2021 年 03 月 28 日

无须持币，不畏将来

——投资策略月报

策略研究团队

牟一凌（分析师） mouyiling@kysec.cn 证书编号：S0790520040001
王况炜（联系人） wangkuangwei@kysec.cn 证书编号：S0790120040033
梅锴（联系人） meikai@kysec.cn 证书编号：S0790120070044
方智勇（联系人） fangzhiyong@kysec.cn 证书编号：S0790120040049

● **3 月分歧之中的共识：跌幅收窄，价值回归**

截至本周五，茅指数、大盘成长相对于 3 月 3 日又分别下跌了 8.6%和 9.3%，而大盘价值及中盘价值都跌幅更小。从行业上，也能够观察到相应的规律：涨幅靠前的行业估值相对较低。“核心资产”之中也出现了分化：就茅指数内部个股的涨跌幅与其 ROE 视角下的预期收益率之间的关系来看，“欠账”越少的个股在春节后至今的区间中涨幅越高，PEG 越低的个股涨幅越高。尽管在“价值标准”上市场达成了某种默契，但由于对于未来基本面核心假设的不同，市场缺乏合力。

● **波动收敛，“负反馈”已经出现**

投资者普遍担心的“负债端的负反馈”其实指是“负向正反馈”（趋于波动），但它并未出现。我们发现居民-基金这一系统存在“负反馈”（趋于稳定）机制，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阶段性处于更加“稳定”的状态：下跌时往往更倾向于持有或买入。**居民负债端的真正问题不在下跌中，而在未来的上涨里。**既然过去 3 个月市场充满了交易层面的影响，那投资者也应该在未来布局中将其纳入考量，对部分资产仍然保持一定谨慎。

● **并非 2018 年，注重机遇挖掘**

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，陷入防御和等待重新估值扩张的“预期陷阱”中。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。但量化测算来看，在基建和地产维持谨慎假设下，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，已超过了 2017 年。我们有理由相信全球高名义增长下中国经济内部仍然充满机遇，但为了排除数据和预期层面的波动，我们建议专注于两大机遇的挖掘：**（1）传统周期性行业的“成长性”重塑，**我们发现周期板块的 PB 下行伴随了中国“产能周期”的向下，在 2016 年“产能周期”企稳后，具有有效“资本开支”的行业龙头已经实现了 PB 水平的重新向上，未来“产能周期”的向上叠加碳中和的中/长期目标的结合，周期行业的产能或被更广和更深维度的价值发现;**（2）中国产业链在海外产能出清下的盈利弹性，**海外中小企业疫情中大量退出经营，且当下资本开支意愿较低，然而存货出货比却显示供给仍不充分，这就为对应产业链上企业捕捉盈利弹性创造了空间。

● **不再悲观，方向性问题将暂时退居二线**

在过去 1-2 个月中，“大势研判”工作曾发挥了重要作用，但未来一段时间，可能会进入总量问题的模糊期，波动率收敛下结构定价又会上升成主要逻辑。开源策略团队从上周起，已经调整了 2 月以来“持币过节”的悲观观点。4 月开始 2020 年报、2021 年一季报预告迎来密集披露期，是验证景气的重要时点。聚焦四条主线：**（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；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期

相关研究报告

《投资策略专题-且战且退——南下“定价权”周度跟踪之七》-2021.3.24

《投资策略专题-交易结构企稳，市场仍缺合力——资金跟踪系列之九》-2021.3.22

《投资策略周报-内部为主，兼顾海外》-2021.3.21

目 录

1、 3 月的共识与纠结 4
1.1、 调整趋缓，价值回归 4
1.2、 利率上行仍持续，交易结构有分歧 6
2、 负反馈早已出现 10
3、 不一样的 2021：2018 不是可对比的年份 11
3.1、 逐渐明朗的政策预期 11
3.2、 正确的并未必是悲观者 12
4、 注重产能周期中的机遇 13
4.1、 基建和地产之外，仍有对周期行业需求的支撑 13
4.2、 传统周期性行业的“成长性”重塑 14
4.3、 未来的海外复苏的机遇 17
4.4、 中小市值：盈利胜过估值 18
5、 四月策略：信号与景气验证 20
6、 风险提示 20

图表目录

图 1： 价值回归延续，价值风格跌幅较小 4
图 2： 茅指数内部以 ROE 计算预期收益率更高的个股，春节以来涨幅更高 5
图 3： 茅指数内部，PEG 越低的个股，春节以来涨幅更高 5
图 4： 涨幅靠前的行业估值相对更低 6
图 5： 美债 10Y 收益率在 3 月一度突破 1.7%，通胀预期继续上升 6
图 6： 英国、美国接种率正逐步赶上以色列和阿联酋，超过 40% 7
图 7： 欧洲停用阿斯利康疫苗，疫情也出现反弹，单日确诊连续升高 7
图 8： 3 月以来，北上配置盘持续净买入，北上交易盘则不断“折返跑” 8
图 9： 3 月以来，北上配置盘主要净买入医药、电新、金融地产、机械、化工、交运、建材以及石油石化等板块，北上交易盘则主要净买入银行、汽车、交运、电新、建筑、化工以及机械等板块 8
图 10： 3 月以来，两融投资者的活跃度逐步下降 9
图 11： 3 月以来，两融投资者主要净买入电力及公用事业、消费者服务、石油石化以及钢铁等板块，主要卖出电子、医药、军工、食品饮料、汽车以及非银的板块 9
图 12： 3 月以来，普通股票型/偏股混合型基金的仓位维持高位震荡 9
图 13： 3 月以来，主动偏股基金主要加仓食品饮料、电新、电子、钢铁、建材、有色以及地产等板块，主要减仓消费者服务、石油石化以及银行等板块 9
图 14： 3 月以来，以个人持有为主的 ETF 的净申购相较于 2 月开始趋缓，整体有所赎回 10
图 15： 行业上，3 月以来，以个人持有为主的 ETF 主要净申购科技以及医药等板块，主要净赎回金融地产、新能源车以及消费等板块 10
图 16： 从历史上看，冲顶阶段后期，个人投资者往往选择“追涨”基金；在大幅回撤阶段，个人投资者往往更倾向于“抄底”基金，中途可能有短暂的“杀跌”过程但并未带来负向正反馈；而在市场大幅回撤后的反弹阶段，个人投资者则往往倾向于卖出基金 11
图 17： PMI 连续两个月回落 12
图 18： 出口环比减弱 12
图 19： 实体部门杠杆率相较 2018 年、2019 年末上升 13
图 20： IMF 预测全球经济 V 型反弹 13

图 21： 建安工程及设备购置构成对周期行业的需求 14
图 22： 2016 年之后产能周期的企稳向上并未带来整体周期性行业成长性的回归 15
图 23： 周期成长股 PB 中枢并未跟随整体周期股明显下行 15
图 24： 2016 年之后周期成长股的资本开支增速趋势项甚至超过了 2007 年，与整体周期股的差距迅速拉大 15
图 25： 2016 年之后周期成长的毛利率明显高于整体周期 16
图 26： 2016 年之后周期成长股归母净利润增速明显更高 16
图 27： 从资本开支的角度来看，疫情之后增速大幅抬升，而周期整体 PB 与周期成长股的 PB 也开始抬升 16
图 28： 我国生产和供应的电力、蒸汽和热水部门的碳排放量占比最高，而且占比仍在上升 17
图 29： 主要部门的碳强度都处于下降趋势，生产和供应的电力、蒸汽和热水、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿产的碳强度依旧很高 17
图 30： 2020 年美国企业破产数量创近 10 年的新高，2021 年 3 月的美国破产企业数较 2 月有所加快 17
图 31： 美国中小企业的乐观指数仍处于低位，其中中小企业对于扩张机遇的信心仍在下行 17
图 32： 美国大部分行业的库存出货比已经大幅回落 18
图 33： 从补库存的速度来看，家电/家具/照明/音像设备仍处于被动去库存的阶段 18
图 34： M1-PPI 回落并不支持信用利差的继续收敛 18
图 35： 2020 年 Q2 开始中证 500 的盈利优势十分明显 18
图 36： 春节后市值越小的龙头股票市场表现明显占优 19
图 37： 中证 500 的成分股中个股数排名靠前的行业集中在医药、TMT（除通信）、基础化工、房地产和电新 19
图 38： 从预期净利润占比提升情况来看，2020Q4 中证 500 盈利占比提升最快的是 TMT 和基础化工 19

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 13

1、 3 月的共识与纠结

1.1、 调整趋缓，价值回归

我们在 3 月月报《收益之花，终会再开》中提到市场调整的斜率将阶段性变缓，投资者可以抓紧这一缓和期提高换手，从绝对进攻思维，转向积极防御甚至消极防御，追求风险调整后的收益，多一份绝对收益思维。**复盘 3 月整体的市场表现，与 2 月份春节后相比，跌幅收窄，**并在本周（3 月 22 日至 3 月 26 日）实现了反弹。本月（2021 年 3 月)A 股主要三大股指上证指数/沪深 300/创业板指涨跌幅分别为-2.59%/-5.6%/-5.79%，相较 2 月春节后的市场表现而言出现缓和（2.18-2.26，上述指数分别下跌 5.06/7.65%/11.30%);

3 月的共识是风格切换持续，市场整体向低估值回归。在 3 月 3 日上证综指反弹至 3500 点时，我们发布了报告《价值回归：不一样的 3500》，指出市场的风格切换已经发生：茅指数和大盘成长指数已经远低于当时的点位，而大盘价值股、中盘价值股、小盘价值股已经远高于当时的点位，市场已经在重新平衡成长/价值，大盘/小盘的关系。而这一情况在整个 3 月份都在延续，截至本周五，茅指数、大盘成长相对于 3 月 3 日又分别下跌了 8.6%和 9.3%，而大盘价值及中盘价值都跌幅更小，其中小盘价值跌幅仅为 1.6%。

图 1：价值回归延续，价值风格跌幅较小

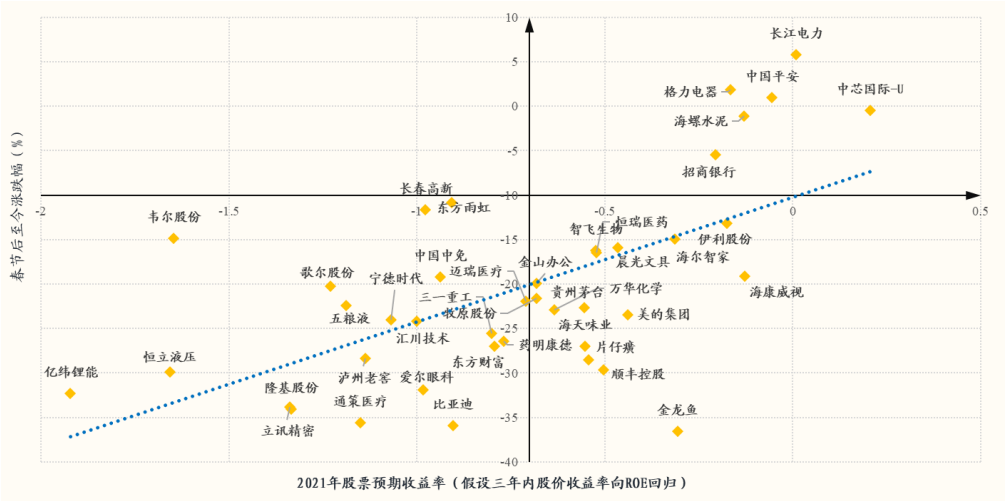
指数	突破3500 2021/1/7	反弹至3500 2021/2/8	反弹至3500 2021/3/3	目前 2021/3/26	3月3日相对于1月7日涨跌幅	3月26日相对于3月3日涨跌幅	变化趋势
上证指数	3,576	3,532	3,577	3,418	0.0%	-4.4%	
茅指数	703,954	730,976	669,696	612,016	-4.9%	-8.6%	
大盘成长	7,298	7,548	7,031	6,375	-3.7%	-9.3%	
大盘价值	8,232	8,317	8,625	8,217	4.8%	-4.7%	
中盘成长	5,888	6,021	5,862	5,396	-0.5%	-7.9%	
中盘价值	5,548	5,500	5,837	5,570	5.2%	-4.6%	
小盘成长	5,902	5,706	6,019	5,746	2.0%	-4.5%	
小盘价值	6,190	5,859	6,490	6,386	4.8%	-1.6%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

市场整体回归价值使得“核心资产”之中也出现了分化：就茅指数内部个股的涨跌幅与其 ROE 视角下的预期收益率之间的关系来看，“欠账”越少的个股在春节后至今的区间中涨幅越高。另外，市场对成长性的理解也开始从赛道化思维转入更为量化的性价比思维。从个股的 PEG 和涨跌幅的关系来看：**春节之后至今，PEG 越低的个股涨幅越高，**在贴现率上行的情况下，市场已经不再单纯地根据“未来会成为一家什么样的公司”进行 DCF 模型的贴现，而是重视 PEG 估值，衡量远期的“成长”是否具有性价比。

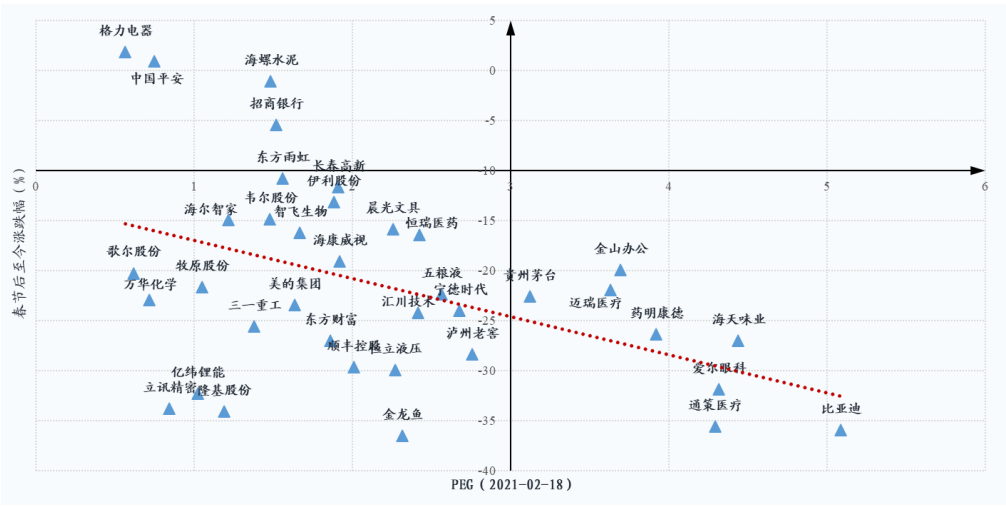
从行业上，也能够观察到相应的规律：涨幅靠前的行业估值相对较低，电力及公用事业、纺织服装、钢铁、建筑、煤炭等行业领涨；电子、农林牧渔、国防军工、有色金属及石油化工调整幅度最大。

图2：茅指数内部以 ROE 计算预期收益率更高的个股，春节以来涨幅更高



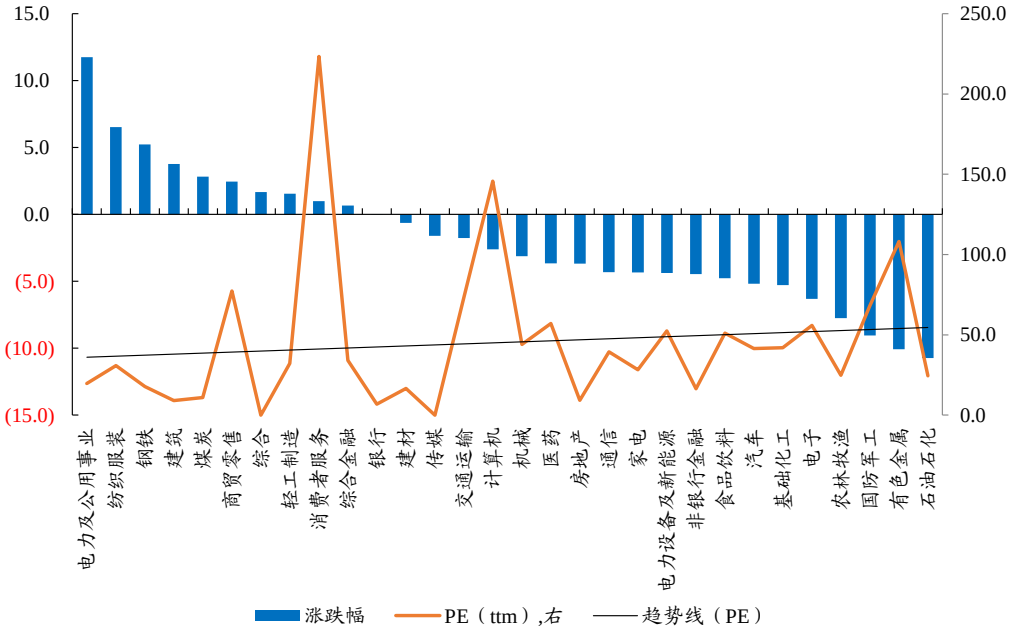
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：茅指数内部，PEG 越低的个股，春节以来涨幅更高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：涨幅靠前的行业估值相对更低

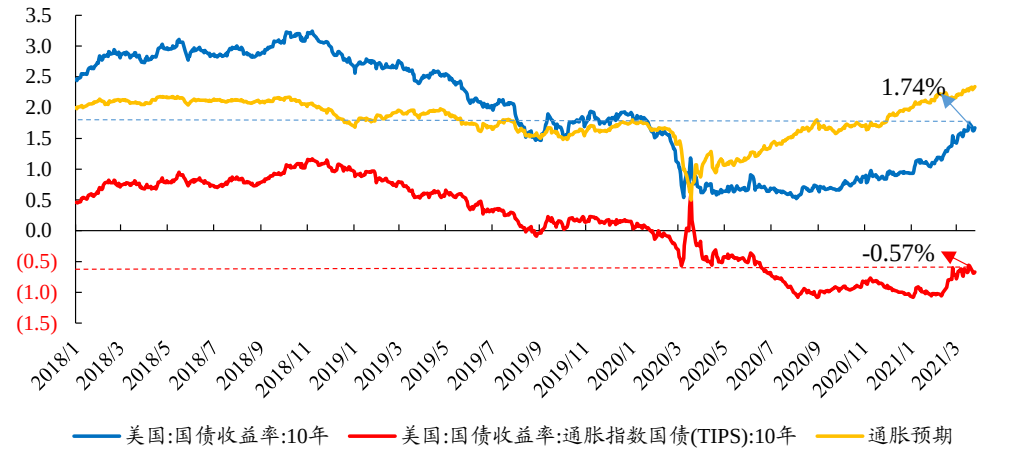


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 利率上行仍持续，交易结构有分歧

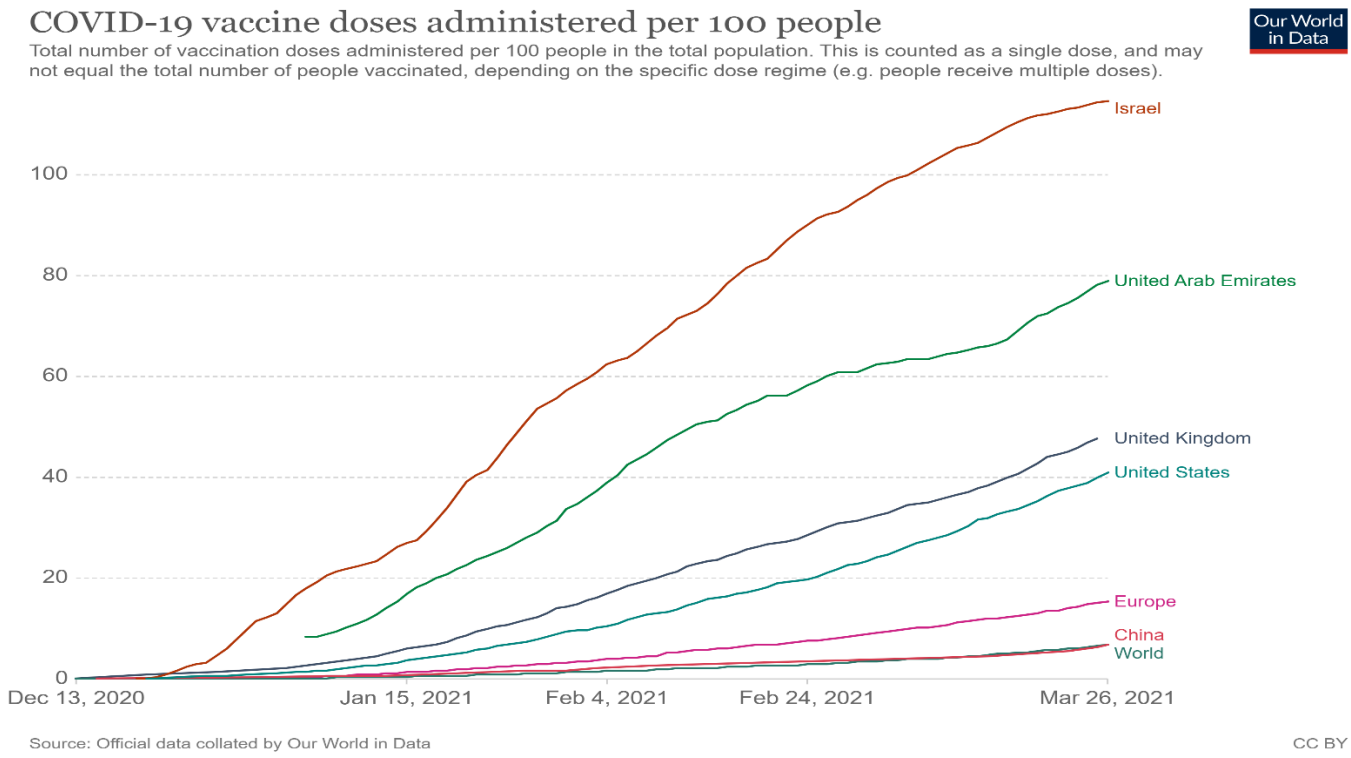
从春节后至今，通胀从预期走向现实，美债名义利率及实际利率也大幅提升，3月19日10Y名义利率甚至突破1.74%，快速上行的美债利率被认为是触发中美两个股票市场调整的重要因素。而对于下一个场景，市场上却并未达成共识：一方面是实际利率未来是否还会快速提升，甚至较快恢复至0轴以上，尽管全球经济环比改善是确定的，但疫情仍然充满复杂的变数，近期欧洲疫情反弹使部分国家再次封锁，中、美两大经济体的宏观数据均“好坏参半”，更增添了对经济复苏强度和实际利率变化判断的难度；另一方面经历了2月下旬至今的调整，估值扩张一定程度上回吐，资金对利率的敏感程度可能也因此降低。

图5：美债10Y收益率在3月一度突破1.7%，通胀预期继续上升



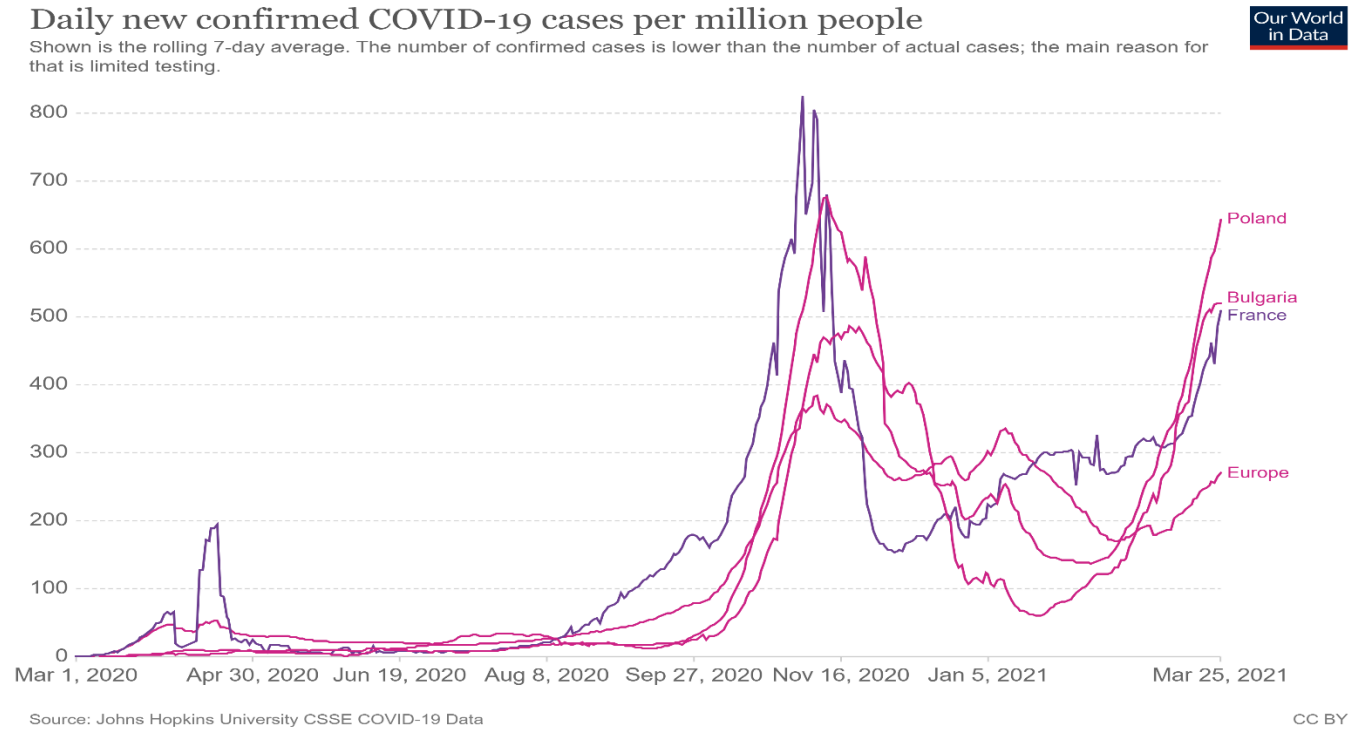
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：英国、美国接种率正逐步赶上以色列和阿联酋，超过 40%



资料来源：Our World in Data

图7：欧洲停用阿斯利康疫苗，疫情也出现反弹，单日确诊连续升高



资料来源：Our World in Data

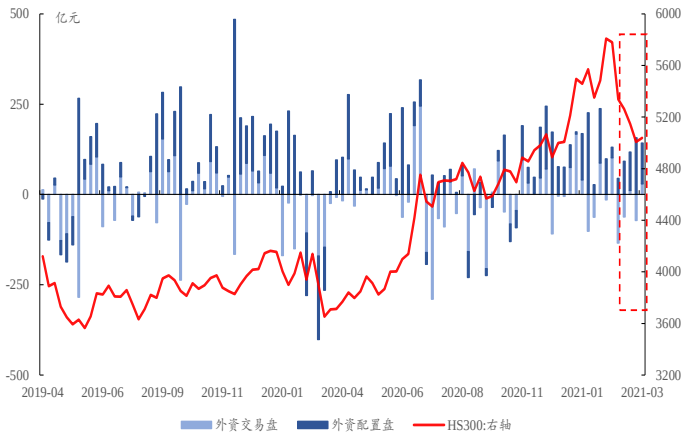
3 月以来，各类投资者对于行业认知的分歧较大，交易层面的分歧是市场调整背后的原因之一：

（1）对于北上而言，北上投资者内部分歧较大。整体上，3 月以来，**北上配置盘持续净买入，北上交易盘则不断“折返跑”**；行业配置上，两者共识在于净买入医药、电新、银行、机械、化工、交运、通信、纺服以及建筑等板块，同时卖出电力及公用事业、食品饮料、商贸零售，在其他行业分歧较大；

（2）对于两融投资者而言，**3 月以来两融投资者的活跃度逐步下降**，主要净买入电力及公用事业、消费者服务、石油石化以及钢铁等板块，主要卖出电子、医药、军工、食品饮料、汽车以及非银的板块；

（3）3 月以来，以普通股票型基金和偏股混合型基金为代表的**主动偏股基金仓位维持高位震荡**，主要选择加仓食品饮料、电新、电子、钢铁、建材、有色以及地产等板块，主要减仓消费者服务、石油石化以及银行等板块。而以个人持有为主的 ETF 的申赎情况作为居民申赎基金的代理变量显示：3 月以来，**居民净申购有所放缓，整体有所赎回**，而在基金选择上，居民主要净申购科技以及医药等板块，主要净赎回金融地产、新能源车以及消费等板块。

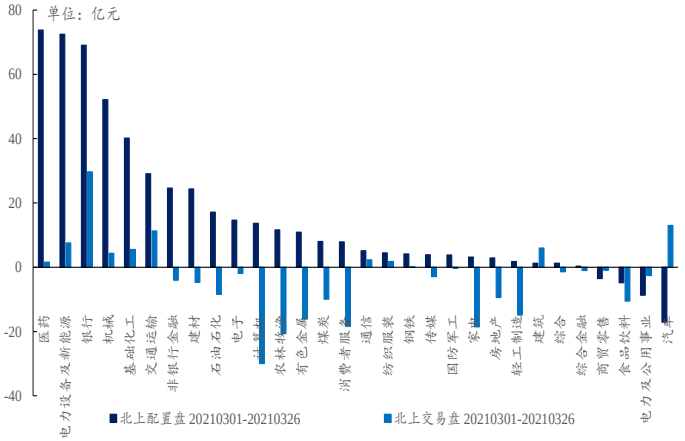
图8：3 月以来，北上配置盘持续净买入，北上交易盘则不断“折返跑”



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：3 月截至 3 月 26 日

图9：3 月以来，北上配置盘主要净买入医药、电新、金融地产、机械、化工、交运、建材以及石油石化等板块，北上交易盘则主要净买入银行、汽车、交运、电新、建筑、化工以及机械等板块



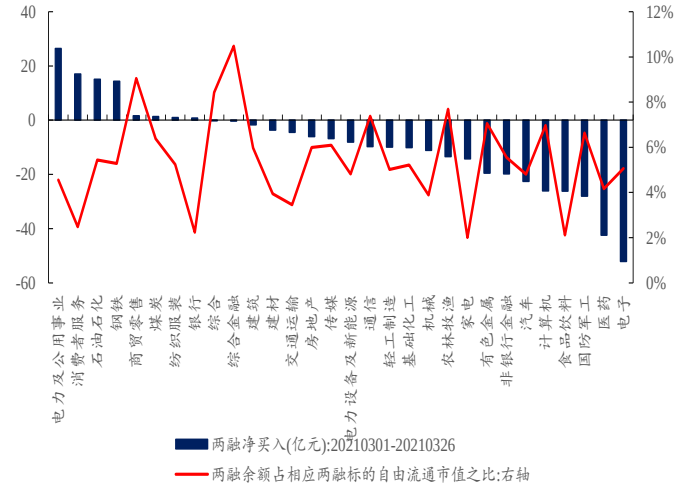
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：3 月以来，两融投资者的活跃度逐步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

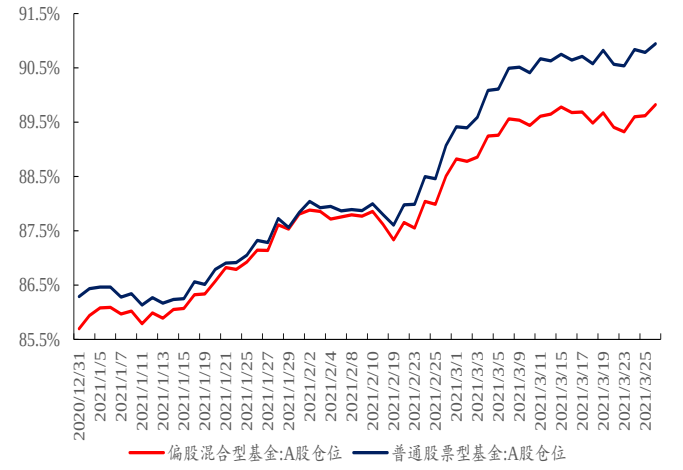
图11：3 月以来，两融投资者主要净买入电力及公用事业、消费者服务、石油石化以及钢铁等板块，主要卖出电子、医药、军工、食品饮料、汽车以及非银的板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：由于 3 月 26 日两融数据并未完全披露，因此两融 3 月数据截至 3 月 25 日

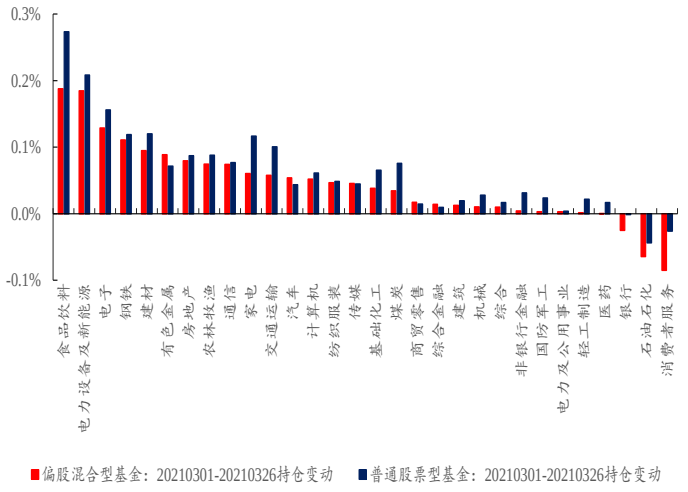
图12：3 月以来，普通股票型/偏股混合型基金的仓位维持高位震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

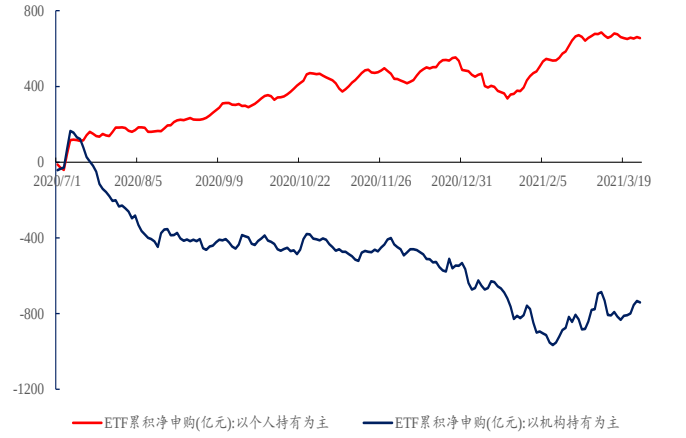
注：3 月截至 3 月 26 日

图13：3 月以来，主动偏股基金主要加仓食品饮料、电新、电子、钢铁、建材、有色以及地产等板块，主要减仓消费者服务、石油石化以及银行等板块



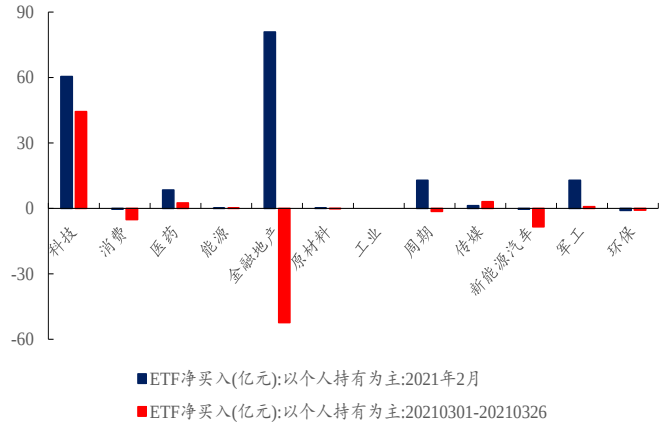
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：3月以来，以个人持有为主的ETF的净申购相较于2月开始趋缓，整体有所赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：行业上，3月以来，以个人持有为主的ETF主要净申购科技以及医药等板块，主要净赎回金融地产、新能源车以及消费等板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、我们使用以个人持有为主的ETF的申赎行为作为居民申赎基金的代理变量，具体可见报告《重仓分化，确认风格切换》以及资金跟踪系列；2、3月截至3月26日

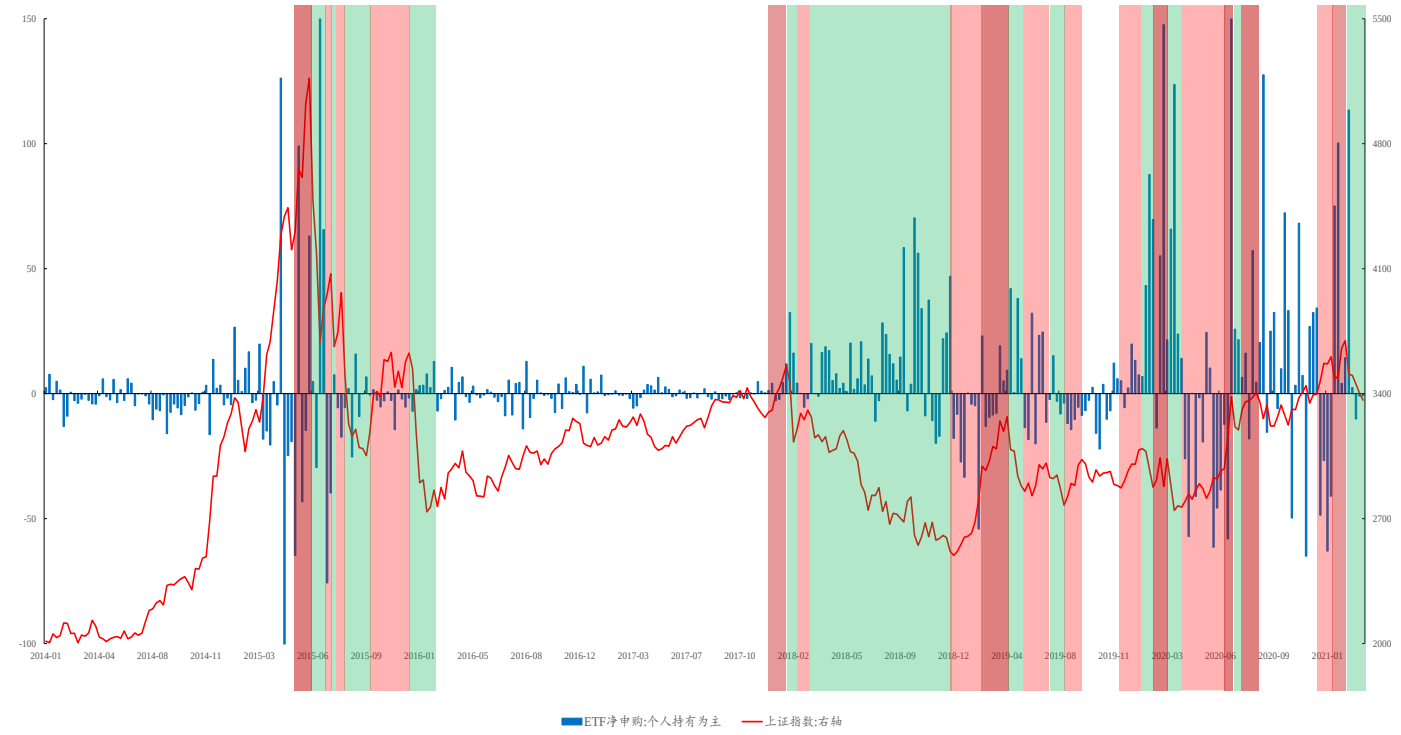
2、 负反馈早已出现

市场投资者普遍说的“负反馈”可能存在概念上的混淆，按照控制论的定义，市场担心的“负反馈”其实是“负向正反馈”。

当下来看，虽然春节以来市场经历了较大的幅度调整，在回撤过程中居民也有一定程度的赎回，但并未导致担心的“负向正反馈”现象的出现。这一点在历史上也能得到印证：从历史上看，冲顶阶段后期，个人投资者往往选择“追涨”基金，即“正向正反馈”；在回撤阶段，可能会有短暂的“杀跌”过程但并未带来“负向正反馈”，但大幅回撤之后，个人投资者往往更倾向于“抄底”基金。

历史情况验证了居民-基金这一系统存在“负反馈”机制，而并非“负向正反馈”作用，在面临市场调整时，居民-基金系统并未变得更加不稳定，反而由于个人投资者处置效应的存在而阶段性处于更加“稳定”的状态。虽然下跌可能会带来居民的赎回，进而导致基金被迫“卖出”，从而使得市场继续下跌，但由于处置效应的存在，居民并未选择继续赎回，反而更倾向于选择“抄底”；而在市场大幅回撤后的反弹阶段，个人投资者则往往倾向于卖出基金，我们也能够发现从2月下旬以来市场大幅调整，居民端对ETF的净申购并非大幅减弱，而是趋于平缓，也进一步验证了这一使市场收敛的“负反馈”机制存在。

图16：从历史上看，冲顶阶段后期，个人投资者往往选择“追涨”基金；在大幅回撤阶段，个人投资者往往更倾向于“抄底”基金，中途可能有短暂的“杀跌”过程但并未带来负向正反馈；而在市场大幅回撤后的反弹阶段，个人投资者则往往倾向于卖出基金



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、深红阴影对应阶段行情的冲顶阶段，浅红阴影对应大幅回撤后的反弹阶段，绿色阴影对应回撤阶段；2、我们使用以个人持有为主的 ETF 的申赎行为作为居民申赎基金的代理变量，具体可见报告《重仓分化，确认风格切换》以及资金跟踪系列；3、**反馈作用指的是系统的输出结果会改变系统的输入变量，从而进一步影响系统发展的过程。而正反馈与负反馈则是反馈的两种类型，正反馈作用会使得输入变量朝原先方向强化从而强化整个系统的输出结果，使得系统变得愈加不稳定，而负反馈作用会使得输入变量朝与原先方向相反的方向变化从而修正系统的偏误，使得系统趋于稳定。**

3、 不一样的 2021：2018 不是可对比的年份

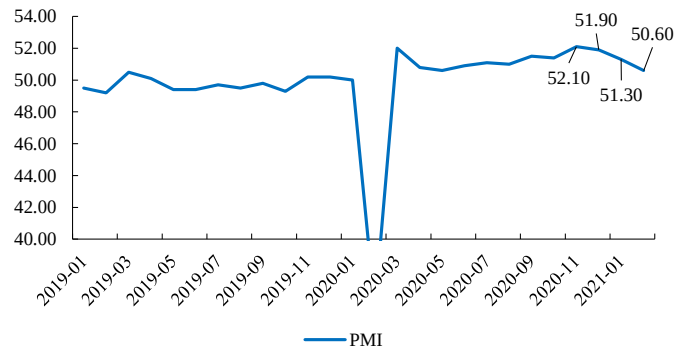
3.1、 逐渐明朗的政策预期

近一周，此前存在分歧的因素正在逐步强化，引导市场凝聚共识，中美两国对于货币政策的表态让下一个宏观场景成为明牌：经济复苏较好，而流动性将继续边际回落。首先，美国经济的强劲复苏得到美联储的承认，鲍威尔在近期公开讲话中首次不再安抚市场，而是提到在看到经济实质性进展时将缩减购债规模，QE Taper 可以说是“靴子落地”，美债利率和美元指数的继续上行确定。此外，鲍威尔及耶伦均提到目前的资产价格已经偏高，这意味着未来的流动性环境很难再支持估值扩张。此外，中国召开一季度货币委员会例会，也传达了类似的信息：央行评价国内的经济形势的表述从 2020 年四季度的“国内经济内生动力增强”变为“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多”，而在提到未来的货币政策方向时，删除了此前的“保持对经济恢复的必要支持力度”和“不急转弯”，发言整体更加谨慎。

3.2、 正确的并未必是悲观者

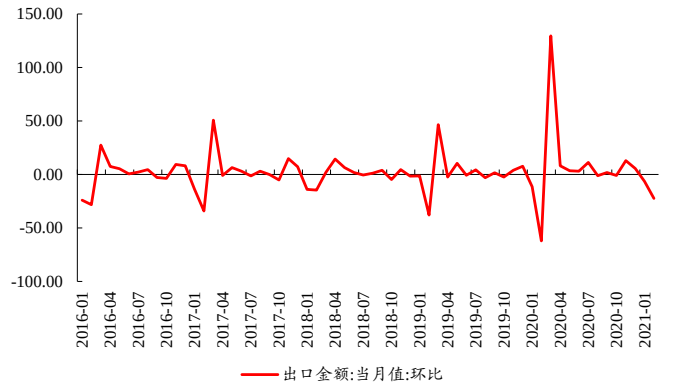
市场近期中比较多的看法是认为 2021 年与 2018 年相似：“稳杠杆”与“去杠杆”类似、中美之间再现摩擦；而经济环比也将走弱，进入 2021 年确实观察到了 PMI 和出口的阶段性回落。此外，在流动性边际收紧预期不断加强的情况下，市场已经切向价值领域，达成了“2021 年不挣估值扩张的钱”的初步共识，但目前的困难在于经济层面又没有找到足够的积极信号，从而导致主流投资者认为市场很难向上，甚至可能像 2018 年一样陷入全年的调整中。**这背后很大原因在于，全市场投资者在过去习惯了对经济作悲观假设，因为投资组合更多收益来源在于经济下行中的经济转型、格局重塑和货币政策的宽松。经济的重新向下甚至是市场部分投资者的期待。**

图17：PMI 连续两个月回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

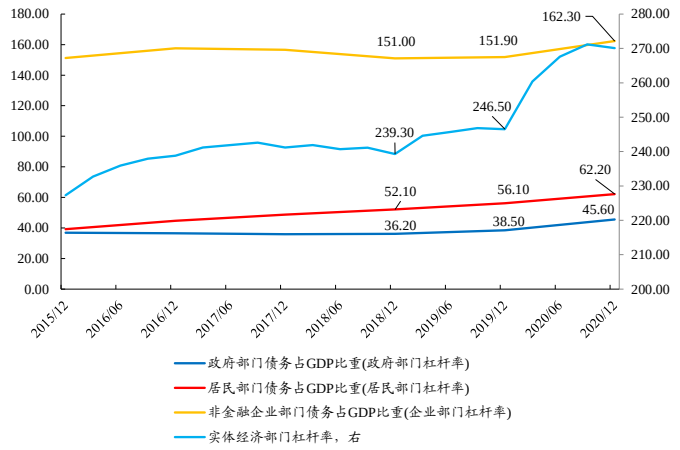
图18：出口环比减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

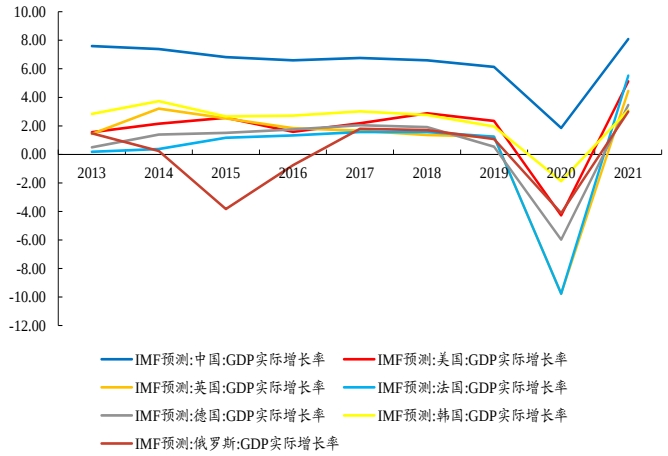
实际上，不论是“稳杠杆”还是经济复苏方面，都相较 2018 年存在积极因素，基于这两点，我们认为市场将“上有顶，下有底”。一方面，“稳杠杆”任务中，政府杠杆率降低是发力点，而对企业影响不像 2018 年那么大。由于 2020 年的疫情影响，实体经济部门杠杆率相较 2018 年和 2019 年分别提高了 30.8/23.6 个百分点，但从结构上来看，仍然是政府部门的杠杆率提升较快，政府部门、居民部门、非金融企业部门的杠杆率相较 2019 年分别提升了 7.1/6.1/10.4 个百分点，同比变化为 18%、11%、7%，国常会在《政府工作报告》中表述也是“维持宏观杠杆率稳定，政府杠杆率要有所降低”，与此同时，此次“稳杠杆”下，对制造业而言反而存在积极因素，我们观察到在 2021 年 1 季度，压降房地产信贷规模仍然是信用收缩的重要手段，这使得信贷资源能够进一步向制造业释放。另一方面，与碳达峰、碳中和相关的绿色债券发行得到鼓励，为符合条件的企业融资又开辟了一条绿色通道。另一方面，经历过 2020 年的疫情，2021 年全球的名义增长较高，全球政府财政仍将维持宽松，美国在通过 1.9 万亿财政刺激法案后，进一步商议 3 万亿基建法案，需求端存在支撑点。**更重要的是，在一个高名义增长的环境下，本身就可以通过分母的增长降低杠杆率。**

图19：实体部门杠杆率相较 2018 年、2019 年末上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：IMF 预测全球经济 V 型反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 注重产能周期中的机遇

4.1、 基建和地产之外，仍有对周期行业需求的支撑

固定资产投资完成额中的建安工程、器具设备购置形成对周期行业的需求，而其它费用主要是土地购置、手续费等。以上述两部分构成国内对周期行业需求的指标，自 2010 年之后与固定资产投资一致趋势性下行。近年高点在 2016 年，达到 7.7%，随后 2017-2019 年又逐步下滑至 5.5%、3.4%、4.1%。目前全市场的共识是房地产和基建在 2021 年不会是经济增长的支柱，但仍不会快速下滑，在情景假设 2021 年房地产开发投资和基建投资增速与 2020 年相比稍减的情况下，这两部分对周期行业的需求增速将达到 4%以上，至少与 2019 年持平。

市场在过往重拐点、轻斜率的思维框架下，也更倾向于对当期的经济向好与景气扩散不进行定价，但制造业投资可能是 2021 年经济增长超预期的主要动力。首先，我们需要明确信用收缩并不直接对制造业“收缩”，甚至通过压降涉房贷款为制造业提供了更加友好的融资环境；同时，政策上仍然对制造业加大扶持力度，不论是碳中和绿色债券的通道开辟，或是减税降费的进一步落实，都使得制造业成为 2021 年经济增长的重点。**在 2018 年去杠杆时制造业投资全年仍达到了 9.5%的高增速，2021 年面临更加友好的融资环境，制造业投资增速很难会差于 2018 年，这意味着在基建、地产确定性下行的同时，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达到 6%以上，而由于 2020 年的低基数效应，可能对周期行业需求增速也有达到 9%的可能，这就超过了 2016 年的高点。**

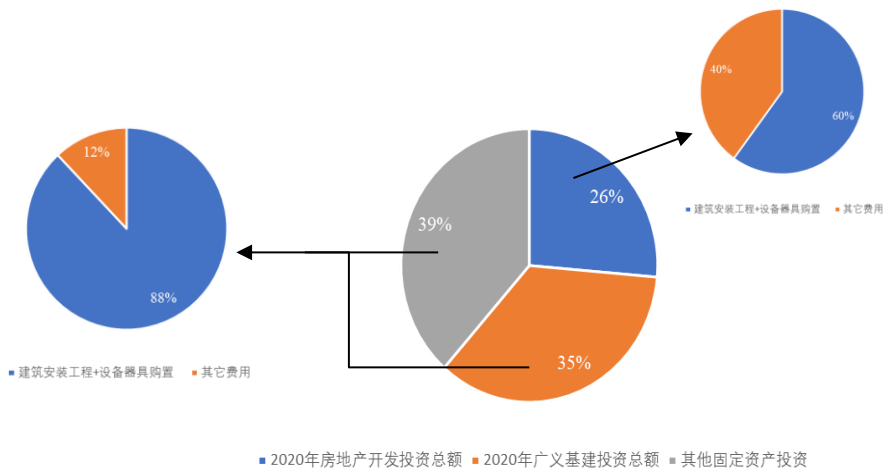
表1：只要除基建和地产外的固定资产投资增速达到 4%以上，对周期行业的需求也超过了 2018 年；而如果制造业投资增速达到 2018 年的水平，对周期行业需求增速就会更高

	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

2021 年预测			
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21：建安工程及设备购置构成对周期行业的需求



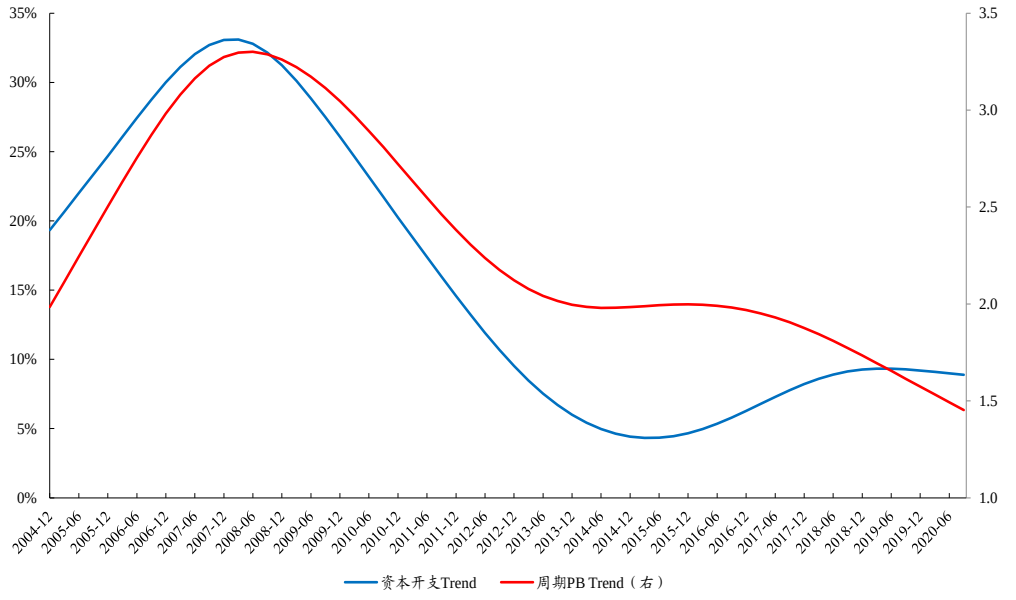
数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，2021 年寻找盈利的弹性，我们认为可以挖掘制造业中的两条主线。

4.2、 传统周期性行业的“成长性”重塑

传统周期性行业成长性的来源是产能价值，但 2016 年之后产能周期的企稳向上并未带来整体周期性行业成长性的回归。我们通过研究全 A 的资本开支与周期风格指数的 PB 趋势项发现，在 2008 年产能周期见顶向下之后，周期性行业的成长性也随之向下，表现为周期风格指数的 PB 中枢趋势下行。这意味着在经济不断下台阶的过程中越来越多的周期股被认为没有成长性，期间库存周期的上行也仅仅只是“β行情”，产能本身过剩无价值。这一认知在 2016 年之后也逐步被强化：资本开支增速趋势开始企稳上行，但此时周期估值中枢反而在企稳之后开始下行，产能周期的回归并未带来整体周期性行业成长性的“重估”。

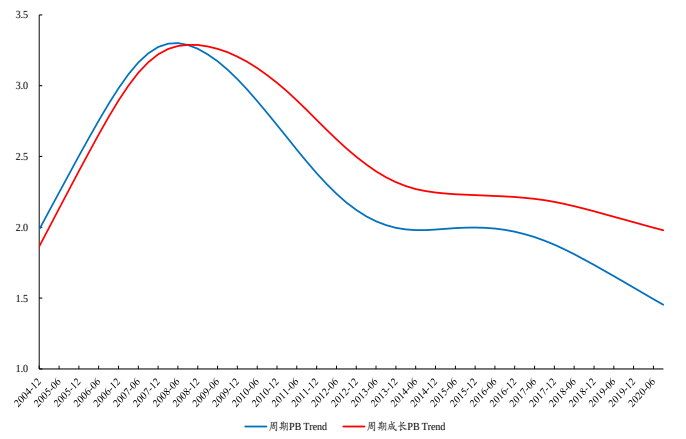
图22：2016 年之后产能周期的企稳向上并未带来整体周期性行业成长性的回归



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：这里的资本开支是全部 A 股的资本开支，而周期 PB 用的是周期风格指数的 PB，通过 H-P 滤波法得到了资本开支与周期 PB 的趋势项（Trend）。

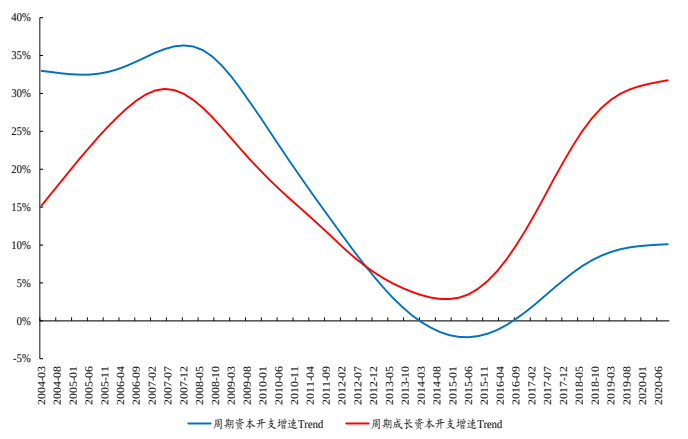
但我们发现 2016 年之后周期成长股（国证成长指数成分股中属于周期行业的个股）估值中枢并未跟随整体周期股明显下行，核心原因可能在于资本开支的有效性。我们发现 2016 年之后周期成长股的估值中枢与整体周期股的差距越来越大，这意味着部分周期性行业中的个股成长性已经开始被市场定价，我们认为这可能是由于 2016 年之后资本开支更多地是来自头部公司的有效资本开支：2016 年之后周期成长股的资本开支增速趋势项甚至超过了 2007 年，与整体周期股的差距迅速拉大。最终的结果是我们看到周期成长的毛利率和归母净利润增速在 2016 年之后均远高于整体周期股。但我们需要提醒投资者关注的是，2018 年的去杠杆和 2020 年的新冠疫情均在不同程度上阻碍了资本开支周期的向上趋势，而正如我们前文分析，2021 年的“去杠杆”并不需要像 2018 年那样悲观，新冠疫情的影响也已经逐步过去，**这也就意味着在未来资本开支重新回升的过程中，传统周期性行业的成长性重估幅度和范围都还有更大的空间。**

图23：周期成长股 PB 中枢并未跟随整体周期股明显下行



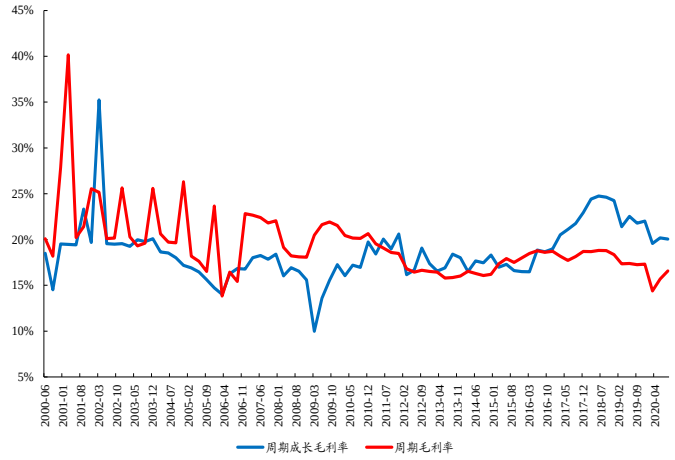
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2016 年之后周期成长股的资本开支增速趋势项甚至超过了 2007 年，与整体周期股的差距迅速拉大



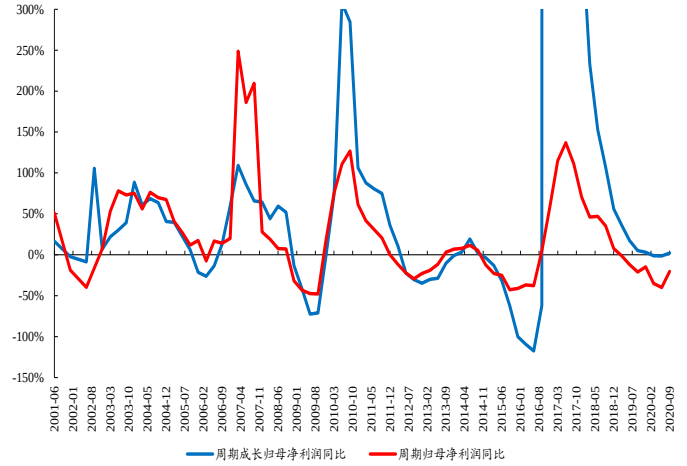
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2016 年之后周期成长的毛利率明显高于整体周期



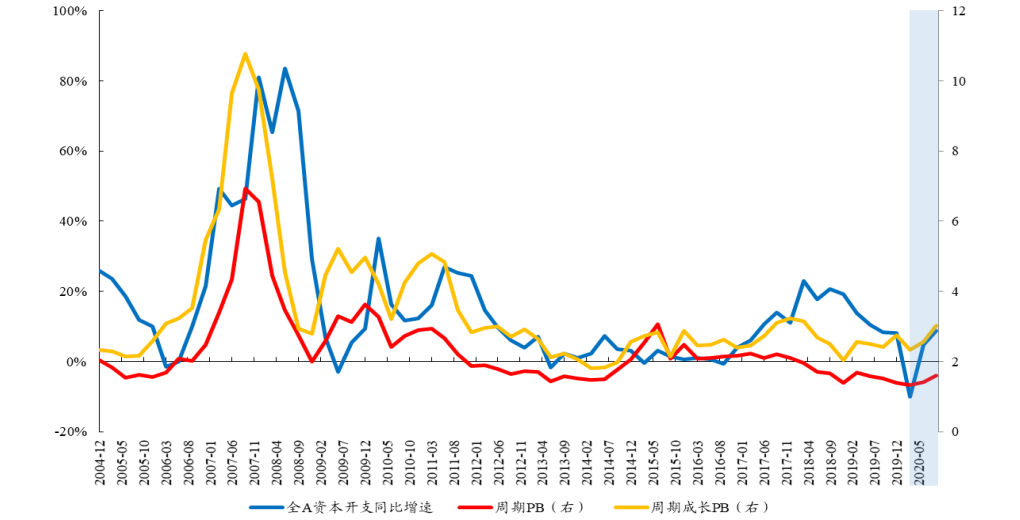
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2016 年之后周期成长股归母净利润增速明显更高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：从资本开支的角度来看，疫情之后增速大幅抬升，而周期整体 PB 与周期成长股的 PB 也开始抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

从当前来看，碳中和的长期目标和当下的限排限产措施加速了上述传统周期性行业产能价值的回升以及随之而来的成长性重估。钢铁、煤炭等行业曾在 2016-2017 年供给侧改革时估值大幅抬升，但由于 2017 年之后限排限产的强度有所下降，2018 年钢铁、煤炭明显增产，导致市场对于产能出清的预期并不稳定，这也是当下市场的主要疑虑。但正如我们在报告《未有之变——开源“碳中和”策略篇》中提到的，火电、钢铁以及非金属矿物制品是全国碳排放的主要来源，要想在 2030 年前完成碳达峰的目标，这些重点行业的单位产出碳排放的降低是十分必要的；同时碳排放权价值的抬升也将使得污染成本提高。因此投资者不应简单地认为碳中和也只是一时之策，而应该认识到碳中和促进了限产限排的长效机制形成，这将稳定部分行业产能价值回归的长期预期。

图28：我国生产和供应的电力、蒸汽和热水部门的碳排放量占比最高，而且占比仍在上升

部门	2017年占比	分位数	2010-2017年趋势迷你图
生产和供应的电力、蒸汽和热水	44.37%	100.00%	
黑色金属冶炼及压延加工业	17.96%	52.90%	
非金属矿产	12.53%	11.70%	
运输、仓储、邮电服务	7.75%	100.00%	
城市	2.81%	82.30%	
化学原料和化学制品	2.56%	11.70%	
农村	1.96%	58.80%	
其他	1.80%	52.90%	
石油加工、炼焦	1.46%	11.70%	
农业、林业、畜牧业、渔业、水利	1.10%	52.90%	
总计	94.30%	100.00%	

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：仅显示排名前十的部门。

图29：主要部门的碳强度都处于下降趋势，生产和供应的电力、蒸汽和热水、黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿产的碳强度依旧很高

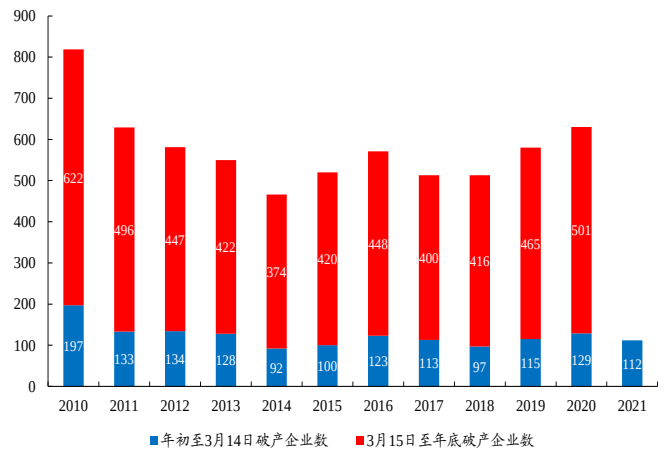
部门	2017年碳强度（百万吨/亿元）	分位数	2010-2017趋势迷你图
其他矿产开采和选矿	104.72	41.10%	
生产和供应的电力、蒸汽和热水	72.17	17.60%	
黑色金属冶炼及压延加工业	25.97	23.50%	
非金属矿产	19.78	5.80%	
石油和天然气开采	5.21	47.00%	
石油加工、炼焦	3.39	0.00%	
化学原料和化学制品	2.91	5.80%	
煤炭开采和选矿	2.76	5.80%	
黑色金属矿产开采和选矿	2.32	35.20%	
非金属矿物开采和选矿	1.93	5.80%	
造纸和纸制品	1.64	0.00%	
食品加工	1.50	0.00%	
有色金属冶炼及压延加工业	1.13	0.00%	

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：仅显示排名前十的部门。

4.3、 未来的海外复苏的机遇

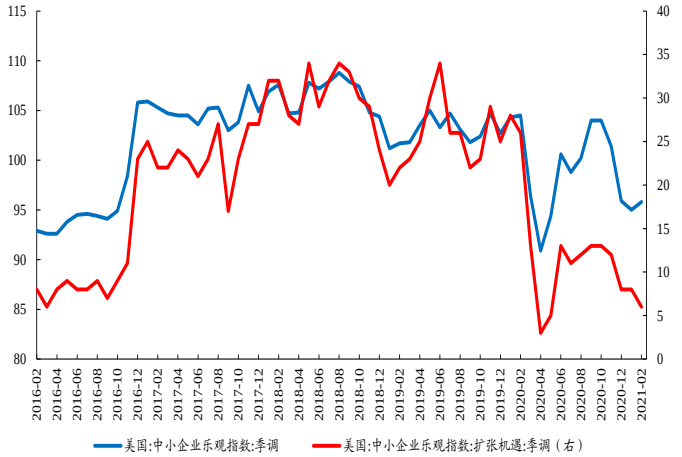
目前海外制造业的供应链仍存在较为严重的缺失问题：从目前美国中小企业的破产情况和乐观指数来看：2020 年美国企业破产数量创近 10 年的新高，2021 年 3 月的美国破产企业数较 2 月有所加快（主要集中于可选消费和工业领域），美国中小企业的扩张意愿仍在下行，海外中小企业的生存环境仍十分严峻。从存货出货比来看，大部分行业已经从顶部大幅回落，说明相对于出货速度而言，累库的速度并不快，需求比供给恢复地更快。从补库存的速度来看，家电/家具/照明/音像设备等可选消费品仍处于被动去库存的阶段。**展望未来，有一个可能的场景是：我国此前部分行业过剩的产能在全球其他经济体的产能逐步出清而被迫退出的情况下变得不再过剩**，这也将带来全球复苏过程中我国企业包括中小企业在内的盈利弹性。

图30：2020 年美国企业破产数量创近 10 年的新高，2021 年 3 月的美国破产企业数较 2 月有所加快



数据来源：S&P Global Market Intelligence、开源证券研究所

图31：美国中小企业的乐观指数仍处于低位，其中中小企业对于扩张机遇的信心仍在下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：美国大部分行业的库存出货比已经大幅回落

存货出货比	2021-01	与2020年同期之差	历史分位数	趋势迷你图
全部行业:季调	1.36	-0.04	51.10%	
耐用品:季调	1.63	-0.09	47.70%	
耐用品:木制品:季调	1.12	-0.17	0.20%	
耐用品:非金属矿物制品:季调	1.11	-0.15	7.10%	
耐用品:初级金属:季调	1.68	-0.13	59.10%	
耐用品:加工金属:季调	1.62	-0.06	53.70%	
耐用品:机械设备:季调	2.12	-0.11	65.20%	
耐用品:计算机及电子产品:季调	1.40	-0.14	17.50%	
耐用品:电气设备、电器和组件:季调	1.71	-0.11	85.90%	
耐用品:运输设备:季调	1.69	-0.02	80.40%	
耐用品:家具及相关产品:季调	1.12	0.03	10.00%	
耐用品:杂项产品:季调	1.57	-0.32	2.00%	
非耐用品:季调	1.08	-0.01	47.40%	
非耐用品:食品:季调	0.81	-0.01	38.20%	
非耐用品:饮料和烟草:季调	1.86	-0.09	83.60%	
非耐用品:纺织产品:季调	1.89	-0.16	96.20%	
非耐用品:服装:季调	1.93	-0.04	67.80%	
非耐用品:皮革及相关产品:季调	1.94	-0.25	53.40%	
非耐用品:纸制品:季调	0.88	-0.05	0.00%	
非耐用品:印刷品:季调	0.79	0.03	25.20%	
非耐用品:石油和煤炭产品:季调	0.73	0.01	20.40%	
非耐用品:化工产品:季调	1.38	-0.04	83.30%	
非耐用品:橡胶及塑料制品:季调	1.29	-0.04	77.20%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：从补库存的速度来看，家电/家具/照明/音像设备仍处于被动去库存的阶段

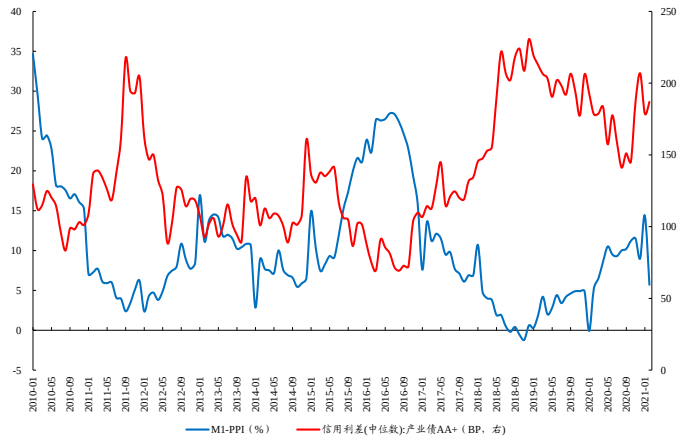
产品存货同比增速前十名与后十名	2021-01-31	与2020年同期之差	历史分位数	趋势迷你图
运输设备:船舶:季调	30.63%	22.78%	99.10%	
计算机及电子产品:计算机:季调	26.46%	27.66%	95.20%	
运输设备:汽车:季调	16.78%	4.62%	81.70%	
机械制品:工业机械:季调	16.36%	12.26%	92.80%	
电气设备、电器和组件:电气设备:季调	9.00%	6.55%	83.50%	
机械制品:建筑机械:季调	8.15%	11.67%	73.40%	
计算机及电子产品:国防搜索和导航设备:季调	7.06%	8.39%	87.10%	
计算机及电子产品:非国防搜索和导航设备:季调	3.78%	-2.47%	70.10%	
木制品:季调	3.41%	6.91%	54.60%	
运输设备:轻型卡车和多功能车:季调	3.30%	-3.11%	32.20%	
运输设备:非国防飞机及零部件:季调	-7.99%	-30.26%	11.90%	
家具及相关产品:季调	-8.85%	-7.44%	10.40%	
运输设备:重型载货车:季调	-9.31%	-12.03%	16.70%	
计算机及电子产品:其他外围设备:季调	-9.62%	-11.28%	24.40%	
电气设备、电器和组件:家用电器:季调	-11.18%	-10.93%	9.50%	
机械制品:矿山、石油及天然气机械:季调	-11.46%	-5.26%	11.00%	
电气设备、电器和组件:电子照明设备:季调	-12.11%	-11.71%	3.50%	
机械制品:装卸转运设备:季调	-18.18%	-17.61%	3.80%	
机械制品:照相设备:季调	-19.85%	-22.82%	7.10%	
计算机及电子产品:声像设备:季调	-21.27%	-14.55%	10.10%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.4、 中小市值：盈利胜过估值

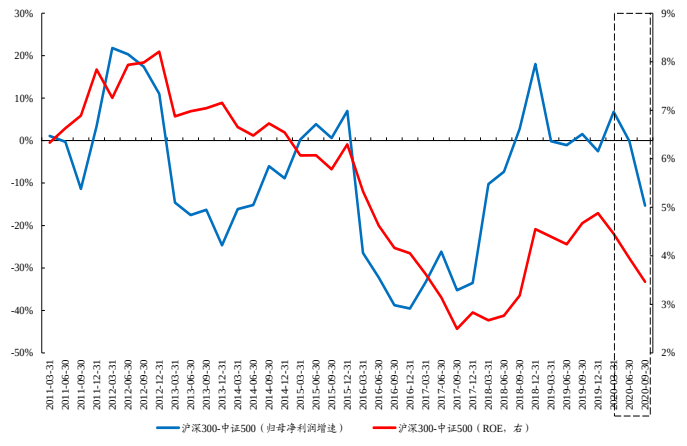
对于中小市值而言，本身的盈利修复已经被市场逐步定价，未来对于盈利的挖掘仍是重点。正如我们在报告《贴现率的迷思》中提到的，由于中小市值企业的经营风险较大，因此其贴现率更多的锚定国内信用利差，而当下 M1-PPI 的回落以及未来信用收缩的预期并不支持信用利差进一步回落，因此对于中小市值而言很难出现贴现率下行带来的全面估值驱动行情。但从业绩的相对增速优势来看，其实 2020 年 Q2 开始中证 500 的盈利增速已经明显相较于沪深 300 占优，而且二者 ROE 的差距也在收敛，这一点已经逐步被市场所认知到并定价：**春节后市值越小的龙头股票市场表现明显占优。**

图34：M1-PPI 回落并不支持信用利差的继续收敛



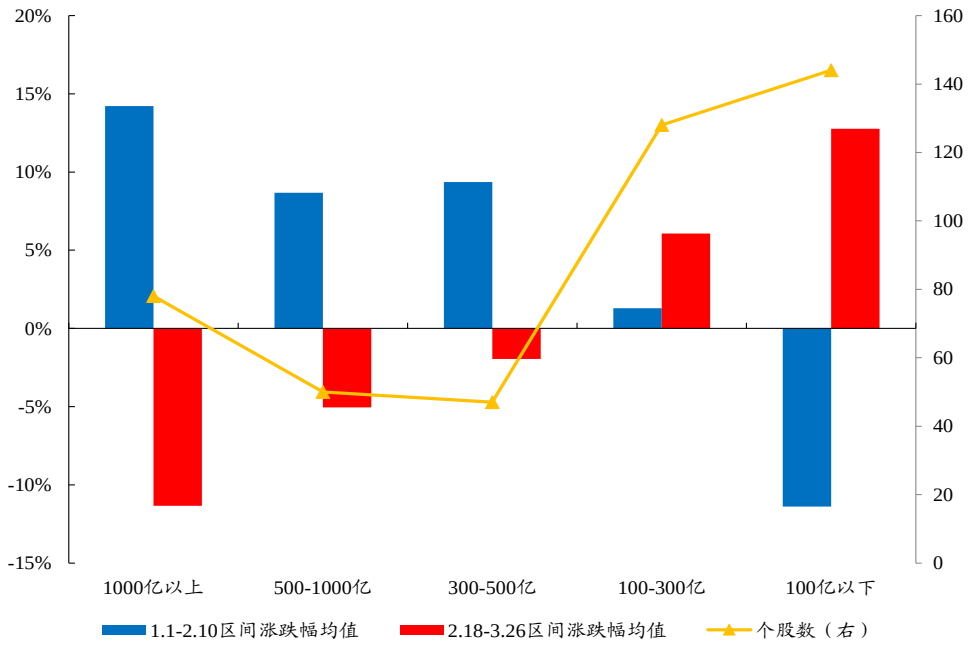
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2020 年 Q2 开始中证 500 的盈利优势十分明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

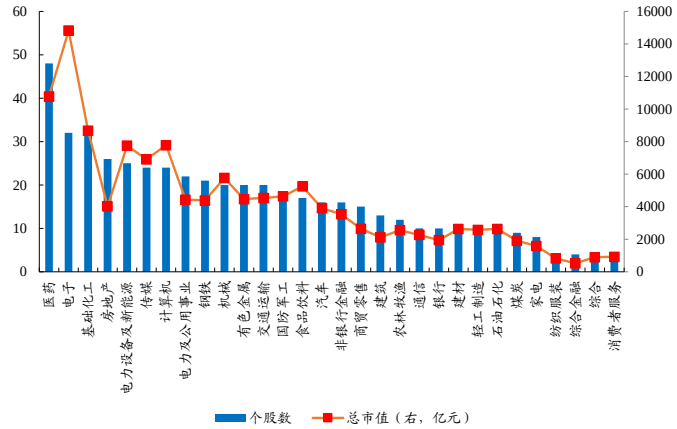
图36：春节后市值越小的龙头股票市场表现明显占优



数据来源：Wind、开源证券研究所

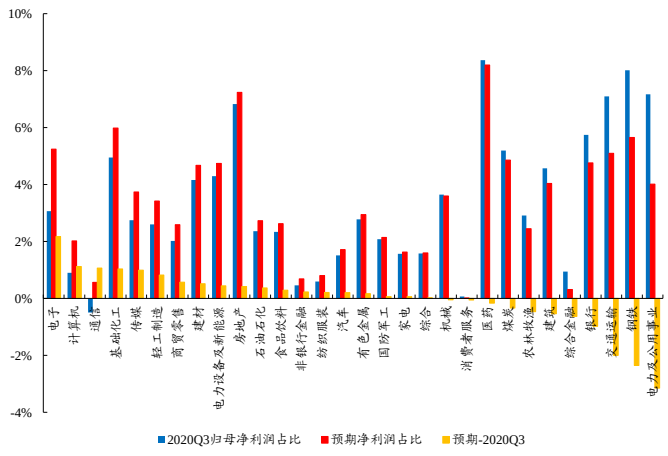
未来中小市值的业绩改善挖掘可以从两个方面进行：**一方面关注已经出现盈利明显改善信号的 TMT 和部分细分行业龙头；**（1）从中证 500 的成分股构成来看，主要集中于医药、TMT（除通信）、基础化工、房地产和电新。从预期净利润占比提升情况来看，**2020Q4 中证 500 盈利占比提升最快的是 TMT 和基础化工**。

图37：中证 500 的成分股中个股数排名靠前的行业集中在医药、TMT（除通信）、基础化工、房地产和电新



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：数据截至 2021-03-26。

图38：从预期净利润占比提升情况来看，2020Q4 中证 500 盈利占比提升最快的是 TMT 和基础化工



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：数据截至 2021-03-26。

5、 四月策略：信号与景气验证

进入 4 月，2020 年报、2021 年一季报预告迎来密集披露期，是验证景气的重要时点。聚焦三条主线：

（1）**传统行业的涨价体现在业绩端，从而加强碳中和的共识，从库存价值走向产能价值重估：钢铁、煤炭。**进入 2021 年，通胀从预期走向现实，如钢铁、煤炭这样的传统行业由于产品涨价，业绩能够在年内得到较高的兑现，而碳中和又为该类行业从库存价值走向产能价值重估提供了长期逻辑。

（2）**2020Q4 新共识的验证，化工、机械、银行；**我们在报告《趋势中寻找信仰》里发现，进入 2020Q4，公募基金和北上资金共同重仓股中，化工、机械、银行成为了“新秀”，而在“新共识”凝聚的过程中，要求业绩得到不断验证。

（3）**中小市值中的 TMT 是否持续转好，**我们已经发现在 2020Q3 中，中小市值中的 TMT 是业绩改善明显的行业，如果年报披露和一季报披露后，能够延续这种改善的趋势，就证明随着海外补库存的开启，中小市值中存在大量可以挖掘的机会。

（4）价值回归仍在途，**房地产、建筑**仍有估值修复空间。

6、 风险提示

国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期

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