开源证券

10月策略：调整结构，周期无咎

姓名 牟一凌（分析师）
证书编号：S0790520040001
邮箱：mouyiling@kysec.cn

姓名 梅锴（联系人）
证书编号：S0790120070044
邮箱：meikai@kysec.cn

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

姓名 方智勇（联系人）
证书编号：S0790120040049
邮箱：fangzhiyong@kysec.cn

2020年09月27日

核心观点

- 6月开始，中国经济已经遥遥领先全球进入复苏，资金脱虚入实加快，无风险利率持续反弹。一方面，**流动性的收紧让市场高估值驱动开始修正**；另一方面，**经济的持续改善也让盈利恢复驱动的盈利预期改善也成为了A股韧性的来源**。8月以来，**价值开始明显跑赢成长，在市场调整中整体呈现韧性。投资者开始意识到7月初的价值行情并不是一场躁动，而是风格切换的预演。**
- **当下好消息都来自于经济复苏带来的盈利修复，不好的消息都来自于流动性与风险偏好带来的估值压力。疫情后的经济复苏会带来两个结果：第一，国内无风险利率已经确认上行，而海外实际利率进入预期拐点，市场正担忧出现类似2008年年末的流动性的收缩；第二，**就是当下中观景气度仍处高位，信用仍在扩张区间，支持经济持续修复，**顺周期行业的盈利仍处在复苏通道，当下看空经济并无必要。**同时，当下美国大选临近，更为坚韧经济基本面趋势是市场相较2018年而言面对冲击坚强的理由，**但是“确定的不确定性”一定不支持市场风险偏好的提升。**市场的希望在于盈利增长，而不在于估值抬升。
- **交易结构的负向正反馈还未结束，机构重仓股的分化仍会继续。**海外实际利率的上行仍是北上资金兑现前期浮盈的底层逻辑，**这还会一定程度影响核心资产的资产价格；**另一方面，过去7个月流动性的正向循环已被打破，历史规律指示此时**居民赎回基金的潜在压力在加大，而我们跟踪的高频数据指示了这一状况或已经发生。当下，需要重视的是我们发现机构投资者正在调整其组合：**退守最核心的品种，同时开始寻找前期有配置但比例不高的品种，我们预计其中顺周期品种是“潜在的候选人”。
- 下一阶段盈利修复将成为周期股重要的收益来源。**在经济复苏下，周期价值股理应修复其因为经济周期的下行而被压缩的估值，同时股价将一定程度反映盈利的改善。我们也应关注其中曾在行业逆境之中生长的优秀公司，有可能在行业景气回升中，获得类似2016-2017中白酒龙头从价值向成长的重新定价**。需要注意的是，即使对于经济和信用扩张持悲观态度，历史规律显示市场将必然经历“杀估值”过程，顺周期板块因为盈利的安全垫和较低估值水平让其也具有相对优势，风格切换同样成立。
- **顺周期的含义就是去寻找经济复苏的下，未被疫情中以高估值交易的“景气回升”。**我们测算的宏微观分析师预期出现了较大分歧，同时资产价格中隐含的增长率与行业的业绩增速也出现了一定程度的不匹配。我们判断，当下市场特征是，宏观只是符合预期下，微观行业出现超预期的概率也较大。**我们需要关注**部分行业正处在资本开支周期底部回升中，这存在必然的结构性机会，也可能是经济“上行风险”的来源。我们最终的建议是，**调整结构而非仓位**，进攻（**化工、造纸、工程机械、建材、汽车**），绝对收益与防守考虑估值负面因素影响已经很小的行业（**银行、房地产、保险、煤炭**）。

目 录

CONTENTS

1 市场回顾

2 市场核心矛盾

3 交易结构：负向正反馈的开始

4 价值何以跑赢成长

5 风险溢价角度：可以赚盈利的钱

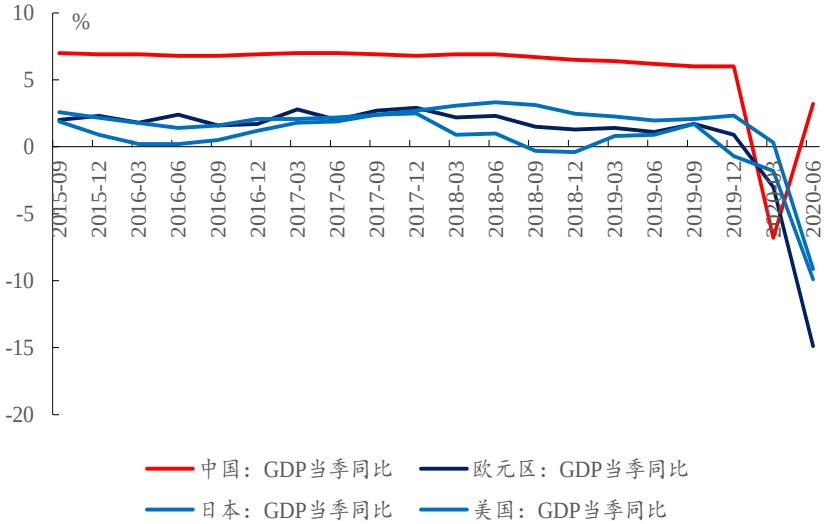
6 核心结论

7 风险提示

1.1 中国经济领先全球进入复苏

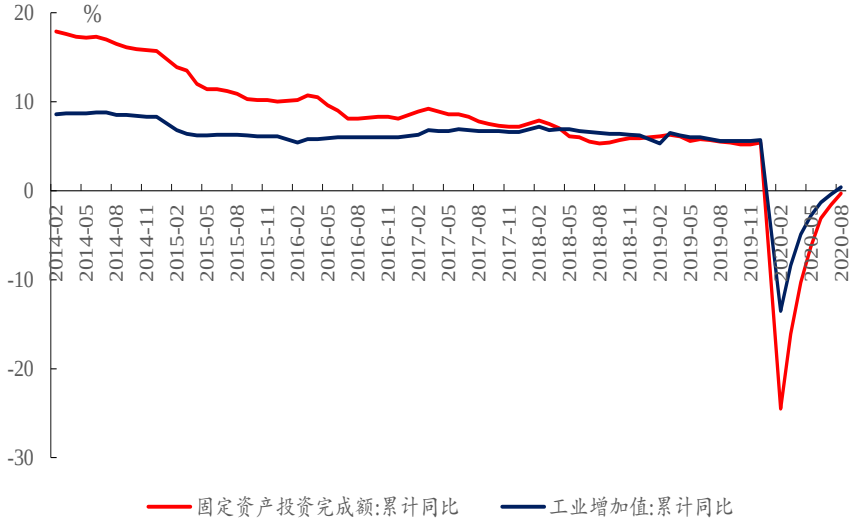
6月以来，中国经济已经遥遥领先全球进入复苏。工业增加值增速与固定资产投资增速持续改善上行，经济基本面持续复苏。这成为风格切换的重要触发因素。

图1：中国GDP增速先于其他国家转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：工业增加值增速与固定资产投资增速持续改善上行

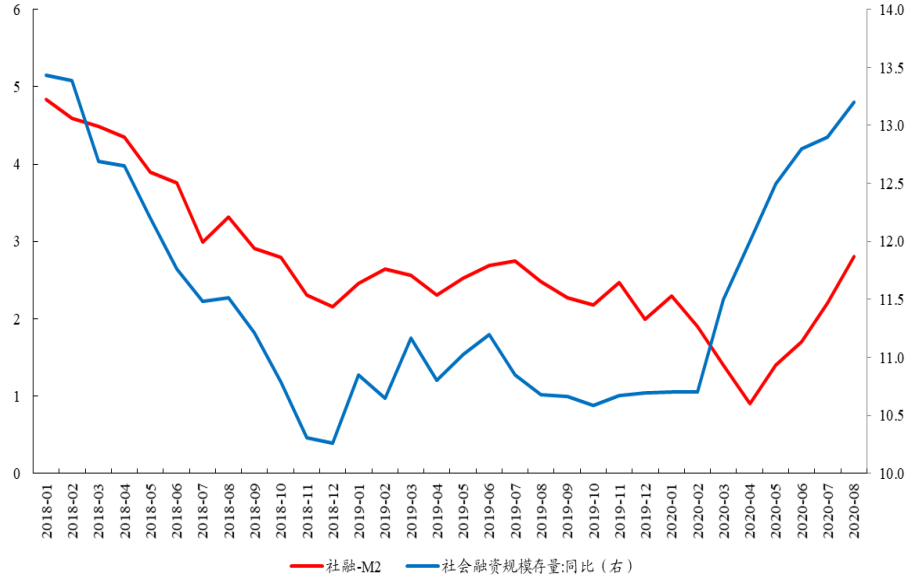


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 资金脱虚入实加快

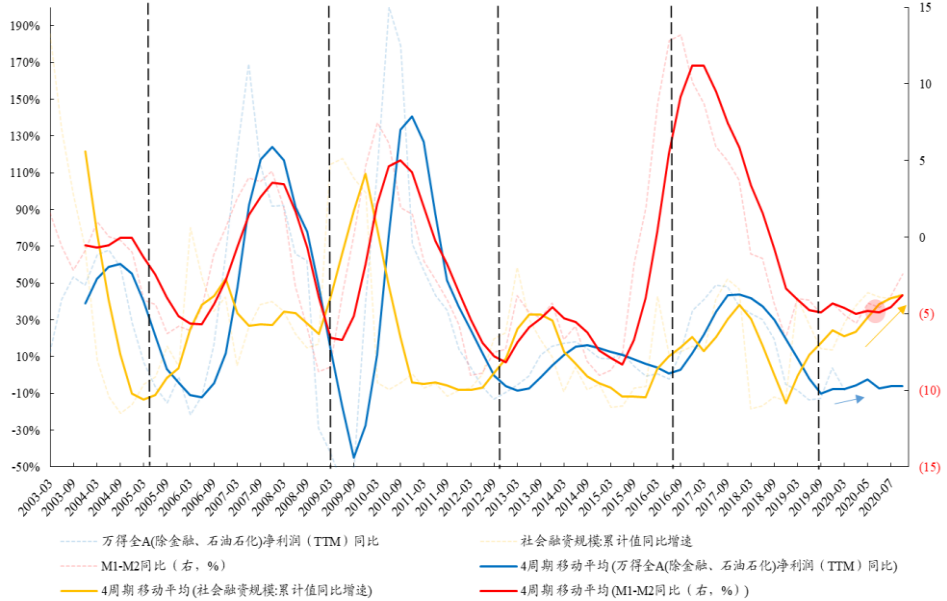
2020年5月以来**社融与M2的增速差出现拐点开始向上**，说明流动性到信用的传导开始加快，资金脱虚入实节奏加快，金融市场流动性边际收紧加剧，**对于低估值的板块而言其优势将更加明显**。同时**M1-M2同比增速差持续扩大**，我们认为这将加快企业盈利复苏，**使得风格向盈利具有顺周期特征的价值倾斜**。

图3：社融存量与M2的增速差上行，资金脱虚入实加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：M1-M2同比增速差持续向上，加速企业盈利复苏

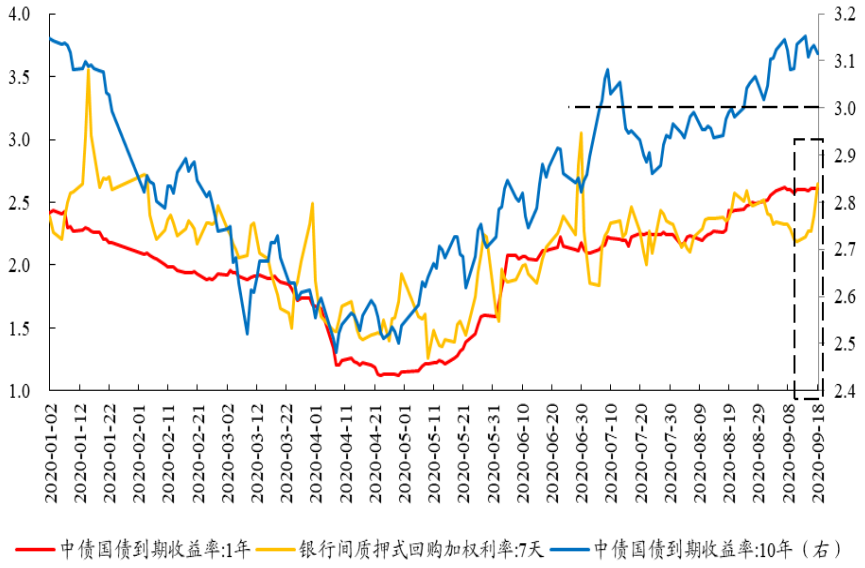


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 无风险利率持续反弹，“估值性价比”被重新审视

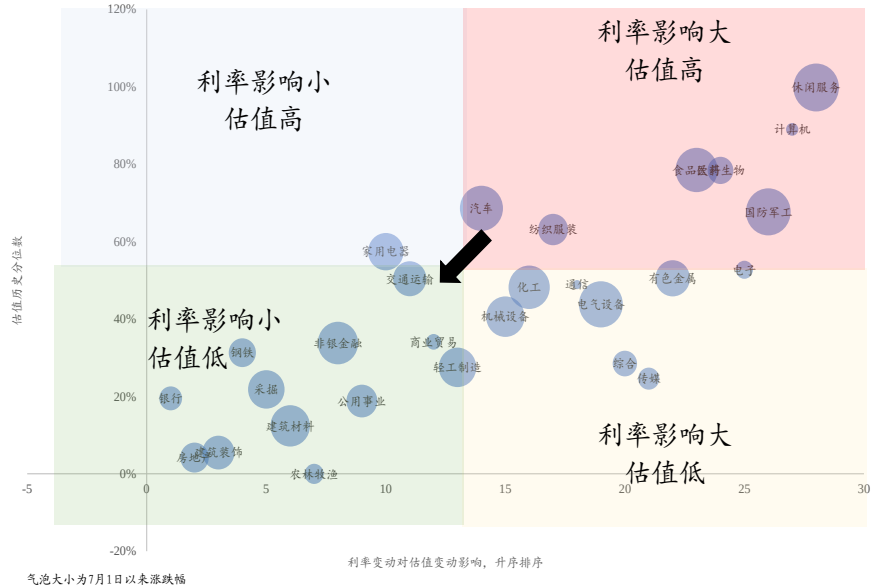
我国短端利率5月以来逐步上行，长短端利差从7月开始收窄，隐含宏观流动性边际收紧的预期。**在无风险利率持续快速上行的过程中，各类板块的“估值性价比”需要被重新审视。**

图5：5月以来我国利率中枢确认上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：各类板块的“估值性价比”需要重新被审视

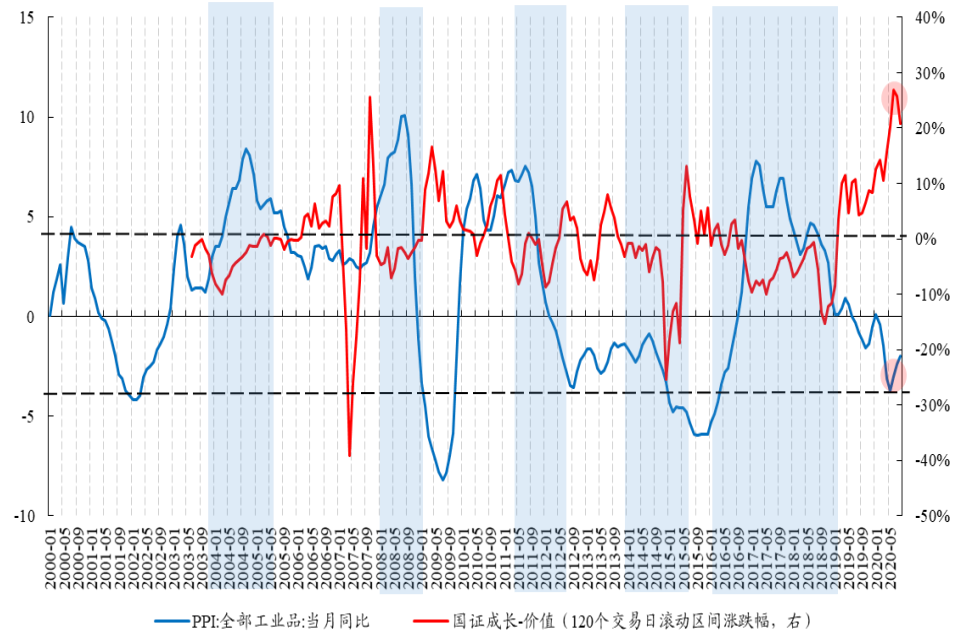


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 价值与成长的天平在宏观环境变化后重新调整

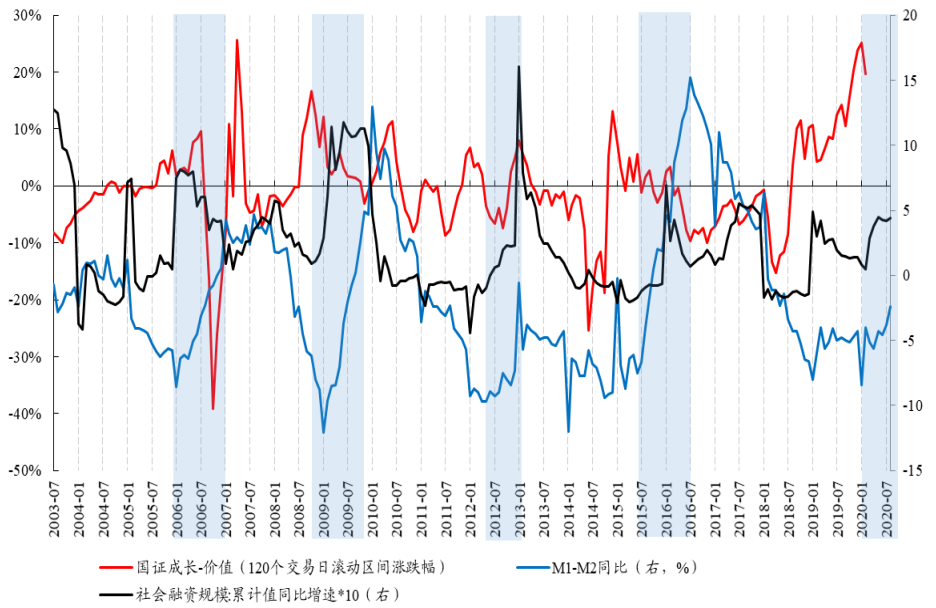
历史规律显示经济复苏下价值占优。**PPI形成底部出现向上拐点后，价值全面占优；M1-M2触底回升，成长切换至价值。**

图7：PPI形成底部出现向上拐点后，价值全面占优（红线进入0以下区域）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：M1-M2触底回升，成长切换至价值

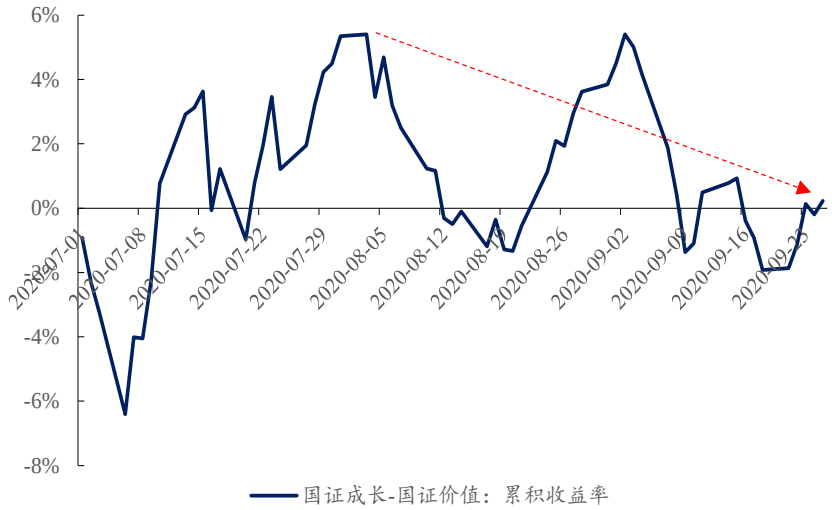


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 8月以来，价值占优，顺周期取得了明显相对收益

从市场的表现来看，我们确实可以看到：**8月以来，价值风格明显跑赢成长风格，同时顺周期板块整体取得了明显相对收益，在市场调整中整体呈现韧性。**

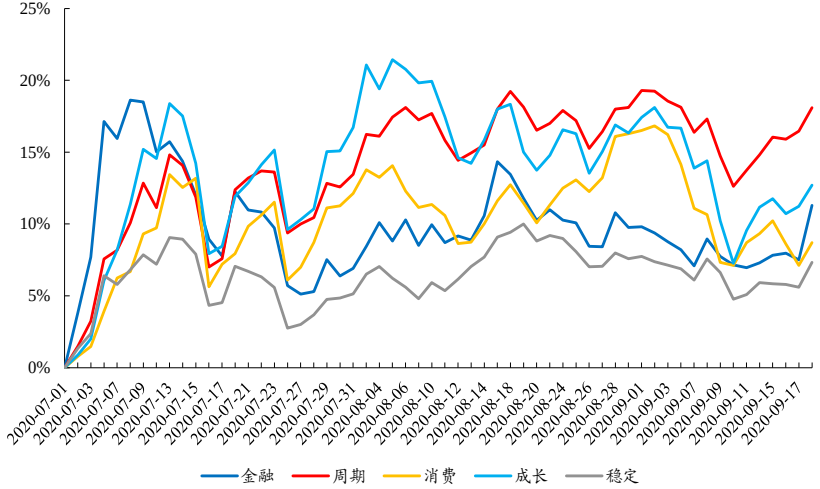
图9：8月以来价值风格明显开始跑赢成长风格



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积收益率计算的起点为7月1日

图10：8月中旬以来顺周期（金融+周期）的防守作用明显，进攻能力也开始显现

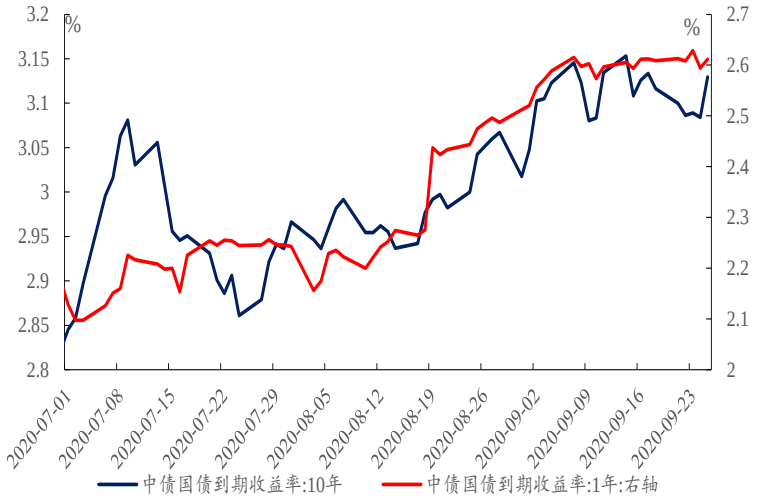


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 核心矛盾之一：流动性拐点

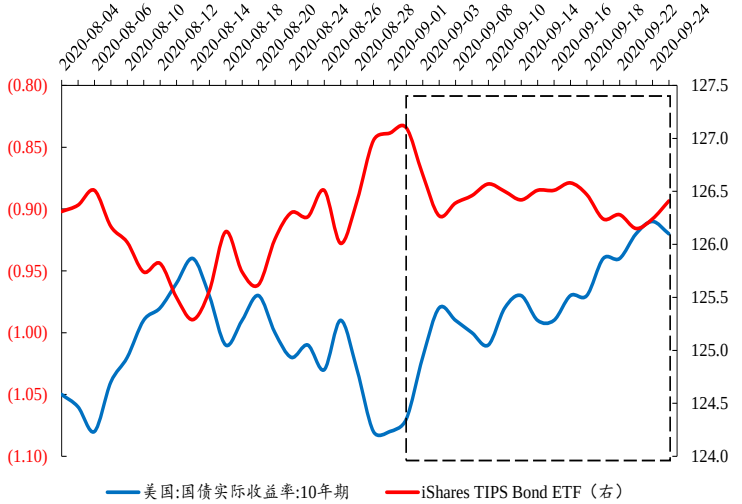
当下全球市场都进入了流动性预期的拐点：对于国内而言，随着资金脱虚入实，**10Y与1Y国债到期收益率震荡上行**；与此同时，当下美国实际利率进入了阶段性底部，尽管美联储未出现明显缩表，但伴随疫情控制和经济开始复苏，**市场对于全球流动性预期的拐点正在逐步形成，最终的指示就是预期实际利率开始见底回升。**

图11：8月以来，我国10Y和1Y国债到期收益率震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：美国实际利率近期大幅上行，而与之相关的ETF则下跌

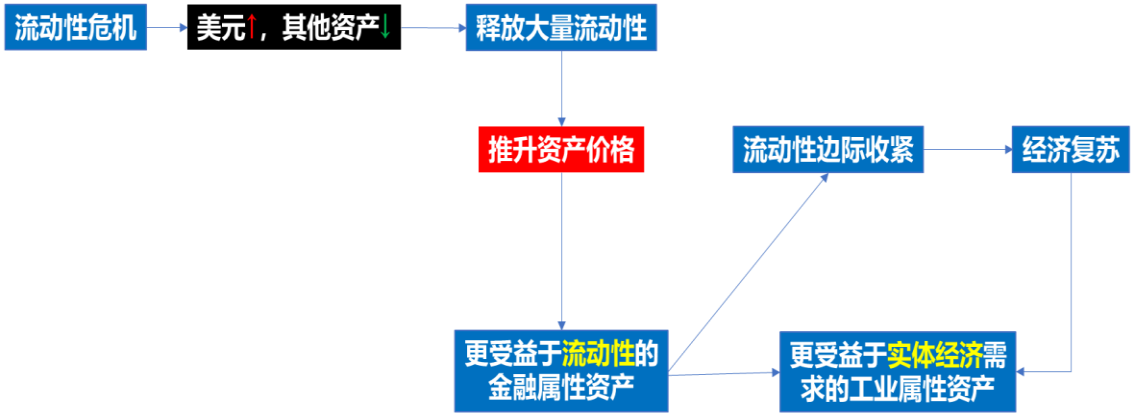


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 核心矛盾之一：流动性拐点

面对流动性预期拐点，可以参考的是2008年的情景：从大类资产的轮动顺序上看，**2008年金融危机之后大类资产价格表现基本上遵循了从流动性推升→流动性边际收紧→定价全球经济需求复苏的过程；因此面对当下流动性边际收紧的预期，我们认为流动性推升的阶段已经基本结束，**在我们此前报告《最好的进攻，最强的防守》曾指出，中美核心资产都出现了最后乐观者的拥挤交易行为，这解释了在无风险利率上行阶段“最后的疯狂”。**后续来看，受益于流动性宽松的资产或板块仍将面临估值下行的压力，但后续过程可能相对温和。**

图13：从流动性推升到定价实体经济复苏的资产价格轮动

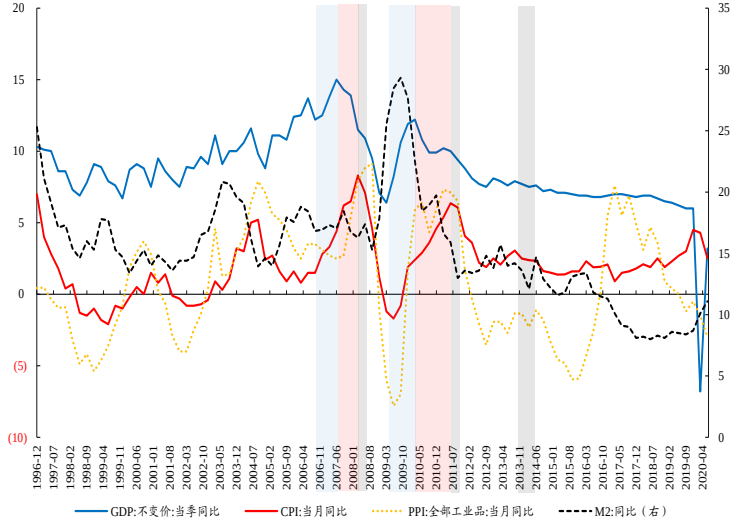


资料来源：开源证券研究所

2.1 核心矛盾之一：流动性拐点

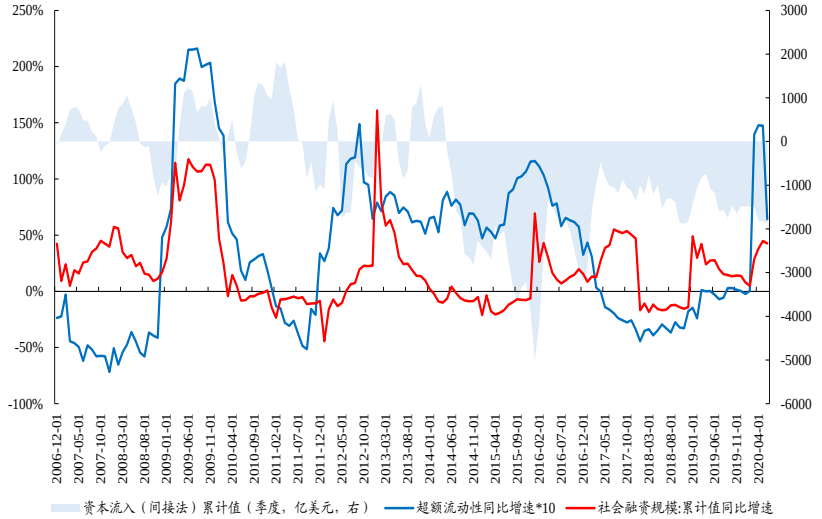
全球能否进入类似于2009年后的复苏交易是当下市场的核心矛盾点之一；
而中国的基本面是未来热钱流入的原因。从历史上看，自2000年以来历次热钱流入时期往往也是我国经济复苏得到确认的时期，而在这期间也是由宽货币、宽信用走向紧货币、宽信用再到紧货币、紧信用的时期。

图14：历次热钱流入时期往往也是我国经济复苏得到确认的时期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：历次热钱流入时大多是我国货币政策收紧之时，而信用基本也处于扩张期

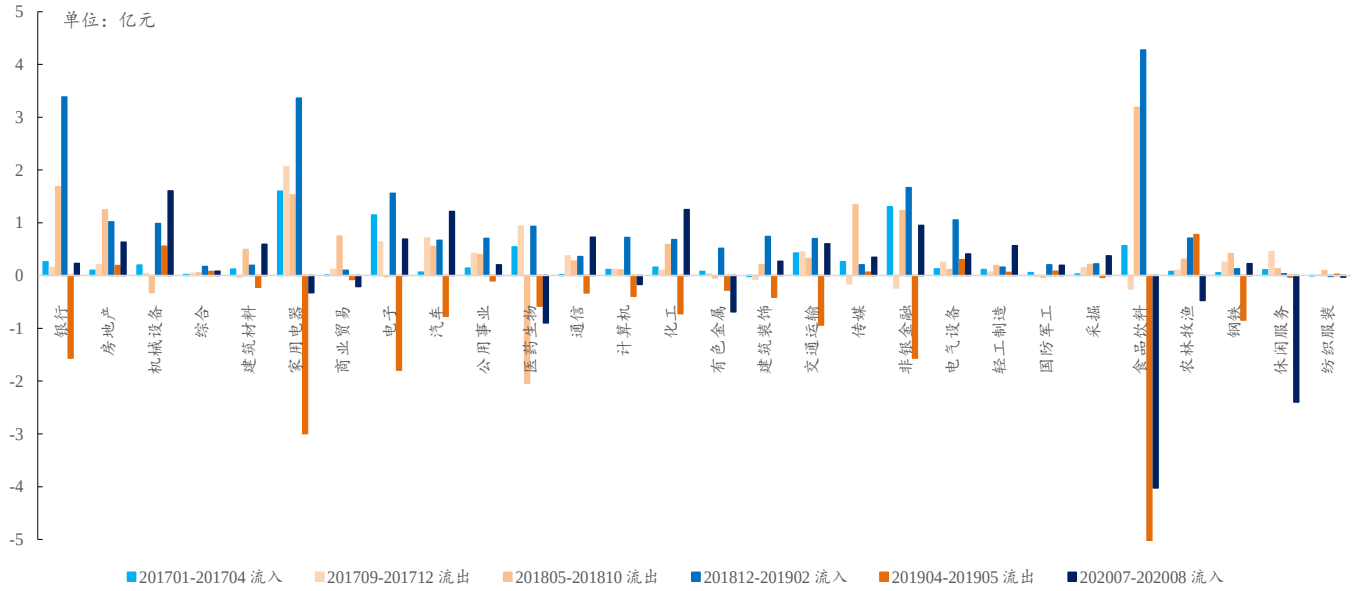


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 核心矛盾之一：流动性拐点

根据2008-2009年的经验指示：1、中国因为经济基本面领先于全球复苏，调整之后风险资产仍会获得更好的表现，流动性驱动减弱后，全球更与经济相关资产会跑赢金融市场属性资产；2、外资仍会在未来因为中国经济的基本面而回流，但是回流后可能更多选择与经济周期更相关的板块。

图16：热钱通过陆股通流入A股时更偏爱顺周期板块

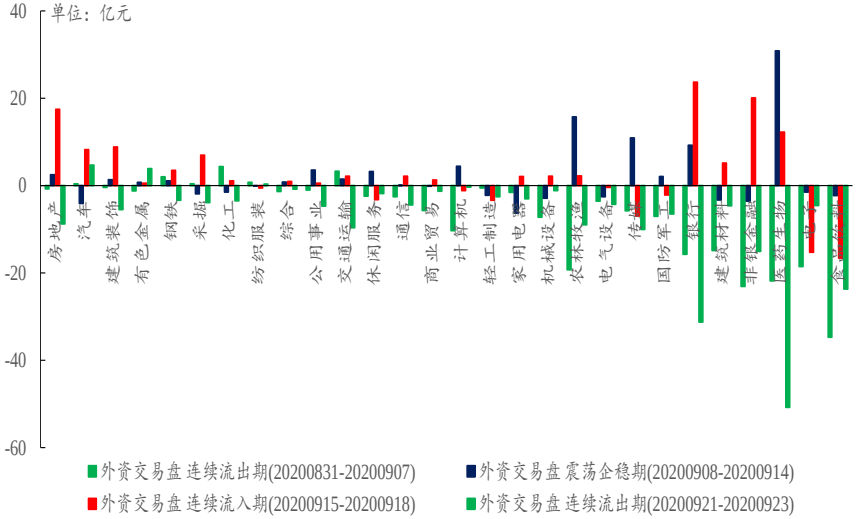


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 核心矛盾之一：流动性拐点

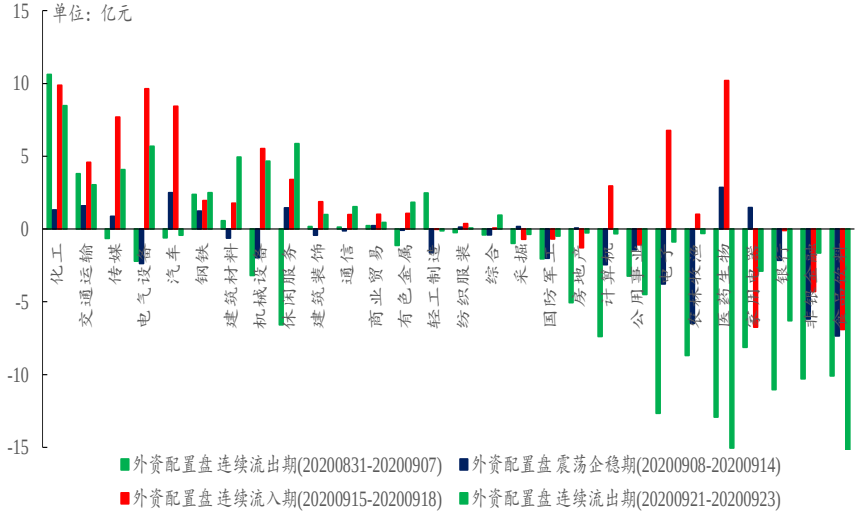
而当下北上资金的买入特征上，依旧体现了对顺周期板块的偏爱。未来，如果中国经济持续复苏，会迎来外资的回流，但是“热钱”型外资会和2016年以来的配置型外资交易逻辑完全不同。经济复苏相关资产，才是核心矛盾。

图17：8月31日以来，无论是在北上连续流出期还是流入期，北上交易型资金更加偏好顺周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：8月31日以来，北上配置型资金整体偏好顺周期板块，且无论在连续流入期还是连续流出期持续净买入化工、交运以及钢铁等顺周期板块

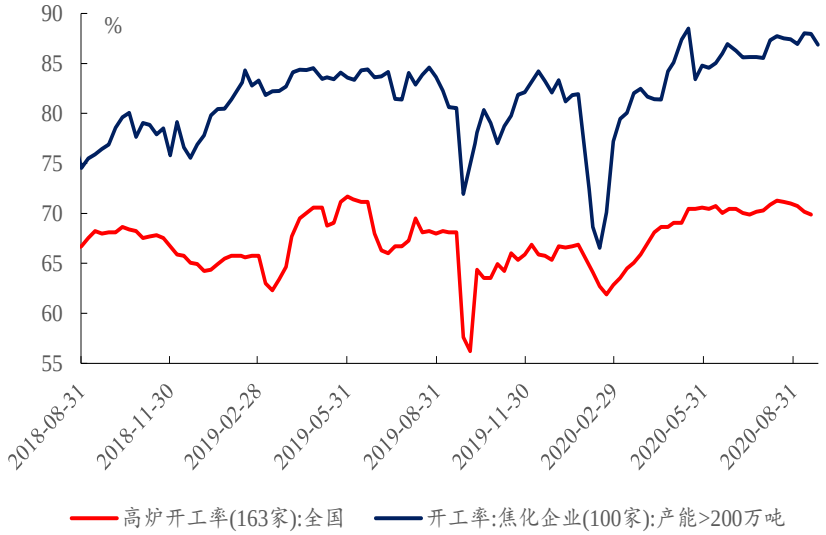


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 核心矛盾之二：经济复苏的弹性与持续性

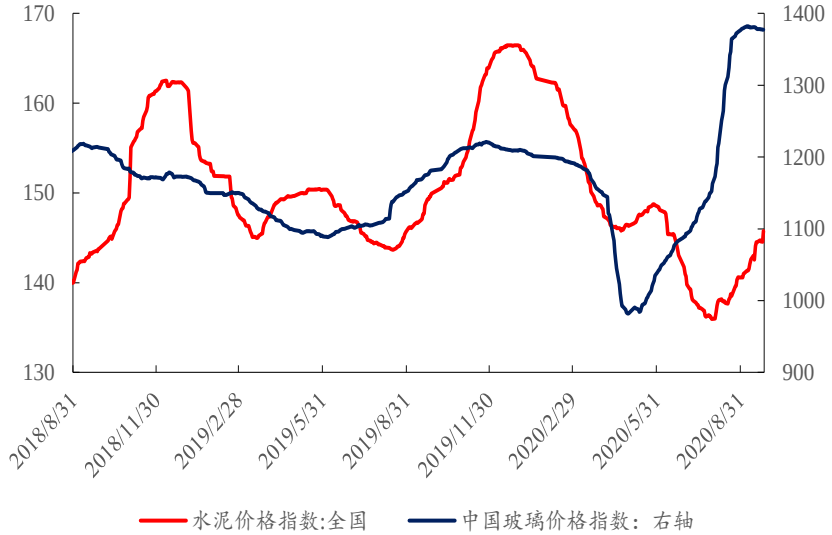
当下：中观景气度仍然高位；2021年1季度也会由于低基数使得经济同比数据继续亮眼，经济复苏在短期内没有悲观的理由。

图19：钢厂以及焦化企业的开工率仍保持相对高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：水泥和玻璃等建材价格仍处上行通道或维持高位

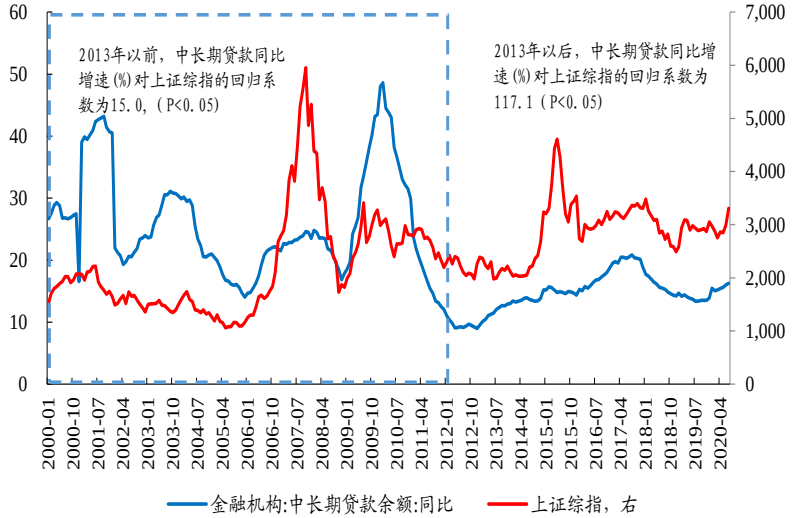


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 核心矛盾之二：经济复苏的弹性与持续性

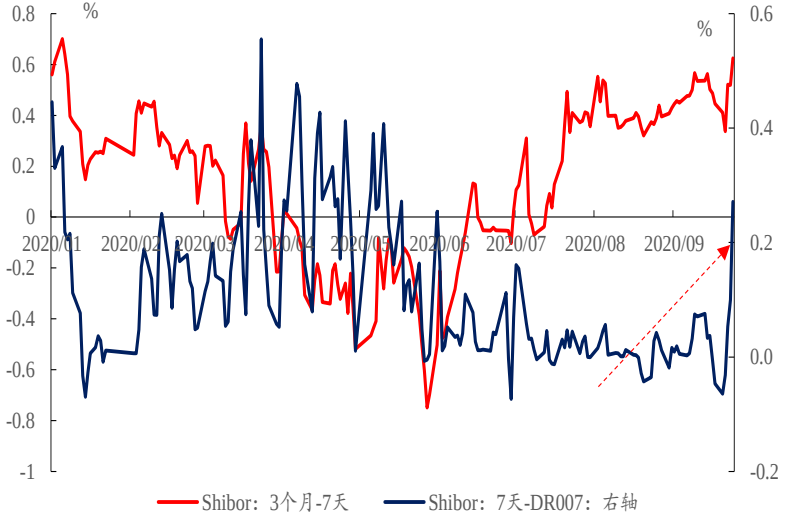
另一方面，信用仍在扩张区间，支持经济持续修复。而更高频的价格指标也指示：当下的利率上行也有来自融资需求的推动因素。这些都可以支撑宽货币结束后信用可能处在高位。

图21：与市场更为相关的中长期贷款增速仍在上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：与银行信贷更为相关的3个月Shibor相对于DR007的利差在不断上行

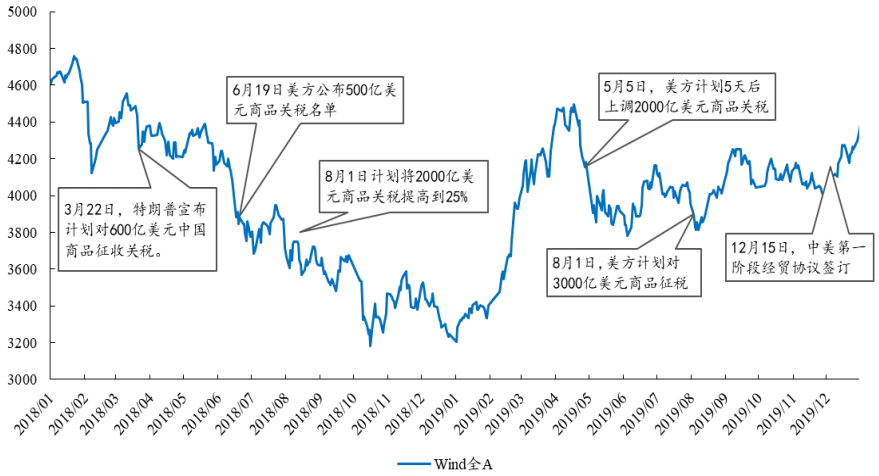


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 核心矛盾之三：美国大选——确定的不确定性

美国大选临近，我们能够确定的是市场的不确定性在上升。我们可以参考的是2018-2019年中美贸易摩擦以及中期选举时的市场。通过对两个中美摩擦频繁时期的复盘，我们发现外部冲击当天市场均对其产生了剧烈反应其中2018年的三次美国“关税威胁”，都使当日Wind全A指数出现5%左右幅度的下跌。但好消息是：2020年以来，面对中美摩擦冲击，市场即使前期经历了大幅上涨，市场虽然也会出现波动，但韧性相对于过往都较强。

图23：2018、2019年中美贸易摩擦重要时间点



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2018、2019年市场对于外部冲击反应剧烈

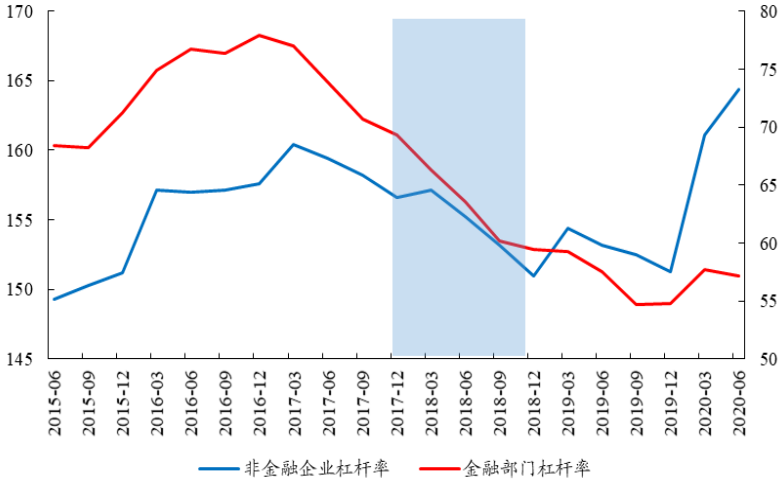
时间	冲击当天跌幅	冲击当周跌幅
2018年3月22日	-4.01%	-4.61%
2018年6月19日	-4.95%	-4.97%
2018年8月1日	-2.23%	-5.97%
2019年5月5日	-6.58%	-6.21%
2019年8月1日	-1.42%	-2.47%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 核心矛盾之三：美国大选——确定的不确定性

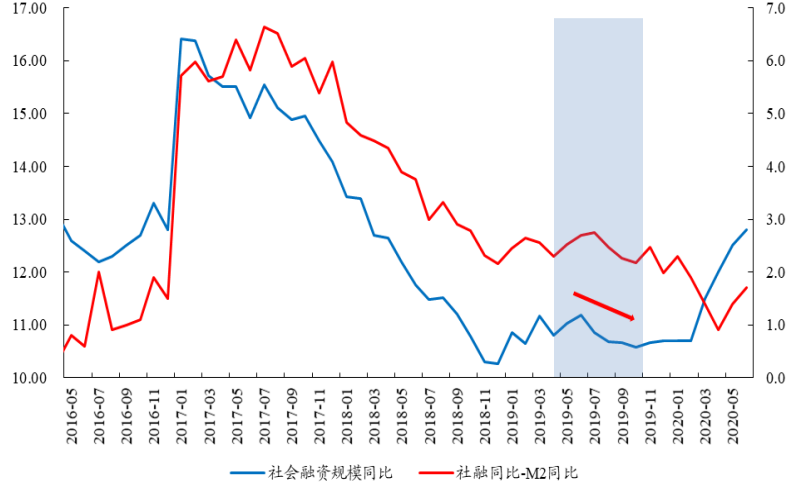
从后视镜看：2018年是去杠杆、调结构的攻坚时期，宏观经济本身处在过热后期，信用环境收紧，总需求开始下滑；微观看实体融资受限最终对于企业盈利端造成了明显的影响。同样的，2019年4月以前，信用见底市场反弹，但是随后社融增速回落，政治局会议后，货币政策转向，而金融市场流动性也在边际收紧。**一定程度讲，2018年的下跌和2019年4月后的调整，从中期趋势上也能用信用驱动的宏观经济周期所解释。而当下我国仍处于信用扩张期，中观景气度仍位于高位，比当时有着更为坚韧经济基本面，这是中期向好的基础。**但这也确实无法支撑市场风险偏好短期内的上升，因为当前的风险溢价处于历史平均水平（见后）。

图24：2018年处于去杠杆、调结构攻坚期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2019年4月开始信用开始收紧



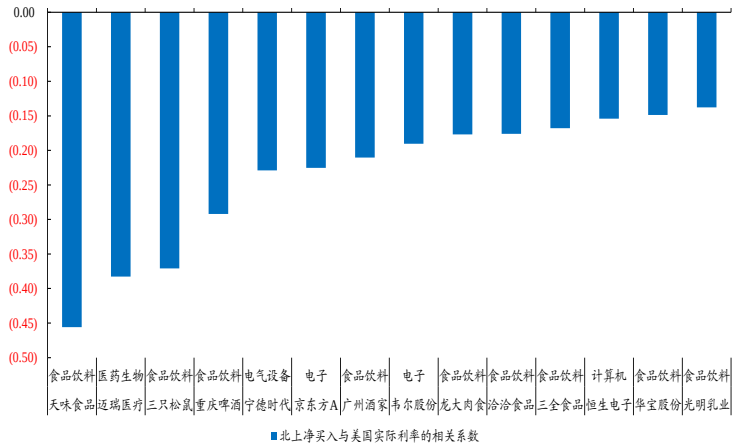
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 交易结构：负向正反馈的开始

前述定价逻辑改变的已经在交易层面出现信号：最重要的就是过去半年外资流入，居民购买基金的正向循环收到了挑战。

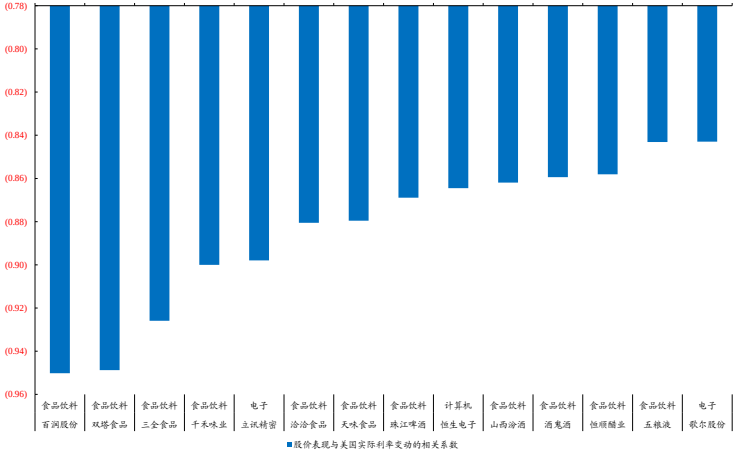
首先，通过相关性测算我们发现：部分北上资金偏好的“核心资产”与实际利率负相关，**这意味着后续这些受益于流动性宽松的资产或板块仍将面临估值下行的压力。**

图26：部分北上资金偏好的“核心资产”周度净买入与美国实际利率存在明显的负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：部分北上资金偏好的“核心资产”周度股价表现与美国实际利率存在明显的负相关

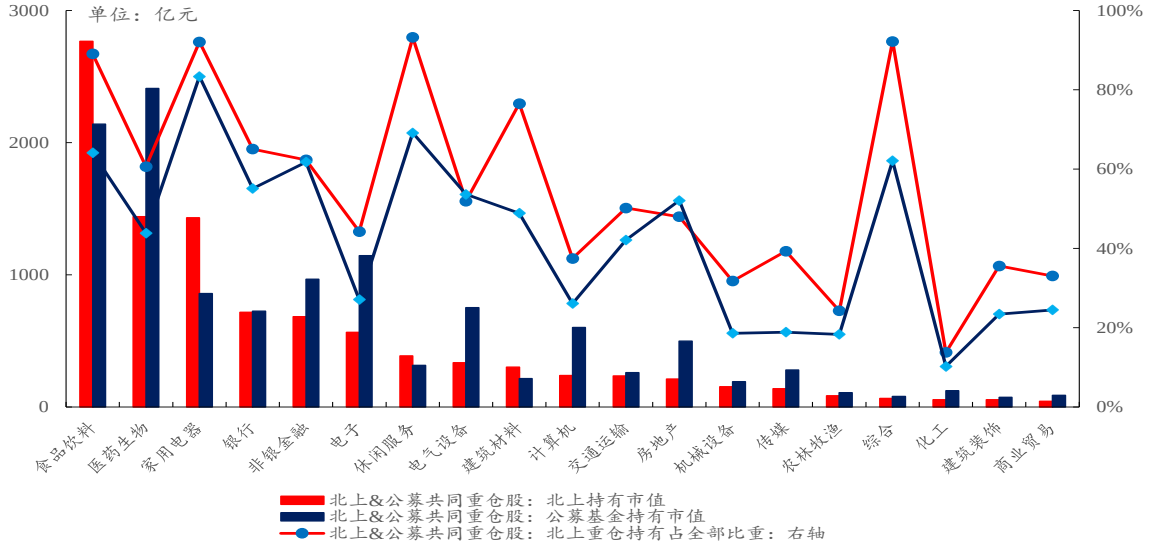


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 北上行为能显著影响公募基金的重仓股收益率

陆股通与公募基金的前100重仓股中有58只为共同持有，且陆股通和公募在食品饮料、医药生物、家电以及金融等板块的持仓集中于两者共同重仓的个股

图28：陆股通和公募在食品饮料、医药生物、家电以及金融等板块的持仓集中于两者共同重仓的个股

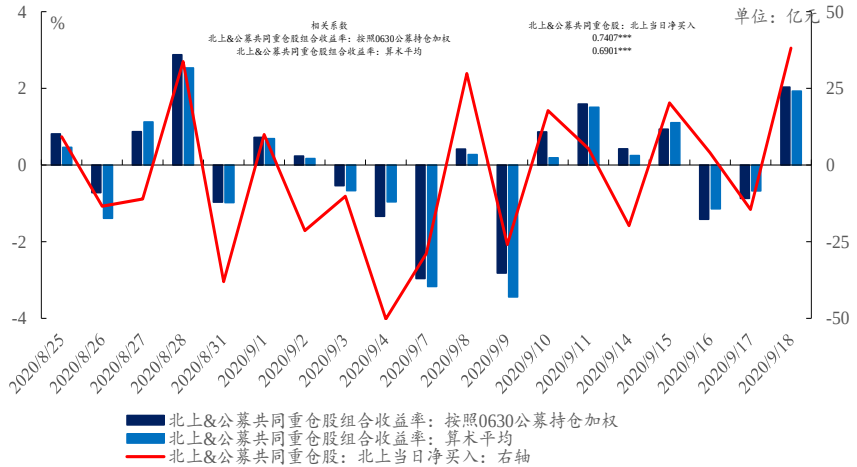


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 北上行为能显著影响公募基金的重仓股收益率

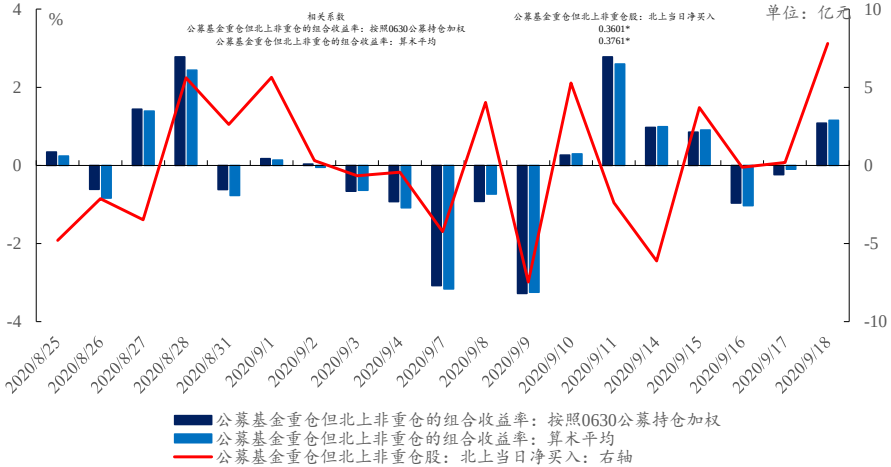
对于北上和陆股通共同重仓的个股，北上资金的净买入行为能较为显著的影响相关个股的组合收益率，并且能够更加显著的影响公募基金的净值收益率。

图29：8月25日以来，对于北上与公募基金共同重仓的个股，北上对共同重仓股的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有市值加权的组合收益率均显著正相关，但与按照公募持有市值加权的组合收益率的正相关性更强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：对于公募重仓但北上不重仓的个股，北上的净买入行为与相应个股的算术平均的组合收益率和按照公募持有加权的组合收益率显著正相关，且显著性水平相当

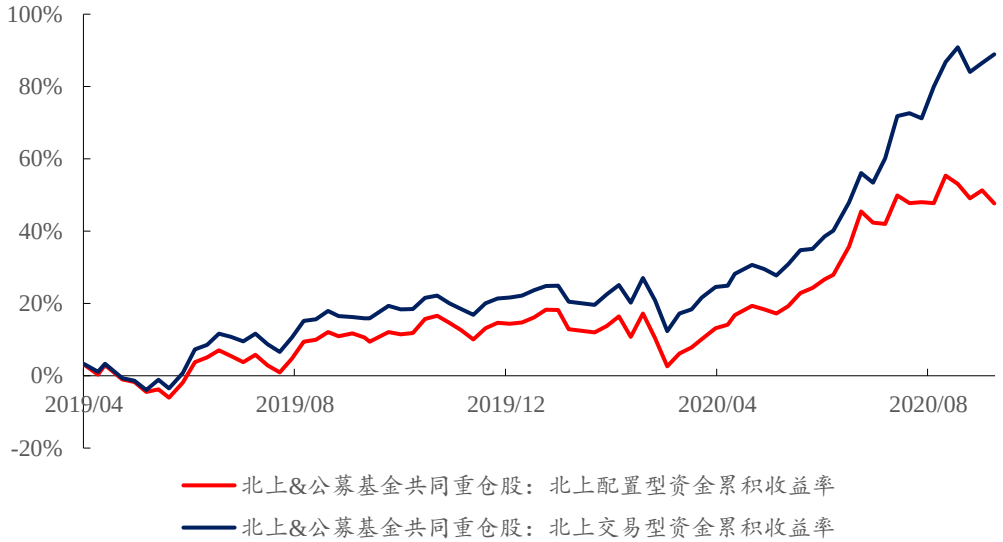


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 当下北上投资者仍有较大浮盈

当下北上配置型/交易型资金均仍有较大的卖出北上&公募共同重仓股以兑现利润的动机，而全球实际利率见底和对长期增长预期的修正可能成为背后的重要触发剂。

图31：截至9月25日，北上配置盘/交易盘自2019年4月12日以来在北上&公募共同重仓股上的的累积收益率分别为47.65%和88.94%

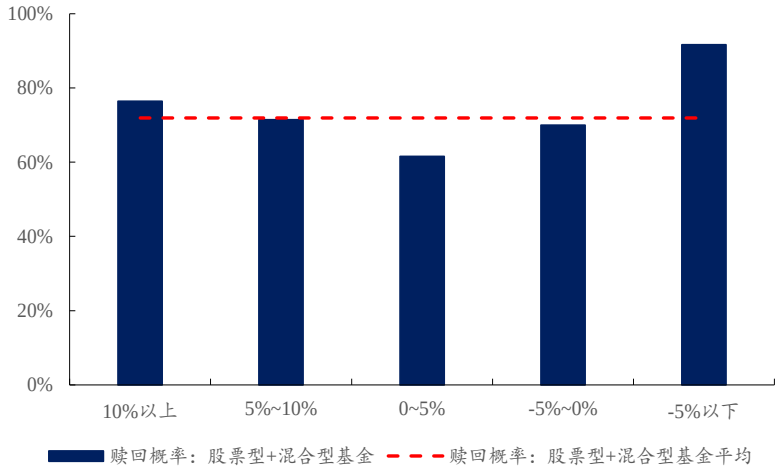


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 公募基金负债端浮盈兑现的压力已现

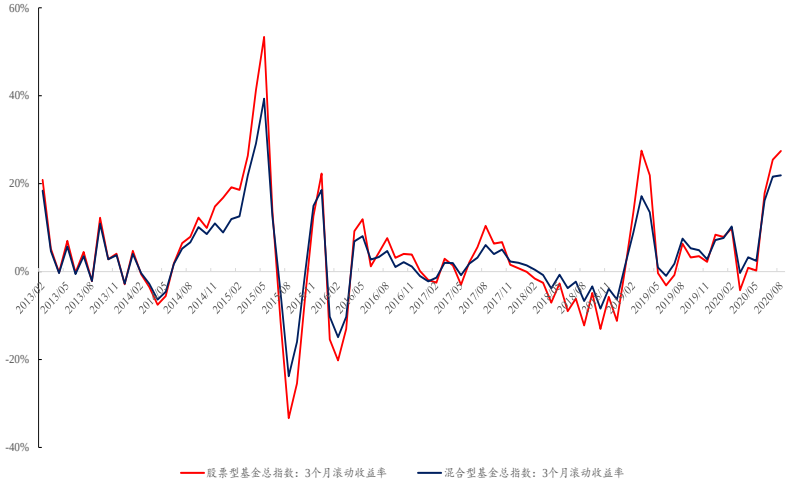
从历史上看，当股票型+混合型基金的3个月滚动收益率达到10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为，而截至8月末从股票型基金指数和混合型基金指数的3个月滚动收益率分别为27.41%和21.88%，这意味当下基金可能面临着较大的散户赎回的压力。**当下公募基金负债端浮盈兑现的压力已经出现**

图32：从历史上看，当股票型+混合型基金的3个月滚动收益率达到10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：截至8月末股票型基金指数和混合型基金指数的3个月滚动收益率分别为27.41%和21.88%



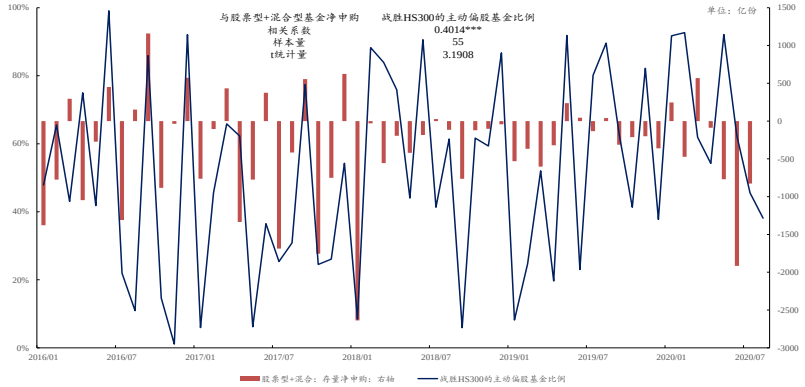
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 居民配置基金背后的短期逻辑：赚钱效应

居民配置基金或者股票的短期逻辑其实还是赚钱效应；
不只是绝对收益，相对于HS300等指数的相对收益也会成为居民买卖基金的理由。

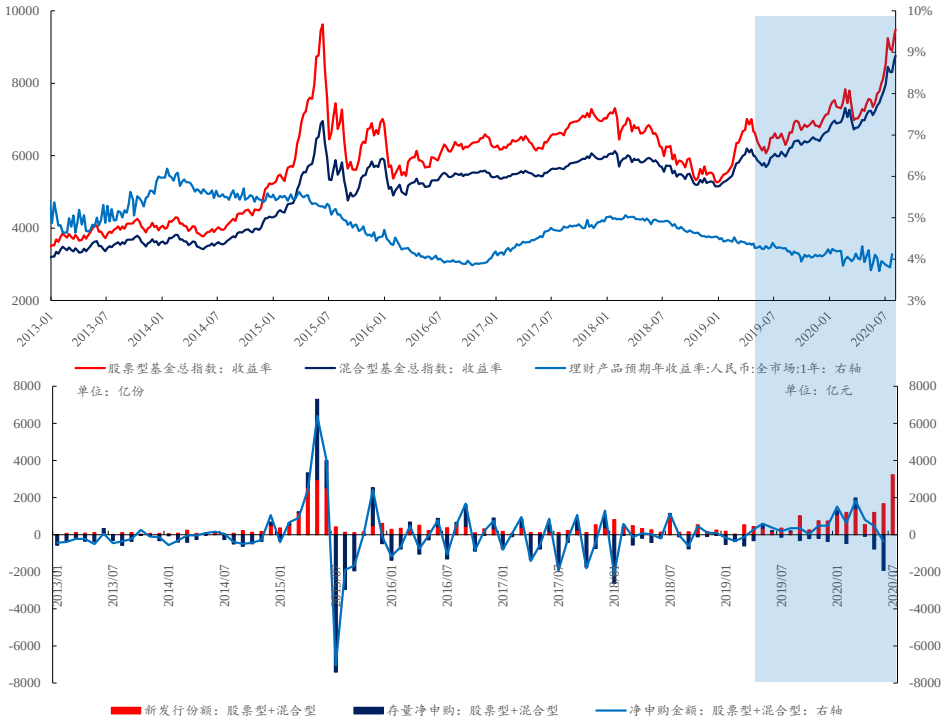
基金挣钱买基金，基金一旦不挣钱，个人投资者的短期决策就会变得不稳定。

图34：2016年以来，每月偏股型基金跑赢HS300的比例与股票型+混合型基金的净申购行为显著正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2019年6月以来，股票型基金和混合型基金的整体收益率相对理财收益率在不断提升，这是居民通过基金进入股票市场的重要推手

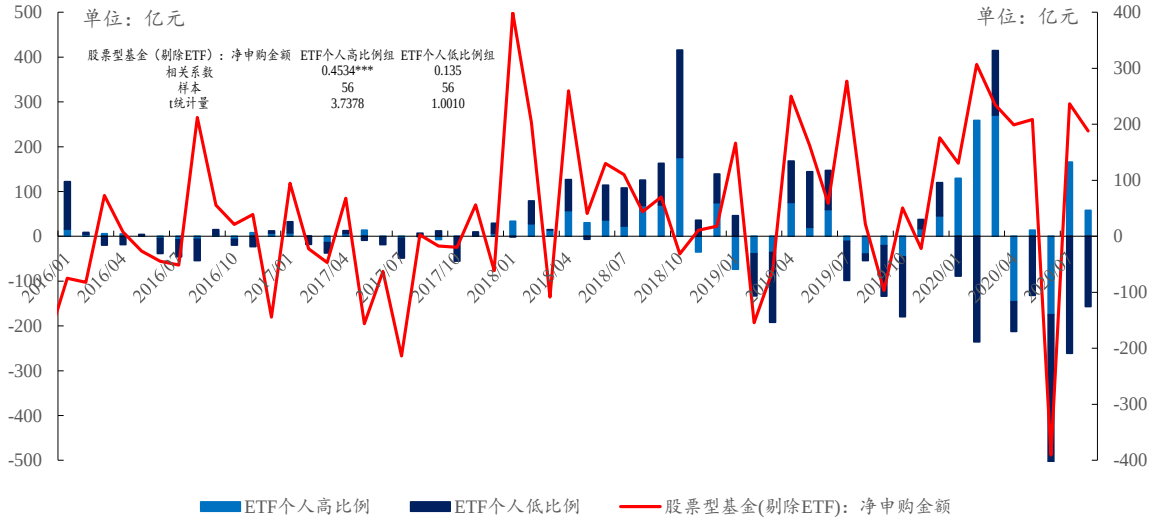


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 居民已有开始赎回的迹象

通过计算与剔除ETF之后的股票型基金的申赎金额相关性我们发现：对于剔除ETF之后的股票型基金，个人高比例组的ETF的月度申购赎回行为与之显著正相关，这意味：**对于剔除ETF之后的股票型基金而言，其申赎行为具有与以个人持有为主的ETF相似的特征，以个人持有为主的ETF的高频申赎行为或许能够指示除ETF之外的公募基金的申赎情况。**

图36：2016年以来，剔除ETF之后的股票型基金当月净申购金额与个人高比例组ETF的当月净申购显著正相关，而与个人低比例组的当月净申购的相关性并不显著



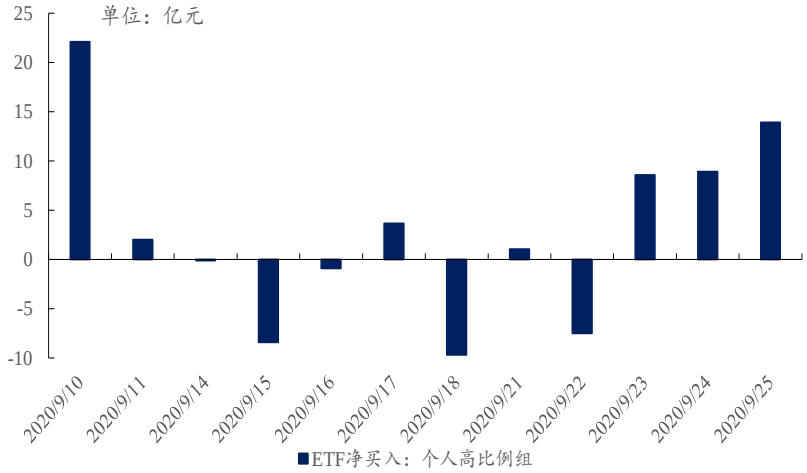
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：***表示在1%的显著性水平下显著

3.2 居民已有开始赎回的迹象

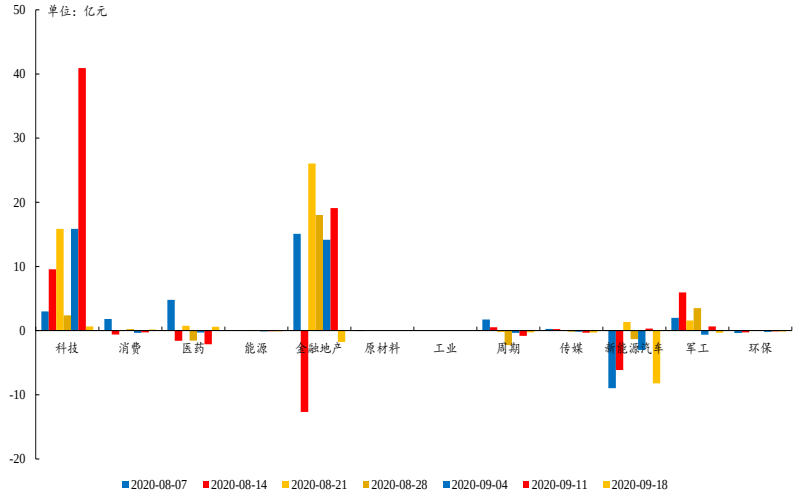
我们在此前的系列报告中指出，过去7个月流动性的正向循环已被打破，居民赎回基金的潜在压力在加大，**而近期以个人投资者持有为主的ETF已经开始逐步赎回，这指示着这一状况可能已经发生。**同时，**新能源汽车和医药ETF已经出现不同程度的连续赎回，这意味着高频数据不可得的主动管理型公募可能存在同样情况。**

图37：近期个人高比例组ETF已经开始有赎回的迹象



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：目前个人高比例组ETF并未出现明显赎回科技的情况，但新能源汽车和医药已经出现了不同程度的连续赎回

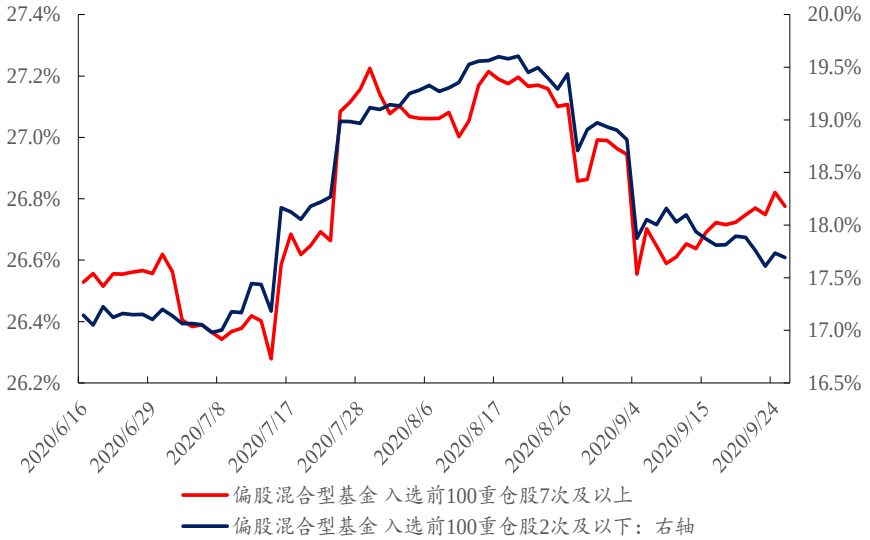


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 机构基金重仓股开始分化

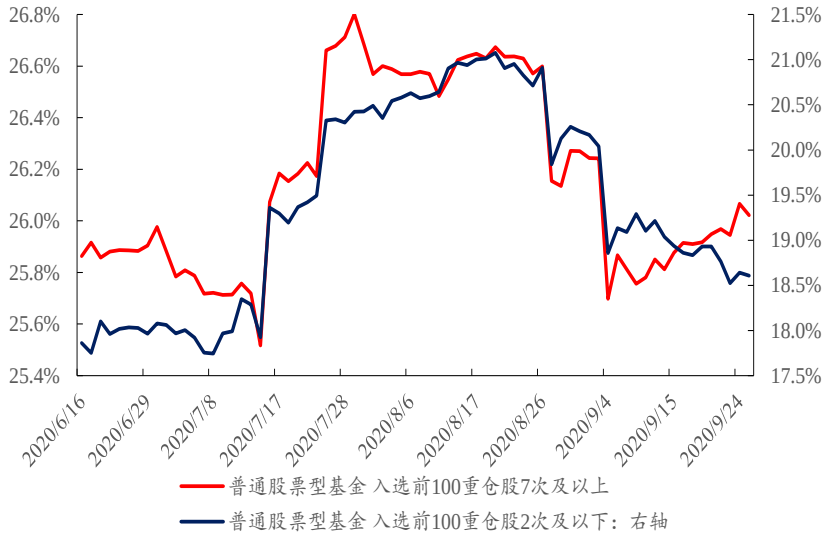
基于带持仓的二次规划法，我们计算偏股混合型基金和普通股票型基金在前100重仓股的仓位发现：自8月下旬以来，长期重仓股（连续入选前100重仓股7次及以上的重仓股）仓位和新晋重仓股（连续入选前100重仓股2次及以下的重仓股）仓位均出现下降；但9月9日以来，长期重仓股仓位震荡上行，但新晋重仓股的仓位仍震荡下行。**这意味着：对于当下而言，公募基金对于长期重仓股与新晋重仓股的态度出现了分化，对于新晋重仓股的抱团则可能进一步出现了松动；对于长期稳定的底仓品种，则可能出现了抱团和增持。**

图39：偏股混合型基金的长期重仓股和新晋重仓股的持仓出现了分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：普通股票型基金的长期重仓股和新晋重仓股的持仓出现了分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 机构基金重仓股开始分化

同时我们看到，8月下旬以来，公募基金的整体持仓风格逐步偏向价值，这意味着，**当下正在被抱团和增持的方向大概率出现在价值型品种中，而我们之前的数据分析指示大量前期已纳入公募基金配置池中但非重仓品种，可能会成为迁移的潜在选择。我们认为，其中的周期成长股，在经济景气上行阶段将会获得更多的认可，从低配逐步变为主力配置。**

图41：8月下旬以来，公募基金的整体持仓风格逐步偏向价值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：8月下旬以来，非前100重仓股的仓位震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1 传统周期价值股的收益来源：估值修复与盈利弹性

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**。

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

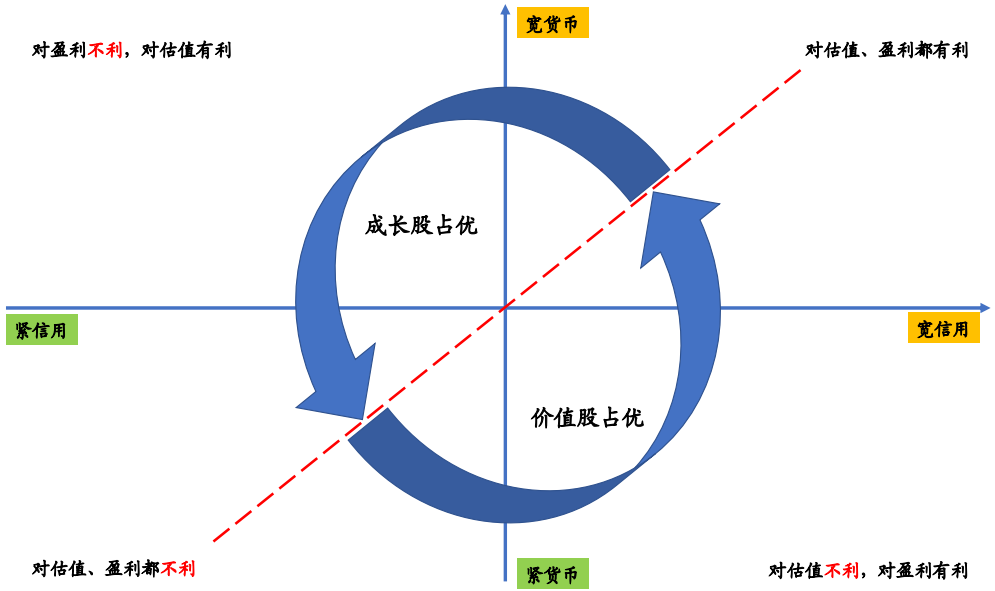
阶段	起始日期	结束日期	区间收益率	估值贡献	盈利贡献	信贷组合	经济增长	PPI
1	2006-12-25	2007-05-25	153.30%	——	——	紧货币+宽信用	过热	震荡下行
2	2007-11-02	2008-11-07	-62.74%	——	——	紧货币+宽信用→紧货币+紧信用	类滞胀到衰退	大幅上行后见顶下行
3	2011-01-06	2011-05-30	-2.38%	-10.17%	7.78%	紧货币+紧信用	类滞胀	上行
4	2011-08-16	2012-01-16	-13.32%	-11.40%	-1.92%	紧货币+紧信用	衰退	大幅下行
5	2012-10-22	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

4.2 价值跑赢成长的相对收益来源：估值防御，盈利突破

在紧货币的环境下，估值对于国证价值指数的区间收益贡献一般为负，但对相对于国证成长指数的超额收益贡献均为正。在宽信用的环境下，此时盈利贡献无论对于国证价值指数的区间收益还是相对国证成长指数的超额收益贡献均为正。**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43：不同货币和信用组合下的估值与盈利赛跑



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2 看空经济，不能成为风格会反复回成长的理由

从历史经验来看，**经济下行并不能成为风格会反复回于成长的理由，典型的如2008年、2011-2012年以及2018年**，这是由于如果经济下行伴随着货币政策仍在收紧或者至少不会进一步宽松（经典的滞后效应），“杀估值”将系统性发生，此时周期价值股的估值防御属性明显具有优势，而就盈利贡献而言反而会因为信用仍在扩张（即便是弱信用的环境下）具有一定的黏性，至少不会比成长差。

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%
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

4.3 行业收益特征：顺周期行业胜率更高

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，说明在**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**。

图44：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

4.4 行业收益来源：顺周期行业估值和盈利贡献占优

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**，但是就估值贡献来看在顺周期行业内部存在房地产→其他顺周期行业→金融→地产的轮动顺序，我们认为这是由于金融板块（主要是银行）对于经济复苏带来的盈利改善存在滞后定价的缘故。

图45：顺周期行业估值和盈利贡献占优，内部轮动的顺序为房地产→其他顺周期行业→金融+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	0.35%	1.69%	-1.40%	-3.23%	-1.82%	-1.68%	-3.18%	-0.69%
顺周期行业	13.23%	14.06%	2.42%	8.18%	-0.06%	-0.40%	-0.34%	-1.65%
金融	11.67%	13.84%	7.15%	11.39%	0.91%	0.20%	1.68%	-4.26%
地产	15.00%	3.02%	4.90%	15.28%	2.78%	3.18%	0.14%	-0.32%
其他顺周期行业	13.37%	15.21%	1.22%	6.83%	-0.54%	-0.88%	-0.80%	-1.26%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.5 传统收益来源以外的思考：周期价值到周期成长的重估

在2016-2017年中被重估的白酒龙头为当下周期成长股提供了一个很好的借鉴：**龙头企业在行业下行中实现了转变，在经济复苏中实现重估，并最终在经济转型中逐步找到独立于行业的自身成长逻辑**。

回头来看，2013年白酒的下跌与估值持续压缩有其合理性，在2015年左右，其财务表现上确实失去了成长股的特征，从而被剔除出成长指数。

同样的，市场在2016-2017对部分白酒公司进行成长定价的交易有其合理性。最终该类企业后续3年的财务数据都达到了成长股的财务指标。

表4：国证成长指数的成分股中，白酒股的纳入和剔除体现了周期成长股的重估过程

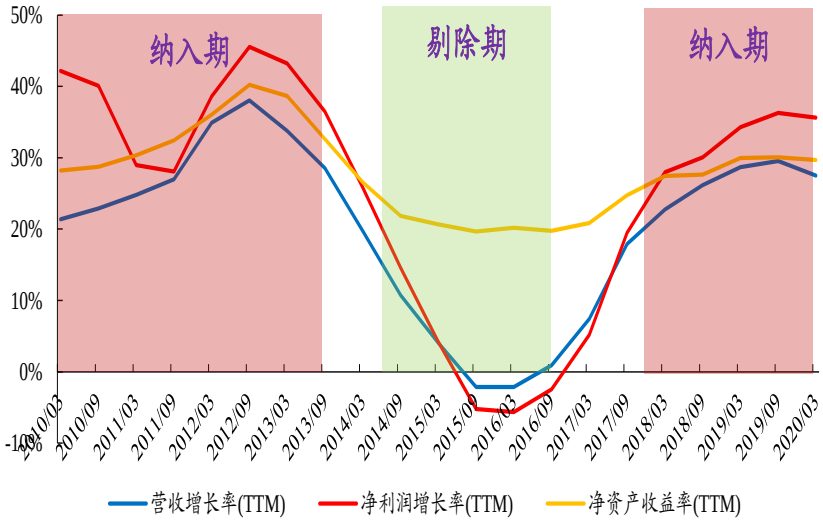
交易日期	名称	状态	交易日期	名称	状态	交易日期	名称	状态
2010-01-04	贵州茅台	纳入	2014-06-30	伊力特	剔除	2018-01-02	水井坊	纳入
2010-01-04	伊力特	纳入	2014-06-30	舍得酒业	剔除	2019-01-02	贵州茅台	纳入
2010-01-04	泸州老窖	纳入	2014-12-31	老白干酒	剔除	2019-06-17	舍得酒业	纳入
2010-07-01	水井坊	纳入	2014-12-31	金种子酒	剔除	2019-06-17	山西汾酒	纳入
2010-07-01	洋河股份	纳入	2015-06-30	五粮液	剔除	2019-12-16	泸州老窖	纳入
2010-12-31	伊力特	剔除	2015-06-30	洋河股份	剔除	2019-12-16	五粮液	纳入
2011-01-04	五粮液	纳入	2015-06-30	泸州老窖	剔除			
2011-01-04	古井贡酒	纳入	2015-06-30	酒鬼酒	剔除			
2011-01-04	金种子酒	纳入	2015-12-31	山西汾酒	剔除			
2012-01-04	酒鬼酒	纳入	2016-06-30	古井贡酒	剔除			
2012-06-29	水井坊	剔除	2016-12-30	贵州茅台	剔除			
2012-07-02	山西汾酒	纳入						
2013-01-04	老白干酒	纳入						
2013-07-01	舍得酒业	纳入						
2014-01-02	伊力特	纳入						

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.5 传统收益来源以外的思考：周期价值到周期成长的重估

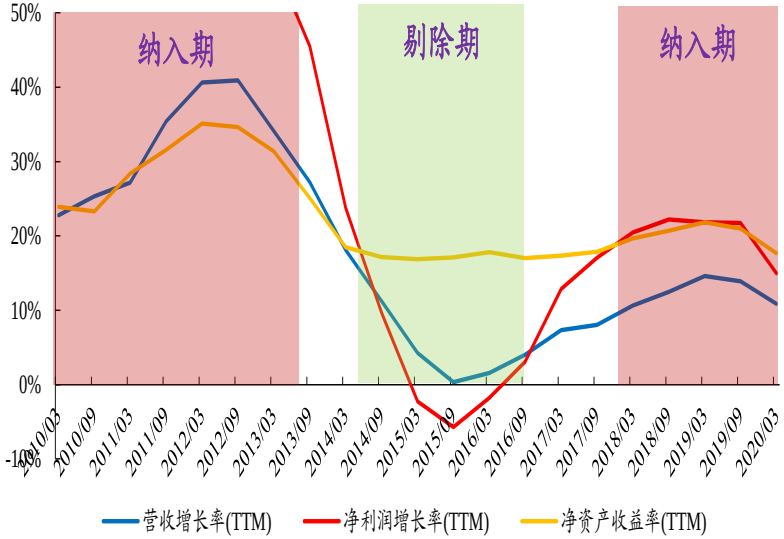
从交易上看，并非全行业享受了重估，而基本面后来的演化也支持市场的定价逻辑。白酒板块经过2013-2014年行业低谷期的考验之后，**只有少部分的公司真正超越了行业本身的发展趋势**。我们认为，往往是行业内具有独特优势（比如提价、扩张、降成本等能力）的公司更容易完成从周期价值到周期成长的转变。尽管白酒的周期属性与传统周期板块并不一致，我们认为其借鉴意义在于：**周期成长股需要在经济向上周期中实现重估。**

图46：已经纳入到国证成长的白酒股的成长因子走势开始出现穿越周期的稳定性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：部分为纳入白酒股成长因子自2017年之后再次随经济下滑而回落

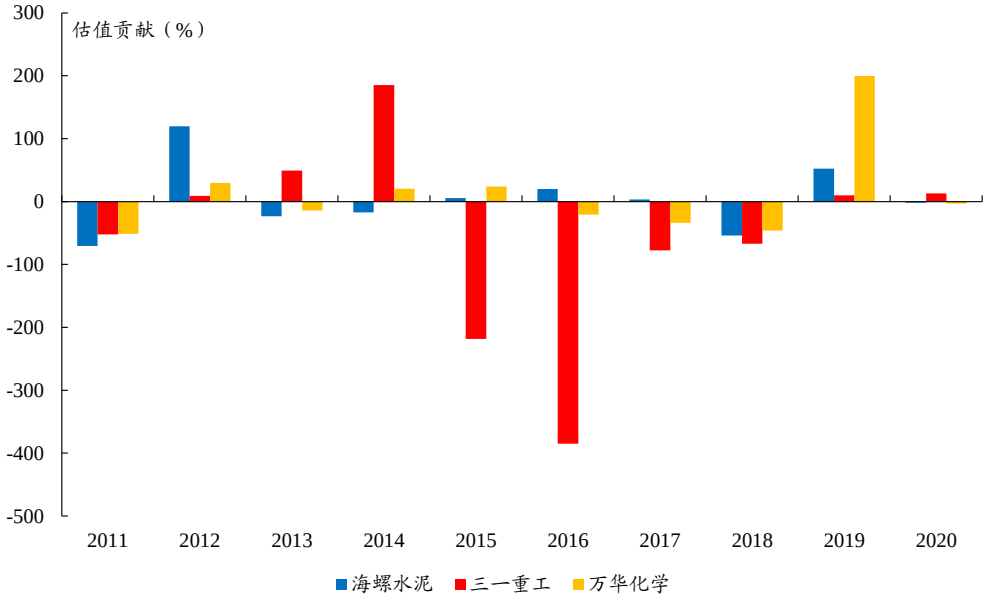


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.5 传统收益来源以外的思考：周期价值到周期成长的重估

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**。2019年Q4也是新一轮复苏周期的起点，只是后来被疫情中断。

图48：2019年部分周期行业的龙头出现了明显拔估值的迹象

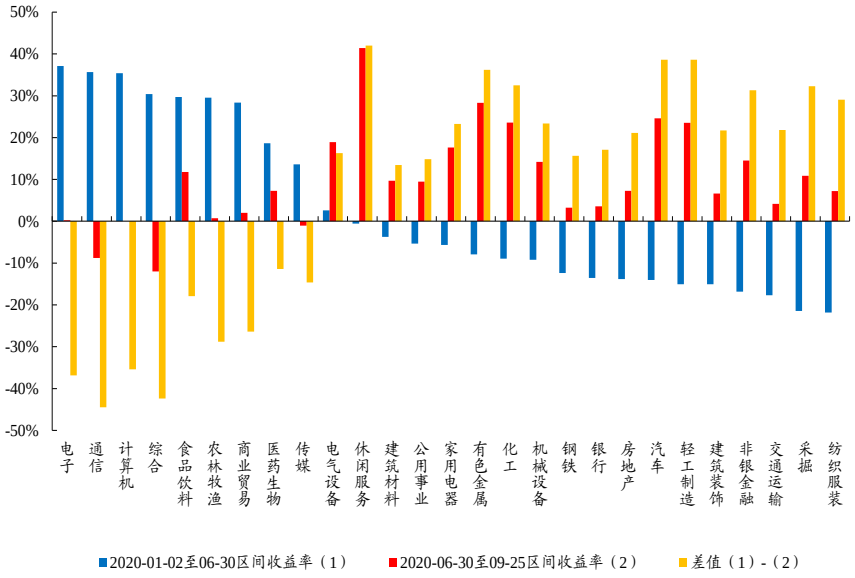


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.6 当下：盈利恢复，顺周期行业仍然“不贵”

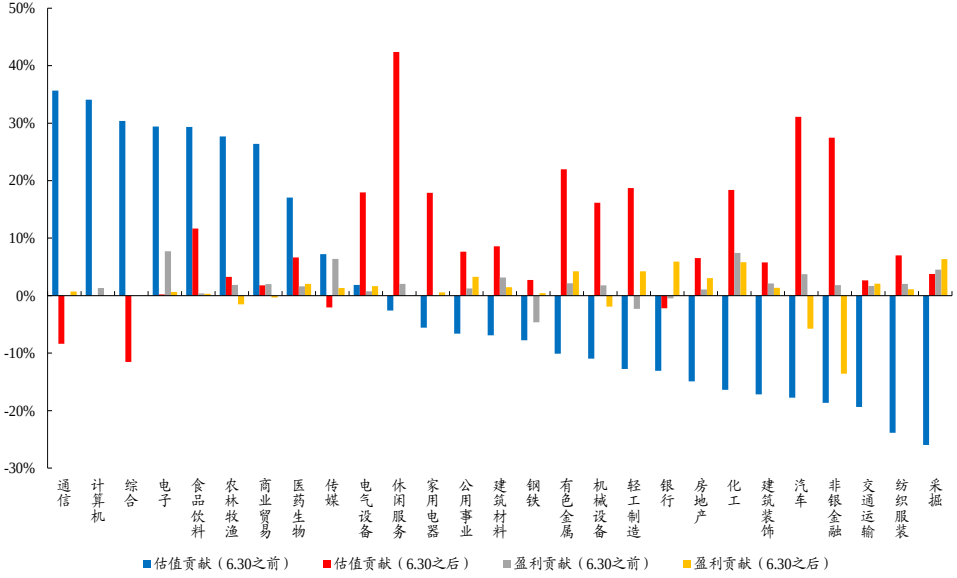
从区间收益率的估值贡献和盈利贡献来看，中报以后，顺周期行业中比如**化工、采掘、银行、房地产以及有色金属**等行业的盈利贡献大幅上升，这意味着当下的周期行业股价的反弹，从估值角度看仍然不贵。

图49：随着宏观环境的变化，低估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

图50：行业区间收益率逐步由估值贡献转向盈利贡献

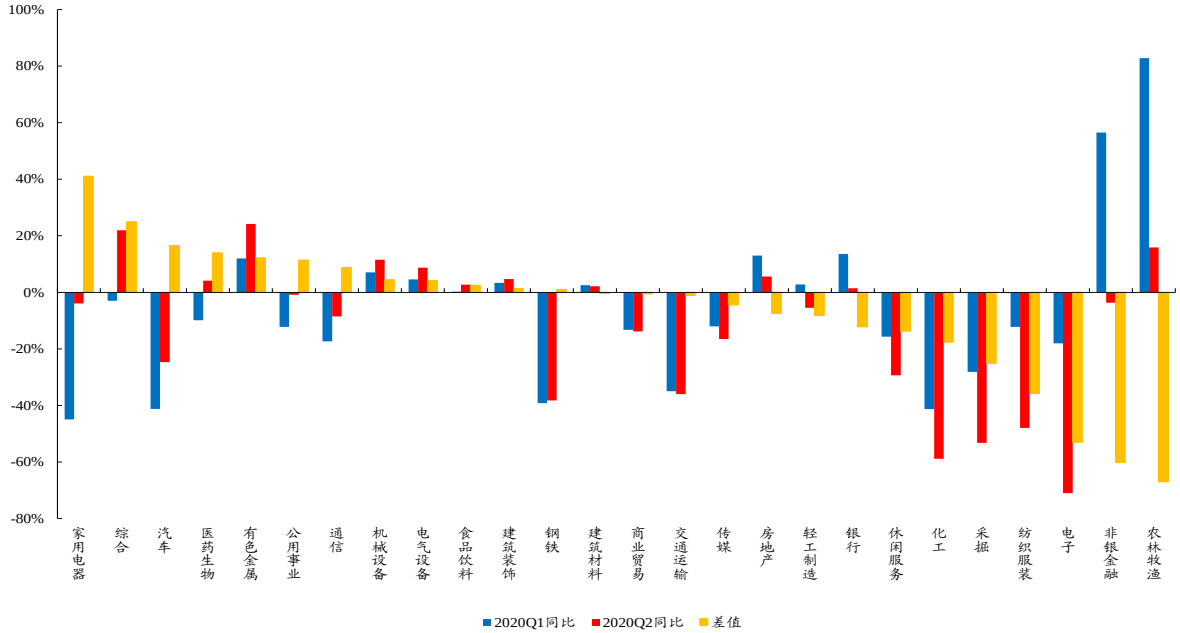


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.6 当下：盈利将会持续修复，成为收益来源

而从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，低估价值股内部顺周期行业的个股将会迎来更大的弹性。

图51：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

4.6 当下：部分价值股可能具有想象空间

- 站在当下，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。然而我们认为类比2013-2014年的白酒行业，自上而下的政策压制，往往会带来系统性的价值低估。我们需要认识到，上述政策也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。投资者需要审视的是，地产行业何时“从未知的下行”走向“可以测量的下行”，这将会导致风险溢价水平的降低（估值提升），而行业定价逻辑将因此而改变。**在极端定价下，机遇总是大于风险。**
- 对于其他顺周期行业而言，它们也正在逐步走出疫情带来的影响，而在这中间有不少周期龙头股体现出了优秀的调整能力，**投资者也愿意为它们未来稳定的盈利增长“忍受”当下较高的估值水平**。
- 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）。财务只是后验指标，我们同样需要结合基本面趋势进行判断。至少从过去来看，它们很像“成长股”。

表5：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

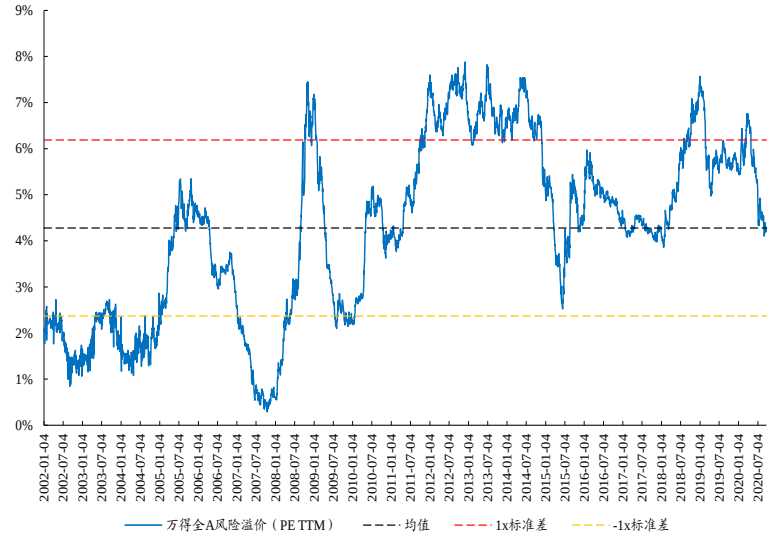
股票代码	股票简称	所属三级行业	PB分位数	股票代码	股票简称	所属三级行业	PB分位数
000333.SZ	美的集团	空调	89.20%	600340.SH	华夏幸福	房地产开发III	0.00%
600585.SH	海螺水泥	水泥制造III	73.80%	600309.SH	万华化学	聚氨酯	81.40%
000708.SZ	中信特钢	特钢	95.90%	600801.SH	华新水泥	水泥制造III	92.60%
000951.SZ	中国重汽	商用载货车	92.40%	000703.SZ	恒逸石化	涤纶	11.00%
600477.SH	杭萧钢构	钢结构	18.70%	600188.SH	兖州煤业	煤炭开采III	15.40%
000338.SZ	潍柴动力	汽车零部件III	75.50%	601225.SH	陕西煤业	煤炭开采III	22.70%
000157.SZ	中联重科	工程机械	65.50%	000656.SZ	金科股份	房地产开发III	60.20%
002064.SZ	华峰氨纶	氨纶	69.30%	000425.SZ	徐工机械	工程机械	65.50%
000932.SZ	华菱钢铁	普钢	58.90%	601636.SH	旗滨集团	玻璃制造III	92.30%
600507.SH	方大特钢	特钢	2.00%	000401.SZ	冀东水泥	水泥制造III	51.40%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 风险溢价角度：可以赚盈利的钱

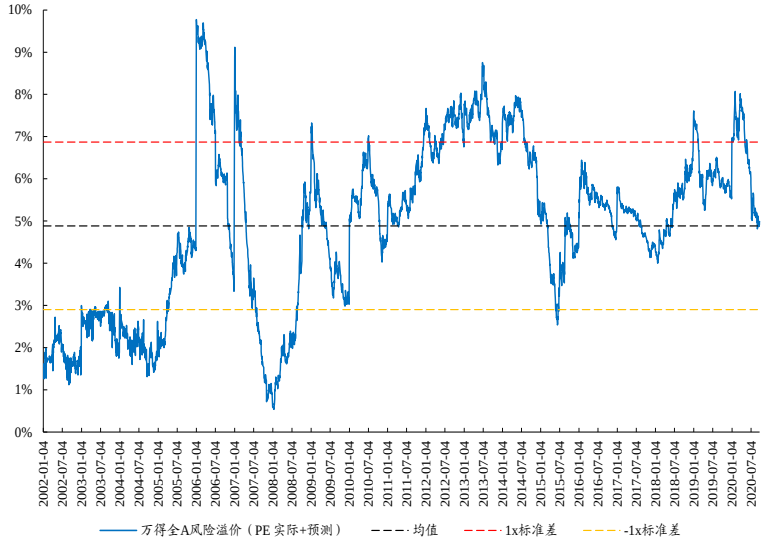
当下并非需要悲观，可以大胆去获取盈利增长的收益。根据我们测算，当下万得全A静态风险溢价水平处于2003年以来的中位数水平，这意味着，**当下估值水平不能说昂贵，如果用动态风险溢价测算会相对便宜。但同样的，要让风险偏好提升到历史较高水平同样不太现实。相反，此时如果实现盈利增长，收益依然可观。**

图52：Wind全A静态风险溢价在均值以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：Wind全A动态风险溢价也在均值以下



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 机遇一：宏微观预期的裂口

利用对上市公司的预期，自下而上的两种方法推导出的GDP增速均低于宏观一致预期。我们利用分析师对上市公司未来三年营收一致预期数据，分两种方法：（1）通过全部A股营收推导名义GDP；（2）通过上市公司各行业营收推导行业增加值，再汇总成为名义GDP。

表6：两种自下而上方法预测GDP增速均低于宏观预期

年份	通过全部A股营收直接预测名义GDP同比增速（乐观假设下，%）	通过行业营收估算增加值后加总得到名义GDP同比增速（%）	宏观一致预期估计的名义GDP增速(预期实际GDP同比增速+预期CPI同比增速，%)
2020	1.8	4.1	4.8
2021	10	8.3	11
2022	2.7	5.4	8.4

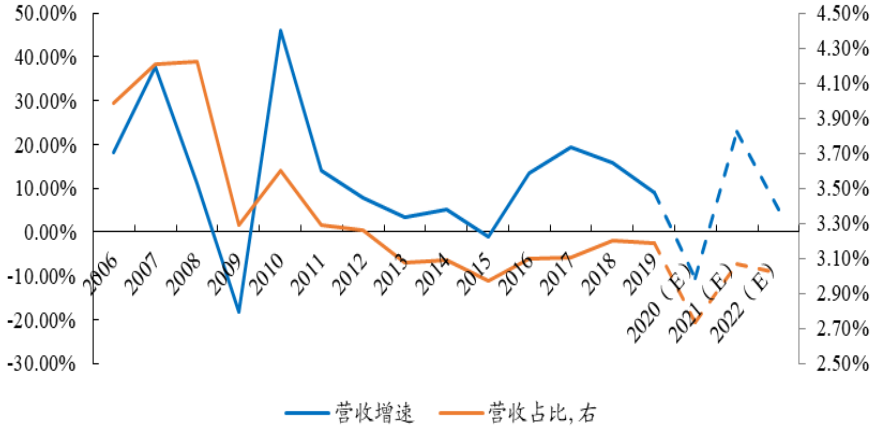
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 机遇一：宏微观预期的裂口

如果宏观预测GDP同比增速被高估，则未来存在经济修复不及预期、市场估值中枢下修的可能；而**如果是行业分析师对经济的隐含预期过于悲观，那么存在部分行业被结构性低估的机会，随着行业景气不断上行，市场也将有望逐渐对其完成定价。**

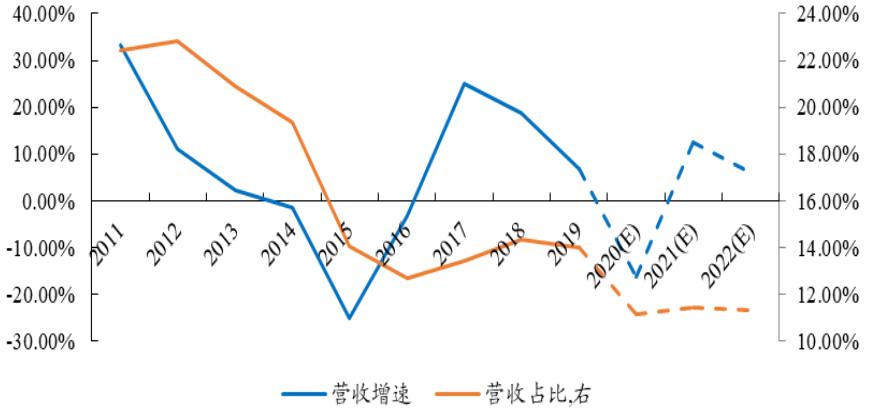
我们通过分析师预期未来三年行业营收增速与行业营收占Wind全A营收比例这两个指标，来挖掘可能存在结构性低估机会的行业，如果两个指标均位于历史低位，且在未来三年无明显改善，则出现低估的可能性更大，通过这一标准，我们发现市场对交通运输、仓储及邮政业，“其他”行业，制造业的增长可能存在低估。**细分行业上，是可能对交通运输，采掘、公用事业、家用电器，建筑材料，钢铁这几个行业产生低估。**

图54：交通运输预期营收增速及占比均处历史地位，反弹有限



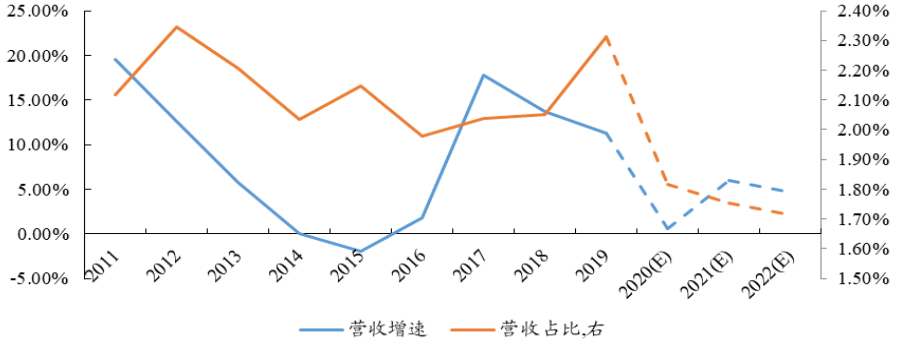
数据来源：Wind、开源证券研究所

图55：采掘预期修复在202年依然较悲观，营收占比进一步缩小



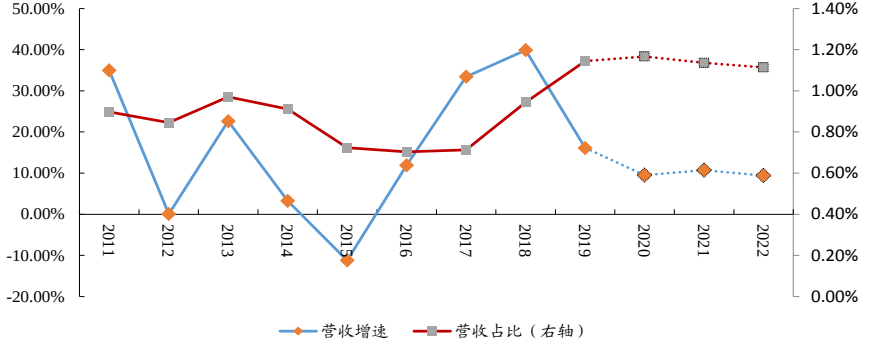
数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：电、热、燃气及水供应业营收增速仅高于2015年，营收占比历史最低



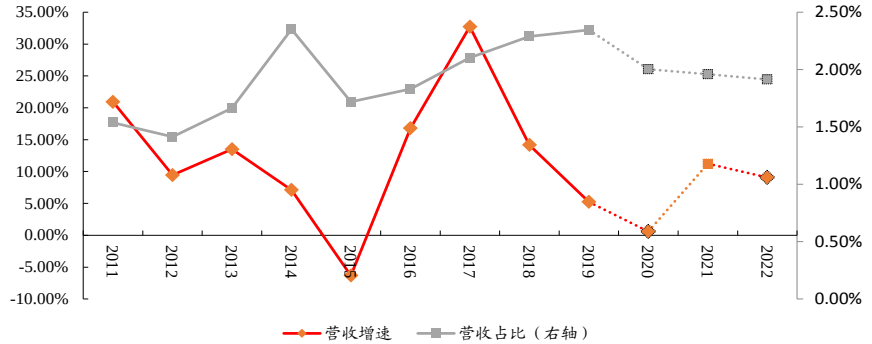
数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：建筑材料行业预期营收增速处于历史低位，预期营收占比下滑



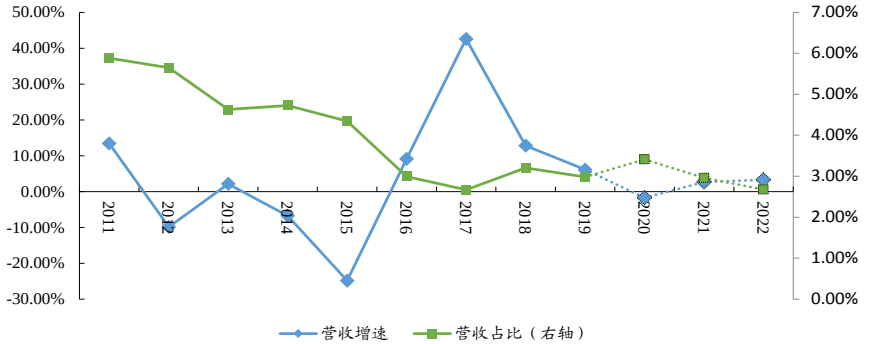
数据来源：Wind、开源证券研究所

图58：家用电器行业预期营收增速反弹力度有限，预期营收占比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：钢铁行业预期营收增速反弹力度有限，预期营收占比下滑至历史底部

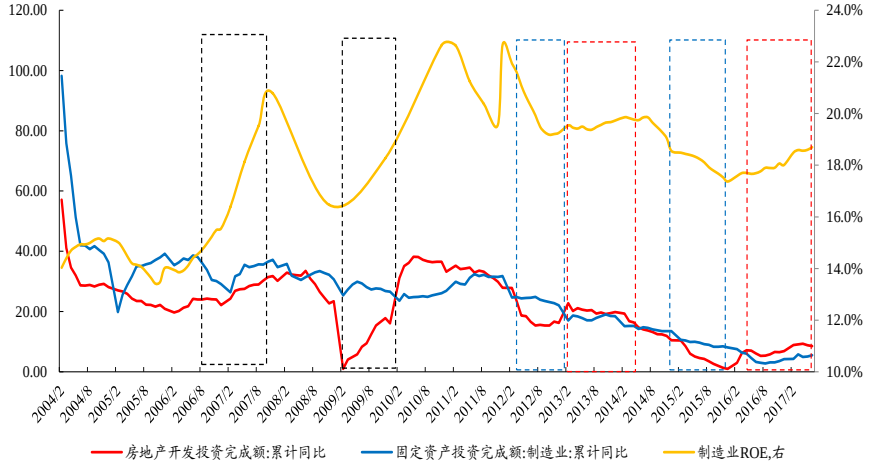


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 机遇二：制造业复苏的可能性

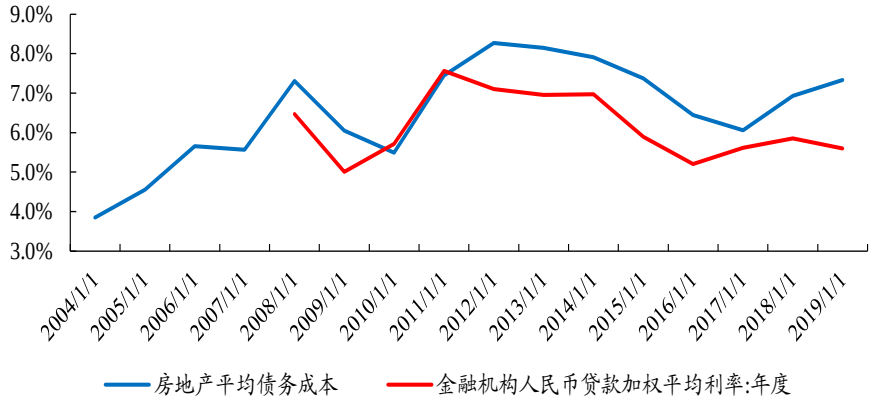
2010年之后，房地产替代外需成为影响制造业盈利的主导因素，但其较高的信贷需求和融资成本可能挤出了制造业投资。2010年之后，当房地产投资增速高于制造业投资时，工业企业ROE回升，反之则降低，反映了制造业的产能更多对应的是房地产投资带来的需求；房地产贷款占金融机构各项贷款的比例从2005年12月份时的的14.2%，到2020年8月已经翻倍为28.7%，同时，我们以上市公司的平均债务成本作为房地产行业可接受的信贷利率来看，明显高于金融机构一般贷款加权利率，房地产对信贷资源的需求旺盛，加上给予信贷的回报较高，很可能在2018年“房住不炒”精神的贯彻之前，挤出了制造业融资的需求。

图60：2010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（黑色框中不存在上述关系）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：房地产行业可承受的利率高于各项人民币贷款的平均利率

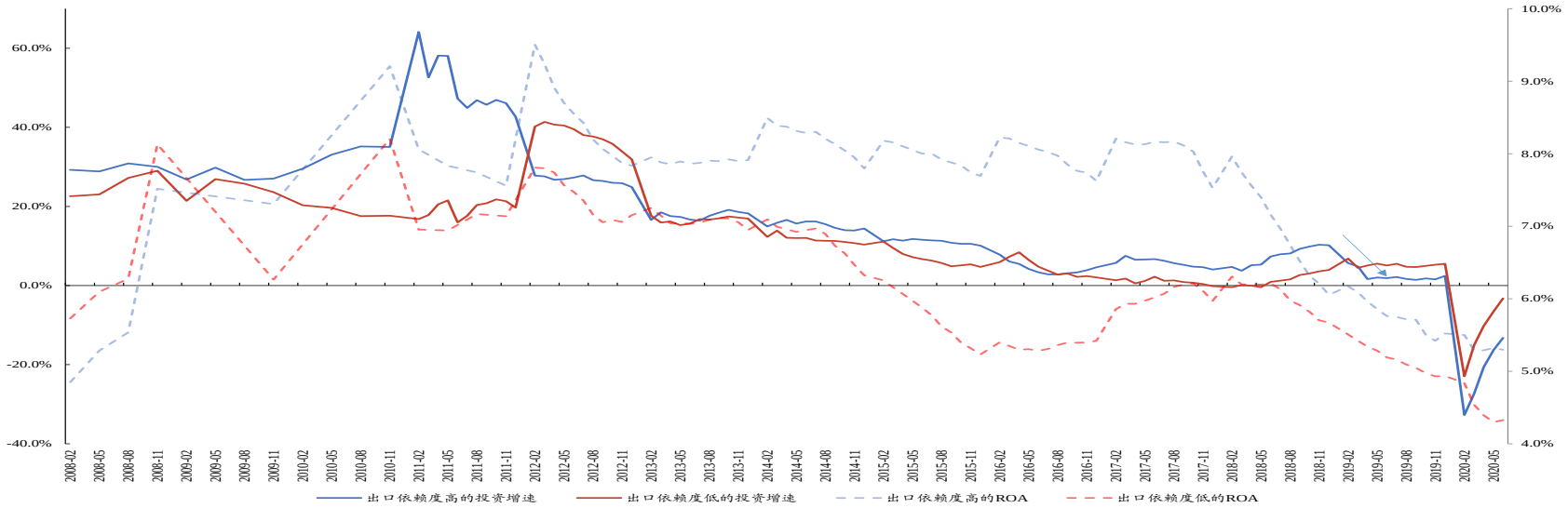


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 中美贸易摩擦使外需型企业在资本开支底部盘旋时间较长

2016年下半年起，全球经济复苏，制造业ROE回升，但中美贸易摩擦打断了资本开支周期向上的进程，使外需型企业在资本开支底部盘旋时间较长。2019年伊始，尽管内需型、外需型行业的利润率都在快速下滑，但外向型行业固定资产投资出现大幅回落，同期内需型行业的固定资产投资维持稳定，体现出了中美贸易摩擦对固定投资的抑制作用不仅仅是间接通过损害企业利润的途径，还将直接改变企业预期。

图62：各行业在2018年后ROA均受损，但外需型2019年固定投资增速下降更多

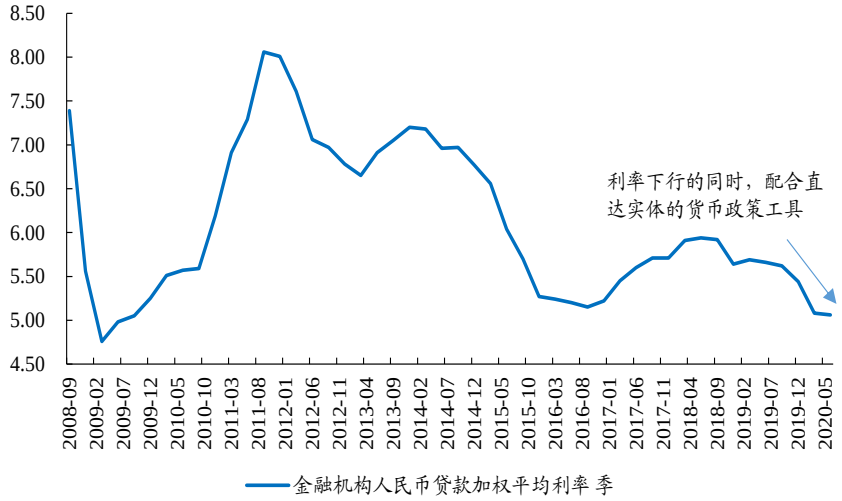


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 找回遗失的制造业投资

在“双循环”发展格局下，底部盘桓许久的制造业将找回“遗失的投资”，主要有三点原因：（1）融资约束打开，“房住不炒”与“三道红线”限制了房地产行业占用过多的信贷资源，而疫情之后的逆周期调节政策使融资环境变得比过去更加有利，一方面是在5月份之前观察到利率的快速下行，另一方面货币当局强调的直达实体的融资政策，尤其使得民营企业在当前面临的融资环境远远好于“金融去杠杆”时期，融资需求更容易得到满足；

图63：年初以来，为应对疫情冲击，企业面对的融资成本在降低，且货币当局出台直达实体工具宽信用



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：2019年以来随着对民企一系列扶持政策出台，民企融资能力逐步改善

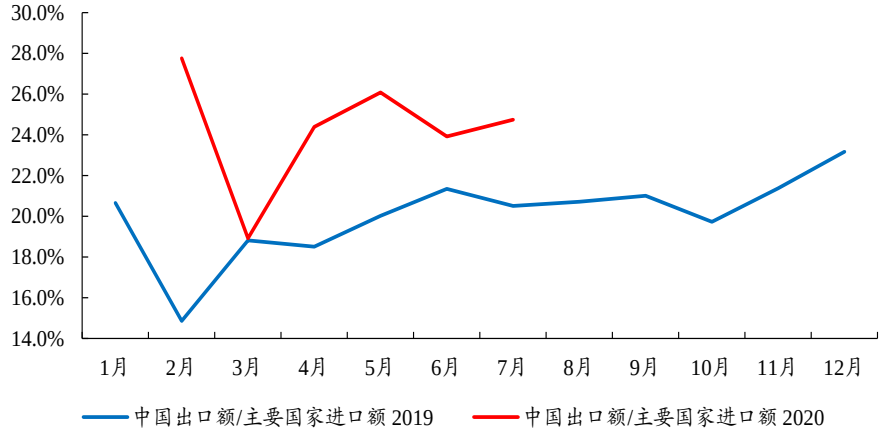


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 找回遗失的制造业投资

（2）4月份以来出口数据连续超出预期，“防疫物资”之外，实际上还有一些出口替代可能将持续。全球主要经济体均扩大政府支出以稳定需求，在这个过程中，由于我国的复工复产进度较快，成为了疫情不同步之中能够最快响应需求的生产方，以我国出口金额与全球主要国家进口金额作比，疫情之后出现了明显提升。“防疫物资”将随着疫情平息，需求逐渐减弱，但由于我国的产业优势而在疫情中替代别国的产品，可能在后续还维持有韧性。

图65：疫情后我国出口份额明显提升，高于2019年同期4%-8%百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：许多产品在疫情之后，出口份额都有所提升

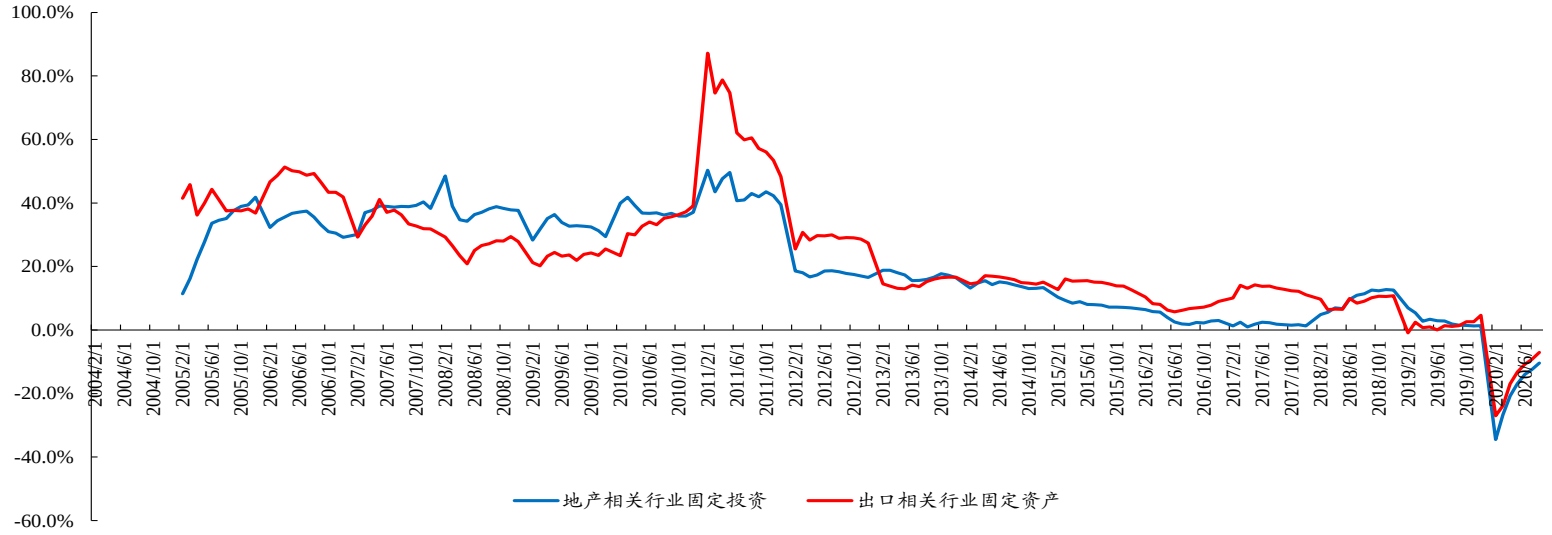
指标名称	植物产品	动、植物油、脂、蜡；精制食用油脂	塑料及其制品；橡胶及其制品	木及制品；木炭；软木；编结品	木浆等；废纸；纸、纸板及其制品	纺织原料及纺织制品	石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品；陶瓷产品；玻璃及其制品	机电、音像设备及其零件、附件	光学、医疗等仪器；钟表；乐器	武器、弹药及其零件、附件
2019/7/1	6.9%	17.3%	9.1%	-7.4%	15.6%	1.9%	1.8%	2.0%	3.2%	-0.5%
2019/8/1	13.1%	25.0%	4.7%	-11.8%	14.4%	-4.9%	7.5%	-1.5%	1.2%	-12.8%
2019/9/1	10.9%	7.8%	-2.5%	-10.6%	1.2%	-8.8%	7.3%	-5.0%	0.6%	-16.7%
2019/10/1	15.4%	4.4%	4.9%	-7.6%	5.8%	-1.9%	2.7%	-2.3%	1.6%	-22.6%
2019/11/1	13.3%	25.3%	-4.1%	-12.6%	1.2%	-5.6%	0.9%	-1.8%	3.6%	-23.0%
2019/12/1	14.5%	10.2%	11.6%	-1.2%	14.9%	7.0%	17.0%	3.9%	7.9%	4.7%
2020/3/1	9.0%	32.9%	-1.5%	-25.6%	-1.2%	-36.8%	-23.7%	-9.6%	-6.8%	-33.2%
2020/4/1	77.9%	171.7%	57.3%	60.8%	47.9%	65.5%	35.5%	45.7%	41.0%	8.9%
2020/5/1	3.2%	37.7%	1.1%	13.1%	-8.1%	63.4%	3.6%	1.2%	12.9%	66.8%
2020/6/1	3.1%	27.2%	16.0%	3.2%	2.4%	49.4%	12.4%	9.8%	24.7%	59.8%
2020/7/1	6.0%	50.8%	15.5%	0.8%	3.2%	31.1%	18.8%	13.7%	18.4%	33.1%
2020/8/1	0.7%	28.2%	22.5%	1.3%	0.3%	25.3%	9.2%	13.6%	14.0%	66.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 找回遗失的制造业投资

（3）许多制造业已经处于资本开支的底部，且此时有能力、有空间加杠杆，中美贸易摩擦对企业预期的扰动边际上将冲击变小。中美贸易摩擦从2018年3月开启到目前已经历两年半的时间，时间所带来的结果是，一方面外需型行业固定资产投资维持极低位置，行业内部经历了进一步的出清，另一方面企业对中美之间的贸易摩擦已经形成了较为充分的认识，意味着未来出现外贸打击“超预期”的概率在降低。**实际上，我们已经观察到疫情之后，出口相关制造业的资本开支回升速度，高于过去10年被房地产所主导制造业的资本开支回升速度。**

图67：疫情之后，出口型制造业的固定资产投资回升速度高于房地产相关制造业



数据来源：Wind、开源证券研究所

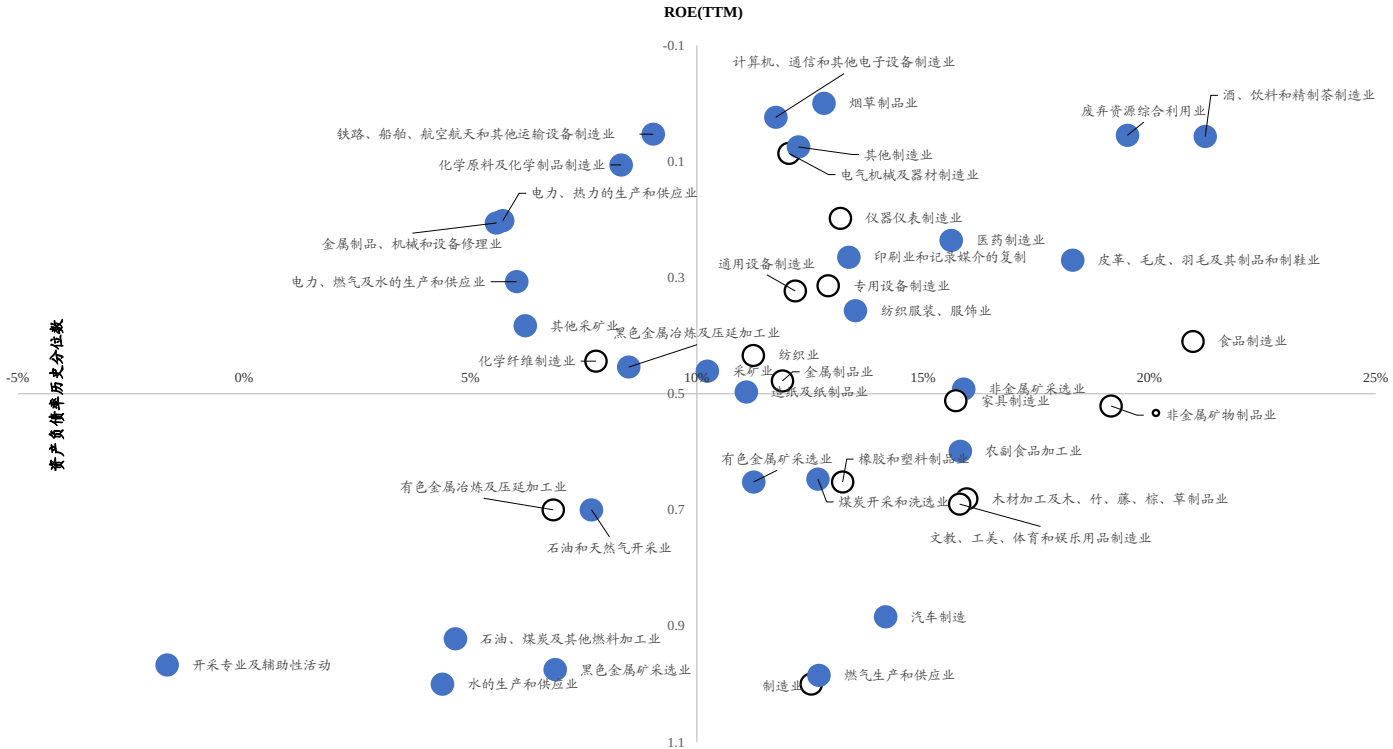
5.3 部分制造业处于投资有空间、有能力、符合规律的状态

我们以行业资产负债率在自身历史分位数来衡量加杠杆的空间，分位数越小加杠杆空间越大；

以ROE（TTM）来衡量行业的盈利能力，盈利能力越强的偿债能力越强，也越容易取得债务融资；

以固定资产投资增速与历史水平比较，定义是否处于资本开支的底部。

图68：一些行业处于加杠杆有空间（资产负债率低）、有能力（ROE高）、符合规律（资本开支周期底部）的状态



注：黑圈标点代表该行业目前处于资本开支底部，蓝色实心标点代表不处于资本开支底部

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 3类可能投资超预期的行业

资本开支底部对应利润最大弹性区间，一旦出现需求的大幅增长，利润将出现明显改善，利润的改善促使企业进行投资，从而进入资本开支上行周期。因此，我们可以沿着这个思路去寻找三种状态的行业，它们所处的资本开支周期阶段不同，对应的边际改善因素也有所差异，利用**归母净利润增速和资本开支增速**划分：

（1）第一种，是从2019下半年至今都没有出现明显盈利改善（归母净利润增速缩小，或尽管回升但仍小于0）的行业，同样资本开支还处于低位，对于这一类行业而言，对应边际改善因素是出现回暖的下游需求；

（2）第二种，是2019年下半年发生了盈利改善，但进入2020年由于疫情改善中断，资本开支由于有滞后性而无明显上行的行业，对应边际改善因素是疫情对盈利的负面影响减退；

（3）第三种，是2019年至今发生了明显盈利改善，2020年疫情后快速修复，且资本开支已经明显开启向上周期的行业，对这一类行业而言，我们需要观察随着资本开支大幅提升，ROIC处于高位的持续性。

5.3 盈利未改善，资本开支仍处于底部（聚焦下游需求）

对纺织服装、轻工制造、建筑、建材、机械设备、有色金属等行业而言，已经出现三方面下游需求提升的有益因素：一是对**防疫物资（口罩、医用防护服等）的需求成为纺织业的新增需**求；二是**美国房屋交易的活跃**，使得对家具进口的需求增多，我国是美国家具类产品的第一进口国；三，**国内经济复苏，建筑、建材、机械设备行业受基建提振，中观数据表现出明显的下游需求改善；**

图69：2019年下半年至今未出现明显盈利改善，资本开支仍下滑的行业

行业	归母净利润（累计同比）							资本开支同比增速	
	净利润增速趋势	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	2012Q1-2019H1	2012Q1-2020H1
卫生和社会工作		7%	-59%	-37%	-124%	-188%	-8%		
文化、体育和娱乐业		-32%	-17%	-16%	-202%	-87%	-81%		
制造业细分行业									
纺织业		30%	-6%	-12%	-28%	-59%	-51%		
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业		15%	-7%	-4%	-10%	-166%	-111%		
金属制品业		15%	0%	-10%	-18%	-56%	-5%		
有色金属冶炼和压延加工业		-29%	-19%	-17%	-94%	-87%	-56%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 利润改善，资本开支待重启（聚焦疫情后的修复）

对于此类行业，边际改善因素是疫情后二季度的修复情况，我们从三个方面来观察：（1）**经营现金流的流入流出**，如果同时高增意味着经营状况较好；（2）对于制造业，**观察营收-存货是否同时高增**，出现上述情形代表企业在主动补库存；（3）以上的经营状况最终将反应到企业的盈利上，同时也是盈利的修复和高增才会促使企业投资，**我们观察归母净利润增速是否提升。**

图70：2019年下半年至今出现过明显盈利改善，在2020年由于疫情中断，资本开支仍处于底部的行业

行业	净利润增速趋势		归母净利润（累计同比）						资本开支同比增速	
	2019全年	2019-2020H1	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	2012Q1-2019H1	2012Q1-2020H1
批发和零售业			13%	2%	15%	3%	-47%	-23%		
水利、环境和公共设施管理业			-4%	-4%	-1%	2%	-55%	-18%		
教育			403%	139%	208%	35%	-150%	-167%		
制造业细分行业										
电气机械和器材制造业			12%	10%	11%	29%	-46%	-16%		
非金属矿物制品业			21%	9%	10%	6%	-26%	2%		
化学纤维制造业			2%	40%	24%	77%	35%	20%		
家具制造业			42%	25%	20%	70%	-86%	-32%		
通用设备制造业			15%	-15%	-24%	-26%	-27%	36%		
文教、工美、体育和娱乐用品制造业			25%	14%	19%	14179%	-58%	-34%		
仪器仪表制造业			43%	36%	20%	60%	-27%	11%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

从上述三个维度，我们发现除教育和家具制造业疫情后修复落后之外，其余行业在二季度均修复情况较好。

图71：三指标描述修复情况，教育和家具制造业落后

行业	经营性现金流流入流出高增	营收增速-存货增速同时提升	归母净利润改善
批发和零售业	二季度转好	——	二季度增速为正
水利、环境和公共设施管理业	上半年高增	——	二季度增速为正
教育	仍在恶化	——	仍在恶化
制造业细分行业			
电气机械和器材制造业	二季度转好	主动补库存	二季度增速为正
非金属矿物制品业	二季度转好	主动补库存	二季度增速为正
化学纤维制造业	上半年高增	主动补库存	上半年增速为正
家具制造业	好于一季度，但仍为负	被动累库存	好于一季度，但仍为负
通用设备制造业	二季度转好	主动补库存	二季度增速为正
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	二季度转好	主动补库存	好于一季度，但仍为负
仪器仪表制造业	二季度转好	主动补库存	二季度增速为正

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 利润改善，资本开支已经大幅上行（聚焦ROIC的持续性）

符合2019年下半年至今出现过明显的盈利改善，且资本开支已经在上行周期的行业，在门类行业中是农林牧渔业、电力热力生产和供应业、燃气生产和供应业（主要对应上市公司的农林牧渔业及公用事业）；在制造业细分行业中有：计算机、通信和其他电子设备制造业、农副食品加工业、造纸和纸制品、专用设备制造业（主要对应上市公司中的电子、国防军工、计算机、农林牧渔、轻工制造、机械设备）。

图72：2019年下半年至今出现明显盈利改善，资本开支大幅上行的行业

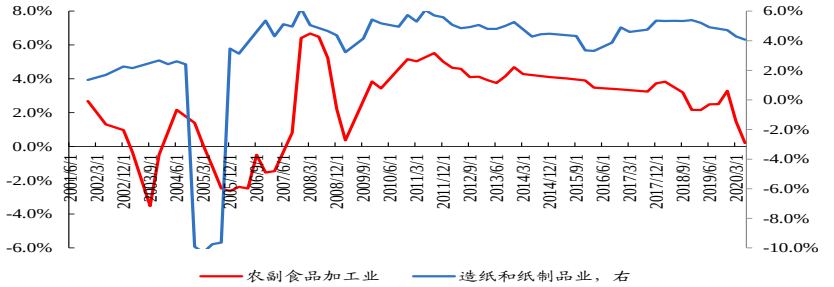
行业	净利润增速趋势		归母净利润（累计同比）						资本开支同比增速	
	2019全年	2019-2020H1	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2020Q1	2020H1	2012Q1-2019H1	2012Q1-2020H1
农、林、牧、渔业			-57%	537%	150%	234%	495%	162%		
电力、热力生产和供应业			20%	21%	23%	11%	-26%	11%		
燃气生产和供应业			5%	3%	5%	-33%	-24%	-7%		
制造业细分行业										
计算机、通信和其他电子设备制造业			49%	-15%	-4%	-3%	-29%	63%		
农副食品加工业			-15%	13%	22%	67%	134%	149%		
造纸和纸制品业			-43%	-44%	-34%	-21%	8%	9%		
专用设备制造业			56%	58%	44%	60%	-23%	31%		

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 利润改善，资本开支已经大幅上行（聚焦ROIC的持续性）

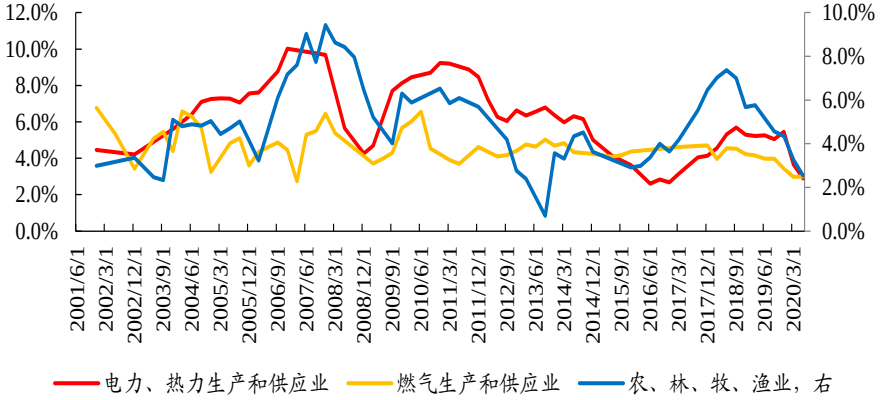
对于上述行业，由于资本开支已经开始上行，利润弹性在逐渐变弱，我们需要考察ROIC的持续性。**计算机、通信和其他电子设备制造业ROIC即将出现向上拐点，专用设备制造业ROIC仍在持续提升，其余行业ROIC已过顶点。**

图74：农副食品加工业、造纸业，资本开支快速提升的同时，ROIC降低



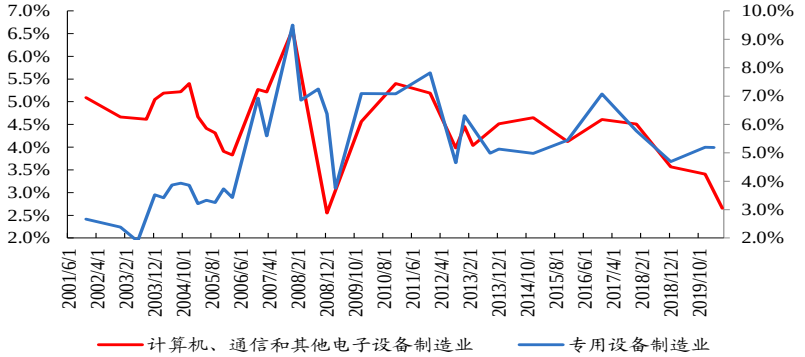
数据来源：Wind、开源证券研究所

图73：农林牧渔，电力、热力、燃气生产和供应业已经过了ROIC的顶点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图75：计算机、通信和其它电子设备制造业，专用设备制造业的ROIC还能够提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

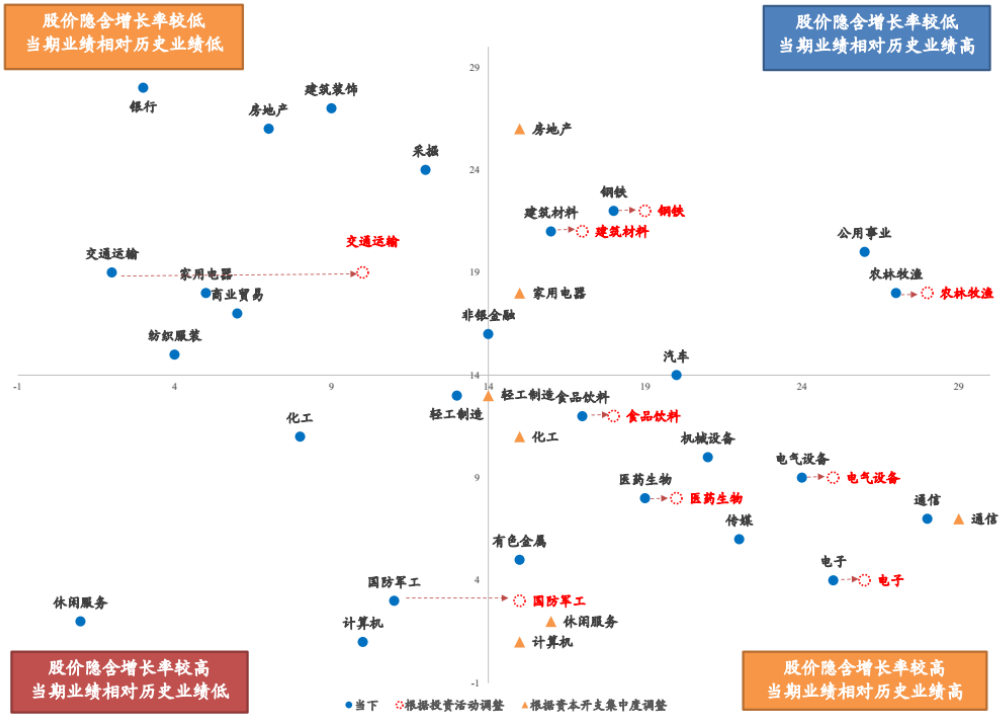
5.4 机遇三：中报之中的机遇

短期业绩是对长期不变增长率预期的起点，**当期业绩相对历史较好，意味着目前越匹配市场（甚至高于）对未来增长的要求，而价格隐含的增长率越低，业绩改善所带来的股价弹性就越大。**

我们对细分行业按照**当期业绩相对历史的好坏、隐含增长率的高低**两个维度划分四个象限。

第一象限中是静态来看预期收益率最高的区域；
建材、钢铁、公用事业、农林牧渔
第二、四象限中胜率与赔率总有一个不够理想，因此预期收益率一般，但结合对未来业绩变化的预期，部分行业具备移动至第一象限的可能：
房地产、银行、采掘、建筑装饰
第三象限中胜率与赔率均低，预期收益率较低，但需要注意的是**化工**内部细分子行业众多，景气度各不相同，需要拆分来看。

图76：纳入纵向视角（与历史比较），性价比的均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图77：纳入纵向视角（与历史比较），性价比的均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.5 机遇四：“十四五”规划即将来临

表7：从前两次五年规划看，热门主题往往在10月25-30日出台的五年规划《建议》前1-2月表现亮眼，但过后却不明显

规划周期	热门内容	时期	《建议》前2月	《建议》前1月	《建议》后1月	《建议》后2月	《建议》后3月
十三五	互联网产业 中国制造2025 健康中国 国企改革 人口政策	行业轮动行情	消费者服务 计算机 传媒 银行 建筑	计算机 国防军工 电力设备新能源 轻工制造 通信	电子 基础化工 轻工制造 计算机 农林牧渔	房地产 家电 消费者服务 商贸零售 建材	银行 煤炭 食品饮料 石油石化 家电
		主题轮动行情	互联网 教育 商业贸易 医疗保健 电信	软件 互联网 航天军工 医疗保健 电工电网	教育 包装 半导体 化纤 休闲用品	休闲用品 房地产 软饮料 日用化工 发电设备	银行 煤炭 酒 石油天然气 机场
十二五	制造业升级 战略新兴产业 能源生产 交通运输 对外开放	行业轮动行情	食品饮料 有色金属 医药 军工 电力设备新能源	煤炭 有色金属 非银金融 机械 汽车	食品饮料 医药 计算机 电子 消费者服务	煤炭 房地产 建材 钢铁 机械	建筑 机械 银行 交通运输 钢铁
		主题轮动行情	软饮料 发电设备 家居用品 酒类 制药	基本金属 贵金属 煤炭 航空 重型机械	医疗保健 环保 酒类 电子元器件 软件	能源设备 建材 煤炭 电信 食品	海运 陆运 建筑 能源设备 港口

资料来源：Wind、开源证券研究所

5.5 机遇四：“十四五”规划即将来临

从8月以来，“十四五”规划内容不断涌现，相关行业热度上升，部分行业在“风声”出现后取得了不错的超额收益（信息出现后一周，光伏相对Wind全A 7.23%，医药相对Wind全A 4.28%）。我们认为，**市场可能正在进入规划出台前的主题躁动期，随着进入规划《建议》前的一个月，相关信息的出现将更加频繁，而这将在短期内引导资金进入相关行业领域。**但从板块角度我们看不到可以持续参与的历史规律

表8：“十四五”规划建议出台前夕，相关主题“风声频出”

主题	时间	内容
医药	9月22日	加快实施健康中国行动，要集中力量开展关键核心技术攻关，高度重视新一代信息技术应用。
光伏	9月11日	十四五规划可能会大幅提高非化石能源比例，每年光伏和风电的总新增装机量有望达到100GW，好于此前预期。
粮食	9月10日	彭博社称，中国计划在十四五期间加强能源金属和粮食储备，确保中国的储备足以应对那些可能重创经济的供应中断局面。
能源、金属	9月10日	彭博社称，中国计划在十四五期间加强能源金属和粮食储备。
旅游	9月6日	正在编制的旅游业“十四五”规划中，将以高质量发展为主线，谋划推出一批重大政策、项目、举措。
半导体	9月4日	我国计划把大力支持发展第三代半导体产业，写入正在制定中的“十四五”规划
基建	8月26日	“十四五”综合交通运输发展规划开启编制，完善基础设施网络，提高综合交通运输网络效率。
上海自贸区	8月20日	上海自贸区临港新片区称“十四五”规划纲要和24个转向规划方案编制已经启动，今年将成熟一个、发布一个。

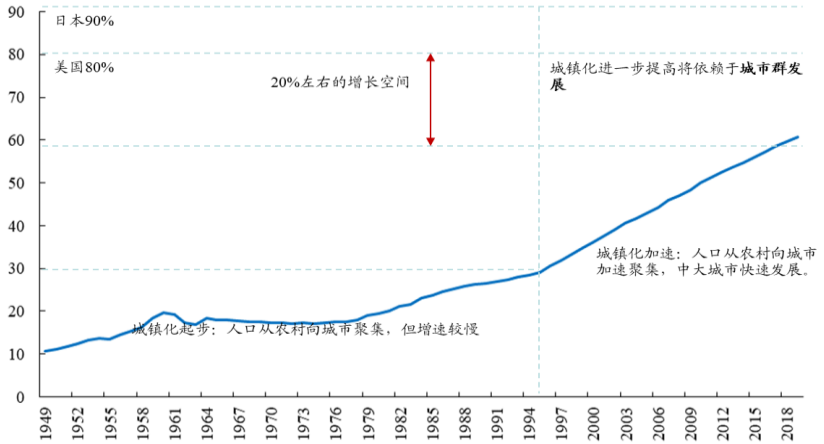
资料来源：Wind、开源证券研究所

5.5 机遇四：“十四五”规划即将来临

（一）**城市群发展**：2019年中国城镇化率正式突破60%，农村人口不断向主要城市群流入，但目前的城镇化率距离发达国家仍有较大上升空间。城镇化率的提升将带来大量消费提质扩容机会，催生基础设施建设需求，从发达国家经验来看城市群发展是城镇化率提高的重要原因。同时以城市群带动新型城镇化发展，也是内循环战略的巨大推动力。相关行业：自贸区、房地产、建筑建材。

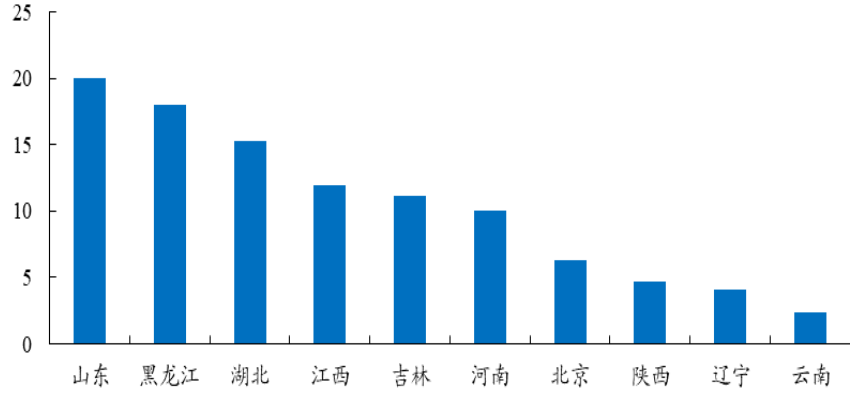
（二）**人口政策**：2020年两会中，包括辽宁省副省长、贵州省人大主任在内的多位部级代表均提出了放开计划生育的相关提案。我们认为，计划生育政策有可能会在“十四五”规划中进一步松动，并可能在人口净流出地区率先试行，新增人口的回暖将为我国经济的中长期增长注入新的活力。相关行业：母婴消费、教育。

图78：城市群发展带动城镇化率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

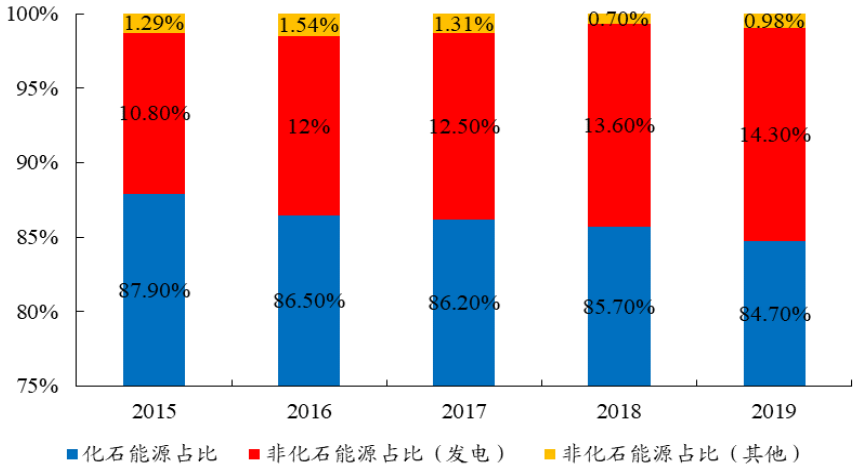
图79：人口政策可能于人口净流出地区率先试行



数据来源：Wind、开源证券研究所

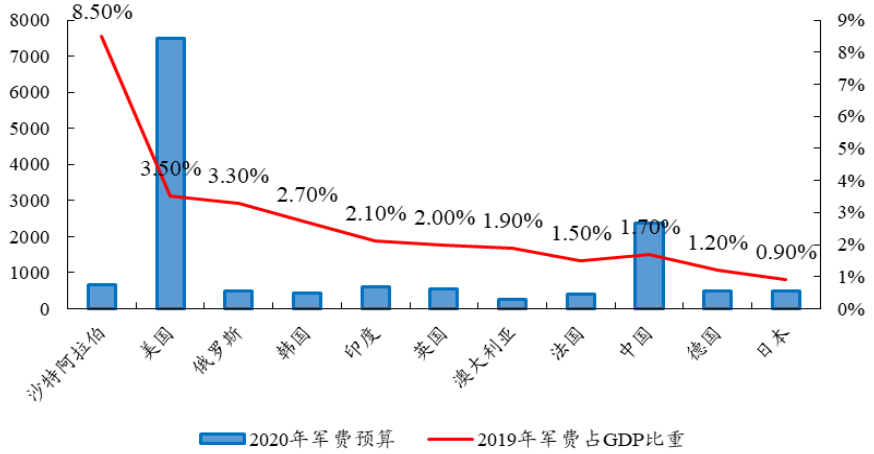
（三）**新能源产业**：国家领导人多次在巴黎气候协定等多个公开场合对中国非化石能源消费占比做出承诺，并计划2030年前将非化石能源占比提升至20%，十四五规划大幅提高非化石能源比例具有较高的确定性。相关主题：光伏、风电。
（四）**国防军工**：近期，中印边境、台海问题等摩擦不断，大国博弈成为未来长时间内的国际政治主线。横向来看，我国军费支出与世界主要军事国家相比仍有差距。纵向来看，军费尤其是高端武器装备投入增长是必然趋势，军工行业有望迎来估值与盈利的双重修复。相关主题：飞机、卫星互联网。

图80：“十四五”规划非化石能源占比有望大幅提升



数据来源：国家能源网、前瞻产业研究院、开源证券研究所

图81：我国军费占GDP比重和世界主要军事国家相比仍有空间



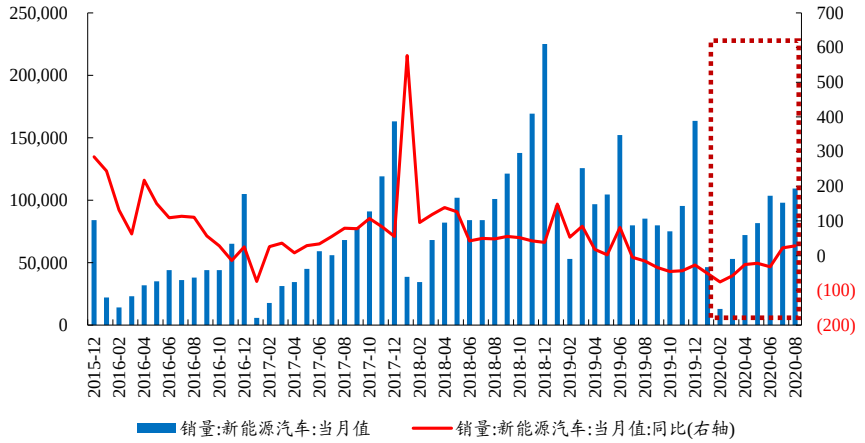
数据来源：国家能源网、前瞻产业研究院、开源证券研究所

5.5 机遇四：“十四五”规划即将来临

（五）**新能源汽车**：在经过2019年长达一年的增速下滑后，新能源车行业逐渐从野蛮生长状态下出清，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》出台为新能源汽车定下增长的锚，国有新能源造车势力有望实现高质量增长的转变。疫情过后，各地纷纷出台新能源车的扶持政策，叠加“内循环”下的政策利好，十四五期间，我们看好新能源车行业的长期高景气。

（六）**“卡脖子”技术**：五年规划对于产业的支持往往是一个中长期的进程，不同于过去的是，随着美国大选临近，中美博弈进入深水区，目前复杂的外部环境和美国对于中国科技的技术封锁要求了技术短期内的快速进步，“十四五”规划可能成为技术进步的关键催化剂。相关主题：第三代半导体、5G通信。

图82：新能源车产销有望在政策支持下持续高景气



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：美国对中国的技术封锁愈演愈烈

时间	美国对中国的技术封锁
2019年5月	华为及其68家子公司被列入实体清单
2019年6月	中科曙光等5家企业和单位列入实体清单
2019年8月	46家华为子公司被列入实体清单
2019年10月	海康威视等28家企业被列入实体清单
2020年5月	针对华为的管制升级
2020年5月	33家企业和单位被列入实体清单
2020年7月	11家中国实体列入 “实体清单”
2020年9月	受美国干预，台积电正式断供华为

资料来源：Wind、开源证券研究所

核心结论

当下的宏观状态我们认为仍然处在紧货币+宽信用组合中，而历史经验指示这一区间市场依然乐观，但**盈利贡献将是A股最主要的驱动力。**我们需要提醒投资者的是：一、该类盈利贡献不应该是疫情之中就看到并被估值充分定价的盈利增长，而应该是6月以来经济复苏过程中带来的边际盈利改善；二、8月以来风格切换已经确立，即使投资者对信用扩张以及经济前景悲观，在该种假设下，历史规律指示市场必然会经历经济下行而货币政策不会立刻做出反应阶段，这对高估值板块将更为不利，也难改风格已经切换的事实。

当下投资者对顺周期关注度较高，顺周期的含义就是去寻找经济复苏的下，未被疫情中以高估值交易的“景气回升”。我们测算的宏微观分析师预期出现了较大分歧，同时资产价格中隐含的增长率与行业的业绩增速也出现了一定程度的不匹配。我们判断，当下市场特征是，宏观只是符合预期下，微观行业出现超预期的概率也较大。我们需要关注部分行业正处在资本开支周期底部回升中，这存在必然的结构性机会，也可能是经济“上行风险”的来源。**我们最终的建议是，调整结构而非仓位，进攻（化工、造纸、工程机械、建材、汽车），绝对收益与防守考虑估值负面因素影响已经很小的行业（银行、房地产、保险、煤炭）。**

7 风险提示

货币政策超预期宽松；经济复苏不及预期；测算误差

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