2020 年 09 月 28 日

策略研究团队

周期价值：身在灰暗，心向光明

——重构的博弈系列三

——投资策略专题

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

● **价值跑赢成长的“天时”**

我们回到最本源的价值与成长的定义中去思考，我们发现：传统的价值因子中，隐含了市场认知层面的定价，低估值具有交易结果的客观性。但成长股的鉴定可能存在分歧，因为通过财务指标筛选出来的成长股并不完全被投资者所认可，“赛道”同样重要。历史数据显示，信用扩张、利率上行与 PPI 上行构成了价值股系统性跑赢成长的宏观背景，我们有理由相信部分低估值板块受到了共同宏观环境的影响，低估值背后顺周期可能是最重要的因素。**结合了低估值+顺周期的周期价值股成为我们讨论的重点，其股价的收益来源成为当下应该关注的重点。**

● **周期价值股收益来源：估值修复与盈利弹性**

传统的周期价值股收益来源主要是估值修复与盈利弹性，但一般分为两个阶段：在复苏早期，往往是估值修复与盈利贡献共同作用，经济复苏一定程度帮助周期价值股修复其被不断压缩的估值水平；但进入行情中期，盈利弹性放大，对于增长持续性的担忧让市场往往不对盈利进行充分定价，此时估值往往在股价上升过程中不断下降。相对来看，**经济复苏期周期价值股是整个价值跑赢成长的重要力量**，其相对收益往往分为两个阶段：宽信用阶段来自更大的盈利弹性和较小的估值收缩，而一旦进入紧信用区间后，市场整体下行杀估值，而周期行业由于盈利仍然在上升通道，成为了股价下行的安全垫。值得一提的是，期间估值变化的行业分化是不同的，房地产、银行为代表的行业，由于盈利的滞后反应，大多数时候体现为数据统计上的“估值驱动”，但其实背后隐含了政策与盈利预期的变化。

● **价值的再成长：价值重估的可遇与可求**

成长与价值之间本不存在不可跨越的鸿沟。低估值的其背后往往存在宏观政策的压制与行业逻辑变化导致长期成长性不被看好。“便宜有便宜的道理”从整体来看正确，但对于个别来看未必正确；从静态来看正确，但从变化来看就未必正确。行业的低点往往是格局改善的契机，享受这种改善的公司会在新一轮景气上行周期中被重新定价。在 2016-2017 年宏观经济复苏带来的行业景气回升中，白酒中龙头企业成为从投资驱动走向经济活动+消费升级双驱动的周期成长定价资产。值得注意的是，其实 2013 年对于白酒行业不看好的逻辑至今是成立的，低估值在当下部分个股中仍然存在。**周期价值要回归成长定价，需要在周期上行中完成。**

● **低估值+顺周期是当下价值行情的核心把握点**

周期价值股的估值修复当下已经发生，后续来看盈利贡献将成为价值股跑赢成长股的核心驱动力。即使投资者怀疑经济复苏持续性，周期价值股同样会因为较低估值水平获得相对收益。我们同时建议投资者去寻找传统行业中优质公司，处在变化中的房地产、化工、工程机械等领域的再定价机遇。

风险提示： 国内宏观经济超预期下行；测算误差；海外疫情失控

相关研究报告

《投资策略月报-调整结构，周期无咎》-2020.9.27

《投资策略点评-顺周期的路，赚盈利的钱》-2020.9.24

《投资策略专题-重仓分化，确认风格切换》-2020.9.23

目　录

1、 风格再思考：价值股有可度量的交易结果，成长更多是的主观选择 3
1.1、 时间区间划分：价值跑赢成长的阶段 4
1.2、 对应的宏观经济特征：经济复苏+利率上行 5
1.3、 企业盈利的相对优势与信号 6
2、 传统周期价值股的收益来源：估值修复与盈利弹性 7
2.1、 价值的绝对收益来源：顺风看复苏，逆风靠盈利 7
2.2、 价值跑赢成长的相对收益来源：估值防御，盈利突破 8
2.3、 分行业收益来源：顺周期行业是低估值跑赢的主要力量 9
2.3.1、 行业收益特征：顺周期行业胜率更高 9
2.3.2、 行业收益来源：低估值背后的顺周期逻辑 10
3、 当下：由估值修复转向盈利弹性的兑现 11
4、 再度成长：周期价值到周期成长的重估 13
5、 风险提示 16

图表目录

图 1: 国证成长-价值与中证沪深 300 成长-价值能够相互印证 4
图 2: 同时入选国证成长和价值的个股占比较多的行业集中于房地产、化工、钢铁以及采掘 4
图 3: 国证成长-价值累计收益率的曲线出现向下拐点时说明国证价值开始跑赢成长 4
图 4: 价值股跑赢的时间段大多数对应着紧货币+宽信用的组合 5
图 5: 价值股跑赢时经济往往处于复苏阶段 6
图 6: 价值股跑赢时大部分处于熊平阶段（流动性收紧） 6
图 7: PPI 的回升与持续性决定了价值相对于成长的盈利优势确立与持续 6
图 8: 发电量累计同比增速领先于 PPI 一个季度左右 7
图 9: 在产出缺口逐渐弥补的过程中，PPI 大概率触底回升 7
图 10: 不同货币和信用组合下的估值与盈利赛跑 8
图 11: 价值股行情出现时选择配置顺周期行业的低估值个股胜率更高 10
图 12: 顺周期行业估值和盈利贡献占优，估值贡献的轮动顺序为其他顺周期行业→金融→房地产 11
图 13: 随着宏观环境的变化，价值股内部也会出现十分明显的分化 11
图 14: 采掘、化工、钢铁以及汽车等行业区间收益率的盈利贡献出现明显上升 12
图 15: 部分顺周期行业的 2020 年 Q2 业绩同比增速出现了边际改善 12
图 16: 已经纳入到国证成长的白酒股成长因子确实如市场认知一般实现了穿越周期的稳定 14
图 17: 未纳入到国证成长的白酒股成长因子自 2017 年之后业绩确实再次进去周期性波动 14
图 18: 2019 年部分周期行业的龙头出现了明显拔估值的迹象 15

表 1: 筛选出的 10 个阶段中，最短的持续时间为 98 天，最大的区间相对收益为 51.07% 5
表 2: 价值股的绝对收益来源：正收益时估值和盈利贡献都为正，负收益时盈利成为安全垫 7
表 3: 价值跑赢成长的相对收益来源：主要依赖于估值的防御属性 8
表 4: 白酒龙头股完成了从周期价值到周期成长的重估 13
表 5: 同时隶属于国证成长和国证价值的个股中，行业收入占比和 ROE 加总排名前 20 的周期股 15

2019 年以来，成长风格逐步走向极致。相信好的赛道与好的未来成为市场主流思想。风格极致之下，导致单一策略有效性不断被验证，从而实现自我强化。未来与好的赛道本质上是为寻找好的公司提供路标，但却成为买入的理由。好的公司是为成为好的股票提供参考，却忽略了成为好的股票同样需要合理的价格。

在卡布奇诺咖啡美丽泡沫的底层，是大量“只会变得更便宜”的价值股。在自我驱动的循环中，便宜有便宜的道理，从整体来看成立，对于个别公司而言可能并不成立；从静态来看成立，从动态来看未必成立。

我们自 6 月以来提出风格切换，认为市场风格将逐步从成长走向价值，而顺周期则是其中重要的驱动因素。我们在有关风格切换的市场交流中，发现投资者对于低估值+顺周期的板块整体陌生，对于其背后的收益来源并不十分明晰。过去 2 年时间的极致风格也让投资者认知发生了深刻的变化，而当下，上述变化的负向循环可能刚刚开始。

为此，开源策略的《重构的博弈》系列将研究从市场参与者转向标的资产本身，进一步地探究资产价格中市场认知的变化。

1、 风格再思考：价值股有可度量的交易结果，成长更多是的主观选择

我们在 6 月 9 日发布的报告《走向价值：切换与势能》中详细讨论了市场风格的划分标准，其中国证成长和国证价值是我们通过比较之后较优的划分方式。

因子的筛选其实并不是我们讨论的重点，我们更关注的是风格背后的隐藏逻辑。据国证风格指数的编制方法，国证价值指数的价值因子包括四个变量：每股收益与价格比率（E/P）、每股经营现金流与价格比率（CF/P）、股息收益率（D/P）以及每股净资产与价格比率（B/P），而国证成长指数的成长因子包括三个变量：过去三年主营业务收入增长率均值、过去三年净利润增长率均值以及净资产收益率。为了印证国证价值/成长指数筛选方法的普适性，我们选取中证沪深 300 价值与成长指数作为对照组，我们发现 2005 年以来国证成长-价值[1]与中证沪深 300 成长-价值的表现能够相互印证，说明不论样本范围大小，通过国证价值/成长因子筛选出来的结果具有一定的稳健性。

我们发现，价值因子的四个变量中均与股价 P 相关，**这意味着个股的价值属性是交易的结果，其本身已经反应了市场的认知。背后可能隐藏的就是投资者讨论的“便宜有便宜的道理”。**

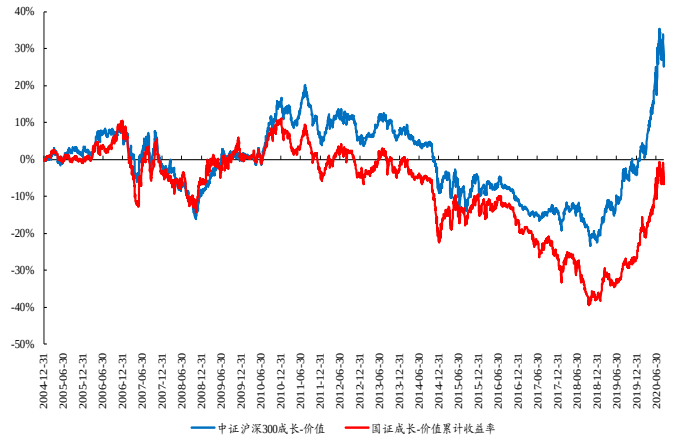
国证成长的三个因子则不能被交易，而且考核期为过去三年的盈利能力，所以相比较而言入选成长股比价值股更为客观。但“成长性”本身又是一个主观的判断，一方面依赖于客观财务数据，一方面也依赖于投资者对于未来的判断，因此“实然”和“应然”的差异导致入选国证成长的成长股却不一定是大家所认可的“成长股”，这中间既有我们认为的典型成长股（贵州茅台、中国中免、长春高新、药明康德），也有一些周期性股票，投资者并不按成长股定价。最终的结果是有一些个股同时存在于国证价值与成长指数中，该类个股主要分布的行业是房地产、化工、钢铁以及采

[1] 构建一个国证成长-价值的组合，采用每天再平衡的策略保证成长和价值的持仓权重均为 50%，计算该组合自 2004 年 12 月 31 日以来的累计收益率。中证沪深 300 成长-价值的计算方法也是如此。

掘等周期性“夕阳行业”，其相对稳定和优秀的盈利能力，由于投资者对其未来预期等因素，上述公司并未真正实现成长股定价。

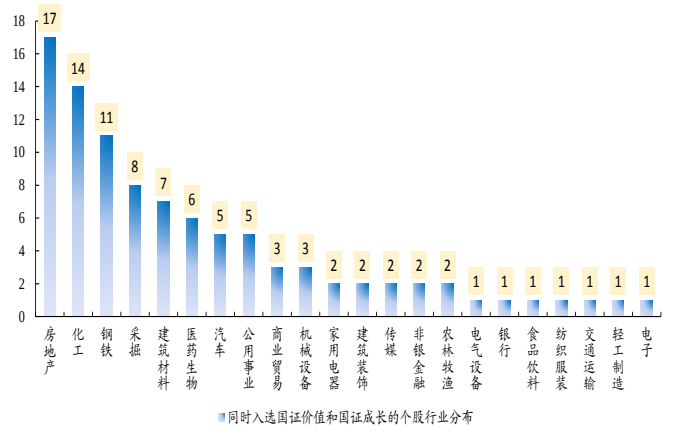
值得一提的是，当我们用价值-成长的收益率方式进行刻画时，上述因素得以剔除，上述指标对于价值/成长相对收益的刻画仍然有效。

图1：国证成长-价值与中证沪深 300 成长-价值能够相互印证



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：同时入选国证成长和价值的个股占比较多的行业集中于房地产、化工、钢铁以及采掘

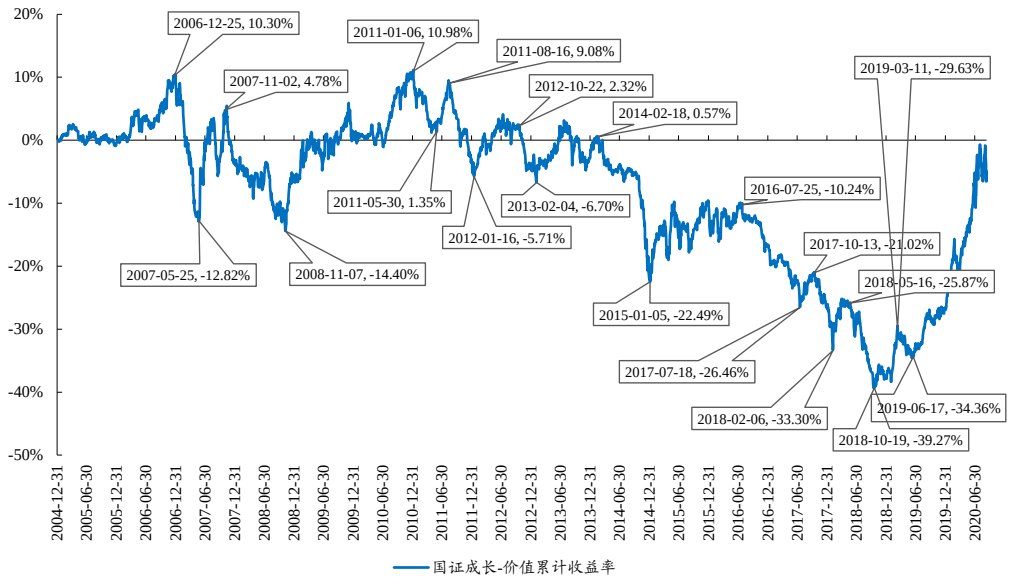


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、 时间区间划分：价值跑赢成长的阶段

本文的复盘时间区间为国证价值跑赢国证成长的阶段，我们以国证成长-价值的累计收益率（计算方法详见脚注 1）作为判断依据，当曲线出现向下拐点时说明国证价值开始跑赢成长。划分时间区间时核心判断因素有两点：国证价值跑赢成长的时间与空间（程度），**当国证价值跑赢的持续时间为 3 个月及以上或者相对国证成长的区间相对收益达到 10%以上且持续时间为 1 个月及以上时**，这些时间段将纳入到本文的分析范围中。

图3：国证成长-价值累计收益率的曲线出现向下拐点时说明国证价值开始跑赢成长



数据来源：Wind、开源证券研究所。

表1：筛选出的 10 个阶段中，最短的持续时间为 98 天，最大的区间相对收益为 51.07%

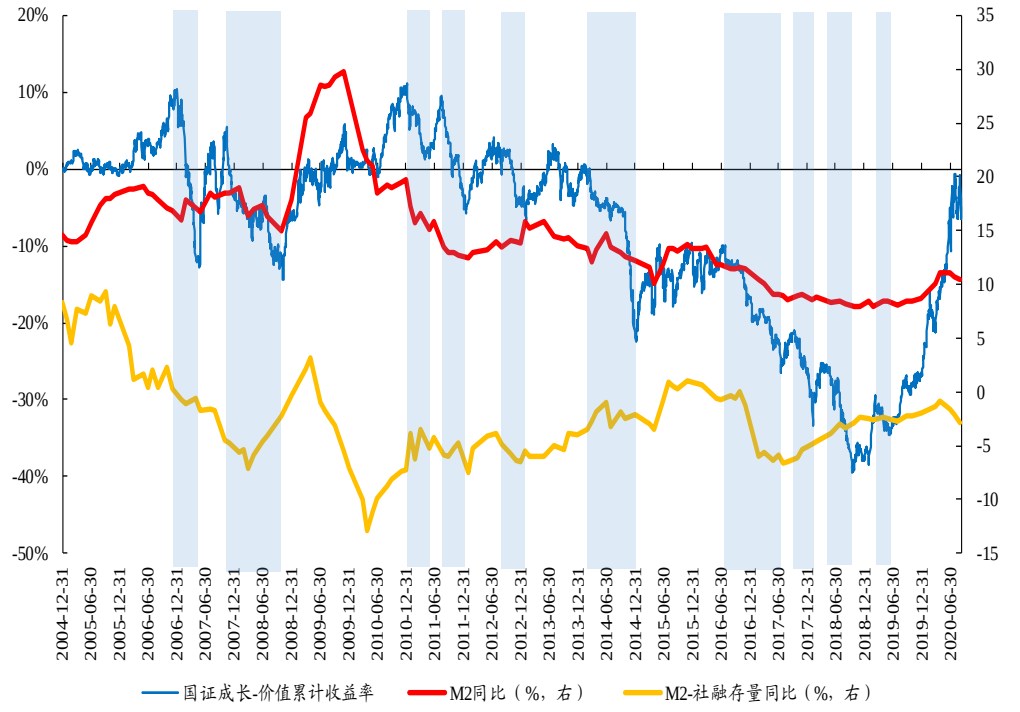
阶段	起始日期	结束日期	区间相对收益	持续天数
1	2006-12-25	2007-05-25	51.07%	151
2	2007-11-02	2008-11-07	6.71%	371
3	2011-01-06	2011-05-30	8.50%	144
4	2011-08-16	2012-01-16	11.89%	153
5	2012-10-22	2013-02-04	11.10%	105
6	2014-02-18	2015-01-05	38.56%	321
7	2016-07-25	2017-07-18	21.42%	358
8	2017-10-13	2018-02-06	17.00%	116
9	2018-05-16	2018-10-19	15.28%	156
10	2019-03-11	2019-06-17	6.89%	98

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：划分区间时我们忽略了中途存在的风格反复，比如 2014 年 2 月-2015 年 1 月整体表现为价值风格，尽管中途会有成长风格的反复，但从较长的时间维度来看不影响我们的分析。

1.2、 对应的宏观经济特征：经济复苏+利率上行

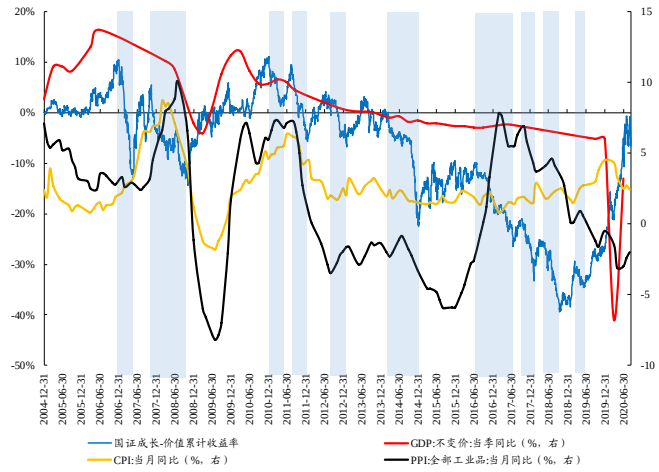
从货币信贷周期的角度来看，价值股跑赢的时间段大多数均处于紧货币（体现为 M2 同比下行）+宽信用（体现为 M2-社融存量的同比增速差下行）的货币信贷组合下（除了 2014 年之外），背后的逻辑是信贷周期往往领先于经济周期，而在这种信贷组合下往往对应着经济复苏+利率上行的组合，成长股相对价值股“久期”更长，利率上行会让成长股受到较大冲击，而经济预期上行也会更有利于顺周期价值股，此时价值更具有性价比。

图4：价值股跑赢的时间段大多数对应着紧货币+宽信用的组合



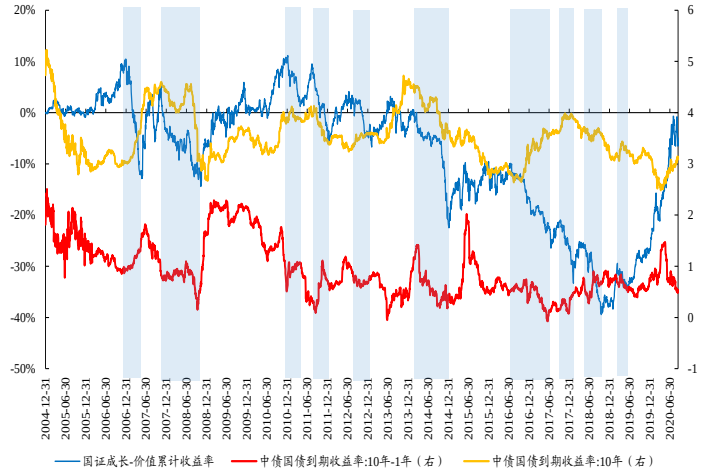
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：阴影部分为筛选出来的国证价值跑赢成长的 10 个区间。

图5：价值股跑赢时经济往往处于复苏阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：价值股跑赢时大部分处于熊平阶段（流动性收紧）



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：阴影部分为筛选出来的国证价值跑赢成长的 10 个区间。

1.3、 企业盈利的相对优势与信号

盈利的相对优势最终决定了哪一种风格占优，经济复苏阶段，价值股的盈利弹性更大，确立盈利相对优势的概率较高。历史经验指示往往在信用扩张时，PPI 往往领先于风格切换的“弹性”阶段，这背后其实反映的是价值板块在经济复苏阶段相对于成长而言盈利弹性更大。我们以历次 PPI 触底回升到见顶的时间区间作为观察样本，对比成长和价值的盈利变化趋势，我们会发现往往在 PPI 触底回升时，国证价值指数的盈利增速先企稳回升，领先于国证成长，而 PPI 回升的持续性则决定了顺周期价值板块的盈利相对优势持续性，典型的对比就是 2012-2013 年和 2016-2017 年，2012-2013 年 PPI 上行趋势并不明确，经济复苏疲软；而 2016-2017 年则在供给侧改革下，PPI 大幅上行，经济复苏强劲。

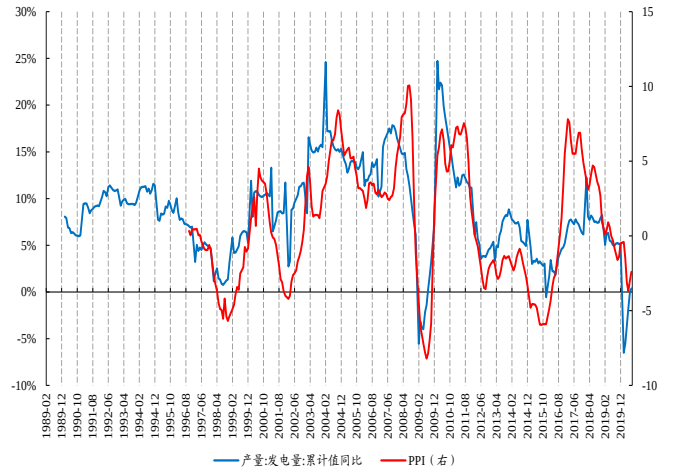
图7：PPI 的回升与持续性决定了价值相对于成长的盈利优势确立与持续



数据来源：Wind、开源证券研究所

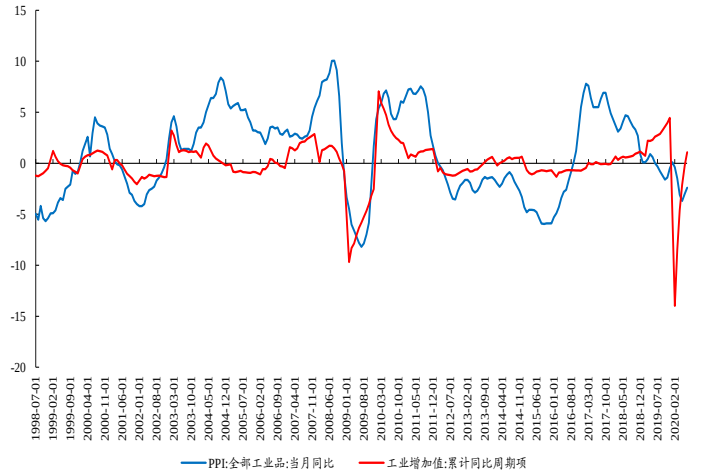
从历史上看，有两种角度可以相互印证 PPI 的回升：发电量与产出缺口。我们发现历史上发电量累计同比增速明显领先于 PPI 当月同比（相关系数为 0.73）一个季度左右，而 PPI 与以工业增加值的周期项衡量的产出缺口相关性为 0.49，存在明显的正相关，说明在产出缺口逐渐弥补的过程中，PPI 大概率将触底回升。

图8：发电量累计同比增速领先于 PPI 一个季度左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：在产出缺口逐渐弥补的过程中，PPI 大概率触底回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 传统周期价值股的收益来源：估值修复与盈利弹性

我们对国证价值指数跑赢国证成长指数的时间区间内进行收益（包括绝对收益和相对国证成长的相对收益）分解 ，即 P=PE*EPS，将区间收益率分解为估值贡献和盈利贡献，其中估值贡献以 PE（TTM）进行计算，而盈利贡献则通过估值贡献倒算。

2.1、 价值的绝对收益来源：顺风看复苏，逆风靠盈利

根据测算结果，我们发现在这些价值跑赢成长的阶段中，**国证价值取得正收益的阶段（表格中底色为蓝）盈利和估值贡献都为正，但谁占据主导则与货币信贷组合以及对应的经济状态十分相关；而取得负收益时，估值带来的负贡献占据主导，盈利贡献则往往是安全垫**。我们认为出现上述分化背后，其实隐含了不同宏观环境下对于价值股收益来源的影响：

（1）取得正收益的阶段往往对应着宽货币+宽信用→紧货币+宽信用的状态，此时往往会经历一波估值修复，之后如果经济增长进入复苏阶段，则主要驱动力会变为盈利（阶段 7），但如果经济没有复苏，则估值修复之后盈利并不会兑现，此时市场风格极为脆弱，价值股可能会进入长时间跑输的区间（阶段 5/6）。

（2）取得负收益的阶段往往对应着紧货币+紧信用的组合，而且经济往往处于类滞胀或衰退的状态，在这个阶段由于盈利具有一定的黏性，因此紧货币带来的估值下杀的影响会比紧信用带来的盈利下调更大，盈利贡献往往会成为安全垫。

表2：价值股的绝对收益来源：正收益时估值和盈利贡献都为正，负收益时盈利成为安全垫

阶段	起始日期	结束日期	区间收益率	估值贡献	盈利贡献	信贷组合	经济增长	PPI
1	2006-12-25	2007-05-25	153.30%	——	——	紧货币+宽信用	过热	震荡下行
2	2007-11-02	2008-11-07	-62.74%	——	——	紧货币+宽信用→紧货币+紧信用	类滞胀到衰退	大幅上行后见顶下行

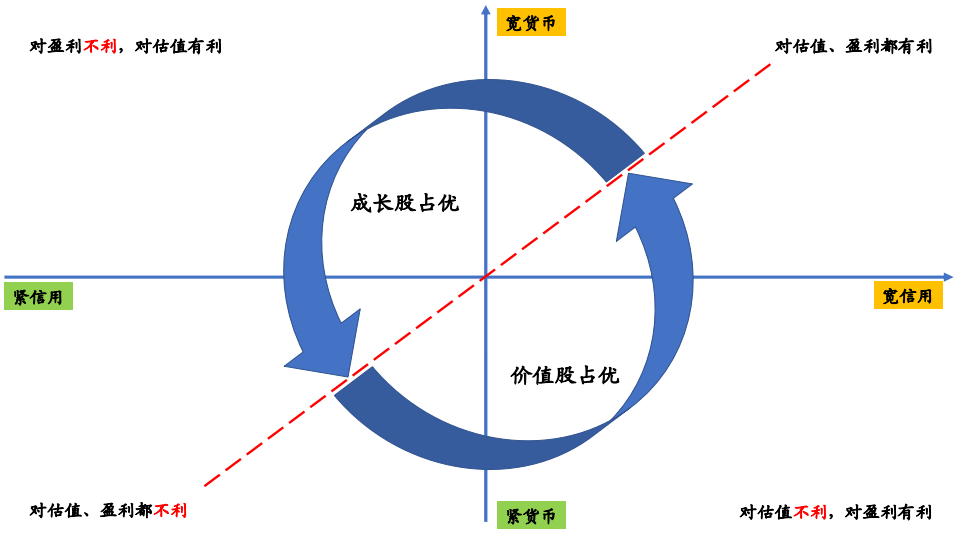
阶段	起始日期	结束日期	区间收益率	估值贡献	盈利贡献	信贷组合	经济增长	PPI
3	2011-01-06	2011-05-30	-2.38%	-10.17%	7.78%	紧货币+紧信用	类滞胀	上行
4	2011-08-16	2012-01-16	-13.32%	-11.40%	-1.92%	紧货币+紧信用	衰退	大幅下行
5	2012-10-22	2013-02-04	26.17%	19.35%	6.82%	宽货币+宽信用	弱复苏	上行
6	2014-02-18	2015-01-05	72.31%	**63.20%**	9.12%	宽货币+宽信用	衰退	先上行后大幅下行
7	2016-07-25	2017-07-18	18.54%	8.88%	**9.67%**	宽货币+宽信用→紧货币+宽信用	复苏	大幅上行后见顶下行
8	2017-10-13	2018-02-06	9.76%	8.12%	1.64%	紧货币+紧信用	过热到类滞胀	下行
9	2018-05-16	2018-10-19	-16.00%	**-12.86%**	**-3.14%**	紧货币+紧信用	类滞胀	先上行后大幅下行
10	2019-03-11	2019-06-17	-1.48%	-6.38%	4.91%	紧货币+宽信用	衰退	小幅下行

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：底色为蓝色的代表国证价值指数的区间收益率为正的阶段。

2.2、 价值跑赢成长的相对收益来源：估值防御，盈利突破

基于上述结论的基础上，我们就可以更好地理解此前我们一直强调的为何在紧货币+宽信用的环境下往往是价值股跑赢成长股的阶段，因为在这种组合下所有的不利条件都来自估值的压制，而有利的条件都来自于宽信用条件下经济复苏带来的盈利优势。更一般性的结论是，**其实不同的货币与信用环境背后影响的是估值和盈利的赛跑**。

图10：不同货币和信用组合下的估值与盈利赛跑



资料来源：开源证券研究所

表3：价值跑赢成长的相对收益来源：主要依赖于估值的防御属性

阶段	起始日期	结束日期	信贷组合	相对收益	估值贡献差	盈利贡献差
1	2006-12-25	2007-05-25	紧货币+宽信用	51.07%	——	——
2	2007-11-02	2008-11-07	紧货币+宽信用→紧货币+紧信用	6.71%	——	——
3	2011-01-06	2011-05-30	紧货币+紧信用	8.50%	8.38%	0.12%
4	2011-08-16	2012-01-16	紧货币+紧信用	11.89%	18.48%	-6.59%
5	2012-10-22	2013-02-04	宽货币+宽信用	11.10%	**-6.01%**	**17.11%**
6	2014-02-18	2015-01-05	宽货币+宽信用	38.56%	37.42%	1.15%

阶段	起始日期	结束日期	信贷组合	相对收益	估值贡献差	盈利贡献差
7	2016-07-25	2017-07-18	宽货币+宽信用→紧货币+宽信用	21.42%	-7.73%	29.16%
8	2017-10-13	2018-02-06	紧货币+紧信用	17.00%	20.39%	-3.39%
9	2018-05-16	2018-10-19	紧货币+紧信用	15.28%	21.68%	-6.40%
10	2019-03-11	2019-06-17	紧货币+宽信用	6.89%	6.83%	0.06%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：底色为蓝色的代表国证价值指数的区间收益率为正的阶段。

（1）当处于宽货币+宽信用的组合下，此时对于估值和盈利而言都有利，但由于宽货币到宽信用的传导具有一定的时滞，因此前期可能往往以估值驱动为主，因此成长股占优，但是如果宽货币的程度开始收敛，则逐步转向盈利驱动[2]为主，此时价值股开始逐步占优，典型的例证是**2016 年**。

（2）当由宽货币+宽信用转变为紧货币+宽信用，此时则对估值不利而对盈利有利，价值股相对于成长股既有估值贡献优势，又有盈利贡献优势，典型的例证是**2017 年、2019 年 Q2**。

（3）当紧货币+宽信用变为紧货币+紧信用时，盈利驱动也减弱，此时对于估值和盈利而言都不理利，但由于对于盈利的负面影响传导存在时滞，因此价值股的盈利优势会维持一段时间，此时价值股仍有可能占优，如**2011 年滞胀时期**。

（4）当信用继续收缩而货币开始放松时，即宽货币+弱信用的状态，此时资金脱实向虚，则更有利于估值而不利于盈利，此时成长股在估值和盈利方面都具有优势，典型的阶段时**2015 年**。

所以价值股往往是在紧货币+宽信用的环境下更容易占优，其次是紧货币+弱信用（信用收缩的初步阶段）的环境下占优，而一旦信用的收缩程度大于货币收紧的程度，则对于价值股而言不利。值得一提的是信用收缩的初期，对于银行股而言往往此时反而会有明显反弹，一定原因在于国内投资者对于银行总存在资产质量的担忧，信贷的收紧一定程度减少了未来出现大量坏账的概率。但当信用收紧幅度过大时，对于价值股同样是不利的。

2.3、 分行业收益来源：顺周期行业是低估值跑赢的主要力量

由于当下的货币信贷环境与 2016-2017 年相似，因此接下来我们用同样的方法对国证价值指数成分股所属的行业[3]在阶段 7-8 的收益来源进行分析。需要说明的是由于国证价值指数的成分股每半年调整一次（不考虑中途临时调整的情况），而且调整时间为 6 月或 12 月的第二个周五之后的下一个交易日，因此阶段 7/8 将会根据调整日被细分为 4 个区间。

2.3.1、 行业收益特征：顺周期行业胜率更高

从价值股的行业分布上看，若以成分股的个数作为衡量标准，顺周期行业[4]明显是价值股所在的主要行业，其中**金融、房地产、公用事业以及化工**入选价值股的个股数量最多，且数量较为稳定。而若以行业权重作为衡量标准，也呈现相似的顺周期行业为主的特征，其中**金融+地产权重稳定在 45%左右**。如果结合行业的区间收益率表现，我们会发现即便是在低估值的个股中，顺周期行业也要比非周期行业表现要好，

[2] 这里的盈利驱动是指投资者在贴现率上行的环境下更注重短期盈利，下同。
[3] 采用申万一级行业分类。
[4] 本文所指的顺周期行业包括：**金融、交通运输、采掘、家用电器、汽车、化工、钢铁、机械设备、建筑装饰、建筑材料、有色金属、房地产**，而剩下的其他行业为非顺周期行业。

这意味着在价值股行情出现时选择配置顺周期行业的低估值个股胜率更高。背后深层次的逻辑是：低估值跑赢的系统性因素来自于经济周期本身的驱动。这正是我们前文论证的宏观环境的特征。

图11：价值股行情出现时选择配置顺周期行业的低估值个股胜率更高

行业	权重				成分股个数				区间收益率			
	阶段7	阶段7	阶段8	阶段8	阶段7	阶段7	阶段8	阶段8	阶段7	阶段7	阶段8	阶段8
银行	29.75%	26.30%	25.04%	24.86%	16	16	22	22	10.91%	8.06%	1.88%	14.14%
房地产	9.03%	6.61%	6.94%	7.04%	30	27	34	34	17.78%	6.20%	5.04%	14.96%
非银金融	6.75%	14.33%	15.15%	16.68%	4	12	9	9	14.23%	20.02%	15.79%	0.12%
公用事业	5.87%	5.56%	5.43%	5.11%	29	32	29	29	3.37%	3.55%	-3.39%	-4.90%
交通运输	5.31%	3.86%	3.94%	3.89%	30	23	22	22	1.61%	13.17%	1.43%	4.49%
家用电器	4.91%	4.82%	6.60%	7.14%	9	9	10	10	15.79%	43.63%	9.82%	8.53%
化工	4.46%	4.24%	4.49%	4.22%	27	26	27	27	9.02%	7.97%	-2.59%	5.64%
汽车	4.22%	4.98%	5.20%	4.94%	18	19	19	19	7.39%	15.64%	-2.07%	-2.86%
建筑装饰	4.03%	5.13%	4.85%	4.60%	13	14	15	15	42.22%	12.37%	-1.83%	2.72%
食品饮料	3.95%	3.27%	2.96%	2.95%	14	14	13	13	0.08%	24.49%	5.75%	6.02%
采掘	2.86%	2.63%	2.44%	2.38%	17	15	11	11	7.23%	10.43%	-0.23%	17.88%
有色金属	2.46%	2.41%	1.40%	1.18%	13	15	10	10	5.54%	5.05%	-13.12%	-3.52%
商业贸易	2.17%	1.70%	1.33%	1.22%	19	15	14	14	-2.37%	-7.76%	-8.83%	-7.30%
医药生物	1.93%	2.64%	2.46%	2.55%	14	20	19	19	-0.54%	-1.47%	7.83%	-6.17%
机械设备	1.84%	1.64%	1.80%	1.69%	14	12	14	14	8.57%	2.86%	-5.99%	-4.70%
钢铁	1.62%	1.52%	1.68%	1.82%	10	10	8	8	22.20%	12.26%	5.65%	18.79%
建筑材料	1.50%	1.22%	1.24%	1.41%	10	7	6	6	8.68%	19.96%	13.21%	8.74%
轻工制造	1.39%	0.95%	1.13%	0.97%	10	7	8	8	0.94%	-1.71%	-10.24%	0.94%
通信	1.16%	1.49%	0.85%	0.76%	3	3	1	1	34.01%	12.70%	-2.48%	-7.92%
纺织服装	1.02%	0.77%	0.58%	0.51%	6	5	3	3	-2.32%	-6.54%	-8.34%	14.76%
农林牧渔	0.95%	0.78%	1.14%	1.16%	5	5	8	8	-4.15%	7.19%	6.26%	-5.65%
电气设备	0.89%	1.26%	1.29%	1.17%	7	11	12	12	-6.87%	-6.58%	-7.33%	-12.60%
传媒	0.72%	0.58%	0.83%	0.70%	5	5	7	7	-1.89%	-8.75%	-13.62%	-11.24%
电子	0.60%	0.96%	0.59%	0.55%	5	7	6	6	-3.13%	-0.49%	-1.67%	-10.62%
综合	0.35%	0.23%	0.35%	0.31%	2	2	2	2	-4.79%	2.16%	-9.99%	-8.05%
计算机	0.17%	0.14%	0.11%	0.09%	1	1	1	1	-18.68%	-16.59%	-13.25%	-8.50%
休闲服务	0.10%	0.00%	0.07%	0.06%	1	0	1	1	-14.21%	0.00%	0.80%	13.34%
国防军工	0.00%	0.00%	0.09%	0.07%	0	0	1	1	0.00%	0.00%	-10.18%	-10.85%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：阶段 7 的两个细分区间分别为 2016-07-25 至 2016-12-12、2016-12-12 至 2017-07-18，阶段 8 的两个细分区间分别为 2017-10-13 至 12-11、2017-12-11 至 2018-02-06。

2.3.2、 行业收益来源：低估值背后的顺周期逻辑

我们将价值股按照行业分为顺周期行业（其中顺周期又分为金融、地产和其他顺周期行业）和非顺周期行业来对收益来源进行分析，我们发现**顺周期行业无论是估值还是盈利贡献都要比非顺周期行业要表现地更好**。

我们认为，背后的逻辑是：**低估值全面跑赢成长往往需要系统性的因素，货币信用周期驱动了大量低估值行业的估值变化，价值股的跑赢往往也是货币信用周期驱动的结果。而非顺周期型低估值也许会随着风格切换而修复，但是由于与经济周期相关度弱，盈利弹性本身也较弱，估值修复也不明显。**

就估值贡献来看在顺周期行业内部存在**其他顺周期行业→金融→房地产**的轮动顺序，我们认为这背后有两重原因：

（1）在每轮经济复苏初期都有地产政策放松，带动投资增速上行，其他顺周期行业由于盈利预期的改善而率先修复估值；同时金融板块（主要是银行）在经济复苏后市场往往开始定价其坏账率的下降，交易其资产负债表的修复。

（2）在周期后半段，银行+地产往往伴随着明显的估值上行，其背后其实交易的是盈利上行的逻辑：银行利润本身对于经济有滞后性（贷款定价与存款活化的特征），房地产利润结算形式是提前锁定，这就造成了看似涨的估值，其实涨的是盈利预期。

图12：顺周期行业估值和盈利贡献占优，估值贡献的轮动顺序为其他顺周期行业→金融→房地产

行业分组	阶段7估值贡献	阶段7估值贡献	阶段8估值贡献	阶段8估值贡献	阶段7盈利贡献	阶段7盈利贡献	阶段8盈利贡献	阶段8盈利贡献
非顺周期行业	-2.23%	4.40%	-12.48%	-7.11%	0.51%	0.89%	5.45%	-0.14%
顺周期行业	5.78%	8.28%	-2.82%	7.39%	8.47%	15.12%	6.18%	0.91%
金融	3.96%	13.23%	2.39%	10.29%	8.61%	0.81%	6.44%	-3.16%
地产	5.78%	-8.92%	-1.12%	12.05%	12.00%	15.12%	6.16%	2.91%
其他顺周期行业	6.16%	-1.53%	-3.85%	4.60%	8.08%	18.45%	7.29%	0.33%

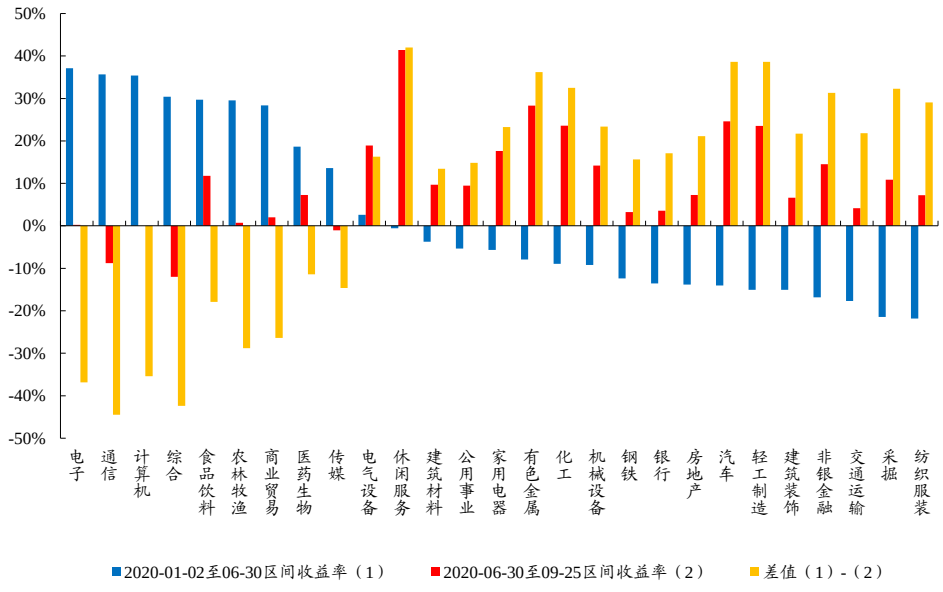
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：不同组别的估值贡献和盈利贡献为该组内行业的中位数。

3、 当下：由估值修复转向盈利弹性的兑现

站在当前来看，周期价值股的估值修复已经发生，而盈利弹性的兑现正在发生。2020 年 1 月 2 日至 9 月 25 日，国证价值的区间收益率为-4.08%，其中估值贡献为 3.53%，而盈利贡献为-7.61%；国证成长的区间收益率为 24.05%，其中估值贡献为 36.70%，盈利贡献为-12.66%，国证价值相对于国证成长的相对收益为-28.13%，其中估值贡献差为-33.17%，而盈利贡献差为 5.04%，**说明价值股此前跑输的重要来源仍在于估值而非盈利**。我们认为自 6 月以来宏观环境的变化（从宽货币+宽信用→紧货币+宽信用）已经让全市场估值开始逐步回落。这意味着对于全市场而言，估值上升较小的价值股反而可以轻装上阵。盈利弹性成为其收益的核心。

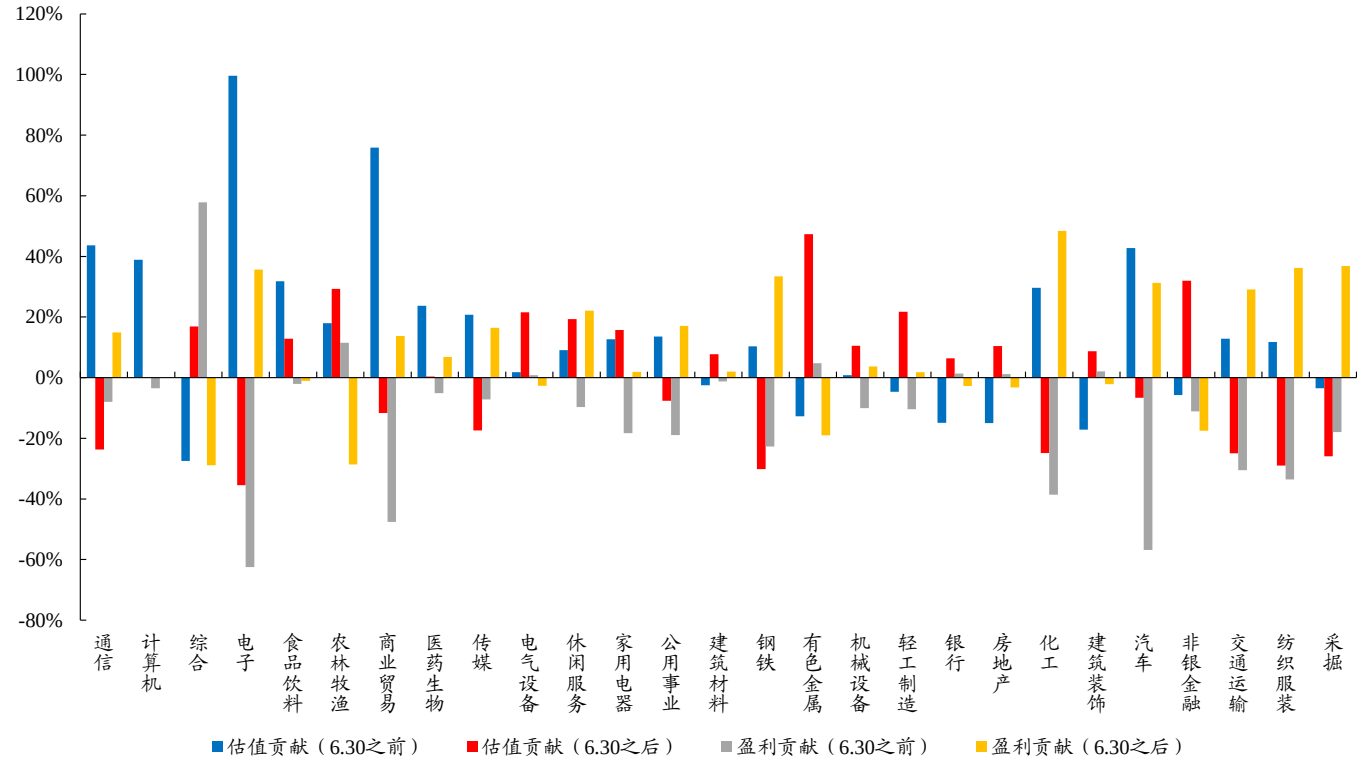
7 月开始顺周期行业开始跑赢，从区间收益率的估值贡献和盈利贡献来看，顺周期行业，比如采掘、化工、钢铁以及汽车等行业近期的盈利贡献出现明显上升，这意味着当下估值水平仍然不贵。从 2020Q1 以及 Q2 的行业归母净利润（TTM）同比来看，有不少顺周期行业，比如家用电器、汽车、有色金属、机械设备、建筑装饰以及钢铁出现了边际改善的迹象，银行、房地产以及建筑材料同比增速仍保持正值，后续随着经济逐季修复，周期价值股将会迎来更大的弹性。

图13：随着宏观环境的变化，价值股内部也会出现十分明显的分化



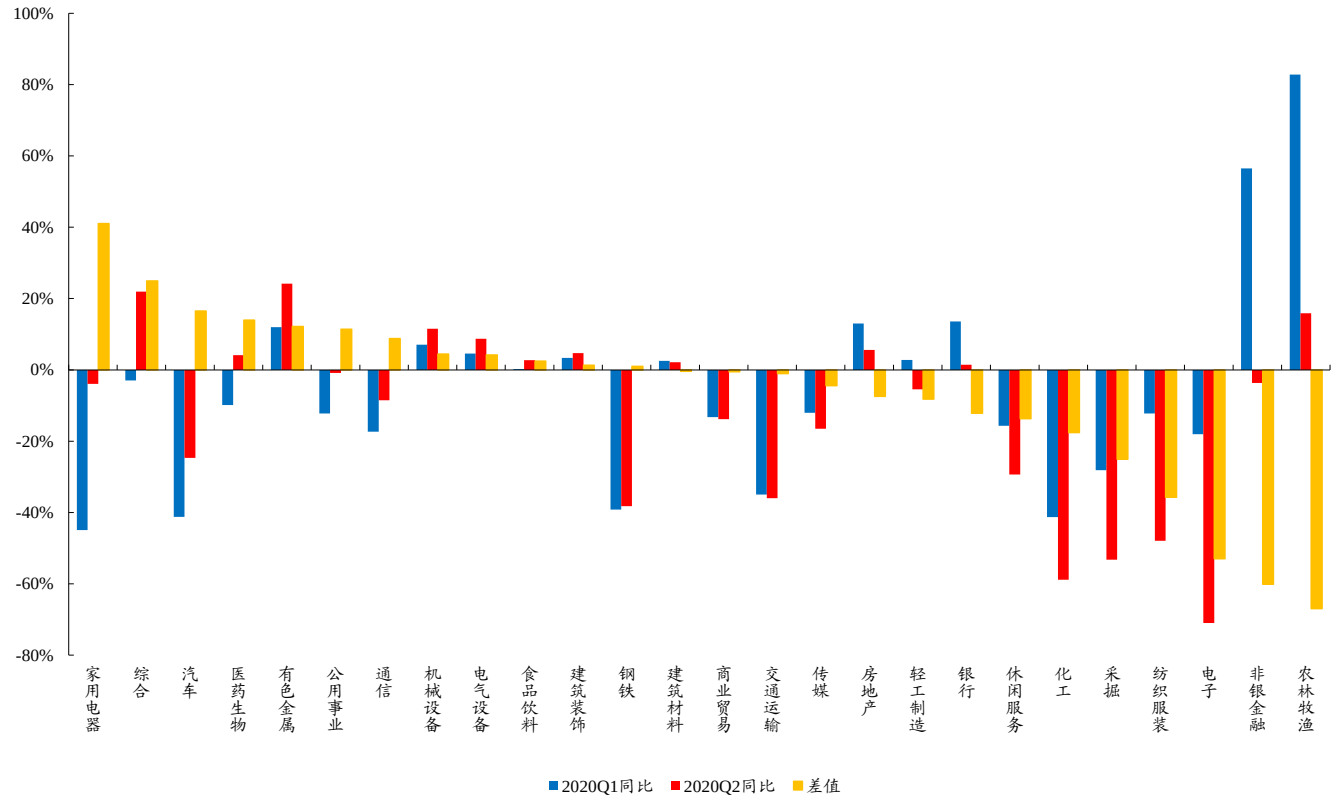
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：差值是红色-蓝色。

图14：采掘、化工、钢铁以及汽车等行业区间收益率的盈利贡献出现明显上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：部分顺周期行业的2020年Q2业绩同比增速出现了边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 再度成长：周期价值到周期成长的重估

我们认为部分周期价值股的区间收益率除了来自传统的估值修复以及盈利弹性以外，还可能来自从价值到成长的重估过程中带来的估值中枢抬升，**即成长性的重新回归带来的价值重估**。

白酒板块曾在 2013-2014 年被 “交易”成为了周期价值股，其背景是当时出现了“塑化剂”、“限制三公消费”等影响行业整体发展的不利事件，同时国家自上而下对于白酒行业表态极为不友好，导致市场认为行业将成为“夕阳行业”。值得思考的是，当时逻辑从两点上看是正确的：其一，就是确实行情出现了 3 年的景气下行；其二，就是伴随固定资产投资增速中枢下移和三公消费的限制，整个行业空间量的空间确实被压缩；长期逻辑的改变确实也反应到了行业中的未上市企业中，部分上市地产酒至今估值也未能跨越 20 倍 PE。但是我们需要同时看到 2016 年之后以“茅五泸”为代表的龙头白酒企业找到了独立于行业属性的特征，成为中国进入经济转型时期后最早的“周期成长股”，估值水平实现了从价值到成长的过渡。在随后的 3 年中，公司财务数据确实也达到了成长股标准，被纳入国证成长，可以说市场定价正确。这背后的启示是： “赛道”≠“公司”≠“股票”，市场的认知总是在动态中调整，这带来了最丰厚的收益来源。需要注意的是，周期成长股的重新认知，往往需要一轮新的经济复苏带来的行业景气度回升。

表4：白酒龙头股完成了从周期价值到周期成长的重估

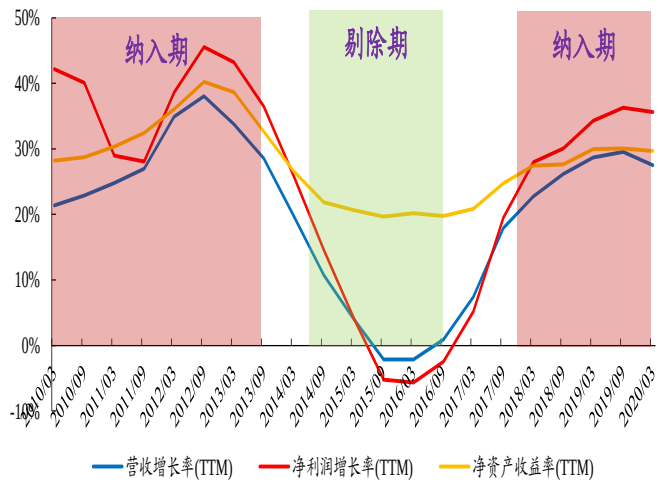
交易日期	代码	名称	状态
2010-01-04	600519.SH	贵州茅台	纳入
2010-01-04	600197.SH	伊力特	纳入
2010-01-04	000568.SZ	泸州老窖	纳入
2010-07-01	600779.SH	水井坊	纳入
2010-07-01	002304.SZ	洋河股份	纳入
2010-12-31	600197.SH	伊力特	剔除
2011-01-04	000858.SZ	五粮液	纳入
2011-01-04	000596.SZ	古井贡酒	纳入
2011-01-04	600199.SH	金种子酒	纳入
2012-01-04	000799.SZ	酒鬼酒	纳入
2012-06-29	600779.SH	水井坊	剔除
2012-07-02	600809.SH	山西汾酒	纳入
2013-01-04	600559.SH	老白干酒	纳入
2013-07-01	600702.SH	舍得酒业	纳入
2014-01-02	600197.SH	伊力特	纳入
2014-06-30	600197.SH	伊力特	剔除
2014-06-30	600702.SH	舍得酒业	剔除
2014-12-31	600559.SH	老白干酒	剔除
2014-12-31	600199.SH	金种子酒	剔除
2015-06-30	000858.SZ	五粮液	剔除
2015-06-30	002304.SZ	洋河股份	剔除
2015-06-30	000568.SZ	泸州老窖	剔除
2015-06-30	000799.SZ	酒鬼酒	剔除

交易日期	代码	名称	状态
2015-12-31	600809.SH	山西汾酒	剔除
2016-06-30	000596.SZ	古井贡酒	剔除
2016-12-30	600519.SH	贵州茅台	剔除
2018-01-02	600779.SH	水井坊	纳入
2019-01-02	600519.SH	贵州茅台	纳入
2019-06-17	600702.SH	舍得酒业	纳入
2019-06-17	600809.SH	山西汾酒	纳入
2019-12-16	000568.SZ	泸州老窖	纳入
2019-12-16	000858.SZ	五粮液	纳入

数据来源：Wind、开源证券研究所

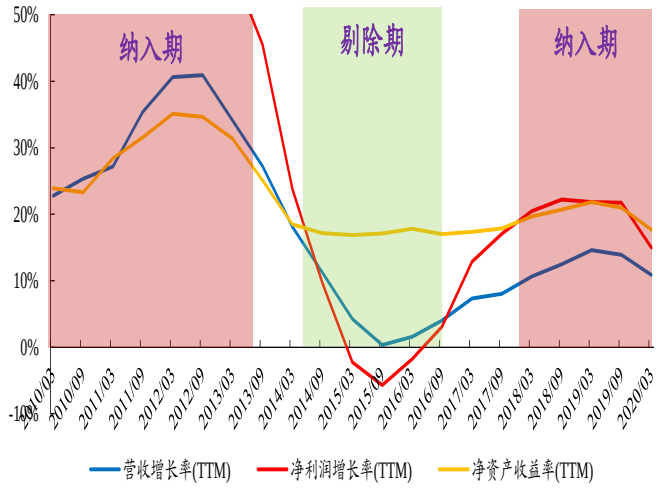
从白酒板块的经验来看，**并非所有的公司都能够完成重估，往往是行业内具有独特优势（比如提价、扩张、降成本等能力）的公司更容易完成从周期价值到周期成长的转变**，我们可以通过对比已经纳入和未纳入到国证成长的白酒股的成长因子走势发现，2014 年之前两组的盈利能力相差不大，都保持了较高的增长，但自 2017 年之后未纳入的成长因子相比纳入的而言增速明显出现了下滑，这说明经过 2013-2014 年行业低谷期的考验之后，只有少部分的公司真正超越了行业本身的发展趋势，这一点也可以从入选国证成长的个股数大幅减少（2014 年之前 11 只个股，2017 年之后仅有 6 只个股）得到印证。

图16：已经纳入到国证成长的白酒股成长因子确实如市场认知一般实现了穿越周期的稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

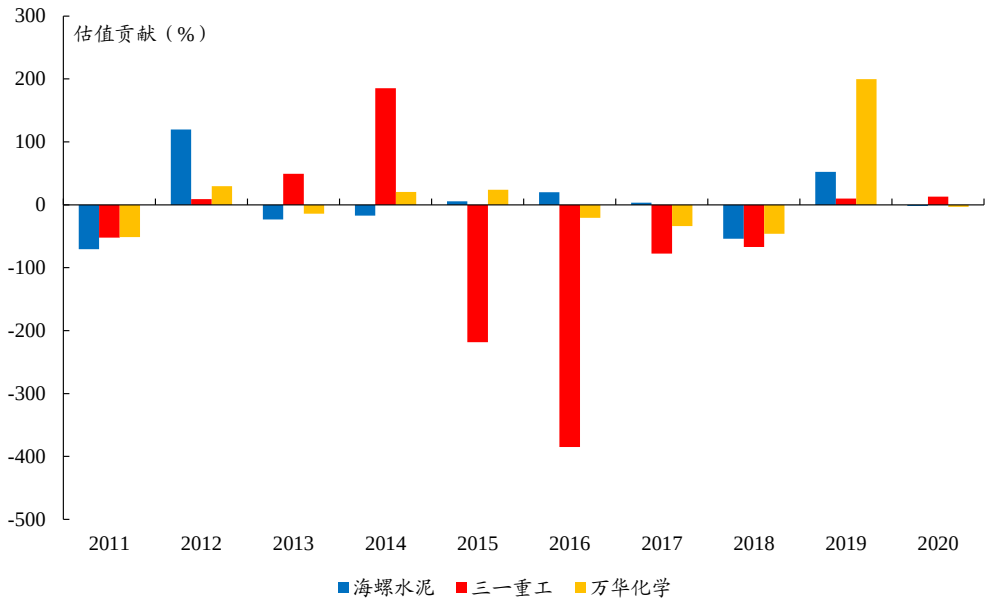
图17：未纳入到国证成长的白酒股成长因子自 2017 年之后业绩确实再次进去周期性波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

白酒板块之后，我们发现部分周期龙头股也在 2019 年四季度出现了明显的“拔估值”的行情，比如典型的海螺水泥、三一重工以及万华化学，从过去 10 年这些龙头企业的估值对于区间收益率的贡献来看，**即便是在 2016-2017 年周期行业景气度很高的时候，他们的估值贡献也不如 2019 年，因此这不能单纯以预期未来盈利会改善去解释**。这引发了我们一个思考，**2019 年 Q4 正是新一轮复苏周期的起点，在新的一轮经济复苏中，也许有大量顺周期行业龙头，同样要实现从价值向成长的重新定价，我们可以拭目以待。**

图18：2019 年部分周期行业的龙头出现了明显拔估值的迹象



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：2020 年的截止到 6 月 30 日。

站在当下另外一个思考是，房地产行业也同样面临着影响行业整体发展的重大政策变化，比如“房住不炒”的背景下提出的“三道红线”，而近期的恒大事件也加剧了市场对于房地产行业的悲观预期。2013-2014 年的白酒行业同样面临着政策压制和景气下行的压力，但这也为行业或者是行业中部分公司走出周期性创造了条件。当下的逆境一定程度上将加快房地产企业的转型，对于金融资源的依赖逐步降低也就意味着以往大规模加杠杆扩张的模式将很难维系，现金流管理将成为未来房地产企业能否成功转型的关键。**行业正在进入变化，而唯有处在变化的动态中，才有冲破“便宜有便宜的道理”的机会。**极度悲观的预期与政策的压制已经为行业留出了丰厚的风险溢价补偿，但能否实现“再成长”，同样需要优秀企业在行业重塑过程中体现出自身新的成长性的来源。

最终，我们认为投资者可以逐步关注周期价值股中同样具备成长属性的标的，我们以三级行业收入占比以及 2020 年 Q2 的 ROE 作为考量，从同时隶属于国证成长和国证价值的个股筛选出行业收入占比和 ROE 加总排名前 20 的周期股作为参考（但不构成投资建议）。

表5：同时隶属于国证成长和国证价值的个股中，行业收入占比和 ROE 加总排名前 20 的周期股

股票代码	股票简称	所属三级行业	营业收入占比（三级行业）	2020 年 Q2 加权 ROE	营收占比排名	ROE 排名	排名加总	PB 分位数（2010 年以来）
000333.SZ	美的集团	空调	66.45%	13.03%	3	3	6	89.20%
600585.SH	海螺水泥	水泥制造Ⅲ	40.97%	11.18%	5	8	13	73.80%
000708.SZ	中信特钢	特钢	33.75%	10.73%	8	9	17	95.90%
000951.SZ	中国重汽	商用载货车	35.79%	10.07%	6	12	18	92.40%
600477.SH	杭萧钢构	钢结构	13.26%	12.73%	20	4	24	18.70%
000338.SZ	潍柴动力	汽车零部件Ⅲ	26.40%	9.83%	9	16	25	75.50%
000157.SZ	中联重科	工程机械	17.80%	9.88%	15	15	30	65.50%
002064.SZ	华峰氨纶	氨纶	84.85%	6.96%	1	31	32	69.30%

股票代码	股票简称	所属三级行业	营业收入占比（三级行业）	2020 年 Q2 加权 ROE	营收占比排名	ROE 排名	排名加总	PB 分位数（2010 年以来）
000932.SZ	华菱钢铁	普钢	8.02%	10.17%	23	10	33	58.90%
600507.SH	方大特钢	特钢	6.92%	11.65%	29	7	36	2.00%
600340.SH	华夏幸福	房地产开发Ⅲ	3.91%	13.08%	36	2	38	0.00%
600309.SH	万华化学	聚氨酯	68.03%	6.56%	2	37	39	81.40%
600801.SH	华新水泥	水泥制造Ⅲ	6.96%	10.08%	28	11	39	92.60%
000703.SZ	恒逸石化	涤纶	18.57%	7.96%	14	26	40	11.00%
600188.SH	兖州煤业	煤炭开采Ⅲ	22.18%	6.98%	11	30	41	15.40%
601225.SH	陕西煤业	煤炭开采Ⅲ	7.84%	9.34%	25	19	44	22.70%
000656.SZ	金科股份	房地产开发Ⅲ	3.17%	12.47%	42	5	47	60.20%
000425.SZ	徐工机械	工程机械	21.66%	6.60%	12	36	48	65.50%
601636.SH	旗滨集团	玻璃制造Ⅲ	23.13%	5.95%	10	41	51	92.30%
000401.SZ	冀东水泥	水泥制造Ⅲ	7.89%	7.14%	24	29	53	51.40%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

国内宏观经济超预期下行；测算误差；海外疫情失控

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，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