2021 年 04 月 07 日

策略研究团队

没有高 PE 的买，就不要低 PE 的卖

——投资策略点评

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **未有高 PE 的买，也就无从谈起低 PE 的卖**

尽管市场对周期股存在的“常识”是“高 PE 买，低 PE 卖”，但实际上会发现自 2018 年以来，周期股始终处于一个低 PE 的区间之中，**背后的原因其实是市场对周期股的业绩向上弹性认可度不高，而对向下的弹性又过于悲观，因此在周期上行时给予的估值不足，但周期下行时，PE 分母端的下滑没有分子端那么快，从而使估值走向更低。**典型的例子如同钢铁板块，吨钢毛利从 2018 年初的顶部开始向下，投资者以周期下行的思路卖出钢铁股，但吨钢毛利到了 2018 年末也仍然好于这轮行情启动之前的 2015 年，PE 维持在 6-10 倍左右，与 2015 年时的 80 倍差距明显，周期上行过程中，周期股已经转为从低 PE 走向更低的 PE。

● **对经济不是只能悲观**

押注经济转型与格局改善的资产成为过去全市场投资者的主流组合，投资者更倾向于作“经济下行”的判断，另一方面，市场也更倾向于在社融拐点后对经济的持续改善与景气扩散不进行定价。对上述两个层面，我们都看到了乐观的理由：一方面，市场对基建、地产投资下滑预期充分，但从量化测算来看，即使在对这两者维持谨慎假设下，以制造业为主导的其他固定资产投资也会拉动对周期行业的需求增速（建安工程+设备购置）达到 6%以上，超过了 2017 年。另一方面，出口已经从 2020 年 11 月份以来成为经济重要的动能，目前这一动能不仅未出现走弱迹象，反而可能有新的支撑，我们发现美国制造业 PMI 领先于我国出口金额 9 个月，意味着美国经济接下来的“Reopen”过程也会对我国出口形成拉动。

● **不念过去，等待不如切换**

部分投资者仍在等待“经济下行”后的估值再次扩张行情，但需要注重相对风险收益比的变化。对核心资产而言，存在两大问题：**（1）估值还需要继续消化，**绝大部分核心资产估值仍处于 80%分位上的 10 年高位；绩优股指数与红利指数，成长指数与价值指数之间的估值差依然处于历史均值加三倍标准差附近；**（2）市场反弹恰恰又拉响了负债端的警报，由于“处置效应”的存在，居民的赎回不在下跌中，而在此前反弹里，当前已进入与“核心资产”高度相关的基金赎回压力最大的区间。**同时我们需要看到的是，进入年报、季报密集披露期，周期股的业绩高增非但不是“低 PE”卖的催化，可能是市场延后对于景气定价的催化剂。

● **价值回归，买入经济的韧性**

我们建议投资者以更长的历史观去衡量风险与收益在板块中的不均匀分布，以“价值回归”为主线，挖掘市场“新共识”。不要抢跑经济的下行，不要在当下的低 PE 中卖出市场主流本就未曾买入的周期。我们推荐继续布局：（1）“碳中和”主线下，传统行业的产能价值将在景气中验证：钢铁、煤炭；（2）2020Q4 形成的新共识的验证，机械、银行、化工；（3）价值回归：建筑，房地产；（4）中小市值中的 TMT 已经有了挖掘的意义。

● **风险提示：**流动性超预期宽松；信用收缩程度超预期。

相关研究报告

《投资策略专题-“核”久必分——资金跟踪系列之十一》-2021.4.6

《投资策略周报-反弹以后》-2021.4.5

《投资策略专题-当季报不再公布的时候》-2021.4.2

目　录

1、 从低 PE 走向更低 PE 的周期股 3
2、 对经济不是只能悲观 4
3、 不念过去，等待不如切换 5
4、 价值回归，买入经济的韧性 6
5、 风险提示 7

图表目录

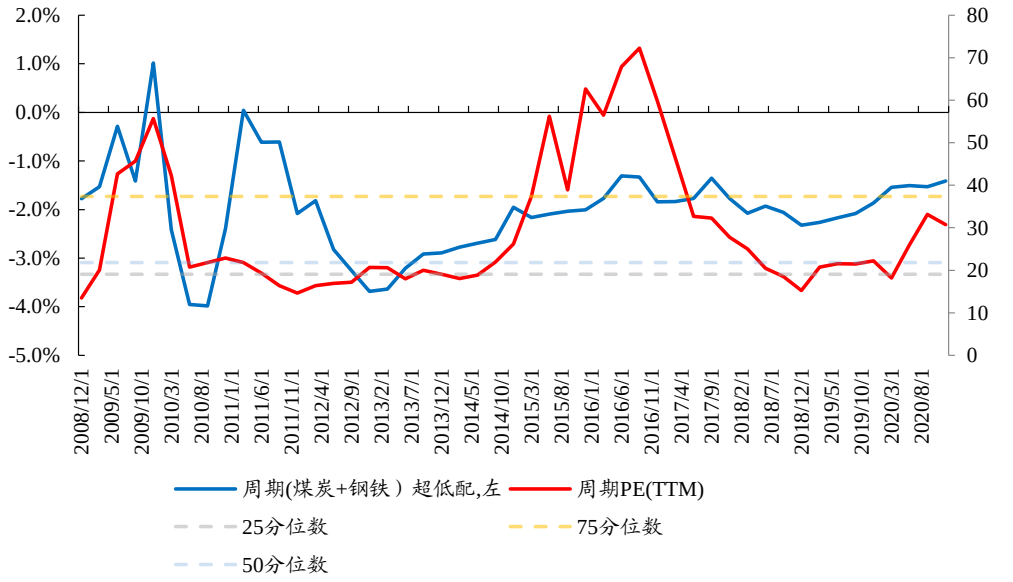
图 1: 以公募基金对煤炭和钢铁板块的超低配来看，进入 2018 年后随着逐渐低配，周期板块的 PE（TTM）是从低 PE 走向更低 PE 3
图 2: 螺纹钢吨钢毛利持续上升 4
图 3: 热轧板吨钢毛利持续上升 4
图 4: 建安工程及设备购置构成对周期行业的需求 4
图 5: 以美国为代表的经济体“reopen”，将对我国出口形成支撑 5
图 6: 尽管相较于节前估值有了一定收敛，然而绝大部分核心资产估值仍处于近十年历史高位 6
图 7: 无论是绩优股指数与红利指数，还是成长指数与价值指数之间的估值差依然处于历史均值两倍标准差以上 6

表 1: 只要除基建和地产外的固定资产投资增速达到 4%以上，对周期行业的需求也超过了 2018 年；而如果制造业投资增速达到 2018 年的水平，对周期行业需求增速就会更高 5

1、 从低 PE 走向更低 PE 的周期股

尽管市场对周期股存在的“常识”是“高 PE 买，低 PE 卖”，但实际上会发现自 2018 年以来，周期股长期处于一个低 PE 的区间之中，即使在 2020 年由于疫情造成了一个不常见的“周期底部”，周期股 PE 快速上升，但此时投资者也并未认为这是一个“买点”而大举买入。

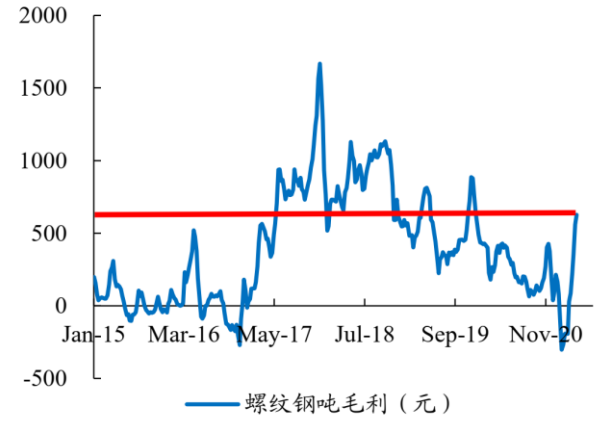
图1：以公募基金对煤炭和钢铁板块的超低配来看，进入 2018 年后随着逐渐低配，周期板块的 PE（TTM）是从低 PE 走向更低 PE



数据来源：Wind、开源证券研究所

上述理论“失效”背后的原因其实是自经济下台阶之后，市场对周期股的业绩向上弹性认可度不高，而对向下的弹性又过于悲观，因此在周期上行时给予的估值不足，但周期下行时，PE 分母端的下滑没有分子端那么快，从而使估值走向更低。4 月 6 日中远海控公布业绩，以最新一季度的盈利来计算 PE(TTM)将从当前的接近 20 倍降低到 6.7 倍，这种估值降低显然并不是“卖出”的信号，而是前期对周期上行定价不足的表现，今天（4 月 7 日），市场也在进行校正。另一个典型的例子如同钢铁板块，吨钢毛利从 2018 年初的顶部开始向下，投资者以周期下行的思路卖出钢铁股，但吨钢毛利到了 2018 年末也仍然好于这轮行情启动之前的 2015 年，PE 维持在 6 倍左右，与 2015 年时的 80 倍差距明显，**同样是周期底部向上的阶段，钢铁股已经不再具备从高 PE 走向低 PE 的特征，而是从低 PE 走向更低的 PE。**从当前钢铁股的盈利来看，螺纹钢吨钢毛利和热轧板吨钢毛利都反弹迅速，不断逼近供给侧改革时的盈利水平，但估值上已经很难说具有下降的空间，这意味着钢铁股至少需要弥补此前的定价不充分。此外，作为碳排放占比最高的行业，钢铁行业将成为“碳中和”的重要抓手，未来进一步的供给压缩和价格上行将会使盈利兑现多出一分超预期的可能，行业的产能价值需要得到重估。

图2：螺纹钢吨钢毛利持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：热轧板吨钢毛利持续上升

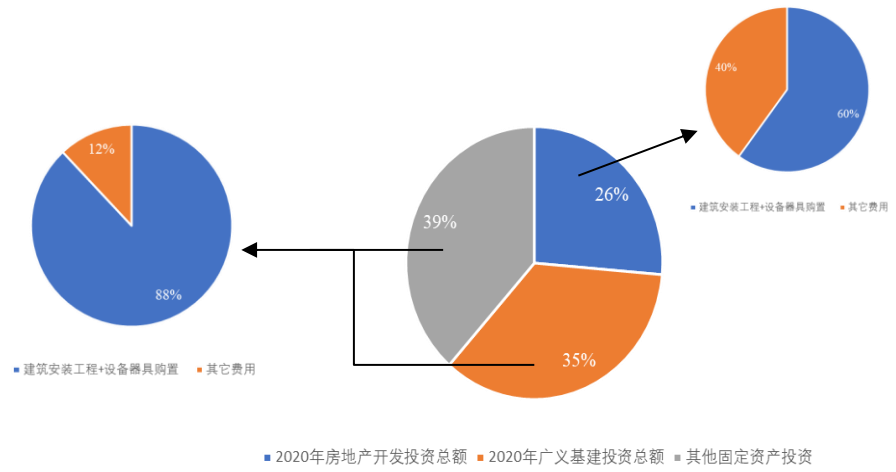


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 对经济不是只能悲观

押注经济转型与格局改善的资产成为过去全市场投资者的主流组合，投资者更倾向于作“经济下行”的判断，另一方面，市场在过往重拐点、轻斜率的思维框架下，也更倾向于在社融拐点后对经济的持续改善与景气扩散不进行定价。对于上述两个层面，实际上都存在着乐观的理由：**一方面，市场对基建、地产投资下滑预期充分，但从量化测算来看，即使在对这两者维持谨慎假设下，以制造业为主导的其他固定资产投资也会拉动对周期行业的需求增速（建安工程+设备购置）达到 6%以上，超过了 2017 年。**另一方面，出口已经从 2020 年 11 月份以来成为经济重要的动能，目前这一动能不仅未出现走弱迹象，反而可能有新的支撑，**我们发现美国制造业 PMI 领先于我国出口金额 9 个月，意味着美国经济接下来的“Reopen”过程也会对我国出口形成拉动。**

图4：建安工程及设备购置构成对周期行业的需求



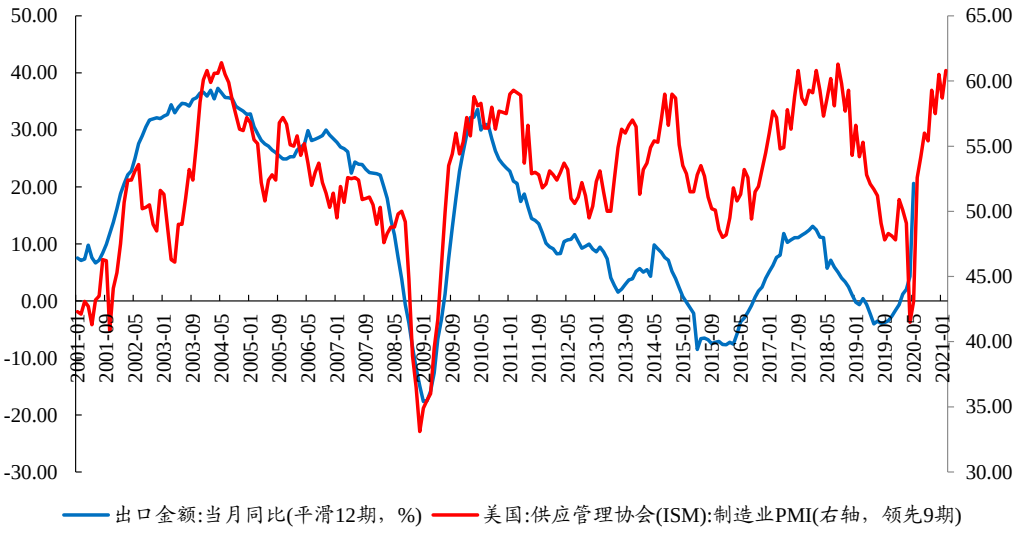
数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：只要除基建和地产外的固定资产投资增速达到 4%以上，对周期行业的需求也超过了 2018 年；而如果制造业投资增速达到 2018 年的水平，对周期行业需求增速就会更高

2021 年预测			
房地产开发投资增长 6%（亿元）	148,847		
广义基建投资增长 3%（亿元）	193,140		
房地产开发投资中建安+器具购置	89,308		
广义基建投资建安+器具购置	173,826		
两项合计带来的建安+器具购置	263,134		
两项合计带来的建安+器具购置的增速	+4.0%		
剩余部分建安+器具购置	对周期行业需求增速 4%	对周期行业需求增速 6%	对周期行业需求增速 9%
	235,499	245,088	259,472
需要除房地产及基建外的其它固定资产投资增速	4.0%	8.2%	14.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：以美国为代表的经济体“reopen”，将对我国出口形成支撑



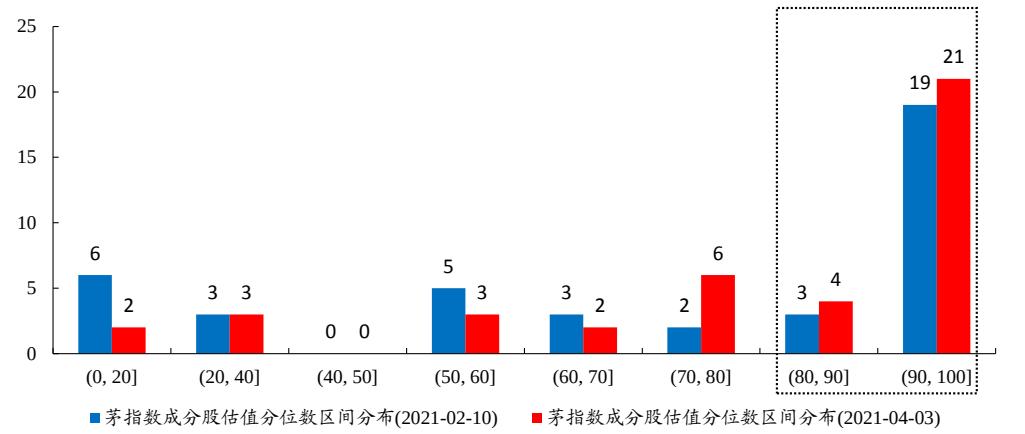
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 不念过去，等待不如切换

部分投资者仍在等待“经济下行”后的估值再次扩张行情，但需要注重相对风险收益比的变化。对核心资产而言，两大问题仍然存在：**第一，估值还需要继续消化，绝大部分核心资产估值仍处于 80%分位上的 10 年高位；**相对估值来看，绩优股指数与红利指数，成长指数与价值指数之间的估值差依然处于历史均值加三倍标准差附近；**第二，市场反弹恰恰又拉响了负债端的警报，**我们在报告《无须持币，不畏将来》中论述了，由于“处置效应”的存在，居民的赎回不在下跌中，而在反弹里，而在报告《反弹之后》中，经过测算我们发现，当前市场已进入与“核心资产”高度相关的基金赎回压力最大的区间。而同时我们需要看到的是，进入年报、季报密集披露期，诸如中远海控这样的业绩高增仍会向投资者证明价值回归的必要性，传统行业

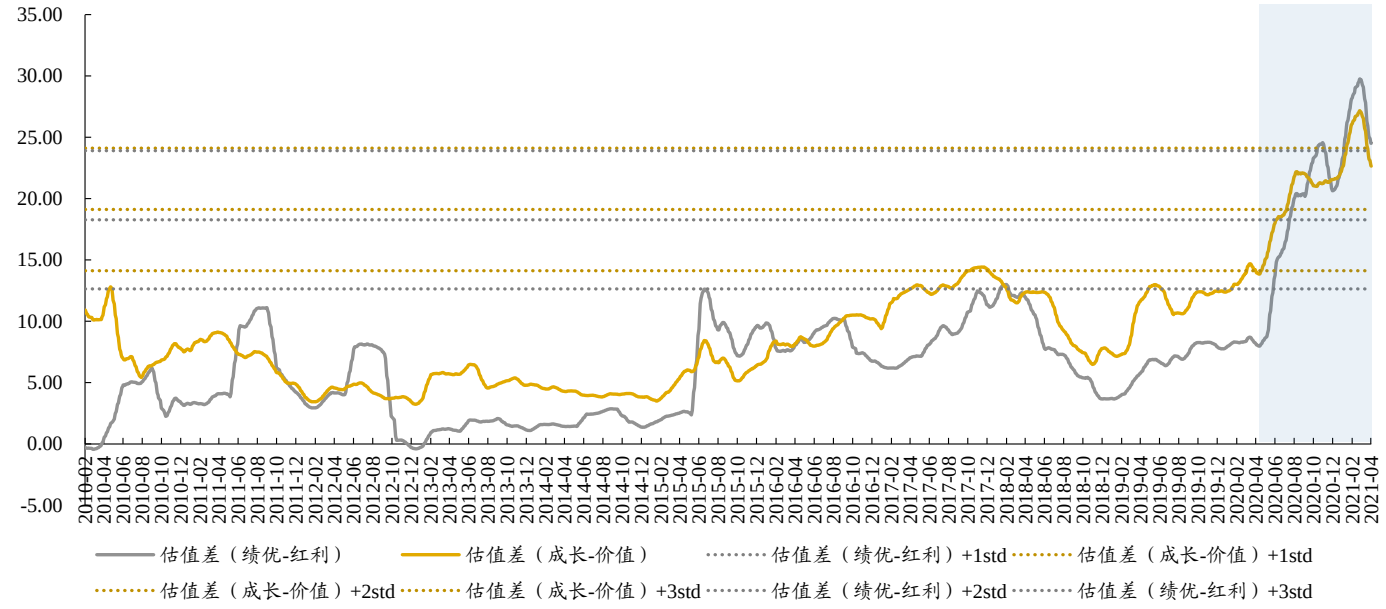
的产能价值将得到更多的验证，从而催生“新共识”。

图6：尽管相较于节前估值有了一定收敛，然而绝大部分核心资产估值仍处于近十年历史高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：无论是绩优股指数与红利指数，还是成长指数与价值指数之间的估值差依然处于历史均值三倍标准差以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：为避免极端值干扰，估值差数据进行过 20 日平滑处理。

4、 价值回归，买入经济的韧性

我们建议投资者以更长的历史观去衡量风险与收益在板块中的不均匀分布，以“价值回归”为主线，挖掘市场“新共识”：（1）“碳中和”主线下，传统行业的产能价值将在景气中验证：钢铁、煤炭；（2）2020Q4 形成的新共识的验证，机械、银行、化工；（3）价值回归：建筑，房地产；（4）中小市值中的 TMT 已经有了挖掘的意义。

5、 风险提示

流动性超预期宽松；信用收缩程度超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn