2021 年 02 月 22 日

# 尊重市场的选择

## ——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

● **市场已做出了选择**

今天（2021 年 2 月 22 日）市场个股涨多跌少，但全 A 指数仍下跌 1.86%，核心原因在于机构抱团的权重股出现明显调整，茅指数/大盘成长/创业板指分别下跌 5.28%/5.29%/4.47%。市场并未出现明显基本面事件冲击，我们认为更有可能的是大量投资者前期在“还怕错过”的驱动下，即使意识到了高估值的风险，在“不择时、长期持有好资产”的价值观下，前期并未选择采取任何行动。但通胀预期的上行最终让投资者意识到了流动性与经济复苏之间的矛盾，市场开始做出了基于基本面的决策。这种决策并不是抢跑，在我们看来甚至是滞后的，但一旦发生，投资者需要足够重视市场给出的信号。未来，市场投资者交易能力的欠缺问题可能会阶段性暴露，投资者在未来市场环境中应该拓展自身能力边界，积极求变。

● **积极求变，应对拐点**

投资是主观映照客观的过程，“抱团”背后其实反映的是投资理念和客观环境共同变化的结合。2016-2017 年 A 股投资者逐渐形成了 “以大为美”的价值观。而上述价值观在过去 2019-2020 年宽松的流动性环境、A 股机构化以及居民资金入市的背景下持续演绎并自我强化，最终的结果就是“龙头”估值溢价高企，赛道化成为主流。站在当下，面对通胀对于贴现率造成的上行压力，DCF 估值模型中的分母端假设正在遭遇挑战；同时全球经济复苏过程中带来更多维度的景气度回升也让“以大为美”并不必然成立。需要正视的是，当下我们面对的来自负债端的资金——居民的资产配置并不稳定，更能参考的是美国 80 年代，机构化的初期往往对应着负债端的较强波动。我们未来需要应对的是负向的正反馈机制可能会在短期形成，投资者需要给予高度重视。

● **寻找价值之锚**

我们在报告《美股中没有“答案”》中曾指出，美国的龙头抱团史和龙头战胜市场的历史反而告诉我们：即便是龙头，ROE 仍然是其收益率之锚；中美龙头的收益率来源大相径庭：美股是对过去的纠偏，A 股则是对未来的提前兑现。因此，在当下部分 A 股核心资产的长期收益率已经超跑自身长期 ROE 水平后还能不能继续涨，并不能从美股的过去的“抱团史”或者“龙头跑赢史”中得到答案，因为美股给出的 ROE 之锚已经被偏离。同样需要重视的是，并非所有龙头都会调整，长期 ROE 仍是未来的收益率之锚，例如 A 股内部分的周期类龙头在收益率与 ROE 关系上却具有美股龙头股的特征，投资者也应该以长期 ROE 为锚，做出自己的选择。

● **新年开新局，迎接“新共识”**

成长性仍然是第一位的，但是短期盈利的权重应该被系统性提升。投资者应该积极求变，认识到通胀的两面性，从过去单纯追求收益转向追求风险调整后收益。具体配置建议请参考《新年也要开新局》。

● **风险提示：** 流动性超预期宽松；疫情超预期恶化；信用收缩超预期。

相关研究报告

《投资策略周报-美股中没有“答案”》-2021.2.21

《投资策略专题-中小市值的现象与本质》-2021.2.18

《投资策略周报-新年也要开新局》-2021.2.17

## 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