

策略点评 20221127

Kill the winner 行情中的逆袭方向 ——策略周聚焦

2022 年 11 月 27 日

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

证券分析师 邢妍姝

执业证书：S0600521030001

xingys@dwzq.com.cn

研究助理 丁炎晨

执业证书：S0600121070063

dingyc@dwzq.com.cn

正文摘要

- **年底 kill the winner 现象多有发生。**2006-2021 年的复盘经验来看，多数年份存在 kill the winner 现象。过去 15 年中，超 2/3 年份中存在年底 kill the winner，2-10 月涨幅前三行业当年 11 月-次年 1 月收益在所有行业中多数居后 50%；仅 4 年 2-10 月领涨行业的优势仍可持续。
- **Kill the winner 的隐含逻辑：弱势市场中的强势板块补跌。**① Kill the winner 现象较为明显的年份中，市场多处于熊市，例如 2007、2009、2015 年底，市场都经历大牛市后转熊单边下跌，2012、2018 年市场全年基本处于熊市环境。② 我们理解其背后的逻辑在于，10 月底三季报披露结束，上市公司进入长达半年的业绩空窗期，基本面难以验证，弱势市场下整体风险偏好较低，从而形成前期强势板块的补跌。
- **年底逆袭的条件：政策催化&前期滞涨。**① 弱势市场环境下，股价前期表现和估值水平成为构筑安全边际的主要考量，从股价表现来看，逆袭行业前期基本滞涨；从估值水平来看，逆袭行业估值偏低，且更具性价比。② 业绩空窗期中，政策预期是低估值板块逆袭的重要方向。熊市行情一般对应相对疲弱的经济基本面，年底各类政策出台，明晰来年经济增长方向，往往驱动相关行业逆袭。
- **年底逆袭行业，次年表现相对一般。**① 2007 年以来年底逆袭的行业，在次年 2-10 月收益排名基本在所有行业中居后 50%，以 08、10、12、14、15、21 年最为明显，年底（当年 11 月-次年 1 月）涨幅前三行业次年收益排名均相对靠后。② 逆袭行业次年领涨的案例仅有 4 个，核心支撑仍在基本面。
- **今年可能出现 kill the winner 行情，回避煤炭、国防军工、通信。**① 从历史规律来看，kill the winner 多发生在弱势市场，今年以来市场整体持续下行，年初至今上证综指跌幅 15%，仅优于 08、18 年熊市期间，市场整体震荡偏弱，业绩空窗期，估值的安全边际较基本面景气度更为重要。② 从前期股价表现来看，煤炭、国防军工、通信今年 2-10 月领涨所有行业，年底建议回避。③ 其中军工、通信板块 11 月以来无正向收益，可能已在上演 kill the winner。
- **结合前期滞涨&政策催化，年底关注建材地产银行非银。**① 政策来看，近期地产支持政策包括“第二支箭”、“金融 16 条”纷至沓来，宽松力度有望进一步加大；二十大报告重申 2035 远景目标，明年政府工作报告大概率设置 5-5.5%增速目标，稳增长政策将进一步发力，房地产宽松和稳增长下房地产、银行、非银以及建筑建材板块可能受到政策催化发动逆袭。② 前期股价表现来看，建筑建材今年 2-10 月跌幅-31%，领跌所有板块，此外非银-26%、银行-24%、房地产-23%，跌幅同样居前。③ 市场表现来看，11 月以来房地产（涨 21%）、建筑材料（涨 19%）、非银（12%）、银行（11%）等板块的逆袭可能已经开始。
- **展望明年，逆袭或难延续，看好中小成长风格占优，行业关注半导体、基础零部件、航空航天、工业母机等。**① 年底可能逆袭的行业，包括金融地产周期等稳增长板块，仅构成短期托底市场的抓手，难以成为经济中长期增长的驱动，在经济增长整体承压、地产周期仍在筑底的环境下，23 年盈利也难有高增。② 从十四五规划和二十大报告等中长期政策取向来看，半导体、基础零部件、航空航天、工业母机等高端制造板块仍是高质量发展要求下、产业结构转型的主要方向。
- **风险提示：**全球疫情蔓延风险、疫苗有效性；宏观经济增长不及预期；历史经验不代表未来。

相关研究

《熊市第四节的逆袭经验——策略周聚焦》

2022-11-20

《美股基本面下修风险不容忽视》

2022-11-19

内容目录

1. Kill the winner: 年底多发, 熊市概率更高.....	4
2. 逆袭的方向: 政策&滞涨板块, 对次年不具指示意义.....	5
2.1. 年底逆袭的条件: 政策催化&前期滞涨	5
2.2. 年底逆袭, 对次年行业配置不具指示意义.....	6
3. 今年 kill the winner 行情或已启动, 金融地产建材可能逆袭	6
4. 风险提示	8

图表目录

图 1: 多数年份存在年底 kill the winner 现象	5
图 2: 年底逆袭行业前期基本滞涨.....	5
图 3: 逆袭行业 10 月底估值、PEG 整体更低.....	5
图 4: 年底逆袭行业次年表现一般.....	6
图 5: 年底逆袭行业来年延续领涨, 基本对应盈利高增.....	6
图 6: 年底规避煤炭、军工、通信, 建材、银行、非银可能逆袭.....	7

核心结论:

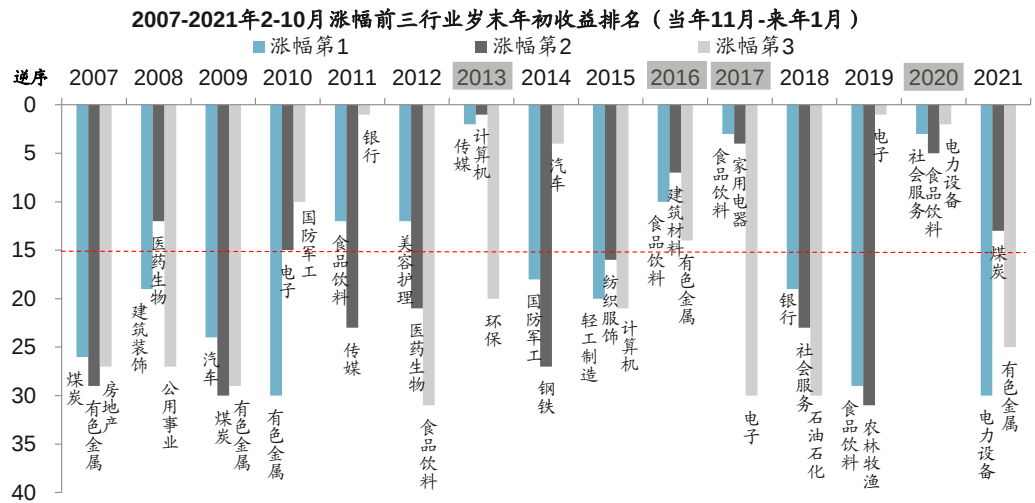
- 1、年底 kill the winner 现象多数年份存在，2-10 月涨幅前三行业在 11 月-次年 1 月表现较差，熊市中触发概率更高，隐含逻辑是弱势市场中的强势股补跌。
- 2、今年 kill the winner 大概率出现，规避 2-10 月领涨行业：煤炭、军工、通信。
- 3、年底逆袭行业的胜出逻辑：前期跌幅居前+低估值+政策催化，如 08 年底建材&电力设备、12 年底非银、21 年底地产。
- 4、年底逆袭行业，次年表现相对一般，对未来配置不具指示意义。
- 5、今年逆袭组合：地产、银行、券商、建材，2-10 月跌幅居前+估值偏低+12 月中央经济工作会议可能设定明年 5-5.5%的较高增长目标。
- 6、明年看好中小成长风格，关注半导体、军工、机械、信创等。

1. Kill the winner: 年底多发，熊市概率更高

年底 kill the winner 现象多有发生。2006-2021 年的复盘经验来看，多数年份存在 kill the winner 现象。过去 15 年中，超 2/3 年份中存在年底 kill the winner，2-10 月涨幅前三行业当年 11 月-次年 1 月收益在所有行业中多数居后 50%；仅 4 年 2-10 月领涨行业的优势仍可持续，2013、16、17、20 年 2-10 月涨幅前三行业在后续 3 个月中，多数行业涨幅依然居前。

Kill the winner 的隐含逻辑：弱势市场中的强势板块补跌。Kill the winner 现象较为明显的年份中，市场多处于熊市，例如 2007、2009、2015 年底，市场都经历大牛市后转熊单边下跌，2012、2018 年市场全年基本处于熊市环境。而 2-10 月领涨行业优势延续、赢家全年通吃的年份，市场基本处于结构性牛市：2013 年中小创、2016-17 “漂亮 50”、2020 “茅指数”结构性行情贯穿全年。我们理解其背后的逻辑在于，10 月底三季报披露结束，上市公司进入长达半年的业绩空窗期，基本面难以验证，弱势市场下整体风险偏好较低，从而形成前期强势板块的补跌。

图1: 多数年份存在年底 kill the winner 现象



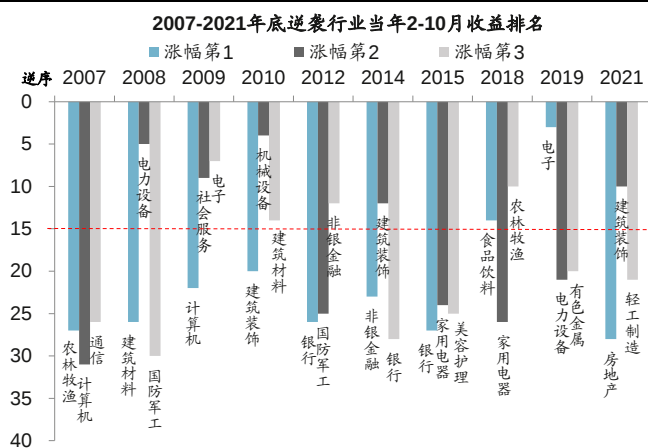
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 逆袭的方向: 政策&滞涨板块, 对次年不具指示意义

2.1. 年底逆袭的条件: 政策催化&前期滞涨

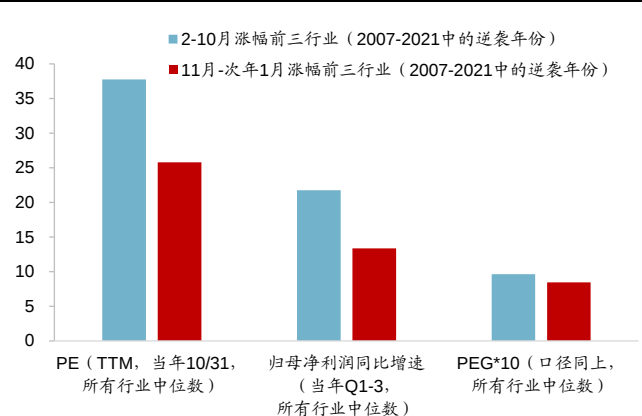
逆袭行业的安全边际: 前期滞涨、估值偏低。 弱势市场环境下, 股价前期表现和估值水平成为构筑安全边际的主要考量, 从股价表现来看, 逆袭行业前期基本滞涨, 当年11月-次年1月实现逆袭。涨幅前三的行业中, 绝大多数在当年2-10月涨幅排名后50%, 这在2007、2015两轮大牛市触顶, 转向熊市之后的市场中表现最为明显, 11月-次年1月涨幅前三行业前期涨幅全部在31个行业中居于后10位。从估值水平来看, 逆袭行业估值偏低, 且更具性价比, 2007年以来 kill the winner 现象明显的年份中, 逆袭行业虽然当年三季报盈利增速中位数低于前期领涨行业, 但同时具备相对更低的估值和PEG。

图2: 年底逆袭行业前期基本滞涨



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 逆袭行业10月底估值、PEG整体更低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

业绩空窗期的催化因素：政策导向。业绩空窗期中，政策预期是低估值板块逆袭的重要方向。熊市行情一般对应相对疲弱的经济基本面，年底各类政策出台，明晰来年经济增长方向，往往驱动相关行业逆袭，例如：1) 2008 年底“四万亿”出台，扩大固定资产投资成为经济增长的主要方向，建筑材料、电力设备板块领涨；2) 2009/10 创业板正式开板，计算机、电子等新兴成长行业成为市场逆袭主力；3) 2012/12 证监会新规放宽境内企业境外发行股票和上市条件，并简化审核程序，非银金融得到明显提振；4) 2014/11 央行意外降息，宽松货币政策驱动金融周期等权重板块合力上涨，非银、建筑、银行领涨；5) 2018/11 民营企业座谈会召开，12 月中美两国领导人会晤，同意停止加征新的关税，外资偏好的食品饮料、家电行业逆袭；6) 2021/12 中央经济工作会议再提“以经济建设为中心”，稳增长板块中房地产、建筑领涨。

2.2. 年底逆袭，对次年行业配置不具指示意义

年底逆袭行业，次年表现相对一般。2007 年以来年底逆袭的行业，在次年 2-10 月收益排名基本在所有行业中居后 50%，以 08、10、12、14、15、21 年最为明显，年底（当年 11 月-次年 1 月）涨幅前三行业次年收益排名均相对靠后。逆袭行业次年领涨的案例仅有 4 个：09 年电子，18 年食品饮料、农林牧渔，19 年电力设备。涨势次年仍能持续，核心支撑仍在基本面：10 年电子行业盈利增速 462%，19 年农林牧渔 72%、食品饮料 20%，20 年电力设备 64%。

图4：年底逆袭行业次年表现一般

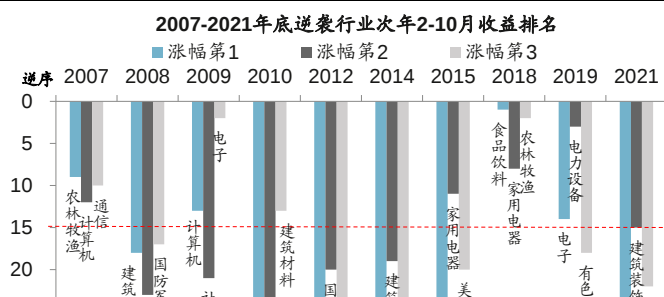
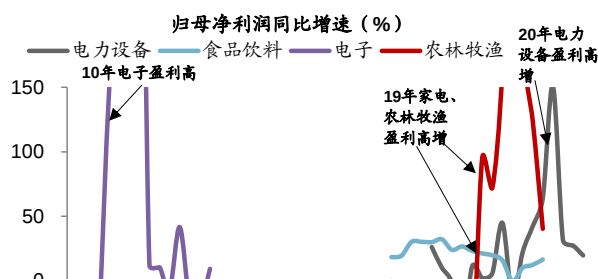


图5：年底逆袭行业来年延续领涨，基本对应盈利高增



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49465

