2021 年 03 月 21 日

内部为主，兼顾海外

——投资策略周报

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

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **市场回归价值安全线，阶段性企稳已有可能**

A 股春节之后出现了明显的调整，尤其是核心资产。部分投资者认为是美债实际利率的大幅上行导致了春节后市场的波动。但我们认为，更为核心的因素是大部分行业 2019-2020 年的估值扩张本应在 2021 年通过盈利逐步消化，却因为大量新发基金进场导致市场的核心矛盾进一步激化。在深度调整之后，当下市场的定价逻辑明显交回到绝对收益者手中，价值的安全线开始成为重要参考。从部分核心估值指标与预期收益率角度看，各大宽基指数定价矛盾已阶段性缓和且年内预期收益率转正；从交易指标看：我们用来衡量“抱团”风险的指标已经回落至 2020 年 Q3 水平，而 A 股部分资产已经开始得到部分长期投资者的认可。有理由相信“持币”的绝对必要性在阶段性下降，投资者已经可以专注于结构性机会的挖掘。

● **外部因素对市场的影响将弱化**

SLR 到期不续之后利率走势只是小幅抬升，这或许意味着因实际利率上行带来的美债上行已经阶段性趋缓。这一点我们通过对比历史上可比时期的实际利率变化幅度和速度可以得到佐证：实际利率 37 天内上行 49BP 已经是历史上较快的速度。这意味着无论美国国债利率上行是否是 A 股调整的真实原因，以此为锚的投资者的行为波动会因此减弱，市场关注的聚焦会回落到内部核心矛盾上。另一方面，刚刚结束的中美高层战略对话让中美关系再次成为市场关注的焦点，部分投资者担心中美事件给当下脆弱的市场带来冲击。但参考 2018-2019 年中美贸易摩擦时期 A 股、美股的表现，无论从当时的主动还是被动方来看，中美事件并非市场的趋势决定因素，更多是事件冲击。在当下中国的主动程度并不弱于 2018 年的假设下，A 股市场的趋势大概率不会困于中美关系的当下演进。

● **重点关注内部因素出现的积极变化**

投资者应该重点关注的是内部因素出现的积极变化。机遇一，碳中和的长期目标和当下的限排限产措施的结合正在推动部分传统周期性行业产能价值的回归：过去在产能周期下行的过程中，对应板块的估值中枢也在趋势性下移，碳中和有可能促进限产限排的长效机制形成，当前中国本就处在新旧产能周期的交替之处，二者叠加下的产能价值回归将重塑传统行业的“成长性”。机遇二，海外企业在疫情中出现了明显出清，至今海外中小企业在疫情后的扩张中意愿并不积极。这意味着海外生产恢复过程中的供应链缺失仍将长期存在，而生产恢复不同于 2020 年的海外消费拉动，生产对于更广泛的中小企业的拉动可能强于品牌化的头部企业。短期的催化则是：在需求不弱的前提下环保限产正在提升钢铁、铝等行业的盈利弹性；中小市值盈利修复的趋势已经开始逐步被市场重新定价。

● **聚焦价值回归，积极布局**

价值回归将从两个路径演绎：基于 ROE 的价值修复和产能周期中的成长性回归，我们推荐的板块有：**钢铁、铝、银行、房地产、建筑、煤炭、公路、旅游（景点，酒店）**。值得注意的是，当下部分**机械设备、化工（纯碱、PVC、钛白粉）以及 TMT** 板块的中小市值标的应该被纳入投资组合中。

● **风险提示：**流动性宽松超预期；信用收缩超预期；经济复苏不及预期。

相关研究报告

《投资策略专题-趋势中寻找信仰》-2021.3.19

《投资策略专题-已生退意——南下“定价权”周度跟踪之六》-2021.3.17

《投资策略专题-市场仍在挖掘“金融”价值——资金跟踪系列之八》-2021.3.16

目 录

1、 市场回归价值安全线，阶段性企稳已有可能 3
2、 未来外部因素对市场的影响将弱化 6
2.1、 美国实际利率大幅上行时期已过 6
2.2、 中美关系再次“上桌”，但并非市场的核心矛盾 6
3、 将目光投向内部：积极的因素正在酝酿 8
3.1、 传统周期性行业的价值回归与经济复苏共振 8
3.2、 结构性深挖中小市值的盈利弹性 9
4、 聚焦价值回归，积极布局 10
5、 风险提示 11

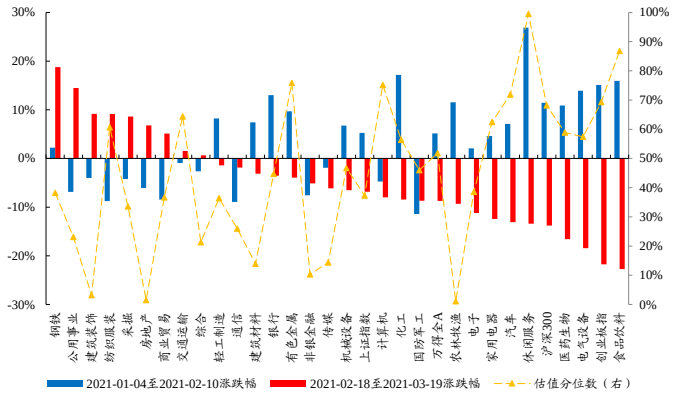
图表目录

图 1: A 股春节后出现了大幅下跌，但行业表现两极分化 3
图 2: 前期“欠债”少的行业出现了明显的估值修复 3
图 3: 历史上看新发基金入场的时滞与市场表现呈现明显的负相关 3
图 4: 新发基金规模在 2021 年 1 月达到峰值 3
图 5: 在 2020-2021 年收益率向 ROE 回归的假设下，部分宽基指数和风格指数的 2021 年预期-实际收益率已经转正 4
图 6: 当前公募前 100 重仓股市值/公募可用资金比值已经低于 2020 年 Q3 的水平 4
图 7: 北上资金中偏长期的配置型资金连续 4 周净流入 5
图 8: 北上配置盘资金净买入电新、机械、家电、银行、医药以及交运较多 5
图 9: 近期 A 股融资买入占比确实处于低位 5
图 10: 近期机构型 ETF 的申购赎回情况有所反复 5
图 11: 2021 年 3 月 19 日美联储表态 SLR 到期不续，美债实际利率反而回落 6
图 12: 参考可比时期的实际利率变化幅度和速度，当下实际利率由于经济复苏预期带来的快速上升期可能已经过去 6
图 13: 2018 年主要的中美贸易摩擦事件对于 A 股的冲击更大，美股几乎不受影响 7
图 14: 2018 年我国处于去杠杆、调结构攻坚期 7
图 15: 2018 年 9 月 27 日美国联邦基金利率突破 2% 7
图 16: 钢铁、煤炭等行业的估值中枢在 2017 年供给侧改革之后下行，近期开始明显抬升 8
图 17: 从收益率回归 ROE 的视角来看，建筑、采掘和钢铁等传统周期性行业仍有修复的空间 8
图 18: 2 月社融存量与贷款余额同比再次抬头 8
图 19: 即便与 2019 年 2 月相比，下游需求并不弱 8
图 20: M1-PPI 回落并不支持信用利差的继续收敛 9
图 21: 2020 年 Q2 开始中证 500 的盈利优势十分明显 9
图 22: 按市值划分三级行业的龙头股，春节前后的表现出现了明显的镜像反转 9
图 23: 大、小市值龙头股的成交量占比变化与市场的反转现象保持了较好的一致性 9
图 24: 中证 500 的成分股中个股数排名靠前的行业集中在 TMT 以及化工、钢铁、机械、有色等周期性行业 10
图 25: 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 10
图 26: 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 10
图 27: 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 10

1、 市场回归价值安全线，阶段性企稳已有可能

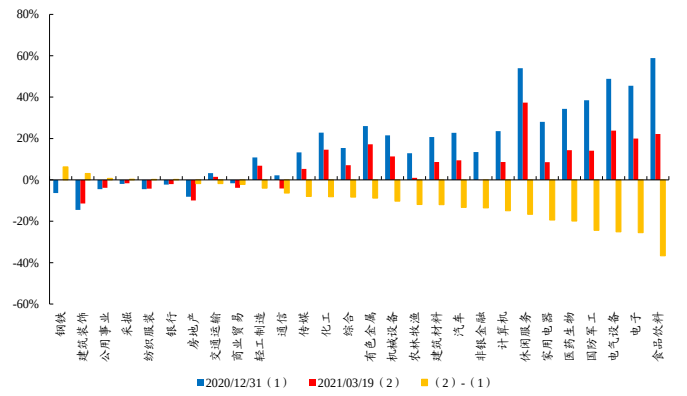
A 股市场大跌之后，定价逻辑回归到绝对收益者手中，价值的安全线开始变得重要。A 股春节之后出现了明显的调整，主要的宽基指数下跌幅度均超过了春节前的上涨幅度，但从行业表现来看却出现了明显的两极分化：前期“欠债”少的行业明显比“欠债”多的行业表现更好。部分投资者认为是美债实际利率的大幅上行导致了春节后市场的波动。但我们认为，更为核心的因素是大部分行业 2019-2020 年的估值扩张本应在 2021 年通过盈利逐步消化，却因为大量新发基金进场（从历史上看新发基金入场的时滞往往与市场表现呈现负相关，而 2021 年 1 月是新发基金的峰值，这意味着春节前很有可能有大量新发基金完成了建仓），导致市场的核心矛盾进一步激化：市场定价未来、忽视估值风险的交易逻辑本就和全球名义增长上行的环境不匹配，这也是我们最早提出持币过节的核心原因。在大跌之后，当下市场的定价逻辑明显交回到绝对收益者手中，价值的安全线开始变得重要。

图1：A 股春节后出现了大幅下跌，但行业表现两极分化



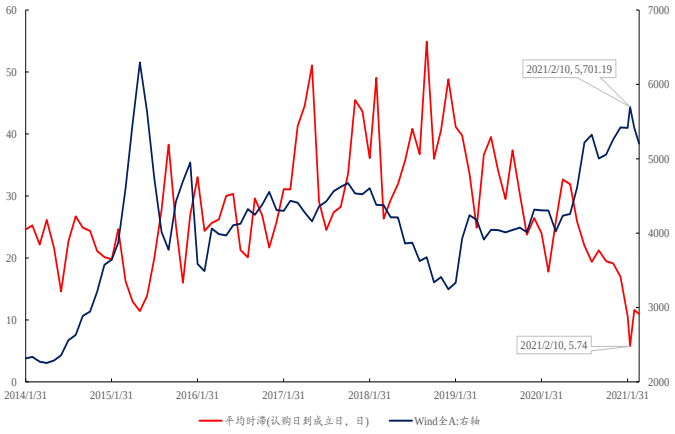
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：前期“欠债”少的行业出现了明显的估值修复



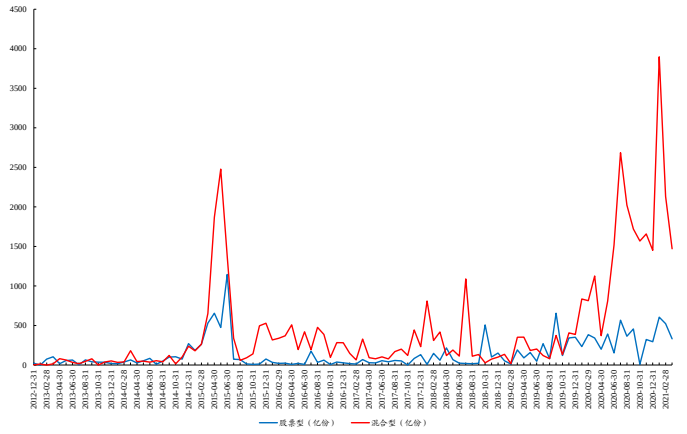
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为 2019 年至特定时点的累计年化收益率-累计年化 ROE 的值。

图3：历史上看新发基金入场的时滞与市场表现呈现明显的负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：新发基金规模在 2021 年 1 月达到峰值



数据来源：Wind、开源证券研究所

从部分核心指标和资金交易行为来看，当下市场经过大幅回撤之后，定价的核心矛盾已阶段性缓和，“抱团”风险的系统性扩散正在接近底部。

（1）**首先，从长期收益率向 ROE 回归的视角来看，部分宽基指数和风格指数的 2021 年预期-实际收益率已经转正。**如果认为 2019 年的估值扩张是合理的，而 2020 年由于疫情带来的流动性宽松导致的估值扩张是需要 2021 年的盈利来消化的，则在 2020-2021 年两年收益率回归 ROE 的假设下，宽基指数中上证指数、沪深 300 以及中证 1000 的预期-实际收益率其实已经转正，而风格指数中除了大盘成长和小盘价值以外，其他也都已转正。

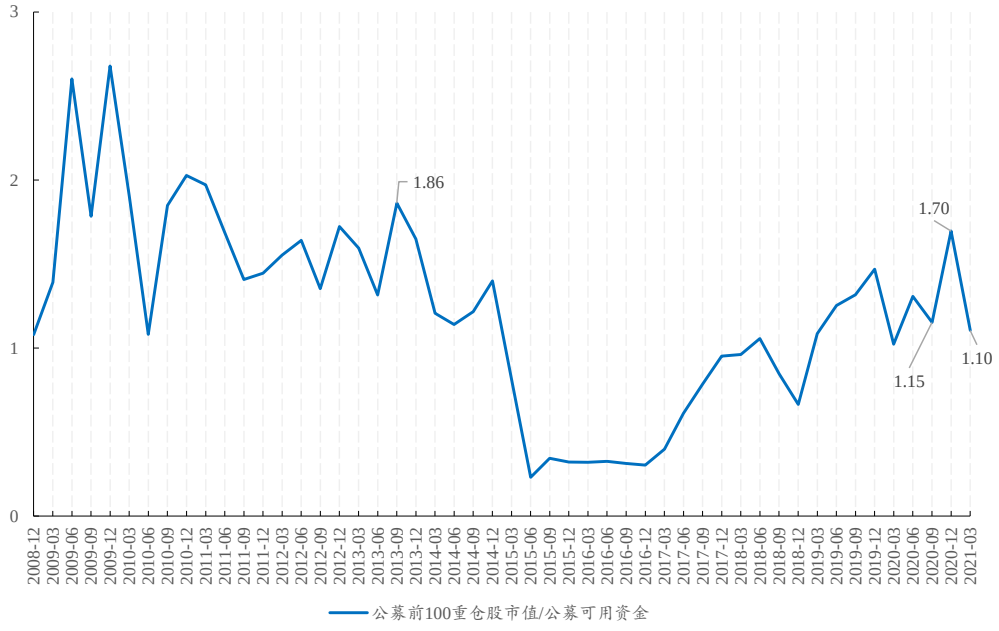
图5：在 2020-2021 年收益率向 ROE 回归的假设下，部分宽基指数和风格指数的 2021 年预期-实际收益率已经转正

	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指	中证1000	中证500	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值
2019-2021三年回归												
2019-2021年三年ROE累乘	29.96%	32.79%	37.52%	48.83%	22.09%	23.80%	70.62%	37.25%	43.76%	31.71%	29.32%	28.01%
2019-2020年收益率	67.10%	39.26%	73.09%	137.20%	50.03%	52.76%	142.64%	30.32%	87.48%	27.31%	58.11%	30.06%
2021年预期收益率	-22.22%	-4.65%	-20.55%	-37.26%	-18.63%	-18.96%	-29.68%	5.32%	-23.32%	3.45%	-18.21%	-1.57%
2021年实际收益率	-4.01%	-1.97%	-3.92%	-9.94%	-5.95%	-2.52%	-4.79%	2.50%	-4.77%	4.86%	-0.82%	4.87%
预期-实际	-18.21%	-2.68%	-16.64%	-27.32%	-12.67%	-16.44%	-24.90%	2.82%	-18.55%	-1.40%	-17.39%	-6.45%
2020-2021两年回归												
2020-2021两年ROE累乘	18.76%	20.18%	23.16%	33.62%	16.09%	15.94%	46.23%	22.49%	28.76%	20.73%	21.80%	18.25%
2020年收益率	25.62%	13.87%	27.21%	64.96%	19.39%	20.87%	59.28%	3.26%	34.74%	5.76%	22.77%	13.57%
2021年预期收益率	-5.46%	5.54%	-3.19%	-19.00%	-2.77%	-4.08%	-8.19%	18.62%	-4.44%	14.16%	-0.79%	4.12%
2021年实际收益率	-4.01%	-1.97%	-3.92%	-9.94%	-5.95%	-2.52%	-4.79%	2.50%	-4.77%	4.86%	-0.82%	4.87%
预期-实际	-1.45%	7.51%	0.73%	-9.06%	3.19%	-1.56%	-3.41%	16.12%	0.33%	9.30%	0.03%	-0.76%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：回归是指该阶段内的年化收益率=年化 ROE。

尽管以大盘成长为代表的“核心资产”仍面对较大的“还债”压力，但如果从“去杠杆”角度来看，上述资产离阶段性的企稳从交易层面来看已有可能。我们曾在报告《价值之光不会照耀静止之处》中提到，可以用公募基金前 100 重仓股的持仓市值与公募基金可用资金的比值作为抱团股的“杠杆”效应衡量指标，即单位可用资金所能拉动的抱团股持仓市值变动，发现该比值在 2017 年 Q1 之后逐步抬升至 2020 年 Q4（1.70）。当下出现的积极变化是截至 2021 年 3 月 19 日该比值已经大幅回落至 1.10，已经低于 2020 年 Q3 的水平，而 2020 年 Q3 市场的抱团以及分化程度并未像 2021 年春节前极致，这意味着核心资产离阶段性的企稳从交易层面已有可能。

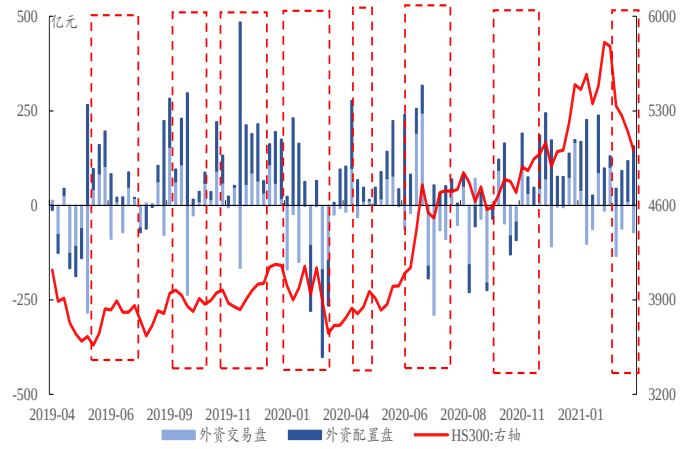
图6：当前公募前 100 重仓股市值/公募可用资金比值已经低于 2020 年 Q3 的水平



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：具体的测算方法见报告《价值之光不会照耀静止之处》。

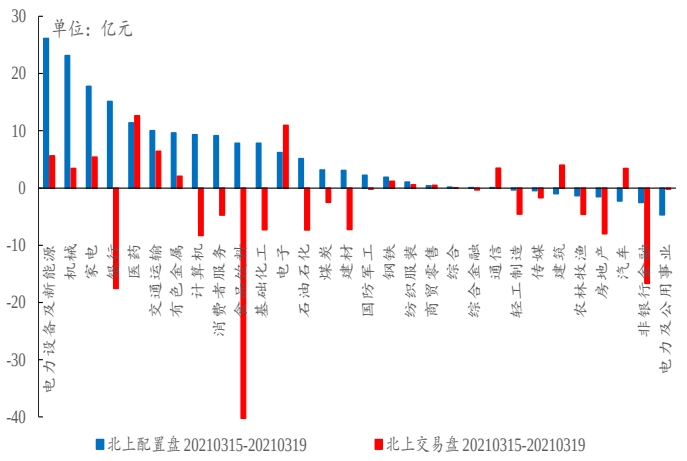
（2）**其次，从北上资金的交易行为来看，近期北上资金中偏长期的配置型资金正在回流 A 股。**历史上看外资配置盘净流入+交易盘净流出往往是阶段见底的信号，而我们看到北上配置型资金已经连续 4 周净流入 A 股，并且板块配置上净买入电新、机械、家电、银行、医药以及交通运输较多，与此前偏好的核心资产板块出现了明显的切换。**这意味着即便是外资中偏长期的资金回流是一个积极的信号，但也并非重回此前的核心资产板块，而是开始逐步认可其他资产的价值回归。**

图7：北上资金中偏长期的配置型资金连续 4 周净流入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：北上配置盘资金净买入电新、机械、家电、银行、医药以及交运较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

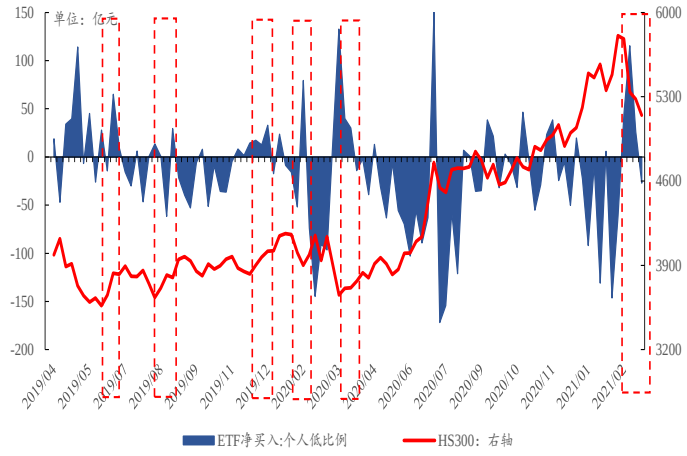
（3）最后，从融资买入和机构 ETF 的申购赎回行为来看，历史上市场阶段性见底时往往伴随着融资买入处于低位、机构型 ETF 被净申购：**近期 A 股融资买入占比确实处于低位，但机构投资者近期并未积极申购 ETF。**

图9：近期 A 股融资买入占比确实处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：近期机构型 ETF 的申购赎回情况有所反复



数据来源：Wind、开源证券研究所

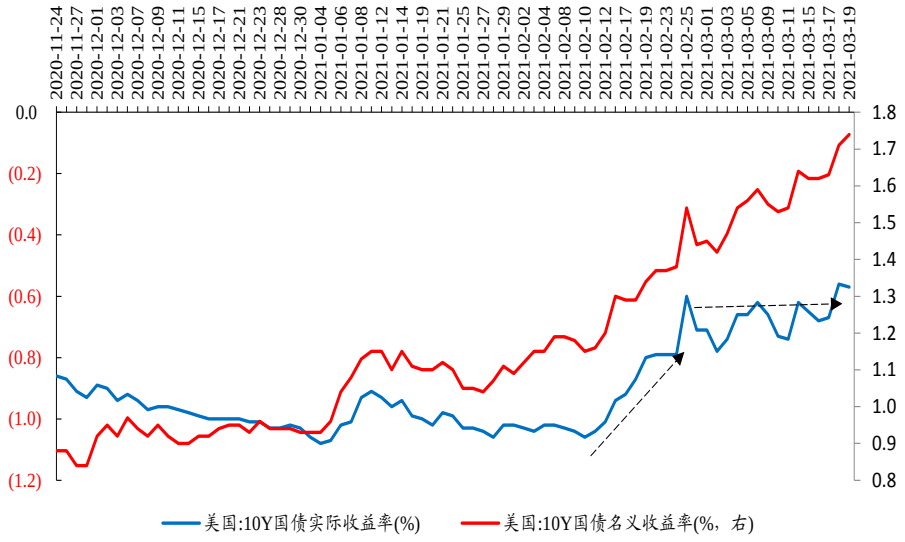
需要强调的是，上述指标和资金的交易行为并不具备单一的指示意义，但是某种程度上它可以指示：**A 股过去突出的定价核心矛盾阶段性得到了调和，尽管部分资产仍需要时间消化估值，但有些资产的配置价值已经开始得到部分长期投资者的认可，“抱团”风险的系统性扩散正在接近底部。**

2、 未来外部因素对市场的影响将弱化

2.1、 美国实际利率大幅上行时期已过

无论是从美联储表态 SLR 到期不续之后的利率走势还是历史上可比时期的实际利率变化幅度和速度来看，当前美国实际利率大幅上行的时期可能已经过去。2021 年 3 月 19 日美联储表态 SLR 到期不续，但美债名义利率上行幅度并不大，实际利率甚至有所回落，同时参考可比时期的实际利率变化幅度和速度，我们倾向于认为在某种程度上美国实际利率的大幅上行已经接近阶段性尾声。无论实际利率上行是不是本轮 A 股估值调整的真实原因，至少部分以实际利率为锚的投资者未来一段时间也应该将关注的重点从海外转向国内。

图11：2021 年 3 月 19 日美联储表态 SLR 到期不续，美债实际利率反而回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：参考可比时期的实际利率变化幅度和速度，当下实际利率由于经济复苏预期带来的快速上升期可能已经过去

期初	期末	历时（天）	实际利率变化（%）	名义利率变化（%）	通胀预期变化（%）	美国CPI当月同比期末值（%）	通胀预期期末值（%）
2004-03-17	2004-05-07	51	0.88	1.08	0.20	3.10	2.55
2008-03-10	2008-10-14	218	2.15	0.62	(1.53)	3.70	1.03
2009-02-17	2009-03-10	21	0.62	0.35	(0.27)	(0.40)	0.84
2010-10-14	2010-12-14	61	0.86	0.97	0.11	1.50	2.22
2013-04-05	2013-07-10	96	1.38	0.98	(0.40)	2.00	2.06
2015-04-27	2015-06-10	44	0.60	0.56	(0.04)	0.10	1.87
2016-10-25	2016-12-16	52	0.67	0.83	0.16	2.10	1.86
2020-03-06	2020-03-19	13	1.19	0.38	(0.81)	1.50	0.50
2021-02-10	2021-03-19	37	0.49	0.59	0.10	1.70	2.31

数据来源：Wind、开源证券研究所

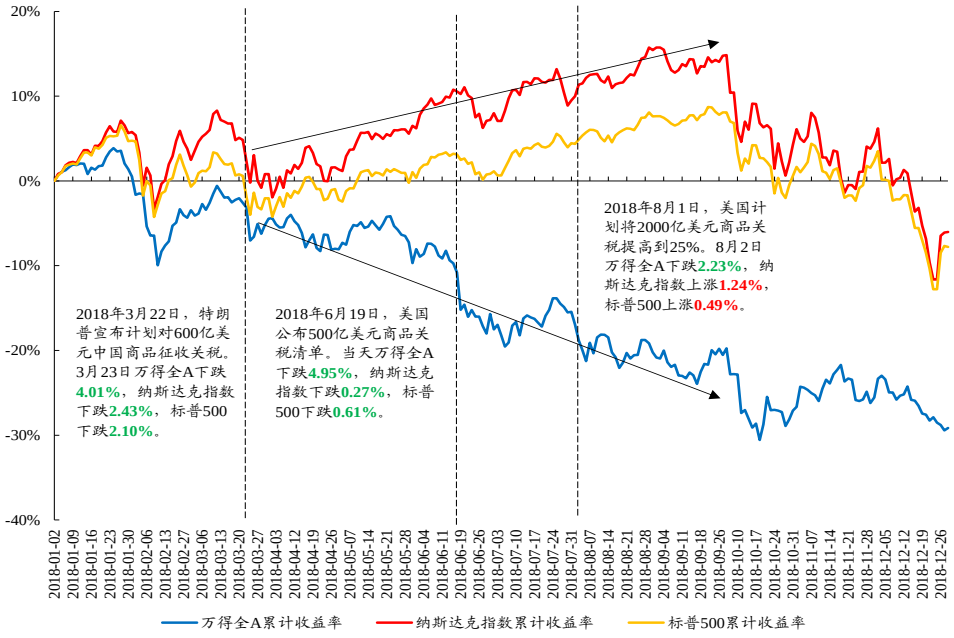
2.2、 中美关系再次“上桌”，但并非市场的核心矛盾

参考 2018 年中美贸易摩擦时期的 A 股和美股表现，中美事件并非市场的核心矛盾，更多是事件冲击。近期刚刚结束的中美高层战略对话又让中美关系再次成为市场关注的焦点之一，可能会有部分投资者担心中美事件给当下本就脆弱的市场带来冲击。但我们认为参考 2018-2019 年中美贸易摩擦时期 A 股、美股的表现，可以

发现当时 A 股、美股出现了明显的分化：中美贸易摩擦事件对于 A 股的冲击很大，但美股几乎不受影响。而且 2018 年 A 股持续下跌背后的核心因素也并非中美摩擦事件，而是国内的去杠杆；2018 年 10 月之后美股大幅下挫也不是源自中美关系的进一步恶化，而是美国经济复苏后期通胀上升带来的美联储政策大幅收缩所导致。**上述现象意味着中美各自内部因素的变化才是影响 A 股/美股走势的核心因素，中美摩擦导致的事件冲击只是阶段性的**。无论对于贸易摩擦的主动方或者被动方而言，都是如此。

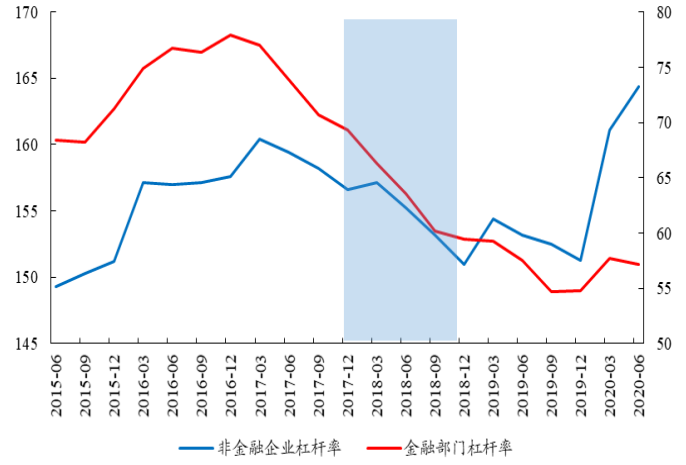
我们不难理解，2021 年中美之间的相对关系中，中方至少不会弱于 2018 年。在疫情后全球高名义增长中，货币政策变化与经济复苏的结构与节奏仍然是主要矛盾，摩擦事件可能也只是短期带来资产价格的波动，也并不能决定中期趋势，建议投资者将重心放在内部因素上。

图13：2018 年主要的中美贸易摩擦事件对于 A 股的冲击更大，美股几乎不受影响



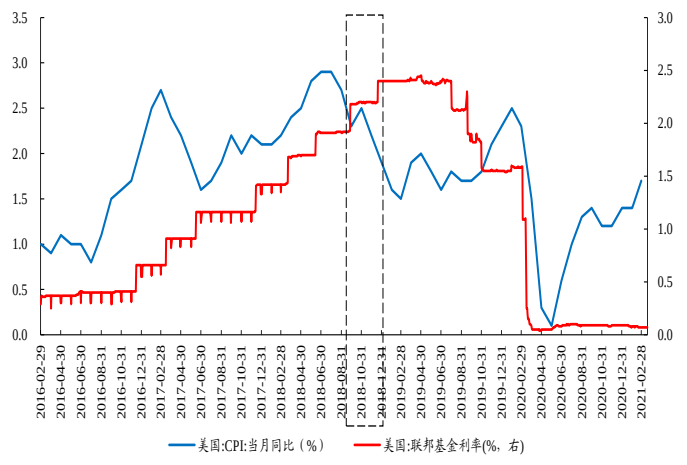
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2018 年我国处于去杠杆、调结构攻坚期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2018 年 9 月 27 日美国联邦基金利率突破 2%



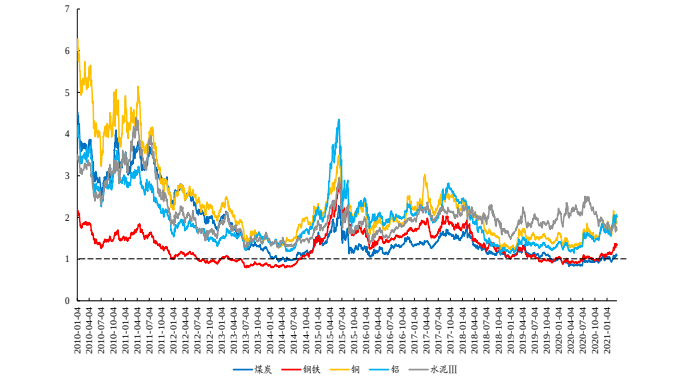
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 将目光投向内部：积极的因素正在酝酿

3.1、 传统周期性行业的价值回归与经济复苏共振

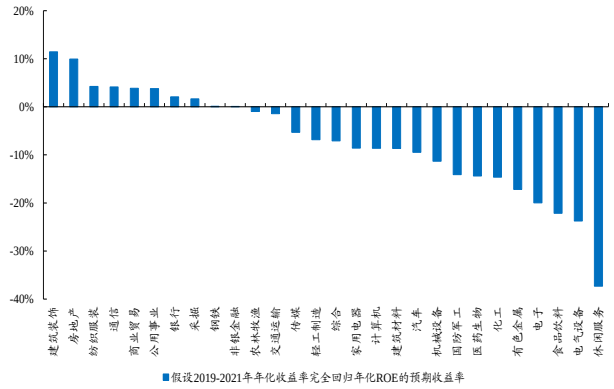
碳中和的长期目标和当下的限排限产措施正在推动部分传统周期性行业产能价值的回归。过去在产能周期下行的过程中，对应板块的估值中枢也在趋势性下移，如钢铁、煤炭等，这些行业曾在 2016-2017 年供给侧改革时估值大幅抬升，但由于 2017 年之后限排限产的强度有所下降， 2018 年钢铁、煤炭明显增产，导致市场对于产能出清的预期并不稳定，这也是当下市场的主要疑虑。但正如我们在报告《未有之变——开源“碳中和”策略篇》中提到的，火电、钢铁以及非金属矿物制品是全国碳排放的主要来源，要想在 2030 年前完成碳达峰的目标，这些重点行业的单位产出碳排放的降低是十分必要的；同时碳排放权价值的抬升也将使得污染成本提高。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。另外，过去两年部分行业的收益率与 ROE 之间的差距也需要修复，当下仍处在修复的区间。

图16：钢铁、煤炭等行业的估值中枢在 2017 年供给侧改革之后下行，近期开始明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

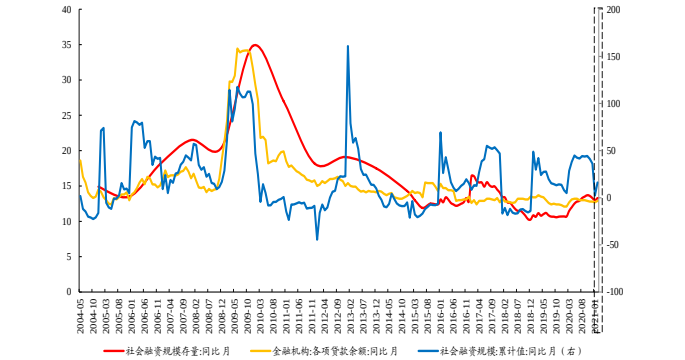
图17：从收益率回归 ROE 的视角来看，建筑、采掘和钢铁等传统周期性行业仍有修复的空间



数据来源：Wind、开源证券研究所

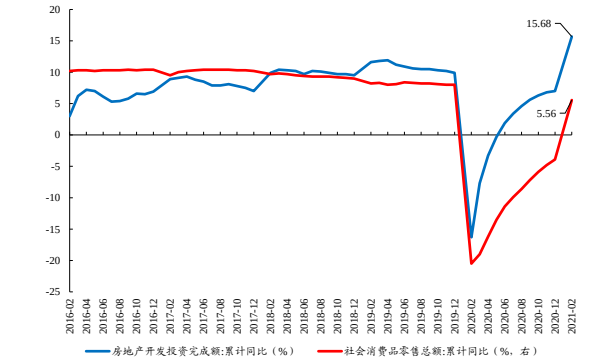
同时考虑到当下经济并未明显走弱，行业的价值回归将与经济复苏形成共振。信贷数据显示 2 月社融存量与贷款余额同比再次抬头，实体经济的融资需求仍很旺盛；投资与消费数据显示房地产投资与社会零售总额均大幅增长，即便是与 2019 年 2 月同期相比房地产投资与社零增速分别为 15.68%/5.56%，下游需求仍不弱。

图18：2 月社融存量与贷款余额同比再次抬头



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：即便与 2019 年 2 月相比，下游需求并不弱

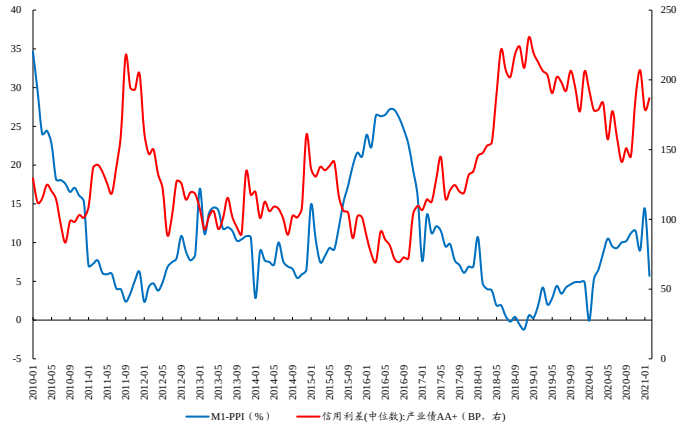


数据来源：Wind、开源证券研究所。注：此处 2021 年数据为与 2019 年同期之比。

3.2、 结构性深挖中小市值的盈利弹性

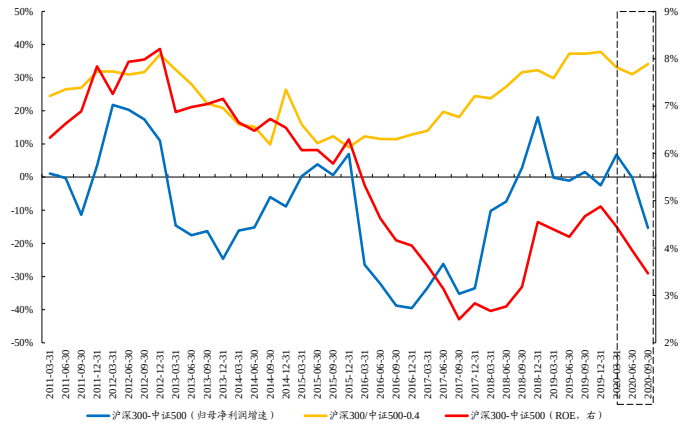
对于中小市值而言，尽管很难出现贴现率下行带来的全面估值驱动行情，但本身的盈利修复已经被市场逐步定价，未来对于盈利的挖掘仍是重点。正如我们在报告《贴现率的迷思》中提到的，由于中小市值企业的经营风险较大，因此其贴现率更多的锚定国内信用利差，而当下 M1-PPI 的回落以及未来信用收缩的预期并不支持信用利差进一步回落，因此对于中小市值而言很难出现贴现率下行带来的全面估值驱动行情。但从业绩的相对增速优势来看，其实 2020 年 Q2 开始中证 500 的盈利增速已经明显相较于沪深 300 占优，而且二者 ROE 的差距也在收敛，这一点已经逐步被市场所认知到并定价：我们统计了三级行业营收第一、第二股票（营收角度的龙一、龙二）在 2021 年 1 月 1 日-2 月 10 日（春节前）和 2021 年 2 月 18 日-3 月 19 日（春节后）的区间涨跌幅，并按照市值划分计算均值：发现在春节前市值大小与涨跌幅呈现正相关关系，而春节后出现了明显的反转，**市值越小的龙头股票市场表现反而明显占优**；同时从成交量占比的视角来看，大市值龙头股成交量占比在大幅波动中震荡下行，而**小市值龙头股成交量占比明显上行**。

图20：M1-PPI 回落并不支持信用利差的继续收敛



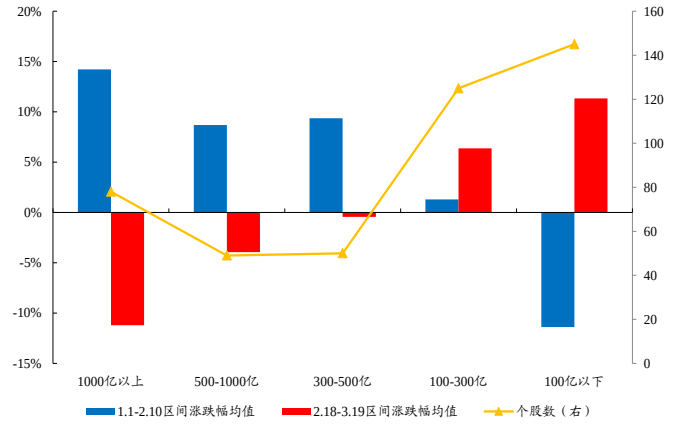
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2020 年 Q2 开始中证 500 的盈利优势十分明显



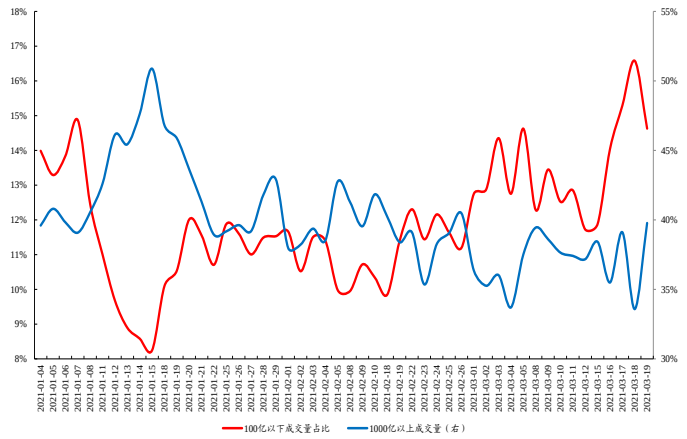
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：按市值划分三级行业的龙头股，春节前后的表现出现了明显的镜像反转



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：大、小市值龙头股的成交量占比变化与市场的反转现象保持了较好的一致性

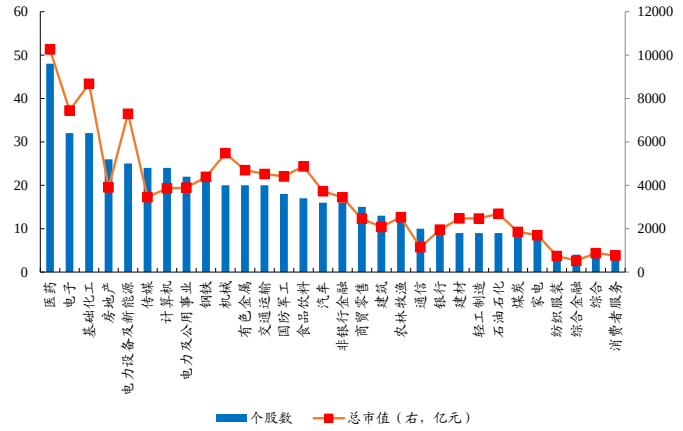


数据来源：Wind、开源证券研究所

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；另一方面关注由于疫情和碳中和导致**

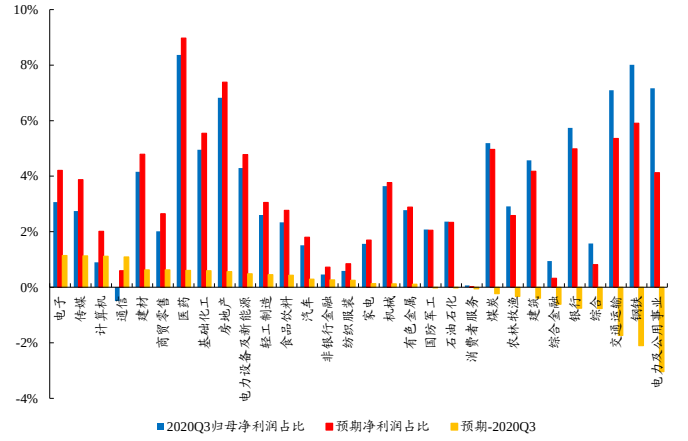
的全球产能出清带来我国中小企业产能价值的重估。从中证500的成分股构成来看，主要集中于TMT以及化工、钢铁、机械、有色等周期性行业。从预期净利润占比提升情况来看，2020Q4中证500盈利占比提升最快的是TMT；而从目前美国中小企业的破产情况和乐观指数来看：2020年美国企业破产数量创近10年的新高，2021年3月的美国破产企业数较2月有所加快（主要集中于可选消费和工业领域），美国中小企业的扩张意愿仍在下行，海外中小企业的生存环境仍十分严峻。这也就意味着我国此前部分行业过剩的产能在全球其他经济体的产能逐步出清而被迫退出的情况下变得不再过剩，这些行业的产能价值（尤其是对于尾部的中小企业的产能而言）将大幅提升，而这也将带来全球复苏过程中我国中小企业盈利的弹性。

图24：中证500的成分股中个股数排名靠前的行业集中在TMT以及化工、钢铁、机械、有色等周期性行业



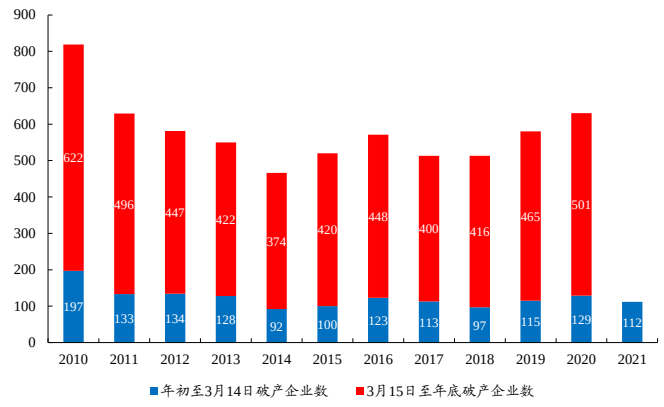
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：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



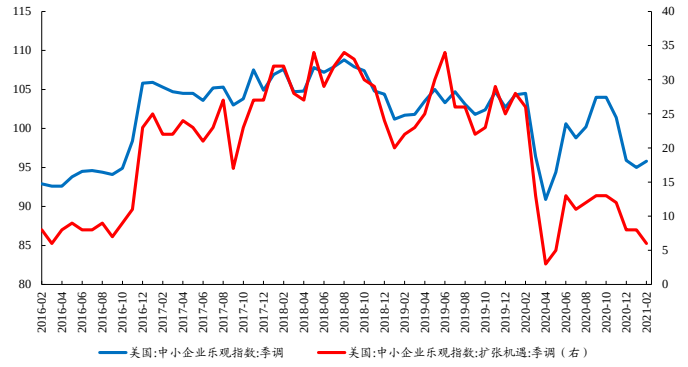
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2020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27：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

4、聚焦价值回归，积极布局

当下价值回归已经成为市场定价的核心逻辑，而前期由于抱团瓦解带来的系统性风险从部分核心指标以及内外资的交易行为来看已经接近底部，这意味着在市场阶段性企稳的情景下更为广泛的价值回归和价值发现将到来。同时，外部因素的边际扰动未来将会弱化，海外无风险利率上行的最快阶段或已过去，而中美关系从历史经验来看并不能成为核心矛盾，因此投资者应该把目光从海外转向国内，关注内

部因素发生的积极变化，聚焦价值回归，积极布局：

第一，碳中和对于限排限产的长期有效机制的形成有助于稳定市场的产能重估预期，相关受益行业**钢铁、铝、建筑以及煤炭**又恰好处于被低估的状态，存在收益率向 ROE 回归的价值修复需求，因此这些传统周期性行业的价值修复与产能重估形成了股价上行的共振力量。

第二，同样地，在经济复苏的趋势中，部分行业基本面的改善也是价值回归的基石：**银行、房地产、公路运输以及旅游（景点，酒店）**。

第三，对于中小市值而言，深挖盈利弹性是核心：一方面关注已经出现明显盈利改善信号的 **TMT**；另一方面关注在海外中小企业产能出清的背景下，全球生产恢复过程中对于**机械设备、化工（纯碱、PVC、钛白粉）**等细分领域中小企业的盈利拉动。

5、 风险提示

流动性宽松超预期；信用收缩超预期；经济复苏不及预期。

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