Wind、国金证券研究所

二、季报窗口期，市场延续围绕行业景气进行配置的趋势

- 从疫情以来行业市场表现来看，那些行业持续修复和业绩不断改善的行业成为市场配置的主线。这背后反映了在宏观流动性宽松的背景下，那些业绩有所支撑行业估值持续抬升。短期而言，弱复苏背景下央行货币政策或延续总体宽松，短期内部分板块高估值压力或不大。**在三季报窗口期，业绩成为市场验金石，那些高景气板块中个股业绩超预期仍属于大概率事件，市场围绕业绩进行配置的趋势或将继续。**

图表 5：各行业估值水平与 ROE 水平



来源：Wind、国金证券研究所

三、市场在波折中前行：10月反弹、11月震荡、12月定价明年

- **10月市场或迎来反弹，反弹的幅度取决于宏观流动性的边际变化。**首先，美股系统性风险并不大，美股波动收敛对A股市场形成有力的外围环境。其次，10月在政府债券发行压力和财政支出放缓的背景下，央行或持续呵护市场流动性。再次，10月步入三季报窗口，高景气板块个股超预期仍是大概率事件。最后，10月底召开的十九届五中全会将聚焦十四五规划，市场对于十四五规划的预期也将成为推动市场的重要因素。
- **11月美国大选和疫情二次爆发是重要不确定性因素。如果拜登当选，美股或面临一定的调整压力，短期同样会对A股市场产生一定影响。**11月影响全球市场最为核心的因素是美国大选，从时间表来看，11月初美国大选结果出炉，如果拜登获胜，那么美国短期或面临一定的调整，原因在于市场对其税收政策和华尔街监管政策的预期。但总体来看，在疫情冲击仍未消除的情况下，拜登的政策短期或相对温和。此外，拜登或不采取贸易战措施针对中国，这对A股市场来说或是利好。
- **12月市场或开始对明年定价，当前展望明年不确定因素仍相对较多，特别是经济复苏强度和货币政策走向。**如果明年全球经济复苏持续加强，特别是前瞻明年上半年，在低基数因素推动下，增长或保持高位。市场对流动性拐点和信用拐点的担忧会随之强化，这对权益类资产来说相对不利。

四、行业配置思路：内需板块、消费电子、涨价主线

- **在行业相对基本面的拐点出现之前，当前A股市场估值分化局面仍将持续一段时间。**估值分化走向收敛的方式主要有两种：一是通过价格调整快速收敛，一是通过业绩消化估值的方式逐步收敛。我们认为当前估值分化快速收敛的概率较低，主要原因是估值分化的背后实际上反映的是基本面的情况，在基本面没有出现大的拐点之前，低估值板块加速抬升估值的可能性较低，后续估值分化将通过业绩消化估值的方式逐步收敛。短期反弹或仍集中在消费和成长板块。
- **行业配置保持均衡，建议关注“消费和基建等内需板块、消费电子产业链、涨价主线”。**
- **消费和基建等内需板块：**

  1）消费：食品饮料、休闲服务、家电等。随着疫情的缓和，以及在提振消费的政策之下，服务性消费增长和消费市场下沉是消费行业的重要边际变化。食品饮料、休闲服务、家电等行业一方面需求端受益于需求回暖，另一方面供给端也充分受益于行业集中度的提升；

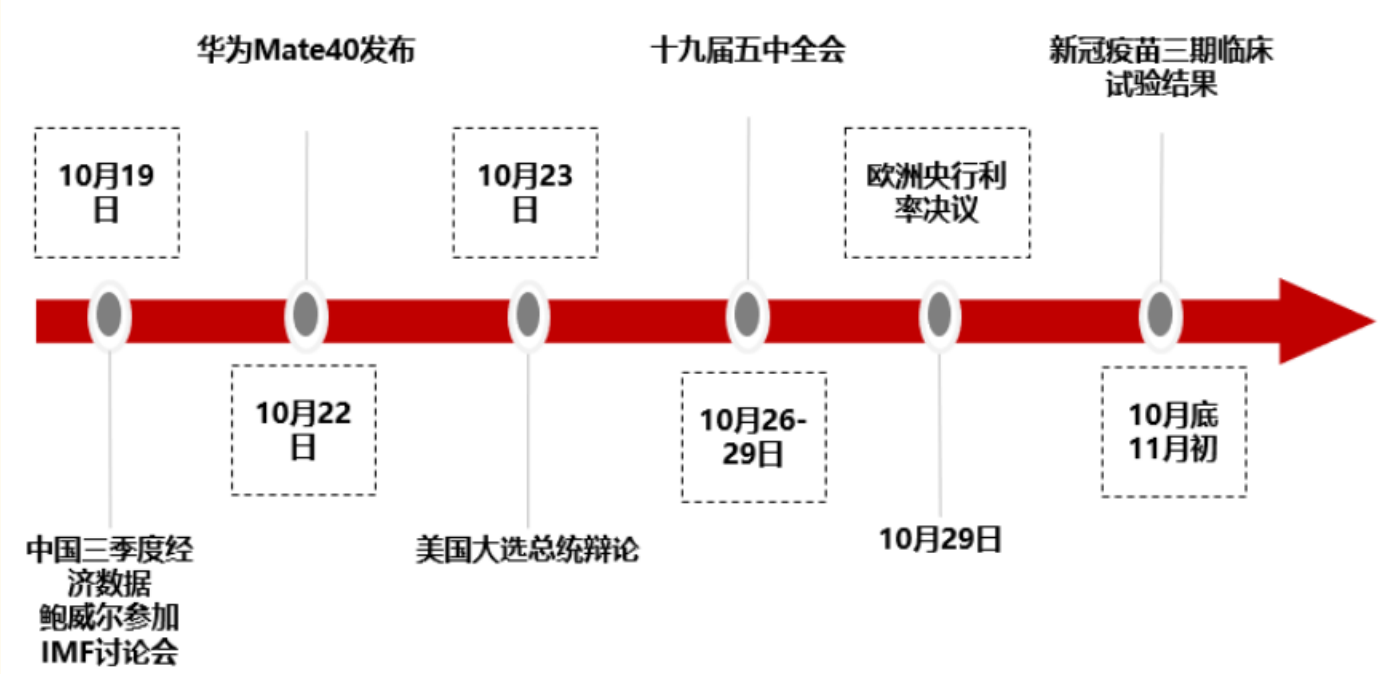
  2）基建：建材、机械等。随着扩大内需政策的加速落实，各类投资项目将加速上马，预计全年基建投资在10%以上，建材、机械等基建产业链行业将受益于基建投资扩张。
- **消费电子产业链：**

  苹果发布5G新机，iphone12预定量火爆，消费电子行业景气度持续上行。此外，美国制裁华为等中国科技公司事件对苹果产业链相关公司影响相对较小。
- **涨价主线：**

  我们认为短期美元升值趋势可持续性并不强，美元将进入新一轮贬值周期，叠加全球流动性持续宽松，黄金等有色资源品价格或重回上行通道。此外，部分化工品种涨价驱动下也存在一定配置价值。

重要事件前瞻

图表 6：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