2021 年 03 月 14 日

以“碳中和”之名

——投资策略周报

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

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

● 全球价值风格共振，机遇站在“短久期”资产一边

伴随美债收益率曲线逐步陡峭化，“长久期”的成长股持续受到压制，“短久期”价值股开始跑赢，**全球风格切换开始共振**。这一行为映射到国内的现实意义：北上对“茅指数”资产的净买入行为对长期实际利率较为敏感，近期也出现了明显向价值风格的切换，公募基金困扰于负债端的不稳定和在核心资产中仍然较高的仓位，当下处于阶段性的定价权被动期。值得关注的是美元上行的正反馈机制正在形成：美债利率继续上行可能触发**美元走强趋势的正向反馈**：近期美元空头头寸规模持续上行至 2018 年 2 月以来的高点，这意味着**一旦美元大幅走强，可能会对美元空头形成“逼空”行情，而这又将加速美元上行**。这对于国内资产定价的挑战是：美元指数走强的过程中**中美核心资产之间的映射关系开始出现了不稳定**，中美新能源和茅指数/FAAMG 之间整体呈现了联动但中弱于美的格局。未来**美元指数的走强带来的资本流出对新兴市场又将是新的考验。**

● 红利指数背后的价值回归：未被定价的高 ROE

投资者困惑的是在一个全球名义利率回升过程中为何红利指数会大幅跑赢，我们认为合理的解释是：高分红公司其实意味着再投资者成长性降低，市场本身定价久期较短，如同分红债券的久期低于同期限零息债券。这同样是短久期资产正在占优的表现。为了寻找当下价值回归的线索，我们在以全市场高 ROE 中的低 PB 组合代表的价值风格和红利指数的价值股之间的历史关系中发现：在“胀”时期，高 ROE 中的低 PB 组合往往跑赢红利指数，而在“去杠杆”时期，红利指数则更占优。近期高 ROE 中的低 PB 组合整体跑赢中证红利指数，是**市场正在寻找未被定价的 ROE 的体现，这也构成了通胀预期下价值回归的底层逻辑**。

● 价值回归正在与宏观环境与行业主题形成共振

2014 年推动金融改革与“一带一路”战略之前，全市场机构投资者为买入成长板块而卖出价值板块，估值的差距带来了系统性的价值修复的需求。金融改革与“一带一路”战略在当时投资者的有限信息中，同样存在诸多不确定性，行情的启动我们很难用纯“主题炒作”去一言蔽之。而当下，抛售价值拥抱成长同样是过往 2 年的主旋律。面对在钢铁、铝、煤炭、部分化工（非成长性）、公用事业等板块中广泛存在的价值修复需求，**我们认为“碳中和”政策恰好形成了催化剂的作用，伴随其政策斜率向上，当下对传统行业产能的重估可能远未结束**。同样的，投资者也应该重视当下宏观环境（经济未明显回落，利率上行）对于金融板块（银行、保险）的促进，以及关注集中供地对于房地产价值修复的帮助。

● 以碳中和的名义，价值回归

当下我们不能给出指数上“大势研判”的精准建议，但价值回归应该是乐观者押注的方向。尽管“布局长期赛道否则就是炒主题”的经验还在不同程度困惑着全市场，投资者对于碳中和带来的广泛机遇认同不足。但我们认为，在碳中和这一重塑产能价值的改革过程中，尽管路径存在诸多不确定性，但指向的未来已较为清晰。而恰好指向的受益资产：**钢铁、煤炭、铝、公用事业、建筑**都处在低估区间，本就未曾定价未来，ROE 视角价值修复的需求已经可以构成股价上行的基石。同样的视角，也应该关注已经出现基本面变化的**银行、保险**（利率上行）和**房地产**（集中供地）的价值回归。另外，**一带一路**也应该纳入投资者的组合考量。

● 风险提示：经济复苏不及预期；测算误差

策略研究团队

相关研究报告

《投资策略专题-贴现率的迷思》-2021.3.13

《投资策略专题-南下的背水之战——南下“定价权”周度跟踪之五》-2021.3.10

《投资策略专题-调整之下，“新共识”仍坚定——资金跟踪系列之七》-2021.3.8

目 录

1、 全球价值风格共振，“长久期”资产承压 3
2、 价值回归：当下定价的核心逻辑 7
2.1、 红利指数领涨背后：价值风格逐步占优 7
2.2、 进一步深挖：市场正在重新寻找未被定价的高 ROE 7
3、 价值与环境的共振 9
3.1、 “碳中和”成为当下推动价值发现的催化剂 10
3.2、 继续验证：宏观环境缓缓有利于金融板块 10
4、 以碳中和的名义，价值回归 11
5、 风险提示 12

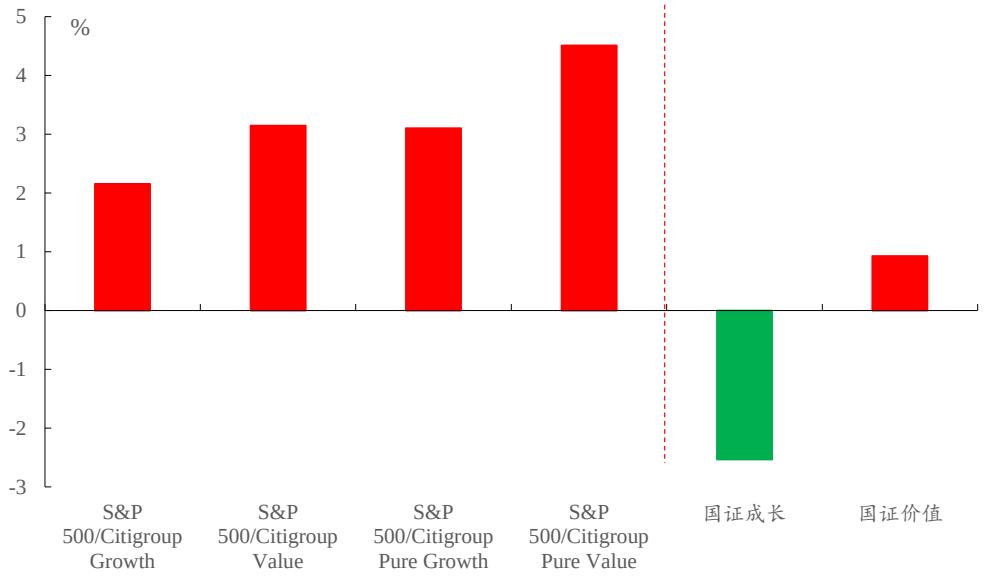
图表目录

图 1： 本周(20210308-20210312)中美股市中成长风格收益率明显跑输价值风格 3
图 2： 近期美债收益率曲线逐渐陡峭化，长端利率趋于上行，短端利率趋于下行 3
图 3： 近期美债实际利率与通胀预期均上行 3
图 4： 2018 年之后美国实际利率攀升期常伴随外资对茅指数成分股的净卖出行为 4
图 5： 当下偏股混合型和普通股票型基金的整体仓位维持高位震荡 4
图 6： 个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能较好的反应股票型基金的申购赎回行为 5
图 7： 近期无论是以个人持有为主的 ETF 还是以机构持有为主的 ETF 的净申购逐步趋缓甚至开始被净赎回 5
图 8： 2021 年 2 月下旬以来，美元指数逐步企稳上行 5
图 9： 近期美元空头头寸规模持续上行，为 2018 年 2 月以来的高点，美元多头头寸规模近期大幅上升 5
图 10： 近期美元指数震荡走强的同时，中美核心资产之间也出现了明显分化 6
图 11： 2021 年以来，中证红利指数明显跑赢主要股指 7
图 12： 拉长期限来看，中证红利指数与价值指数的长期收益率相当 7
图 13： 中证红利指数、高 ROE 中的低 PB 组合以及国证价值指数相对于国证成长走势基本相同 8
图 14： 在价值占优的不同区间内，价值风格的定价侧重点可能有所不同 8
图 15： 无论是高 ROE 中的低 PB 组合，还是中证红利指数，均主要由银行、地产以及煤炭、钢铁等板块构成 9
图 16： 分拆来看，2021 年以来，高 ROE 中的低 PB 组合跑赢中证红利指数主要源于建筑、汽车、电新、化工、公用事业、有色、传媒以及钢铁等板块的贡献 9
图 17： 2014 年金融改革与“一带一路”战略推动主动偏股基金在价值板块上的超低配比例上升，在成长板块上的超低配比例下降。2016 年以来的“供给侧改革”同样促使主动偏股基金在价值板块上的超低配比例上升 10
图 18： 2021 年 2 月社融存量增速超预期上行 11
图 19： 结构上，企业和居民中长期贷款增速较快 11
图 20： 高 ROE 中的低 PB 组合 2021 的预期收益率高于大盘成长与中证红利指数，且 2021 年以来的表现好于上述两个指数 11
图 21： 分行业看，在收益率三年回归 ROE 的假设下，建筑、地产、公用事业、采掘以及钢铁等行业均能取得正向预期收益 12

1、 全球价值风格共振，“长久期”资产承压

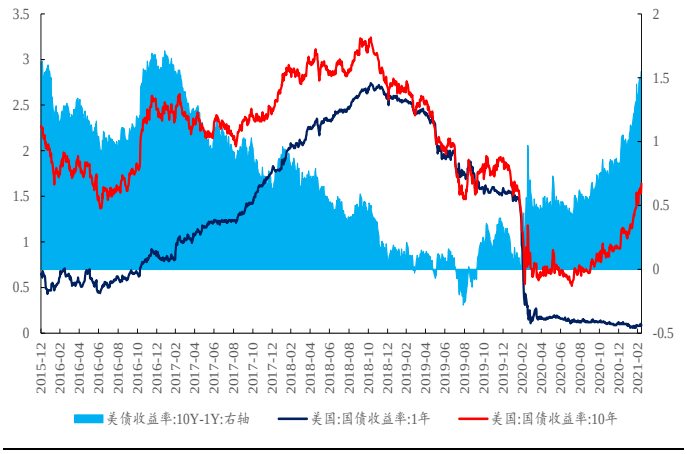
近期全球价值风格逐步开始共振。本周(20210308-20210312)中美股市中成长风格收益率明显跑输价值风格，其背后是美债收益率曲线逐步陡峭化：**短端利率下行，长端利率上行**。这种组合不利于“长久期”资产，“短久期”资产可能更占优。

图1：本周(20210308-20210312)中美股市中成长风格收益率明显跑输价值风格



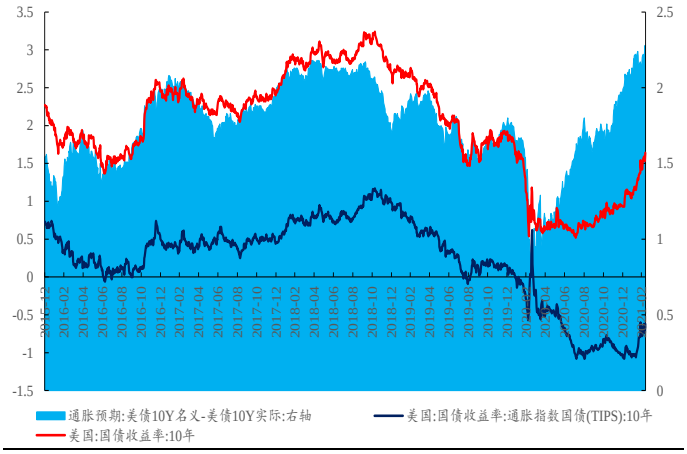
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：近期美债收益率曲线逐渐陡峭化，长端利率趋于上行，短端利率趋于下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

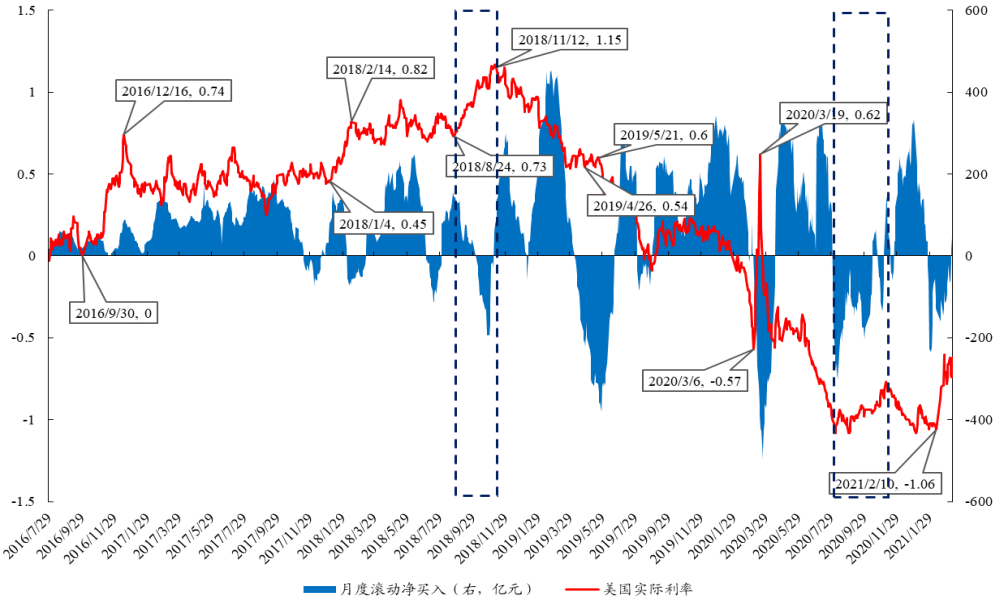
图3：近期美债实际利率与通胀预期均上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

随着以“茅指数”为代表的核心资产的估值不断攀升，北上对该类资产的净买入行为对实际利率较为敏感。这意味着，**在当前美债实际利率上行的大背景下，以“茅指数”为代表的核心资产可能会遭受北上进一步的抛售压力**。而当下对于国内机构而言，公募整体仓位仍偏高，且其负债端的增量资金可能在边际趋缓，这意味着**一旦北上继续抛售上述核心资产，公募基金可能会失去在该类资产上的定价权**。

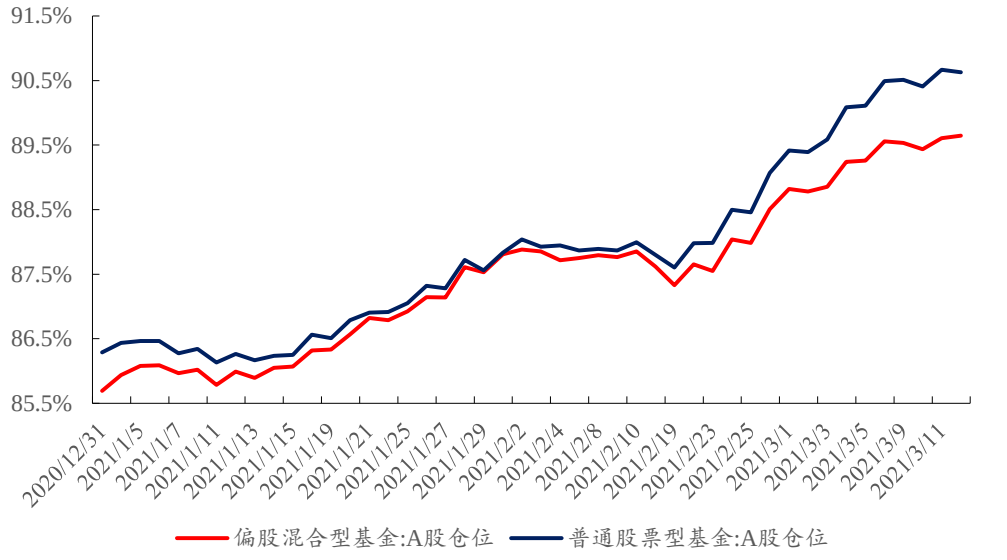
图4：2018 年之后美国实际利率攀升期常伴随外资对茅指数成分股的净卖出行为



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基于二次规划法测算

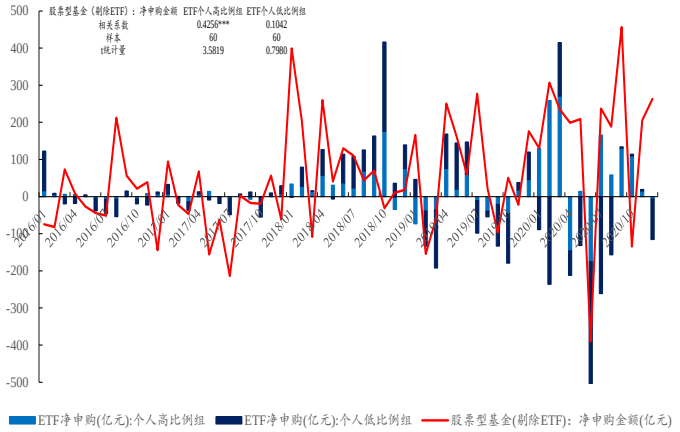
图5：当下偏股混合型和普通股票型基金的整体仓位维持高位震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

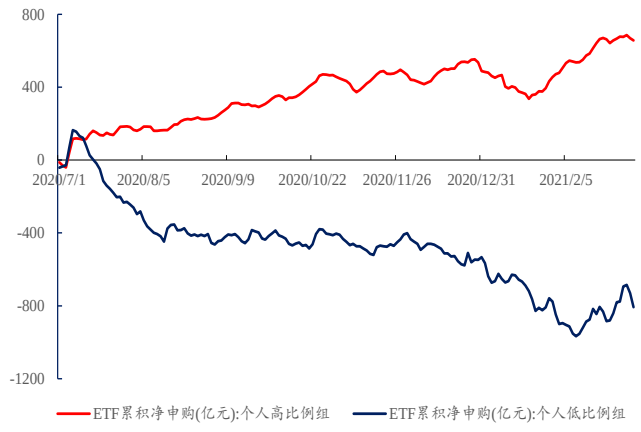
注：基于二次规划法测算

图6：个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能较好的反应股票型基金的申购赎回行为



数据来源：Wind、开源证券研究所

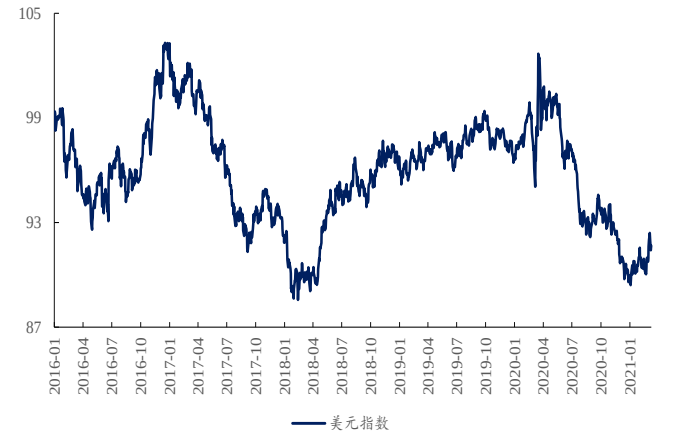
图7：近期无论是以个人持有为主的 ETF 还是以机构持有为主的 ETF 的净申购逐步趋缓甚至开始被净赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

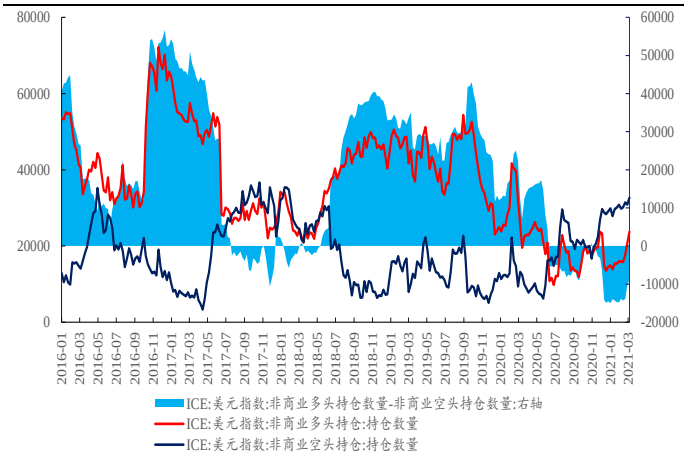
美债利率继续上行带来的另外一个影响是：美元走强的趋势可能延续。值得一提的是，**近期美元空头头寸规模持续上行，目前已经达到了 2018 年 2 月以来的高点，**而美元多头头寸规模近期同样大幅上升，美元多空双方“博弈”激烈，这意味着**一旦美债利率上行带来美元持续走强，可能会对美元空头形成“逼空”行情，而这又将加速美元上行。**

图8：2021 年 2 月下旬以来，美元指数逐步企稳上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：近期美元空头头寸规模持续上行，为 2018 年 2 月以来的高点，美元多头头寸规模近期大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

值得注意的是近期美元指数走强的同时也伴随着中美核心资产出现分化，这与历史上的规律有所背离。我们统计了 2014 年沪港通开通以后美元指数走势与中美核心资产表现之间的关联，发现有以下 2 个核心特征：

（1）2014 年下半年以来，整体上看以美国 FAAMG 和国内茅指数为代表的核心资产具备很明显的共振效应，这与陆股通逐步开放之后北上资金对于 A 股的边际定价权不断提升有关；而中美有关新能源的板块共振效应则是 2019 年 Q3 之后才较为明显，核心原因可能在于新能源的产业周期也是在 2019 年才开始逐步步入景气区间。

（2）在 2019 年 Q3 之前，只要美元处于上行期（2015 年年中 A 股的牛市结束除外），中美核心资产均共振上涨，尤其是 2016 年之后，A 股茅指数的涨幅基本上均明显超过同期 FAAMG 的涨幅。

然而 2019 年 Q3 之后，上述两个特征开始出现了明显的变化：除了因为 2020 年 3 月中旬流动性危机造成的美元指数大幅上行导致中美核心资产、新能源板块同时下跌以外，流动性危机之后的美元指数两次震荡上行期（分别是 2020 年 9-10 月和 2021 年 1 月 6 日以来）**中美核心资产的表现开始出现了明显的背离**，A 股新能源板块的表现也明显不如美股。**上述分化的出现意味着中美核心资产/新能源板块之间的映射关系开始出现了不稳定**，而这种不稳定背后很有可能来自 2016 年之后北上资金不断配置 A 股核心资产的趋势达到了一个历史的节点：**面对 2019 年以来宽松的流动性对于核心资产估值中枢的不断抬升，北上资金并不像 2019 年之前一样持续买入，反而是在逐步兑现收益；**而近期在美国经济复苏预期强化的背景下，**美元指数的走强也使得外资有流出新兴市场的压力。面对这种边际变化投资者不可再对此前的中美核心资产之间的映射关系刻舟求剑，而是要积极应对。**

图10：近期美元指数震荡走强的同时，中美核心资产之间也出现了明显分化

状态	起始区间	终点区间	历时	美元指数变动	FAAMG区间收益率	茅指数区间收益率	PBW.P（美国新能源ETF）	电力设备及新能源(中信)
大幅上行	2014/5/6	2015/3/13	311	20.9985	26.69%	44.91%	-14.58%	69.72%
短时间内反复	2015/3/13	2015/3/25	12	-3.2745	1.69%	7.93%	1.29%	16.01%
	2015/3/26	2015/4/13	18	2.0937	-0.53%	12.81%	3.96%	18.12%
	2015/4/14	2015/5/15	31	-5.4881	4.41%	1.86%	1.04%	15.35%
	2015/5/16	2015/6/1	16	4.1916	0.17%	22.68%	-3.08%	21.63%
	2015/6/2	2015/6/18	16	-1.9033	0.50%	-6.61%	1.73%	-0.69%
	2015/6/19	2015/7/20	31	3.9731	11.08%	-7.07%	-12.14%	-26.77%
	2015/7/21	2015/8/25	35	-3.3237	-13.18%	-25.31%	-18.49%	-26.18%
大幅上行	2015/10/14	2015/11/30	47	6.3208	14.48%	3.29%	-6.55%	14.47%
大幅下行	2015/12/1	2016/5/3	154	-6.7115	-5.92%	-0.05%	-5.19%	-16.38%
大幅上行	2016/5/4	2017/1/3	244	10.0049	14.33%	12.00%	-6.08%	1.99%
大幅下行	2017/1/4	2017/9/8	247	-11.185	26.90%	48.28%	20.39%	-6.47%
小幅上行	2017/9/9	2017/11/7	59	3.5728	9.67%	22.58%	15.71%	2.95%
大幅下行	2017/11/8	2018/2/1	85	-6.2003	9.86%	6.08%	-1.60%	-13.36%
震荡上行	2018/2/2	2019/9/30	605	10.212	19.31%	51.87%	20.32%	-14.75%
2019年Q3-2021年								
小幅下行	2019/9/30	2019/12/31	92	-2.954	15.25%	11.90%	17.19%	2.94%
小幅上行	2020/1/1	2020/2/20	50	3.3694	13.76%	14.78%	30.73%	15.90%
急速下行	2020/2/21	2020/3/9	17	-4.29	-16.42%	-8.60%	-25.90%	-4.67%
大幅上行	2020/3/10	2020/3/19	9	6.1316	-10.61%	-11.42%	-27.02%	-6.54%
大幅下行	2020/3/20	2020/8/31	164	-10.216	79.55%	75.54%	334.67%	39.75%
震荡上行	2020/9/1	2020/11/2	62	1.7301	11.90%	6.47%	16.04%	10.14%
大幅下行	2020/11/3	2021/1/6	64	-3.9926	5.11%	21.38%	71.79%	26.94%
震荡上行	2021/1/6	2021/3/12	65	2.2509	5.11%	-6.84%	-4.97%	-10.34%

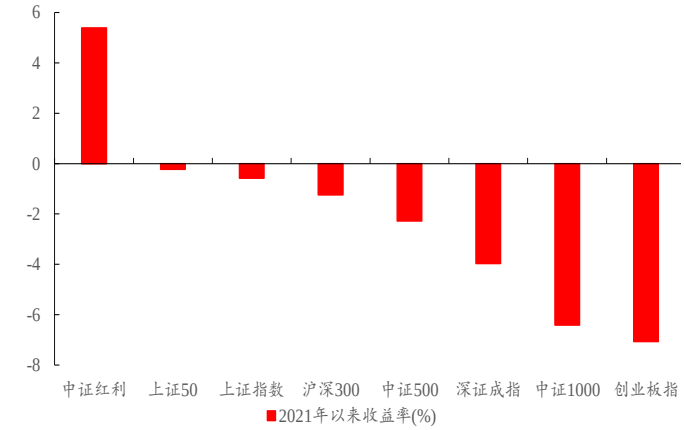
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 价值回归：当下定价的核心逻辑

2.1、 红利指数领涨背后：价值风格逐步占优

2021 年以来，**中证红利指数明显跑赢主要股指，深度理解背后的价值风格**，这是因为：一方面，从价值风格的定义来看，较高的股息率本身就是价值因子的组成，更重要的是，高分红的公司往往被市场认为是缺乏成长性的，因为缺乏成长定价其投资久期被缩短了；另一方面，拉长期限来看，我们可以看到中证红利指数与价值指数的长期收益率相当。**红利指数领涨的背后正在指示价值风格的回归**。

图 11：2021 年以来，中证红利指数明显跑赢主要股指



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收益率计算截至 2021 年 3 月 12 日

图 12：拉长期限来看，中证红利指数与价值指数的长期收益率相当



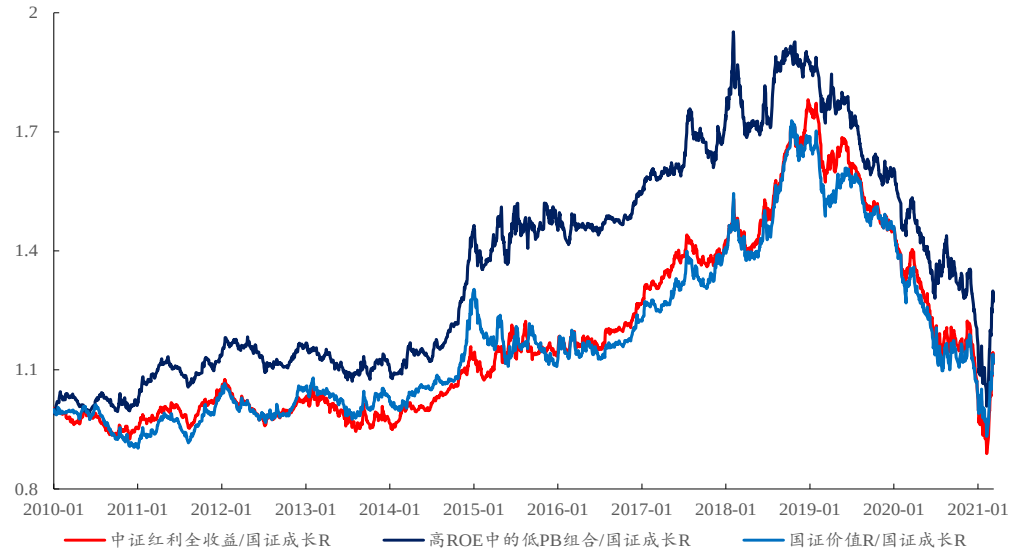
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：考虑到中证红利指数的股息率较高，因此在比较该指数与国证价值指数的历史回报时均采用全收益指数，即包括资本利得和分红。

2.2、 进一步深挖：市场正在重新寻找未被定价的高 ROE

此前，我们在报告《“新核心资产”正待发现》中提到：从长期视角来看，向高 ROE 中的低 PB 资产回归破局当下的最优解。而通过复盘我们发现：中证红利指数、高 ROE 中的低 PB 组合以及国证价值指数相对于国证成长的走势基本相同，这意味着**无论是中证红利指数还是高 ROE 中的低 PB 组合均代表着价值风格。但实际上两者对于价值风格定价的侧重点有所不同**。市盈率的倒数、市净率的倒数、股息率以及市现率的倒数是界定价值的四个维度，而从红利指数以及高 ROE 中的低 PB 组合的筛选标准来看，**红利指数可能更侧重于对股息率以及市现率的定价，而高 ROE 中的低 PB 组合则更侧重于定价前两个因子（市盈率的倒数以及市净率的倒数）**。

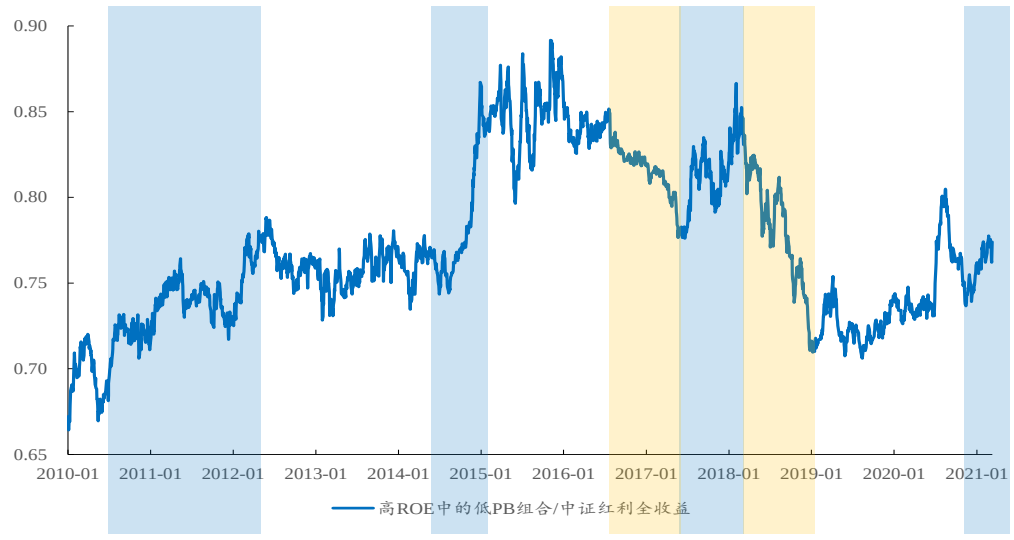
图13：中证红利指数、高 ROE 中的低 PB 组合以及国证价值指数相对于国证成长走势基本相同



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：1、高 ROE 中的低 PB 组合的筛选方法为：首先选取全 A 中 ROE 排名前 30%的标的池，再在所选标的池中选择 PB 排在后 30%的标的作为样本，季度调整，等权；2、均选择全收益指数计算收益

通过对比高 ROE 中的低 PB 组合以及中证红利指数在历史上的相对表现，我们发现：**在价值占优的不同区间内，价值风格的定价侧重点可能有所不同**。对于“胀”时期，我们发现高 ROE 中的低 PB 组合往往跑赢中证红利指数，而对于“去杠杆”时期，则中证红利指数更占优。**即“胀”时期对价值风格的定价更多源于较低的估值和较高的盈利水平，而“去杠杆”时期则更加侧重对现金流及分红等方面的定价**。对于近期而言，高 ROE 中的低 PB 组合整体跑赢中证红利指数。这其实意味着，当下价值修复的主要来源是：**市场正在重新寻找未被定价的高 ROE。**

图14：在价值占优的不同区间内，价值风格的定价侧重点可能有所不同

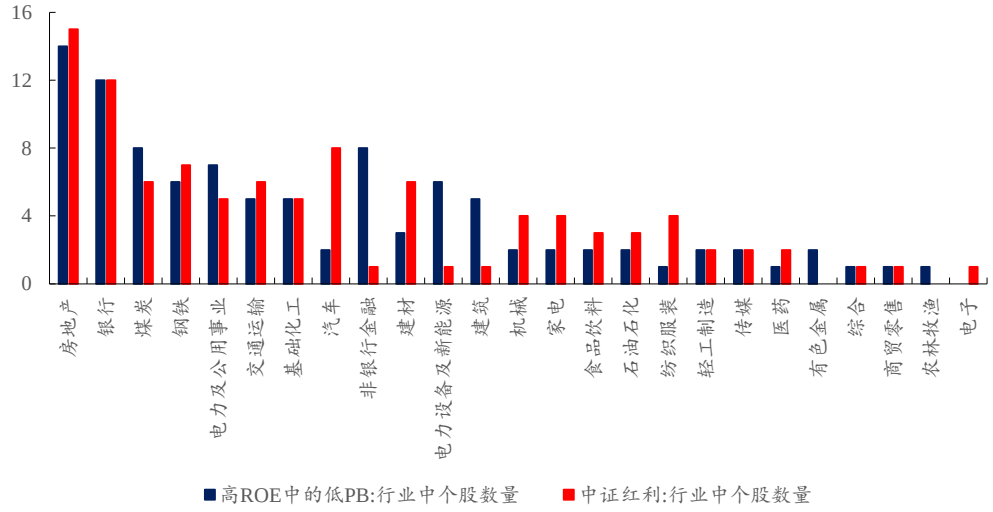


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：1、所标阴影部分均为价值风格相对成长风格占优的区间；2、蓝色表示高 ROE 中的低 PB 组合相对红利指数占优的区间，橙色则为红利指数占优区间。

3、 价值与环境的共振

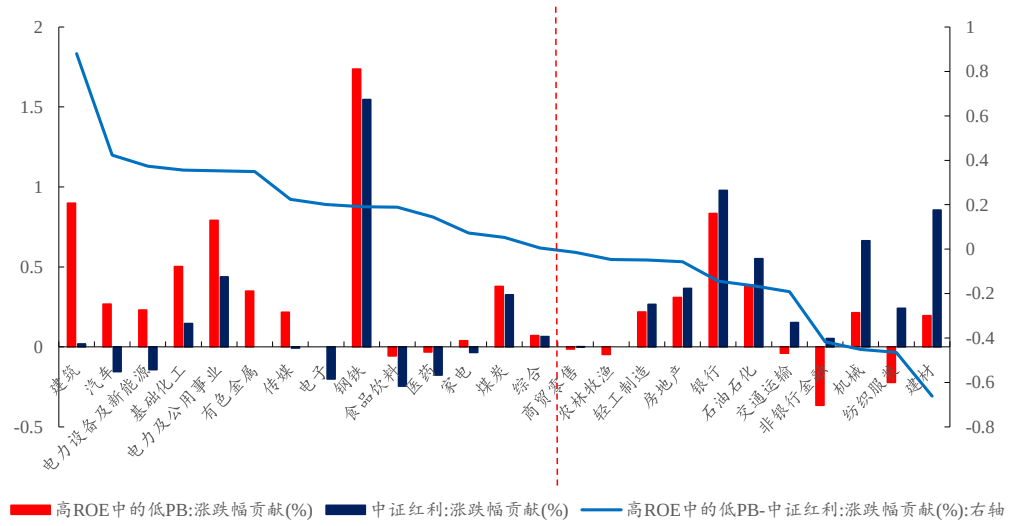
我们如果从行业来看当下高ROE低PB中的收益贡献，会得出更有意思的结论。无论是高 ROE 中的低 PB 组合，还是中证红利指数，**均主要由银行、地产以及煤炭、钢铁等板块构成**。而 2021 年以来，高 ROE 中的低 PB 组合跑赢中证红利指数主要源于**建筑、化工、公用事业、有色、煤炭钢铁、汽车和传媒等板块的贡献**。这相当于是与当下“碳中和”主题形成了共振。

图15：无论是高 ROE 中的低 PB 组合，还是中证红利指数，均主要由银行、地产以及煤炭、钢铁等板块构成



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：分拆来看，2021 年以来，高 ROE 中的低 PB 组合跑赢中证红利指数主要源于建筑、汽车、电新、化工、公用事业、有色、传媒以及钢铁等板块的贡献

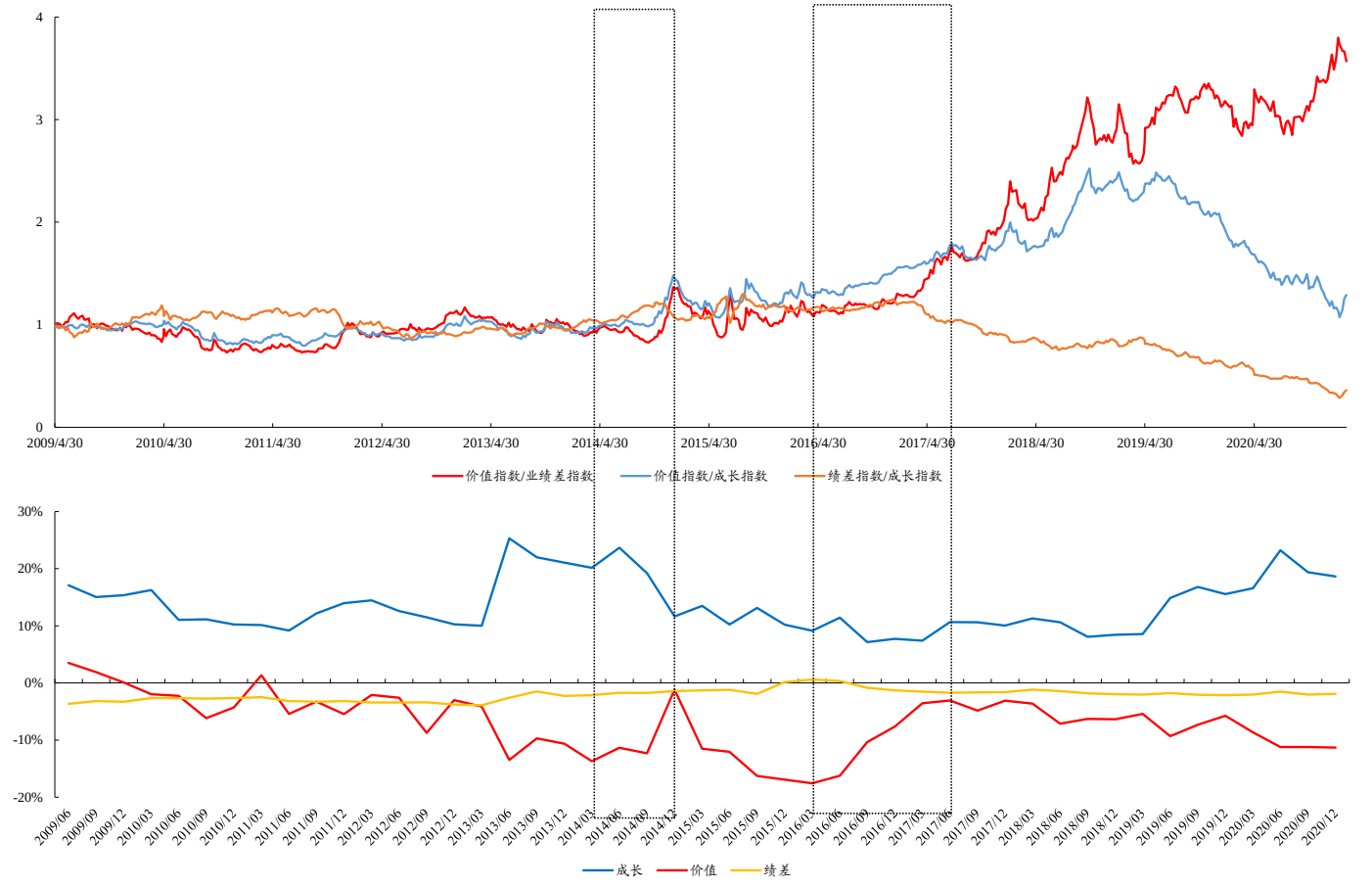


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、 “碳中和”成为当下推动价值发现的催化剂

对于“碳中和”而言，当下“碳中和”可能成为推动价值发现的催化剂。以史为鉴：2014 年推动金融改革与“一带一路”战略以来，主动偏股基金在价值板块上的超低配比例上升，在成长板块上的超低配比例下降，而此前主动偏股基金选择不断超配成长板块同时减配价值板块，价值板块深度低估。真正的理解是：**金融改革与“一带一路”战略可能成为了当时机构投资者开始价值发现的催化剂**。同样的，2016 年以来的“供给侧改革”同样促使主动偏股基金在价值板块上的超低配比例上升。这意味着，对于当下而言，可能面临着与 2014 年相似的情形：主动偏股基金超配成长板块处于历史高位，并且政策环境均提供了价值发现的契机，**往后看，我们认为当下“碳中和”等政策可能成为推动投资者进行价值发现的催化剂，对产能周期的重估可能远未结束**。

图 17：2014 年金融改革与“一带一路”战略推动主动偏股基金在价值板块上的超低配比例上升，在成长板块上的超低配比例下降。2016 年以来的“供给侧改革”同样促使主动偏股基金在价值板块上的超低配比例上升

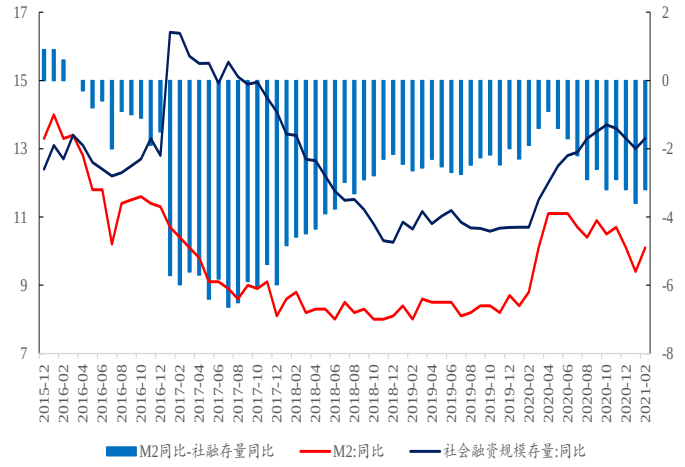


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 继续验证：宏观环境缓缓有利于金融板块

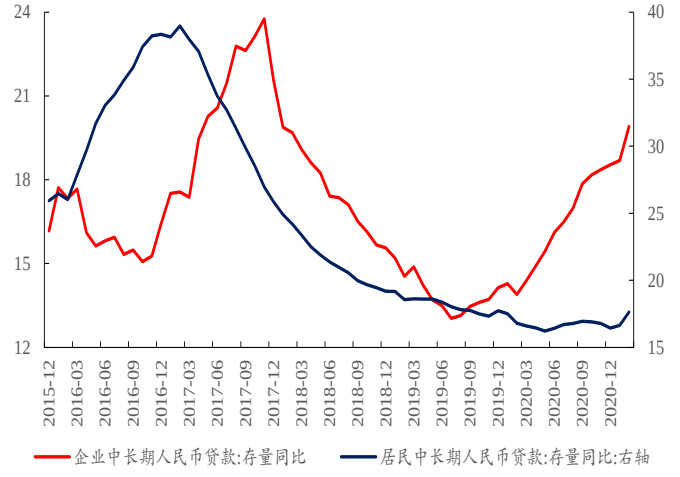
2021 年 2 月社融存量增速超预期上行，从结构上看，企业和居民中长期贷款增速较快，**实体融资需求确实未见明显回落，尽管后续走势需要给与更多关注，但这确认了宏观环境仍利好于金融板块**，在报告《还周期以“成长”，看金融以“当下”》中我们提到：**利率上行与经济不弱提供配置金融板块的最佳窗口期，这一观点仍在演绎。**

图18：2021 年 2 月社融存量增速超预期上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：结构上，企业和居民中长期贷款增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 以碳中和的名义，价值回归

当下投资者还生活在“布局长期赛道”的经验之中，对于碳中和带来的广泛主题机遇认同不足。我们认为，在碳中和这一重塑产能价值的改革过程中，尽管路径中存在诸多不确定性，但指向的未来已经较为清晰。而恰好当下指向的受益资产：**钢铁、煤炭、铝、公用事业、建筑**都处在低估区间，本就未曾定价未来。ROE 视角价值修复的需求已经可以构成股价上行的基石。

同样的视角，也应该关注已经出现基本面变化的**银行、保险（利率上行）和房地产（集中供地）**的价值回归。**一带一路**无疑也应该纳入投资者的组合考量。

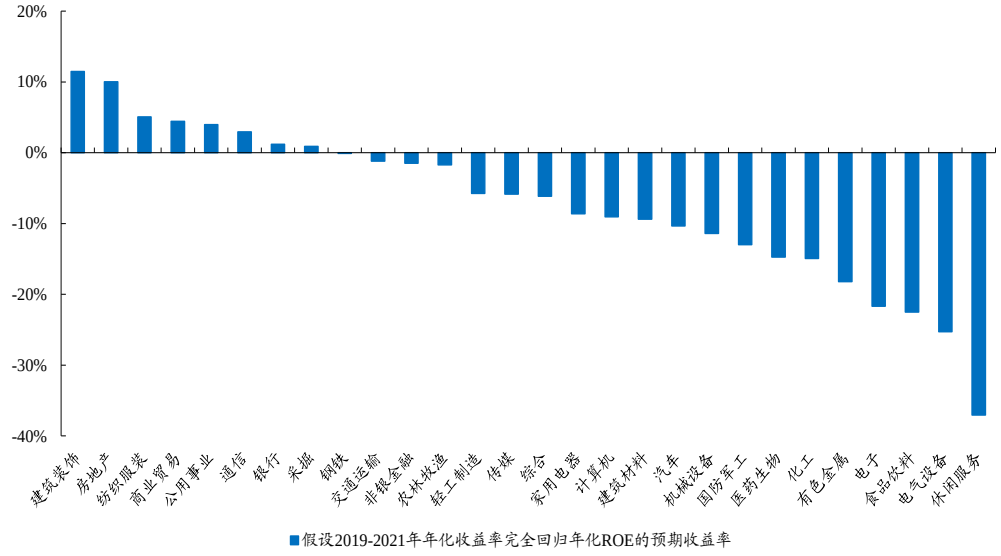
对于中小市值，PEG 将成为核心逻辑，盈利复苏的持续可能让市场逐步开始对其定价，结构性深挖盈利将成为工作重心：第一，从绝对盈利变化水平来看，2020Q4 中证 500 中盈利占比提升最快的是 TMT；第二，绝对占比较高且仍在上升的板块是：医药、化工、房地产、电新。当然，除此之外投资者还可以从智能汽车等新领域进行挖掘。具体逻辑可见报告《中小市值的现象与本质》和《贴现率的迷思》。

图20：高 ROE 中的低 PB 组合 2021 的预期收益率高于大盘成长与中证红利指数，且 2021 年以来的表现好于上述两个指数

	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指	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	中证1000	中证红利	高ROE中的低PB组合
2019-2021三年回归														
2019-2021年三年ROE累乘	29.87%	32.67%	37.46%	48.87%	23.66%	70.52%	37.17%	43.37%	31.55%	29.39%	27.99%	22.19%	42.10%	53.11%
2019-2020年收益率	67.10%	39.26%	73.09%	137.20%	52.76%	142.64%	30.32%	87.48%	27.31%	58.11%	30.06%	50.03%	30.77%	39.93%
2021年预期收益率	-22.28%	-4.73%	-20.58%	-37.24%	-19.05%	-29.72%	5.26%	-23.53%	3.33%	-18.16%	-1.59%	-18.56%	8.66%	9.41%
2021年实际收益率	-2.66%	-0.58%	-1.25%	-7.06%	-2.27%	-1.82%	5.28%	-3.22%	5.93%	-0.70%	4.40%	-6.41%	5.39%	7.28%
预期-实际	-19.62%	-4.16%	-19.34%	-30.18%	-16.78%	-27.91%	-0.03%	-20.31%	-2.60%	-17.47%	-5.99%	-12.15%	3.28%	2.13%
2020-2021两年回归														
2020-2021两年ROE累乘	18.67%	20.07%	23.11%	33.66%	15.81%	46.14%	22.41%	28.41%	20.59%	21.87%	18.23%	16.18%	26.33%	33.12%
2020年收益率	25.62%	13.87%	27.21%	64.96%	20.87%	59.28%	3.26%	34.74%	5.76%	22.77%	13.57%	19.39%	8.18%	10.76%
2021年预期收益率	-5.53%	5.45%	-3.22%	-18.97%	-4.19%	-8.25%	18.54%	-4.70%	14.02%	-0.73%	4.10%	-2.69%	16.77%	20.19%
2021年实际收益率	-2.66%	-0.58%	-1.25%	-7.06%	-2.27%	-1.82%	5.28%	-3.22%	5.93%	-0.70%	4.40%	-6.41%	5.39%	7.28%
预期-实际	-2.87%	6.02%	-1.98%	-11.91%	-1.92%	-6.43%	13.26%	-1.48%	8.09%	-0.04%	-0.30%	3.72%	11.38%	12.91%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：分行业看，在收益率三年回归 ROE 的假设下，建筑、地产、公用事业、采掘以及钢铁等行业均能取得正向预期收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

经济复苏不及预期；测算误差

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R3（中风险），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