

# 策略·专题

证券研究报告

2020 年 05 月 17 日

## 5、6 月业绩真空期，盈利、利率谁主沉浮？如何决定配置？

5 月份开始，随着上市公司年报和一季报全部披露完毕，直到 7 月上旬中报预告开始密集披露之前，市场会进入两个月的业绩空窗期。

在此期间，分子端的盈利是否变得不那么重要？行业和个股的表现能否依赖于分母端的利率和风险偏好持续推动？

5-6 月的业绩空窗期，又与 1-2 月的宏观经济数据真空期有何区别？

### 核心结论：

从日历效应和正文数据的回测中，我们得到的结论是每年二季度开始微观成交萎缩、风险偏好回落，即便 5-6 月进入业绩真空期，盈利仍然是获得超额收益的主要源泉，因此业绩好的公司这个阶段往往表现更好，市场是阿尔法的机会。

### 第一，短期策略：季度维度

#### 核心依据：

通过正文的数据、模型和逻辑验证，季度超额收益与季报增速仍然比较相关，尤其是二季度。

#### 配置方向：

中报可能出现高增长的板块——数据中心、半导体、游戏、医疗信息化、军工、动物疫苗、工程机械、垃圾处理、装饰建材等。

### 第二，中期策略：年度维度

#### 核心依据：

(1) 未来一年景气度水平（扣非利润增速或者营收增速）在全部 A 股中的相对高低是最关键因素。

(2) 扣非增速虽然下滑，但仍然是全部 A 股中相对更高的，那么这类公司和行业大概率仍然能够跑赢（比如去年增速 100%，今年 80%）

(3) 平稳增长的行业或者个股，比如 20% 增速上下，必须在低位进行配置，如果配置时点估值太高，则无法获得超额收益。

#### 配置方向：

在此基础之上，结合一季报的情况、天风各行业首席的判断、以及当前的政策导向，我们梳理了以下三个方向，大概率未来一年保持或进入高景气度阶段，并能够获得超额收益：

方向一：中长期产业趋势，包括【数据中心】、【5G 基础设施】、【国产化替代】。

方向二：政府资金（预算内资金、特别国债）投向的民生和防疫领域，包括【医疗器械】、【疫苗】、【医疗信息化】、【环保】。

方向三：老旧小区改造和房地产竣工产业链，包括【装饰建材】、【家具家电】、【楼宇设备电梯、电表等】。

风险提示：宏观经济风险，国内外疫情不确定性，模型假设因素变化风险等。

### 作者

**刘晨明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090006  
liuchenming@tfzq.com

**李如娟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518030001  
lirujuan@tfzq.com

**许向真** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070006  
xuxiangzhen@tfzq.com

**赵阳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090002  
zyang@tfzq.com

**吴黎艳** 联系人  
wuliyang@tfzq.com

### 相关报告

1 《投资策略：策略-机构投资者持股全景（更新至 20Q1）：公募、险资、外资、监管》 2020-05-15

2 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200506-20200508）-整体利率水平仍然很低，但中枢已经不再下行》 2020-05-12

3 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200420-20200424）-央行缩量续作 TMLF，北上资金流入放缓》 2020-04-29



## 内容目录

引出一个问题：5-6 月进入业绩空窗期，盈利是否阶段性没那么重要了？利率和风险偏好能否主导市场？ .....	3
1. 中长期维度，盈利无疑是主导超额收益的核心.....	3
2. 短期维度，少部分时间可能出现背离，但绝大多数时候，超额收益仍然由盈利所决定，哪怕是业绩空窗期。 .....	4
3. 5-6 月的业绩空窗期，又与 1-2 月的宏观经济数据真空期有何区别？ .....	5
4. 天风策略财务选股模型中的价值白马组合，在每年一季报结束后（4/30 开始）的阶段里，个股取得超额收益的胜率最高，也验证了前面的观点 .....	6
5. 结论：5-6 月虽然是业绩真空期，但是业绩反而更加重要，短期布局中报高增长的板块，长期关注未来一年有望保持或进入高增速区间的方向 .....	8

## 图表目录

图 1：财务披露时间轴 .....	3
图 2：中期行业配置主要取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的财务指标、颜色深浅用以区分涨跌幅排名） .....	4
图 3：短期行业配置大部分时间也取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的财务指标、颜色深浅用以区分涨跌幅排名） .....	4
图 4：短期行业配置大部分时间也取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的财务指标、颜色深浅用以区分涨跌幅排名） .....	5
图 5：每年 Q2 股票涨跌幅大部分时间取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的财务指标、颜色深浅用以区分涨跌幅排名） .....	6
图 6：每年 Q2 银行间利率 SHIBOR 进一步下行的可能较小 .....	6
图 7：天风策略【价值白马组合】每一期选出的个股，战胜沪深 300 的概率 .....	7
图 8：ROE 选股模型的操作简介（tf-strategy.com） .....	7
图 9：二季度以来，Shibor 3 个月中枢不再下行 .....	8
图 10：DR007 近一阶段进入低位震荡态势 .....	8
图 11：科技 ETF 持续净赎回 .....	9
图 12：公募基金二季度发行放缓 .....	9

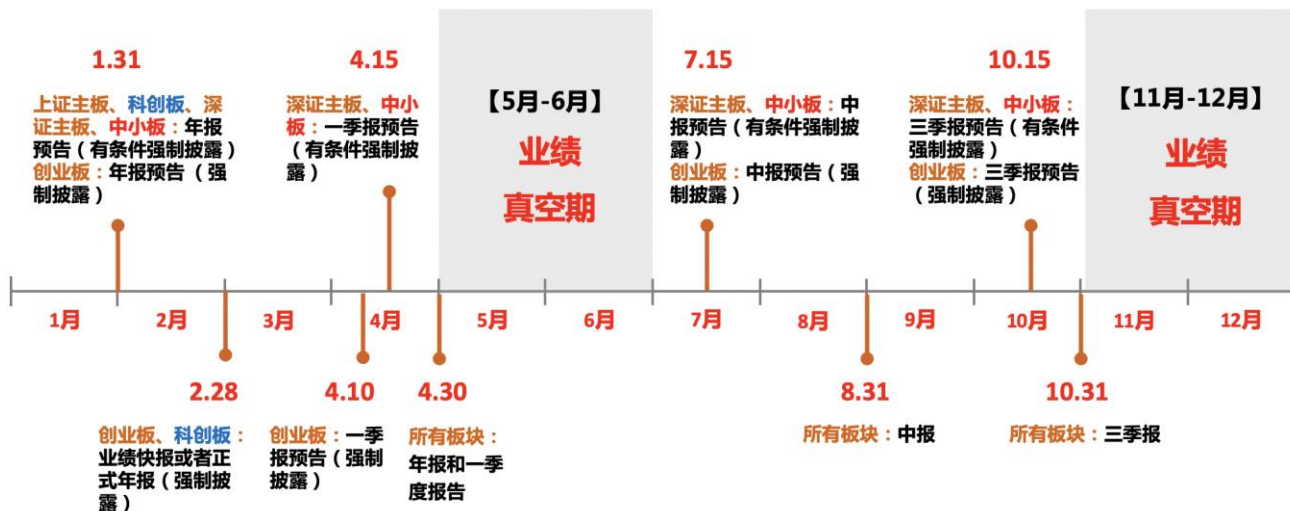
## 引出一个问题：5-6 月进入业绩空窗期，盈利是否阶段性没那么重要了？利率和风险偏好能否主导市场？

5 月份开始，随着上市公司年报和一季报全部披露完毕，直到 7 月上旬中报预告开始密集披露之前，市场会进入两个月的业绩空窗期。

在此期间，分子端的盈利是否变得不那么重要？行业 and 个股的表现能否依赖于分母端的利率和风险偏好持续推动？

5-6 月的业绩空窗期，又与 1-2 月的宏观经济数据真空期有何区别？

图 1：财务披露时间轴



- 1、有条件披露指的是满足以下条件必须披露：1）归母净利润为负值；2）净利润与上年同期相比上升或者下降50%以上（基数过小的除外）；3）扭亏为盈。
- 2、创业板一季报预告：年报预约披露时间在3月31日之前的，应当最晚在披露年报时，披露一季报预告；年报预约披露时间在4月份的，应当在4月10日之前披露一季报预告。
- 3、创业板和科创板，年报预约披露时间在3-4月份的，需在2月底之前披露业绩快报。

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1. 中长期维度，盈利无疑是主导超额收益的核心

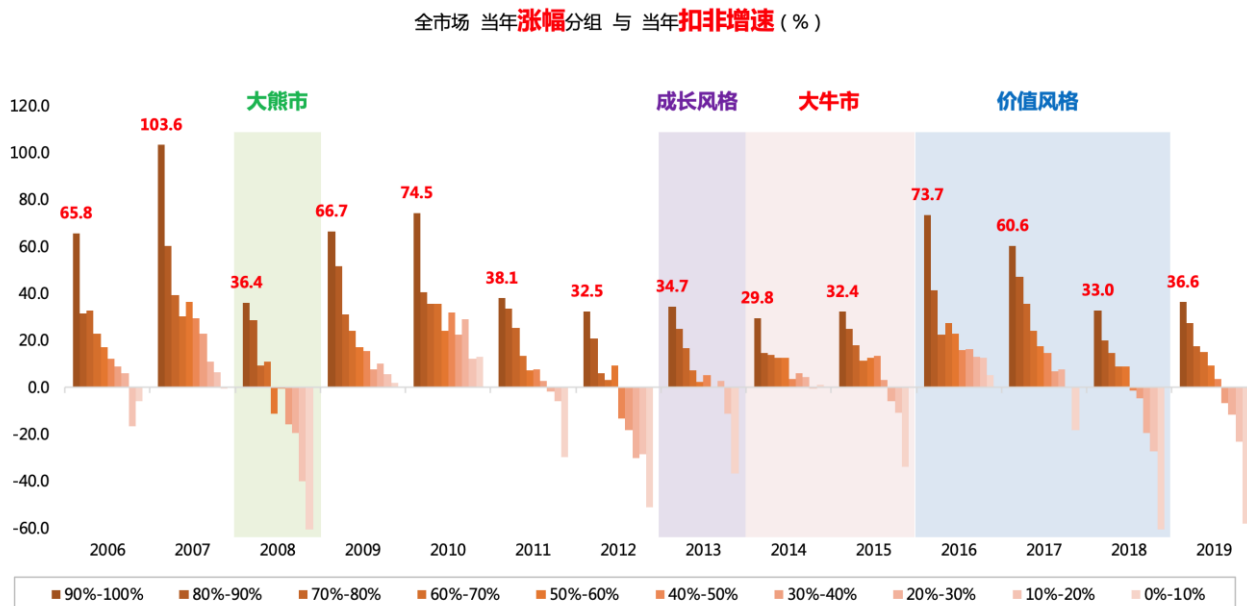
在近期的多篇深度中，我们用数据和逻辑证明了，中长期来看，A 股市场超额收益的来源主要是公司或者行业景气度（扣非增速衡量）的相对更优秀。

具体的逻辑和数据，可参考我们的深度报告：

- ✓ 《中期行业配置的制胜策略：如何应对板块加速轮动？》
- ✓ 《公募持仓变化对行业配置有何指引？兼论最新观点》
- ✓ 《再议 Q2 配置策略：估值和盈利哪个更重要？》

最终结论，我们会发现，在大部分时候，不管市场是牛市、熊市、还是震荡市，不管风格是蓝筹还是成长，也不管板块轮动是快还是慢，一年维度的涨跌幅基本与当年的景气度（扣非增速）呈现单调正相关的情况。

图 2：中期行业配置主要取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的财务指标、颜色深浅用以区分涨跌幅排名）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 短期维度，少部分时间可能出现背离，但绝大多数时候，超额收益仍然由盈利所决定，哪怕是业绩空窗期。

从短期情况来看，影响股价的因素非常多，比如流动性、利率、风险偏好、事件性因素，都会左右一段时间 A 股超额收益的来源，使得超额收益在一段时间内偏离基本面的情况，那这种偏离的时间不会持续太久。

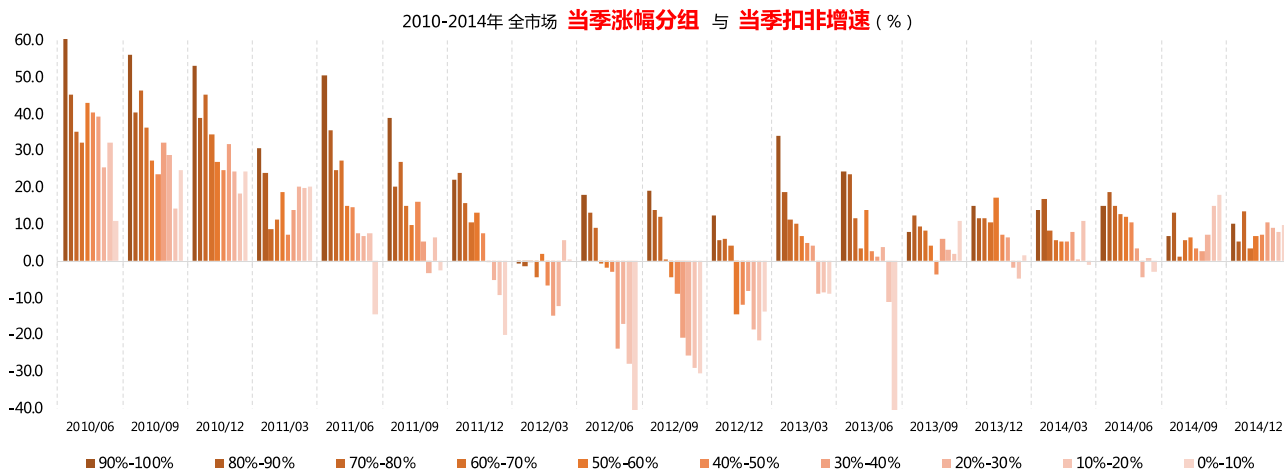
所以我们在图 2 中，以一年维度进行回测的时候，股价的超额收益绝大部分时间都与未来一年的增速高低密切相关，很少出现背离。

而如果我们以季度为单位进行回测的时候，就会出现一些背离。

但季度超额收益与未来一个季度的扣非利润增速之间的单调关系，仍然也比较明显。

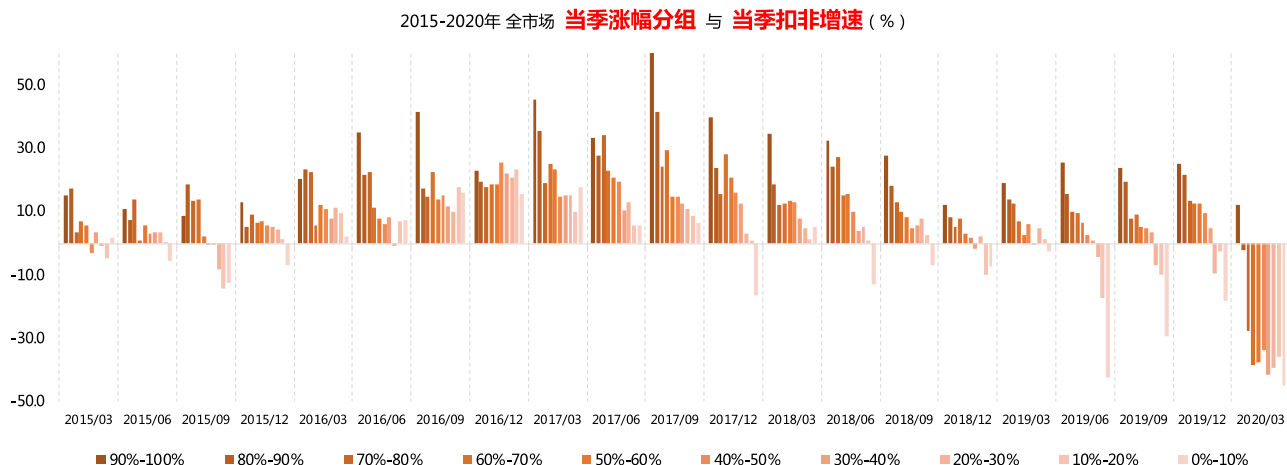
注：下图中的回测，我们将每个季度个股的涨跌幅由高到低分为 10 个档，考察涨跌幅（柱子颜色深浅）与当期季报累计同比扣非增速（柱子高矮）之间的关系。

图 3：短期行业配置大部分时间也取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的财务指标、颜色深浅用以区分涨跌幅排名）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：短期行业配置大部分时间也取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的财务指标、颜色深浅用以区分涨跌幅排名）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 5-6 月的业绩空窗期，又与 1-2 月的宏观经济数据真空期有何区别？

从日历效应的角度出发，5-6 月的业绩空窗期和 1-2 月的宏观经济数据真空期呈现了完全不同的局面：

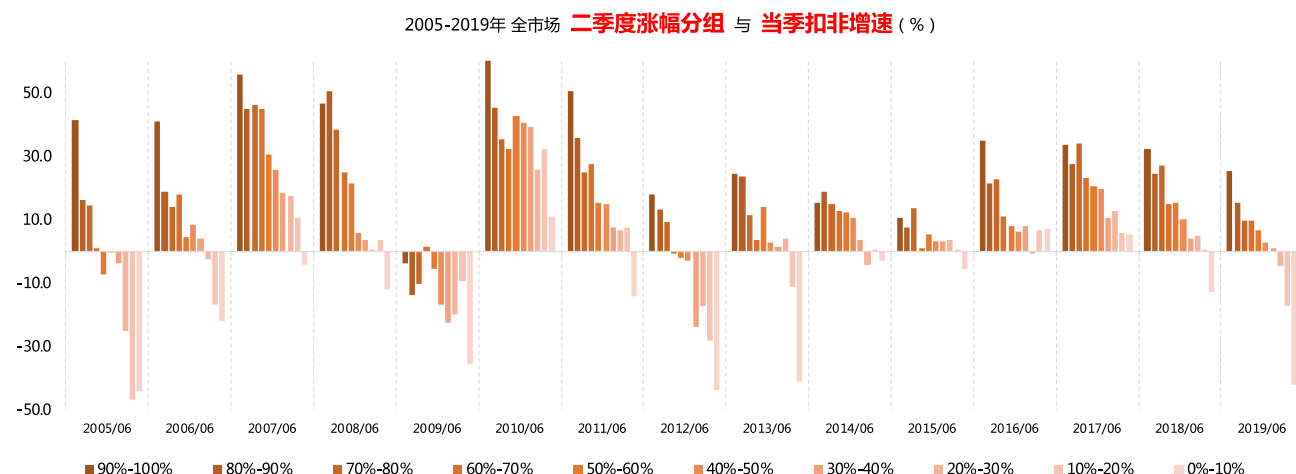
（1）每年一季度，往往是流动性投放较多，但实体经济吸纳流动性较差的时候，于是形成了类似脱实入虚的情况，银行间利率水平也相对较低，对应股票市场成交往往很活跃、风险偏好提升，于是市场倾向于相信长期的故事和逻辑，未来之星受到追捧，短期业绩好坏，就显得没那么重要，于是市场呈现整体性的贝塔机会。

（2）每年二季度开始，宏观流动性大部分时候边际上不能继续扩张，同时实体经济开始吸纳流动性，银行间利率很难进一步下行，对应微观层面成交萎靡、市场风险偏好明显下降，于是市场给予当期业绩的权重更高，未来大的故事和空间不再值得信任，市场呈现局部性的阿尔法机会。

因此，通过图 3、图 4 中的数据回溯我们也能同样发现，每年 2 季度，股价涨跌幅的排序，与业绩（中报扣非增速）的情况关系最为紧密，如下图。

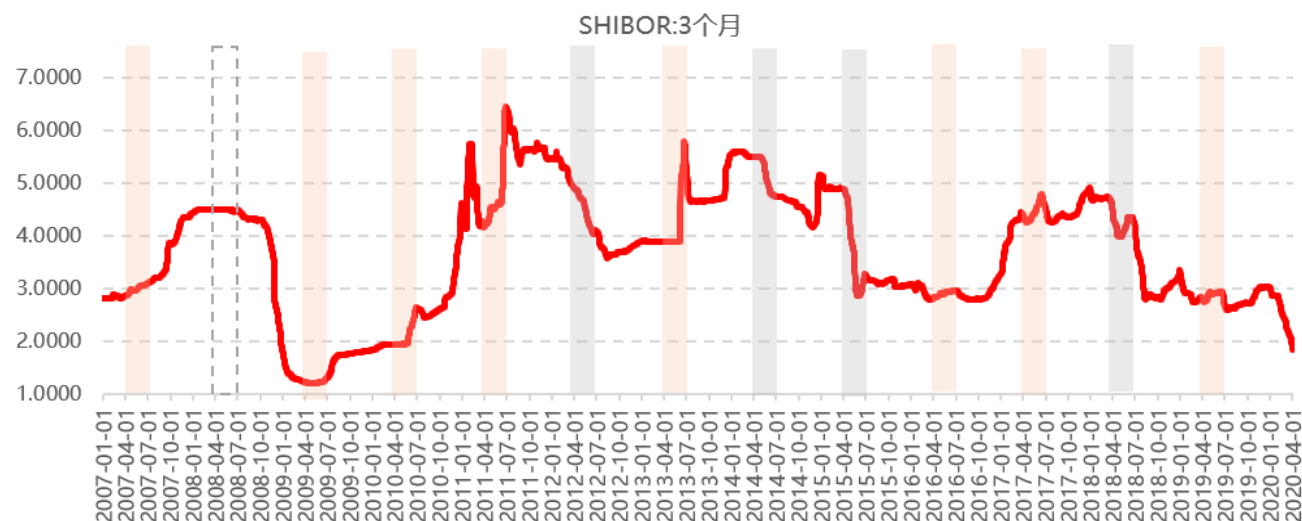
也就是说，不同日历效应的背景，使得 5-6 月的业绩真空期里，盈利的好坏反而成了最为关键的超额收益来源。

图 5：每年 Q2 股票涨跌幅大部分时间取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的财务指标、颜色深浅用以区分涨跌幅排名）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：每年 Q2 银行间利率 SHIBOR 进一步下行的可能较小



资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 4. 天风策略财务选股模型中的价值白马组合，在每年一季报结束后（4/30 开始）的阶段里，个股取得超额收益的胜率最高，也验证了前面的观点

从日历效应和前文数据的回测中，我们得到的结论是每年二季度开始微观成交萎缩、风险偏好回落，即便进入业绩真空期，盈利仍然是获得超额收益的源泉，因此白马股这个阶段往往表现更好。

这一结论，从我们构建的天风策略财务选股模型（tf-strategy.com）中也可以得到验证。

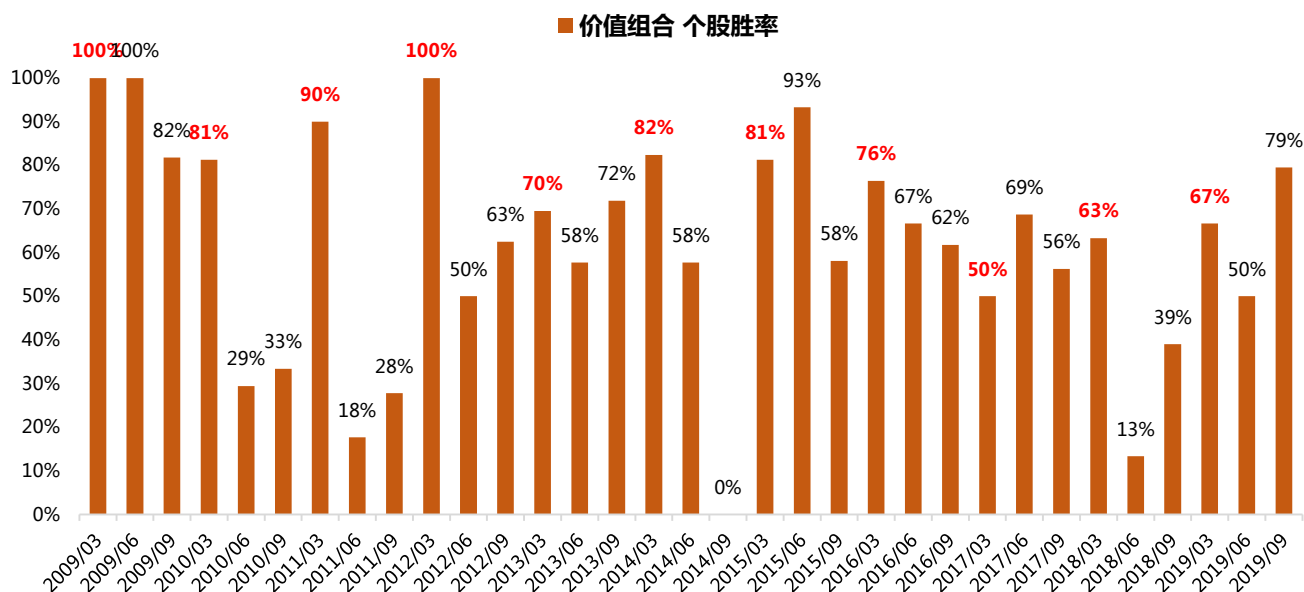
选股模型在每个季报期（4.30、8.31、10.31）后筛选股票并进行统一换仓，于是我们可以统计历史上每一期选出来的每个公司（大约平均每期 20-30 个），战胜沪深 300 的概率。

价值白马组合中，每年一季报结束后（4.30）的阶段里，挑选出的个股战胜沪深 300 的概率，往往是最高的，充分体现了业绩对当期超额收益的指引意义。

注：下图中 2019/03 表示根据一季报选出的公司，持股周期是 0430-0831，即红色数字的柱子。



图 7：天风策略【价值白马组合】每一期选出的个股，战胜沪深 300 的概率



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：2019/03 表示根据一季报选出的公司，持股周期是 0430-0831

另外，关于该选股模型的详细报告，可以参考：《【天风策略 | 季报选股模型更新】增速与 ROE，哪个决定投资收益？》

模型中的参数可以任意调整，构建新的模型，并通过 tf-strategy.com 回测新模型下历史（09 年开始）每一期的绝对收益、超额收益、个股数量、个股胜率，以及新模型的整体收益、波动率、夏普比率、胜率等。

图 8：ROE 选股模型的操作简介（tf-strategy.com）

**天风证券 TF SECURITIES** 【天风策略】ROE财务选股体系 & 财务健康程度识别模型

天风策略 - 刘晨明 & 李如娟

**第一步 自定参数**

**第二步 点击这几项查看选股结果**

**三个组合**

**模型初始设定参数**

**核心思路 & 关键参数**

该组合重点选择业绩趋势严格改善的公司，但未必须是绝对龙头。组合在每个季报期（4.30，8.31，10.31）后选择股票并进行统一持仓，09年以来平均每期股票个数20左右。组合特点：爆发力强（年化超额31.5%），但波动也较大（年化波动31.3%）。

**ROE及趋势：**当期ROE(TTM)位于行业前30%，且最近两期ROE环比变化率>0%（环比变化率=当期/上期-1）；

**营收及趋势：**当期营收增速>0%，且环比变化率>10%；当期毛利率环比变化率>0%；

**净利润及趋势：**当期扣非净利润增速位于0%-400%，且环比变化率>10%；

**盈利持续性预判：**G-ROE\*(1-D)>20个百分点；

**资产质量和估值：**造假模型拟合值<阈值（0.0038）、负债率<80%、商誉总资产比<20%、TTM经营现金流>0；PE<80、市值行业分位>30%。

**注：极限值，如-10000、+10000等，表示此参数对模型无实质影响。**

盈利能力		盈利趋势	
ROE下限(%)	0	ROE环比(连续两期)	0
ROE上限(%)	10000	营收增速环比	-10
ROE行业分位(最近一年)	70	扣非增速环比	-10
营收增速下限(%)	0	毛利率环比	0
扣非增速下限(%)	0	G-ROE*(1-D)	20
扣非增速上限(%)	400	<b>资产质量和估值</b>	
单季净利润(亿)	-10000	PE历史分位	100
TTM经营现金流(亿)	0	PETTM	80
		PB历史分位	100
		市值行业分位	30
		商誉比	20
		负债率(%)	80
		造假阈值	0.00378

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 结论：5-6 月虽然是业绩真空期，但是业绩反而更加重要，短期布局中报高增长的板块，长期关注未来一年有望保持或进入高增速区间的方向

### 第一，短期策略：季度维度

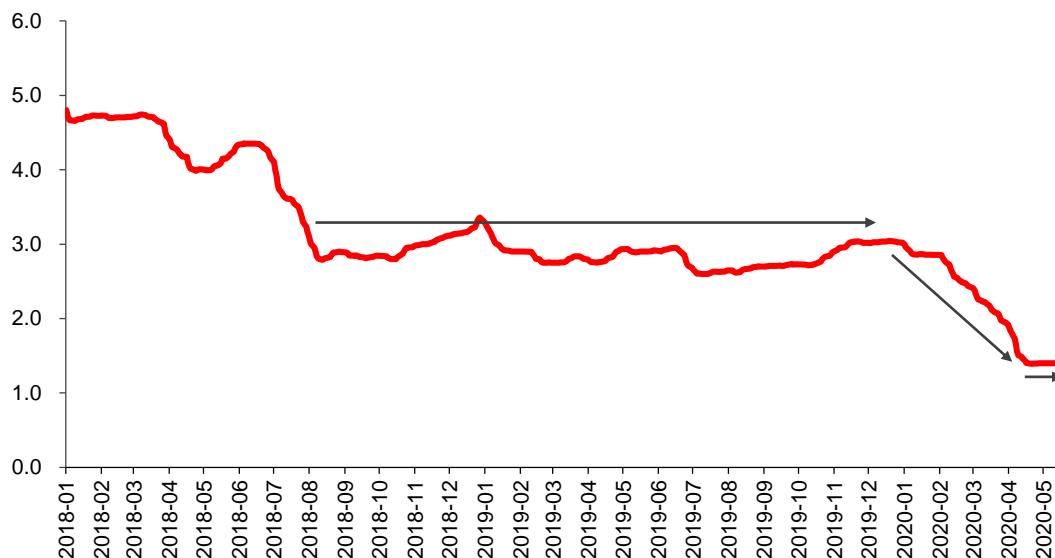
核心依据：

通过前文的数据、模型和逻辑验证，季度超额收益与季报增速仍然比较相关，尤其是二季度。（今年二季度与以往类似，shibor 利率不再下台阶，风险偏好较 Q1 下降，微观活跃度下降，ETF 持续净赎回，公募基金发行放缓）

配置方向：

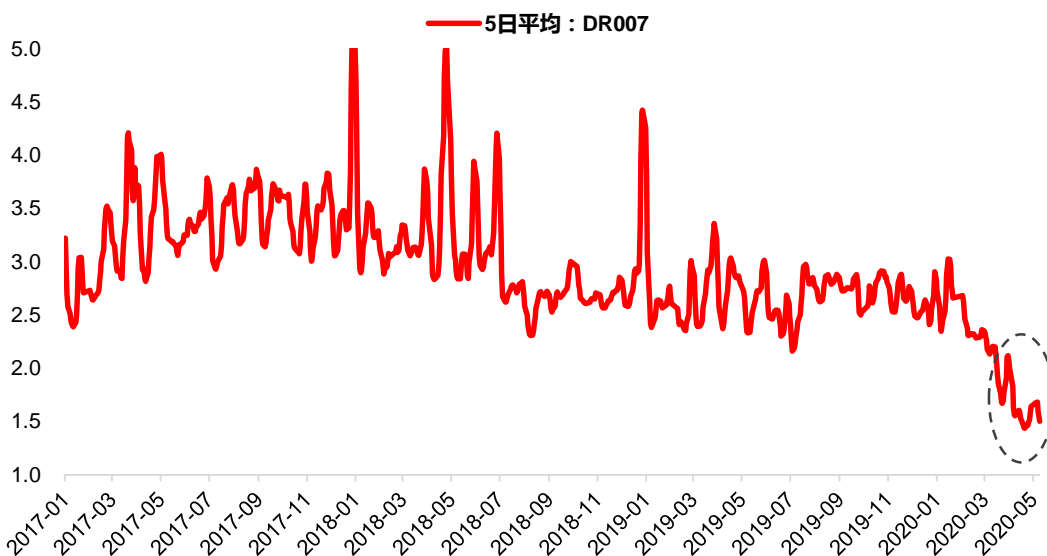
中报可能出现高增长的板块——数据中心、半导体、游戏、医疗信息化、军工、动物疫苗、工程机械、垃圾处理、装饰建材等。

图 9：二季度以来，Shibor 3 个月中枢不再下行



资料来源：Wind，天风证券研究所

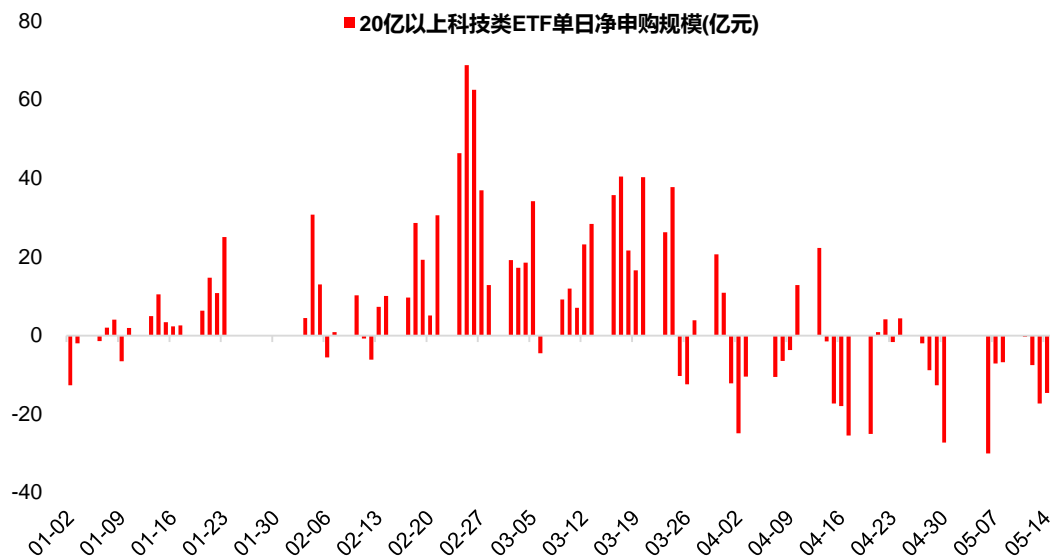
图 10：DR007 近一阶段进入低位震荡态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

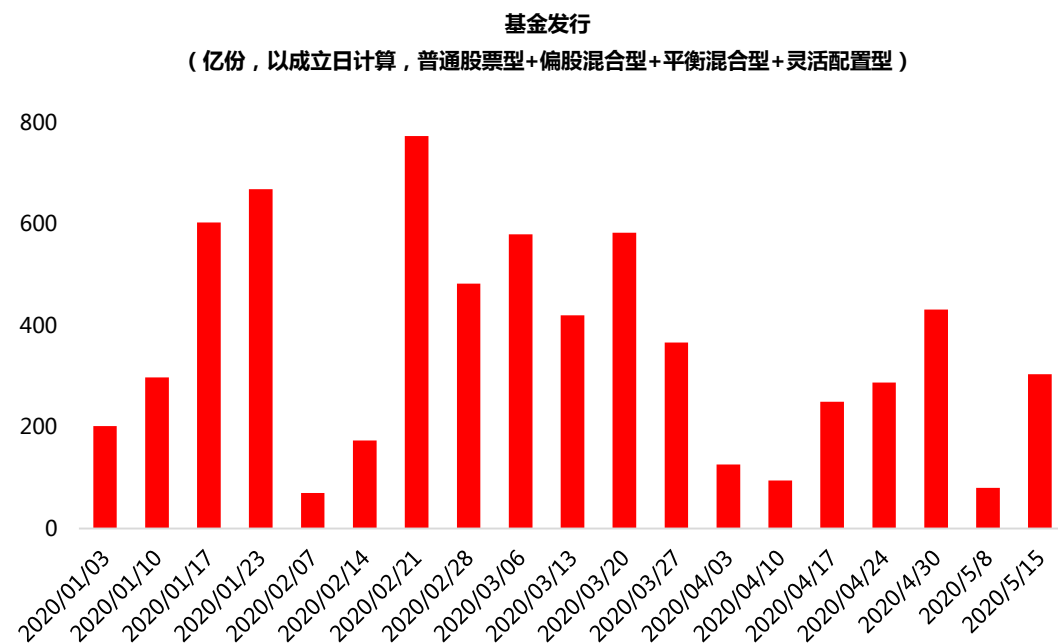


图 11：科技 ETF 持续净赎回



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公募基金二季度发行放缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 第二，中期策略：年度维度

核心依据：

(1) 未来一年景气度水平（扣非利润增速或者营收增速）在全部 A 股中的相对高低是最关键因素。

(2) 扣非增速虽然下滑，但仍然是全部 A 股中相对更高的，那么这类公司和行业大概率仍然能够跑赢（比如去年增速 100%，今年 80%）

(3) 平稳增长的行业或者个股，比如 20%增速上下，必须在低位进行配置，如果配置时点估值太高，则无法获得超额收益。

配置方向：

在此基础之上，结合一季报的情况、天风各行业首席的判断、以及当前的政策导向，我们梳理了以下三个方向，大概率未来一年保持或进入高景气度阶段，并能够获得超额收益：

方向一：中长期产业趋势，包括【**数据中心**】、【**5G 基础设施**】、【**国产化替代**】。

方向二：政府资金（预算内资金、特别国债）投向的民生和防疫领域，包括【**医疗器械**】、【**疫苗**】、【**医疗信息化**】、【**环保**】。

方向三：老旧小区改造和房地产竣工产业链，包括【**装饰建材**】、【**家具家电**】、【**楼宇设备**、**电梯**、**电表等**】。

## 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

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com