

【天风策略 | 2020年四季度A股投资策略】

少部分公司的牛市向纵深发展

作者：

分析师 徐彪 SAC执业证书编号：S1110516080001

分析师 刘晨明 SAC执业证书编号：S1110516090006

分析师 李如娟 SAC执业证书编号：S1110518030001

分析师 许向真 SAC执业证书编号：S1110518070006

分析师 赵阳 SAC执业证书编号：S1110519090002



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

风险提示：宏观经济风险，海外不确定因素，公司业绩不达预期风险等。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

1

从全球中长期变量再看内循环和双循环

从全球中长期变量再看内循环和双循环

➤ 宽松失效与不清晰的复苏前景

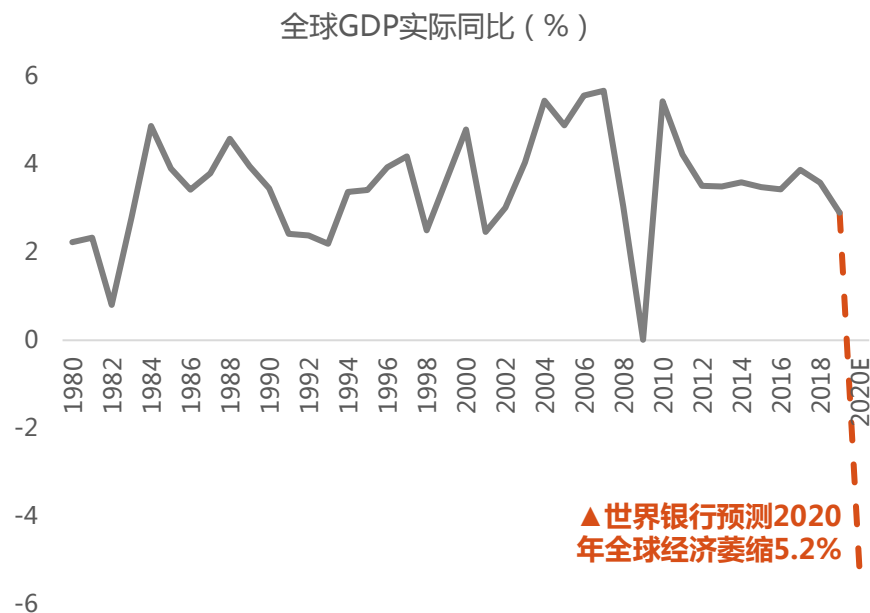
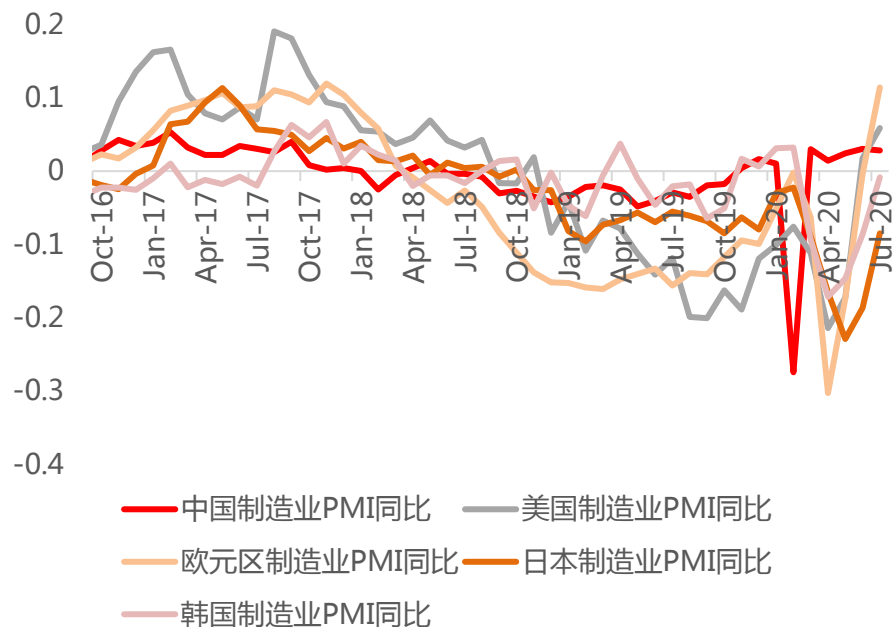
- 全球扩表刺激：截至8月，G20国家财政刺激规模超10万亿美元，远超3月G20会议提出的5万亿方案。
- 进一步宽松的掣肘：全球杠杆率攀升，债务风险积聚。最新一次美联储会议更加关注“金融脆弱性”。

G20国家 (截至8月)	2020年财政刺激规模(含计划)	2020年财政刺激规模(亿美元, 含计划)	2019年GDP	财政刺激/GDP
日本	265.9万亿日元	25282	553万亿日元	48.00%
意大利	8410亿欧元	9894	17876亿欧元	47.04%
德国	9678亿欧元	11385	34357亿欧元	28.17%
南非	10300亿南非兰特	591	50732亿南非兰特	20.30%
美国	3.75万亿美元	37500	21万亿美元	17.50%
英国	3600亿英镑	4669	22100亿英镑	16.29%
巴西	10000亿雷亚尔	1934	72569亿雷亚尔	13.78%
韩国	270万亿韩元	2261	1988万亿韩元	13.58%
法国	3000亿欧元	3529	24189亿欧元	12.40%
印度	20万亿卢比	2672	200万亿卢比	9.96%
澳大利亚	1887亿澳元	1352	19948亿澳元	9.46%
俄罗斯	8万亿卢布	1126	110万亿卢布	7.27%
沙特	1200亿里亚尔	320	26390亿里亚尔	4.55%
加拿大	950亿加元	712	23038亿加元	4.12%
中国	31224亿	4462	99万亿人民币	3.15%
土耳其	1000亿土耳其里拉	155	42803亿里拉	2.34%
墨西哥	4640亿比索	199	246986亿比索	1.88%
印尼	130.3万亿印尼盾	80	15833万亿印尼盾	0.82%
阿根廷	1200亿比索	19	216504亿比索	0.55%
欧盟	21490亿欧元	25246		/
合计		108104		

从全球中长期变量再看内循环和双循环

➤ 宽松失效与不清晰的复苏前景

- **疫情冲击与政策刺激放大经济周期波动：**主要经济体PMI在政策强刺激下恢复至去年同期水准附近，但同时 also 面临生产端和需求端复苏不平衡的问题。
- **全球经济复苏前景仍不明朗：**世界银行预测2020年全球经济将萎缩5.2%（1月预测增长2.5%），为二战以来最大降幅。未来病毒的变异、疫苗的研发，以及宽松的空间、效用仍有高度不确定性。

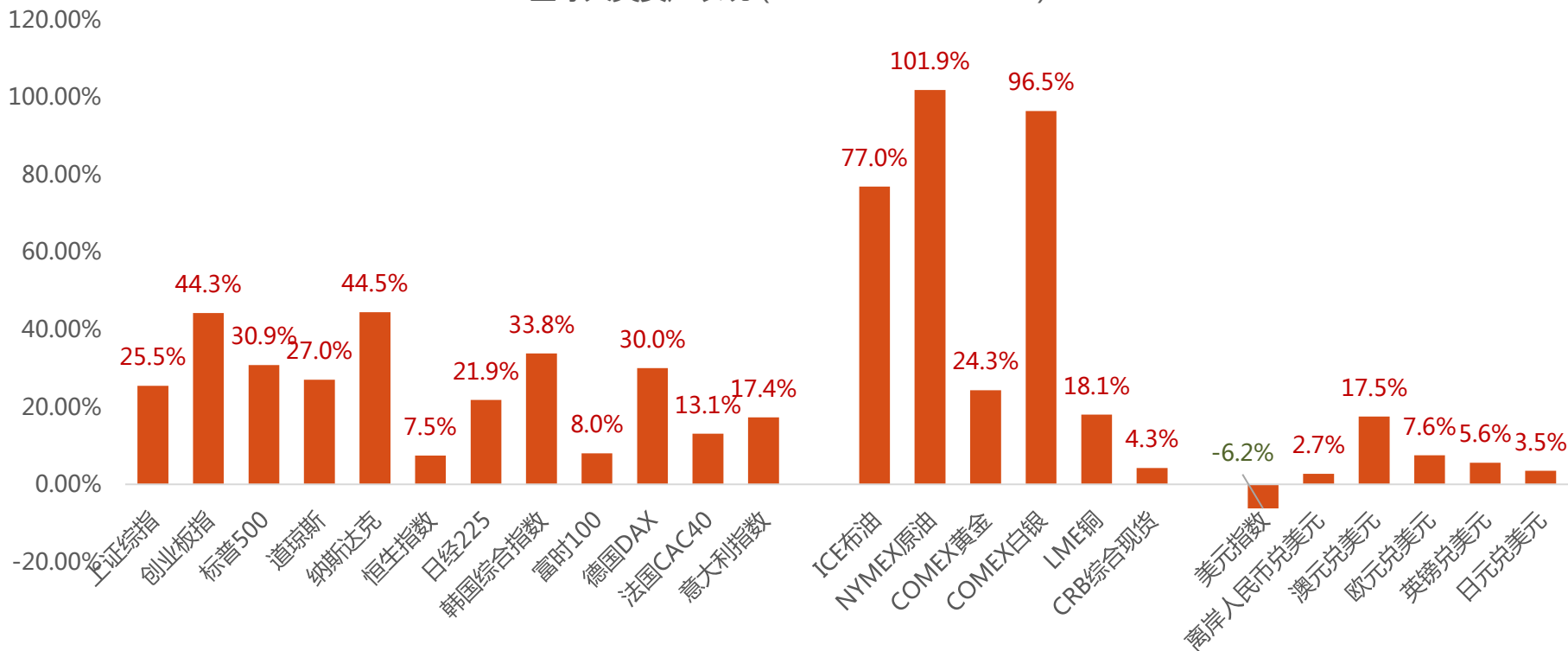


从全球中长期变量再看内循环和双循环

➤ 资产泡沫与潜在通胀风险

- 对经济前景的不确定导致宽松政策释放的流动性脱实入虚。4月以来全球商品、权益等金融资产价格大幅攀升、波动率急剧提升、投资风险加大。

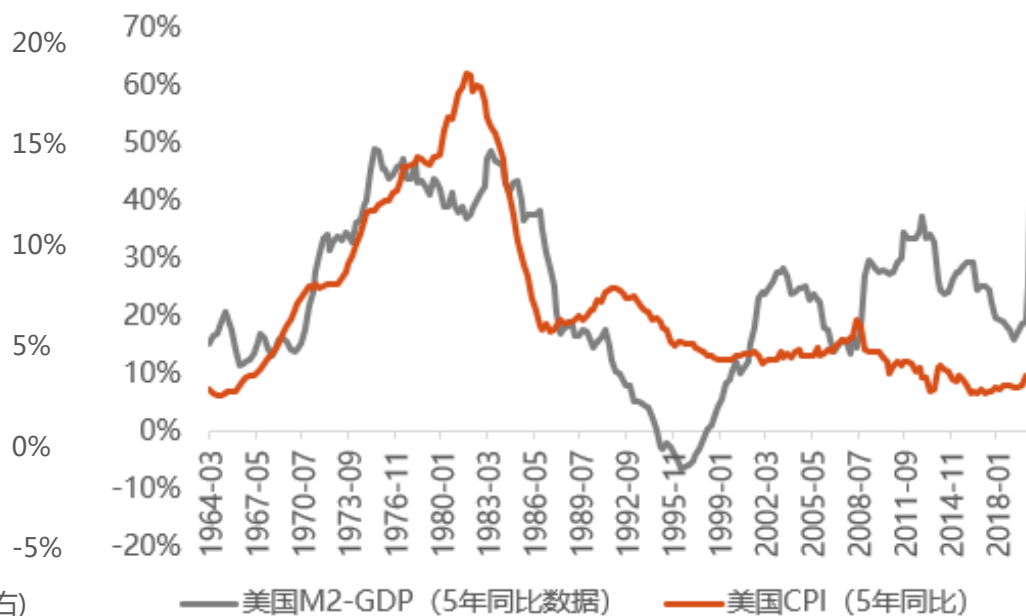
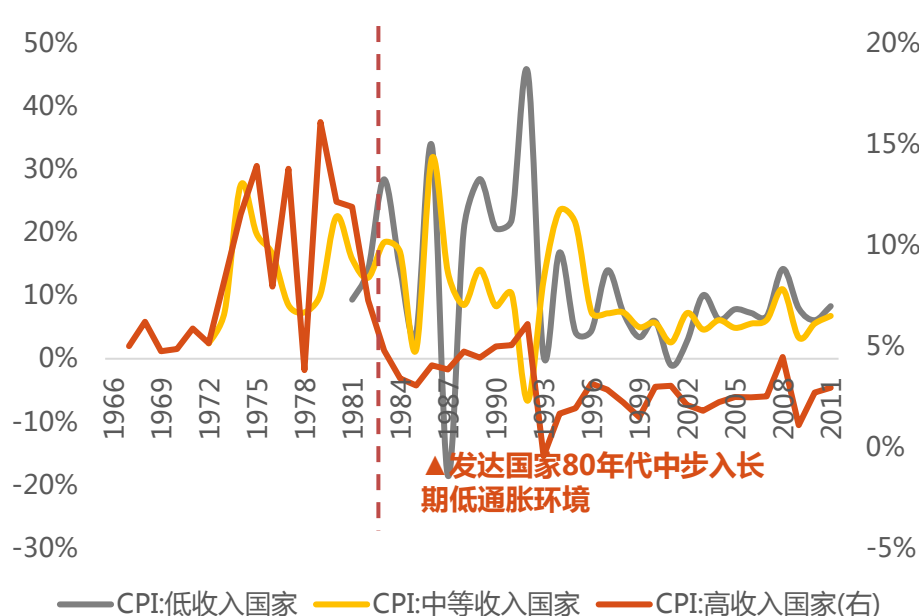
全球大类资产表现 (2020.4.1-2020.8.18)



从全球中长期变量再看内循环和双循环

➤ 资产泡沫与潜在通胀风险

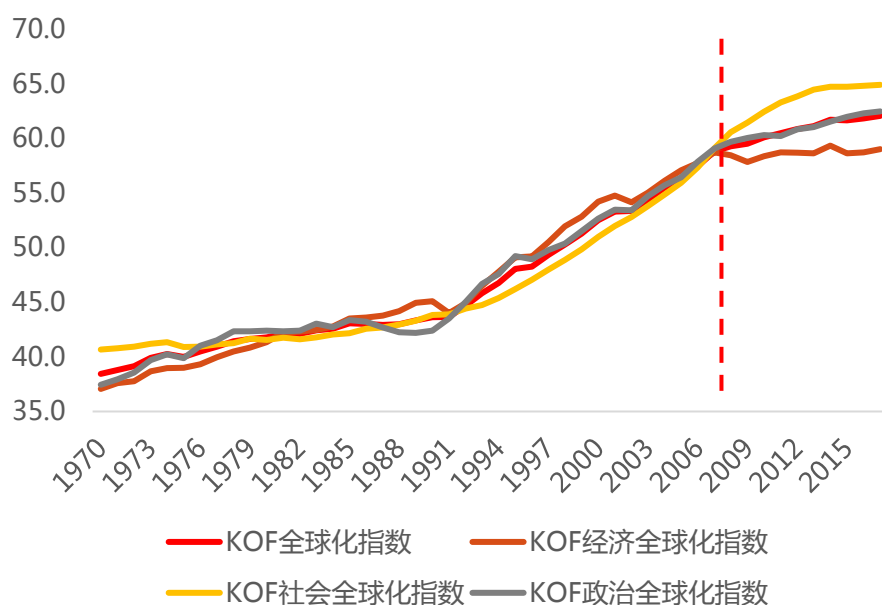
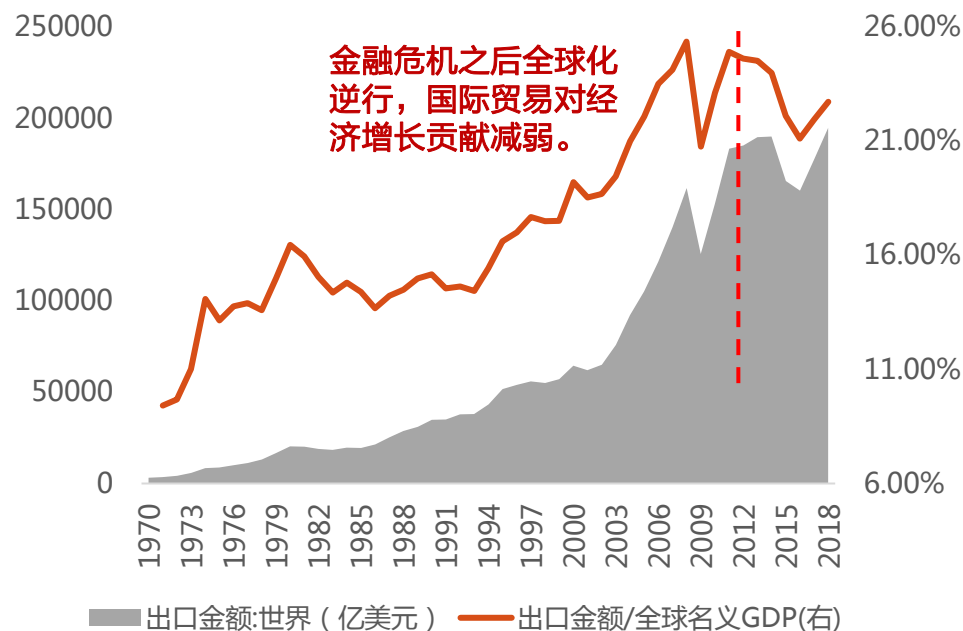
- **80年代中期之后，发达国家步入低通胀时代：**这与过去四十年全球化进程加速（廉价劳动力和商品）与科技发展（降低生产成本）密不可分。90年代末与金融危机时期的金融扩张，并未形成显著的通胀风险。
- **逆全球化势头与超常量货币投放或潜藏中长期通胀风险：**虽然全球央行仍在警惕通缩，但中长期通胀的条件正在积累。



从全球中长期变量再看内循环和双循环

➤ 全球化逆行与竞争格局重塑

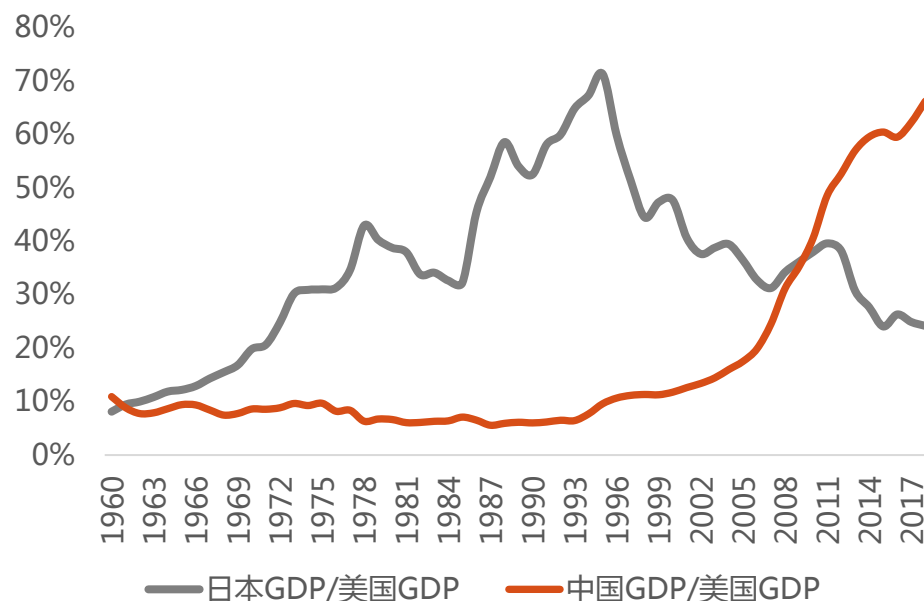
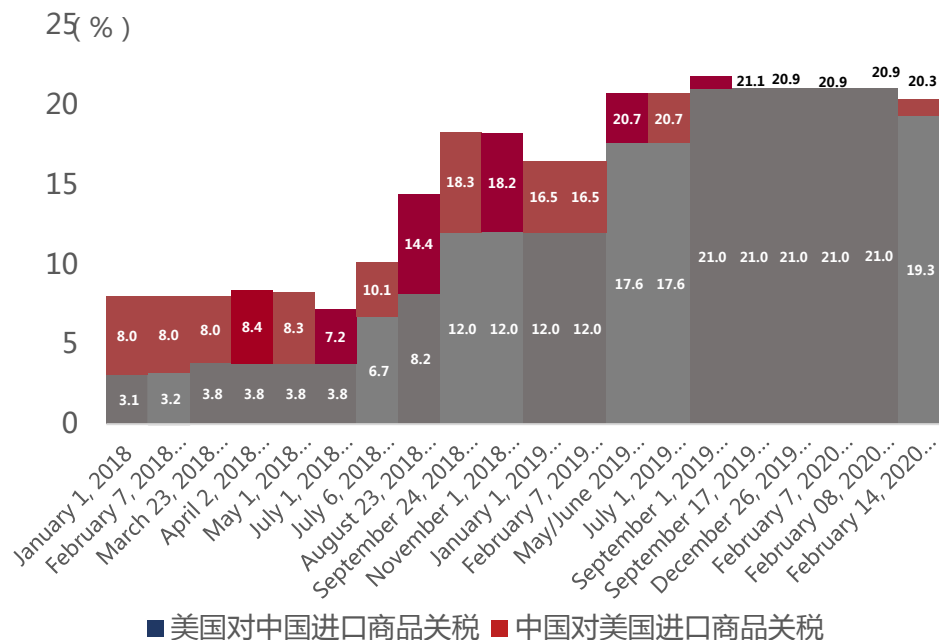
- **全球化红利消退，脱钩风险加大：**全球贸易对经济增长的贡献在2008年达到峰值，2012年之后有加速去全球化迹象。KOF经济全球化指数在金融危机后逆行；政治全球化和社会全球化指数在09年之后斜率放缓。



从全球中长期变量再看内循环和双循环

➤ 全球化逆行与竞争格局重塑

- **全球贸易壁垒高筑**：18年以来不断加厚的贸易壁垒提高了要素的国际间流通成本，全球产业链脱钩风险加大。
- **G2竞争格局不可逆**：中美贸易战酝酿的2017年，中国GDP/美国GDP达62.29%，2018年末进一步提升至66.26%，逼近1995年日本GDP/美国GDP峰值（71.34%）。全球竞争格局的趋势性变化，意味着大国之间经贸、金融乃至政治领域的摩擦，会是一个长期变量。



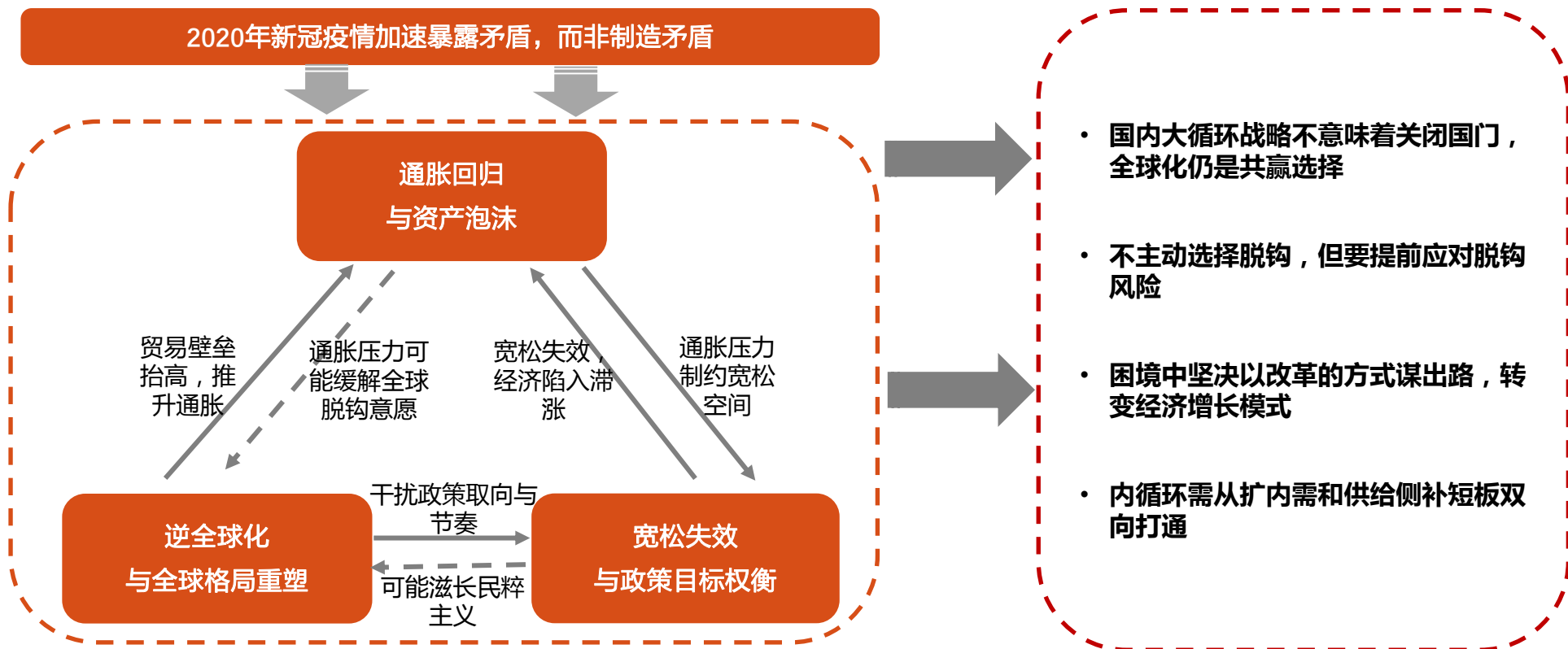
2

对内循环、双循环的进一步理解

对内循环和双循环的进一步理解

➤ “国内大循环” 大概率将成为中长期政策主线

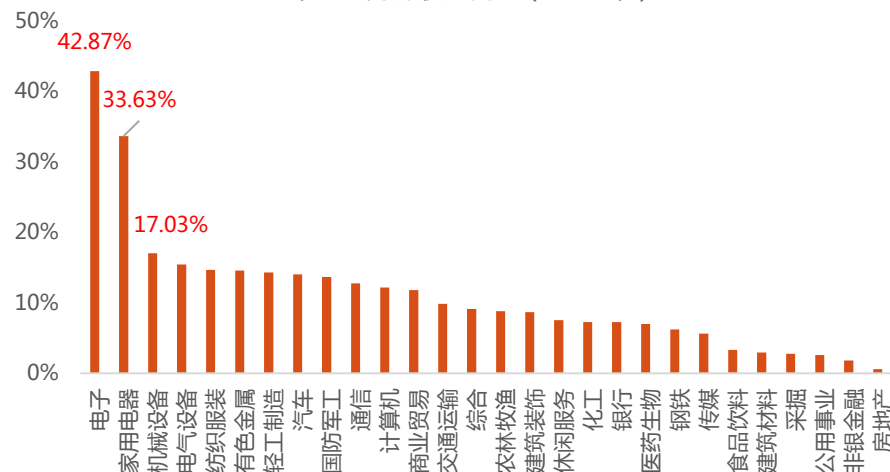
- **国内大循环是一个中长期的战略选择**：5月14日首次提出以来，接连四次在重要会议上提及。730政治局会议提出对国内大循环必须从持久战的角度加以认识。
- **从两三年的中短期视角来看，政策主线往往也是市场追逐的方向**：过去几年较为典型的包括12年底提出的互联网+概念，13年底十八届三中全会提出深化国企改革，15年底提出供给侧结构性改革等。



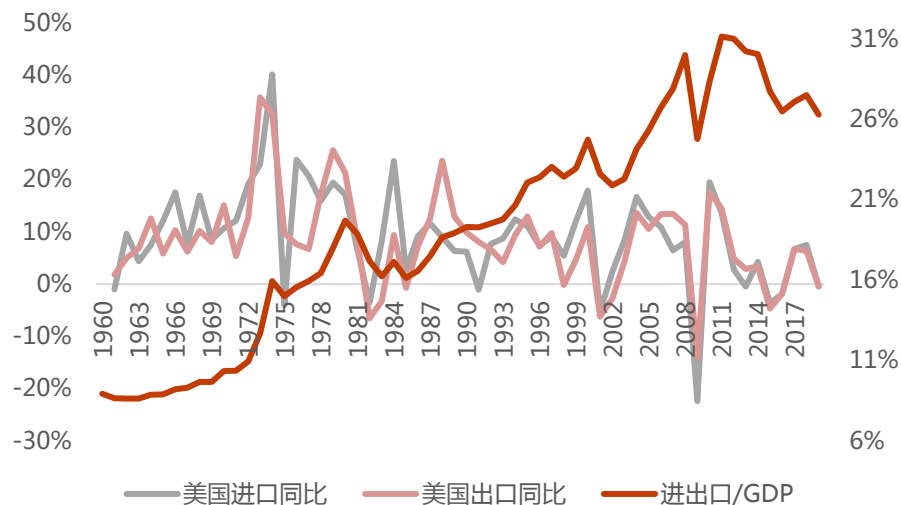
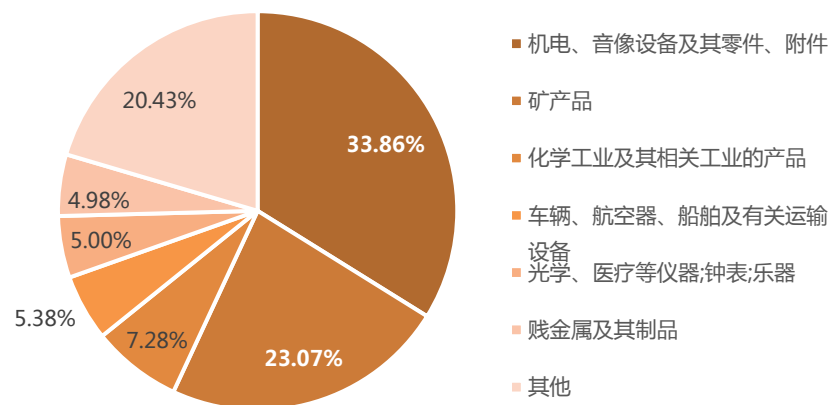
对内循环和双循环的进一步理解

- “以国内大循环为主体”不等于闭关锁国，也不可能闭关锁国
- 我国进出口两端仍需依靠全球市场：出口端，仍有一些外向型产业（尤其是电子、家电、机械设备、纺织服装等细分领域）对外需有较高的依存度；进口端，当前一些战略资源和核心技术仍然无法实现自给。
- 全球产业链分工具有韧性，同样适用于其他经济体：近两年在贸易战上频频发难的美国，实际上在2000以后对全球经济的依赖度不断走高。

上市公司海外收入占比（2019年）

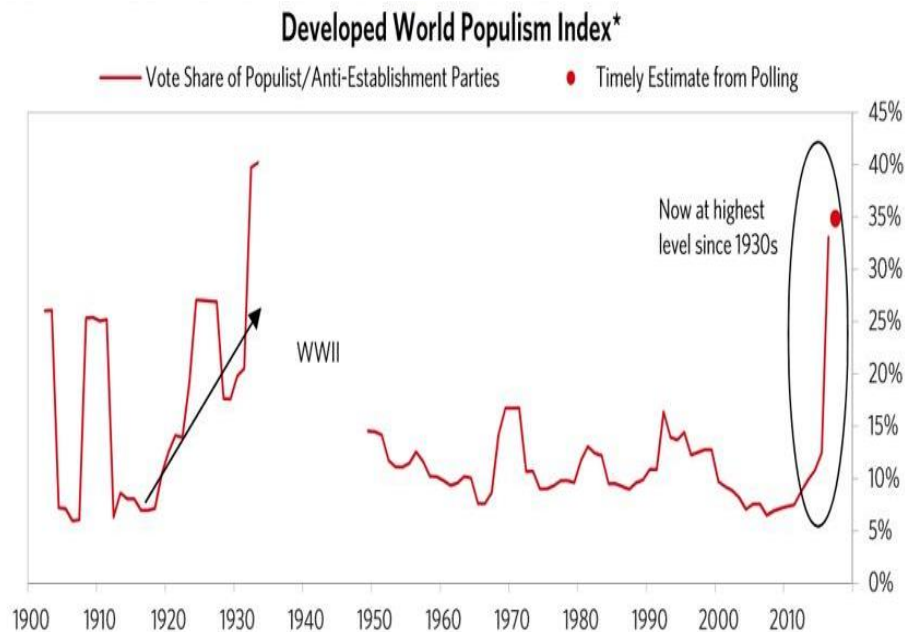
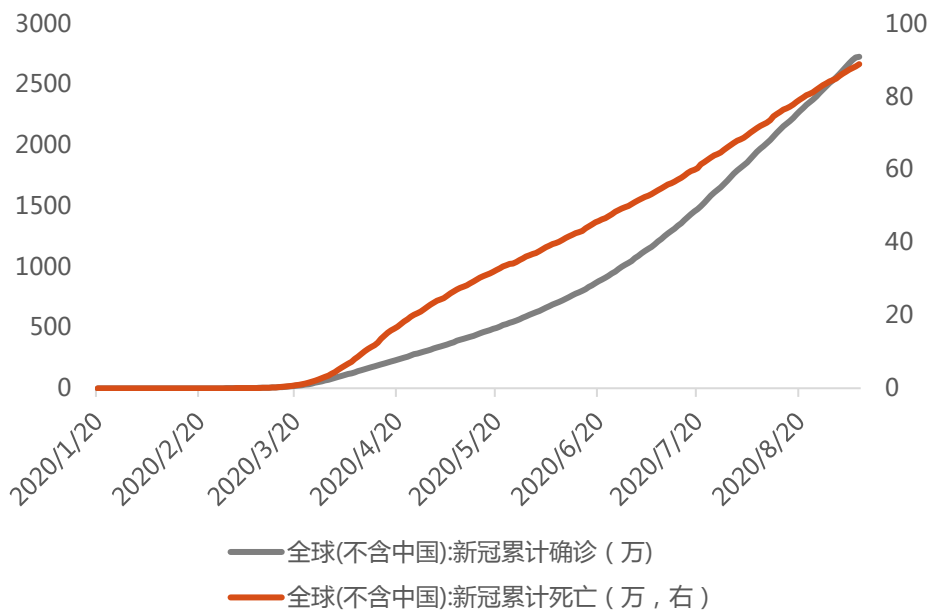


2018年进口金额占比（HS分类）



对内循环和双循环的进一步理解

- “以国内大循环为主体”是对当前及未来全球局势的应对和主动的战略选择
- 外需萎缩风险加大，内需对国内经济增长作用凸显：全球范围内疫情的影响仍未消退；海外经济复苏慢于国内，外需面临较大的不确定性。
- 供应体系补短板，应对全球产业链脱钩风险：全球范围内民粹主义抬头，逆全球化势头加剧。为了应对可能出现的极端国际环境，必须加快完善供应链体系，加快核心技术攻关，降低对全球产业链的依赖程度。

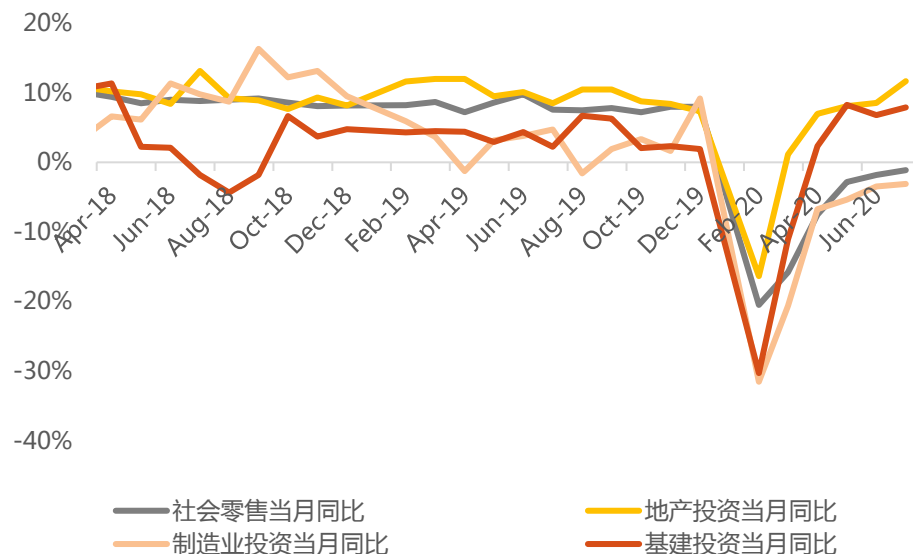
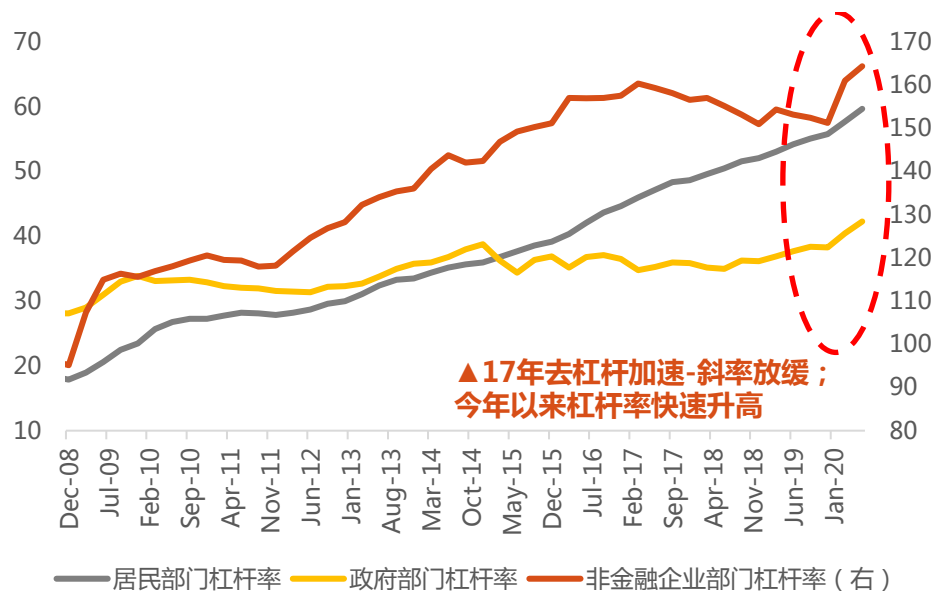


桥水-民粹主义指数升至二战以来高点▲

对内循环和双循环的进一步理解

➤ “以国内大循环为主体” 需摆脱传统增长路径依赖

- 经济分项中消费复苏最慢，短期基建地产稳增长作用仍有不可替代性；但中长期来看，在杠杆率攀升和人口红利丧失的背景下，增长模式的转变是不可逆的大势。
- 疫情以来货币信用双扩张，杠杆率（尤其是企业部门和政府部门）斜率明显抬升，对下一阶段宽松形成一定制约。

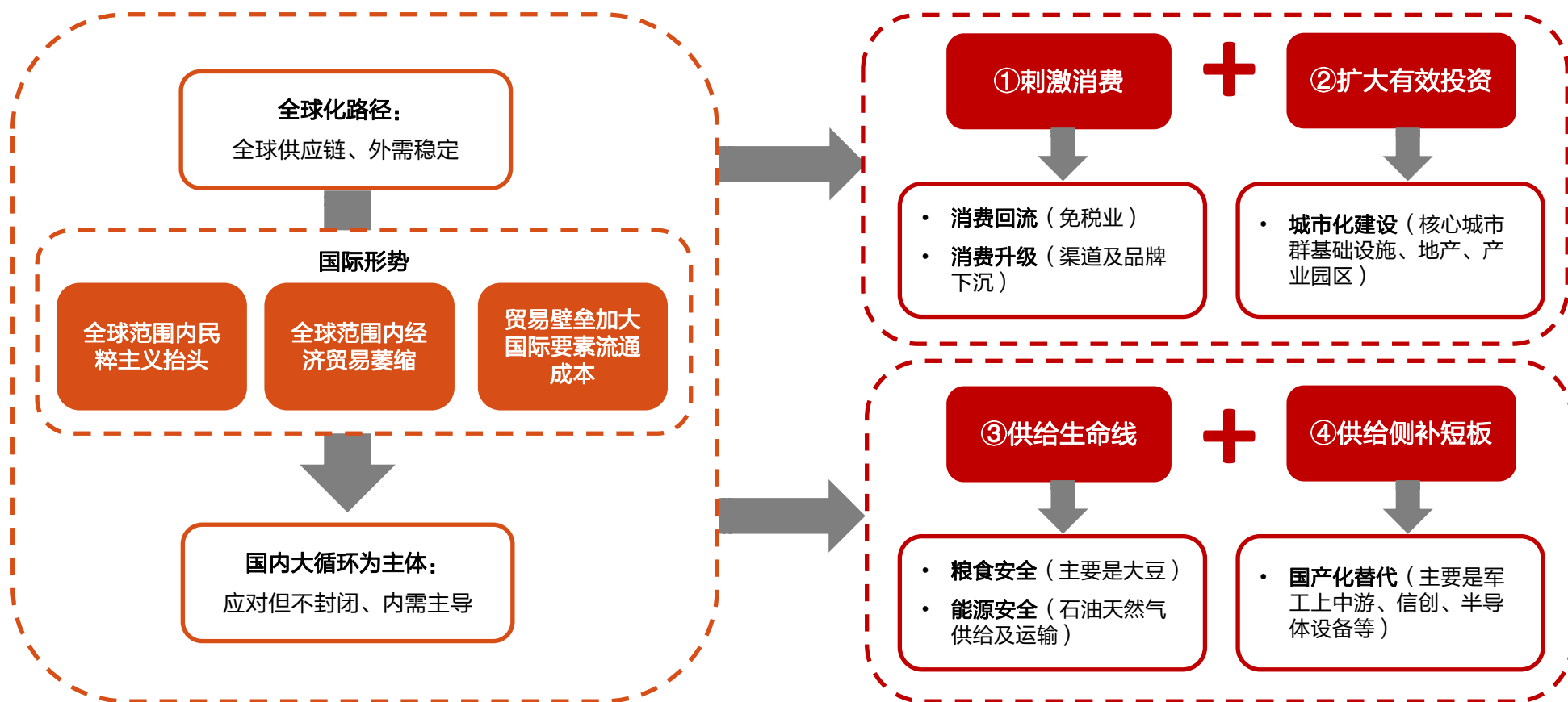


3

从供需两侧把握国内大循环投资机遇

从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

- “以国内大循环为主体”，落脚点在于刺激内需和补齐供应链短板
- 刺激内需可重点关注挖掘国内消费潜力和扩大有效投资两个方向。
- 生产端可重点关注国家安全和产业链补短板相关领域。



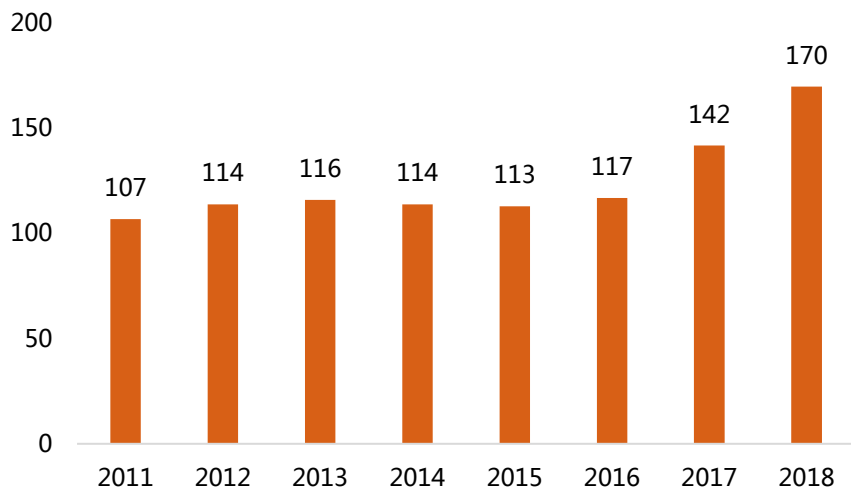
从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 内需角度方向一：挖掘国内消费潜力

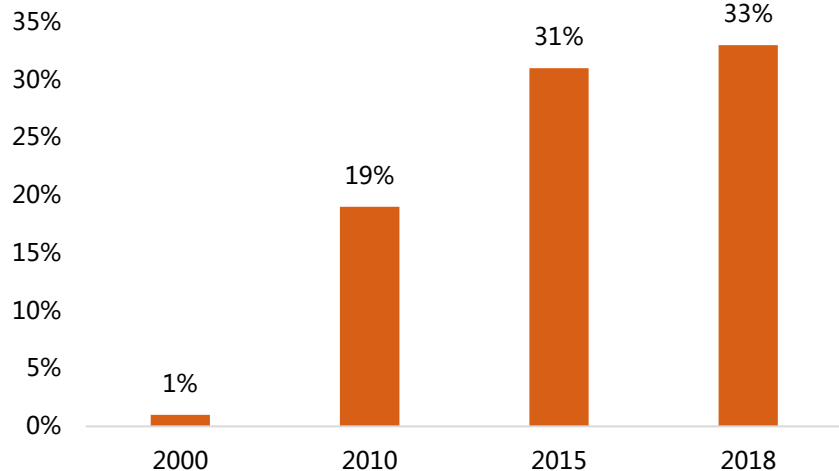
消费领域主要寻找收入弹性较大的细分方向，则一方面是针对中高人群的消费回流，另一方面是针对四五线及以下城市、城镇、农村的消费升级。

- 消费回流方面，关注【免税业】：过去几年我国一直是全球奢侈品市场的消费主力，贡献了30%以上的奢侈品销售额，但其中70%来自境外消费，18年之后有所下降。整体来看，海外消费回流的空间十分可观。

中国大陆奢侈品市场规模（十亿元）



中国奢侈品消费全球占比

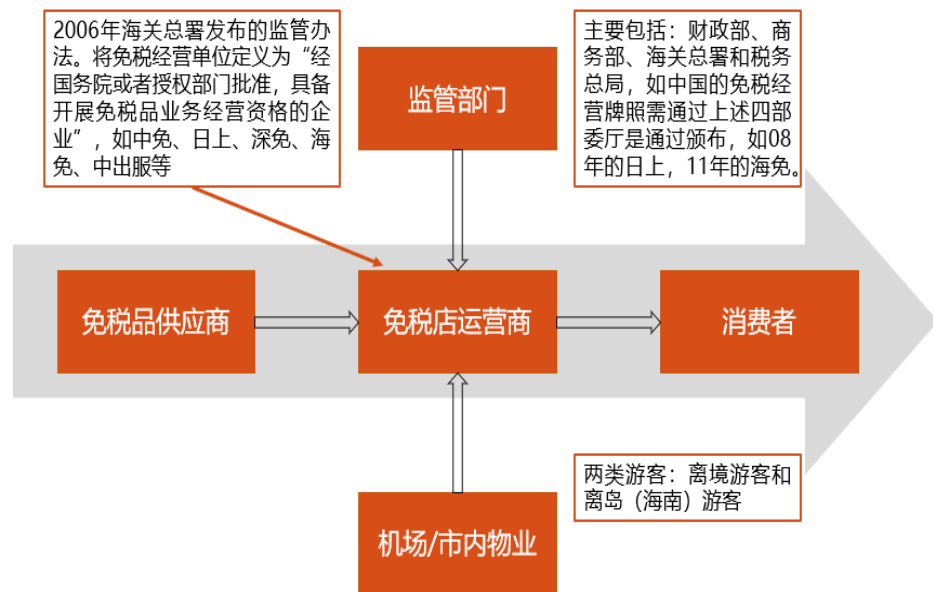
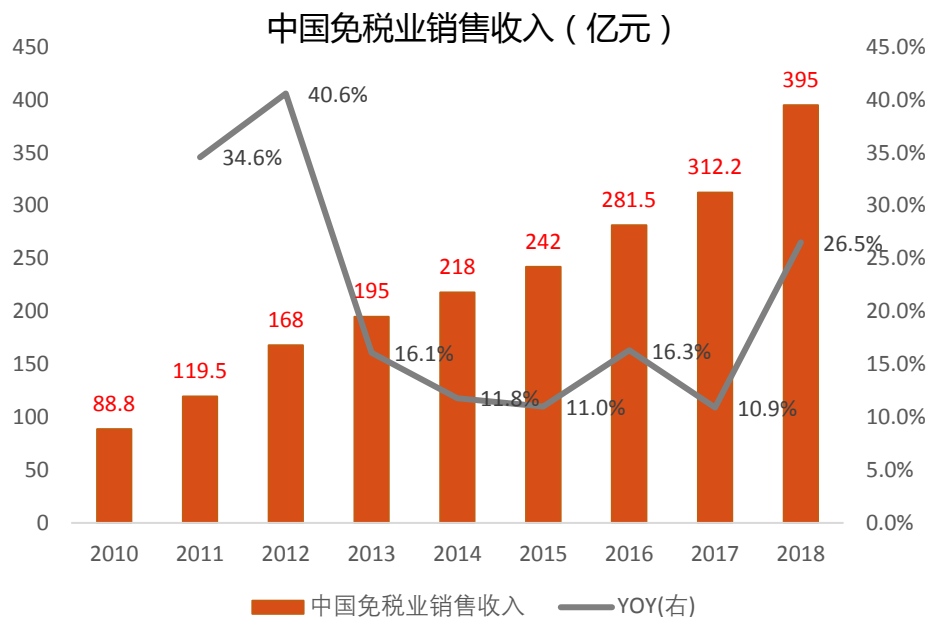


从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 内需角度方向一：挖掘国内消费潜力

消费领域主要寻找收入弹性较大的细分方向，则一方面是针对中高人群的消费回流，另一方面是针对四五线及以下城市、城镇、农村的消费升级。

- 近期以海南离岛免税政策为典型，国家支持免税业发展态度明确。未来在国家鼓励海外消费回流的战略背景下，国离岛免税及市内免税政策有望持续放开，更多的免税经营主体或将参与进免税行业竞争中，行业有望持续较快扩容。



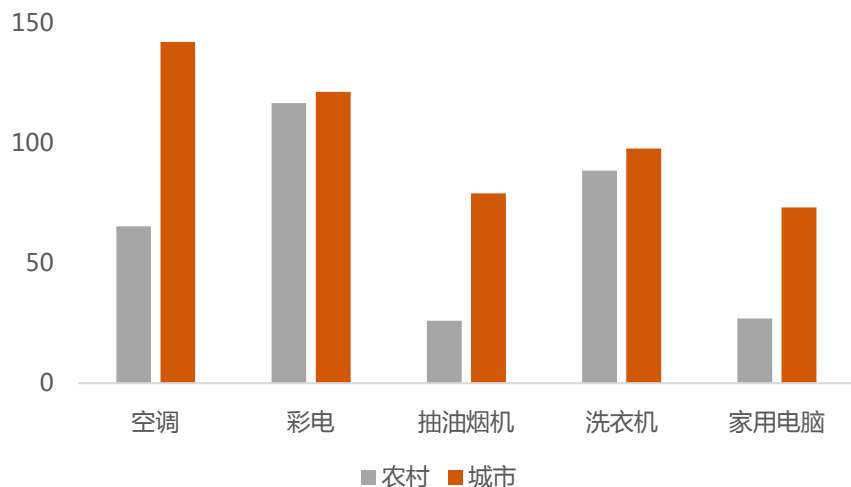
从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 内需角度方向一：挖掘国内消费潜力

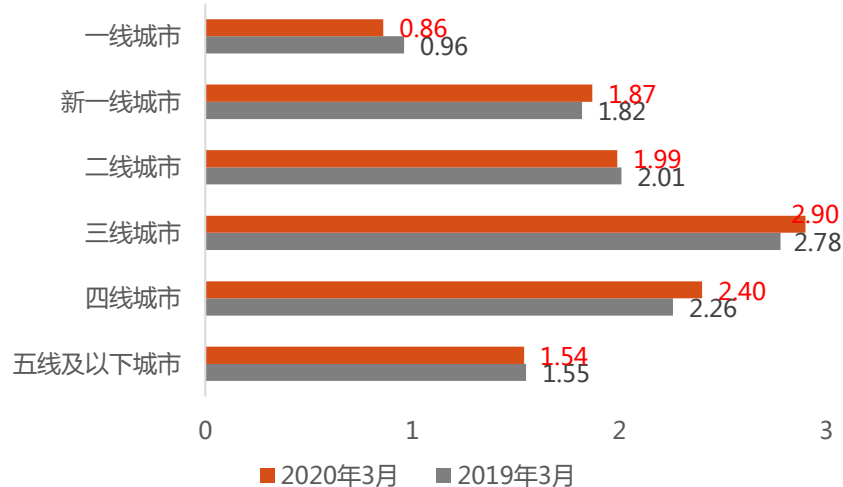
消费领域主要寻找收入弹性较大的细分方向，则一方面是针对中高人群的消费回流，另一方面是针对四五线及以下城市、城镇、农村的消费升级。

- 消费升级方面，关注【**电商**】以及【**家电、汽车、食品等大众消费品**】：消费升级核心在于渠道的下沉和品牌的下沉，目标群体更多是四五线及以下城市、城镇或农村。这部分群体实际上具备一定的消费能力，但部分细分领域的挖掘仍不充分。以家电为例，目前农村和城市在彩电、洗衣机上的渗透率相当，但空调、抽油烟机等产品类的渗透率还远低于城市，具备扩张空间。

主要耐用品每百户拥有量（2018年）



移动互联网月活用户规模（亿）

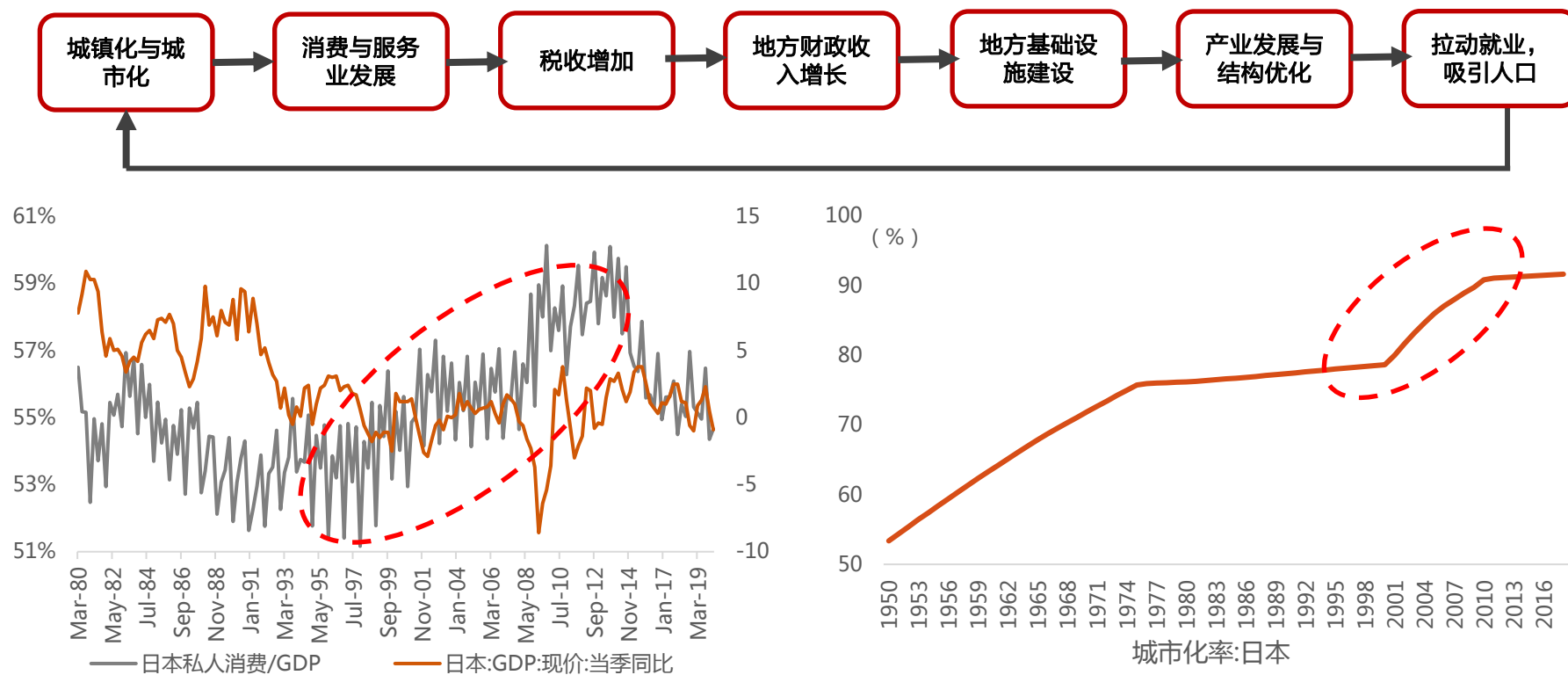


从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 内需角度方向二：挖掘有效投资空间

重点关注城市化进程中核心城市集群主题机会。

- 城镇化、城市化进程往往伴随着有效投资规模扩大，同时能够刺激消费和服务业发展。日本80年代中期提出“内需扩大主导型战略”的经验同样表明，城市化率与消费对经济贡献之间，存在明显的正向关系。



从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 内需角度方向二：挖掘有效投资空间

重点关注城市化进程中核心城市集群主题机会。

- 城市化方向重点关注三大城市群（京津冀、长三角、粤港澳）配套的基础设施、地产和产业园等：总书记在《求是》杂志上发表的署名文章，强调了要根据各地区的条件，走合理分工、优化发展的路子。下一阶段有效投资领域，城市化的机会或大于城镇化，核心城市集群将进一步聚拢资源。



从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 供应链角度方向一：涉及国家安全的基础领域

重点关注供给端可能受海外经济和地缘政治影响的基础领域，主要是粮食安全和能源安全。

- **粮食安全方面重点关注【大豆、玉米转基因种子】**：我国大豆的对外依存度在80%以上，主要来自美国、巴西、阿根廷等地；玉米方面基本能够自给，但今年出现了比较明显的供需失衡。
- 目前较为可行的一个办法是放宽转基因政策限制。近期玉米、大豆转基因时隔十年再获安全证书，转基因种子的商业化进程有望加快。

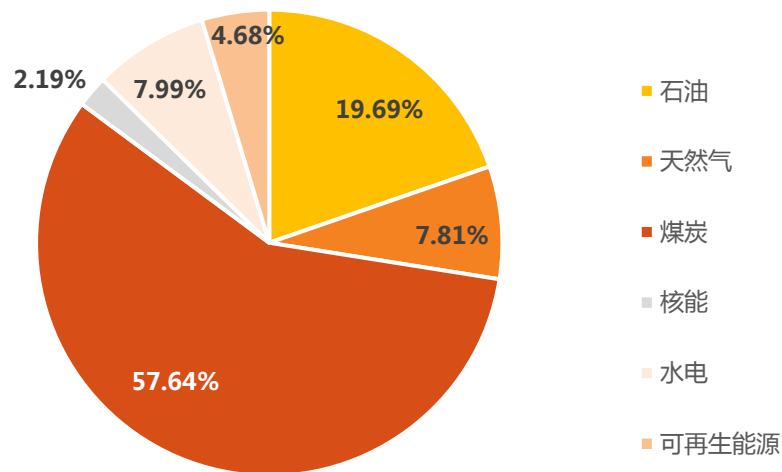
单位（千吨）	2019年进口量	2019年国内消费量	2019年进口依存度
棕榈油	6,500	6,650	97.74%
大豆	96,500	111,900	86.24%
菜籽油	2,300	5,500	41.82%
棉花	2,315	6,875	33.67%
食糖	3,620	15,250	23.74%
豆油	1,500	16,500	9.09%
小麦	4,800	114,876	4.18%
玉米	6,000	306,455	1.96%
稻谷	3,220	200,086	1.61%
豆粕	9	73,550	0.01%

从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

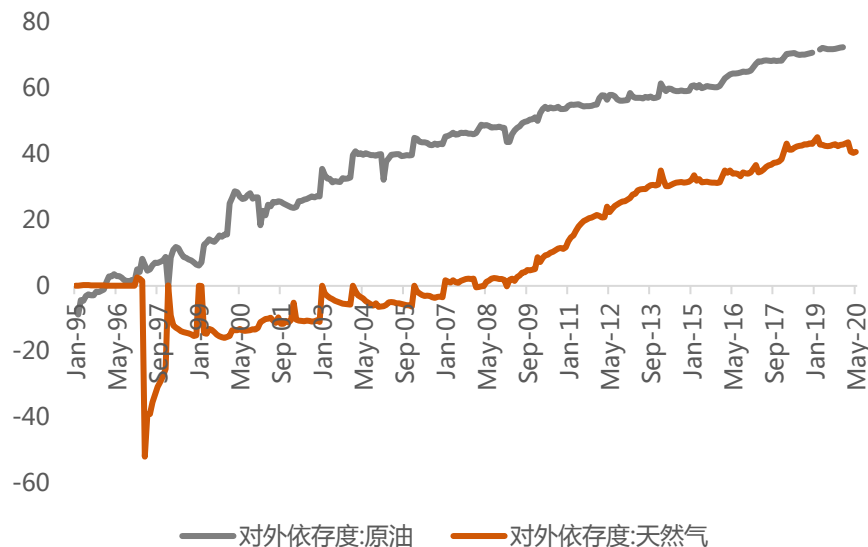
➤ 供应链角度方向一：涉及国家安全的基础领域

重点关注供给端可能受海外经济和地缘政治影响的基础领域，主要是粮食安全和能源安全。

- **能源安全领域重点关注【油服工程、油气储运设备】，新能源领域的【光伏】：**目前我国能源结构仍以煤炭为主，但石油天然气占比近30%，且严重依赖进口。
- 应对能源安全问题，第一要对油气上游投资、产能产量上予以政策支持；第二是加强陆上油气管线建设，降低对海上航线的依赖；第三是进一步推动能源结构优化，发展清洁能源。



我国一次性能源结构(2019)



从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 供应链角度方向一：涉及国家安全的基础领域

重点关注供给端可能受海外经济和地缘政治影响的基础领域，主要是粮食安全和能源安全。

- **能源安全领域重点关注【中巴油气管道建设】【新疆基建】等一带一路细分板块：**我国能源进口以海运为主，不仅航道长，且必经的马六甲海峡、霍尔木兹海峡都是地缘政治风险高发地带。
- **开通中巴油气管道意义重大：**意味着中国通往中东的运输航线，可完全不绕道马六甲海峡；未来若能建设从瓜达尔港管道延伸到伊朗的管道，就可以让中东到中国的油气，全程管道运输，无需油轮。

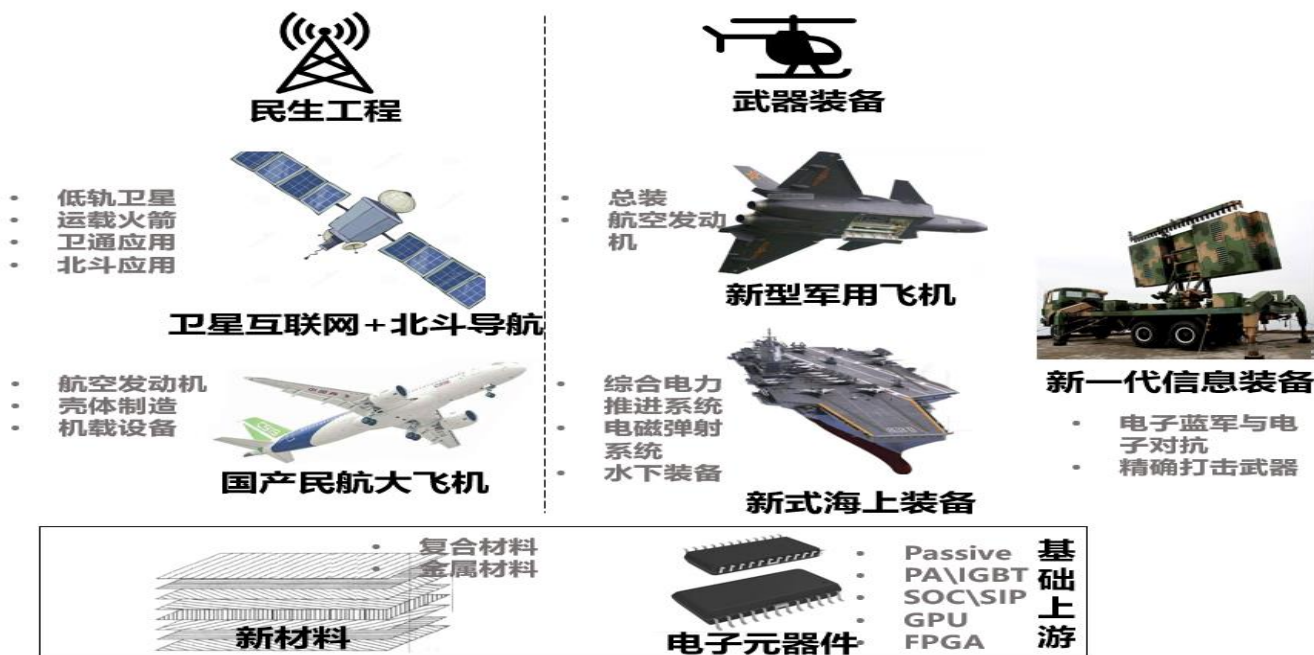


从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 供应链角度方向二：国产替代领域

完善供应链体系主要寻找那些对国家安全和产业链条至关重要、但目前对外依存度较高的领域。较为典型的包括军工上游、信创、核心生产设备等。

- **军工领域**，考虑到美国bis将军工央企列入禁止名单，国产替代对应首先是军工电子元器件领域，如红外探测器、被动元器件、功率器件、逻辑类集成电路；此外我国对外采购民航飞机、通用直升机等航空主机产品和其维修物料占GDP比例达0.5%，或将受益实现部分国产航空民用飞行器对国外产品的替代，目前较为成熟的为支线民航飞机、直升机、航空机体维修耗材等。



从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 供应链角度方向二：国产替代领域

完善供应链体系主要寻找那些对国家安全和产业链条至关重要、但目前对外依存度较高的领域。较为典型的包括军工上游、信创、核心生产设备等。

- 信创领域，硬件看【芯片】，软件看【操作系统】、【办公软件】，其中涉及国家安全的党政办公系统国产替代有望率先取得进展。5月以来党政办公系统的招标情况超出市场预期，其中具有代表性的事件是中国电信发布的2020年服务器招标集采情况，首次进行全国产化服务器招标即获得19.86%的比重。

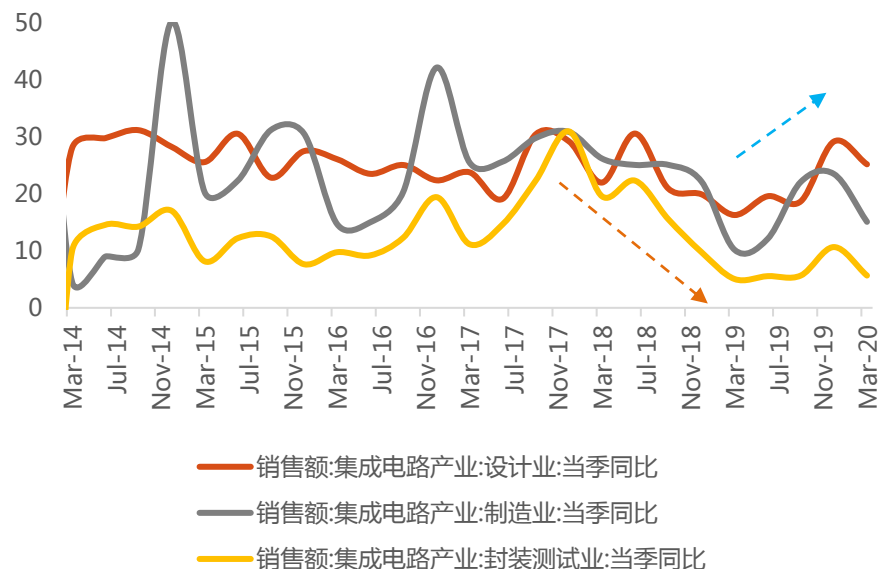
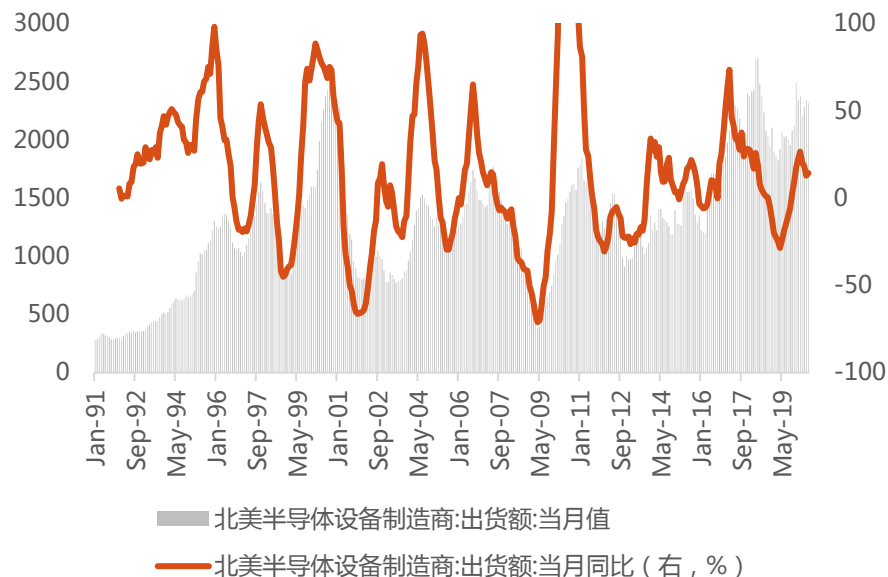
标包名称	产品名称	采购数量	占比
标包1	计算型服务器（I系列）	17829	31.66%
标包2	大数据型服务器（I系列）	13424	23.84%
标包3	分布式存储服务器（I系列）	5450	9.68%
标包4	冷存储型服务器（I系列）	3697	6.56%
标包5	NFV型服务器（I系列）	1564	2.78%
标包6	GPU型服务器（I系列）	2767	4.91%
标包7	服务器（A系列）	398	0.71%
标包8	服务器（H系列，国产）	11185	19.86%

从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 供应链角度方向二：国产替代领域

完善供应链体系主要寻找那些对国家安全和产业链条至关重要、但目前对外依存度较高的领域。较为典型的包括军工上游、信创、核心生产设备等。

- 高端设备领域，重点关注【半导体设备】，去年以来作为表现最好的科技板块之一，主要得益于行业本身景气度向上，新冠影响之前，需求端的拐点大概也出现在19年初。



从供需两侧把握内循环和双循环投资机遇

➤ 供应链角度方向二：国产替代领域

完善供应链体系主要寻找那些对国家安全和产业链条至关重要、但目前对外依存度较高的领域。较为典型的包括军工上游、信创、核心生产设备等。

- 景气度驱动下，包括上游的原材料和中游制造领域都取得了不俗的涨幅，相对而言上游设备类的国产替代逻辑还未充分演绎。而目前我国主要的半导体设备国产化率都在20%以下，中长期来看空间非常广阔。

半导体上游-设备	国产化情况	半导体上游-材料	国产化情况
单晶炉	国产化率低于20%	电子气体&MO源	对外依存度80%以上
光刻机	国产化率低于10%	CMP抛光液	国产化率低于10%
刻蚀机	国产化率约为10%	CMP抛光垫	国产化率低于5%
离子注入设备	国产化率低于10%	超纯试剂	国产化率30%
CVD/PVD设备	国产化率约为10-15%	溅射靶材	主要依赖进口
氧化扩散设备	国产化率低于10%	硅晶片	以6寸以下为主，少量8寸，12寸依赖进口
键合机	国产化率低于10%	光刻胶	以LCD,PCB为主，集成电路用光刻胶主要靠进口，对外依存度80%以上
划片机	国产化率低于20%	光刻胶	以LCD,PCB为主，集成电路用光刻胶主要靠进口，对外依存度80%以上
减薄机	国产化率低于20%		
检测设备	国产化率低于20%		
分选机	国产化率低于20%		

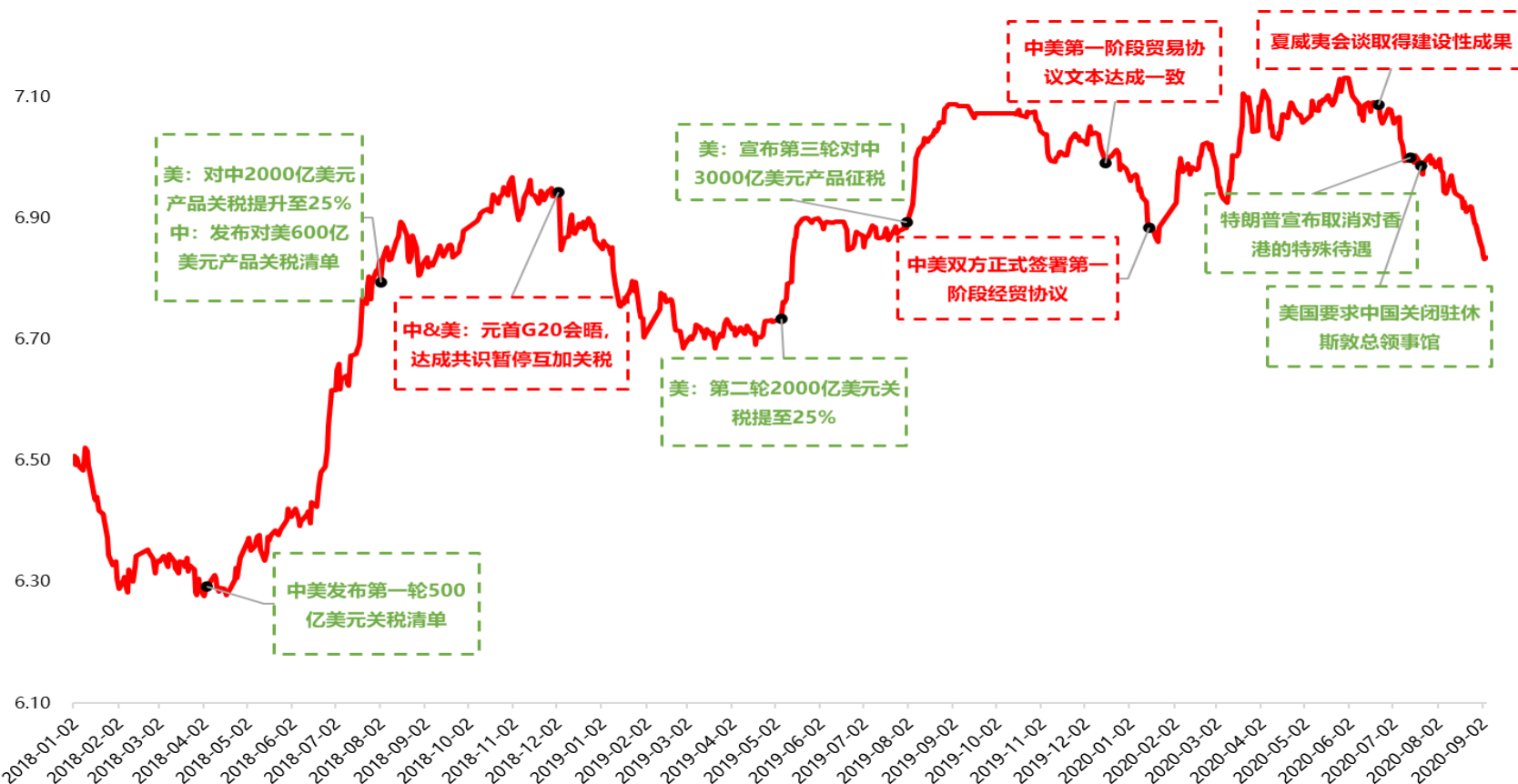
4

四季度A股市场投资策略 ——少部分公司的牛市向纵深发展

1、经济预期决定市场方向——中美摩擦

- 中美关系的变化，对于市场究竟有没有趋势性的影响，主要在于这些变化是否影响整体经济预期。
- 但是近期中美关系的变化，比如互关领事馆、微信和抖音可能面临的潜在制裁等，都对整体经济预期没有太大影响，因此，这一阶段人民币汇率也相对比较稳定，没有出现连续大幅贬值，更多给市场带来的是情绪的波动。

7.30

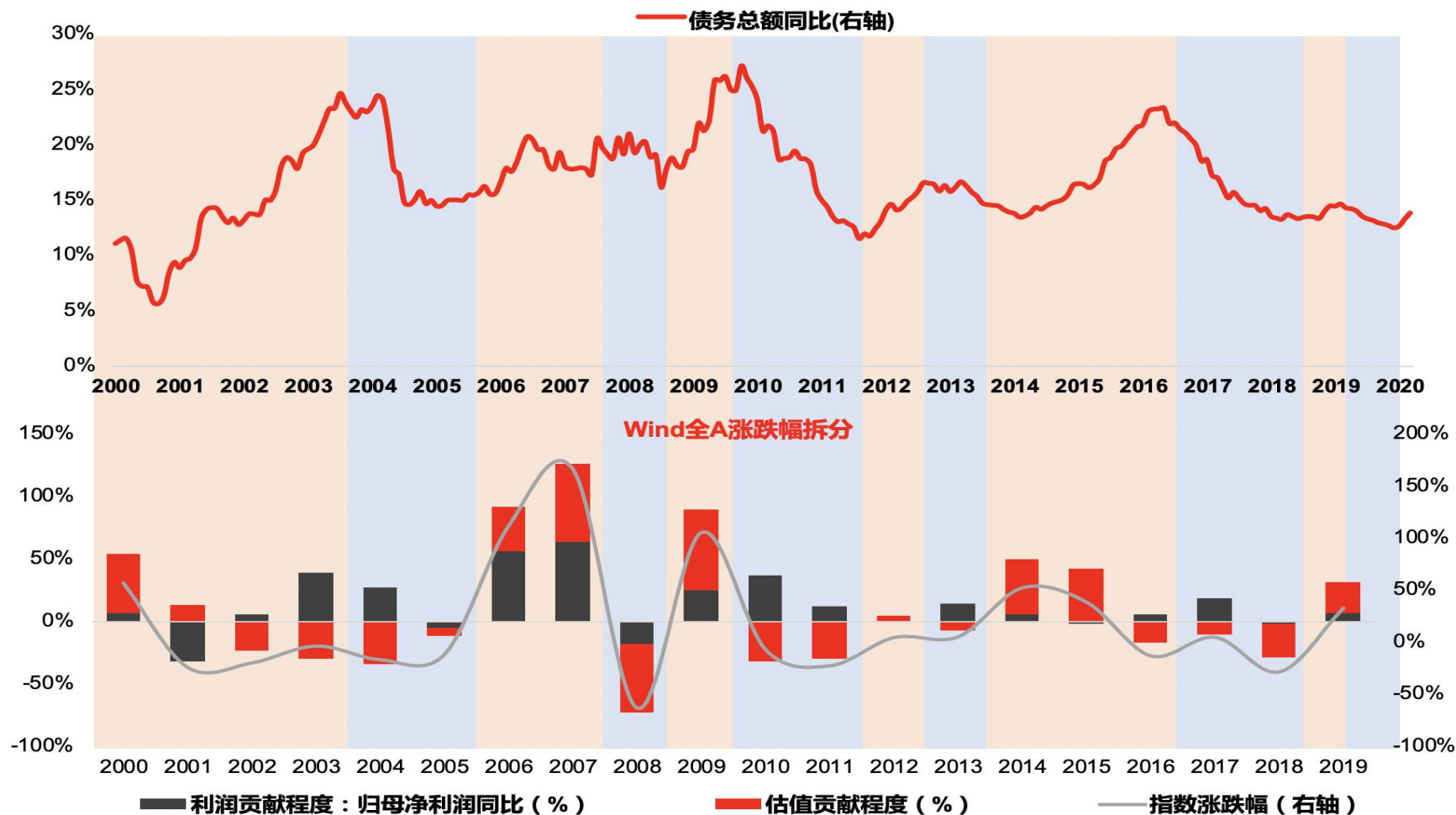


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

数据来源：Wind、天风证券研究所
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

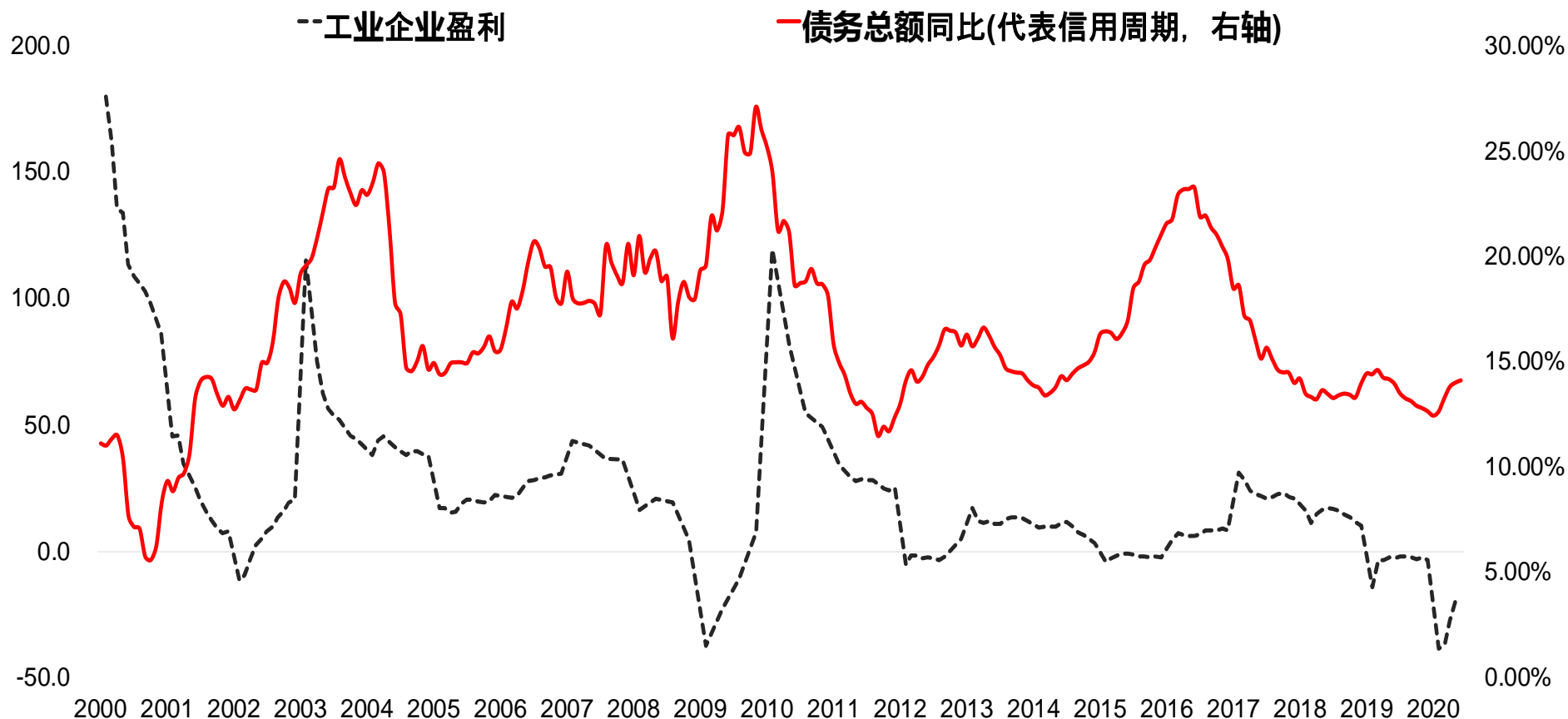
1、经济预期决定市场方向——信用周期

政策基调的转变：从大开大合式的刺激到小心翼翼的放松



1、经济预期决定市场方向——信用周期

- 除了公募和外资，3-6月信用大幅扩张导致资金溢出实体，成为股票的重要增量资金。
- 信用扩张→盈利预期改善、信贷资金外溢股票市场→估值全面抬升

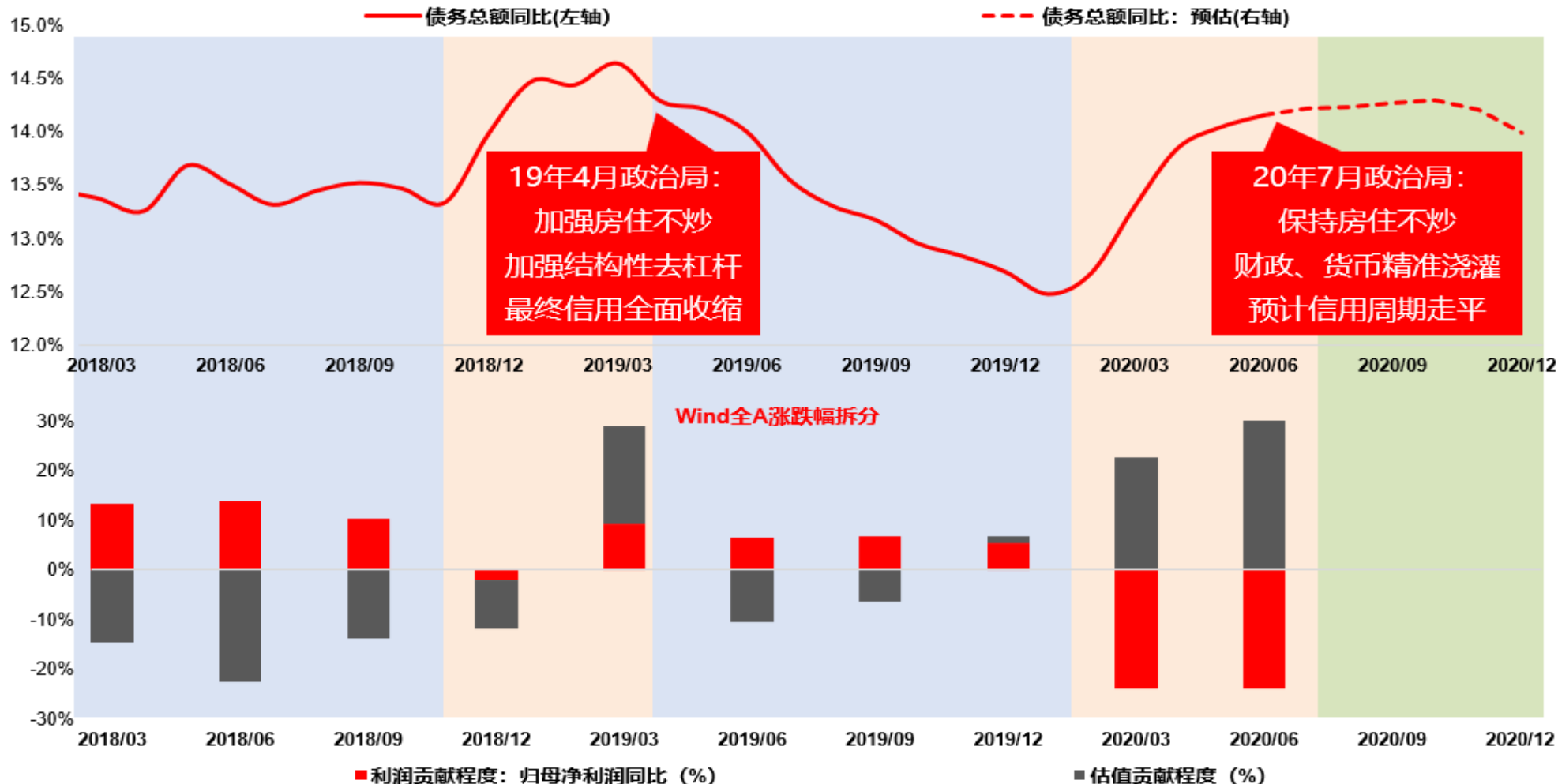


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

数据来源: Wind, 天风证券研究所
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

1、经济预期决定市场方向——信用周期

- 货币已经实质收缩2个月，不是关键，更核心矛盾是信用周期（下图红线）

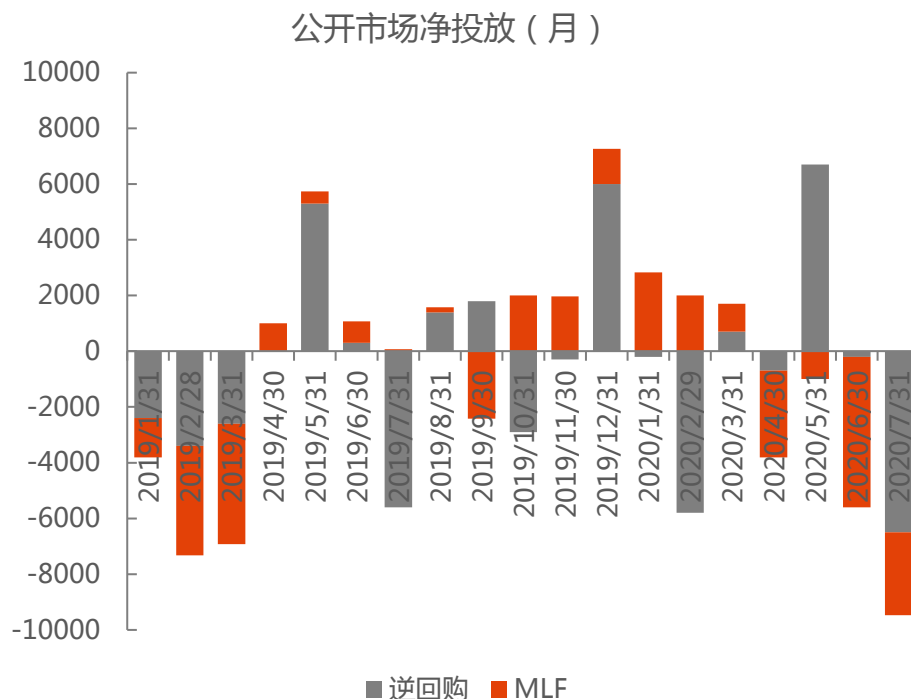
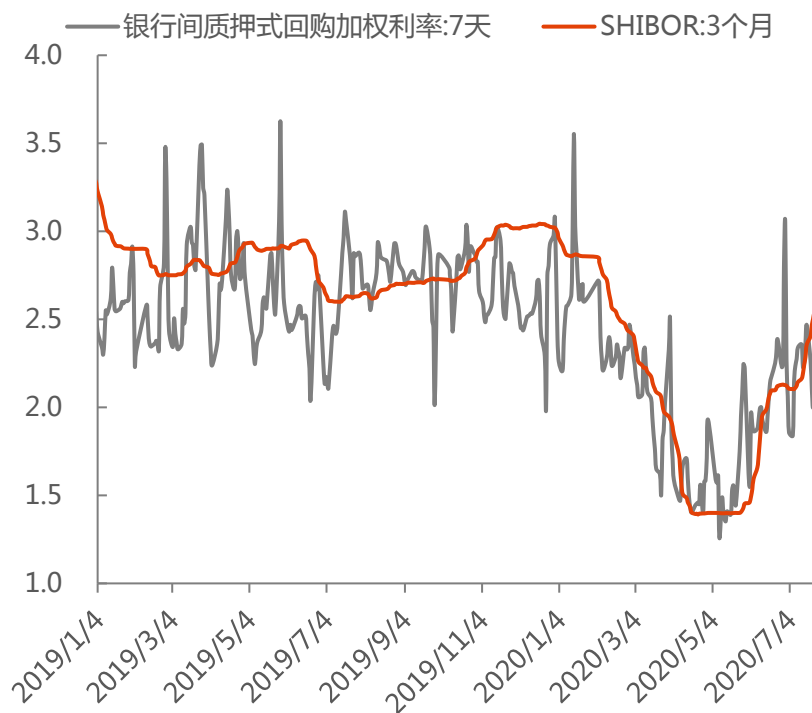


“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

数据来源: Wind, 天风证券研究所
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

2、资金面决定市场斜率——货币政策不是核心

- 市场担心的货币政策边际收缩实际上5月已经开始。但向前看，央行的货币政策基调在5-6月连续收缩以后，再进一步大幅收缩的可能性已经非常小，目前DR007也已经不再中枢上移，意味着基本处于央行决策的合意水平上。**因此货币政策也不是下半年的核心矛盾。**

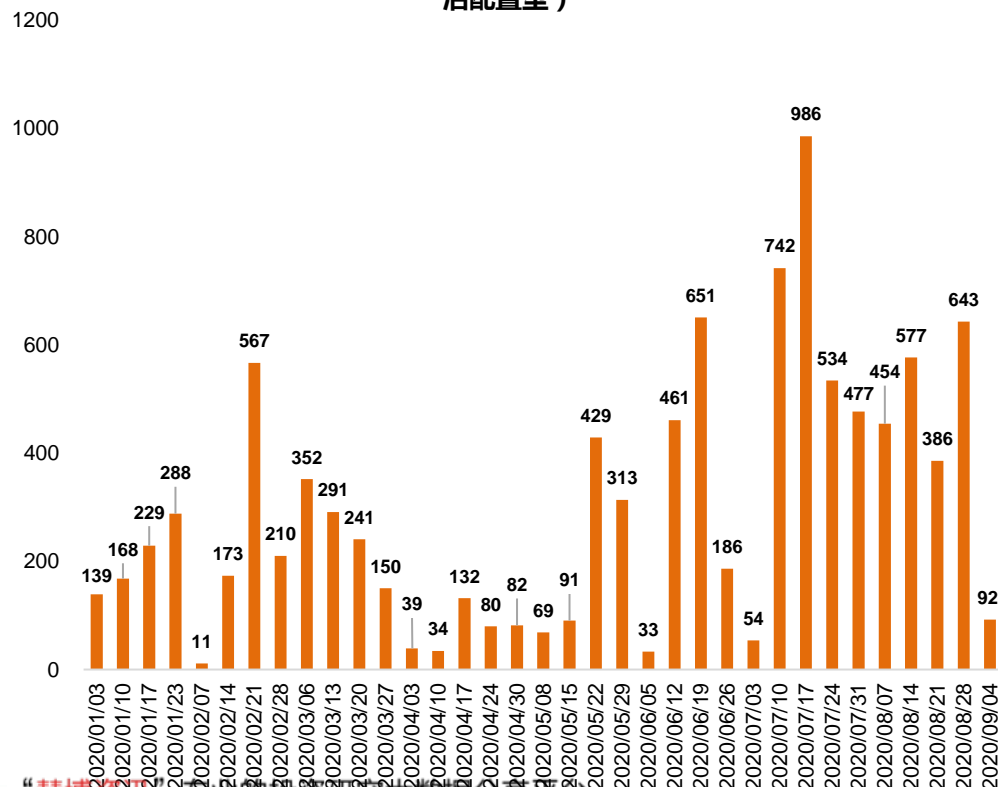


2、资金面决定市场斜率——微观资金面转弱

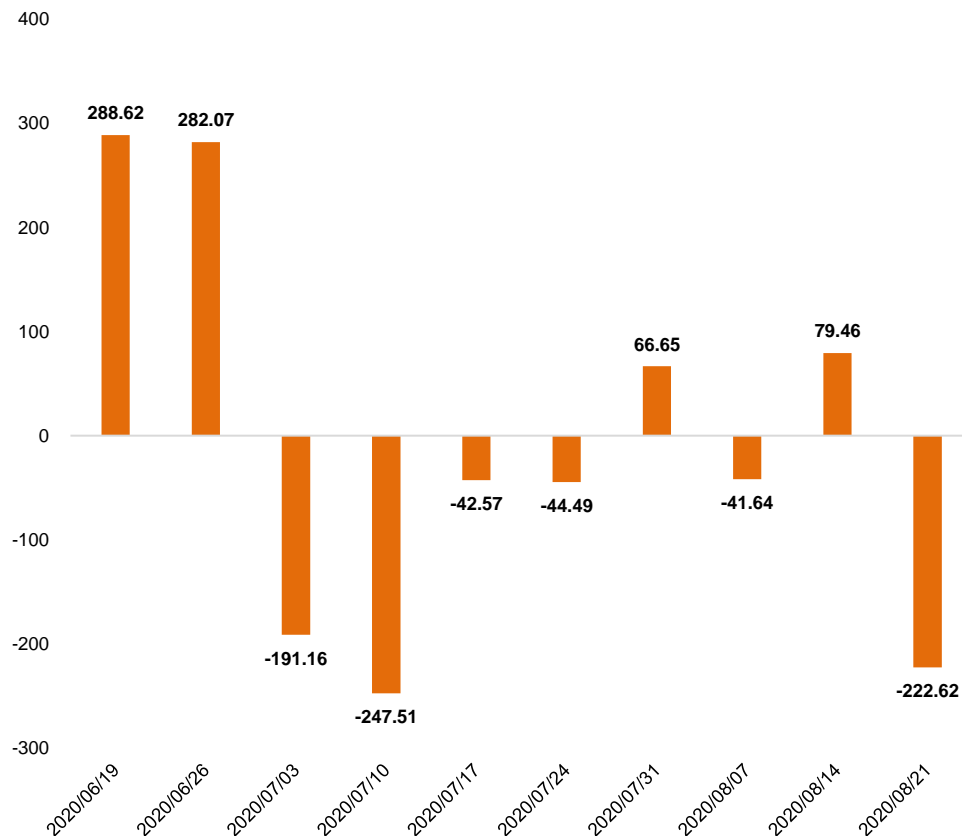
- 几类主要增量资金出现疲态：（1）公募发行一定程度放缓，渠道出现分化；（2）北上资金过去一个月表现比较平淡；（3）信贷资金违规入市从7月中旬开始严查

基金发行

（亿份，以成立日计算，普通股票型+偏股混合型+平衡混合型+灵活配置型）



北向资金成交买入净额(周度, 亿元)



结论：上行斜率放缓，但难有系统性风险

向前看，信用周期如何演绎，很大程度上决定了市场的贝塔：

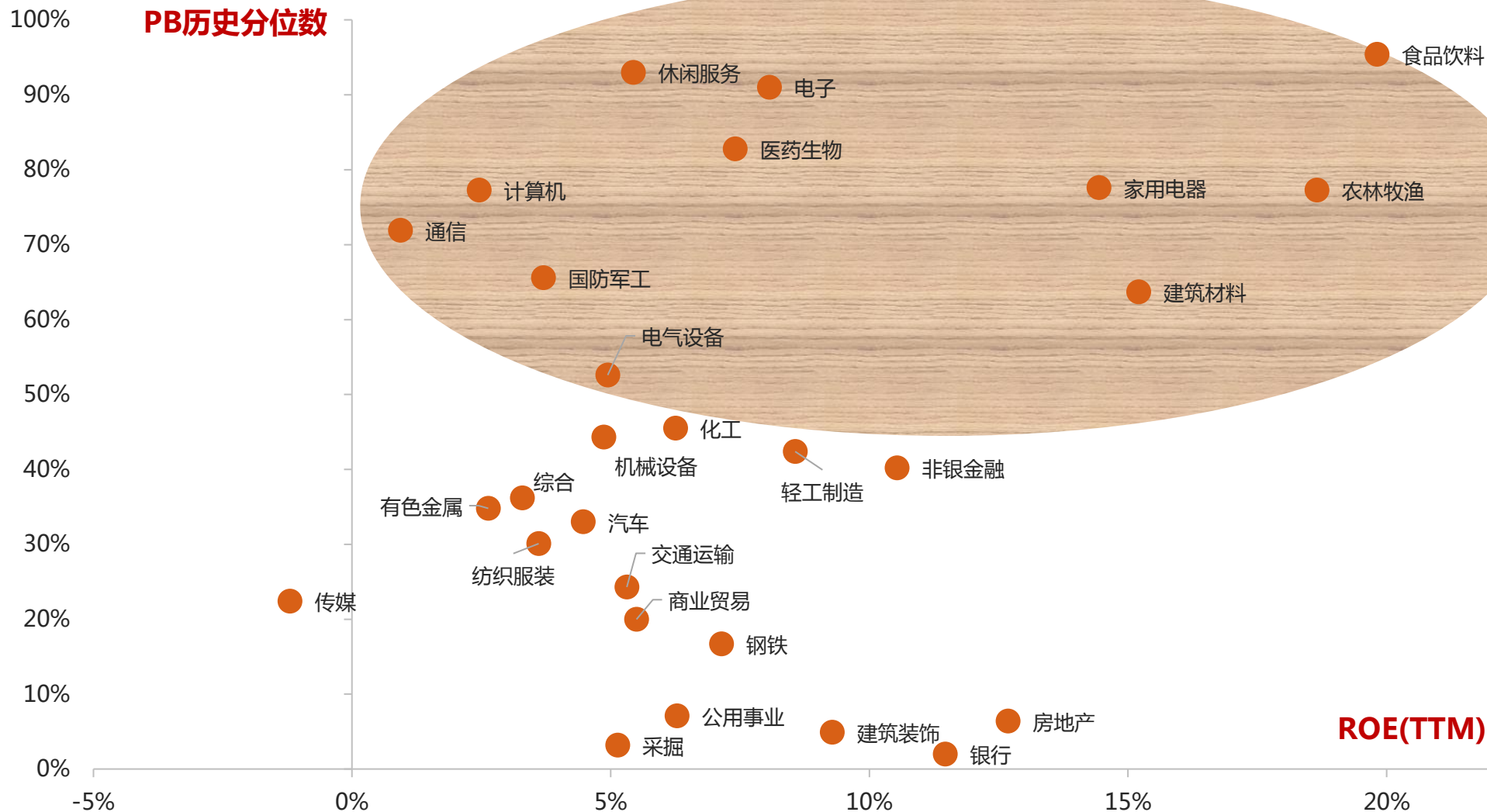
（1）信用周期会不会持续大幅扩张？信用周期中，最重要的一环是地产周期带来的融资扩张和收缩，过去20年（如图3），信用每一次的持续大幅扩张，几乎都伴随了房地产市场的放松。但是最近几年，在房住不炒的坚定基调下，地产放松的时间和幅度都被明显压缩，也就是我们之前所说的，政策从大开大合的刺激，转为抵抗式托底。近期中央和各个地方政府的态度，或许再次证明了这一点，地产政策当前很难有持续性放松的可能，也就意味着信用周期很难持续扩张，指数大幅上台阶、全面拔估值的阶段，告一段落。

（2）信用周期会不会类似19年4月之后进入收缩阶段？随着去年4月政治局会议扭转了政策方向，信用快速收缩，因此市场在去年二季度全面杀估值，指数下台阶，随后还能创新高、拔估值的，就是业绩最好的少部分公司，比如半导体、5G等。

刚刚结束的政治局会议同样透露出信用扩张放缓的信号，财政和货币政策都更加强调精准投放，防风险的命题则较前一阶段突出。但相比于去年4月，当前大幅收缩信用周期的可能性较低，主要原因仍在于疫情常态化调控及外部风险下，经济复苏的不确定性仍要高于往年。按照政府工作报告赤字和价格指数目标所隐含的潜在经济增速目标计算（潜在经济增速在2.41%-3.41%之间），下半年稳增长压力仍然不小；政策面关注的就业问题也需要一定的财政刺激和经济增长加以维持。

整体判断，下一阶段更可能的情况是三季度信用走平，四季度缓慢收缩（地方债10月底发行完毕），对应到市场，大面积杀估值的风险小于去年二季度，但上行斜率放缓，波动可能加大。

3、下半年的风格会比上半年相对均衡一些



3、如何看待科技板块的高估值？

当前科技股面临普遍高估值的状态，哪些科技股未来一年能继续获得超额收益，给予较高的估值容忍度，主要取决于未来一年的增速区间：

(1) 在下图**红色方框（前三行）**，对应处在成长期的企业（未来一年业绩增速>30%），买入估值高低，对未来一年股价涨跌幅没有区分度，都是全部A股中表现最好的公司；

(2) 在下图**蓝色方框（中间三行）**，对应处在稳定期的企业（未来一年业绩增速0-30%），买入估值高低，对未来一年股价表现具有强区分度，买入估值较低的板块，未来一年显著好于买入估值较高的板块；

(3) 在下图**绿色方框（最后四行）**，对于处在衰退期的企业（未来一年负增长），无论买入估值高低，未来一年股价表现均较差。

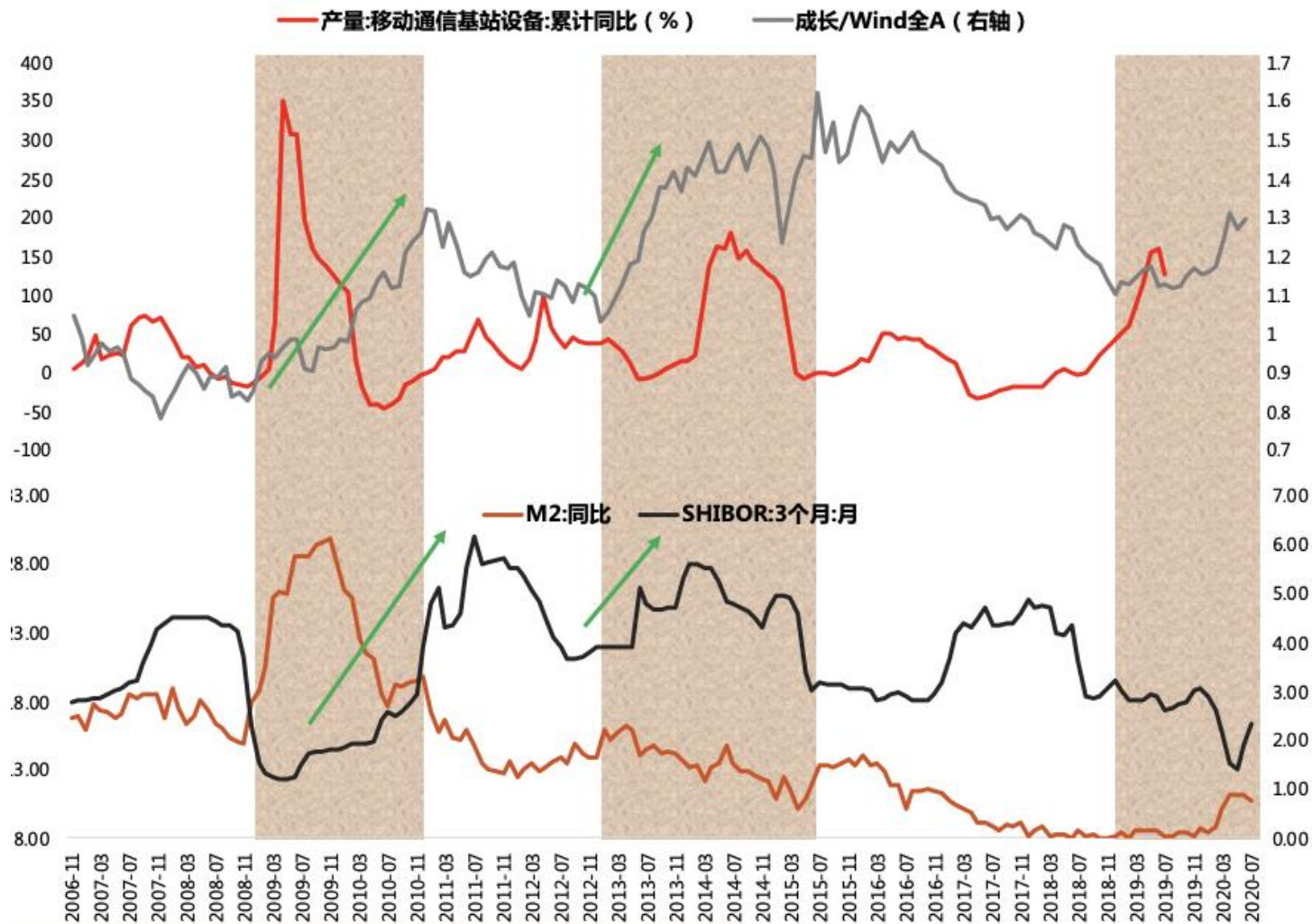
分组涨幅中位数 (10-19年平均)		扣非增速分10组，第1组到第10组，增速由高到低									
		第1组	第2组	第3组	第4组	第5组	第6组	第7组	第8组	第9组	第10组
增速变化率分10档 变化率=当期/上期-1	>100%	9.4	3.5	3.7	2.1	6.9	1.7	-1.0	-0.3	5.9	-4.2
	50%~100%	15.4	13.2	10.9	21.3	19.2	10.5	-1.1	-7.5	2.6	-1.2
	30%~50%	14.7	8.1	12.0	14.8	-6.3	21.0	-12.4	-7.2	1.6	-3.5
	20%~30%	14.9	35.9	-7.8	9.8	-23.3	7.0	10.0	5.2	-3.0	-3.0
	10%~20%	13.1	19.3	38.0	-5.7	-21.5	-13.4	2.6	-	-23.8	-1.7
	0%~10%	14.4	11.3	3.0	-16.4	-1.2	-6.8	-7.2	-27.7	-5.1	-7.9
	-10%~0%	16.6	11.0	5.2	-6.4	0.4	2.2	-16.4	18.3	-	-1.0
	-20%~-10%	16.4	5.4	47.4	3.0	-9.0	-	-5.0	1.9	18.0	-6.5
	-50%~-20%	16.2	6.4	3.2	6.3	20.4	19.5	-2.1	18.1	4.1	-5.6
	<-50%	11.6	11.2	5.9	5.6	-4.3	8.3	1.5	-0.9	2.6	-5.4

3、科技板块关注三季报和业绩延续性

(1) 科技股的业绩波动 (或者说产业周期的波动) 要远大于宏观因子的波动, 因此, 产业周期的起落是科技板块估值泡沫变化的更核心因素。

(2) 利率上行或流动性收缩对没有业绩的高估值公司不利, 但不影响产业景气向上的科技股, 比如典型案例包括: 99-00年的纳斯达克 (PC周期)、10年的中小板 (智能手机周期)、13年的创业板 (移动互联周期)。

(3) 因此, 当前科技股更加推荐Q3业绩景气向上且延续性好的: **军工、消费电子、光伏、新能源车**。



2、下半年的风格会比上半年相对均衡一些

Q4蓝筹估值切换，带来相对收益

- 每年Q4容易发生蓝筹类的估值切换，除去经济预期极度悲观的年份，与经济相关的板块，在Q4取得超额收益的概率非常高。（**低估值蓝筹中，今年重点看好地产竣工链条和水灾后基建加速链条**）

Q4跑赢沪深300指数概率较高的行业都与经济相关

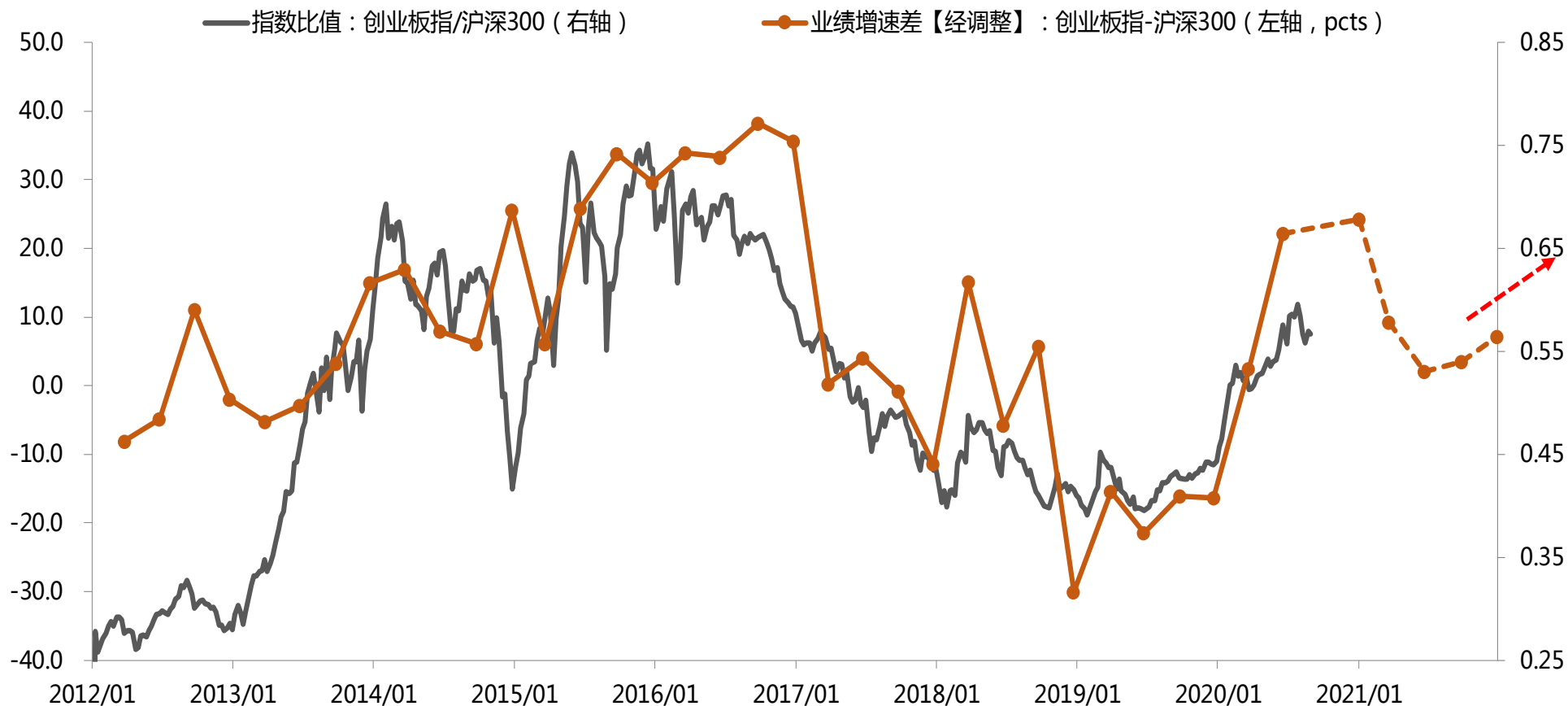
行业	10月	11月	12月	4季度
空调	64.3%	64.3%	71.4%	78.6%
风电设备	28.6%	64.3%	57.1%	71.4%
航空运输Ⅱ	42.9%	57.1%	57.1%	71.4%
水泥制造Ⅱ	42.9%	57.1%	50.0%	64.3%
地产龙头（招保万金）	64.3%	64.3%	57.1%	64.3%
工程机械	42.9%	35.7%	71.4%	57.1%
银行	64.3%	64.3%	42.9%	57.1%

行业	四季度并未上涨的年份
风电设备	2011、2018
水泥制造Ⅱ	2007、2011、2018
银行	2008、2013、2018
保险Ⅱ	2007、2008、2018
畜禽养殖Ⅱ	2011、2013、2014
高低压设备	2011、2016、2017、2018
工程机械	2008、2011、2013、2018
航空运输Ⅱ	2008、2011、2013、2018
空调	2005、2008、2011、2018
地产龙头	2005、2007、2008、2011、2013、2016、2018

3、长期风格拐点决定因素——业绩相对趋势

中长期趋势来看，相对业绩趋势仍然有利于成长风格的表现。

短期风格可能收到利率、增量资金、风险偏好、短期业绩波动的影响。但是中长期趋势来看，风格的决定性因素是业绩的相对趋势。



3、长期风格拐点决定因素——业绩相对趋势

如何理解业绩相对趋势变化的背后？

中长期的风格趋势（2-3年的拐点），由传统经济和新兴产业盈利预期的相对强弱决定，而盈利的相对强弱，又与信用扩张的方向密切相关。

于是，决策层倾向于让哪个方向的产业加杠杆，最终哪类产业的盈利趋势和风格就会更加占优。

（1）**第一个拐点：13年开始**，清理非标不让地产政府和基建加杠杆，同时放开并购、增发，鼓励互联网和创新创业公司加杠杆。最终，代表新兴产业的创业板业绩和风格持续占优。

（2）**第二个拐点：16年开始**，推动棚改货币化给地产链条加杠杆，同时严控并购、增发，限制中小企业无序融资。最终，代表传统产业的沪深300业绩和风格持续占优。

（3）**第三个拐点：19年开始**，房住不炒严格执行、清理地方政府债务问题，同时放开并购、增发，陆续推出科创板、创业板注册制等，鼓励科创企业融资。最终，代表新兴产业的创业板业绩和风格持续占优。

因此，在当前格局下，信用扩张的方向是很明确偏向于科创领域，长期业绩趋势和风格趋势很难扭转。长期战略方向上，依旧建议关注未来渗透率能够大概率提升的五大方向：（1）全球渗透率提升的：新能源车、无线耳机（2）国内渗透率（国产化率）提升的：军工上游、信创、半导体设备

4、行业比较模型推荐：tf-strategy.com



【天风策略】ROE财务选股体系 & 行业选择模型

天风策略 - 刘晨明 & 李如娟

行业模型



核心思路&参数设定

选股结果&组合表现

组合净值曲线回溯

组合历史收益回溯

组合历史正收益比例

组合历史股票个数

* 右侧参数为天风策略模型设定，您可以根据自己的思路任意调整，组合历史回溯结果也将自动更新。

行业划分 & 核心思路 & 关键参数

1、天风策略针对目前A股市场中，有卖方覆盖的1788家公司（截止6月底）重新划分为117个行业，并计算各行业的指数、估值与财务指标等。

(1) 指数的计算规则：基日为2008年12月31日，基点为1000；上市或借壳超过6个月；等权重编制。

(2) 指数的后续维护：每年6月30日和12月31日定期调整，以卖方覆盖数、机构持仓等为主要参考指标，每个行业调整数不超过10%。

2、行业模型，延续个股模型的思路，即重点选择业绩趋势向上、资产质量优质、估值合理的行业。

(1) 行业组合在每个季报披露结束后（4.30、8.31、10.31），选择行业并统一调仓；09年以来，年化收益率27.6%，相比沪深300胜率73.5%（截止2020.08.31）。

(2) 行业组合的指标设定如下：

盈利能力：ROE(TTM)>8%；净利润增速>0%；营收增速>0%。

盈利趋势：ROE变化率>2%；净利润增速变化率>5%；营收增速变化率>5%。

资产质量和估值：经营净流量/营收(TTM) >0%；隐含不良率<50%；PE<80倍；PB历史分位数<80%。

行业个数限定：每期行业个数不超过10个，超过10个则按净利润增速排名，选择前10个。

指标注解：变化率=当期/上期-1；隐含不良率=各行业中利息保障倍数小于1的上市公司占比；估值分位数为滚动10年分位数。

保存参数设置并查看选股结果 (历史回溯结果也将自动更新)

盈利能力		营运能力与资本开支	
ROE(TTM)上限	100 %	周转率TTM	-1000000 %
ROE(TTM)下限	8 %	周转率变化率	-1000000 %
净利润增速	0 %	CAPEX增速	-1000000 %
营收增速	0 %	CAPEX增速变化率	-1000000 %
毛利率TTM	-1000000 %	资产质量和估值	
净利率TTM	-1000000 %	经营净流量/营收	0 %
盈利趋势		负债率	100 %
ROE变化率	-2 %	隐含不良率	50 %
净利润增速变化率	-5 %	PE(TTM)	80
营收增速变化率	-5 %	PE历史分位	100 %
毛利率变化率	-1000000 %	PB(LF)	10000
净利率变化率	-1000000 %	PB历史分位	80 %
		净利润增速排名	10
*每期行业选择个数的上限			

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

数据来源：Wind、天风证券研究所
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS