2021 年 04 月 01 日

反弹上涨，买入布局

——投资策略点评

策略研究团队

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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

● **市场企稳回升，“无须持币”正在逐步验证**

近 5 个交易日 A 股主要的宽基指数均呈现企稳回升的趋势，上证指数/沪深 300/创业板指分别上涨 3.05%/3.74%/6.00%，波动率均明显见顶回落；从板块表现来看钢铁、建材、公用事业和煤炭等价值板块表现靠前。我们曾在 3 月 28 日发布的 4 月月度策略《无须持币，不畏将来》中提到未来一段时间市场将进入波动收敛期，结构性机遇的挖掘将重于市场的方向，核心逻辑在于 2021 年并非单纯的估值收缩之年，而是在全球经济复苏共振的环境下，企业的盈利弹性将成为积极贡献。我们月度策略中重点推荐的**钢铁、煤炭板块**至今实现了可观涨幅。全市场来看，经过前期市场的大幅回撤，大部分指数的“还债”压力已经减小，截至 3 月 31 日在 2020-2021 年年化收益率向 ROE 回归的假设下上证指数/中证 1000/大盘价值/中盘价值的预期收益率分别为 5.80%/2.21%/15.86%/9.83%，有能力通过盈利消化估值压力；另一方面，对于大盘成长/创业板指等还债压力仍较大的板块，前期交易拥挤带来的流动性风险已大幅降低，估值消化是漫长的命题。“无须持币”将持续演绎，但并不意味着所有板块都有跑赢现金的能力。

● **部分核心资产回暖并不意味着“回到过去”**

部分核心资产经过前期大幅回调，从交易层面来看其流动性风险已经接近底部，近期股价也开始逐步企稳回升，但这并不意味着部分核心资产还能“回到过去”：一方面，面对过去两年估值的大幅扩张，未来部分核心资产盈利的持续验证和消化估值的压力仍很大；另一方面，居民负债端的真正问题不在下跌中，反而可能出现在近期的回暖过程中：我们发现在面临市场调整时，由于个人投资者处置效应的存在反而使市场处于更加“稳定”的状态，但一旦市场在大幅回撤后进入反弹，个人投资者则往往倾向于卖出基金。因此投资者反而应该对于部分核心资产的回暖保持谨慎。

● **经济的韧性才是未来市场乐观的理由**

由于过去 2 年受益于宏观经济疲弱的资产成为全市场投资组合的主流，投资者当下在社融拐点出现之后对经济持续改善与景气扩散不进行定价。这就存在预期陷阱：当下经济本身仍在向上过程中，左侧猜顶本身有不确定性，而社融“领先”经济的拐点即使最终到来，斜率也会成为重要考量的因素：从我们此前测算结果来看，在基建和地产谨慎假设下，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需求增速（建安工程+设备购置）达到 6%以上，已经超过 2017 年的水平。碳中和下的供给端变化带来了以钢铁为代表的传统周期行业在短期盈利弹性和长期产能价值被共同向上的机遇，市场曾因简单的社融下滑带来经济下滑不予以定价，在一个具有韧性的经济状态下，这种认知也应该被系统纠偏。

● **价值回归，走向“新共识”**

价值回归成为 2021 年的主要路线，投资者应该基于短久期资产进行布局，其中部分还能实现价值向成长的跃迁，更多价值发现将成市场“新共识”。我们继续推荐此前月度的配置建议，具体参见月度策略。重点强调**钢铁、建筑、银行**。

● **风险提示：**国内经济下行超预期；货币超预期宽松；信用收缩超预期。

相关研究报告

《投资策略专题-丢盔不弃甲——南下“定价权”周度跟踪之八》-2021.3.31

《投资策略专题-开源金股，4 月推荐》-2021.3.30

《投资策略专题-动荡中的企稳——风格洞察与性价比追踪系列（三）》-2021.3.30

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