2021 年 03 月 03 日

价值回归：不一样的 3500

——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

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **反弹之中，风格改变**

今日（2021 年 3 月 3 日），市场出现明显反弹，上证综指涨幅 1.95%，再次稳住 3500 点位。反弹之后市场已经走向了一个不一样的世界：简单对比上证指数突破 3500、反弹至 3500 的时点——2021 年 1 月 7 日与 2 月 8 日，我们发现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，**风格切换已经发生，**如我们此前预计：**市场已经开始在重新平衡成长/价值，大盘/小盘的关系。**从行业的视角来看，钢铁、银行、化工、房地产等低估值板块在上证综指维持原点的过程中，实现了涨幅，相比来讲：国防军工、食品饮料、家电和电力设备新能源已经远低于当时的位置。

● **“新共识”正在实践：收益率向 ROE 回归**

市场定价的驱动逻辑正在从“害怕错过”变为“担心损失”，而价值股由于前期估值扩张的水平有限（甚至是估值收缩的），从长期收益率视角上看今年仍有明显正收益基础：由于过去 2 年的估值压缩，当下收益率回归 ROE 下大盘价值股全年仍然具备显著正收益。**市场表现看核心资产内部也出现了重视性价比的分化：ROE 相对于收益率“欠账”越少的个股在春节后至今的区间中涨幅越高，与上一次指数突破 3500 时的这一关系恰好相反。而对成长性的定价也开始发生变化：市场也从更赛道化的思维转向了 PEG 来度量成长的性价比。**

● **换种视角看主题表现：胜率信号驱动价值回归**

直觉上，投资者可能将今日的反弹理解为“碳中和”主题的拉动，但也许更具解释力的原因是：**市场选择的是“低估值”、收益率曾过去 2 年落后于 ROE，而在近期出现胜率信号的行业，“碳中和”可以被理解为一种“胜率信号”。**一个对照是：同样受益于碳中和的光伏今日却出现了调整。当然，如果未来向上偏离 ROE 之锚，那主题则需要在基本面角度给出行业长期格局改善带来产能重估的更充足证据。除了与“碳中和”相关的钢铁、采掘之外，今日表现较好的银行、非银（保险）同样具备“低估值”、收益率跑输 ROE 的特征，胜率信号来源于利率上行。这种视角也为 2021 年的投资主线提供了更多的借鉴：（1）在“新共识”下寻找具有较高预期收益率的行业，例如：建筑装饰、房地产、钢铁、公用事业、银行、纺织服装、采掘、商业贸易、保险、通信；（2）其中存在潜在“胜率”信号的行业可作为积极防御。因此，在主题上，除了“碳中和”对应行业以外，**“一带一路”对应的建筑与中字头企业**近期应该纳入投资者的布局中。

● **回归 ROE，度量性价比**

市场风格已经在全维度出现了切换，收益率回归 ROE 的“新共识”正在逐步得到检验，投资者正在挖掘市场存在正收益的领域。价值股的预期收益率或许不高，但理应成为我们的选择，投资者应注重基本面反转信号与价值回归相结合共同寻找机遇。**当下我们认为应该配置：以地产、保险、银行、钢铁、采掘、交通运输、建筑、农林牧渔（养殖）为代表的大盘价值板块。**

● **风险提示：**货币政策超预期宽松，经济复苏不及预期

相关研究报告

《投资策略专题-寻找市场的安全线——风格洞察与性价比追踪系列（二）》-2021.3.1

《投资策略专题-“新共识”在深化——资金跟踪系列之六》-2021.3.1

《投资策略月报-收益之花，终会再开》-2021.2.28

目 录

1、 两次“3500”，风格大不同 3
2、 “新共识”正在实践：寻找价值之锚 4
3、 换个视角看主题表现：预期收益高+胜率信号 5
4、 不一样的未来：重视价值回归的信号 6
5、 风险提示 6

图表目录

图 1： 风格已经切换：类比上证点位相同的时点（1 月 7 日、2 月 8 日），大盘成长和茅指数的点位在调整；而大盘价值、中盘价值、小盘价值成为支撑指数的力量 3
图 2： 在风格切换中，市场在寻找估值和业绩更匹配的板块 3
图 3： 价值风格整体具有不高但显著为正的预期收益率 4
图 4： 节前（1 月 7 日），茅指数个股涨跌幅与其 ROE 视角下的预期收益率负相关 4
图 5： 节后，茅指数个股涨跌幅与其 ROE 视角下的预期收益率正相关 4
图 6： 节前（1 月 7 日），茅指数个股涨跌幅与其 PEG 相关性较弱 5
图 7： 节后，茅指数个股涨跌幅与 PEG 负相关 5
图 8： 在预期收益率高的行业中，寻找存在潜在“胜率”信号的板块 5

1、 两次“3500”，风格大不同

今日（2021 年 3 月 3 日），市场出现明显反弹，上证综指涨幅 1.95%，再次稳住 3500 点位。反弹之中值得注意的是，**风格已经出现明显切换：价值风格明显占优。**尽管大盘成长和茅指数所代表的“核心资产”成为过去指数第一次突破 3500 点的拉动力，但在 1 月 14 日发布的报告《当下市场的困境与破局》中我们的结论是继续抱团大盘成长的性价比在不断降低，而大盘价值无论相对于大盘成长还是自身的估值水平/ROE 透支水平而言均具有很高的性价比。小盘价值和小盘成长相比于大盘成长而言也并未过多透支未来的盈利增长预期。简单对比上证指数突破 3500、反弹至 3500 的时点——2021 年 1 月 7 日与 2 月 8 日，我们发现**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。**

图1：风格已经切换：类比上证点位相同的时点（1 月 7 日、2 月 8 日），大盘成长和茅指数的点位在调整；而大盘价值、中盘价值、小盘价值成为支撑指数的力量

指数	2021/1/7	2021/2/8	2021/3/3	3月3日相对于1月7日涨跌幅	变化趋势
上证指数	3,576	3,532	3,577	0.0%	
茅指数	703,954	730,976	660,885	-6.1%	
大盘成长	7,298	7,548	7,031	-3.7%	
大盘价值	8,232	8,317	8,625	4.8%	
中盘成长	5,888	6,021	5,862	-0.5%	
中盘价值	5,548	5,500	5,837	5.2%	
小盘成长	5,902	5,706	6,019	2.0%	
小盘价值	6,190	5,859	6,490	4.8%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

从行业的视角来看，相对强弱之势已经发生了明显的扭转。在 2 月月报《黎明前的黑暗》中，我们推荐的配置思路是“年化收益率相对 ROE 欠账少”的低估值板块，例如银行、地产、保险；在节后的周报《新年也要开新局》中，我们的观点是利用通胀的两面性追求风险调整后的收益，基于这样的思路推荐钢铁（板材）、工业金属（铜、铝），在上证指数维持原点的情况下，这些行业指数都实现了涨幅。

图2：在风格切换中，市场在寻找估值和业绩更匹配的板块

	2021/1/7	2021/2/8	2021/3/3	3月3日相对于1月7日涨跌幅	变化趋势		2021/1/7	2021/2/8	2021/3/3	3月3日相对于1月7日涨跌幅	变化趋势
钢铁	1,489	1,428	1,739	16.7%		机械	6,763	6,670	6,898	2.0%	
银行	8,061	9,102	9,067	12.5%		综合	3,360	3,102	3,425	1.9%	
石油石化	2,409	2,622	2,655	10.2%		交通运输	1,906	1,845	1,934	1.5%	
基础化工	5,860	6,064	6,276	7.1%		商贸零售	3,953	3,739	3,974	0.5%	
房地产	5,990	5,785	6,357	6.1%		农林牧渔	7,850	7,456	7,809	-0.5%	
轻工制造	3,906	4,082	4,128	5.7%		电子	8,569	8,030	8,476	-1.1%	
消费者服务	15,354	17,119	16,211	5.6%		通信	4,083	3,765	4,030	-1.3%	
建筑	2,895	2,776	3,041	5.1%		医药	15,871	16,456	15,495	-2.4%	
建材	9,339	9,595	9,811	5.1%		汽车	8,993	9,083	8,756	-2.6%	
有色金属	5,895	5,512	6,160	4.5%		计算机	6,145	5,859	5,974	-2.8%	
煤炭	1,771	1,624	1,847	4.3%		非银行金融	10,754	9,534	10,076	-6.3%	
纺织服装	2,795	2,662	2,900	3.7%		电力设备及新能源	10,119	9,738	9,415	-7.0%	
综合金融	882	792	906	2.6%		家电	19,603	18,460	18,043	-8.0%	
传媒	2,489	2,449	2,554	2.6%		食品饮料	39,421	39,326	35,111	-10.9%	
电力及公用事业	2,258	2,116	2,314	2.5%		国防军工	11,050	8,647	9,075	-17.9%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 “新共识”正在实践：寻找价值之锚

通胀从预期走向现实，流动性和经济复苏之间的矛盾变得越来越不可忽视，**这让市场定价的驱动逻辑正在从过去的相对收益者主导的“害怕错过”变为以绝对收益者主导的“担心损失”，而价值股由于前期估值扩张的水平有限，甚至出现估值收缩，而成为当下市场部分投资者的“避风港”。**在 2021 年，我们发现价值风格整体具有不高但仍显著为正的预期收益率，这是市场近期出现明显价值行情的基石。相较来看，大盘成长股仍然面临明显回调压力。

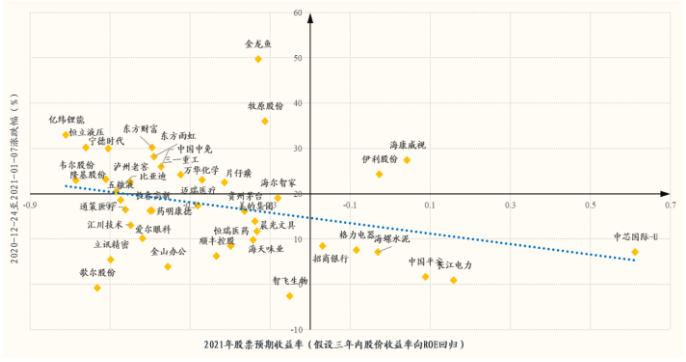
图3：价值风格整体具有不高但显著为正的预期收益率

	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
2019-2021三年回归												
2019-2021年三年ROE累乘	29.87%	32.63%	37.42%	49.64%	23.83%	70.16%	37.08%	43.34%	31.40%	29.45%	27.95%	22.33%
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%
2021年预期收益率	-22.28%	-4.76%	-20.61%	-36.91%	-18.94%	-29.87%	5.19%	-23.54%	3.21%	-18.13%	-1.62%	-18.46%
2021年实际收益率	-0.11%	1.04%	2.41%	-1.76%	-0.04%	-4.83%	3.25%	4.76%	2.21%	6.11%	0.46%	2.12%
预期-实际	-22.17%	-5.80%	-23.02%	-35.16%	-18.89%	-25.04%	1.94%	-28.31%	1.00%	-24.24%	-2.08%	-20.59%
2020-2021两年回归												
2020-2021两年ROE累乘	18.67%	20.03%	23.07%	34.35%	15.97%	45.83%	22.34%	28.38%	20.45%	21.93%	18.19%	16.32%
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%
2021年预期收益率	-5.53%	5.42%	-3.25%	-18.56%	-4.06%	-8.44%	18.47%	-4.72%	13.89%	-0.69%	4.06%	-2.57%
2021年实际收益率	-0.11%	1.04%	2.41%	-1.76%	-0.04%	-4.83%	3.25%	4.76%	2.21%	6.11%	0.46%	2.12%
预期-实际	-5.42%	4.38%	-5.66%	-16.80%	-4.01%	-3.61%	15.22%	-9.48%	11.68%	-6.80%	3.61%	-4.69%

数据来源：Wind、开源证券研究所

收益率向 ROE 回归不仅在板块之间实践，在“核心资产”之中也能够观察到这一规律的发生：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，在上一次上证指数 3500 点（1 月 7 日）和本次不同，当前，“欠账”越少的个股在春节后至今的区间中涨幅越高，而从 1 月 7 日往前推相同交易日的结果来看，结果却是相反的。

图4：节前（1 月 7 日），茅指数个股涨跌幅与其 ROE 视角下的预期收益率负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

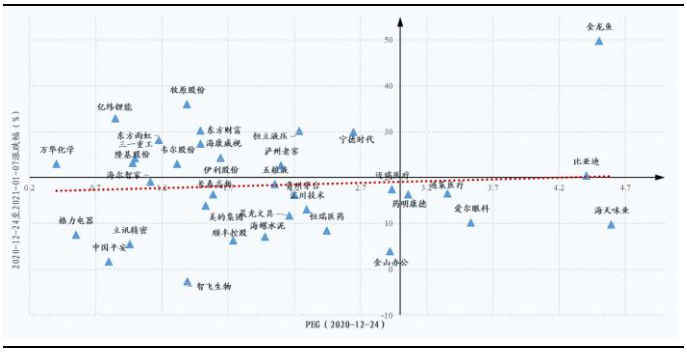
图5：节后，茅指数个股涨跌幅与其 ROE 视角下的预期收益率正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

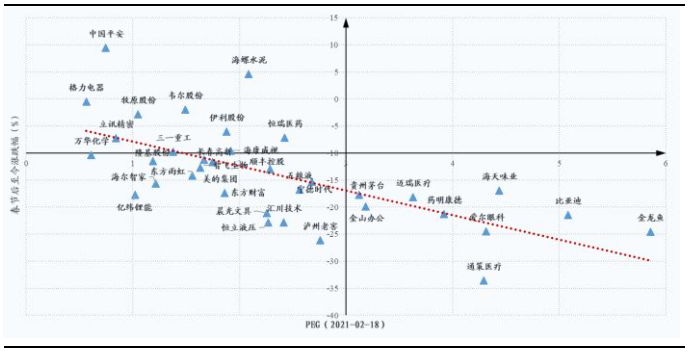
对成长性的理解也开始从赛道化思维转入更为量化的性价比思维。我们从验证的角度是去看 PEG 和涨跌幅的关系：在 1 月 7 日时两者之间并无明显的关系，而在春节之后，PEG 越低的个股涨幅越高，在贴现率上行的情况下，市场已经不再单纯地根据“未来会成为一家什么样的公司”进行 DCF 模型的贴现，而是重视 PEG 估值，衡量远期的“成长”是否具有性价比。

图6：节前（1 月 7 日），茅指数个股涨跌幅与其 PEG 相关性较弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：节后，茅指数个股涨跌幅与 PEG 负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

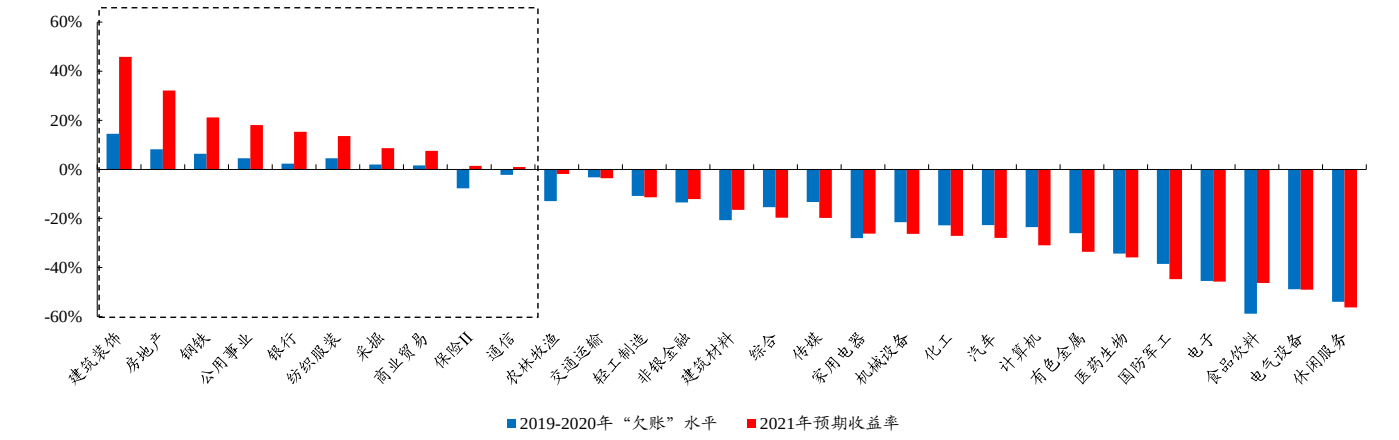
3、 换个视角看主题表现：预期收益高+胜率信号

直觉上，投资者可能将今日的反弹理解为“碳中和”主题的拉动，但也许更具解释力的原因是：**市场选择的是“低估值”、收益率曾过去 2 年落后于 ROE，而在近期出现胜率信号的行业，“碳中和”可以被理解为一种“胜率信号”。**今日的反弹中表现较好的行业：钢铁、银行、采掘、非银（保险）均是在过去 2 年中收益率落后于 ROE 的行业，钢铁和采掘的胜率信号是于 3 月 1 日由内蒙古自治区发改委发布的“十四五”公告，在供给压制的背景下，行业的业绩持续性得到了支持；银行、非银（保险）的胜率信号来源于利率上行所带来的资产端改善。3 月 2 日银保监会郭主席的讲话使得利率回升的预期更加充分。

一个明显的对照变量是：理论上同样受益于碳中和的光伏板块今日却出现了明显的调整。

这种视角也为 2021 年的投资主线提供了更多的借鉴：**（1）在回归 ROE 的“新共识”下寻找具有较高预期收益率的行业；（2）其中存在潜在“胜率”信号的行业可作为积极防御。**因此，在主题上，除了“碳中和”对应行业以外，“一带一路”对应的建筑与中字头企业也同样应该纳入我们的选择中。

图8：在预期收益率高的行业中，寻找存在潜在“胜率”信号的板块



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：蓝色为截止 2020 年 12 月 31 日的“欠账程度”，计算方式为 2019-2020 年化 ROE 减 2019-2020 年化收益率；红色为 2021 年度预期收益率，计算方式今为（1+2019 年收益率）*（1+2020 年收益率）*（1+x）=（1+2019ROE）*（1+2020ROE）*（1+2021ROE），其中 2020、2021 年 ROE 按预期值计算。行业上，非银中的保险单独计算。

4、 不一样的未来：重视价值回归的信号

在 2019-2020 年的充裕流动性中，对“核心资产”买入并持有成为过去的主流投资方式，但在经济复苏与流动性边际收紧的 2021 年，我们的看法是：勇于择机，市场的机会在波动里，不在趋势中。春节归来之后的市场风格已经快速切换，收益率回归 ROE 的“新共识”正在逐步得到检验。从核心资产角度，并未一概而论，性价比将决定了其未来的走势分化。当下我们认为更应该配置：**以地产、保险、银行、交通运输、钢铁、采掘、建筑、农林牧渔（养殖、种植链）**为代表的 PB-ROE 视角的价值股。在这一领域中，无论是基于碳中和、一带一路等主题投资，还是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），都为市场提供了价值回归的信号。

5、 风险提示

货币政策超预期宽松，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