开源证券

顺周期：最强的进攻，最好的防守

——曲江夜话

姓名 牟一凌（分析师）

证书编号：S0790520040001

邮箱：mouyiling@kysec.cn

2020年09月17日

目 录

CONTENTS

1 利率&盈利，驱动风格切换

2 紧货币与宽信用环境：PB-ROE策略

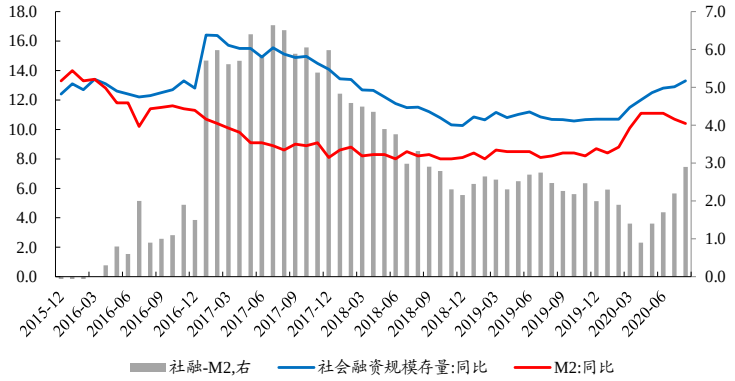
3 面向中报里的未来

1.1 利率上行，风格切换

社融与M2的增速差从5月开始向上，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。**

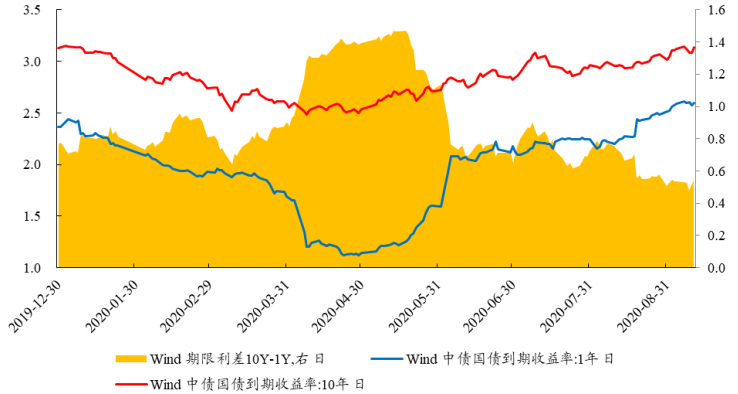
我国短端利率5月以来逐步上行，长短端利差从7月开始收窄，隐含宏观流动性边际收紧的预期。在无风险利率持续快速上行的过程中，各类板块的“估值性价比”需要被重新审视。

图1：社融-M2继续保持上行，资金脱虚入实仍在强化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：利率中枢确认上移

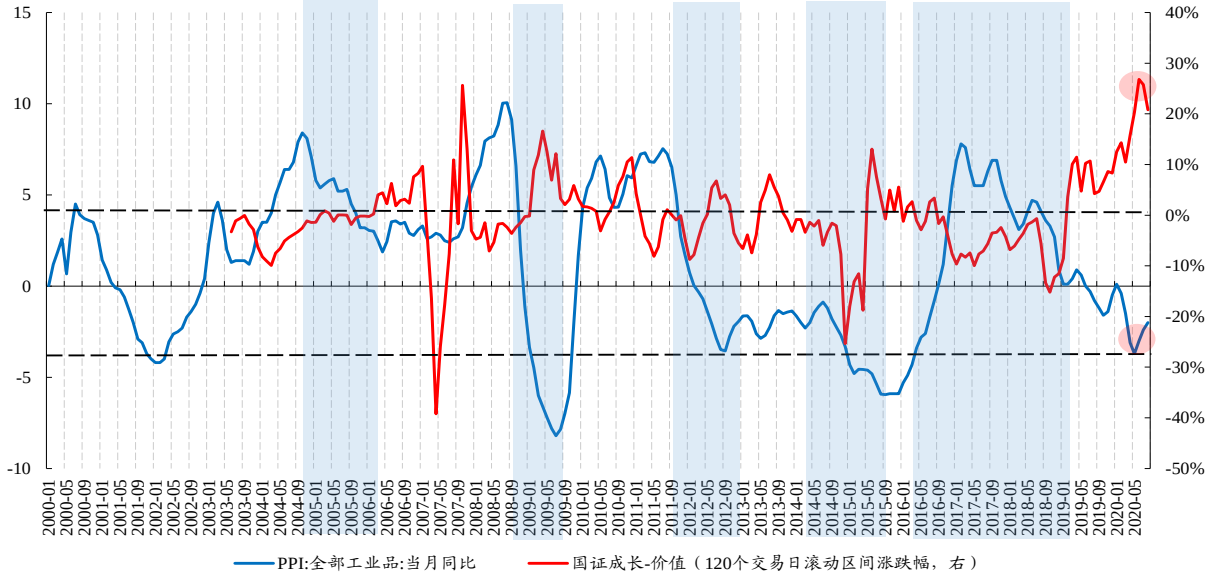


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 盈利增速差驱动风格切换

从历史经验来看，在信用扩张时，PPI底部的逐步形成，伴随着价值开始全面跑赢。由于PPI是顺周期板块价格的一个重要综合指标，将是周期板块盈利预期的一个主导因素。

图3：PPI持续回升，风格切换已出现拐点和趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 紧货币&宽信用：PB-ROE策略占优

所有公司的优质属性，都应该有一个合理的价格，**而不同宏观环境下，投资者最终给出不同优质属性的定价是不同的：**

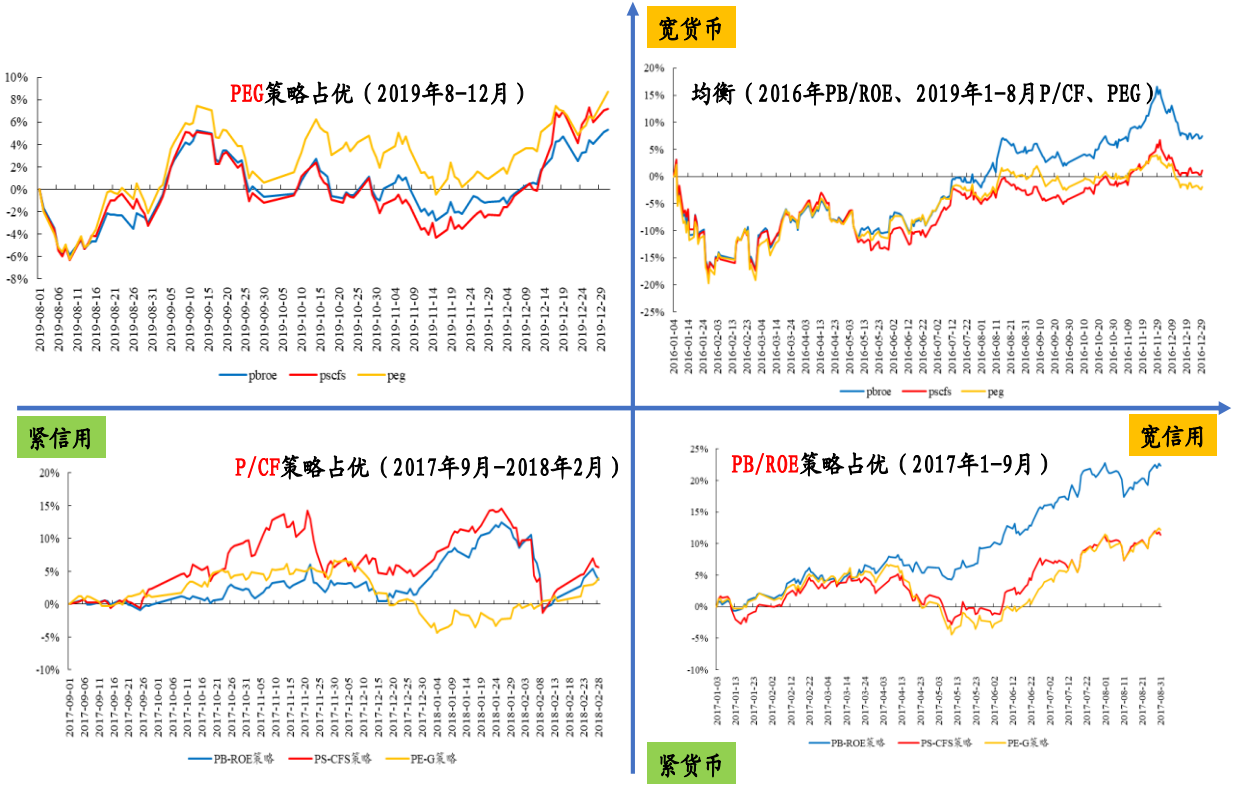
（1）货币宽松、弱信用时期，市场给予成长性更多估值：PEG占优；

（2）货币宽松、宽信用时，市场风格往往均衡。

（3）**在货币收紧、信用扩张时期，市场重视当期盈利，PB/ROE成为占优策略。典型的例证便是2017年1-9月。**

（4）在货币和信用双紧时期，投资者重视当下，公司面临信用环境收缩，以公司现金流为代表的安全性指标变得尤为重要，此时占优策略是P/CF。

图4：不同货币信用组合下占优选股策略均有所区别

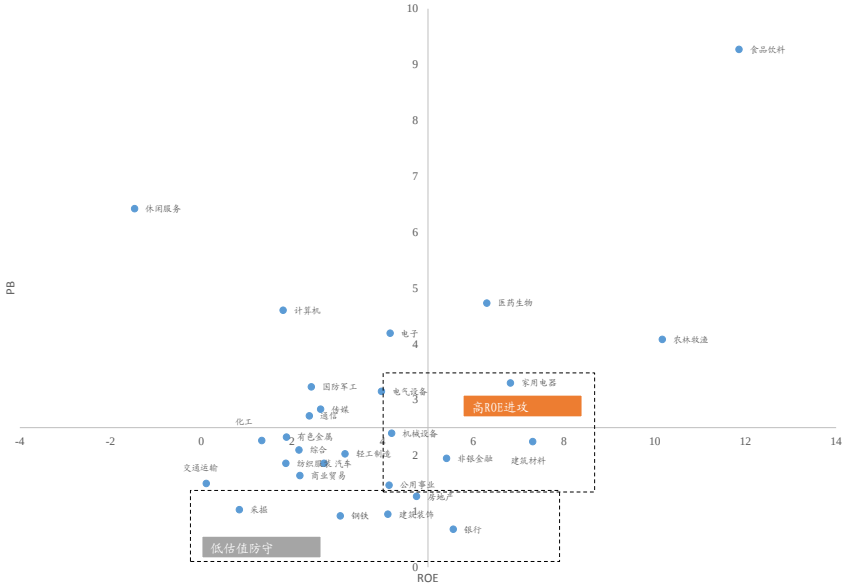


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 顺周期板块符合PB-ROE策略

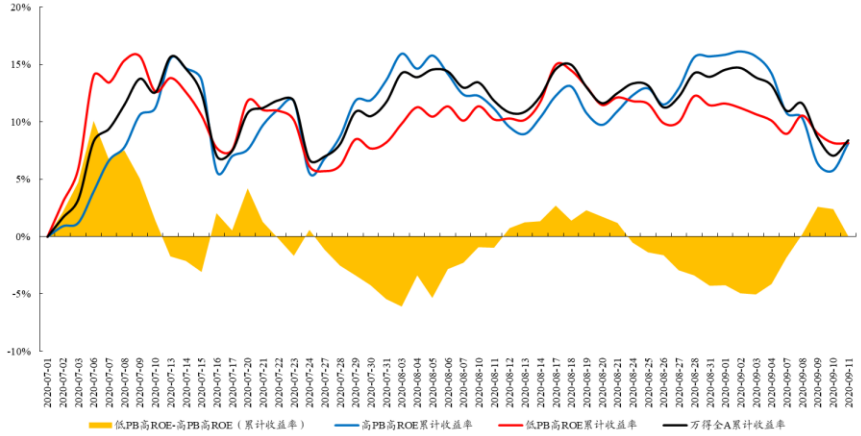
当前大部分顺周期板块具有低PB-高ROE的特征，在紧货币+宽信用的组合下更占优。我们确实也发现在8月初至24日低PB-高ROE组合整体表现比高PB-高ROE组合更好。

图5：当前仍有不少顺周期行业的龙头企业处于低PB-高ROE的状态



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：7月以来，低PB高ROE组合累计收益率更高。



数据来源：Wind、开源证券研究所

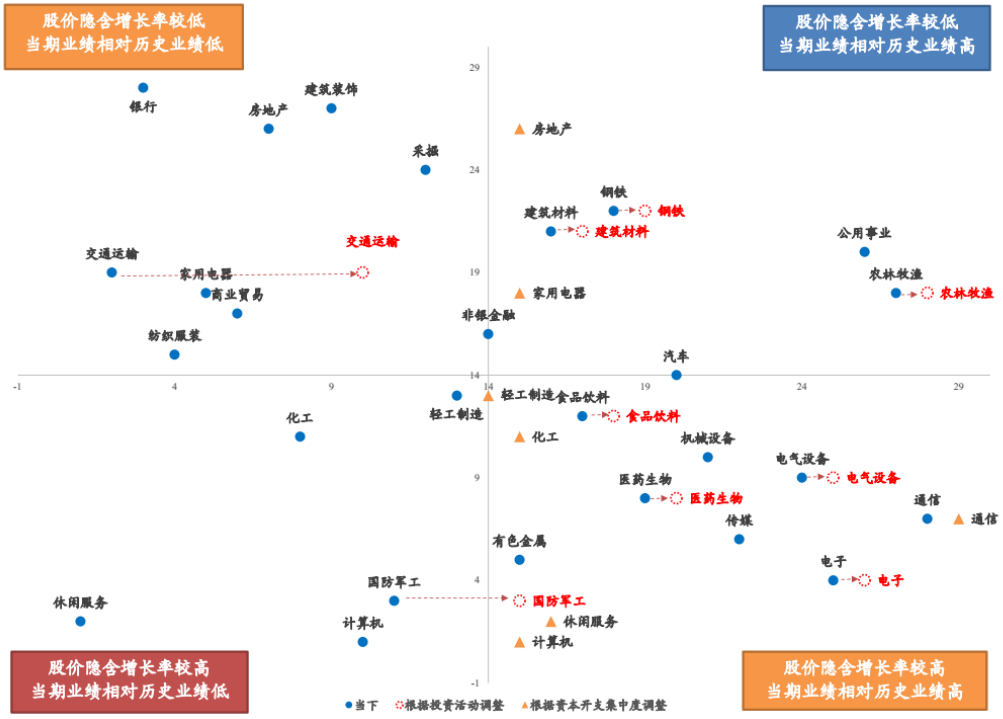
3.1 面向中报里的未来——一级行业筛选

PB-ROE是横向比较的视角，为了纳入行业当期业绩与历史业绩的纵向比较关系，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。

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。**

第一象限中是静态来看预期收益率最高的区域;
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;
第三象限中胜率与赔率均低，预期收益率较低。

图7：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8：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

4 风险提示

货币政策超预期宽松，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