开源证券

红旗半卷：走向“新共识”

2021年年度策略

姓名 牟一凌（分析师）

证书编号：S0790520040001

邮箱：mouyiling@kysec.cn

2020年12月07日

核心观点

1. 2021的命题：市场回报向ROE回归，寻找新核心资产

无论是高增长企业还是低增长企业，净资产回报率应该成为股东长期回报来源。历史上A股长期年化收益率与年化ROE呈现匹配关系。**以年为刻度，Wind全A收益率跑赢ROE超过2年后都会面临“还账时刻”：即未来1年以上收益率将跑输ROE**。2019-2020年万得全A股票回报将大幅跑赢ROE，如果投资者无法对2021年流动性和政策环境给出强于当下的假设，那需要承认估值将是负贡献。展望2021，以ROE衡量的当期业绩弹性将重回市场定价核心。预计未来一年机构投资者倾向于维持整体组合ROE不变同时降低组合估值水平，宏观环境变化为机构投资者进行更广维度的价值发现提供了基础，**“新核心资产”将浮出水面**。

2. “信用收缩”前期：延续顺周期思维，积极做多

当前市场对于信用收缩的担忧更多地集中于基数效应和政策退出，但复盘历次信用收缩的特征：在政策退出导致信用数据回落属于**信用收缩前期**，经济往往出现过热，此时股票的回报大概率为正且弹性较大，与经济周期相关板块表现优异。真正的“信用收缩”导致市场下跌往往出现在经济出现过热或通胀后的**信用收缩后期**。历史上看，信用数据回落到真正信用紧缩导致市场下跌之前，市场通常上行且最长持续三个季度以上。当下通胀尚处在“预期”阶段，我们建议投资者以考虑了政策退出与基数效应后的社融与信贷增速为指标判定真正信用收缩。当下与经济周期相关资产风险补偿充足，投资者不应过早顾虑而错失丰厚回报。

3. 全球疫情后时代开启：复苏中的产业格局重塑

全球经济恢复中的供需错配将贯穿2021年，中国制造业经历了10年的供给调整和产业升级后，将迎来历史性机遇。从供给格局改善的视角来看，有两类行业正在走出：**行业在长期需求下行中实现了自发出清：**纺织制造、皮革制造、运输设备、仪器仪表；**行业有政策壁垒，稳固了格局，龙头通过资本开支构建壁垒优势并实现对内替代和对外突围：**民营大炼化、有色金属。需求端看，海外生产补库存与美国地产后周期共同构成了确定性的需求来源，未来机遇将广泛出现于工业机械、电子产品、建筑材料、卫浴电工、照明、家电以及家具等行业中，而其对应的原材料和中间品：铝、铜、硅、化纤、涂料、氟制冷剂值得重点把握。

4．“新共识”开启，沪深300领衔市场

市场将走向**“新共识”**，投资者可布局三条主线：第一，价值重估组合（**银行、保险、房地产**）；第二，出口制造业供需突围：**工业机械，电子（覆铜板、照明、功率半导体、面板），电气设备（仪器仪表），化工（大炼化、钛白粉），集运，家电，家居**；第三，通胀交易把握原材料和中间品：**铝、铜、硅、大宗类化工品以及油服**。

5. 风险提示：国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期。

目 录
CONTENTS

1 2021年：股票回报向ROE回归

2 机构配置的变局

3 “信用收缩”：并不影响做多市场

4 供需之变局，价值再发现

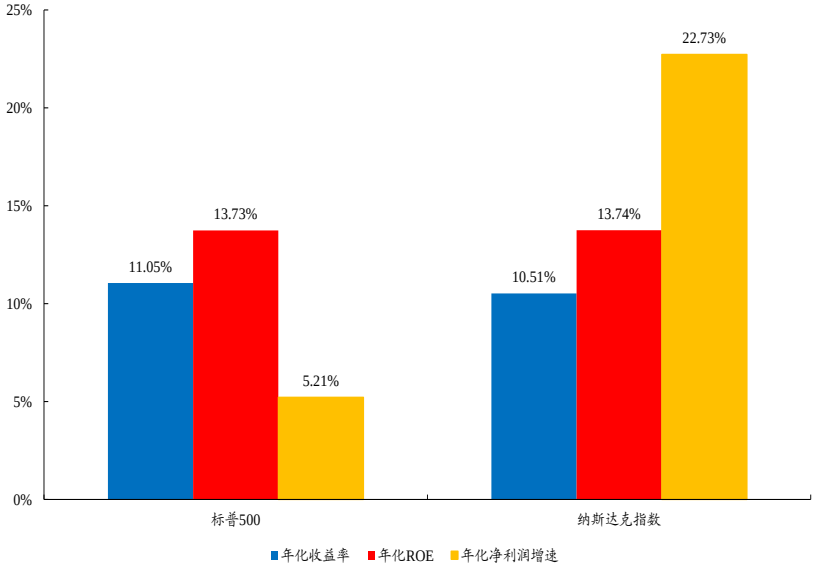
5 “不重要的结果”：指数最终的涨跌

6 风险提示

1.1 股票的长期回报向ROE回归

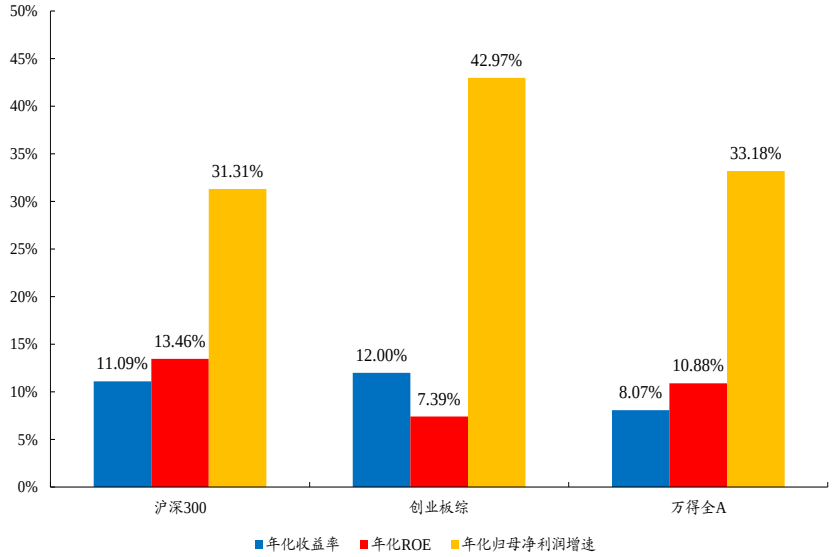
无论是高增长的企业还是低增长的企业，收益来源都是资产为股东赢得回报的能力：二级市场持有人的回报长期看应该等于股东回报。**历史上可测区间内美股、A股的长期年化收益率与长期年化ROE呈现匹配关系。**

图1：标普500/纳斯达克指数年化收益率与ROE更匹配



数据来源： Wind、开源证券研究所

图2：A股三大主要指数的年化收益率也与ROE更匹配



数据来源： Wind、开源证券研究所

注：标普500的测算区间为2011-2019年，纳斯达克指数的测算区间为2004-2019年。沪深300和创业板综指的测算区间均为指数上市以来至2020年Q3，万得全A的测算区间为2002Q1-2020年Q3。采用历史成分的报告期TTM数据测算。

1.1 宏观环境：估值贡献大概率为负

万得全A当年收益率-当年ROE大于0 的年份基本上要满足**流动性足够宽松**（如2014-2015年）或者**经济复苏足够强劲**的条件（如2006-2007年）。

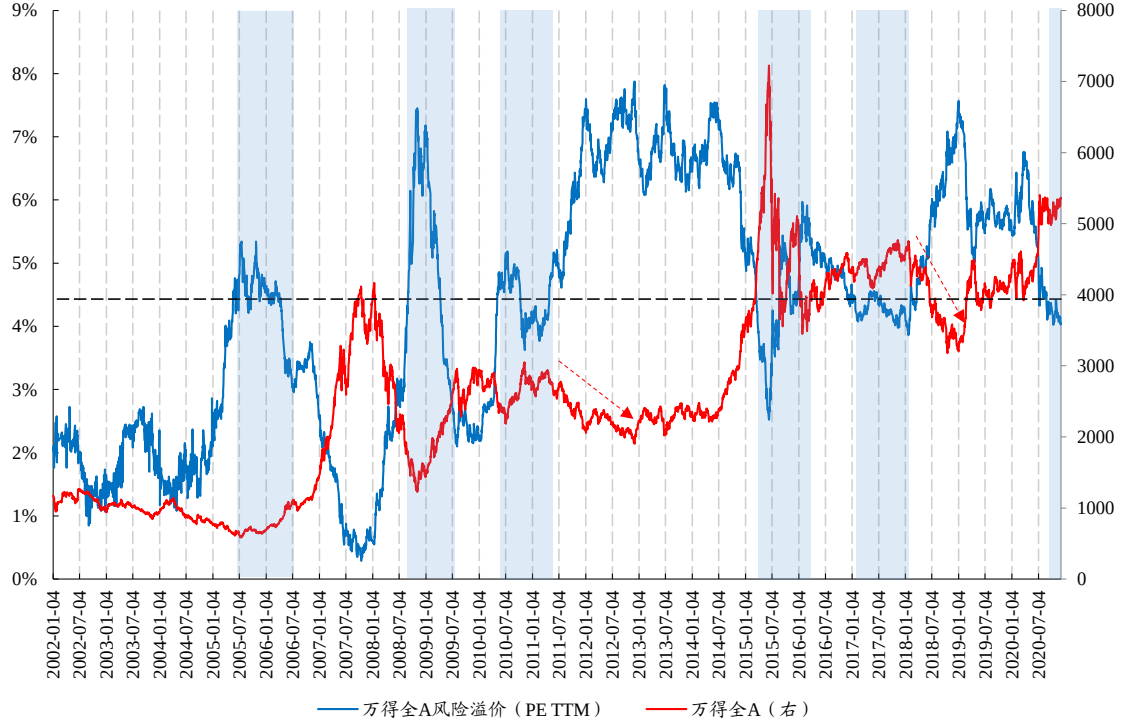
图3：万得全A当年收益率-当年ROE与当时对应的宏观环境

	万得全A:累计收益率-累计ROE	万得全A:当年收益率-ROE	M2:同比变化幅度	金融机构:各项贷款余额:同比变化幅度	社会融资规模存量:同比变化幅度	GDP:不变价:累计同比变化幅度	CPI:当月同比变化幅度	PPI:全部工业品:当月同比变化幅度
2002-12-31	-25.42%	-25.42%	2.38%	4.20%	0.00%	0.80%	-0.10%	4.40%
2003-12-31	-18.59%	-11.03%	2.82%	5.30%	9.40%	0.90%	3.60%	2.60%
2004-12-31	-20.98%	-25.69%	-5.00%	-6.60%	-15.98%	0.08%	-0.80%	4.10%
2005-12-31	-20.63%	-19.55%	2.97%	-1.52%	9.73%	1.28%	-0.80%	-3.90%
2006-12-31	-4.45%	100.34%	-0.63%	2.09%	0.79%	1.33%	1.20%	-0.10%
2007-12-31	11.83%	149.46%	-0.22%	1.03%	5.72%	1.51%	3.70%	2.33%
2008-12-31	-7.44%	-74.80%	1.10%	2.66%	-4.41%	-4.58%	-5.36%	-6.57%
2009-12-31	1.44%	91.99%	9.86%	12.98%	16.39%	-0.25%	0.70%	2.84%
2010-12-31	-1.41%	-22.81%	-7.96%	-11.84%	-7.81%	1.24%	2.70%	4.23%
2011-12-31	-5.54%	-37.49%	-6.42%	-4.10%	-10.01%	-1.09%	-0.53%	-4.24%
2012-12-31	-5.81%	-3.58%	0.20%	-0.80%	3.31%	-1.69%	-1.57%	-3.63%
2013-12-31	-6.00%	-3.08%	-0.20%	-0.90%	-2.73%	-0.10%	0.00%	0.58%
2014-12-31	-3.05%	39.76%	-1.40%	-0.50%	-3.22%	-0.34%	-0.99%	-1.96%
2015-12-31	-1.10%	27.57%	1.10%	0.70%	-1.88%	-0.38%	0.09%	-2.58%
2016-12-31	-2.74%	-23.12%	-2.00%	-0.80%	0.48%	-0.19%	0.48%	11.40%
2017-12-31	-2.94%	-5.87%	-3.20%	-0.80%	1.16%	0.10%	-0.28%	-0.60%
2018-12-31	-5.45%	-37.94%	0.00%	0.80%	-3.62%	-0.20%	0.10%	-4.00%
2019-12-31	-4.00%	23.53%	0.60%	-1.20%	0.43%	-0.64%	2.60%	-1.40%
2020-09-30	-3.17%	14.29%	2.10%	0.70%	2.81%	-1.21%	-2.80%	-1.60%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 风险溢价的角度：赚盈利的钱

图4：历史上风险溢价的可比时期均处于经济复苏期



数据来源： Wind、开源证券研究所

图5：在上述时刻之后的未来一年中市场收益率来源主要是盈利贡献

估值贡献	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指
2005-06-10	49.25%	34.70%	33.02%	
2006-04-14	102.54%	124.56%	137.49%	
2009-04-13	34.88%	26.47%	21.67%	
2010-10-14	-29.67%	-31.53%	-30.04%	-31.17%
2016-12-15	-9.86%	-2.93%	7.75%	-1.17%
2017-07-05	-24.42%	-21.10%	-16.71%	-4.99%
2017-07-06	-24.15%	-20.84%	-16.34%	-4.77%
2017-07-24	-19.67%	-17.68%	-13.52%	9.51%
2017-07-25	-19.59%	-17.70%	-13.51%	9.62%
2018-03-06	-9.82%	-12.41%	-11.29%	33.67%
盈利贡献	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指
2005-06-10	-3.78%	2.46%	8.80%	
2006-04-14	95.64%	39.51%	52.22%	
2009-04-13	3.24%	2.86%	9.01%	
2010-10-14	16.06%	16.51%	12.52%	17.40%
2016-12-15	14.24%	6.93%	10.06%	-7.95%
2017-07-05	9.25%	7.00%	9.05%	-11.24%
2017-07-06	8.63%	6.50%	8.29%	-11.81%
2017-07-24	10.11%	7.42%	9.58%	-13.09%
2017-07-25	9.57%	7.03%	9.08%	-12.82%
2018-03-06	4.76%	7.66%	7.06%	-38.97%

数据来源： Wind、开源证券研究所。注：考察的区间为具体时间点后推一年。

1.3 行业的ROE回归：“透支”不超过2年

如果剔除2015年流动性牛市的影响，除了家用电器、休闲服务、国防军工以及汽车以外，**其余行业从未有过连续三年出现过当年的收益率领跑ROE的情况发生**。

如果站在这个视角来看，则我们就不难理解**2013年创业板的结构性行情其实更多地是由于其高景气度**（ROE自2012年逐年回升至2014年）带来的补偿2011-2012年收益率大幅落后于ROE的偏离，**而2017年消费与周期的行情则是由于它们相比于成长而言ROE仍在改善**，同时前期2015年所“欠下的账”并没有成长那么多。

图6：各行业板块每年的当年收益率与ROE偏离值

行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
农林牧渔	-13.0%	81.7%	154.5%	-51.0%	82.1%	12.6%	-40.9%	-11.3%	11.9%	11.1%	59.2%	-21.9%	-20.8%	-26.8%	30.2%	-10.8%
采掘	-27.5%	43.1%	241.6%	-85.9%	154.5%	-22.9%	-43.5%	-17.4%	-42.4%	15.9%	-2.5%	-7.5%	-5.8%	-40.5%	1.6%	-4.3%
化工	-22.6%	74.9%	169.0%	-69.8%	98.0%	-37.6%	-44.7%	-8.9%	-2.5%	21.2%	48.7%	-14.5%	-13.0%	-41.9%	18.0%	25.3%
钢铁	-32.8%	96.2%	159.0%	-76.6%	93.6%	-35.0%	-32.0%	-3.3%	-18.6%	76.8%	13.6%	-11.1%	5.6%	-45.7%	-10.4%	0.9%
有色金属	-19.2%	120.1%	241.5%	-82.8%	175.8%	11.7%	-54.7%	9.0%	-34.9%	38.4%	15.3%	-9.8%	8.1%	-45.0%	22.1%	18.8%
电子	-19.6%	44.6%	125.1%	-62.0%	147.3%	32.9%	-49.2%	-5.6%	35.1%	11.5%	66.1%	-20.0%	5.0%	-49.2%	66.7%	21.2%
家用电器	-7.4%	69.4%	194.0%	-64.6%	138.1%	-16.9%	-41.0%	1.0%	21.3%	2.6%	27.7%	-18.2%	24.6%	-46.0%	40.0%	11.1%
食品饮料	-0.1%	159.7%	110.5%	-70.2%	89.6%	0.1%	-34.4%	-27.4%	-28.1%	-0.7%	11.0%	-8.0%	35.8%	-42.5%	52.3%	37.7%
纺织服装	-26.4%	58.4%	174.9%	-68.7%	109.2%	-3.6%	-36.6%	-18.2%	-0.1%	22.5%	79.3%	-23.2%	-32.1%	-40.0%	2.7%	-10.0%
轻工制造	-22.7%	67.6%	159.3%	-71.7%	111.6%	-5.5%	-37.1%	-8.5%	16.4%	23.2%	81.8%	-23.6%	-23.9%	-42.1%	13.2%	7.0%
医药生物	-16.6%	62.2%	176.4%	-54.2%	86.3%	14.7%	-44.2%	-3.8%	24.4%	3.8%	44.6%	-25.2%	-8.6%	-37.4%	28.4%	21.6%
公用事业	-24.8%	44.8%	163.8%	-54.9%	43.4%	-20.8%	-29.7%	-4.9%	-2.9%	42.4%	9.9%	-27.8%	-13.8%	-36.4%	-1.7%	-8.4%
交通运输	-20.5%	58.7%	150.8%	-73.5%	73.1%	-27.2%	-41.7%	-12.0%	-1.3%	55.4%	23.4%	-30.4%	-3.9%	-38.1%	9.2%	-2.6%
房地产	-9.9%	144.1%	152.2%	-75.4%	103.7%	-38.1%	-35.6%	17.9%	-25.6%	53.2%	33.7%	-30.1%	-12.5%	-42.3%	10.3%	-21.0%
商业贸易	-7.5%	120.9%	178.6%	-70.5%	98.2%	-8.7%	-47.1%	-21.3%	2.6%	25.1%	40.9%	-20.1%	-21.0%	-41.3%	1.8%	1.4%
休闲服务	2.3%	100.8%	109.8%	-75.4%	124.4%	-1.3%	-34.1%	-5.5%	11.4%	31.2%	69.6%	-30.2%	-14.2%	-20.2%	18.6%	51.1%
建筑材料	-23.6%	103.0%	178.5%	-72.7%	116.9%	-1.5%	-50.3%	-4.1%	-19.1%	34.0%	22.7%	-7.4%	-6.6%	-47.9%	34.9%	10.3%
建筑装饰	-14.5%	90.8%	143.6%	-61.3%	22.1%	-9.5%	-48.6%	2.1%	-29.8%	70.6%	2.8%	-11.1%	-17.0%	-39.4%	-11.3%	-10.5%
电气设备	-10.9%	72.8%	191.5%	-58.1%	56.1%	0.3%	-52.0%	-20.4%	35.3%	22.8%	52.8%	-24.4%	-16.2%	-38.6%	19.0%	53.3%
国防军工	2.6%	116.2%	204.5%	-97.5%	116.9%	7.8%	-44.1%	-10.3%	30.1%	51.3%	30.6%	-20.2%	-19.2%	-31.9%	24.5%	28.9%
计算机	-23.6%	56.7%	129.9%	-65.4%	91.7%	15.0%	-43.9%	-14.1%	56.8%	28.5%	88.2%	-40.8%	-18.8%	-28.3%	44.4%	1.7%
传媒	-8.1%	72.2%	101.9%	-60.1%	67.1%	-14.9%	-33.9%	-16.6%	95.4%	6.0%	65.3%	-43.4%	-29.4%	-35.2%	22.5%	1.3%
通信	-14.0%	68.4%	112.5%	-73.7%	71.9%	-14.6%	-32.6%	-27.8%	29.1%	34.2%	66.1%	-18.7%	-6.0%	-33.2%	20.4%	-7.3%
银行	-2.9%	159.2%	71.7%	-87.8%	84.5%	-43.1%	-26.1%	-6.4%	-29.4%	44.6%	-17.3%	-19.2%	0.0%	-27.3%	11.0%	-13.5%
非银金融	-23.7%	282.3%	152.8%	-75.7%	86.1%	-40.0%	-42.8%	20.5%	-15.2%	108.2%	-34.2%	-24.5%	6.7%	-33.6%	33.7%	-7.4%
汽车	-21.8%	99.0%	202.9%	-90.4%	229.3%	-26.7%	-27.3%	12.1%	10.6%	23.0%	32.3%	-23.7%	-13.7%	-43.6%	7.9%	41.2%
机械设备	-23.4%	139.0%	150.8%	-75.4%	106.2%	11.5%	-51.2%	-14.4%	2.7%	36.4%	42.0%	-21.8%	-17.8%	-39.6%	18.9%	14.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 行业的ROE回归：2019-2020行业的“透支”

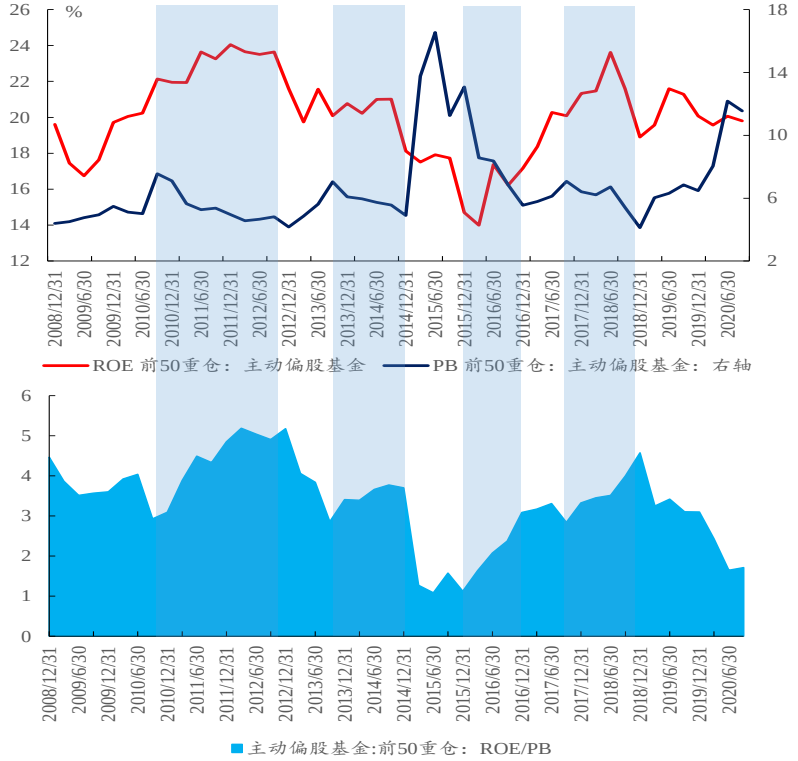
2019-2020年大部分行业其实都在“透支”未来的增长。如果计算2019-2020年的区间年化收益率 以及对应的年化ROE，以前者减去后者的差值作为衡量这两年各个行业“透支程度”，则我们会发现大部分行业的透支程度均大于0，尤其是**食品饮料、电子、电气设备、休闲服务**等行业，即便这几个行业的年化ROE很高，确实有成长性，然而年化回报却抢跑了太多，未来的预期收益率并不会很高；**还有7个行业透支程度为负值，意味着它们的年化回报即便是在市场大部分行业表现较好的时候也没能“追上”ROE水平。**

图7：各个行业2019-2020年的年化收益率与年化ROE的差距（未来ROE透支程度）

所属行业	2020年预测ROE	2019-2020年化收益率	2019-2020年化ROE	2019-2020年偏离度（收益率透支程度）	所属行业	2020年预测ROE	2019-2020年化收益率	2019-2020年化ROE	2019-2020年偏离度（收益率透支程度）
食品饮料	21.46%	65.87%	21.00%	44.87%	传媒	10.68%	16.52%	4.52%	12.00%
电子	12.63%	52.49%	9.81%	42.68%	非银金融	11.95%	23.35%	11.89%	11.46%
电气设备	11.61%	43.21%	8.44%	34.77%	轻工制造	13.52%	19.88%	9.73%	10.15%
休闲服务	6.34%	41.91%	7.83%	34.08%	农林牧渔	24.12%	28.39%	19.58%	8.81%
国防军工	7.81%	31.87%	5.22%	26.65%	通信	7.28%	9.50%	3.36%	6.14%
医药生物	15.97%	37.22%	12.16%	25.06%	交通运输	4.06%	9.06%	6.05%	3.01%
家用电器	17.15%	41.91%	17.08%	24.83%	商业贸易	6.36%	8.28%	6.66%	1.62%
汽车	8.99%	31.20%	7.85%	23.35%	采掘	5.28%	4.94%	6.35%	-1.41%
建筑材料	17.50%	38.95%	16.83%	22.12%	银行	10.56%	9.22%	11.23%	-2.01%
计算机	10.04%	28.62%	6.81%	21.81%	纺织服装	8.75%	2.85%	6.53%	-3.68%
化工	9.00%	29.15%	7.58%	21.57%	钢铁	7.91%	3.24%	8.13%	-4.89%
有色金属	6.99%	25.05%	4.58%	20.48%	公用事业	10.22%	3.45%	8.50%	-5.05%
机械设备	12.19%	25.30%	8.56%	16.74%	房地产	16.40%	8.21%	14.43%	-6.21%
综合	7.94%	19.78%	5.42%	14.35%	建筑装饰	9.95%	-1.34%	9.58%	-10.92%

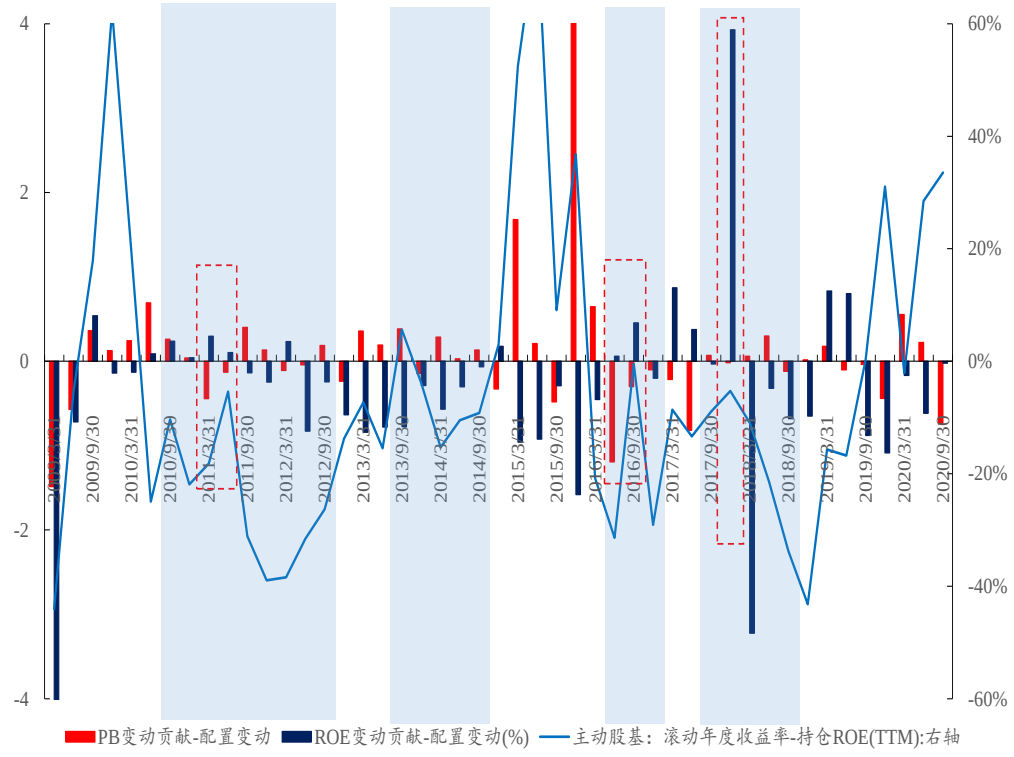
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：所有有预测数据的上市公司2020年Q3营业收入占全部上市公司的85.09%。

图8：2008年以来，主动偏股基金前50重仓股共经历4次较大幅度的估值下行，此时持仓ROE往往会提升或维持高位，由此带来ROE与PB之比提升



数据来源： Wind、开源证券研究所

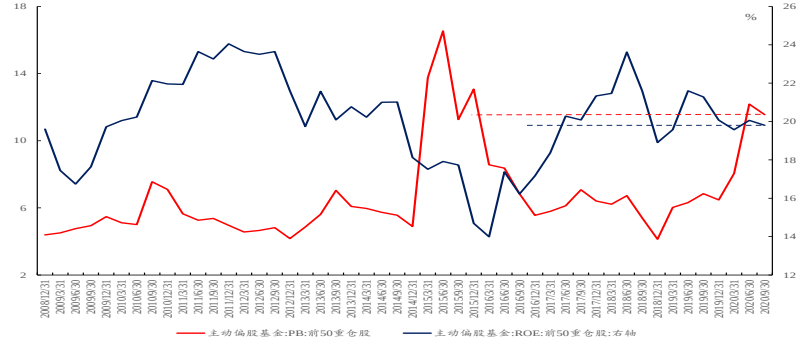
图9：从4次“还旧账期”来看，当主动偏股基金选择主动降低PB提升ROE时，主动偏股基金收益率与ROE之差将提升



数据来源： Wind、开源证券研究所

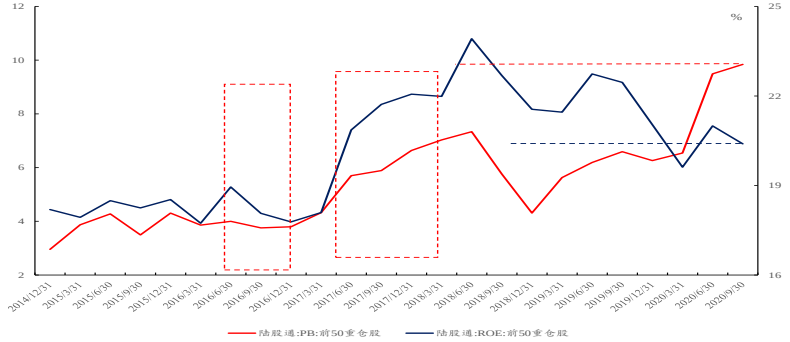
1.5 机构配置的变局时刻：寻找“新”核心资产

图10：主动偏股前50重仓股PB水平为2016年以来高点，ROE水平仍维持高位



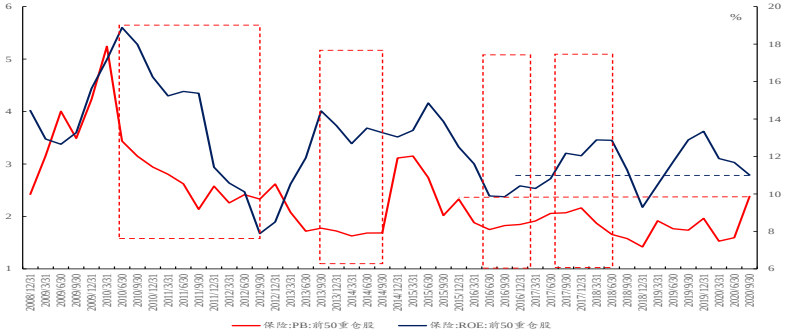
数据来源： Wind、开源证券研究所

图11：“还旧账”期，陆股通往往会选择配置更高ROE的标的



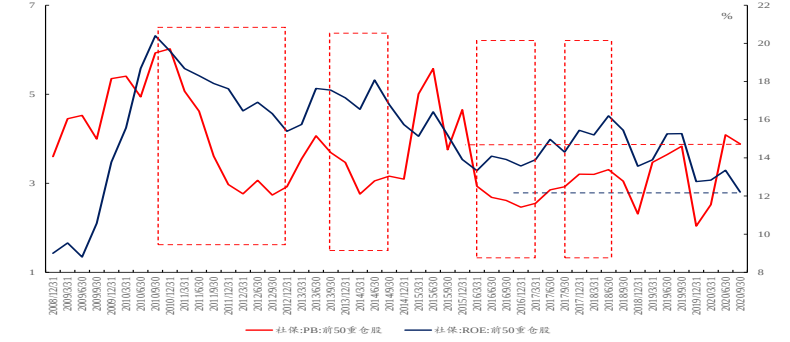
数据来源： Wind、开源证券研究所

图12：在4次“还旧账”期，保险资金由于前50重仓的PB较低，因此PB往往波动较小，ROE往往高位震荡或提升



数据来源： Wind、开源证券研究所

图13：在A股4次“还旧账”期，社保基金前50重仓股的PB和ROE的变化趋势往往较为一致



数据来源： Wind、开源证券研究所

1.6 机构配置的变局时刻：抱团或瓦解

主动偏股公募在金融和周期板块的超低配情况与2010Q3和2016Q3相似，对应的是历史上滞胀与过热的起点。而无论是滞胀还是总需求复苏带来的通胀，**金融板块都成为了增配的方向**，成长板块会面临减配调仓的压力，这也将成为了行业配置集中度继续下行背后的驱动，而随着金融和周期的不断增配，后期也将带来行业配置集中度的回升。**前期抱团已经松动，新的抱团方向正在形成。**

图14：周期板块的超配比例先升后略有下降，成长板块的超配比例持续下降

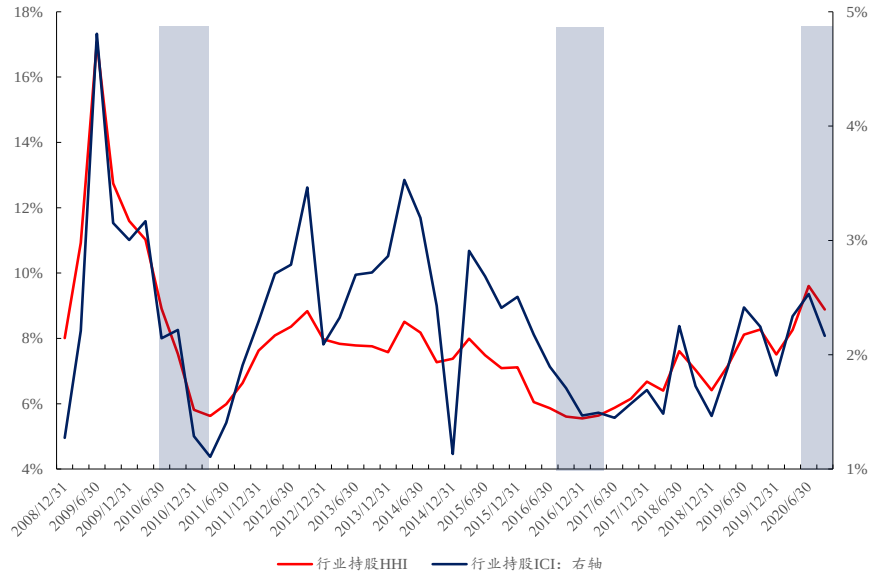
风格	2010Q3			2016Q3			2020Q3		
	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配
金融	20.59%	30.78%	**-10.19%**	15.78%	26.12%	**-10.34%**	12.28%	22.42%	**-10.14%**
周期	22.47%	30.96%	**-8.49%**	19.37%	28.05%	**-8.68%**	13.27%	21.98%	**-8.70%**
成长	25.87%	17.12%	**8.75%**	41.74%	25.00%	**16.74%**	46.62%	30.65%	**15.97%**
消费	28.23%	15.79%	**12.43%**	18.96%	15.40%	**3.56%**	27.09%	21.21%	**5.88%**
其他	2.84%	5.34%	**-2.51%**	4.15%	5.43%	**-1.28%**	0.74%	3.73%	**-3.00%**

风格	2010Q3			2010Q4			2011Q1			2011Q2		
	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配
金融	20.59%	30.78%	-10.19%	18.16%	26.39%	-8.23%	20.87%	26.06%	-5.19%	21.29%	25.72%	-4.44%
周期	22.47%	30.96%	-8.49%	28.70%	40.50%	-11.80%	30.24%	42.03%	-11.79%	30.93%	41.91%	-10.98%
成长	25.87%	17.12%	8.75%	26.34%	15.46%	10.88%	22.60%	14.57%	8.03%	20.58%	14.49%	6.09%
消费	28.23%	15.79%	12.43%	24.00%	13.25%	10.75%	23.23%	12.85%	10.38%	24.05%	13.28%	10.77%
其他	2.84%	5.34%	-2.51%	2.80%	4.40%	-1.60%	3.06%	4.49%	-1.43%	3.17%	4.60%	-1.43%

风格	2016Q3			2016Q4			2017Q1			2017Q2		
	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配	实际配置	标准配置	超低配
金融	15.78%	26.12%	-10.34%	15.67%	25.34%	-9.67%	16.71%	25.02%	-8.31%	18.40%	26.15%	-7.75%
周期	19.37%	28.05%	-8.68%	22.47%	29.14%	-6.68%	21.22%	29.50%	-8.27%	19.84%	28.58%	-8.75%
成长	41.74%	25.00%	16.74%	38.64%	24.18%	14.46%	37.00%	23.79%	13.21%	35.79%	23.32%	12.46%
消费	18.96%	15.40%	3.56%	19.14%	15.83%	3.30%	21.06%	16.28%	4.78%	21.99%	16.57%	5.42%
其他	4.15%	5.43%	-1.28%	4.09%	5.50%	-1.42%	4.00%	5.40%	-1.41%	3.98%	5.37%	-1.39%

数据来源： Wind、开源证券研究所

图15：2010Q3和2016Q3往后，主动偏股基金行业配置集中度均下降

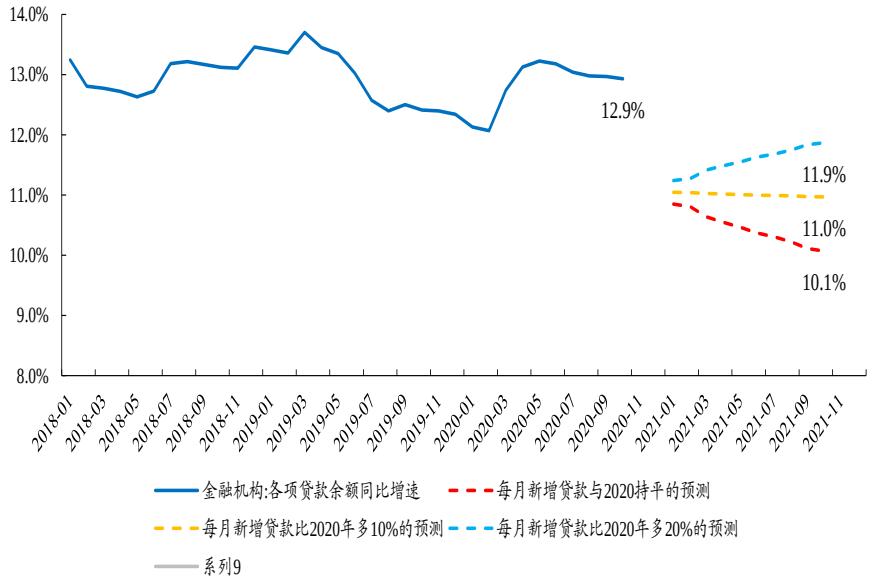


数据来源： Wind、开源证券研究所

2.1 真正的“信用收缩”尚未开始

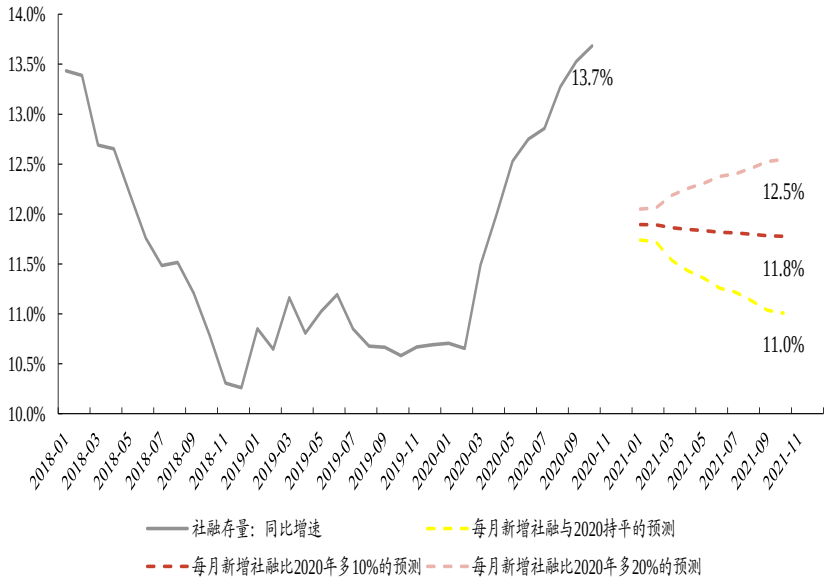
当下季度以内的数据正在经历的是政策退出下的信用扩张放缓，**真正意义上的信用收缩尚未来临。**

图16：调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给贷款余额增速带来压力



数据来源： Wind、开源证券研究所

图17：调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给社融增速带来压力

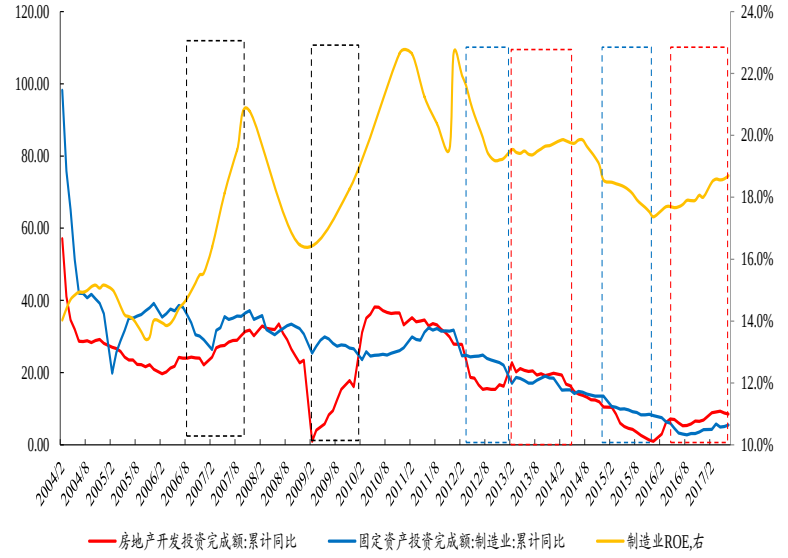


数据来源： Wind、开源证券研究所

2.1 真正的“信用收缩”尚未开始：制造业的信用扩张

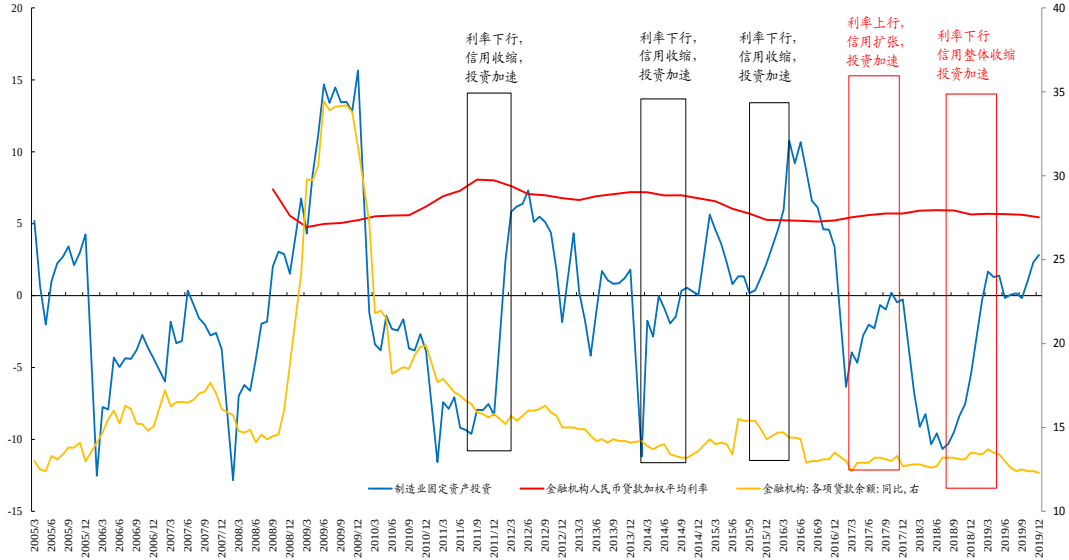
融资环境也是投资决策中的重要因素，2011年之前，制造业投资加速伴随“信用扩张”，2011年之后，制造业投资与货币信用环境呈现复杂关系。

图18：2010年之后，工业企业ROE与房地产需求相关，2010年之前，关系不明显



数据来源： Wind、开源证券研究所

图19： 2011年末至2016年中，信用收缩时制造业固定资产投资反而上行；2016年经济复苏中，制造业投资经历了先升后降再上升



数据来源： Wind、开源证券研究所

2.2 信用收缩前期：市场表现不弱，与经济周期更相关的板块表现更好

在政策退出导致信用数据回落属于**信用收缩前期**，经济往往出现过热，**此时股票的回报大概率为正且弹性较大，与经济周期相关板块表现优异。**

图20：大多数阶段，信用收缩前期A股主要指数的表现要比收缩后期要好

	起始区间	终点区间	万得全 A	沪深 300	创业板指
信贷收缩前期					
阶段 1	2003-08-01	2003-12-01	-7.24%	-4.44%	
阶段 2	2007-10-01	2008-01-01	-3.25%	-4.35%	
阶段 3	2009-09-01	2010-01-01	28.35%	26.34%	
阶段 4	2012-09-01	2013-03-01	17.34%	21.04%	25.23%
阶段 5	2016-12-01	2017-10-01	1.48%	8.44%	-14.48%
阶段 6	2019-03-01	2019-06-01	-0.37%	-1.08%	-3.39%
信贷收缩后期					
阶段 1	2003-12-01	2005-05-01	-24.39%	-18.42%	
阶段 2	2008-01-01	2008-10-01	-56.30%	-57.97%	
阶段 3	2010-01-01	2011-12-01	-20.33%	-27.74%	-14.71%
阶段 4	2013-03-01	2014-10-01	22.01%	-8.32%	78.94%
阶段 5	2016-01-01	2016-07-01	-17.10%	-15.46%	-18.53%
阶段 6	2017-10-01	2018-05-01	-8.84%	-2.08%	-3.29%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 信用收缩后期：盈利韧性抵御下行风险

真正的“信用收缩”导致市场下跌往往出现在经济出现过热或通胀后的**信用收缩后期。即使杀估值，盈利仍具备较强韧性的板块依然可以抵御市场的下行。**

图21：信用收缩后期，盈利仍具备较强韧性的板块依然可以抵御市场的下行

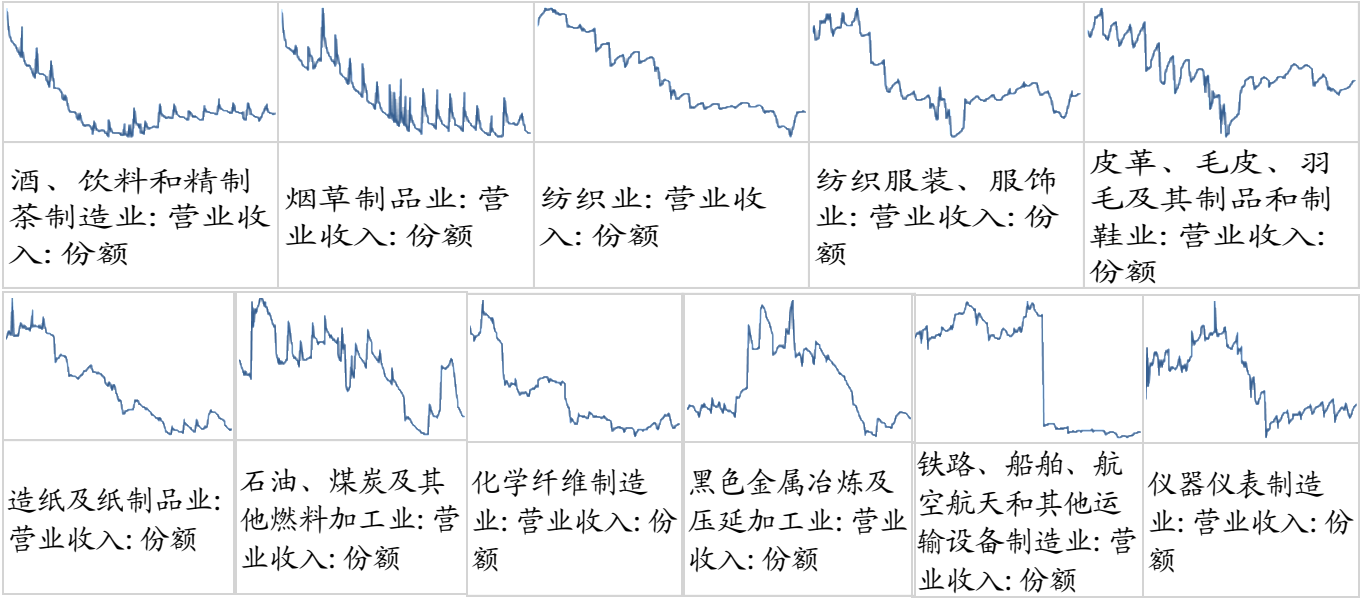
阶段	起始区间	终点区间	金融	周期	消费	成长	稳定
信贷收缩前期							
阶段1	2003-08-01	2003-12-01					
阶段2	2007-10-01	2008-01-01	-4.45%	-6.61%	2.65%	-1.22%	-1.33%
阶段3	2009-09-01	2010-01-01	27.99%	30.97%	37.34%	30.60%	15.77%
阶段4	2012-09-01	2013-03-01	33.59%	15.36%	9.67%	19.01%	16.04%
阶段5	2016-12-01	2017-10-01	5.45%	0.05%	2.74%	-5.23%	-0.62%
阶段6	2019-03-01	2019-06-01	-1.33%	-3.35%	8.21%	-3.20%	-2.41%
信贷收缩后期							
阶段1	2003-12-01	2005-05-01	-3.85%	-12.16%	-7.55%	-19.11%	-5.40%
阶段2	2008-01-01	2008-10-01	-57.65%	-59.14%	-52.57%	-56.63%	-50.17%
阶段3	2010-01-01	2011-12-01	-34.16%	-19.19%	-0.31%	-4.02%	-25.29%
阶段4	2013-03-01	2014-10-01	-4.34%	17.40%	30.37%	62.96%	18.20%
阶段5	2016-01-01	2016-07-01	-13.55%	-16.34%	-15.96%	-19.55%	-24.11%
阶段6	2017-10-01	2018-05-01	-6.37%	-14.38%	0.47%	-11.42%	-14.09%

数据来源： Wind、开源证券研究所

3.1 供给之变：部分行业经历了长达10年的出清

需求差，行业整体都在进行自发地出清：**纺织制造、皮革制造、运输设备、仪器仪表**。这些行业内的企业在过去10年内普遍经历了较差的经营环境，毛利率却得到了明显提升，这背后可能体现了尾部企业在逐渐退出行业，使得头部的企业能够占领更多的市场份额。同时，行业内每个企业的平均资产扩展速度在下降，整体行业都在进行自发出清。

图22：从营收占制造业份额下滑的角度，共11个行业自1999年以来下滑明显

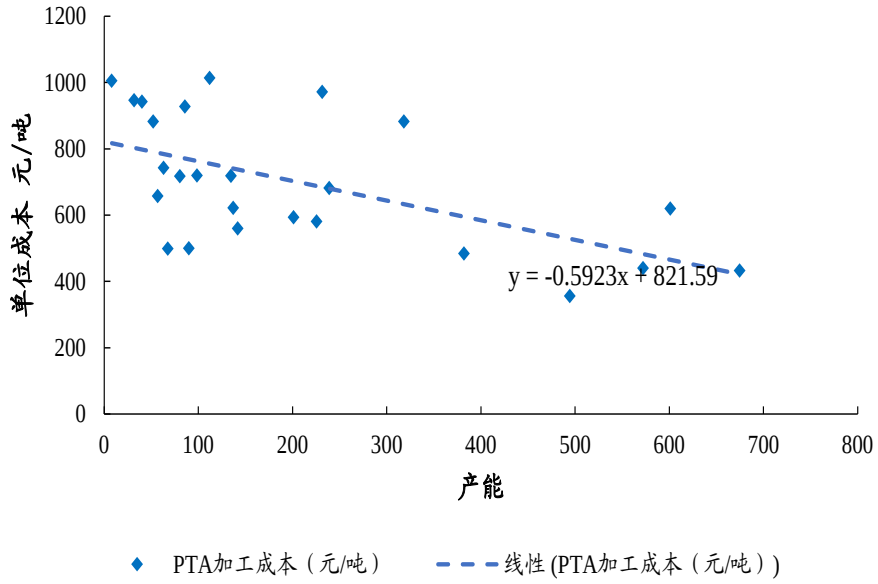


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 供给之变：行业龙头的全球竞争优势逐步确立

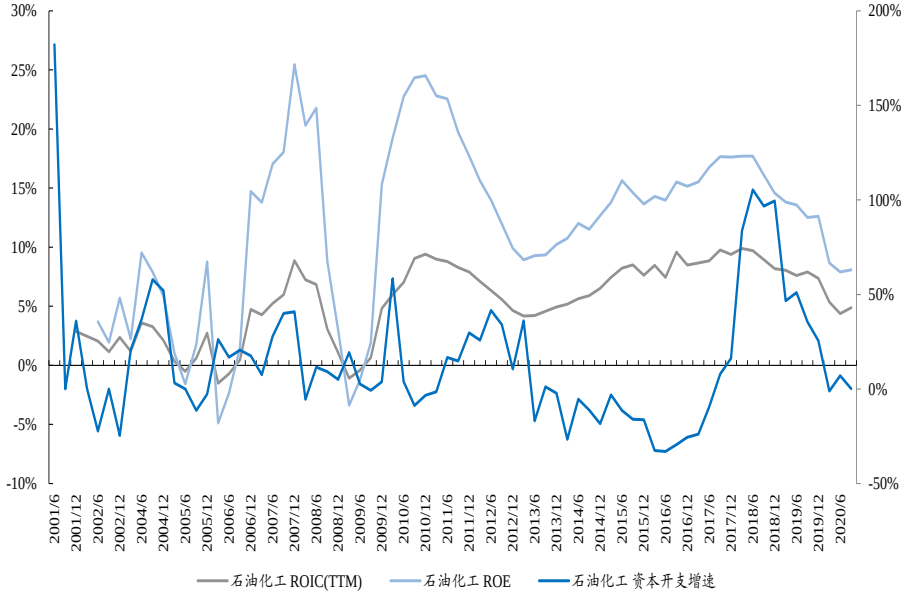
行业有政策壁垒，稳固了格局，龙头通过资本开支构建壁垒优势：**化纤（民营大炼化）、有色金属。**

图23：大炼化产业链重要环节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24：2015年民营大炼化大型资本开支，稳固行业地位，ROE顺势提升



数据来源： Wind、开源证券研究所

3.2 确定性需求复苏：再通胀与美国房地产后周期

需求端看，海外生产补库存与美国地产后周期共同构成了确定性的需求来源，未来机遇将广泛出现于**工业机械、电子产品、建筑材料、卫浴电工、照明、家电以及家具**等行业中。

图25：从补库的速度来讲，工业机械和计算机/电子等产品的补库速度已经达到历史分位数50%以上，而排名靠后的产品集中于照明、家电以及家具

产品存货同比增速前十名与后十名	2020-09-30	与2019年同期之差	历史分位数
美国:耐用品:存货量:运输设备:船舶:季调	30.92%	18.27%	99.60%
美国:耐用品:存货量:机械制品:工业机械:季调	15.31%	18.71%	91.80%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:国防搜索和导航设备:季调	6.19%	9.43%	85.80%
美国:耐用品:存货量:电气设备、电器和组件:电气设备:季调	10.13%	2.52%	85.80%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:计算机:季调	11.43%	3.71%	83.40%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:非国防搜索和导航设备:季调	6.80%	0.13%	81.00%
美国:耐用品:存货量:运输设备:汽车:季调	7.49%	-17.65%	66.20%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:电子元件:季调	2.25%	4.25%	57.20%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:季调	-0.06%	-0.18%	48.10%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:其他外围设备:季调	-3.90%	6.65%	45.40%
美国:耐用品:存货量:加工金属:季调	-6.04%	-6.33%	7.50%
美国:耐用品:存货量:家具及相关产品:季调	-10.84%	-11.76%	7.50%
美国:耐用品:存货量:计算机及电子产品:声像设备:季调	-24.92%	-40.79%	7.20%
美国:耐用品:存货量:机械制品:矿山、石油及天然气机械:季调	-13.82%	-14.10%	6.30%
美国:耐用品:存货量:机械制品:照相设备:季调	-19.75%	-24.37%	6.30%
美国:耐用品:存货量:非金属矿物制品:季调	-7.03%	-9.57%	4.50%
美国:耐用品:存货量:电气设备、电器和组件:家用电器:季调	-15.36%	-19.15%	4.50%
美国:耐用品:存货量:电气设备、电器和组件:电子照明设备:季调	-11.95%	-13.79%	3.60%
美国:耐用品:存货量:机械制品:农业机械:季调	-15.52%	-27.17%	3.00%
美国:耐用品:存货量:机械制品:装卸转运设备:季调	-19.36%	-20.76%	2.70%

数据来源： Wind、开源证券研究所

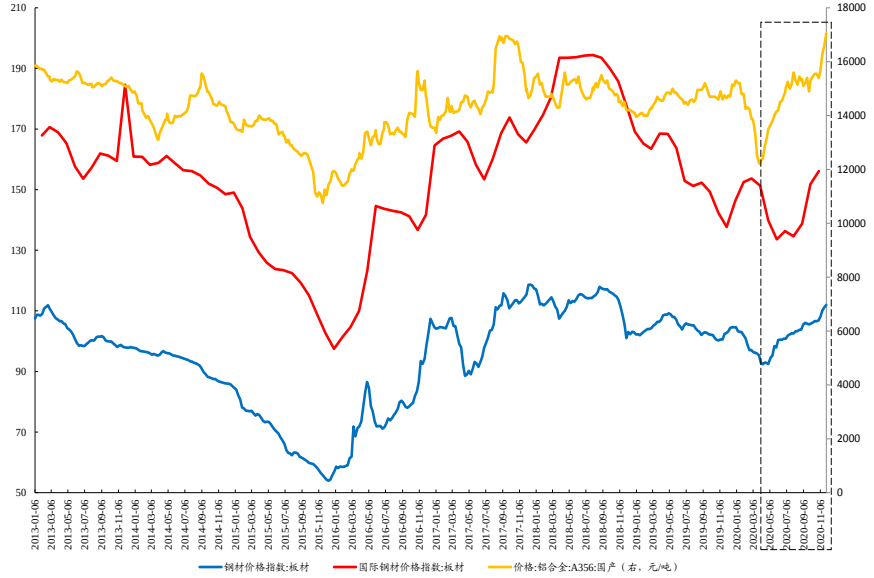
表1：美国房地产精装交付标准包含拉动行业的信息

能源	外观	内部：	厨房：	浴室：
能源之星3.0 Builder	防潮纤维水泥外墙	门厅、家庭室、厨房、浴室、杂物室和餐厅的弹性刚性核心地板，根据平面图和楼层区域	尖端不锈钢电器组件：内置洗碗机、30英寸独立式自洁煤气灶、带软触摸面板的微波炉和带制冰机的并排冰箱	主浴室特征：豪华花园浴缸，带瓷砖环绕的独立淋浴间，半无框玻璃淋浴外壳，浴缸的不透明玻璃雨窗按平面图，以及主衣柜温控设备。
外部空气过滤挡板	前后院均配有革皮的美化套件	镍门五金	36英寸带皇冠灶性的设计师橱柜	辅助浴室功能：瓷砖淋浴环绕
16-SEER空调系统	时尚的隔热玻璃门	带不锈钢的防脱落连续长丝地毯	带直尺的花岗岩台面	与厨房相配的名牌梳妆柜
辐射屏障屋面板	设计带有开门器和2个遥控器的增强型顶置车库门	1/2英寸，6磅标称地毯垫	在对角线上铺设后挡板	时尚典雅的大理石梳妆台台面
屋顶通风和通风口*按平面图	成品车库涂有油漆	根据平面图，在主卧室、家庭室、活动室配备带照明套件的5叶片吊扇	双盆不锈钢水槽	全幅化妆镜
（1）50加仑或（2）40加仑高效燃气热水器，按计划	房屋前后的防风雨外部插座	所有二次卧室的吊扇用封闭式和预接线	镍铬成品水龙头，带拉出式喷嘴	镀铬无垫圈水龙头和管道配件
R-38平顶绝缘	部分社区进行全面灌溉	分体式玻璃窗，以补充正面立面	嵌入式LED照明	高性能节水型加长马桶，带缓闭座
倾斜天花板和阁楼墙上的R-22隔热层	独立工程师认证的3000PSI后张力基础	所有可操作窗户上的2英寸人造木百叶窗	绝缘垃圾处理	粉末浴特点：底座水槽、装饰性椭圆形镜子
R-13外墙保温	前高架排水沟	圆形干墙角		
聚乙烯密封绝缘	1/2lite后露台门	提升面板内门		
高性能、多层low-e隔热窗	设计师教练灯	指定区域使用荧光灯进行LED照明		
乙烯基窗框	房屋前后的软管围兜			
	砖砌外部，3面			
	有盖混凝土露台			

资料来源：美国最大房地产开发商LENAR、开源证券研究所

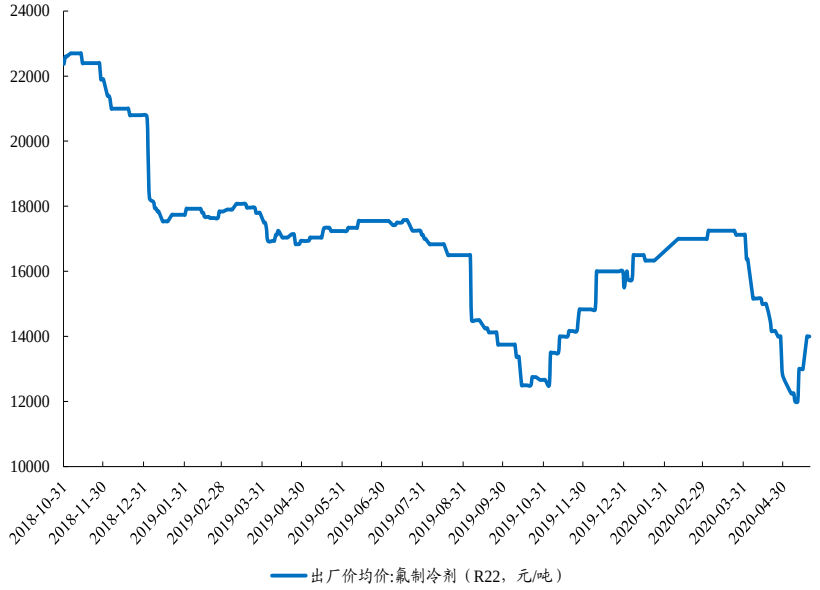
而其对应的原材料和中间品：**铝、铜、硅、化纤、涂料、氟制冷剂**值得重点把握。目前补库较为迅速的产品对应的原材料和中间品价格恢复地较快，库较为缓慢的产品对应的原材料和中间品价格恢复空间很大，且大多数已经开始触底反弹。

图26：铝合金和板材价格均大幅回升



数据来源： Wind、开源证券研究所

图27：空调的氟制冷剂仍处于底部，刚刚开始反弹

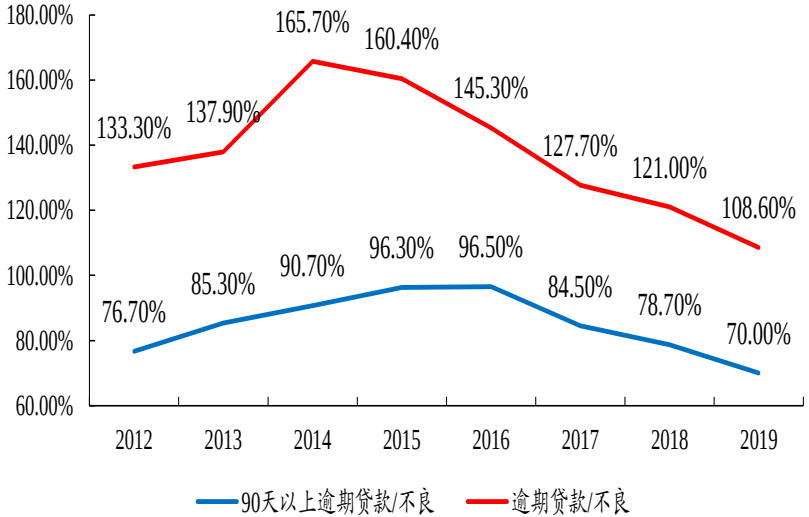


数据来源： Wind、开源证券研究所

3.4 银行：资产负债表的修复

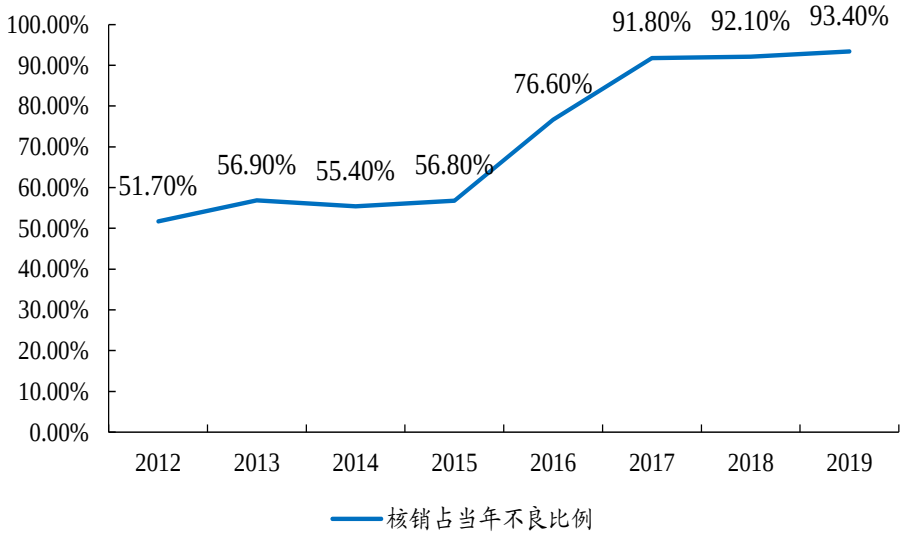
经历过漫长的8年不良资产处置周期，银行资产质量有望底部回升：对不良贷款的认定更加严格，体现为逾期/不良比例下滑；银行对不良资产处置的力度较大，当年转让占当年新增不良比重较高，核销比例已经超过90%。

图28：逾期/不良比例下滑



数据来源： Wind、开源证券研究所

图29：当年核销占新增不良的比例逐渐上升



数据来源： Wind、开源证券研究所

4.1 行业配置：寻找ROE的弹性与行业高景气

市场将走向“新共识”，投资者可布局三条主线。

价值重估组合

银行、保险、房地产



通胀交易

- 铝、铜、硅
- 大宗类化工品
- 油服





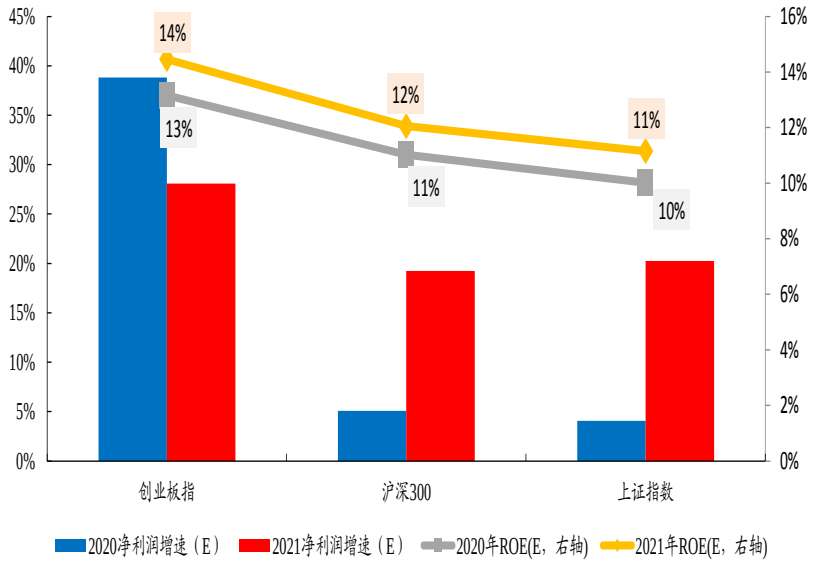
出口制造业供需突围

- 工业机械
- 电子（覆铜板、照明、功率半导体、面板）
- 电气设备（仪器仪表）
- 化工（大炼化、钛白粉）
- 集运
- 家电，家居

4.2 盈利预测与指数点位

我们分别基于三年内指数的ROE与收益率之间的偏离会被修正（除2015年因流动性带来的“水牛”扰动外，三大指数均未有连续三年收益率跑赢ROE的情况），或者未来一年两者之间的偏离等于过去5年和10年年化收益率与年化ROE之差的均值三种假设下，计算出上证指数/沪深300/创业板指在2021年的收益率区间落在创业板指预测区间为[4.27%，5.52%]，[8.21%，10.00%]，[-1.39%，9.67%]。

图30：2020年与2021年重要指数净利润增速与ROE预测



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2020年与2021年各行业盈利预测

观点	所属行业	2020修正系数	2021修正系数	净利润增速		ROE	
				2020(E)	2021(E)	2020(E)	2021(E)
乐观估计	交通运输	1.34	0.82	-56.84%	165.23%	3.11%	10.18%
	休闲服务	1.68	0.84	-49.25%	173.15%	5.25%	20.80%
	化工	0.95	0.89	11.26%	64.11%	8.08%	11.79%
	商业贸易	1.21	0.73	-29.04%	80.72%	4.17%	8.79%
	家用电器	0.96	0.91	9.63%	28.69%	16.76%	18.47%
	建筑材料	0.95	0.93	25.68%	27.16%	16.83%	17.90%
	建筑装饰	0.99	0.92	15.58%	24.30%	9.53%	10.78%
	有色金属	1.36	0.94	10.58%	66.63%	4.72%	9.90%
	机械设备	1.00	0.75	33.51%	71.44%	8.25%	13.08%
	电子	1.07	0.83	43.23%	72.48%	10.24%	16.81%
	轻工制造	1.02	0.72	25.71%	77.24%	9.72%	15.94%
	采掘	1.00	0.98	-14.73%	51.42%	5.34%	7.73%
	钢铁	1.02	0.93	1.91%	29.27%	7.12%	8.93%
	银行	1.00	1.00	-3.78%	10.45%	10.81%	10.99%
	食品饮料	1.00	0.95	20.16%	29.20%	20.75%	23.40%
中性估计	传媒	1.02	0.78	178.58%	79.22%	6.18%	10.54%
	医药生物	0.86	0.66	81.00%	85.16%	12.03%	17.02%
	国防军工	0.64	0.65	109.12%	96.14%	5.91%	7.24%
	房地产	0.91	0.76	25.73%	55.77%	13.95%	17.71%
	汽车	1.01	0.90	14.76%	46.58%	7.31%	10.01%
	电气设备	0.82	0.77	74.13%	69.17%	10.20%	12.87%
	纺织服装	1.05	0.74	-3.92%	72.44%	5.59%	9.87%
	综合	0.70	0.45	51.87%	179.00%	5.14%	9.71%
	通信	1.03	0.88	135.47%	52.19%	5.89%	8.61%
	非银金融	0.90	0.87	15.13%	36.85%	10.72%	12.43%
悲观估计	公用事业	0.88	0.84	41.84%	35.90%	8.39%	9.46%
	农林牧渔	1.00	0.90	57.71%	4.44%	18.22%	15.99%
	计算机	0.94	0.75	12.81%	81.41%	6.78%	10.65%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5 风险提示

国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期。

分析师声明

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。

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。

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（underperform）	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（underperform）	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，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：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
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券