2021 年 01 月 21 日

还周期以“成长”，看金融以“当下”

——投资策略专题

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

相关研究报告

《投资策略专题-人民币升值后，出口链还有机会》-2021.1.15

《投资策略专题-当下市场的困境与破局》-2021.1.14

《投资策略点评-调整布局，迎接市场“新共识”》-2021.1.12

● **宏观环境变化：注重成长性的同时更要关注当下**

在社融回落同时，三重信号也指示前期“宽货币”难重现，信用收缩与货币收紧或中性匹配。信用收缩对于流动性的影响的确认是快速的，但是对于经济预期来说可能是缓慢的：货币信用体系主导的基建地产产业链的下行可能比以往更具有“时滞”；另一方面当下**制造业**产能利用率已经回升至历史高位，其背后是制造业十年来投资需求的压抑和**出口高增**的共同结果，此背景下全球经济复苏中出口由替代效应走向需求效应的拉动，上述因素又不完全依赖于“社融”驱动的需求本身，而制造业的信贷环境本身也并未收紧。以上因素最终导致当下的宏观场景是：**流动性开始逐步收紧，但是经济上行的动能尚未出现衰减信号。即使成长性仍然是股票投资的第一属性，但贴现率的上行将进一步要求：近期权重上升，远期权重下降。**

● **金融：宏观环境进入有利区间**

利率上行与经济不弱提供配置金融板块的最佳窗口期，市场已经开始定价银行的资产质量改善，下一个定价因子是盈利能力。而**信用收缩与经济不差的组合**将意味着银行将因供、需改善带来净息差提升，当前正处于银行业绩反转的时点，披露业绩快报的三家银行已经有所体现。银行将面对两层逻辑的改善：**第一，信贷更多向制造业倾斜的银行具有更大的业绩弹性甚至有成长性待发掘，**此前在银行中已经出现了零售银行的成长性定价的先例；**第二，在贴现率上行让资产近期权重提升后，成长性本身会弱化。银行的业绩拐点将从 ROE 回升的角度迎来 PB 的修复。**同样出现资产端与负债端改善的还有**保险业。而高 ROE 与低 PB 的房地产行业也将在上述宏观环境下具备配置价值。**

● **周期龙头仍是优选，但重在平衡成长性与当期业绩**

我们测算得出基建与地产在 2021 年或许无法成为周期行业的增长点，但并不构成重要拖累：在海外生产与需求恢复中，原材料与中间品的短期业绩弹性将继续体现。需要认识到的是，中期成长性对股价驱动弱化，但仍将形成支撑：**重视制造业参与国际竞争，产能扩张形成了新的成长性。**2020 年的疫情使中国制造显现出了产业链的完备性和成本优势，部分行业的产能扩张伴随着全球其它国家的产能退出，将形成盈利的成长性。**纺织服装、化学纤维、运输设备**当前已经形成了稳固的供给格局，以**有色金属、大炼化、建材（钛白粉）**为代表的行业甚至形成了成本优势和资源壁垒，表现为 ROE 和 ROIC 脱离周期性。

● **配置解法：关注当下，兼顾“成长”**

长期成长性是资产选择的基石，但是受限与贴现率上行，短期业绩与估值性价比应该被赋予更高权重（高 ROE 同时兼顾低 PB）。我们推荐：（1）**宏观环境转向金融定价的有利区间**，资产端质量改善的**银行**以及在经济复苏中资产负债端均改善的**保险**将迎来机遇，同样的，**房地产**的长期价值正在出现；（2）在全球复苏共振与产业链重塑中寻找周期成长，但应赋予短期业绩更高权重：**炼化、化纤、铜、油服、钛白粉、机械设备（生产用模具与施工设备）**。

● **风险提示：**疫苗效果不及预期；货币政策超预期宽松。

目 录

1、 调结构不只是交易诉求，也源于宏观驱动 4
1.1、 货币信用环境要求投资者缩短久期 4
1.1.1、 第一重信号：“稳”杠杆与不“急”转弯 4
1.1.2、 第二重信号：12 月份的“宽松”可能是误解，近期公开市场操作纠正预期 6
1.1.3、 第三重信号：通胀预期高涨，流动性预期转向 7
1.2、 经济本身不弱，能够提供近期的盈利弹性 8
2、 金融的性价比提升 9
2.1、 利率上行与经济不弱提供配置金融板块的最佳窗口期 9
2.2、 金融板块同样具备成长性 11
3、 周期同样具备成长性——产能扩张有效 13
3.1、 基建和地产之外，国内仍有对周期行业需求的支撑 13
3.2、 制造业参与国际竞争，产能扩张形成了新的成长性 14
4、 留在市场里的选择：金融和周期 16
5、 风险提示 16

图表目录

图 1： 由于基数效应和政府债发行确定减少，社融下行方向确定，但年初增速不会出现断崖式下滑 4
图 2： 当社融增速高于 M2 增速时，估值承压 4
图 3： 三季度金融机构超储率处于低位 5
图 4： 8-9 月资金成本上升，资金面紧张 5
图 1： “四万亿”财政扩张下，M2 推高通胀，2010.05~2012.04，CPI 同比突破 4.9%，最高达 6.45%，PPI 最高达到 7.5% 5
图 2： 宏观经济 V 型反转，非常规政策逐步退出 5
图 3： 信用收缩在此过程中也多有反复 6
图 4： 11 月底和 12 月中的 MLF 超预期使市场形成了“宽松预期” 7
图 5： 12 月开始利率下行，但元旦后，利率重拾上涨 7
图 6： 黄金、白银等与流动性相关的资产价格大幅下行 7
图 7： 比特币在通胀预期公布当天下跌 6.1% 7
图 8： 疫苗接种在以色列、阿联酋、巴林、英国进展较迅速，疫苗对经济复苏的推动作用可观察上述国家的经济恢复情况 8
图 9： 我国出口美国的替代效应（蓝色底色区间）与溢出效应（红色底色区间） 9
图 10： 出口持续超预期，制造业产能利用率接近 2017 年的高位 9
图 11： 工业企业偿债能力改善，银行 PE 修复 9
图 12： PB 修复依赖于盈利改善 9
图 13： 历史上几次信用收缩后，经济不差时，金融板块都有相对收益（与上图时间对应） 10
图 14： 归母净利润增速(单季度)在四季度转正 10
图 15： ROE（单季度）距离往年还有差距 10
图 16： 工业企业偿债能力改善，银行 PE 修复 11
图 17： PB 修复依赖于盈利改善 11
图 18： 零售型银行、非息收入高的银行 PB 估值已经与其它银行拉出差距 12
图 19： 零售型银行已经逐步受到认可，此次制造业开启新周期银行业迎来新成长性——对工业企业的信贷投放高 12

图 20: 建安工程及设备购置构成对周期行业的需求 13
图 21: 零售型银行已经逐步受到认可，此次制造业开启新周期银行业迎来新成长性——对工业企业的信贷投放高 14
图 22: 纺织制造业 ROIC 在 2016-2017 年的一轮复苏后，中枢提升，在 2019 年下半年开始稳步向上 14
图 23: 品牌服饰 ROIC 在 2016-2017 年的一轮复苏后，中枢提升，在 2019 年下半年开始稳步向上 14
图 24: 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业国企占比较高，由于不断引入民营资本，集中度下降 15
图 25: 运输设备 ROE 及 ROIC 从 2019 年开始不随资本开支波动 15
图 26: 化学纤维制造业自 2015 年后，ROIC 及 ROE 均维持稳定，不随资本开支下滑而大幅下滑 15
图 27: 化纤产业链：PTA 生产成本随产能提升下降，明显呈现规模效应 15
图 28: 2016 年矿资源价格大增，但工业金属盈利能力改善不大，经历收购潮后，自 2019 年起与上游共享利润 15
图 29: 在 2015-2017 年的海外收购潮之后，贵金属 ROE 及 ROIC 不再出现与上游矿资源价格的背离 15
图 30: 龙蟒佰利 ROIC 及 ROE 在最近一轮资本开支周期（2017-2018 年），中枢上移，后保持平稳 16
图 31: 中核钛白 ROIC 及 ROE 在最近一轮资本开支周期（2017-2018 年），中枢上移，后保持平稳 16

表 1: 只要除基建和地产外的固定资产投资增速达到 6%以上，对周期行业的需求不会太差，其中重要的上行风险在于制造业的景气 13

1、 调结构不只是交易诉求，也源于宏观驱动

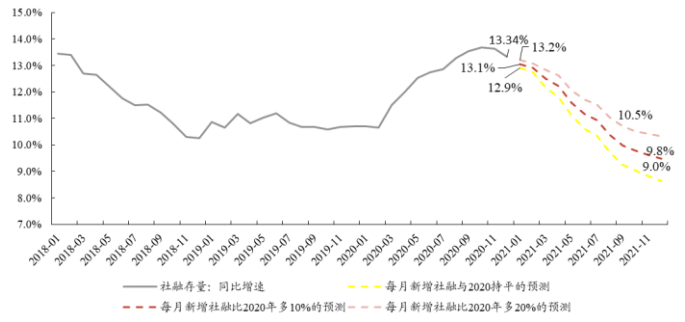
我们在 2021 年 1 月 14 日发布了报告《当下市场的困境和破局》，从多个历史上验证过的经典指标出发，发现从全部 A 股的视角来看，大部分指标均已经指示了当下市场的状态已经接近 2015 年的水平；**并且，大盘成长性价比已经较低。交易层面来说，大盘成长出现了明显的“量价背离”，公募基金负债端的不稳定也使新发基金将继续推高“抱团板块”这一论点的支撑变得脆弱。**

市场已经奖励了“核心资产”的价值发现者，而当前宏观环境发生的变化将使价值观再次发生变化。大盘成长所对应的“核心资产”在过去两年的大幅上涨其实反映了市场主流投资者价值观的趋同，并非简单的“抱团”可以解释，共识的形成恰恰让自下而上投资者最重视的 Alpha 已被定价，优秀的价值发现者获得了丰厚的回报。面对传统认知内的优质资产出现的高估值化，我们并非只有逃离市场一种选择，在本篇报告中，我们将讨论下一个宏观环境是如何具备了新的“价值发现”基础，又指示了哪些机会。

1.1、 货币信用环境要求投资者缩短久期

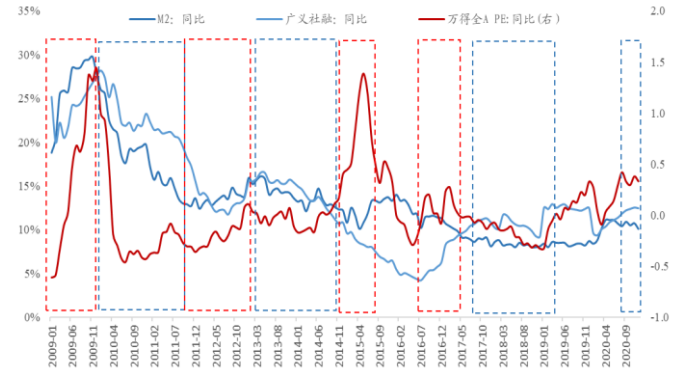
市场对货币信用组合的讨论愈加广泛，对 2021 年信用边际收紧几乎是一致共识，分歧存在于“紧信用+宽货币”还是“紧信用+紧货币”，判断为前一种组合的投资者认为利率的下行仍然对“核心资产”有利，或者追求成长性仍然将是投资的主线。**而我们认为紧信用的环境下，货币将至少维持中性或者偏紧，为对冲 2020 年疫情负面影响而投放的超额流动性必然将有所回落，对估值造成压力。**当前的好消息是出现了更多的信号能够佐证上述的判断。

图1：由于基数效应和政府债发行确定减少，社融下行方向确定，但年初增速不会出现断崖式下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：当社融增速高于 M2 增速时，估值承压



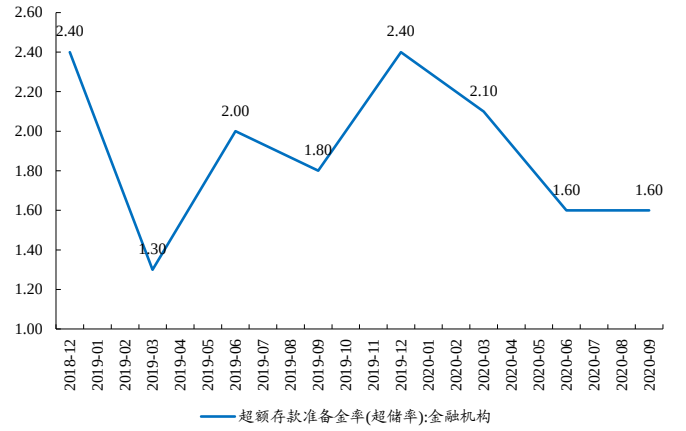
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.1、 第一重信号：“稳”杠杆与不“急”转弯

“稳杠杆”是信用收缩的根本目的，与“宽货币”本质上是相冲突的。当讨论 2021 年的信用收缩问题时，回归本源有益于厘清思路。如果在收缩信用的同时进行宽货币，最后的结果是资金无法进入实体，而是在金融系统中沉积，而这与 2018 年进行的金融去杠杆相矛盾，政策层面没有这样做的动机。**只有两种情况下会出现短暂的“紧信用”和“宽货币”组合：**

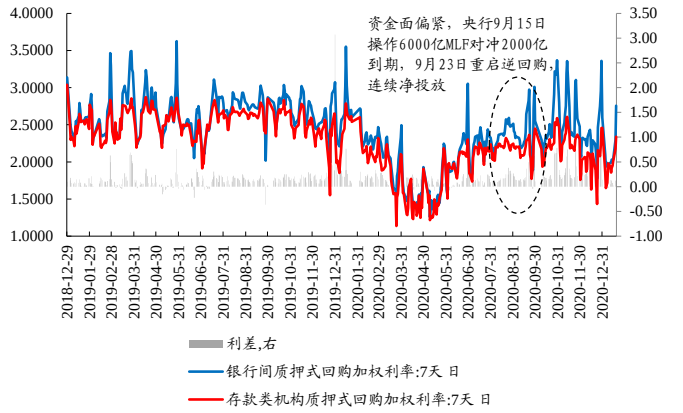
第一，为实现“紧信用”而提前进行的“紧货币”效果过强，资金面过紧、成本大幅上行，在这种情况下央行有动机通过 OMO 来调节利率水平，例如 2020 年三季度的时候银行超储率极低，R007 与 7D 逆回购利率利差扩大，央行进行了 OMO 净投放以及 MLF 放量续作；

图3：三季度金融机构超储率处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

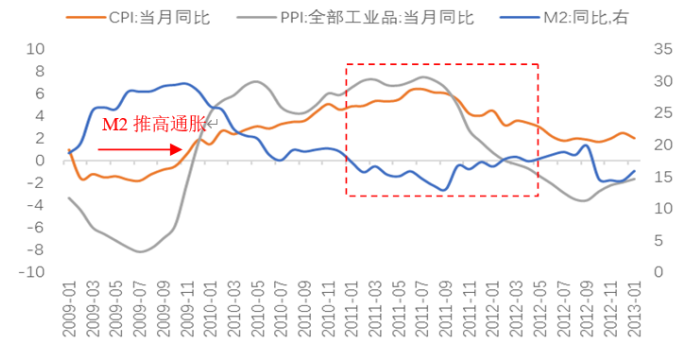
图4：8-9 月资金成本上升，资金面紧张



数据来源：Wind、开源证券研究所

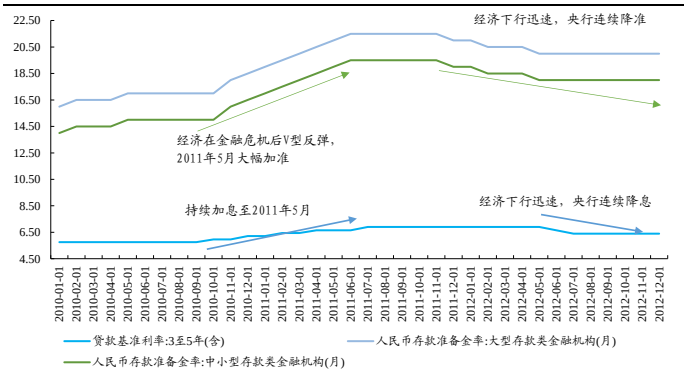
第二，“紧信用”效果显著，已经使实体经济明显降温，央行选择返回“宽货币+宽信用”，而此时实体经济的信贷需求较弱，于是在指标层面呈现“宽货币”+“弱信用”的结果。这种现象在 2010 年-2012 年的类滞胀阶段出现过，政策在“稳增长”和“防通胀”之间左右为难。“四万亿”财政扩张下，M2 推高通胀，在 2010 年初央行开始高密度的加息加准，但进入 2011 年后实体经济走弱，此后在 2012 年一季度 GDP 增速已经下滑到了 8.1%，货币政策又进行了放松，形成了暂时的“宽货币”+“弱信用”组合。

图1：“四万亿”财政扩张下，M2 推高通胀，2010.05~2012.04，CPI 同比突破 4.9%，最高达 6.45%，PPI 最高达到 7.5%



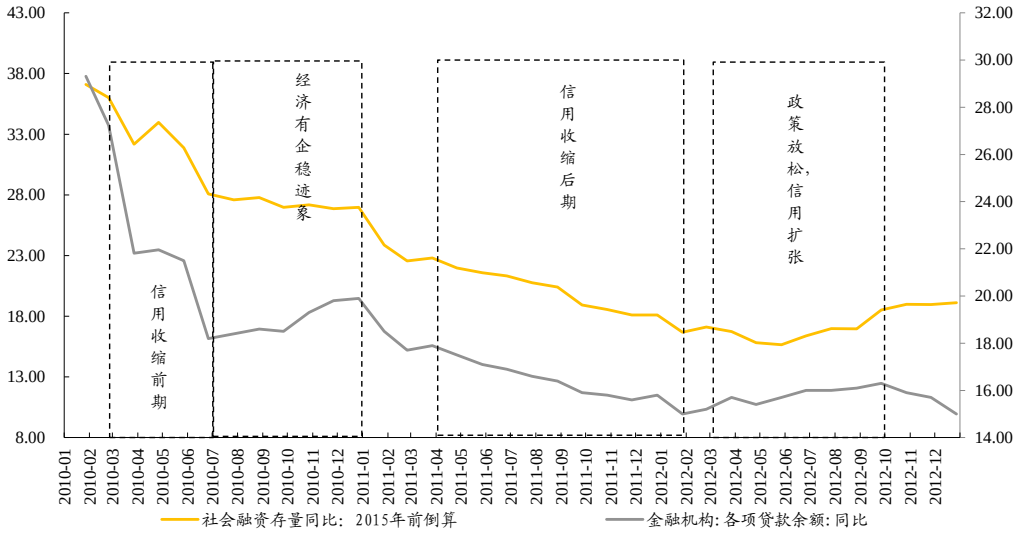
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：宏观经济 V 型反转，非常规政策逐步退出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：信用收缩在此过程中也多有反复



数据来源：Wind、开源证券研究所

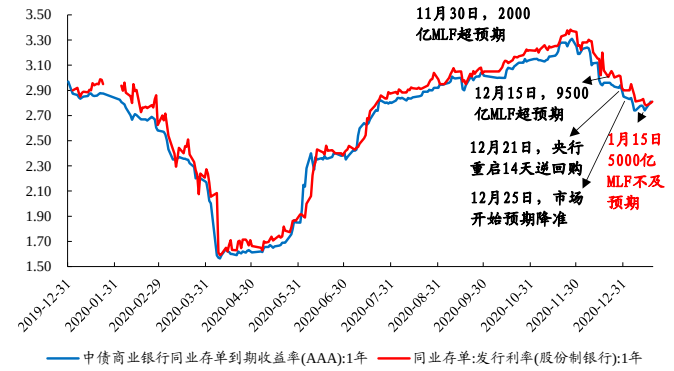
我们认为当前不处于上述的任何一种情况，经济仍然具有内生的向上动能，而银行间资金成本已经在 2020 年 12 月出现了下行，流动性压力缓释。此外，**决策层与市场的沟通频繁且观点鲜明，政策层面仍然将为经济复苏提供必要支持：“紧货币”和信用边际收缩并存。**2021 年 1 月 15 日，国新办举行了 2020 年金融统计数据新闻发布会，会上央行副行长陈雨露表示“2021 年货币政策要‘稳’字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。”在全球未来面临通胀压力的情况下，我们认为货币继续宽松存在掣肘，而从“保持 M2 和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的表述来看，决策层目前不会主动“紧信用”，而是为经济信贷需求提供合理供给。**这也是我们此前讨论过的，当下信用指标回落来自于基数效应、政策意图，而还未进入实体经济需求疲弱的阶段。**

1.1.2、 第二重信号：12 月份的“宽松”可能是误解，近期春节效应占主导

利率在 12 月份的下行一度让市场认为货币政策基调发生了改变，但实际上是目的是呵护“永煤”事件后的流动性市场。特别是在 1 月 10 日公布了 12 月份的金融数据之后，社融存量增速较 11 月份下降 0.3 个百分点，确认了信用拐点，市场认为将形成“宽货币”与“紧信用”的组合。但实际上，我们需要认清 12 月份央行几次 MLF 操作超预期的背景：即 11 月中旬永煤事件导致流动性和信用分层，10 年国债收益率一度高于 3.3%，创造了年内的高点，此举为呵护跨年资金面和信用市场维稳，而并非货币政策掉头。

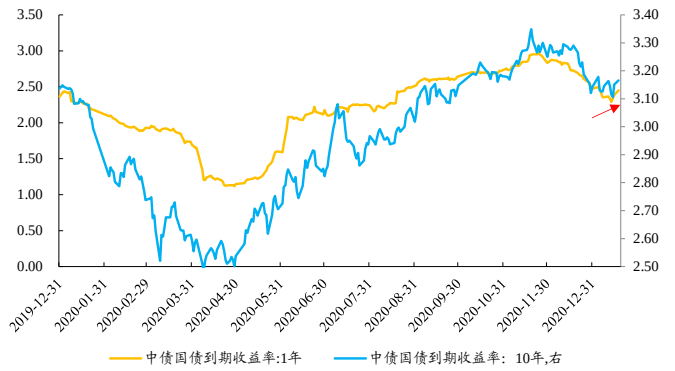
近期公开市场操作受春节效应主导，不能体现货币政策的意图。2021 年第二周以来，商业银行同业存单利率开始上行，国债收益率也开始回升，在这样的情况下，市场预期 1 月 15 日 MLF 将超量续作达到 8000 亿，然而实际上央行只开展了 5000 亿元 MLF 操作，让“宽松”预期落空；2021 年 1 月 20 日上午，央行公开市场开展 2800 亿 7 天逆回购操作，而 1 月 16 日至 1 月 22 日仅有 160 亿元逆回购到期，与第二周时的“缩量”操作联系来看，央行意图在于平滑春节期间流动性，不能体现全年的货币政策基调。**春节过去之后，预计货币政策将回归到“稳杠杆”的基调上，基于“宽货币”的交易将随着时间推移而越来越不利。**

图4：11 月底和 12 月中的 MLF 超预期使市场形成了“宽松预期”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：12 月开始利率下行，但元旦后，利率重拾上涨



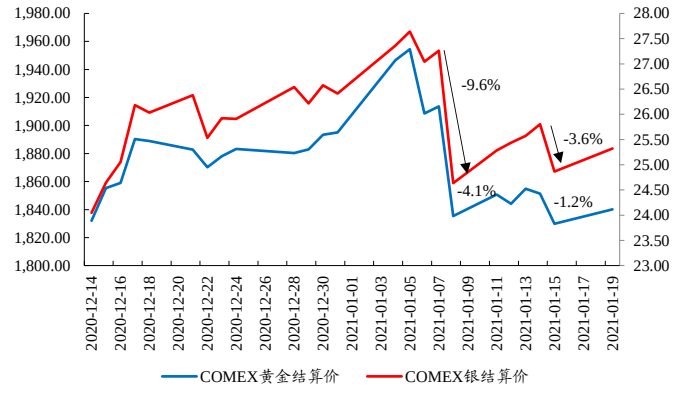
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.3、 第三重信号：通胀预期高涨，流动性预期转向

美国通胀预期上行，油价成为最大推动力将同时对我国通胀带来成本推动型压力。1 月 16 日，美国 1 月密歇根大学通胀预期公布初值为 3%，创 2020 年 8 月以来最高值，而市场预期、12 月前值均录得 2.5%，5 年通胀预期初值从 2.5%升至 2.7%。美国 12 月 CPI 同比为 1.4%，上升 0.2 个百分点，核心 CPI 同比上涨 1.6%，其中能源分项环比增速达 4%，成为通胀的最大环比拉动项。**原油作为全球定价的大宗商品和工业生产重要原材料，在全球经济复苏还未进入共振阶段时，价格已经大幅度反弹至 52 美元（WTI 原油期货结算价），既体现了对经济复苏的乐观，也增强了通胀预期。**国内 1 月 10 日公布的 12 月 CPI 为 0.2%，相较 11 月份由负转正增加了 0.7 个百分点，PPI 同比为-0.4%，相较 11 月份上升了 1.1 个百分点，价格快速上升，将约束了对央行货币政策进一步宽松的预期。

流动性相关的资产出现价格下跌，海外流动性预期再次确认拐点。近期，美国国债长端收益率升破 1%，在 1 月 16 日公布通胀预期数据之后，与流动性相关的资产价格大幅下滑，包括黄金、白银和比特币，这预示着全球资金成本也开始像 2020 年 5 月时的中国一样开始抬升，估值的压力将会是未来不可避免的问题，**贴现率的上行将迫使投资者将目光从远处转移至近期，并要求近期就有可以兑现的业绩弹性。**

图6：黄金、白银等与流动性相关的资产价格大幅下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：比特币在通胀预期公布当天下跌 6.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

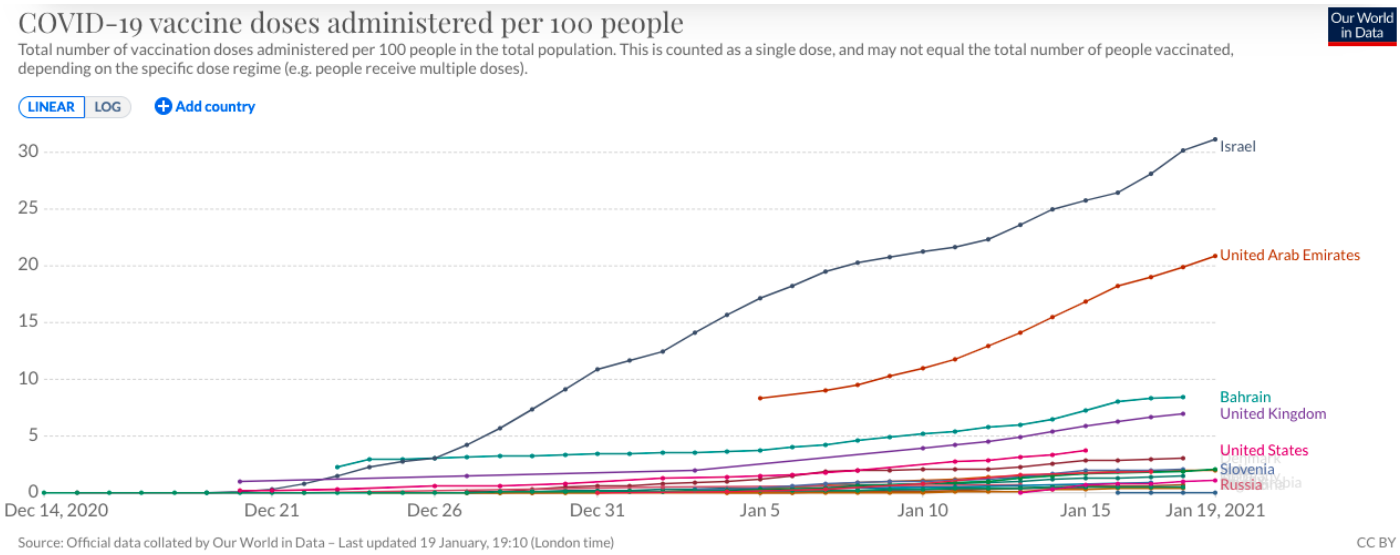
1.2、 经济本身不弱，能够提供近期的盈利弹性

此次信用收缩不能以传统的“基建+地产”的框架来推测经济的走向，经济本身出现了十年以来的新动能——出口和制造业投资。我们在报告《制造业的十年之变》中分析了过去 10 年，房地产占用了过多的信贷资源，结合金融危机后全球需求疲软，因此制造业投资才一直维持低增速，当下对房地产的限制反而为制造业投资开启新周期提供了条件。

出口和制造业当前已经与 2017 年的高点相近，未来在疫苗的普及下，还有进一步的上行动力。出口从 2020 年 7 月份以来，表现出了较高的景气度，与制造业形成了有益的循环。回顾上一次经济复苏 2016-2017 年，我国的出口和制造业投资在 2017 年末达到了历史高位，当前与那时类似的是，制造业产能利用率也回升至同等水平，出口快速反弹；而比 2017 年存在更多机会的是，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、英国推进较快。如果未来主要经济体疫情控制得当，随着财政刺激政策推出，我国出口将从替代效应走向需求效应，仍有上升空间。

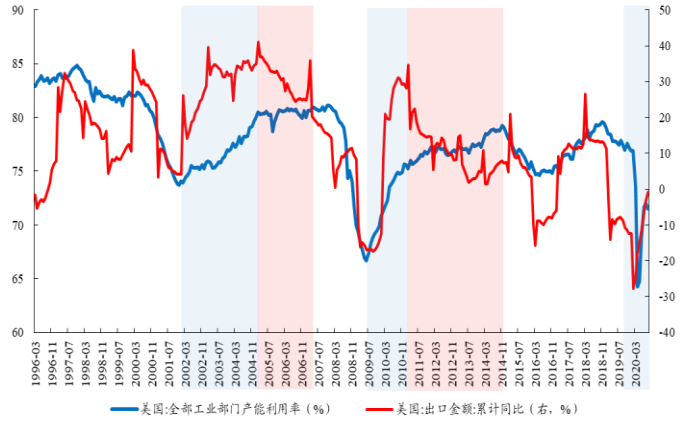
退一步来说，市场对 2021 年的信用收缩和逆周期调控政策退出预期足够充分，但基建和地产投资也许没有想象中的那么差。2020 年，实际上由于项目储备不足，基建投资是一直仅仅“符合预期”，甚至到了年末是“低于预期”的，而在近期（1 月 19 日），国家发改委举行 1 月份例行新闻发布会，再次表述宏观政策不会出现“急转弯”，意味着在 2021 年有较为充足的项目储备情况、2020 年剩余财政资金的情况下，基建投资增速比起 2020 年不会下降太快。对于地产而言，2020 年房地产土地购置面积减少，但在“三道红线”下，房企有充足的动机消化库存、加快推盘以回流资金，因此也对新开工和施工面积形成了支撑。

图8：疫苗接种在以色列、阿联酋、巴林、英国进展较迅速，疫苗对经济复苏的推动作用可观察上述国家的经济恢复情况



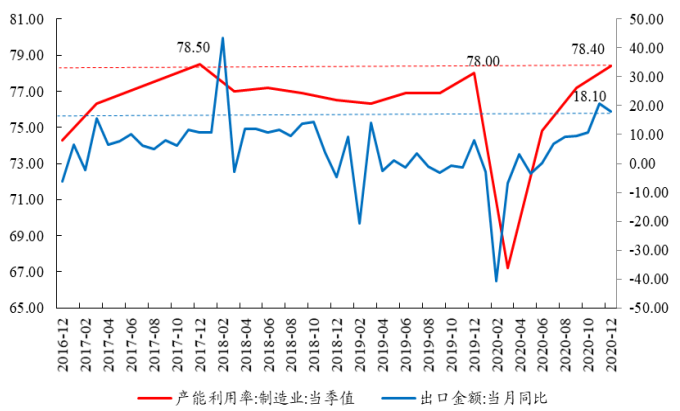
资料来源：Our World in Data

图9：我国出口美国的替代效应（蓝色底色区间）与溢出效应（红色底色区间）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：出口持续超预期，制造业产能利用率接近 2017 年的高位



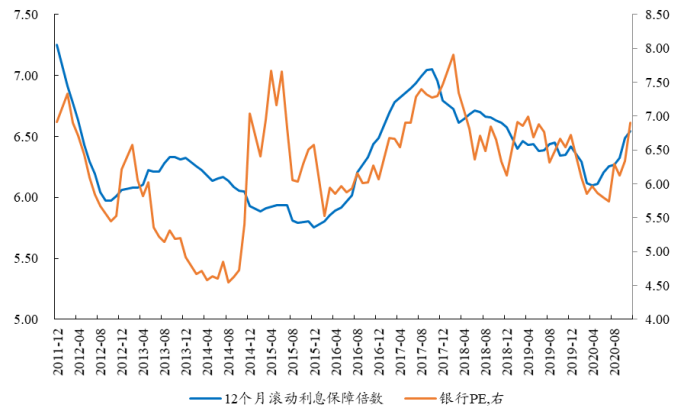
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 金融的性价比提升

2.1、 利率上行与经济不弱提供配置金融板块的最佳窗口期

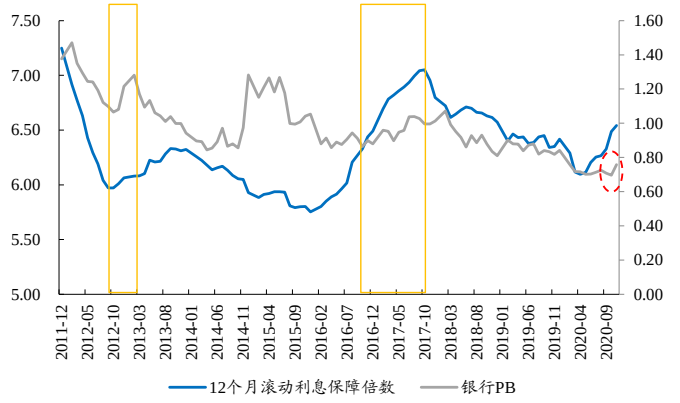
市场已经开始定价银行的资产质量改善，下一个定价因子是盈利能力。我们以工业企业的利息保障倍数作为其偿债能力的代表，工业企业的负债端即银行的资产端，因此这一指标也同样可以表征银行资产质量的安全性，我们发现自 2020 年 4 月以来，该指标就已经见顶回升，同样的是银行板块的市盈率也在跟随回升，这表明市场已经在定价资产质量改善，银行板块涨幅较低的原因只是在于二、三季度计提拨备、利润下滑，另一个佐证是同一时期对 ROE 定价的 PB 并没有回升。因此合理的推论是，当银行业随宏观经济企稳从底部向上时，市场将率先定价其资产质量的安全性，其次定价其盈利能力的提升，这一规律在 2012 年 10 月-2013 年 3 月、2016 年 12 月-2017 年 10 月都出现过：经济企稳后对资产质量的定价首先体现在 PE 上，随后信用收缩前期开始银行议价能力提升，PB 回升。这两段时间与当下的共同点在于：**金融机构贷款余额或社融存量增速回落，显示信用边际收缩，但宏观经济景气向上。**

图11：工业企业偿债能力改善，银行 PE 修复



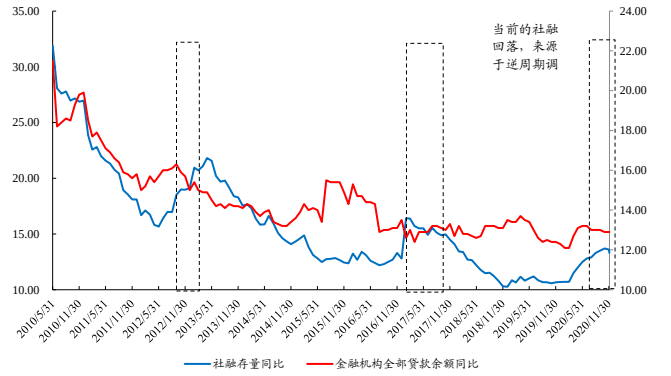
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：PB 修复依赖于盈利改善



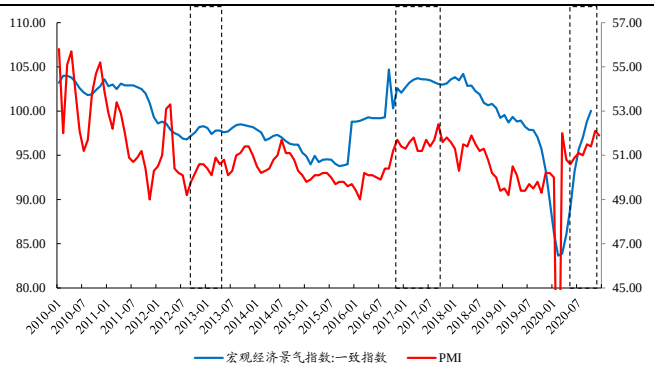
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2012 年&2016 年&现在：贷款余额增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2012 年&2016 年&现在：经济景气程度向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

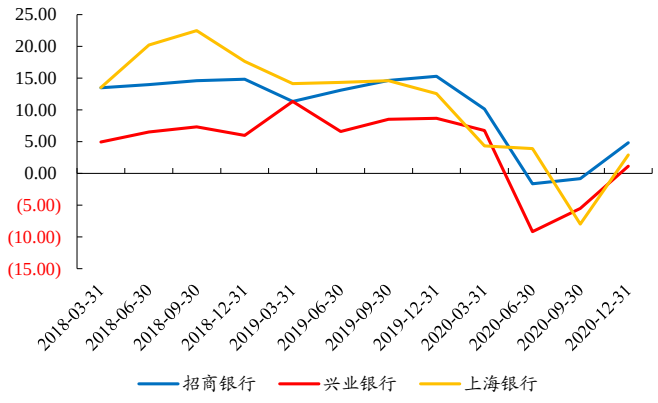
图15：2012 年&2016 年，信用收缩后，经济不差时，金融板块都有绝对收益（与上图时间对应）

阶段	起始区间	终点区间	金融	周期	消费	成长	稳定
阶段1	2012-09-01	2013-03-01	33.59%	15.36%	9.67%	19.01%	16.04%
阶段2	2016-12-01	2017-10-01	5.45%	0.05%	2.74%	-5.23%	-0.62%

数据来源：Wind、开源证券研究所

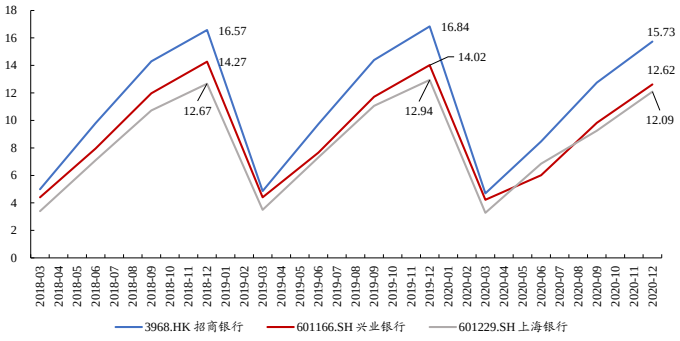
资产质量改善本身降低银行信用成本，而信用收缩与经济不差的组合将提升银行净息差，收益与成本同时改善，当前正处于银行业绩反转的时点。已经发布业绩快报的上海银行、兴业银行、招商银行业绩改善都超出市场预期，在 2020 年年内增速转正，尽管三家银行定位不同，但市场推测其盈利改善的主要原因都来自于计提拨备的减少，此次业绩的发布有利于市场认知到银行业贝塔的改善。

图16：归母净利润增速(单季度)在四季度转正



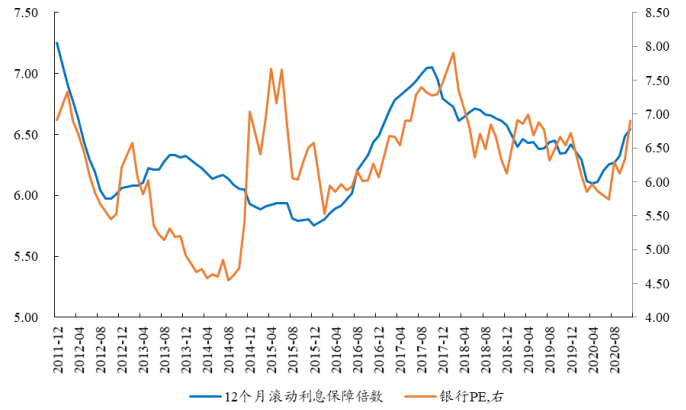
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：ROE（单季度）距离往年还有差距



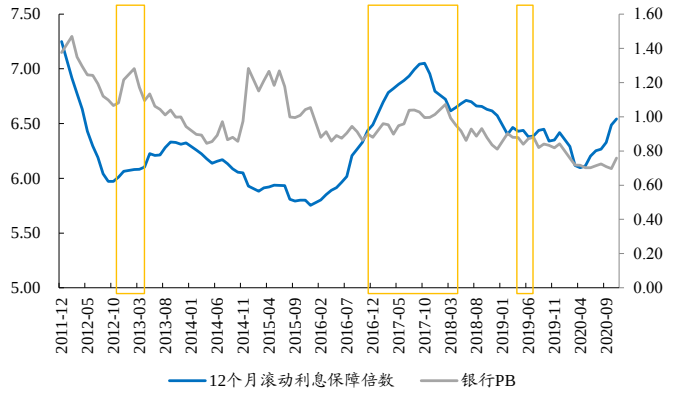
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：工业企业偿债能力改善，银行 PE 修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：PB 修复依赖于盈利改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

资产端和负债端的改善同样发生在保险业。尽管 12 月以来长端利率有所下滑，但仍然高于疫情前的 2019 年 12 月，在投资端对保险股估值提供有效支撑，同时使准备金计提金额减少，促进寿险公司利润释放。进入 2020 年 4 季度，城镇居民收入实际累计同比已经转负为正，居民收入的改善也为保费增长奠定了基础，在 2020 年 1 季度低基数的情况下，2021 年保险公司“开门红”可期。

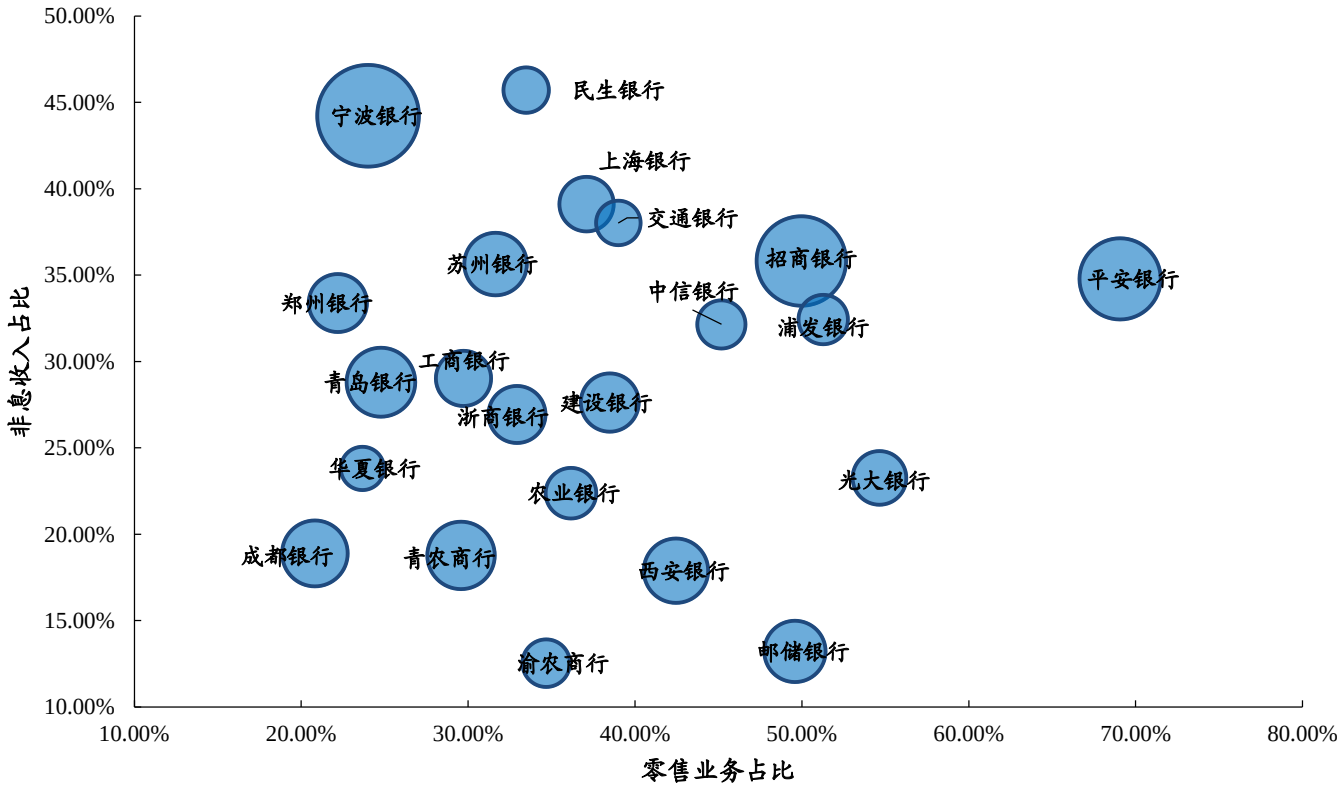
房地产板块遭遇调控和长期下行已经被市场充分认知，我们认为 2021 年面对信收缩的环境，市场将达成“新共识”——收益率回归 ROE，在此过程中，房地产有估值修复的动力。尽管 2021 年开年以来，房地产就接受了多次调控，“房住不炒”的基调也越来越被深刻认知，但政策层面对房地产市场的定位是“平稳发展”而非“打压萎缩”，短期之内房地产仍然是横向比较少数能够提供稳定且高 ROE 的行业。

2.2、 金融板块同样具备成长性

长期以来，市场不愿意给予金融板块高估值的原因在于认为其不具有成长性，无法穿越周期，然而招商银行、宁波银行、平安银行这样的例子显示部分投资者已经在改变这种刻板印象。从这些转型的成功案例可以归纳出银行业的成长性有几个来源：（1）信贷摆布的“去周期性”，表现为银行开始大力发展更为稳定的零售业务，或者同业业务；（2）做强中间业务，增加非息收入，例如发展“大资管”、“大投行”业务。

当前时点，银行可能会出现新的成长性来源，在经济向好和制造业开启新周期背景下，信贷摆布更多向制造业倾斜的银行具有更大的业绩弹性。

图20：零售型银行、非息收入高的银行 PB 估值已经与其它银行拉出差距



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图中气泡大小为 PB（LF），股价为 2021 年 1 月 19 日。

图21：零售型银行已经逐步受到认可，此次制造业开启新周期银行业迎来新成长性——对工业企业的信贷投放高

涉房贷款超限额的银行					成长性——零售型银行					新成长性——对工业企业的信贷投放高				
	房地产贷款占比	工业企业贷款占比	个人其他贷款占比	建筑业贷款占比		房地产贷款占比	工业企业贷款占比	个人其他贷款占比	建筑业贷款占比		房地产贷款占比	工业企业贷款占比	个人其他贷款占比	建筑业贷款占比
建设银行	39.03%	15.85%	7.91%	2.55%	常熟银行	8.94%	23.21%	46.22%	0.00%	江阴银行	9.56%	38.73%	6.94%	3.88%
中国银行	38.51%	19.85%	7.99%	2.06%	平安银行	29.34%	6.06%	38.31%	1.99%	苏农银行	11.23%	37.32%	11.68%	7.61%
农业银行	35.93%	17.86%	9.84%	1.87%	北京银行	10.19%	12.15%	30.55%	4.39%	常熟银行	8.94%	23.21%	46.22%	0.00%
工商银行	35.83%	17.02%	7.14%	1.72%	宁波银行	6.26%	18.96%	30.41%	4.59%	无锡银行	12.10%	21.32%	5.21%	3.05%
成都银行	35.80%	9.93%	1.98%	4.39%	张家港行	10.46%	21.09%	28.60%	3.73%	张家港行	10.46%	21.09%	28.60%	3.73%
邮储银行	35.15%	10.62%	21.79%	2.17%	民生银行	25.75%	13.21%	27.34%	3.01%					
兴业银行	33.73%	13.62%	15.36%	3.49%	招商银行	33.24%	9.75%	26.46%	2.19%					
招商银行	33.24%	9.75%	26.46%	2.19%	光大银行	23.05%	12.13%	25.65%	3.70%		代表涉房贷款占比较高			
郑州银行	32.88%	9.27%	12.64%	5.83%							代表建筑业贷款占比较高（基建相关）			
青岛银行	31.57%	14.15%	10.44%	12.13%							代表对工业企业贷款占比较高			
青农商行	30.02%	9.41%	13.32%	10.23%							代表对个人贷款占比较高			

数据来源：Wind、开源证券研究所

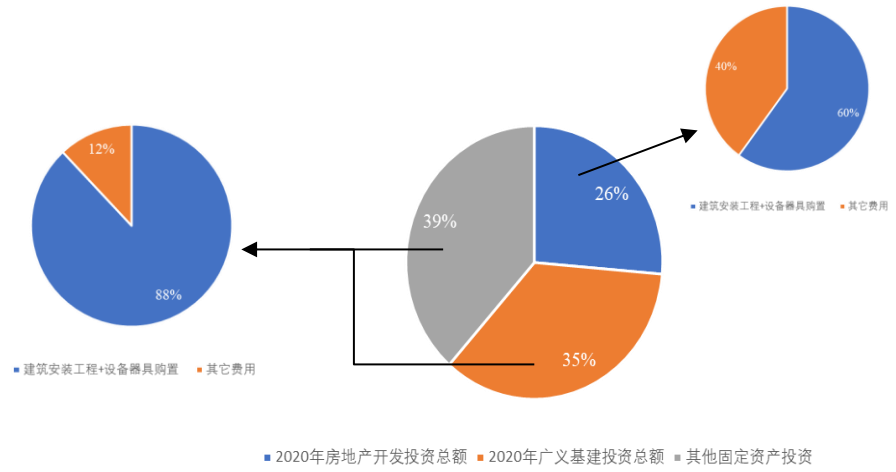
注：房地产贷款占比=（对房地产业的贷款+个人按揭贷款）/总贷款

3、 周期同样具备成长性——产能扩张有效

3.1、 基建和地产之外，国内仍有对周期行业需求的支撑

固定资产投资完成额中的建安工程、器具设备购置形成对周期行业的需求，而其它费用主要是土地购置、手续费等。以上述两部分构成国内对周期行业需求的指标，自 2010 年之后与固定资产投资一致趋势性下行。近年高点在 2016 年，达到 7.7%，随后 2017-2019 年又逐步下滑至 5.5%、3.4%、4.1%。我们在上文中分析过，房地产和基建在 2021 年不会是经济增长的支柱，但仍不会快速下滑，在情景假设 2021 年房地产开发投资和基建投资增速与 2020 年相比稍减的情况下，对周期行业的需求增速至少将达到 4%以上，至少与 2019 年持平，但由于制造业投资景气，对周期行业的需求增速达到 6-9%的增速也有可能。

图22：建安工程及设备购置构成对周期行业的需求



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：只要除基建和地产外的固定资产投资增速达到 6%以上，对周期行业的需求不会太差，其中重要的上行风险在于制造业的景气

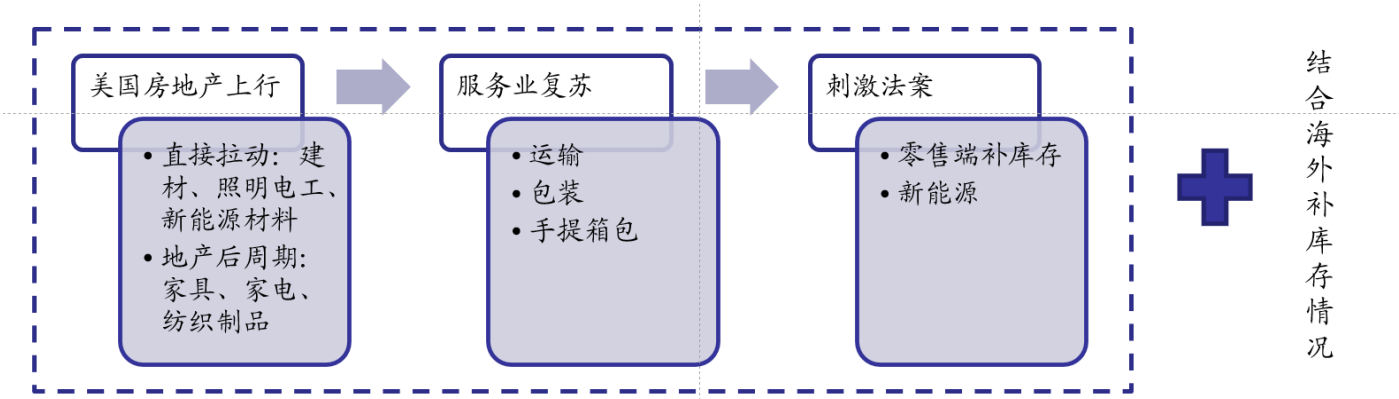
2021 年预测		
房地产开发投资增长 6%（亿元）	148,847	
广义基建投资增长 3%（亿元）	193,140	
房地产开发投资中建安+器具购置	89,308	
广义基建投资建安+器具购置	173,826	
两项合计	263,134	yoy +4.0%
	对周期行业需求增速 6%	对周期行业需求增速 9%
剩余部分建安+器具购置	245,088	259,472
需要除房地产及基建外的其它固定资产投资增速	8.2%	14.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 制造业参与国际竞争，产能扩张形成了新的成长性

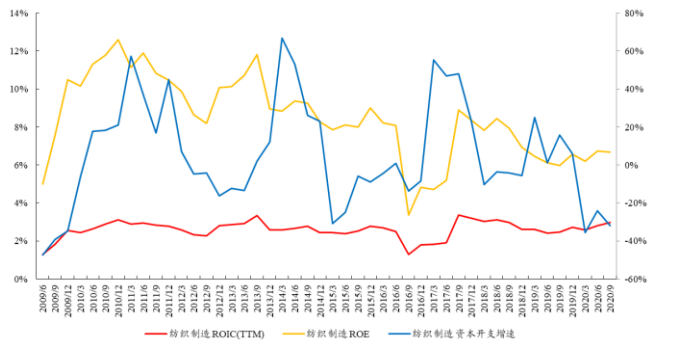
2020 年的疫情使中国制造显现出了产业链的完备性和成本优势，部分行业的产能扩张伴随着全球其它国家的产能退出，将形成盈利的成长性。我们在 2021 年年度策略报告《红旗半展，走向“走向新共识”》中梳理了 2021 年全球经济恢复具有三条确定性需求来源的主线，并且是由近及远的顺序：（1）已经出现繁荣特征的美国房地产上行周期；（2）未来疫苗普及后，海外服务业的复苏；（3）发达经济体刺激政策落地后的需求，短期补贴居民促进消费品需求；中长期落实新基建，增加对工业品需求。在报告《还“周期”以“成长”：制造业的十年一跃》中，我们提出部分制造业经历了 2010 年以来十年的供给出清，**纺织服装、化学纤维、运输设备当前已经形成了稳固的供给格局，以有色金属、大炼化、建材（钛白粉）为代表的行业甚至形成了成本优势和资源壁垒，表现为 ROE 和 ROIC 脱离周期性。**在下游需求旺盛和全球产能出清的背景下，我国的相应的周期行业将享受未来全球经济修复下的“量价齐升”。

图23：零售型银行已经逐步受到认可，此次制造业开启新周期银行业迎来新成长性——对工业企业的信贷投放高



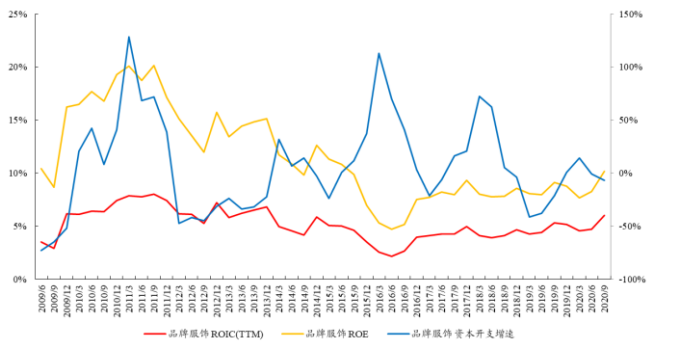
资料来源：开源证券研究所

图24：纺织制造业 ROIC 在 2016-2017 年的一轮复苏后，中枢提升，在 2019 年下半年开始稳步向上



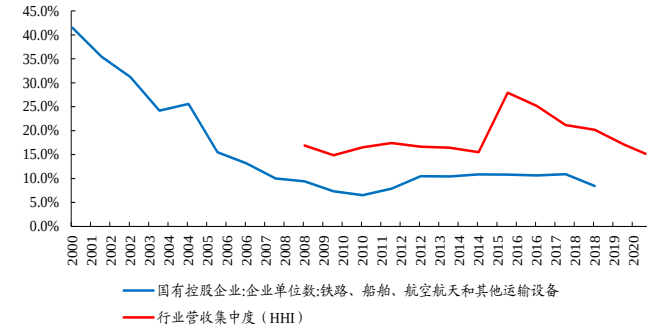
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：品牌服饰 ROIC 在 2016-2017 年的一轮复苏后，中枢提升，在 2019 年下半年开始稳步向上



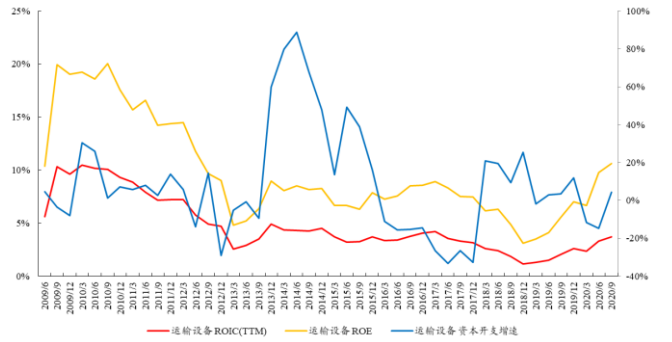
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业国企占比较高，由于不断引入民营资本，集中度下降



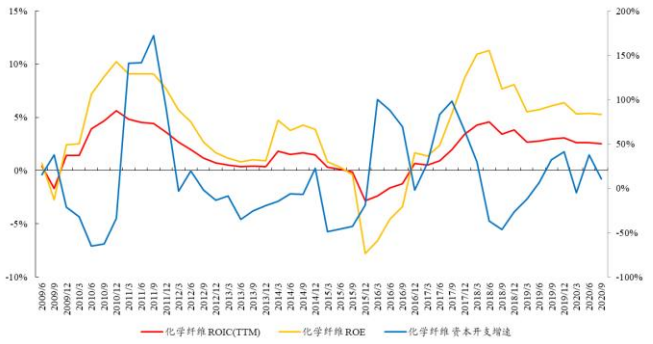
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：运输设备 ROE 及 ROIC 从 2019 年开始不随资本开支波动



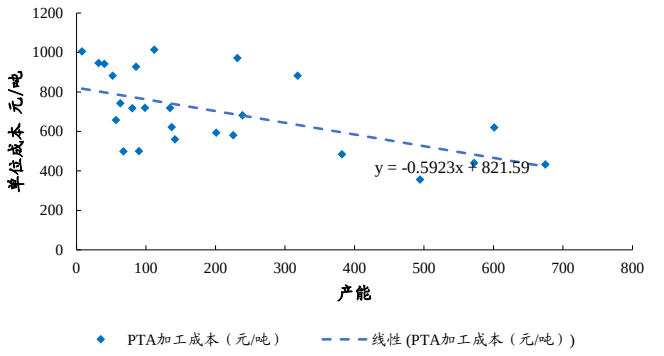
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：化学纤维制造业自 2015 年后，ROIC 及 ROE 均维持稳定，不随资本开支下滑而大幅下滑



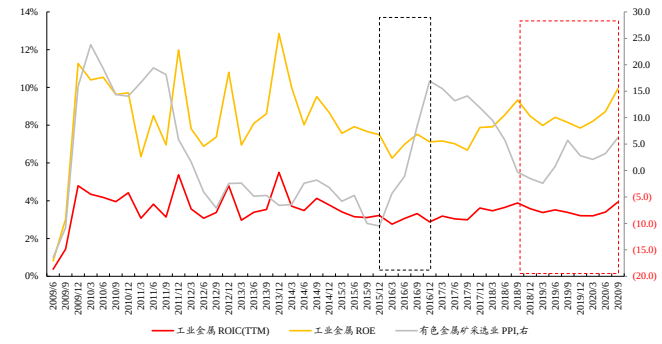
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：化纤产业链：PTA 生产成本随产能提升下降，明显呈现规模效应



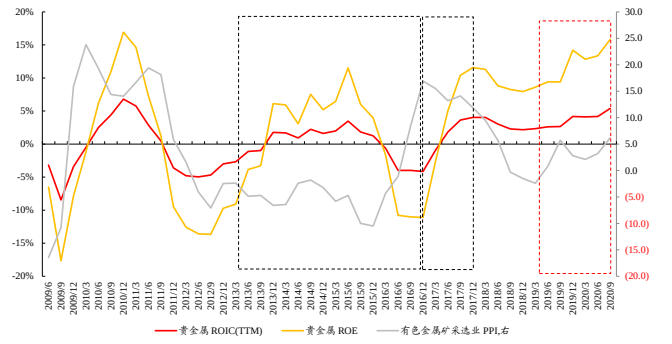
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2016 年矿资源价格大增，但工业金属盈利能力改善不大，经历收购潮后，自 2019 年起与上游共享利润



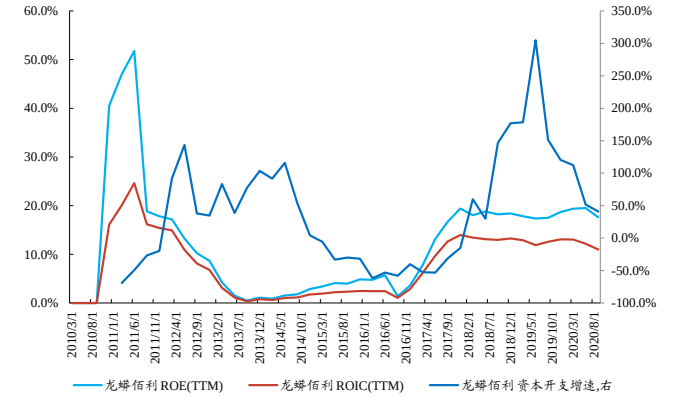
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：在 2015-2017 年的海外收购潮之后，贵金属 ROE 及 ROIC 不再出现与上游矿资源价格的背离



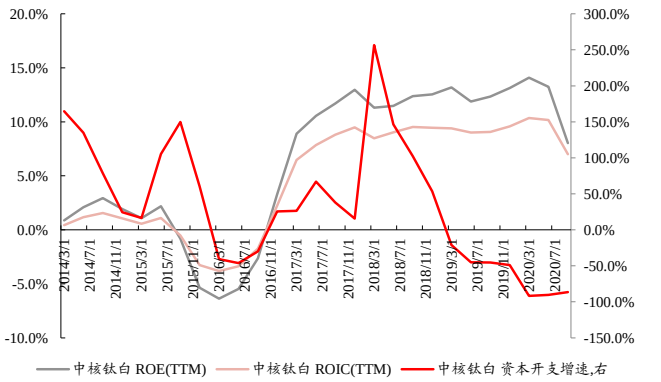
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：龙蟒佰利 ROIC 及 ROE 在最近一轮资本开支周期（2017-2018 年），中枢上移，后保持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：中核钛白 ROIC 及 ROE 在最近一轮资本开支周期（2017-2018 年），中枢上移，后保持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 大盘中的选择：金融和周期

在大盘成长已经明显不具有性价比的时候，投资者应该致力于更多价值发现，长期成长性是基石，但是受限与贴现率上行，短期业绩与估值性价比应该被赋予更高权重（高 ROE 同时兼顾低 PB）。我们推荐：（1）宏观环境转向金融定价的有利区间，资产端质量改善的**银行**以及在经济复苏中资产负债端均改善的**保险**将迎来机遇，同样的，**房地产**的长期价值正在出现；（2）在全球复苏共振与产业链重塑中寻找周期成长，但应赋予短期业绩更高权重：**炼化、化纤、铜、油服、钛白粉、机械设备（生产用模具与施工设备）**。

5、 风险提示

疫苗效果不及预期；货币政策超预期宽松

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，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，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