

策略 · 专题

中期行业配置的制胜策略：如何应对板块加速轮动？

当前情况下，板块的轮动加速很可能是个常态，同时外围的复工进展和中美关系的演绎，我们也无从把握。

于是，遵循制胜策略，寻找中期相对高的确定性，就成了规避短期不确定性的最好办法。

总结而言，本文所提到的制胜策略，核心在于，我们应该遵循以下几个要点，选出未来一年能够大概率跑赢的行业：

（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，必须在估值较低的时点配置，如果估值太高，则无法获得超额收益。

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】、【软件国产化】。

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：经济下行风险，政策不及预期风险，公司业绩超预期下滑，海外黑天鹅风险等。

证券研究报告

2020 年 05 月 04 日

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-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
- 2 《投资策略：策略-一周资金面及市场情绪监控（20200413-20200417）-北上回流，但科技 ETF 持续净赎回，全 A 成交仍低迷》 2020-04-21
- 3 《投资策略：策略-上周股市流动性评级为 C——一周资金面及市场情绪监控（20200406-20200410）-市场成交萎靡，隔夜利率有所反弹》 2020-04-14

内容目录

1. 板块轮动加快，季度策略只管一个月？	3
2. 短期而言，板块之间加速轮动，背后是增量资金不愿进场、同时存量资金又不愿退场导致的博弈加剧。	4
3. 长期来说，板块轮动从以年度为单位，到以季度为单位，背后是经济和政策运行的扁平化。	6
4. 如何应对不断加快的板块轮动？兼论一年维度行业配置的逻辑和看好的方向	8
4.1. “穿越迷雾” 的制胜策略	9
4.2. 制胜策略背后的逻辑	11
4.3. 制胜策略对当前行业配置的指导意义	12

图表目录

图 1：过去 15 年 Q2 胜率超过 60% 的行业	3
图 2：2 月以来各个行业表现	4
图 3：增量资金不愿入场——科技类 ETF 持续净赎回	5
图 4：增量资金不愿入场——公募基金发行持续放缓	5
图 5：宏观流动性整体维持宽松，但边际上不如 Q1	6
图 6：05-15 年的大类板块轮动	7
图 7：15-20 年的大类板块轮动	8
图 8：政策周期的扁平化	8
图 9：中短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）	9
图 10：中短期行业配置主要取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的扣非增速分档、颜色深浅用以区分涨跌幅排名）	10
图 11：盈利边际变化 VS 盈利绝对水平	10
图 12：盈利增速区间 VS 估值绝对水平	11
图 13：立讯精密——盈利预期随景气上行而上修	11
图 14：海天味业——盈利预期随景气上行而上修	11
图 15：爱尔眼科——盈利预期随景气上行而上修	12
图 16：隆基股份——盈利预期随景气上行而上修	12
图 17：大族激光——盈利预期随景气上行而上修	12
图 18：生益科技——盈利预期随景气上行而上修	12
图 19：亿纬锂能——盈利预期随景气上行而上修	12
图 20：兆易创新——盈利预期随景气上行而上修	12

1. 板块轮动加快，季度策略只管一个月？

在4月初的二季度投资策略报告《Q2行业配置策略：3个逻辑基点、9个细分板块》、《再议Q2配置策略：估值和盈利哪个更重要？》中，我们提到了Q2行业配置日历效应背后的逻辑，以及与历年Q1的区别，即：

(1) 每年一季度春季躁动前后，宏观流动性较为充裕、微观层面成交活跃，对应市场较高的风险偏好，于是市场给予长期业绩展望的权重更高，科技和一些主题具有这样长期展望的成长性优势，于是反弹空间更大。

(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、微观层面成交萎靡，对应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，消费板块和白马股表现更好。

但市场达成一致预期的速度非常惊人，从3月底开始到4月底，食品饮料(21%)、农业(15%)、医药(15%)、休闲服务(10%)、家电(9%)等消费板块，都出现了明显的反弹，同时也大幅跑赢其它板块。

一个季度的超额收益似乎在一个月之内就提前透支了。于是4月的最后一周，以半导体为代表的前期超跌板块，几个交易日就反弹了10%左右。

2月科技、3月整体下跌、4月消费、最近几个交易日科技又快速反弹，板块轮动速度之快，让大部分投资者望尘莫及。

图1：过去15年Q2胜率超过60%的行业

代码	行业	1季度	2季度	3季度	4季度
851231.SI	白酒	53.3%	93.3%	66.7%	57.1%
801194.SI	保险Ⅱ	23.1%	76.9%	46.2%	50.0%
851112.SI	空调	80.0%	73.3%	53.3%	78.6%
801155.SI	中药Ⅱ	53.3%	73.3%	53.3%	35.7%
801151.SI	化学制药	53.3%	66.7%	66.7%	35.7%
851243.SI	乳品	53.3%	66.7%	60.0%	50.0%
801154.SI	医药商业Ⅱ	53.3%	66.7%	73.3%	35.7%
801740.SI	国防军工	60.0%	60.0%	60.0%	42.9%
801214.SI	旅游综合Ⅱ	60.0%	60.0%	73.3%	28.6%
801780.SI	银行	60.0%	60.0%	33.3%	57.1%
801014.SI	饲料Ⅱ	53.3%	60.0%	46.7%	64.3%
801734.SI	高低压设备	46.7%	60.0%	60.0%	35.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2 月以来各个行业表现（涨跌幅单位：%）

行业	2 月上涨阶段	3 月下跌阶段	4 月反弹阶段	4 月最后一周
食品饮料	0.4	-8.5	20.5	-0.2
农林牧渔	14.1	-6.4	14.9	-2.0
医药生物	8.4	-10.4	14.3	-1.6
休闲服务	0.4	-7.9	10.4	4.3
家用电器	0.3	-17.2	9.2	2.6
建筑材料	6.2	-0.8	9.2	1.8
商业贸易	0.0	-3.9	7.7	-1.4
国防军工	10.5	-16.1	7.3	-0.3
综合	11.1	-17.2	7.1	-0.4
化工	7.0	-15.8	6.7	-0.4
汽车	10.0	-21.9	6.1	1.5
交通运输	-2.0	-10.1	5.8	1.7
有色金属	7.9	-21.4	5.6	-0.6
机械设备	5.9	-11.7	5.4	0.4
电气设备	12.3	-16.2	5.3	3.7
轻工制造	2.8	-12.3	5.1	-1.5
房地产	-1.1	-10.8	5.1	3.3
建筑装饰	-3.3	-0.7	5.0	-1.5
纺织服装	3.2	-9.2	3.9	-4.4
银行	-4.2	-10.3	3.1	4.9
公用事业	-0.8	-4.7	2.7	0.5
非银金融	1.5	-15.5	2.5	4.0
钢铁	-3.3	-3.6	2.3	1.0
计算机	22.3	-18.5	2.3	1.8
采掘	-2.8	-12.5	1.6	-0.2
电子	23.0	-30.1	1.5	7.1
传媒	10.2	-15.8	1.2	2.0
通信	23.6	-12.4	-5.3	1.7

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 短期而言，板块之间加速轮动，背后是增量资金不愿进场、同时存量资金又不愿退场导致的博弈加剧。

对于短期来说，板块的加速轮动，隐含了两个结论：

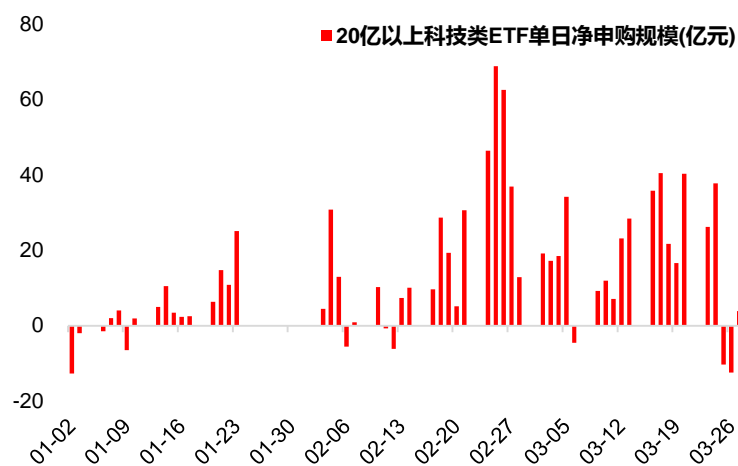
一是，市场还是有机会，存量资金不愿离场，于是存量资金在不同板块之间的腾挪，就带来了板块的轮动机会和不同板块之间的此消彼长。

我们理解，存量资金之所以不愿意离场，在于当前流动性的绝对水平仍然很宽裕，代表银行间流动性的 shibor3 个月从去年 3% 的中枢，下到当前 1.5% 左右的中枢，处于过去 10 年最低的位置。于是存量资金寄希望于增量资金能够进场。

二是，市场很难赚钱，增量资金不愿入场，比如科技类 ETF 近一个月持续净赎回、公募基金发行较 Q1 大幅萎缩等，于是当前很多板块和个股要么是区间震荡，要么是短平快的上涨，指数和板块都暂时看不到趋势性的机会。

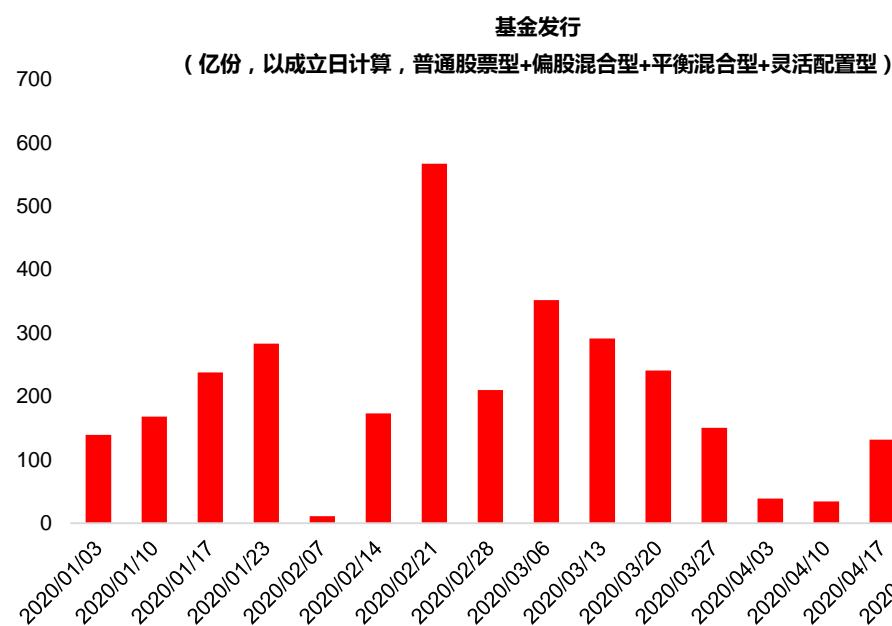
我们理解，增量资金之所以不愿意入场，有几个方面的因素：（1）当前不确定性的因素还比较多，市场赚钱效应较差。这些不确定性因素包括了宏观层面全球复工的进展、中美关系，微观层面二季度部分行业业绩和订单的不确定性等。（2）宏观层面流动性虽然还保持宽松，但是边际上来说，随着国内复工加速，资金脱虚入实，银行间利率水平从 Q1 的快速下中枢，改为了近期的中枢震荡，这也是日历效应背后的逻辑，和在大部分 Q2 都会发生的情况。

图 3：增量资金不愿入场——科技类 ETF 持续净赎回



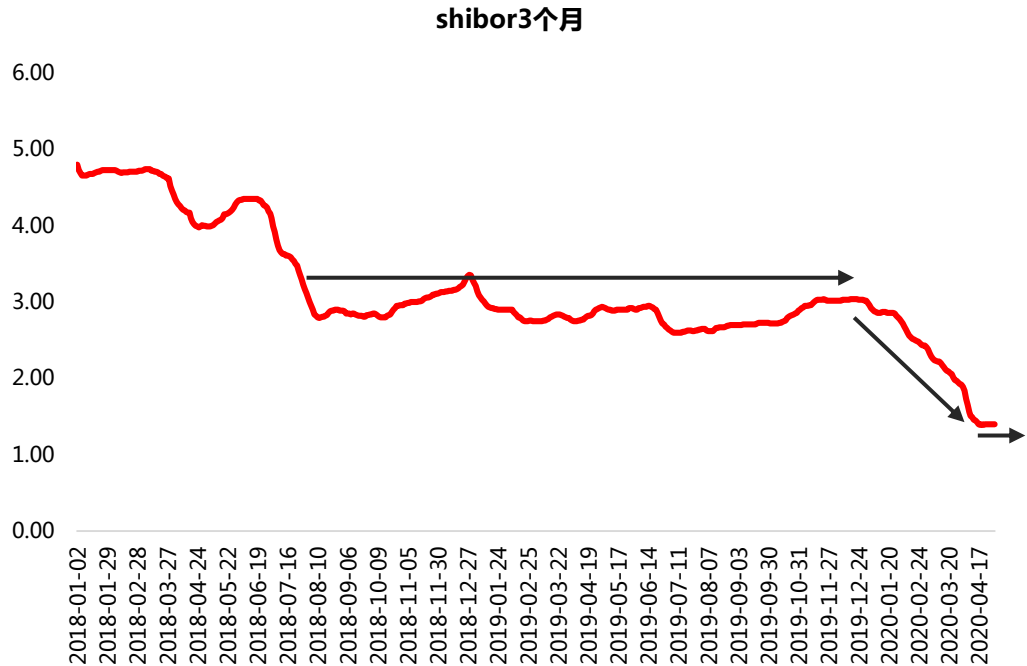
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：增量资金不愿入场——公募基金发行持续放缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：宏观流动性整体维持宽松，但边际上不如 Q1



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 长期来说，板块轮动从以年度为单位，到以季度为单位，背后是经济和政策运行的扁平化。

我们以五大类风格板块（成长、周期、金融、消费、稳定）在每个季度相对 wind 全 A 超额收益的情况，来形容过去 15 年板块轮动的过程。

下图中，每一个数字代表当季度该类板块相对于 wind 全 A 的超额收益。黑色方框圈出的板块，代表一个阶段，相对较强的一类风格。

于是，大家可以比较清晰的看到过去 15 年各类板块轮动的过程：

（1）在 05-15 年这段时间内，大类板块的轮动能够看出比较明确的切换轨迹，基本是以年度或者更长周期为单位。（如图 6 所示）

（2）在 15-20 年这段时间内，大类板块的轮动轨迹开始变得比较模糊，一度被戏称为“电风扇”，风格几乎每个季度就要切换一次。（如图 7 所示）

从较长的时间维度来看，大类板块轮动加快，背后是近几年来经济周期和政策周期扁平化的结果。

在经济波动较大、政策“大起大落、大开大合”式的刺激和收缩阶段的时候，不同板块业绩相对强弱的切换，也同样遵循着这样的规律，最终决定了大类板块轮动的轨迹。

但是随着中国宏观杠杆率的攀升和风险的不断积累，近几年来，国内政策导向也从注重总量转向注重结构和风险。对应的是货币政策和财政政策在策略上的调整。

如图 8 所示，在过去很长时间内，货币、财政的收缩和扩张是持续的、且幅度较大的，但是从近几年以来，“不断加强预调微调”成为货币和财政政策变化的主导逻辑：即避免政策过度放松导致经济过热进而积累杠杆风险，同时也防止政策过度收缩导致经济衰退进而引发就业风险。

因此，在这样的基调下，政策的调整周期也变得“短平快”，于是导致了经济周期的扁平化。最终以此为逻辑基点的板块轮动逻辑也被弱化。

图 6：05-15 年的大类板块轮动

日期	成长(风格.中信)	周期(风格.中信)	金融(风格.中信)	消费(风格.中信)	稳定(风格.中信)
2005Q1	-1.9%	0.6%	3.5%	2.2%	2.7%
2005Q2	-4.4%	-3.4%	6.3%	3.5%	6.6%
2005Q3	1.6%	-2.4%	0.8%	-0.4%	-6.9%
2005Q4	-2.9%	-5.4%	4.1%	-3.1%	-6.6%
2006Q1	-6.7%	-3.2%	4.7%	-4.9%	-17.3%
2006Q2	-1.0%	-5.5%	-23.8%	5.6%	-17.1%
2006Q3	-1.5%	-5.6%	16.1%	-3.2%	-9.0%
2006Q4	-20.9%	-4.6%	31.9%	-6.5%	-3.4%
2007Q1	5.7%	9.6%	-19.6%	1.5%	6.3%
2007Q2	-9.7%	3.2%	3.1%	2.4%	-6.0%
2007Q3	-7.7%	15.4%	5.5%	-16.1%	-7.4%
2007Q4	2.0%	-3.4%	-1.2%	5.9%	1.9%
2008Q1	3.7%	-0.8%	-2.0%	4.7%	-1.9%
2008Q2	-0.6%	0.0%	-1.7%	1.4%	1.9%
2008Q3	-3.8%	-4.4%	1.6%	0.2%	11.2%
2008Q4	8.0%	-4.4%	-3.4%	7.6%	3.1%
2009Q1	5.7%	7.8%	2.7%	-10.3%	-16.2%
2009Q2	-7.4%	-1.3%	14.7%	-3.0%	-11.6%
2009Q3	5.4%	3.2%	-6.2%	6.2%	-3.0%
2009Q4	2.8%	4.6%	-5.7%	7.9%	-7.4%
2010Q1	11.0%	-0.7%	-2.3%	6.2%	3.9%
2010Q2	1.7%	-2.3%	-3.9%	5.8%	-0.4%
2010Q3	12.9%	9.2%	-11.8%	13.4%	-6.3%
2010Q4	6.4%	6.2%	-4.8%	-3.2%	-5.2%
2011Q1	-6.8%	1.0%	1.9%	-6.5%	2.3%
2011Q2	-5.4%	-2.1%	1.4%	1.4%	0.9%
2011Q3	1.0%	-2.3%	-0.7%	3.5%	-2.7%
2011Q4	-5.8%	-10.1%	4.9%	-2.9%	1.3%
2012Q1	0.5%	1.0%	4.3%	-0.1%	-2.6%
2012Q2	1.9%	-3.2%	5.1%	5.6%	3.1%
2012Q3	-0.8%	-1.3%	-1.7%	0.4%	-1.4%
2012Q4	-5.9%	-2.9%	13.0%	-8.7%	2.9%
2013Q1	11.9%	-0.1%	-3.3%	4.4%	0.5%
2013Q2	9.3%	-5.2%	-1.0%	3.1%	-3.3%
2013Q3	10.7%	-3.5%	-6.8%	4.6%	-6.1%
2013Q4	-0.8%	1.0%	-1.8%	0.6%	1.6%
2014Q1	0.8%	0.7%	-2.5%	0.3%	-0.9%
2014Q2	5.3%	-0.8%	-1.1%	-2.4%	-1.9%
2014Q3	1.5%	5.3%	-7.9%	-3.0%	5.9%
2014Q4	-22.5%	-12.6%	50.9%	-17.9%	27.1%
2015Q1	23.2%	5.0%	-23.1%	6.4%	-9.4%
2015Q2	1.1%	7.3%	-15.3%	4.6%	2.4%

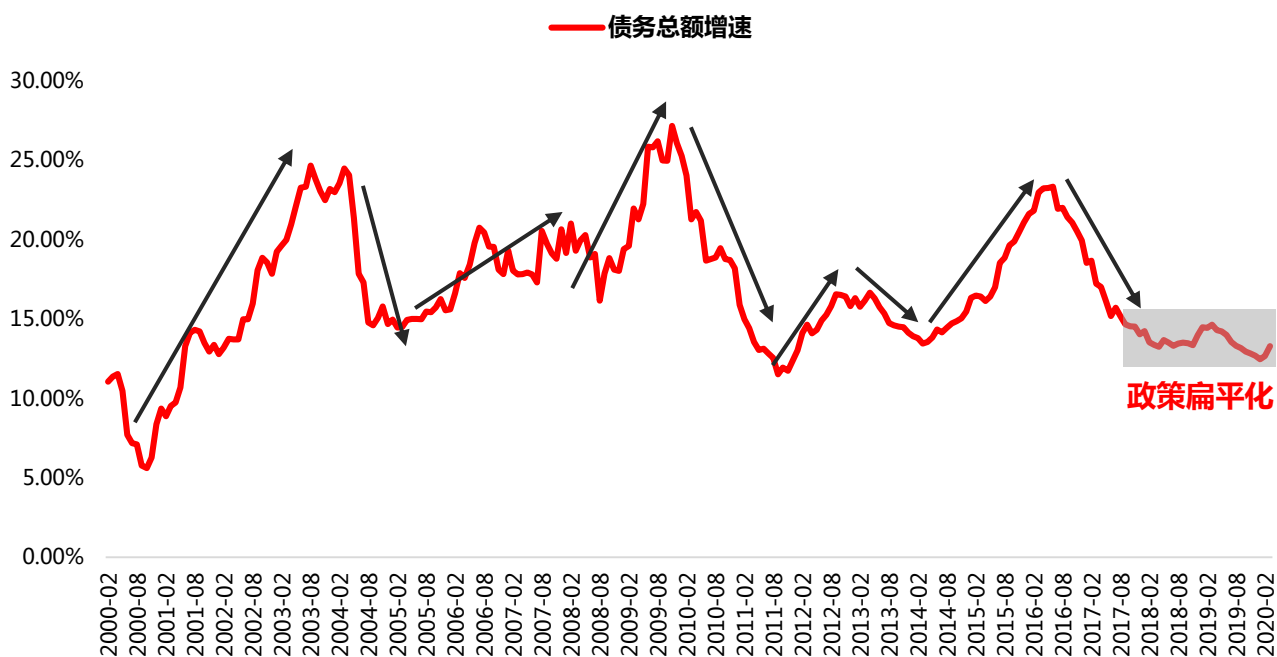
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：15-20 年的大类板块轮动

日期	成长(风格.中信)	周期(风格.中信)	金融(风格.中信)	消费(风格.中信)	稳定(风格.中信)
2015Q3	-0.2%	-3.1%	4.9%	1.6%	1.4%
2015Q4	8.6%	0.0%	-4.5%	0.8%	-19.4%
2016Q1	-3.6%	0.0%	4.7%	0.4%	-1.2%
2016Q2	1.9%	0.9%	-1.7%	0.9%	-7.2%
2016Q3	-5.0%	-1.2%	3.0%	2.0%	3.0%
2016Q4	-5.7%	1.9%	-1.7%	0.3%	8.5%
2017Q1	-2.0%	0.1%	-1.5%	1.2%	3.4%
2017Q2	-3.0%	-4.5%	6.5%	2.0%	-0.2%
2017Q3	0.6%	1.9%	0.1%	-3.1%	-5.4%
2017Q4	-4.1%	-3.0%	3.3%	7.0%	-4.5%
2018Q1	2.1%	-2.7%	-1.0%	1.7%	-1.2%
2018Q2	-5.2%	-0.9%	-0.9%	8.9%	-0.3%
2018Q3	-5.1%	-1.0%	11.0%	-6.3%	6.6%
2018Q4	-1.1%	-1.6%	2.7%	-1.8%	5.0%
2019Q1	5.3%	-4.8%	-1.8%	5.1%	-12.8%
2019Q2	-4.4%	-3.9%	4.6%	4.6%	-0.1%
2019Q3	4.4%	-1.8%	-2.5%	2.6%	-3.7%
2019Q4	0.6%	1.4%	0.5%	-1.0%	-6.0%
2020Q1	7.8%	-0.9%	-8.0%	4.9%	-4.8%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：政策周期的扁平化



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 如何应对不断加快的板块轮动？兼论一年维度行业配置的逻辑和看好的方向

回到当前市场，在板块轮动之快让人望尘莫及、海外复工和中美关系仍然存在不确定性的背景下，我们能做的是，放弃博弈短期的不确定性，寻求中长期相对较高的确定性，着眼未来一年胜率最高的策略。

4.1. “穿越迷雾”的制胜策略

我们所面对的 A 股市场，每年的整体环境都不一样，从涨跌来说，可以分为牛市、熊市、震荡市；从风格来说，可以分为价值蓝筹、科技成长等；从前文提到的板块轮动来说，可能是 05-15 年有着清晰轮动脉络的年份，也可能是 15 年之后，快速轮动的阶段。

但是，无论如何，有一点逻辑，万变不离其宗，可以视为能够“穿越迷雾”的中期配置策略——

即决定一年维度股价涨跌幅排名的核心就是未来一年景气度水平的相对高低。

（这里的景气度水平我们可以简单用扣非利润增速或者营收增速来形容。）

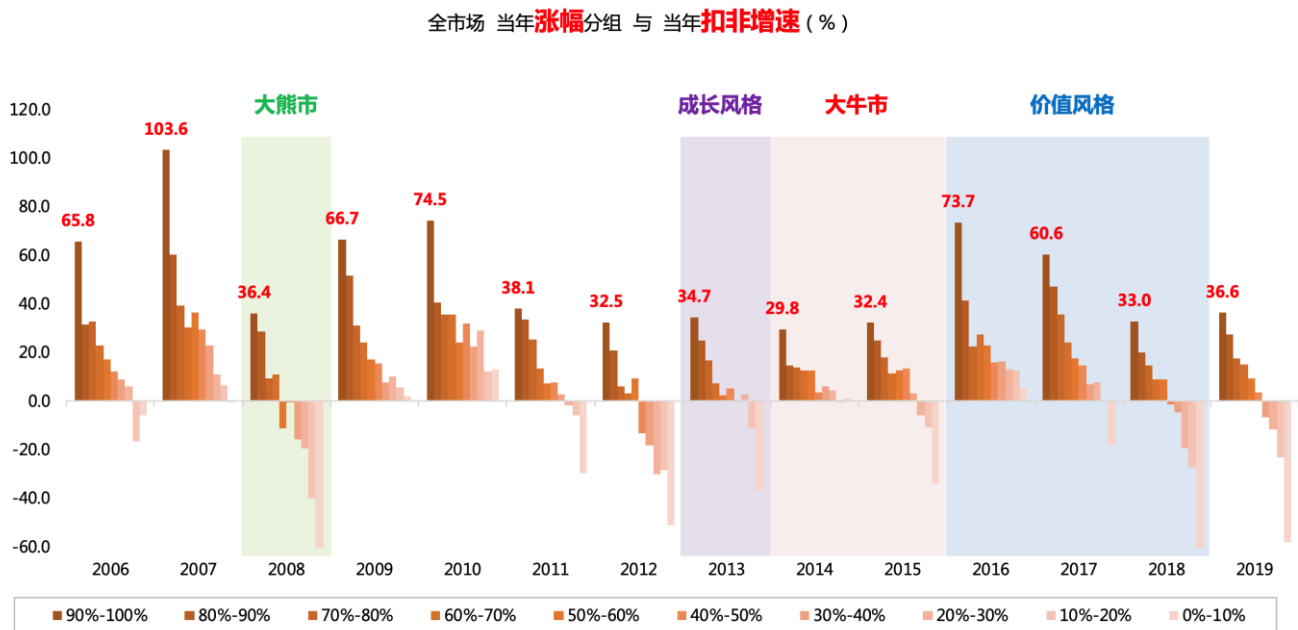
我们可以用两组统计数据，和两张图表来证明这一结论：

（1）把每年个股的涨跌幅按照由高到低分为 10 档，测算每档的扣非利润增速（当年年报）中位数；

（2）把每年个股的扣非增速按照由高到低分为 10 档，测算每档的涨跌幅（当年区间涨跌幅）中位数；

最终，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 9：中短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

图 10：中短期行业配置主要取决于盈利水平（纵轴代表当年年报的扣非增速分档、颜色深浅用以区分涨跌幅排名，涨跌幅单位为%）

扣非增速 分为10档	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
90%-100%	-4.0	112.1	250.1	-57.5	158.3	19.7	-24.4	9.1	28.4	47.6	83.2	-8.5	-8.8	-28.7	34.7
80%-90%	-7.4	74.5	223.9	-58.8	155.3	9.5	-26.7	9.1	23.9	44.8	89.7	-9.9	-17.4	-30.6	31.6
70%-80%	-2.3	76.9	186.2	-55.7	141.3	4.7	-25.2	6.3	32.6	41.9	79.5	-11.2	-13.4	-26.3	29.6
60%-70%	-9.3	102.7	179.5	-57.3	146.3	18.2	-33.1	3.3	26.8	39.7	63.8	-13.0	-14.4	-28.0	25.3
50%-60%	-10.8	93.6	154.3	-60.0	113.3	10.0	-33.4	-0.5	22.2	34.4	62.1	-14.4	-16.1	-30.5	16.0
40%-50%	-14.3	70.3	143.8	-62.3	103.6	6.2	-35.5	-5.9	22.3	37.4	47.0	-14.6	-18.1	-34.2	13.4
30%-40%	-23.5	59.6	153.6	-64.3	116.9	7.3	-38.0	-4.9	16.3	35.0	50.2	-15.4	-21.4	-35.2	10.2
20%-30%	-26.9	54.4	130.2	-67.9	131.9	-3.2	-41.8	-10.7	0.7	30.6	49.9	-19.9	-27.8	-40.7	6.1
10%-20%	-31.7	45.2	145.9	-66.4	109.7	-9.0	-37.3	-14.7	3.1	29.1	43.1	-19.0	-30.5	-41.5	4.2
0%-10%	-34.0	55.1	180.6	-63.4	119.8	-7.1	-39.6	-12.6	1.8	36.6	39.4	-17.7	-30.1	-45.4	-0.6

资料来源：Wind，天风证券研究所

另外，还有一些细节，我们在前期的深度报告中也都有论述：

（1）如果一类行业增速有所放缓，但仍然是全市场中景气度较高的板块，那就应该继续持有这类行业，后续仍然较大概率取得超额收益。（图 11 的红色方框中）

（2）在大部分时候（比如景气度显著高或者非常差的时候，图 12 的前三行和后四行），相对收益角度，涨的多、估值高不是减仓一个行业的理由，跌得多、估值低也不是加仓一个行业的理由。只有当行业处于稳定增长阶段时（中等增速区间 0~30%，图 12 的中间三行），配置时点估值的高低，对于未来一年股价有较强的区分度。

图 11：盈利边际变化 VS 盈利绝对水平（涨跌幅中位数单位：%）

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

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：盈利增速区间 VS 估值绝对水平

分组涨幅中位数 (05-19 年平均)		期初 PE 分 10 组，第 1 组到第 10 组，PE 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
扣非 增速 分 10 档	>100%	33.1	34.6	37.6	46.1	46.7	48.4	48.0	55.3	38.5	35.0
	50%~100%	24.3	28.0	31.8	37.2	41.3	49.2	49.0	37.3	30.1	20.8
	30%~50%	25.1	30.9	27.8	31.9	41.1	33.7	47.1	43.1	35.6	21.5
	20%~30%	4.0	23.2	21.4	15.7	26.2	23.9	30.9	26.7	40.3	25.9
	10%~20%	22.2	21.5	17.0	16.0	20.5	20.0	27.6	31.2	26.3	22.2
	0%~10%	6.2	15.4	16.8	13.4	14.2	22.0	15.2	28.5	32.5	25.6
	-10%~0%	10.2	16.9	10.8	8.4	10.9	34.3	18.7	18.2	31.0	18.7
	-20%~-10%	11.8	15.1	10.1	25.3	9.3	13.0	9.7	18.4	12.4	12.9
	-50%~-20%	20.2	15.9	9.8	8.5	13.7	11.3	9.5	10.6	18.5	24.2
	<-50%	12.5	11.2	12.4	6.9	4.1	9.6	4.6	5.1	15.6	17.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 制胜策略背后的逻辑

从相对收益 1 年维度的持股逻辑来说，大部分追求的是能够买入一个公司或者行业景气度上行的周期。

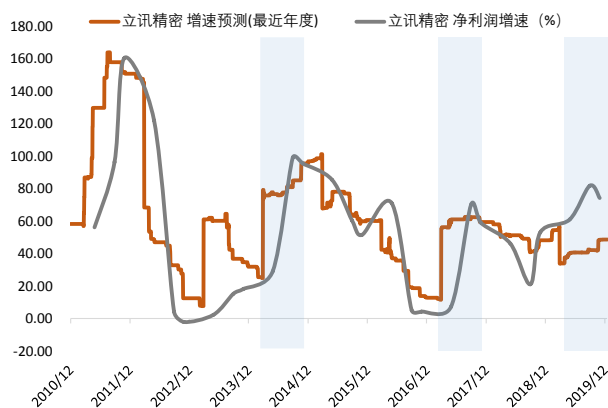
通过一些典型公司（如下图中的立讯、海天、爱尔、隆基、大族、生益、亿纬锂能、兆易创新等）的回溯，我们可以比较清晰的看到——

凡是景气度上行的周期中（图中蓝色背景区间），盈利预测的一致预期都是在不断上调，也就是意味着虽然以当前盈利预测判断的估值可能比较贵，但是随着盈利预测的上调，高估值会被消化掉。

凡是景气度下行的周期中（图中蓝色背景以外），盈利预测的一致预期都是在不断下调，也就是意味着虽然以当前盈利预测判断的估值可能比较便宜了，但是随着盈利预测的下调，估值反而会变得越来越贵。

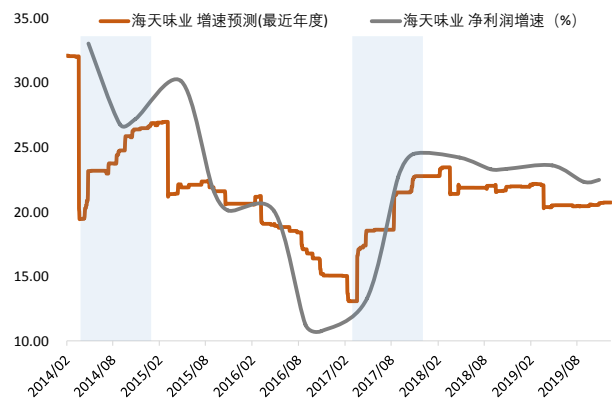
因此，高行业景气度的周期中，高估值不是看空一个行业的理由；景气度大幅回落的周期中，低估值也不是看多一个行业的理由。而最终决定超额收益的核心在于景气度水平的相对高低。

图 13：立讯精密——盈利预期随景气上行而上修



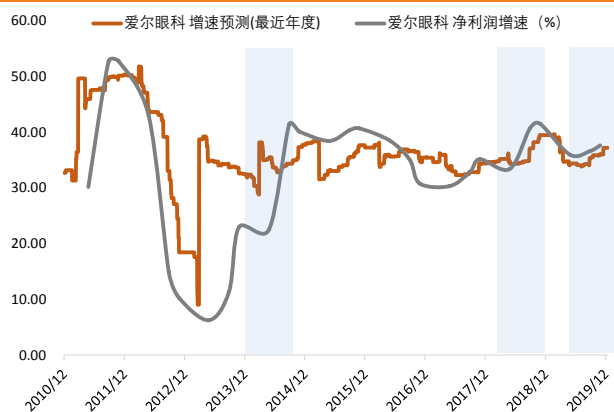
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：海天味业——盈利预期随景气上行而上修



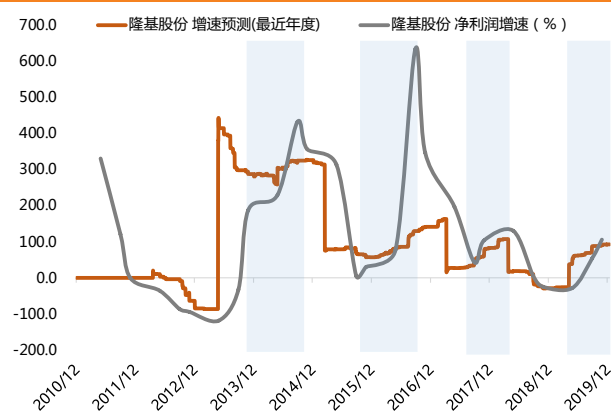
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：爱尔眼科——盈利预期随景气上行而上修



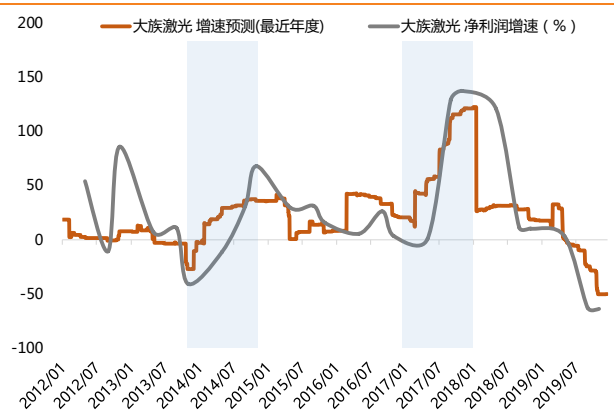
资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：隆基股份——盈利预期随景气上行而上修



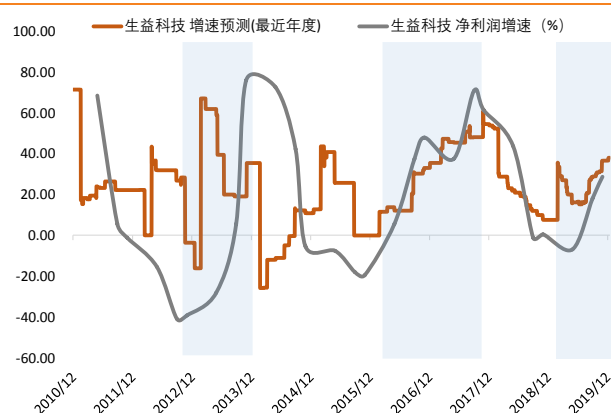
资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：大族激光——盈利预期随景气上行而上修



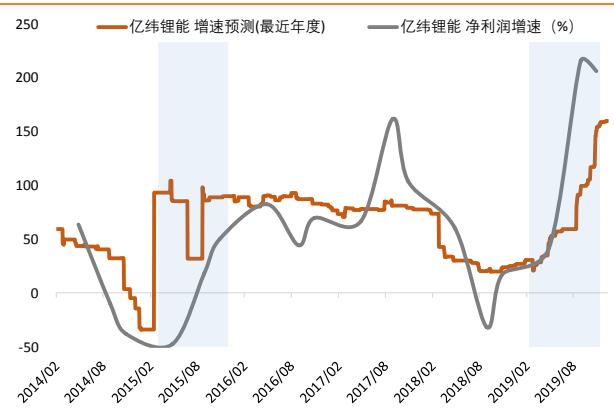
资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：生益科技——盈利预期随景气上行而上修



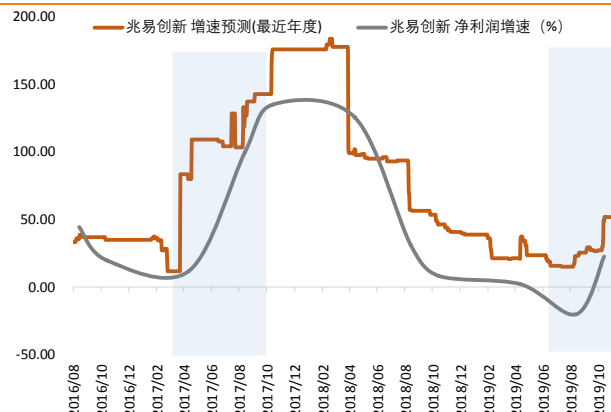
资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：亿纬锂能——盈利预期随景气上行而上修



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：兆易创新——盈利预期随景气上行而上修



资料来源：wind，天风证券研究所

4.3. 制胜策略对当前行业配置的指导意义

回到当前，板块的轮动加速很可能持续，同时外围的复工进展和中美关系的演绎，我们也无从把握。

于是，遵循制胜策略，寻找中期相对高的确定性，就成了规避短期不确定性的最好办法。

总结而言，前文所提到的制胜策略，核心在于，我们应该遵循以下几个要点，选出未来一年能够大概率跑赢的行业：

(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，必须买的便宜，如果买入估值太高，则无法获得超额收益。

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】、【软件国产化】。

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