2021 年 01 月 31 日

黎明前的黑暗

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

● 持币过节，早春或已无躁动

近期 A 股和美股出现了共振式下跌，市场的波动明显抬升，我们提示的市场的核心矛盾与潜在风险开始浮出水面：机构投资者无分歧地高仓位运行，增量资金入场形成共识，全市场昂贵的资产价格已经为经济复苏与流动性宽松并存的美好世界做好了准备。复苏的经济与宽松的流动性之间本存在经验性矛盾，而全球通胀预期的上行正是这一矛盾的激化点；海外市场的个人投资者“逼空事件”从资产价格本身也对流动性宽松的必要性提出了更多疑问。我们或许无法预测在这一核心矛盾演化过程中市场的反复，但我们根据目前市场的风险收益比，建议在前期“旧共识”类资产中获益颇丰的绝对收益投资者兑现部分收益，持币过节。

● 还周期以成长：价值发现的基础正在具备

在基建投资、出口和房地产月度同比整体弱于 2017 年 4 季度时，2020 年 4 季度制造业产能利用率却达到了当时的高点（78.4VS78.5），也是过去 10 年的高点。这或许说明供给结构出现了更深远的变化，中国经济的结构性复苏也许不能只被疫情后的需求替代所解释。在信用走弱的当下，要理解货币-信用与基建-地产本就是 2009 年后被逐步接受和完善的认知框架，过去十年基建-地产在驱动经济发展时，一定程度也挤占了制造业的信贷资源。2017 年曾被认为新周期的起点，但当下制造业与地产的关系已经更加顺畅，全球产业链动荡下本轮产业的结构复苏方向更为明确，我们需要对被压抑了 10 年的制造业投资进行更多理解。很多先知先觉的投资者已经开始进入该类领域寻找市场未来“新共识”。但遗憾的是，当下由于前期极致的风格，此类资产的定价并未全面开始，部分股票甚至大幅下跌。这是真正的“价值投资者”的至暗时刻，特别对于其中相对收益投资者而言。

● 更多“好的公司”，新的“好的股票”

开源策略团队并不认为此前的“核心资产”上涨是一种简单的抱团，我们对“泡沫”一词本身的使用更是较为审慎。我们更倾向于理解为这是过去 4-5 年经济结构转变与外资流入后，市场逐步形成的一种共识：投资理念和评价标准的不断趋同对经济基本面映射的结果。但是，随着趋势交易者的涌入，市场的结构开始呈现越来越多的不稳定，价值投资者正在逐步被挤出。我们从不怀疑上述公司的伟大，但是好的公司和好的投资机会之间本存在差异，而认知这一差异或将成为市场下一阶段的波动来源。同时，更多好的公司也有待市场去发现成为“好的股票”。

● 黎明之前，不要怕黑

四季度业绩预告指示景气度的回升开始朝更广维度发展，成长/价值，龙头/二线，大盘/小盘之间基本面的强弱关系正在出现明显转变。**遗憾的是尽管当下投资者认为盈利复苏是市场韧性的理由，但却并非买入盈利弹性的来源，而是继续买入过去更具有确定性的板块。**我们相信 2021 年某个时刻全球经济复苏本身将走向共振，中国中上游制造业的价值将被进一步定价。对于上述资产，我们已经看到了坚守的价值。而相对收益投资者我们推荐：**银行、房地产、保险、公用事业。**

● 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-开源金股，2 月推荐》-2021.1.30

《投资策略点评-相信市场中的积极力量》-2021.1.28

《投资策略点评-内外分歧背后：来自增量资金的“隐患”--资金跟踪系列之一》-2021.1.28

目 录

1、 当下市场的状态：不确定性增大，波动抬升 4
2、 经济暂时囿于疫情，但流动性不会再次因此宽松 5
2.1、 未来流动性大幅宽松的风险大于收益 6
2.2、 通胀预期仍将是未来影响流动性的核心变量 6
3、 增量资金入场更难，北上资金配置已经扩散 9
3.1、 公募基金的负债端将面临更大的压力 9
3.2、 北上资金与内资出现了明显的分歧：扩散已经发生 11
3.2.1、 南下资金加速流入港股，而外资则在逐步卖出 11
3.2.2、 外资在 A 股和港股上的行为对比：都认可金融、周期 12
3.2.3、 外资配置型资金向 A 股的中小市值、金融板块扩散 13
4、 调整结构 VS 持币过节 14
5、 风险提示 17

图表目录

图 1: 本周 A 股涨跌幅排名靠前的行业为休闲服务、银行、食品饮料、农林牧渔、公用事业 4
图 2: 本周美股涨跌幅排名靠前的行业为标普 500 房地产、标普 500 公用事业、标普 500 必需消费 4
图 3: 近期 A 股主要股指的波动率明显抬升 4
图 4: 近期美股主要股指的波动率明显抬升 4
图 5: 1 月国内经历了明显的股债双牛到股债双杀的过程 5
图 6: 国内外疫情均出现了明显的反复 5
图 7: 隔夜 Shibor 大幅上行，甚至超过了 1 年期 Shibor 5
图 8: 进入 1 月以来，我国 AA+级产业债信用利差与 SHIBOR-DR007 均大幅回落 6
图 9: 美联储总资产并未加速扩张，高收益企业债利差也并未抬头 6
图 10: 制造业投资增速在 12 月出现拐点，但仍处于高位 7
图 11: 出口在 12 月受圣诞节影响稍有回落，但仍处于高位；制造业产能利用率接近 2017 年的高位 7
图 12: 美国产能利用率仍在迅速恢复，但还远未达到疫情前水平，因此我国对美国出口的替代效应仍十分强劲 7
图 13: 美国补库的节奏有所放缓，但方向仍在向上 8
图 14: 美国房地产仍处于向上景气区间 8
图 15: 下一个更为确定的宏观场景将会是全球经济再通胀+流动性收缩 8
图 16: 2021 年 1 月以来，美元指数企稳回升 8
图 17: 2020 年 12 月以来，美国名义/实际利率之差反映的通胀预期震荡上行，近期有所加速 8
图 18: 近期以个人持有高比例为代表的 ETF 已经出现了明显的赎回行为 9
图 19: 2020 年 H1 居民扣除存款后的余钱增速先升后降，股票型+混合型基金的增量大幅上升 10
图 20: 2020 年上半年有大量资金流出银行理财 10
图 21: 2021 年 1 月以来南下资金加速净流入港股，外资配置/交易型资金则逐步卖出港股通标的 11
图 22: 分行业看， 南下资金与外资也出现了明显的分歧 11
图 23: 整体上看，2020 年 12 月下旬以来，外资配置型资金净卖出港股通标的同时净买入 A 股 12
图 24: 整体上看，2020 年 12 月下旬以来，外资交易型资金均净卖出港股通标的和 A 股 12
图 25: 2021 年 1 月以来，外资配置型资金在 A 股和港股的行业配置情况 12
图 26: 2021 年 1 月以来，外资交易盘在 A 股和港股的行业配置情况 13
图 27: 2021 年 1 月下旬以来，外资配置盘主要净买入 A 股中市值在 200 亿至 500 亿，以及 200 亿以下的标的 13
图 28: 2021 年 1 月下旬以来，外资交易盘主要净买入 A 股中市值在 500 亿至 1000 亿以及 200 亿至 500 亿的标的 13

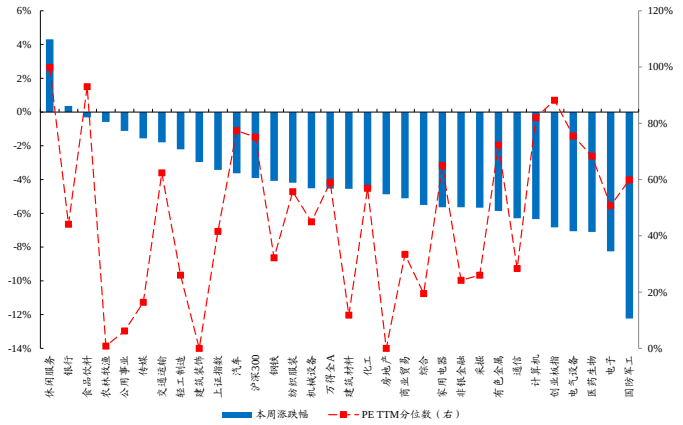
图 29： 2021 年 1 月以来，北上配置盘在电新、化工、汽车以及计算机等行业净买入的市值分布较为平衡，在电子、食品饮料、机械以及医药等行业更偏好中小市值标的，在金融板块更偏好大市值标的 14
图 30： 各行业业绩预告净利润增速与 2020 年盈利预期增速排名匹配程度 16
图 31： 景气反转的行业，主要集中于消费与周期板块，周期更具性价比 17

表 1： 多家银行业绩超预期 14

1、 当下市场的状态：不确定性增大，波动抬升

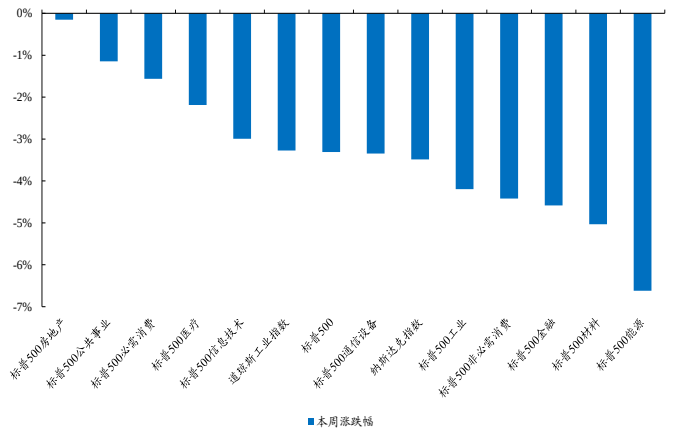
近期 A 股和美股出现了共振式下跌，市场的波动明显抬升。本周（2021 年 1 月 25 日至 29 日，下同）A 股主要三大股指上证指数/沪深 300/创业板指分别下跌 3.43%/3.91%/6.83%，波动率明显抬升；美股主要三大股指道琼斯工业指数/标普 500/纳斯达克指数分别下跌 3.27%/3.31/3.49，波动率也明显抬升。从行业上看，A 股和美股涨跌幅排名靠前的行业均体现出了一定的价值防御属性（如公用事业、房地产与银行），市场的避险情绪浓厚；但涨跌幅排名靠后的行业在两个市场之间出现了明显的分化：**A 股主要集中于对流动性更为敏感的成长性板块（电气设备、医药生物、电子等），而美股主要集中于受益于经济复苏的金融、材料以及能源板块。**

图1：本周 A 股涨跌幅排名靠前的行业为休闲服务、银行、食品饮料、农林牧渔、公用事业



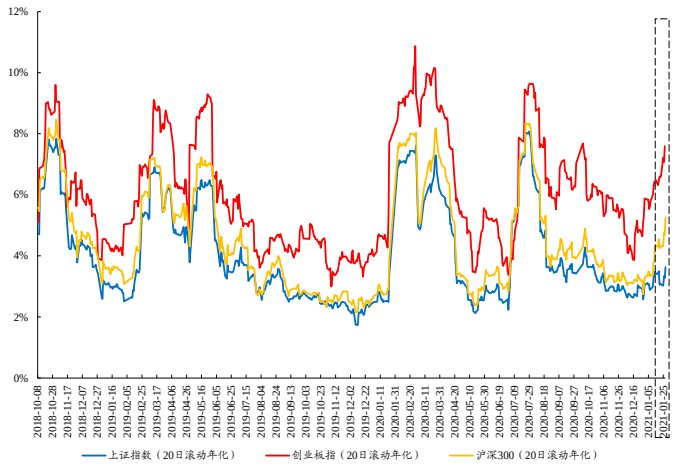
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周美股涨跌幅排名靠前的行业为标普 500 房地产、标普 500 公用事业、标普 500 必需消费



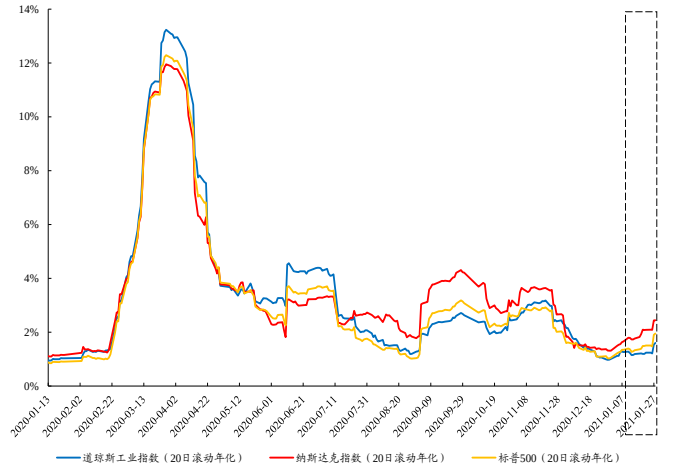
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：近期 A 股主要股指的波动率明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：近期美股主要股指的波动率明显抬升

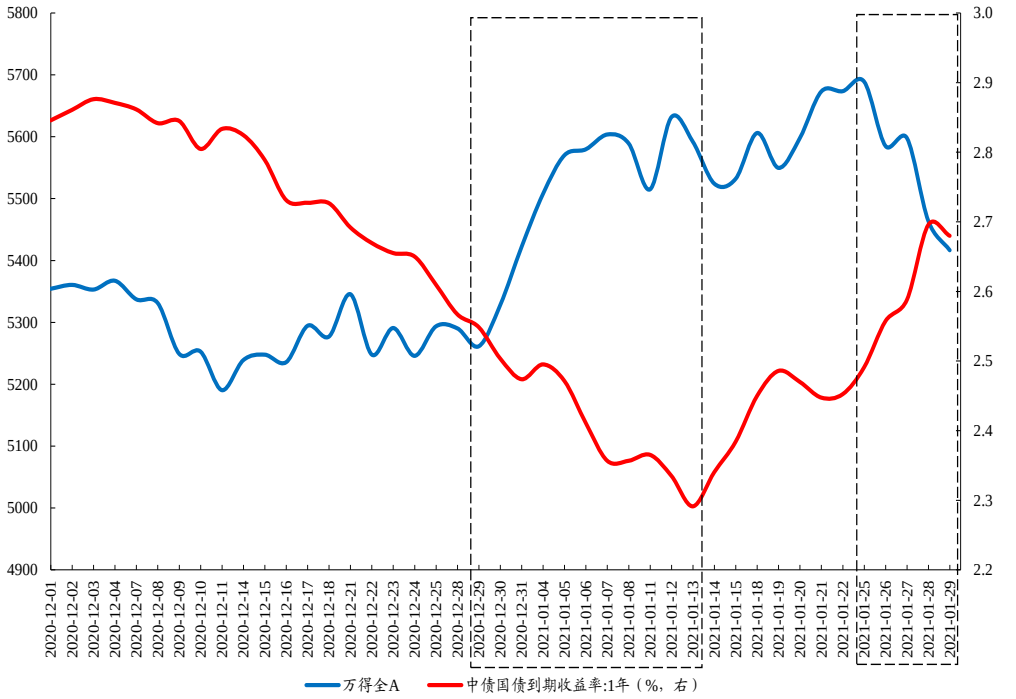


数据来源：Wind、开源证券研究所

上述分化背后指示了当前市场的脆弱性来自于全球经济复苏预期和流动性预期的反复。我们曾在此前的报告《不能“犯错”的市场》中提到，1 月中上旬 A 股在成交量下行的情况下仍在突破前高，背后其实是公募基金的预期十分一致同时又保持高仓位运行的结果，新发基金入场也抵消了部分基本面绝对收益者的退出。市场为乐观的未来做好了准备：恢复的经济、并不收缩的流动性以及源源不断的增量资金。

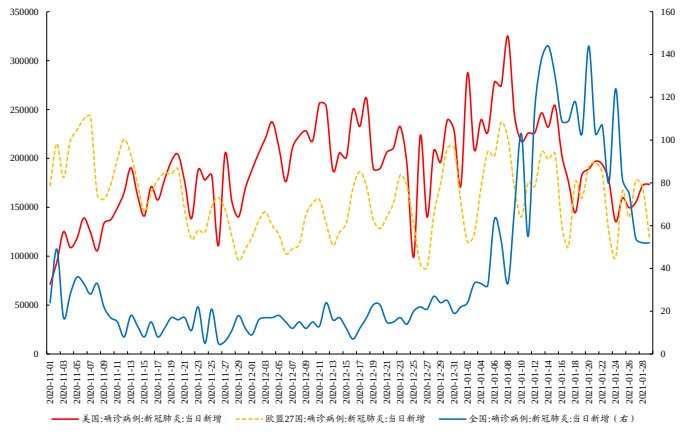
然而，实际的情况是在 1 月下旬市场出现了明显的股债双杀，背后的原因在于：一方面国内外疫情在进入冬季之后出现反复，但大部分国家的疫苗接种的进度又不及预期，全球经济复苏的节奏受到干扰，基本面的不确定性增大；另一方面央行的公开市场操作不及市场预期，银行间市场的资金面十分紧张，引发市场对于流动性收缩的担忧，短端利率大幅上行，甚至与长端利率形成了倒挂（以 Shibor 为代表）。因此基本面与流动性的不确定性因素造成了投资者心中一致预期的理想未来无法兑现，放大了市场的波动。

图5：1 月国内经历了明显的股债双牛到股债双杀的过程



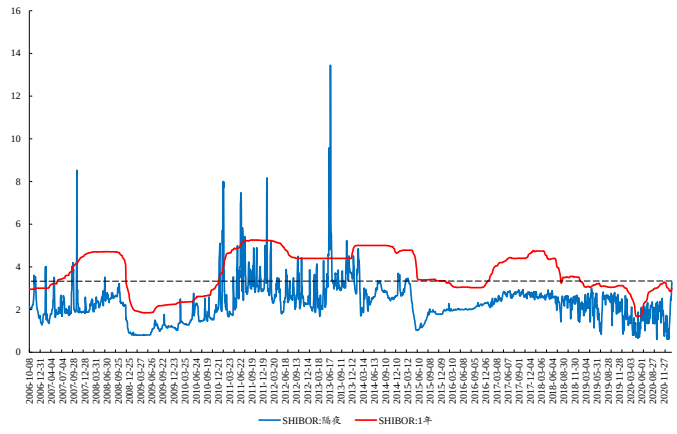
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：国内外疫情均出现了明显的反复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：隔夜 Shibor 大幅上行，甚至超过了 1 年期 Shibor



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 经济暂时囿于疫情，但流动性不会再次因此宽松

尽管当下全球经济复苏受到疫情反复的干扰，但期待流动性再次因此而宽松已经不太现实：一方面当前各国央行对于资产“泡沫”的担忧使得货币政策宽松受到明

显的制约；另一方面，未来通胀预期仍是影响全球流动性的核心变量，下一个更为确定的宏观场景将会是全球经济再通胀+流动性收缩。

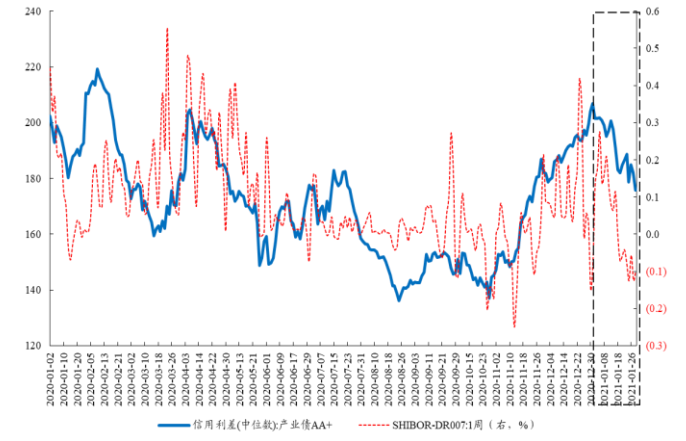
2.1、 未来流动性大幅宽松的风险大于收益

未来国内外流动性重回大幅宽松的必要性并不高，一方面受制于央行对于资产价格“泡沫”的担忧，另一方面对于经济复苏的意义已十分有限。短期内经济复苏受制于疫情的困境已经在大类资产中有所体现：此前与经济复苏更相关的资产价格中充分反映的经济复苏预期出现了明显反复。但此时如果市场期待流动性能够再次大幅宽松以对冲基本面对于资产价格的负面影响也并不现实：

一方面全球释放大量的流动性其实并未充分进入实体经济，以股票市场和房地产为代表的资产收益率大幅上升明显与货币宽松有关，**资产价格的“泡沫”已经开始逐步引起广泛的讨论和重视**：在 1 月 25 日中央经济工作会议的专题研讨会上，央行货币政策委员会委员马骏就明确提出未来货币政策必须要考虑到当前由于前期宽松而累积的金融风险，适度转向较为合理，这与社融拐点相呼应，这一点也体现在近期央行公开市场操作中所隐含的预期管理上，因此国内流动性收缩的趋势更加明显。与此同时，近期在美国、欧洲相继出现受市场关注的“逼空”事件，也引发了市场对于全球央行可能会对“资产泡沫”逐步采取行动的担忧。

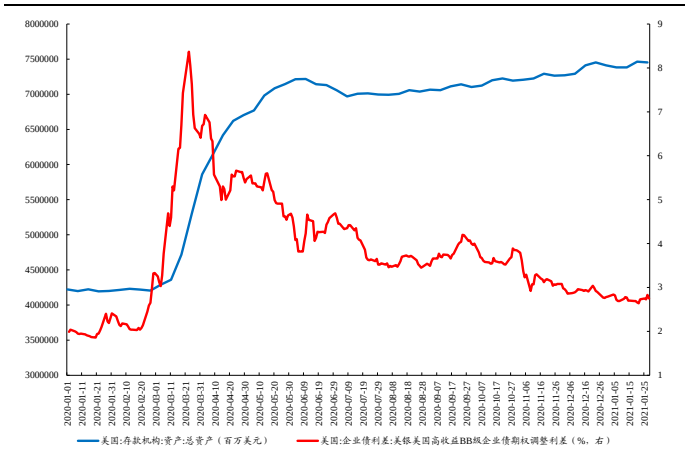
另一方面，当下进一步放宽货币政策对于经济复苏的意义已经十分微弱。国内 12 月以来至 1 月中旬的流动性释放主要目的是为了防范由于永煤违约事件可能带来的不稳定性，呵护信用市场。而当下随着信用利差大幅回落，未来央行货币政策边际收紧的空间在增大。对于后续央行由于季节性流动性缺口而释放的流动性我们认为并不能当作货币政策进一步放宽的信号。而以美国为代表的海外主要经济体的货币政策继续宽松的空间也十分有限，1 月美联储会议上释放的政策信号并未明显指示流动性会在此前的基础上进一步宽松，除非经济发生预期之外的风险。

图8：进入 1 月以来，我国 AA+级产业债信用利差与 SHIBOR-DR007 均大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美联储总资产并未加速扩张，高收益企业债利差也并未抬头



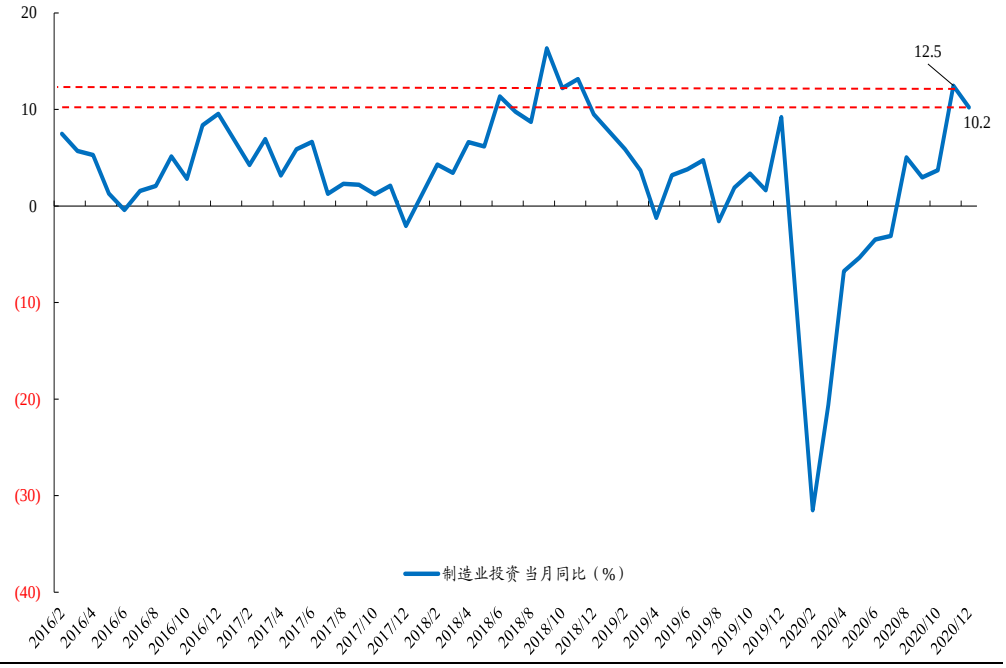
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 通胀预期仍将是未来影响流动性的核心变量

经济复苏的节奏改变但方向并未改变。我国 12 月出口增速和制造业投资增速稍有回落，但仍处在高位，未来在疫苗的不断普及下，仍有进一步的上行动力。从 2020 年 7 月份以来我国出口便表现出了较高的景气度，与制造业形成了有益的循环。回

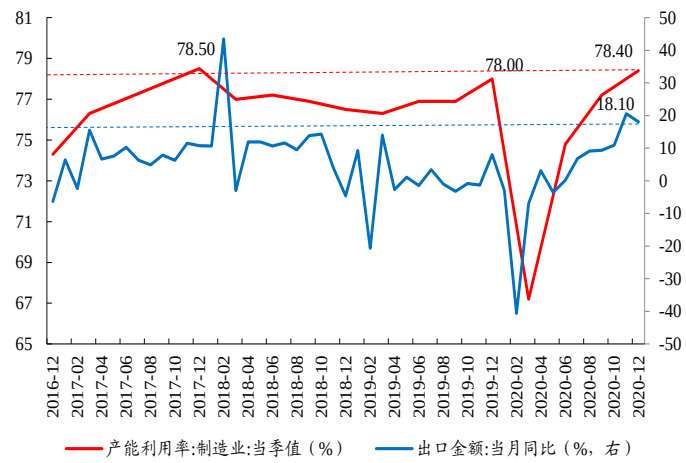
顾 2016-2017 年的经济复苏阶段，我国出口和制造业投资在 2017 年末达到了历史高位，当前制造业产能利用率也回升至那时的同等水平，出口也快速反弹；而当下相比于 2016-2017 年存在更多的机会：全球的财政刺激政策还在酝酿阶段、疫苗还未充分普及，仅仅在以色列、阿联酋、英国推进较快。就目前来看我国对美出口的替代效应仍十分强劲，而如果未来主要经济体疫情控制得当，疫苗接种速度加快，即便其他产出国的产能逐步恢复，但由于财政刺激政策的落地，全球经济的需求外溢效应仍在，我国出口仍有上升空间。从海外来看，目前美国仍处于补库存的阶段，虽然节奏有所放缓，但方向仍在向上；而从美国房地产新屋销售以及成屋的月度供给情况来看，仍处于向上的景气区间。

图10：制造业投资增速在 12 月出现拐点，但仍处于高位



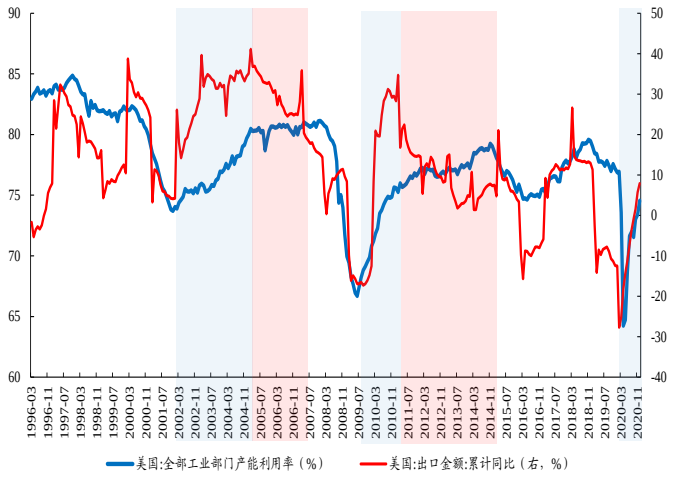
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：出口在 12 月受圣诞节影响稍有回落，但仍处于高位；制造业产能利用率接近 2017 年的高位



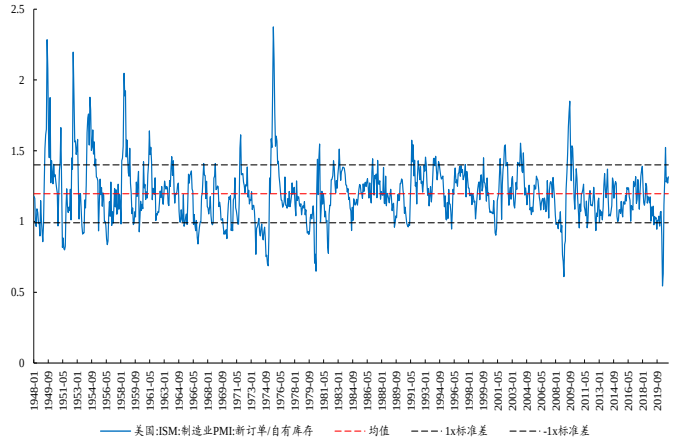
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：美国产能利用率仍在迅速恢复，但还远未达到疫情前水平，因此我国对美国出口的替代效应仍十分强劲



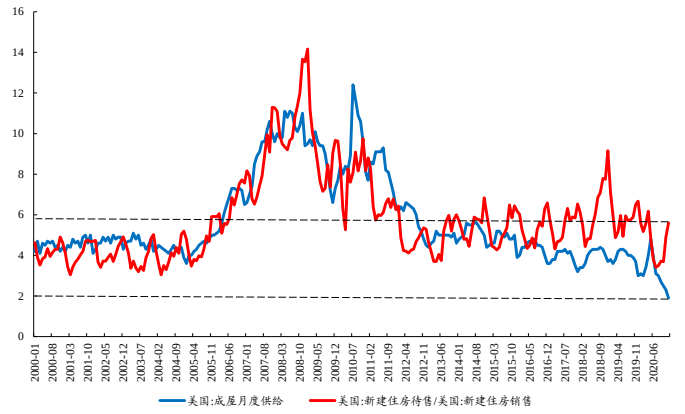
数据来源：Wind、开源证券研究所。注释：蓝色代表替代效应，红色代表需求外溢效应。

图13：美国补库的节奏有所放缓，但方向仍在向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

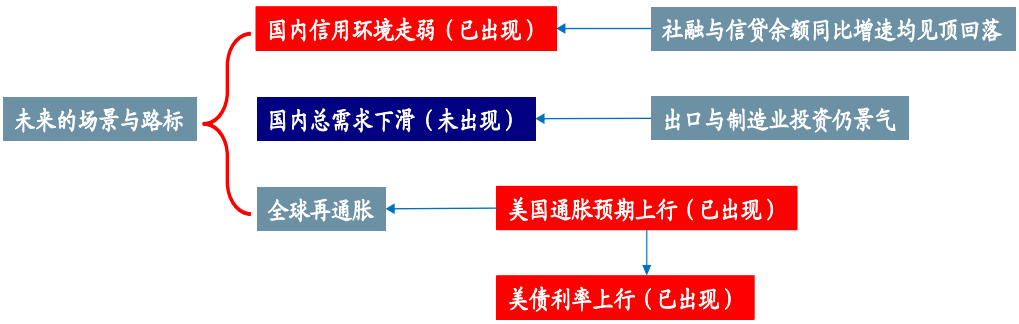
图14：美国房地产仍处于向上景气区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

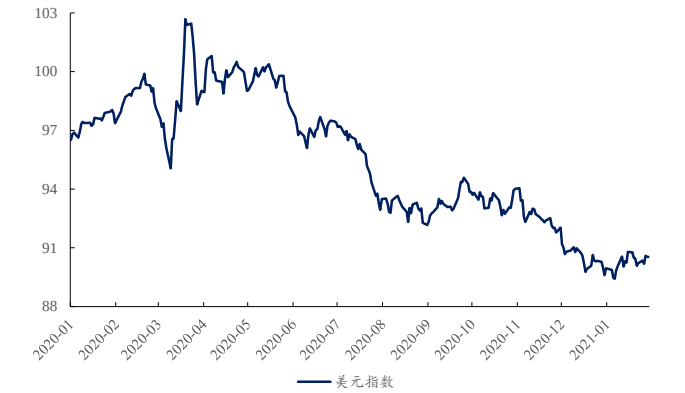
未来通胀预期仍是影响全球流动性的核心变量，一旦冬季过去、疫苗的接种进度加快，下一个更为确定的宏观场景将会是全球经济再通胀+流动性收缩。结合当前已有的基本面信号来看，经济复苏的方向扭转的概率并不大，这也就意味着随着经济仍在复苏，未来通胀终将来临，时间的不确定性并不影响市场对于通胀形成预期，而这一点从近期美元指数、美债利率的走势中均得到了体现，尽管短期内经济复苏受阻，但市场对于通胀的预期却仍在加速上行。因此在上述宏观环境的预期下，流动性进一步宽松显然不符合政策意图。

图15：下一个更为确定的宏观场景将会是全球经济再通胀+流动性收缩



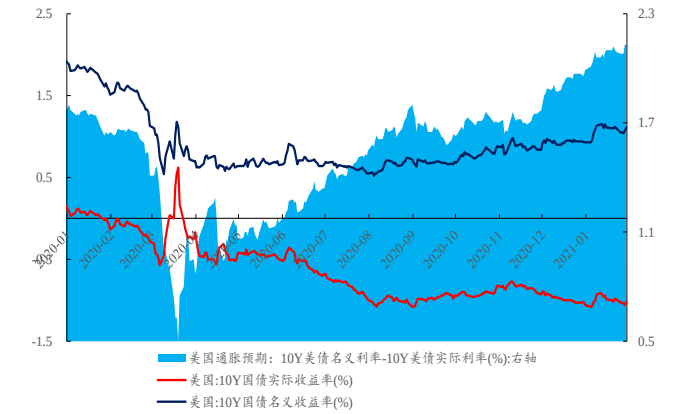
资料来源：开源证券研究所

图16：2021 年 1 月以来，美元指数企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020 年 12 月以来，美国名义/实际利率之差反映的通胀预期震荡上行，近期有所加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

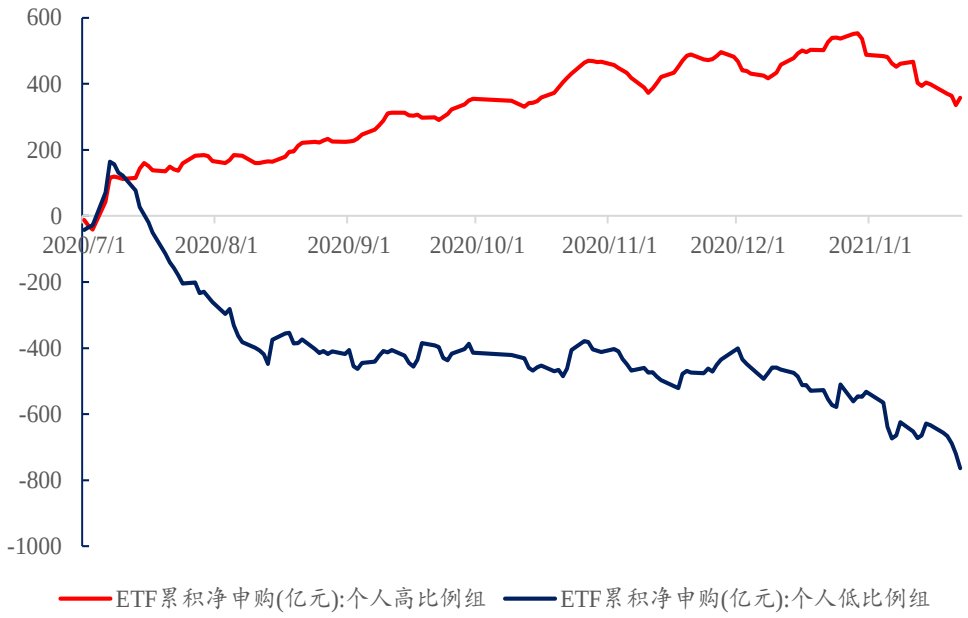
3、 增量资金入场更难，北上资金配置已经扩散

3.1、 公募基金的负债端将面临更大的压力

未来公募基金的负债端将面临更大的压力，增量资金将对股市的“赚钱效应”提出更高要求。公募高仓位运行+预期一致是前期交易量下行但指数仍创新高的核心原因，市场仍在期待源源不断的资金涌入股市，加强此前市场的风格。但我们认为，未来公募基金的负债端将面临更大的压力：

一方面近期以个人持有高比例为代表的 ETF 已经出现了明显的赎回行为。我们在此前的报告中曾提到可以用个人持有占比较高的股票型 ETF 申赎情况反映股票型基金的申购赎回行为，我们发现 1 月以来个人持有比例占比较高的 ETF 出现了明显的持续净赎回。

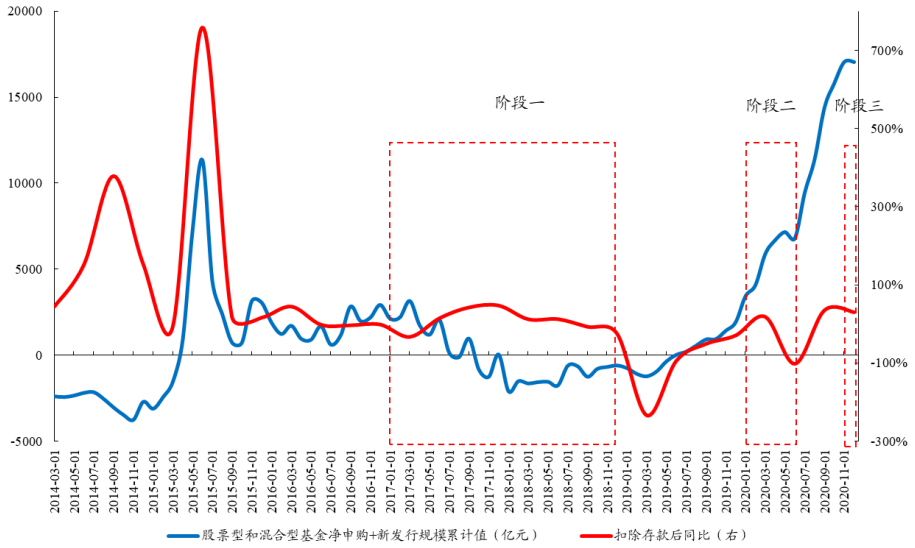
图18：近期以个人持有高比例为代表的 ETF 已经出现了明显的赎回行为



数据来源：Wind、开源证券研究所

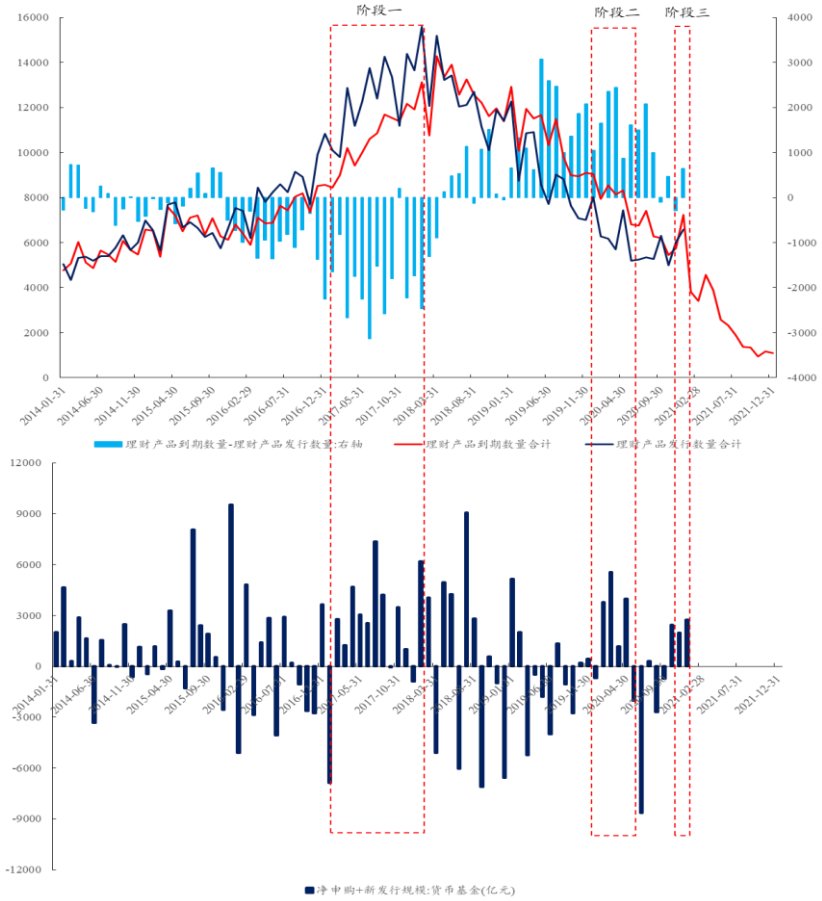
另一方面居民部门的资金更多来自资产之间的腾挪而非绝对增量，未来吸引更多资金进入股市将对“赚钱效应”提出更高的要求。2020H1 居民扣除存款后的余钱（居民扣除存款后的余钱为全国居民可支配收入-全国消费支出-居民存款新增额）同比增速呈先上升后下降的态势，但股票+混合型基金和货币型基金的增量有一个明显的上升；此时的银行理财到期数量与新发数量之差持续为正，货币基金的新发和净申购规模也小于 2017-2018 年。上述现象意味着：在居民扣除存款后的余钱并未明显增多的情况下，股票+混合型基金和货币型基金的增量或许来自理财的到期资金。近期我们观察到：居民扣除存款后的余钱同比增速边际上开始呈现下降趋势，同时理财产品的到期数量与新发数量之差也明显缩小，货币基金的增量则依旧为正。从 2021 年理财产品到期分布来看，银行理财到期数量逐月下降，这意味着即使不考虑新发理财的情况，来自银行理财到期赎回资金向基金产品转化的力量在边际转弱。如果 2021 年居民扣除存款后的余钱同比增速继续下降，或许会对基金的增量产生更大的压力。

图19：2020 年 H1 居民扣除存款后的余钱增速先升后降，股票型+混合型基金的增量大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所。阶段一：2017-2018 年居民扣除存款后的余钱虽然同比上升，但股票型+混合型基金的增量却并未上升；阶段二：2020 年 H1 居民扣除存款后的余钱增速先升后降，股票型+混合型基金的增量有明显的提升；阶段三：当下，居民扣除存款后的余钱同比和股票型+混合型基金的增量均出现了拐点。

图20：2020 年上半年有大量资金流出银行理财



数据来源：Wind、开源证券研究所

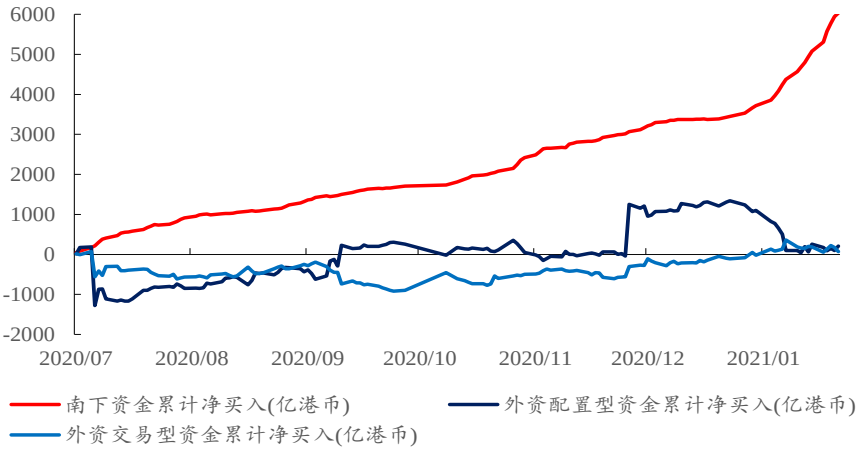
3.2、 北上资金与内资出现了明显的分歧：扩散已经发生

我们通过对比不同类型的投资者在不同市场的交易行为，发现北上资金与内资的交易行为出现了明显分歧：**过去外资其实是在南下资金大幅流入港股的时候卖出港股而买入 A 股，特别是配置型资金，出现了明显的腾挪行为；而且北上资金在 A 股的配置已经在向银行/中小市值扩散**。不同类型的投资者之间预期的分歧显然不利于原有市场风格的强化，扩散已经在发生。

3.2.1、 南下资金加速流入港股，而外资则在逐步卖出

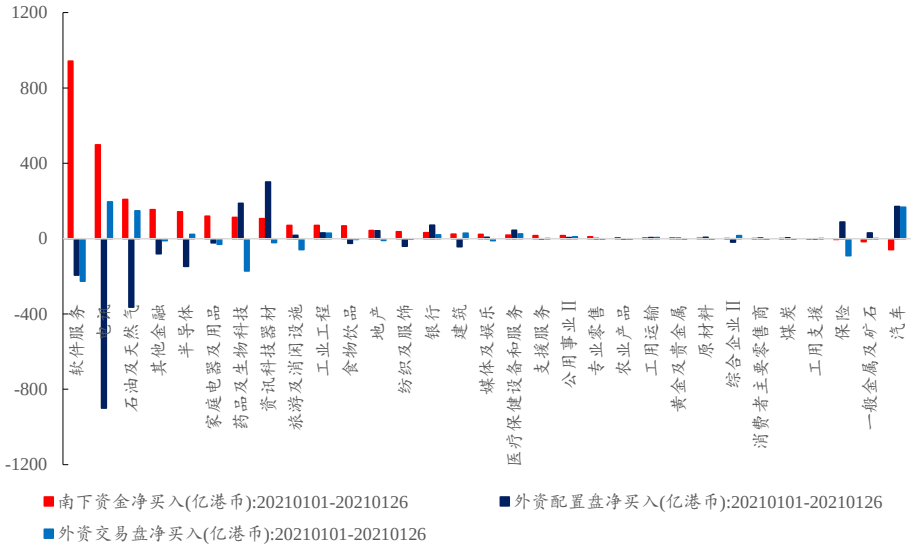
2021 年 1 月以来南下资金与外资的交易行为出现了明显的分歧：南下资金加速净流入港股，外资配置/交易型资金则逐步卖出港股通标的。同时分行业来看，2021 年 1 月以来南下资金主要净买入软件服务、电讯、石油及天然气、其他金融以及半导体等行业，外资配置型资金与南下资金在上述行业的分歧较大，均选择卖出，外资交易型资金同样净卖出软件服务板块。

图21：2021 年 1 月以来南下资金加速净流入港股，外资配置/交易型资金则逐步卖出港股通标的



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：分行业看， 南下资金与外资也出现了明显的分歧



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.2、 外资在 A 股和港股上的行为对比：都认可金融、周期

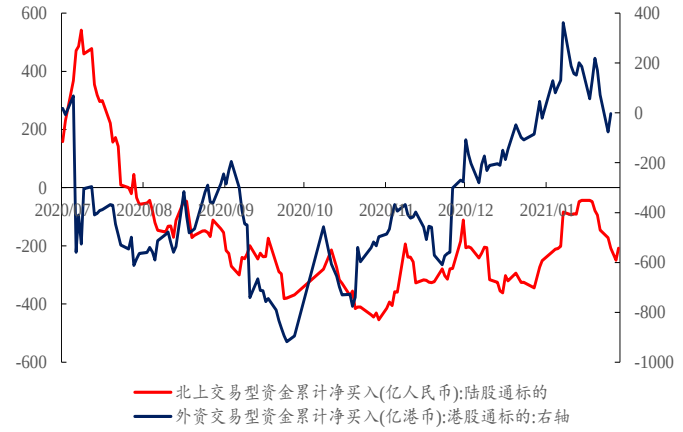
整体上看，2020 年 12 月下旬以来，外资配置型资金净卖出港股通标的同时净买入 A 股，而交易型资金则无差别抛售。

图23：整体上看，2020 年 12 月下旬以来，外资配置型资金净卖出港股通标的同时净买入 A 股



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：整体上看，2020 年 12 月下旬以来，外资交易型资金均净卖出港股通标的和 A 股

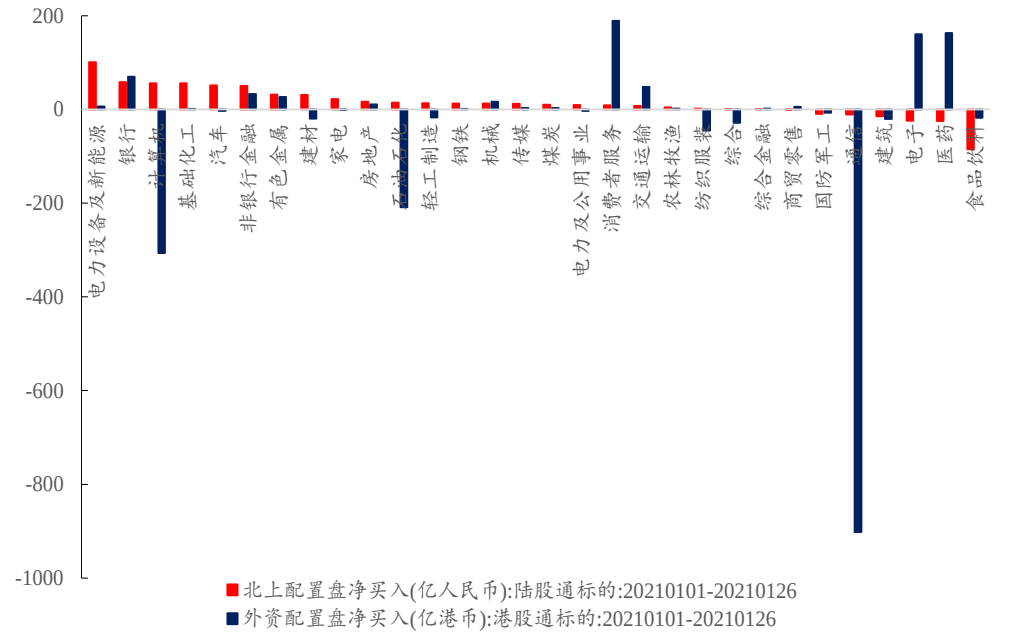


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：港股为 T+2 结算交收

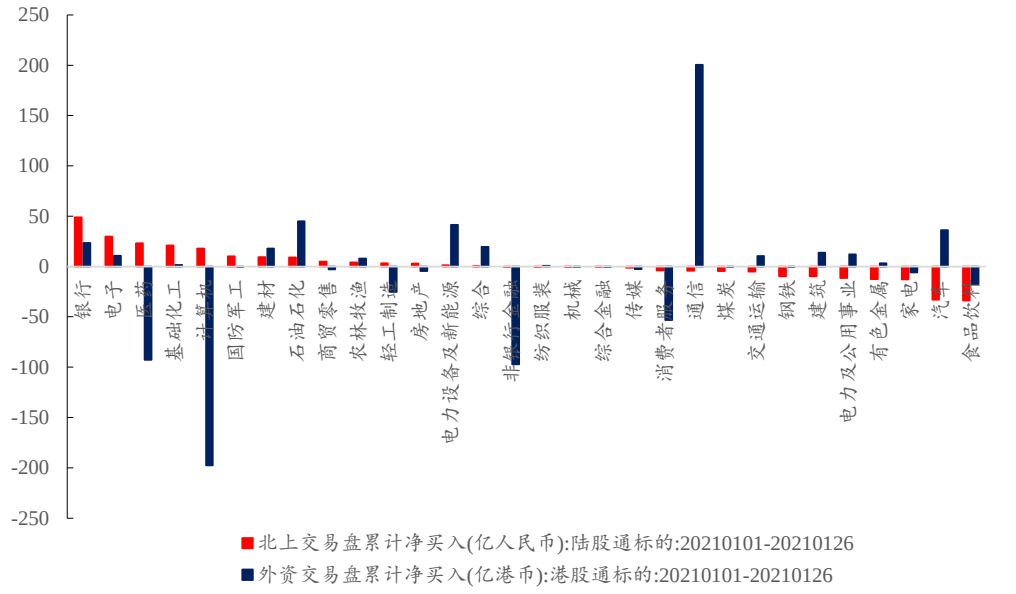
从外资在两个不同市场的行业配置行为来看，无论是配置型还是交易型资金，对于银行均存在偏好。具体而言，外资配置型资金同时买入 A 股和港股通标的中的金融、周期以及新能源等板块，在计算机、石油石化、电子以及医药等行业分歧较大；资交易盘同时买入 A 股和港股通中的银行、电子、化工、建材以及石油石化等板块，在医药、计算机以及轻工制造等行业分歧较大。

图25：2021 年 1 月以来，外资配置型资金在 A 股和港股的行业配置情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2021 年 1 月以来，外资交易盘在 A 股和港股的行业配置情况

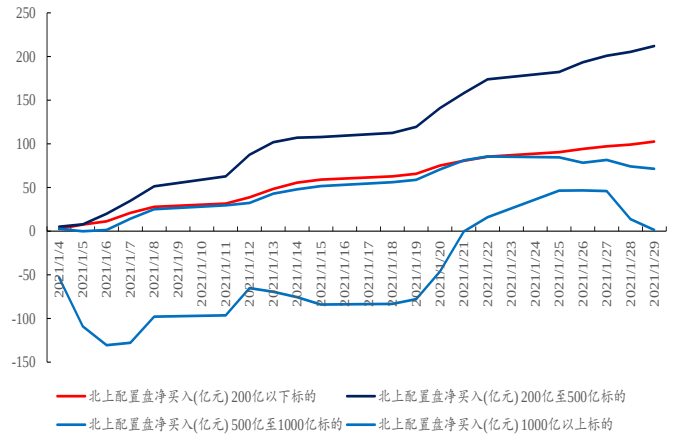


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.3、外资配置型资金向 A 股的中小市值、金融板块扩散

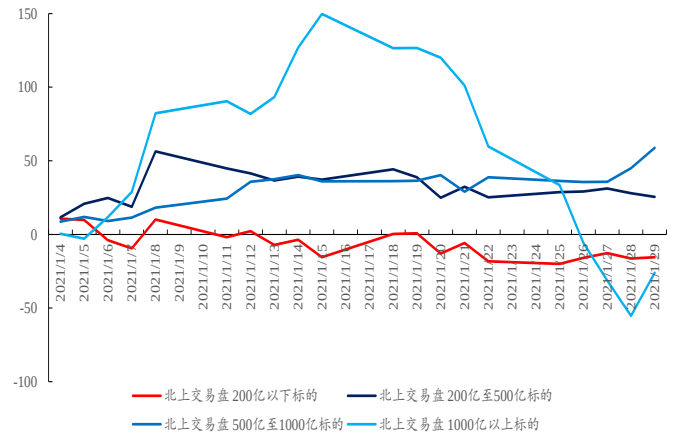
从大小市值的偏好来看，外资明显出现了扩散行为：外资配置盘和交易盘均在增配中小市值的标的。具体而言，1 月下旬以来，外资配置盘主要净买入 A 股中市值在 200 亿至 500 亿，以及 200 亿以下的标的；外资交易盘主要净买入 A 股中市值在 500 亿至 1000 亿以及 200 亿至 500 亿的标的；北上配置盘在电新、化工、汽车以及计算机等行业净买入的市值分布较为平衡，**在电子、食品饮料、机械以及医药等行业更偏好中小市值标的，在金融板块更偏好大市值标的**。

图27：2021 年 1 月下旬以来，外资配置盘主要净买入 A 股中市值在 200 亿至 500 亿，以及 200 亿以下的标的



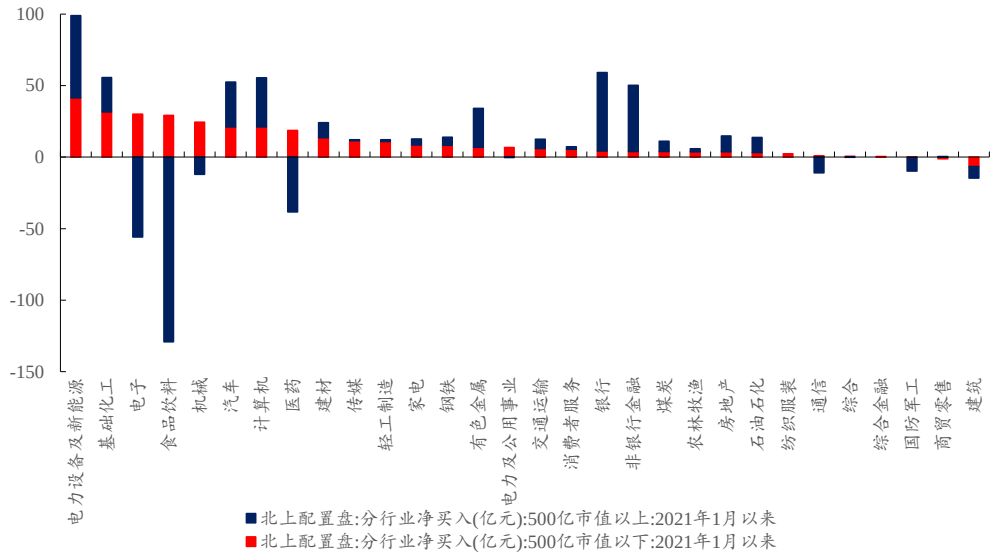
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2021 年 1 月下旬以来，外资交易盘主要净买入 A 股中市值在 500 亿至 1000 亿以及 200 亿至 500 亿的标的



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2021 年 1 月以来，北上配置盘在电新、化工、汽车以及计算机等行业净买入的市值分布较为平衡，在电子、食品饮料、机械以及医药等行业更偏好中小市值标的，在金融板块更偏好大市值标的



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 调整结构 VS 持币过节

市场的核心矛盾正逐步浮出水面：机构投资者无分歧地高仓位运行，增量资金入场形成共识，全市场昂贵的资产价格已经为经济复苏与流动性宽松并存的美好世界做好了准备。然而随着基本面、流动性的不确定性都在增加，市场的脆弱性也开始显现。而面对未来大概率的宏观场景——全球再通胀+流动性收缩，大量投资者实际上并未因此作任何应对，资产价格也未贴现上述场景。因此，上述核心矛盾对资产定价的影响才刚开始，未来一段时间内全球权益市场的波动或将继续，我们建议投资者控制仓位，持币过节。

但投资者不必过度悲观，结束也是新的开始，在 A 股市场内部仍存在大量的机遇：

（1）**大盘价值股（金融、地产、公用事业）仍然处在低位，且以银行为代表的板块已经出现了基本面的拐点**。从业绩预告来看，截至 1 月 30 日，已有 17 家银行披露业绩快报。归母净利润增速均为正，15 家银行盈利增速超一致预期。我们前期报告《还周期以“成长”，看金融以“当下”》中论证了盈利能力回升是银行 PB 改善的重要因子，业绩快报中 9 家银行 ROE 超预期，下一宏观场景中信用收缩，同时经济仍有上行动力，这将增强银行议价能力，提振净息差，有利于 ROE 进一步回升。

表1：多家银行业绩超预期

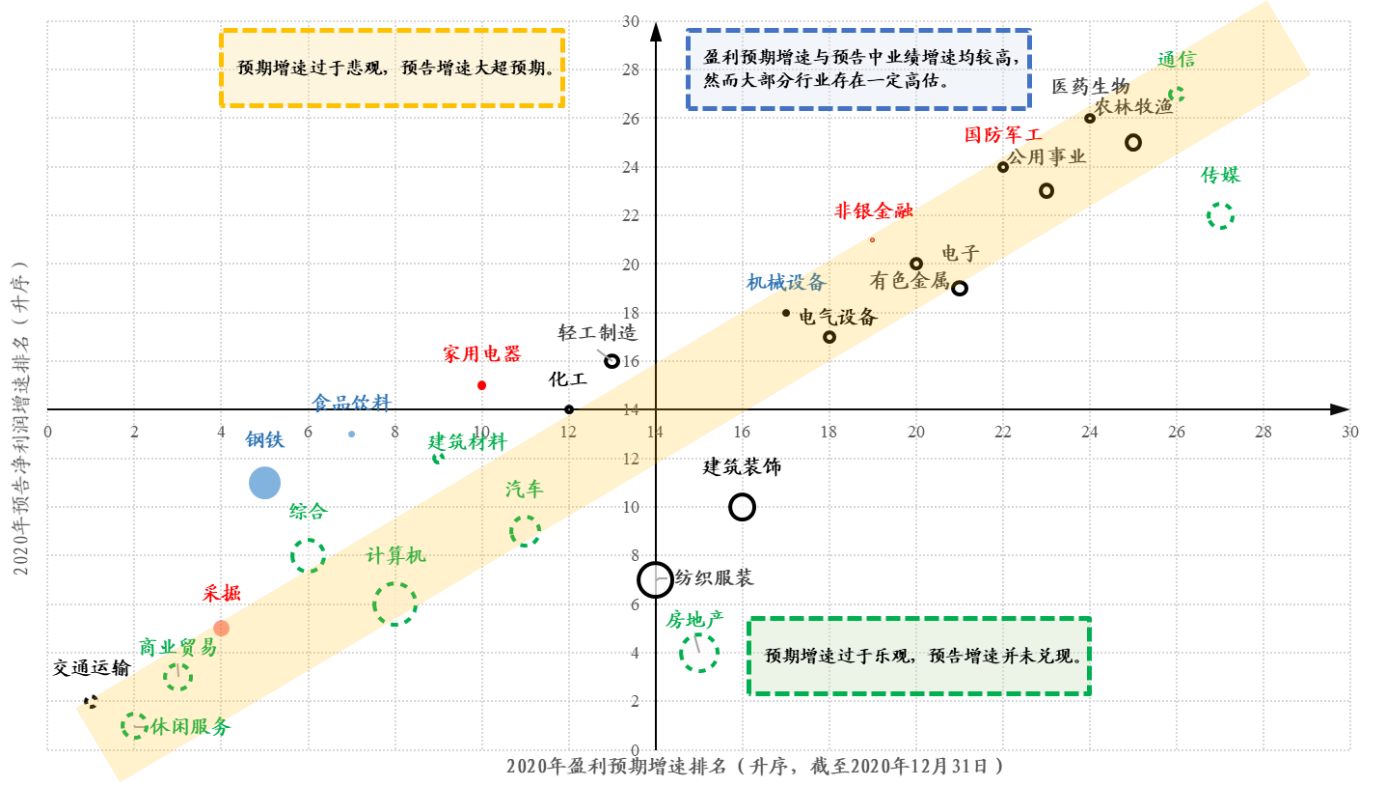
股票代码	股票名称	业绩快报中利润总额（亿元）	归母净利润增速（%）	预期净利润（亿元）	ROE（%）	预期 ROE（%）
002807.SZ	江阴银行	11.15	4.34	10.19	8.85	8.65
002839.SZ	张家港行	10.06	4.93	10.01	9.14	9.48
002958.SZ	青农商行	31.09	4.78	29.65	11.58	11.64
600000.SH	浦发银行	666.82	-0.99	548.00	10.81	10.06
600036.SH	招商银行	1,224.78	4.82	935.66	15.73	15.10
600908.SH	无锡银行	14.91	4.96	13.06	10.87	11.32

股票代码	股票名称	业绩快报中利润总额（亿元）	归母净利润增速（%）	预期净利润（亿元）	ROE（%）	预期 ROE（%）
600919.SH	江苏银行	167.48	3.06	148.00	11.91	12.26
600928.SH	西安银行	30.74	3.03	27.25	11.24	11.07
601128.SH	常熟银行	22.46	1.01	18.40	10.35	10.40
601166.SH	兴业银行	766.37	1.15	638.00	12.62	12.29
601187.SH	厦门银行	18.36	6.55	18.63	11.23	11.08
601229.SH	上海银行	224.10	2.89	189.38	12.09	11.39
601577.SH	长沙银行	67.73	5.08	52.85	14.57	13.87
601818.SH	光大银行	454.82	1.26	358.81	10.71	10.85
601860.SH	紫金银行	15.78	1.76	14.46	10.15	10.22
601998.SH	中信银行	578.57	2.01	440.00	10.11	9.63
603323.SH	苏农银行	10.34	4.71	9.78	8.07	8.37

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：盈利预期数据截至 2020 年 12 月 31 日。

（2）从当下的业绩预告情况来看，在周期+出口制造行业内部出现了大量超出市场预期的绩优行业。从目前的业绩预告情况来看，我们将已经披露预告净利润、同时具有分析师盈利预期数据的 981 只公司作为分析样本，尝试从景气兑现角度寻找超预期的线索。从各行业业绩预告净利润增速与 2020 年盈利预期增速排名匹配程度上看，大部分行业均位于对角线附近，排名匹配度较高；然而结合预告净利润增速与预期净利润增速之间的偏离程度后，我们发现：第三象限中的**采掘与钢铁**行业尽管两者增速均排名较低，其业绩却较大程度超过分析师在 2020 年末盈利预期的最大值；而与此相反的，在位于第一象限中两者增速均较高的行业里，如**电气设备，电子与医药生物**等高景气行业的 2020 年业绩增速已充分体现在盈利预期之中；而**机械设备、非银金融与国防军工**行业的高景气得到了超预期兑现。值得注意的是在第二象限中，**家用电器**行业在 2020 年末预期业绩增速排名相对靠后，然而实际预告增速却较高，景气得到了超预期兑现。

图30：各行业业绩预告净利润增速与2020年盈利预期增速排名匹配程度



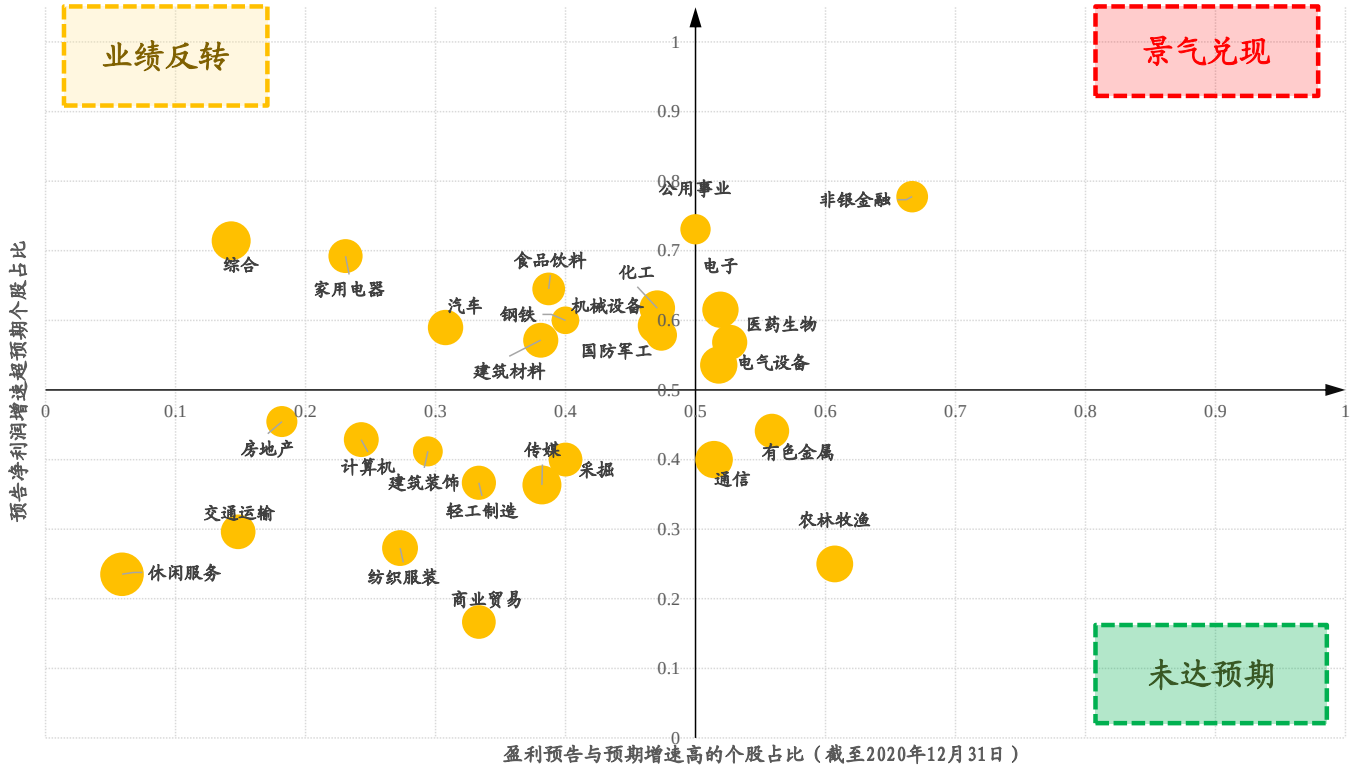
数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：圆圈面积代表景气兑现幅度，计算公式为（业绩预告增速-盈利预期增速）/盈利预期增速

红色实圈代表着预告业绩增速与盈利预期增速的最大值接近；**蓝色实圈**代表着预告业绩增速大于盈利预测增速的中位数；

黑色空圈代表着预告业绩增速小于盈利预测增速的中位数；**绿色空圈**代表着预告业绩增速不及盈利预期增速的最小值。

利用相同样本，我们从各行业超预期个股占比，盈利预告与预期增速均较高（位于中位数以上）的个股占比两个维度对上述结论予以验证，**可以发现除采掘外，大部分景气超预期行业内部，超预期的个股占比也较高**。第一象限中景气兑现行业除非银外估值均已行至高位，而我们更需要关注的是第二象限中景气反转的行业：即业绩增速虽然较低然而内部业绩超预期个股占比较高的行业，主要集中于消费与周期板块。相较而言，周期行业的性价比明显。

图31：景气反转的行业，主要集中于消费与周期板块，周期更具性价比



数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：黄色实圈的大小代表行业中已公布业绩预告的个股2019年的营收占比，用以衡量个股占比表现的置信度。景气兑现判断标准为行业内部已披露业绩预告的个股中，预期与预告业绩增速均在市场中位数以上，同时预告业绩增速超预期的比例超过50%；业绩反转则意味着尽管预期或预告的业绩增速在市场中位数以上的个股占比较低，然而其业绩超预期的个股较多；未达预期则与业绩反转的判断标准相反，预期和预告业绩增速高，却存在大于50%的个股业绩均不及预期，景气度并没有得到充分兑现。

后续市场的机遇将主要存在于疫情后的经济中，在这个过程中投资者应积极求变，部分基本面选手已经开始着手提前布局，向大盘价值（银行为代表）以及其他同样具有优秀盈利能力的中小市值标的进行扩散。但我们仍需要提醒投资者注意的是，并非布局就能立马兑现收益，**因为对于2021年而言，价值发现是全面的，也是投资者全年都需要面对的核心任务**。

5、 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

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