

# 策略 · 专题

## 极致的结构化背后，哪些能持续？哪些能赶超？

3月下旬至今，市场整体指数层面，都出现了不同程度的脉冲式反弹，但是结构化非常严重。

个股层面，在剔除了新上市和停牌的公司之后，涨幅超过30%的公司361家，占比不到10%，而下跌的公司超过1600家，占比43.3%。

行业层面，食品饮料、消费者服务、家电、医药分别上涨32%、21%、19%、19%，但综合金融、建筑、纺服、石化、通信则是下跌的。

通过梳理3月下旬市场反弹以来涨幅超过30%的个股（一共360个），可以比较清晰的看到，表现最好的板块包括：**环卫、光伏、新能源车、物业、医药、食品、白酒、地产竣工、商超、化妆品、工程机械等。**

板块整体性表现都不错的是：**地产竣工（装饰建材、家具、家电）；食品饮料；医药。**而且其余表现好的板块阿尔法属性很强。

不过在外围因素不确定的情况下，表现好的板块，总体还是围绕内需，或者说是业绩的确定性。

新能源汽车是较为特殊的板块，虽然当期内外需都不确定性较高，但是在欧洲政策催化和对远期展望比较乐观的情况下，也都有明显的拔估值。

回顾我们Q2的行业配置策略报告：《Q2行业配置策略：3个逻辑基点、9个细分板块》。

当时我们推荐了【5G基础设施】、【大数据中心】、【医疗信息化】、【医疗器械】、【食品和零食、高端酒】、【疫苗】、【餐饮和短途旅游】、【内销家具、装饰建材】、【装配式建筑】。

其中，医药、食品饮料、装饰建材、家居、餐饮、装配式建筑都有不错表现。

向前看，在当前极致化的结构行情中，哪些表现好的板块能够延续？哪些表现不好的板块可能后来居上？

**风险提示：**经济下行风险，国外疫情发展的不确定性，政策不及预期风险等

证券研究报告

2020年05月31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（20200518-20200522）-资金利率小幅上行，基金发行回暖》 2020-05-26
- 2 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200511-20200515）-央行缩量续作MLF，基金发行份额小幅抬升，资金利率不再下台阶》 2020-05-19
- 3 《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

## 内容目录

1. 3 月底市场反弹以来，呈现了非常极致的结构性机会和个股层面的“二八分化” .....	3
2. 市场表现验证了日历效应背后的逻辑：从 Q1 的 $\beta$ 机会，到 Q2 的 $\alpha$ 机会。 .....	3
3. 过去两个月哪些细分领域领涨，有何特点？ .....	5
4. 向前看，在当前极致化的结构行情中，哪些表现好的板块能够延续？哪些表现不好的板块可能后来居上？ .....	5

## 图表目录

图 1：个股的二八分化 .....	3
图 2：行业指数的表现分化也很严重 .....	3
图 3：季度日历效应（2005-2019），过去 15 年 Q2 胜率超过 60% 的行业 .....	4
图 4：ETF 净申购：Q1 申购、Q2 赎回 .....	4
图 5：公募基金发行：Q1 增量、Q2 放缓 .....	4
图 6：shibor 利率 Q1 快速回落，Q2 开始底部震荡稍有上扬 .....	5
图 7：4-6 月个股涨跌幅和中报扣非增速的关系 .....	6
图 8：6-8 月个股涨跌幅和中报扣非增速的关系 .....	6
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） .....	7
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） .....	7
图 11：盈利边际变化 VS 盈利绝对水平 .....	8
图 12：盈利增速区间 VS 估值绝对水平 .....	8

## 1. 3 月底市场反弹以来，呈现了非常极致的结构性机会和个股层面的“二八分化”

3 月下旬至今，市场整体指数层面，都出现了不同程度的脉冲式反弹，但是结构分化非常严重。

个股层面，在剔除了新上市和停牌的公司之后，涨幅超过 30% 的公司 361 家，占比不到 10%，而下跌的公司超过 1600 家，占比 43.3%。

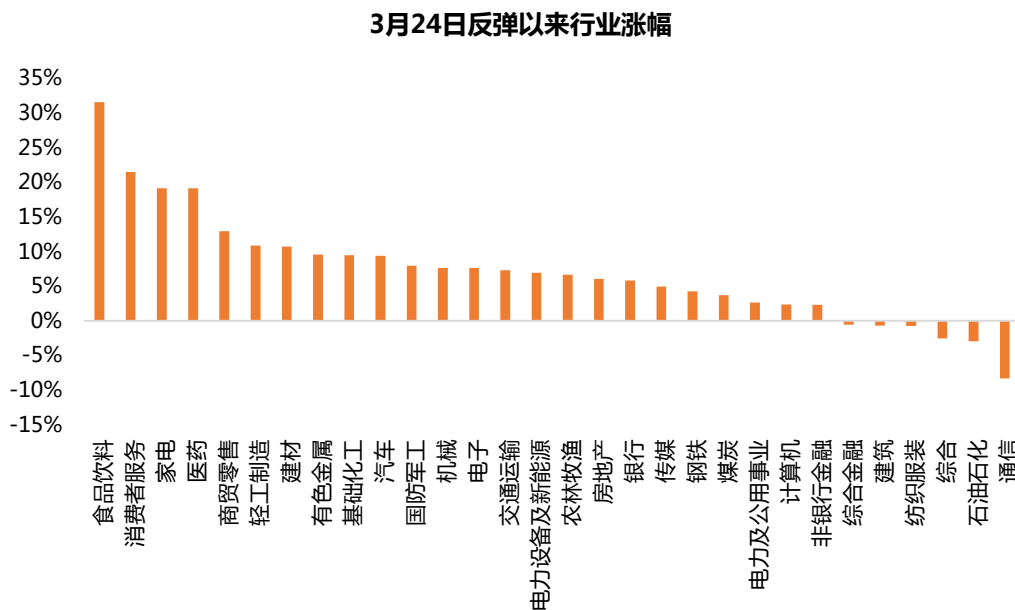
行业层面，食品饮料、消费者服务、家电、医药分别上涨 32%、21%、19%、19%，但综合金融、建筑、纺服、石化、通信则是下跌的。

图 1：个股的二八分化

3 月 24 日反弹以来的涨幅分布	公司个数	占比
大于 50%	124	3.3%
30%-50%	237	6.3%
10%-30%	756	20.2%
0%-10%	1004	26.8%
小于 0%	1621	43.3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：行业指数的表现分化也很严重



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 市场表现验证了日历效应背后的逻辑：从 Q1 的 $\beta$ 机会，到 Q2 的 $\alpha$ 机会。

在此前对于 A 股日历效应的统计中我们发现，二季度消费白马相对于沪深 300 有更高的胜率（白酒在过去 15 年每年 6 月对沪深 300 保持全胜）。具体来看，二季度取得超额收益大于 60% 的行业，除了白酒之外，还有保险、空调、中药、乳品、化学制药、医药商业。

相反，在每年以 2 月份为代表的春季躁动中，取得超额收益概率最高的则是科技类板块。

这种日历效应背后的逻辑主要在于：

(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。(增量资金的 $\beta$ 机会)

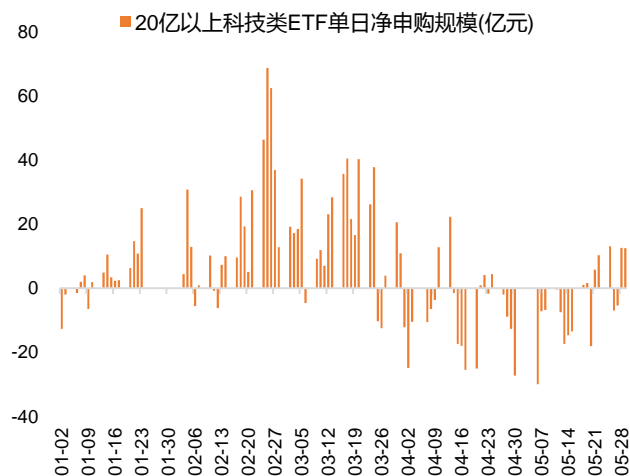
(2) 每年二季度开始，宏观流动性大部分时候边际上不能继续扩张、微观层面成交萎靡，对应市场风险偏好明显下降，于是市场给予当期业绩的权重更高，消费板块和白马股表现更好。(存量资金的 $\alpha$ 机会)

图 3：季度日历效应（2005-2019），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%

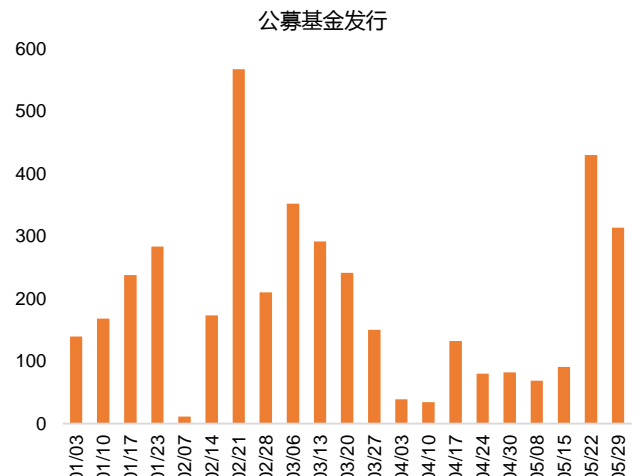
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：ETF 净申购：Q1 申购、Q2 赎回



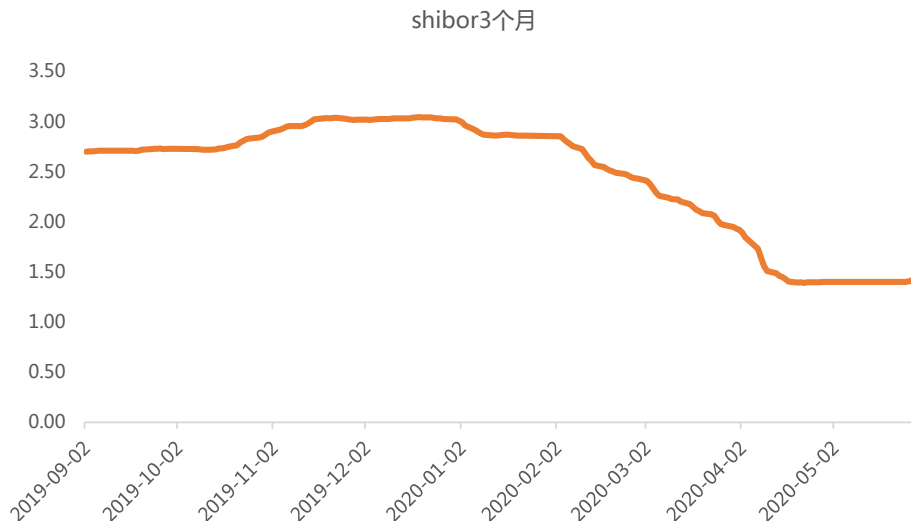
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公募基金发行：Q1 增量、Q2 放缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6: shibor 利率 Q1 快速回落, Q2 开始底部震荡稍有上扬



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3. 过去两个月哪些细分领域领涨, 有何特点?

通过梳理 3 月下旬市场反弹以来涨幅超过 30% 的个股(一共 360 个), 可以比较清晰的看到, 表现最好的板块包括: **环卫、光伏、新能源车、物业、医药、食品、白酒、地产竣工、商超、化妆品、工程机械等。**

板块整体性表现都不错的是: **地产竣工(装饰建材、家具、家电); 食品饮料; 医药。**

而且其余表现好的板块阿尔法属性很强。

不过在外围因素不确定的情况下, 表现好的板块, 总体还是围绕内需, 或者说是业绩的确定性。

新能源汽车是较为特殊的板块, 虽然当期内外需都不确定性较高, 但是在欧洲政策催化和对远期展望比较乐观的情况下, 也都有明显的拔估值。

回顾我们 Q2 的行业配置策略报告:《Q2 行业配置策略: 3 个逻辑基点、9 个细分板块》。

当时我们推荐了【5G 基础设施】、【大数据中心】、【医疗信息化】、【医疗器械】、【食品和零食、高端酒】、【疫苗】、【餐饮和短途旅游】、【内销家具、装饰建材】、【装配式建筑】。

其中, 医药、食品饮料、装饰建材、家居、餐饮、装配式建筑都有不错表现。

### 4. 向前看, 在当前极致化的结构行情中, 哪些表现好的板块能够延续? 哪些表现不好的板块可能后来居上?

首先, 对于未来一个季度的配置策略。

即 6、7、8 三个月, 首先 6 月是业绩空窗期, 7、8 月开始进入业绩密集披露期(7 月 15 日是深证主板、中小板的中报预告有条件强制披露截止日、创业板中报预告强制披露截止日, 8 月 31 日是全部中报披露截止日)。

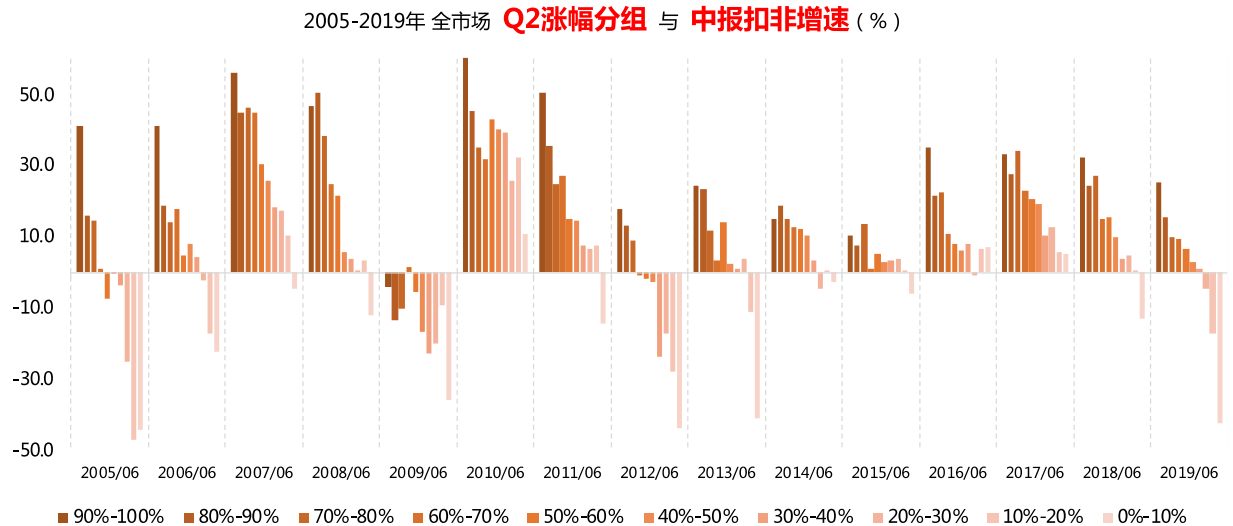
通过个股涨跌幅过去 15 年的回溯, 我们发现, 每年 4-6 月和 6-8 月, 个股涨幅的排名, 几乎与中报的扣非累计同比增速呈现一个比较好的正向相关性。

这一股价与业绩的相关性要比 1-3 月个股涨跌幅与一季报的相关性更高。

原因就是我們前文中所提到的——Q1 是增量资金的市场环境，对应  $\beta$  性的整体机会，股价与当期业绩关联度不高，市场容易相信未来之星。但是 Q2 往往是存量资金的市场环境，对应  $\alpha$  的机构性机会，市场不再相信故事，当期业绩与股价关联度显著提升。

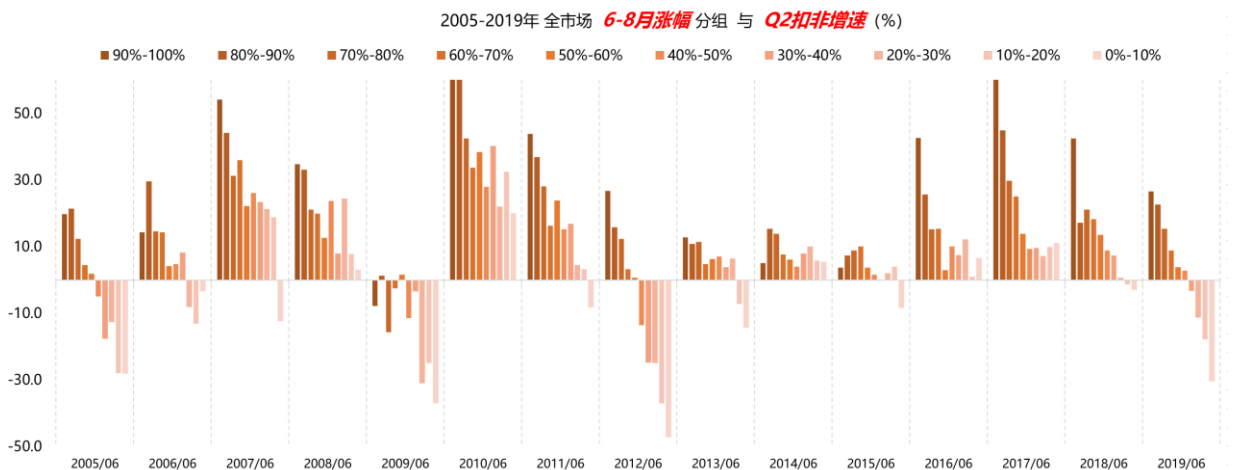
也就是说，中报扣非累计增速高的公司，往往在 4-8 月都有持续不错的表现，跑赢市场和其他公司。

图 7：4-6 月个股涨跌幅和中报扣非增速的关系



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：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 8：6-8 月个股涨跌幅和中报扣非增速的关系



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：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。

因此，考虑到这样的逻辑，从未来一个季度的维度出发：

（1）前期已经有不错表现的食品、医药、竣工链条（尤其是 TOB 端）、环卫、光伏、工程机械等，由于中报大概率仍然不错，所以继续获得超额收益的可能性也较大。

（2）近期有较多调整的科技板块中，预计部分板块和公司，中报将出现比较不错的高增长，比如数据中心、5G 基础设施、军工、游戏中的部分公司，这些板块后来居上的可能性较高。

其次，对于未来一年的配置策略。

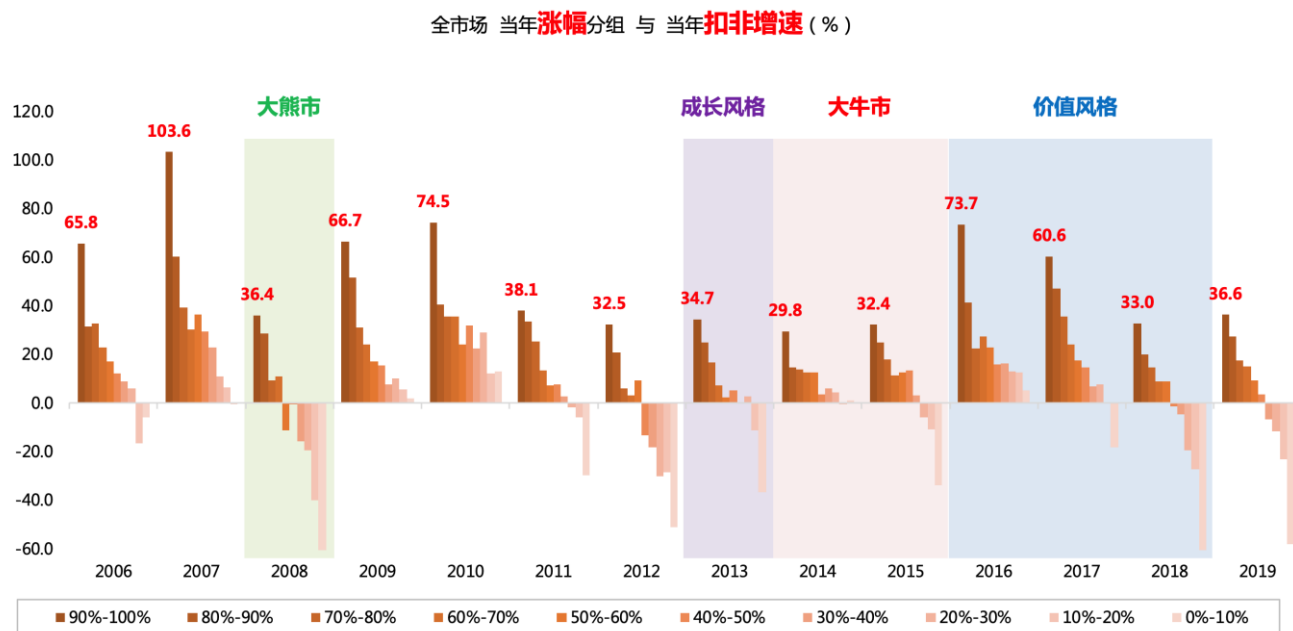
主要考虑我们前期报告中提到的三个配置原则：

(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（如 20%增速上下）增长的行业或者个股，适合在估值低点配置，如果配置时估值过高，则较难获得超额收益。

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）

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



图 11: 盈利边际变化 VS 盈利绝对水平

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	>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
变 化 率=当 期/上 期-1	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

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