2020 年 07 月 09 日

又回到复苏的起点

——投资策略点评

策略研究团队

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

相关研究报告

《投资策略专题-神秘的力量：北水中的暗流》-2020.7.8

《投资策略专题-势来不可止，势去不可遏》-2020.7.6

《投资策略周报-风格切换，牛市逼人》-2020.7.5

● **PPI 拐点出现：同比触底反弹是重点**

2020 年 7 月 9 日，国家统计局公布 CPI 及 PPI，**价格指数再次印证投资和生产恢复将快于消费。**CPI 接近预期，环比降 0.1%，同比增 2.5%；PPI 好于预期，环比增 0.4%，同比降 3%，好于 5 月的同比降 3.7%，结束了疫情以来的连续 4 个月下滑。同比的止跌虽在预期内，但幅度仍超过市场预期。被疫情中断的起源于 2019Q4 的真正意义的复苏，可能正在来临。

● **PPI 触底反弹指示价值股占优的区间正在临近**

从经济复苏的视角来看，2019 年三季度以来，我们就处于一个底部向上的周期之中，疫情之后，多个信号体现经济稳步复苏。**当下，从国债收益率，部分大宗商品的价格都在指示经济逐步恢复到 2019 年 Q4 复苏初期的水平中。DR007 和产出缺口也指示未来 PPI 的反弹将会继续**，而历史相关性也告诉我们，利率中枢也会因此上移。因此，**现阶段是利率上移，通胀回升的区间，历史经验指示这时价值股有更好表现的区间。**

● **思考：近期周期股对复苏定价的前提**

对于投资者而言，对周期行业股价对商品价格弹性的阈值可能是该行业的价格水平回到疫情前。我们发现，虽然在 2 月底、3 月初以来，工业品价格都企稳回升，但相应的板块并不会随之同步上涨。但是在价格回升至疫情发生前的水平时，股价出现较大弹性。例如煤炭中的动力煤，以及有色金属中铜价和铝价，虽然它们在 3 月份就筑底回升，但市场表现都同样经历了两个关键点：第一，价格快速上行时期，板块出现超额收益，第二则是在 7 月初，恢复到疫情前水平后，板块再次出现超额收益。

● **经济正在找回 2019Q4 弱复苏的动能，而对周期行业的盈利预期过低，是股价弹性的重要来源**

从隐含收益率来看，现阶段顺周期价值股对长期增长的预期低于了 2019Q4 出现周期性复苏前的水平，对应到估值水平是 24%的空间。我们认为，24%对于投资者来说，不是单纯的股价涨幅，而是当经济周期进入复苏阶段后，**任何的盈利预期改善都会以 1.24 倍计入到资产价格中。**我们无法预计经济复苏的弹性，但是我们坚信经济同比复苏的趋势，这 1.24 倍的乘数效应足以赋予周期股足够的弹性。**而这弹性来源的背后，就是市场主流投资者对于周期股的偏见给予周期股的回报补偿。**同时 2017 年的经验告诉我们，这种偏见大概率会因为基本面的弱复苏而修正。我们建议投资者抓紧布局顺周期，当下我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、化工、建筑、工程机械、煤炭、有色金属**；第二，估值仍存在修复空间的：**房地产、非银**；第三，顺周期消费：**家电，白酒**。

● **风险提示：**经济复苏不及预期；海外疫情所带来的的大宗商品价格波动。

目 录

1、 通胀无虞，PPI 拐点出现 3
2、 PPI 上行动能充足，高弹性区间将至 4
3、 经济弱弹性=周期弱弹性 是 2020 年最大的认知偏差 5
3.1、 观察盈利预期信号的一个关键节点：价格回到疫情前 6
3.2、 对周期行业的系统低估的修正将与经济复苏形成共振 6
4、 信号已现，抓紧布局 7
5、 风险提示 7

图表目录

图 1： CPI 整体弱于季节性，仅食品烟酒超越季节性 3
图 2： PPI 环比增 0.4%，同比结束 4 个月下滑出现拐点 3
图 3： 原油价格从 5 月初开始企稳回升 4
图 4： 复工率从 5 月初超 8 成，现已达到 90%以上 4
图 5： 发电量与 PPI 同向,发电量已于 2 月出现拐点 4
图 6： 随着产出缺口弥补，PPI 累计同比将见底回升 4
图 7： 2016 年开始，DR007 稳定领先于 PPI 5
图 8： PPI 形成底部拐点后，价值全面占优 5
图 9： 动力煤期货价、港口价已于近期恢复至疫情前水平并继续反弹 6
图 10： 煤炭板块在 7 月初出现超额收益 6
图 11： 铜价、铝价自 3 月开始回升，当下恢复至疫情前并继续反弹 6
图 12： 有色板块在 7 月初出现超额收益 6

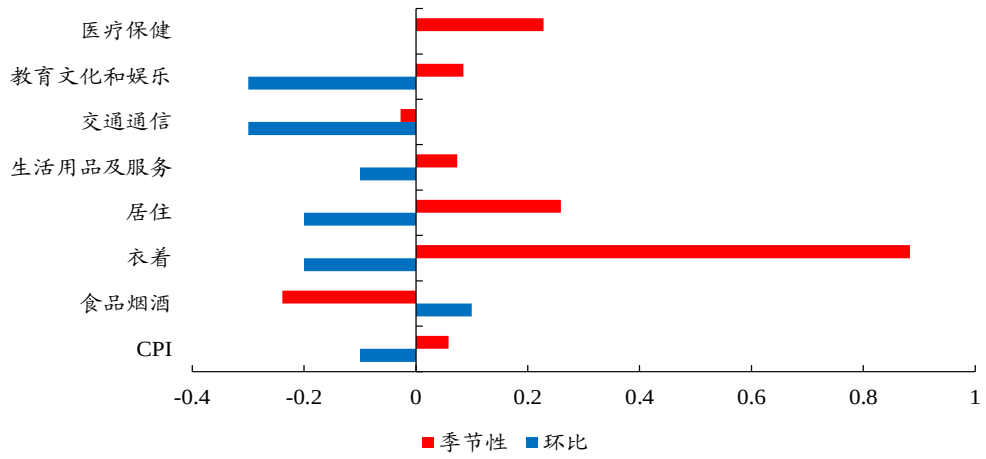
表 1： 隐含增长率修复对应的估值修复 7

1、 通胀无虞，PPI 拐点出现

2020 年 7 月 9 日，国家统计局公布 CPI 及 PPI，价**值指数再次印证投资和生产恢复将快于消费。**CPI 接近预期，环比降 0.1%，同比增 2.5%；PPI 好于预期，环比增 0.4%，同比降 3%，好于 5 月的同比降 3.7%，结束了疫情以来的连续 4 个月下滑。

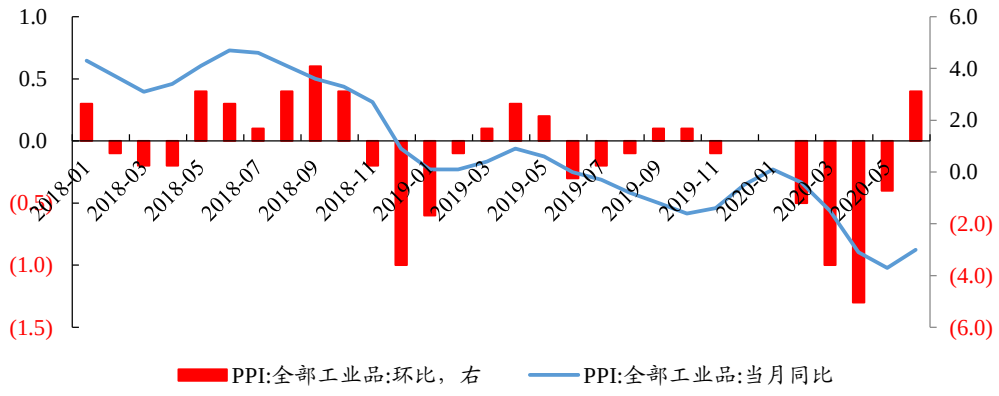
我们在 6 月策略报告《脱虚入实，风格切换》中提到，**在无大规模需求侧刺激计划的情况下，投资恢复的确定性和节奏将高于和快于消费，背后的原因是经济复苏的起点是由投资需求改善企业利润，从而改善居民收入，最后传导至消费。**从目前价格数据的表现来看，CPI 在疫情中冲高回落，6 月份 CPI 环比弱于季节性，分项中仅食品烟酒一项超越季节性；PPI 在 2019 年 10 月开始的稳步提升在 2020 年初被疫情打断，疫情之中受原油价格下跌和疫情之初复工复产暂缓的影响，连续 4 个月下跌，到了 5 月原油价格企稳回升，工业复工超过 8 成，成本及需求端均带动 PPI 上行。

图1：CPI 整体弱于季节性，仅食品烟酒超越季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：PPI 环比增 0.4%，同比结束 4 个月下滑出现拐点



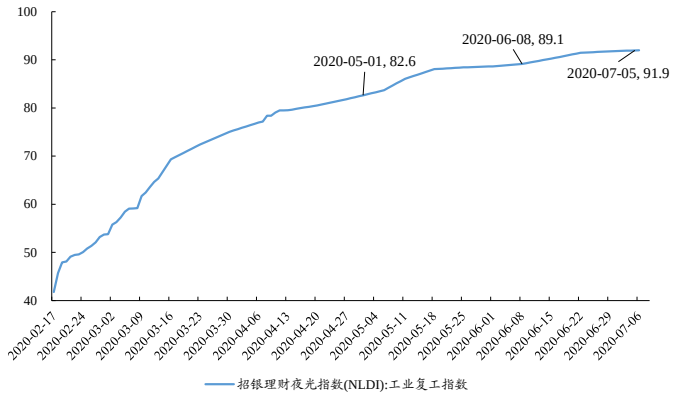
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：原油价格从 5 月初开始企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：复工率从 5 月初超 8 成，现已达到 90%以上

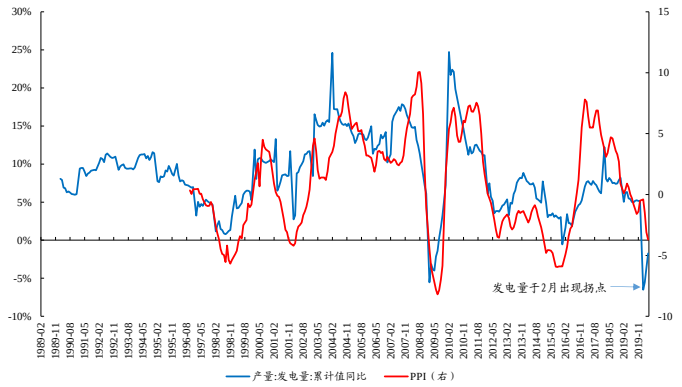


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 PPI 上行动能充足，高弹性区间将至

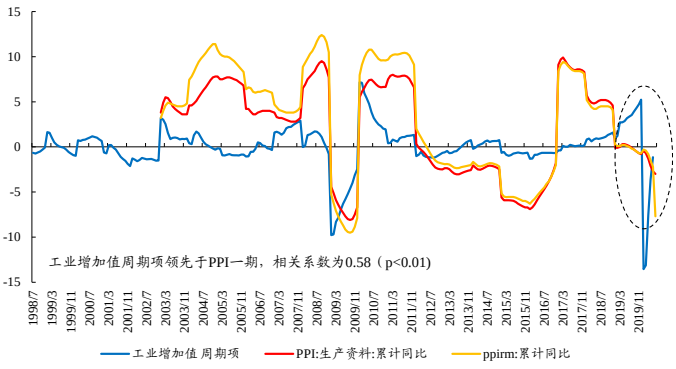
从经济复苏的视角来看，2019 年三季度以来，我们就处于一个底部向上的周期之中，疫情之后，多个信号体现经济稳步复苏，但 PPI 受到油价拖累在 6 月前都持续下行。以 PPI 作为一个重要的衡量经济复苏的观测指标，能够发现 2019 年 5 月份至 2019 年末，PPI 都在稳步提升，但步入 2020 年后被疫情打断，**我们发现发电量与 PPI 之间存在稳定的同向和领先关系，发电量同比已经于 2 月出现拐点向上，指示 PPI 将随之恢复**。同时，**我们以工业增加值所衡量的产出缺口与 PPI 累计同比之间的关系判断，在产出缺口逐渐弥补的过程中，PPI 累计同比将触底回升**，当前 PPI 当月同比已经出现拐点，累计同比仍然持续下探，而工业增加值周期项已于 2 月回升，意味着 PPI 的当月同比将很快进入快速回升的区间，从而带动 PPI 累计同比出现拐点。

图5：发电量与 PPI 同向,发电量已于 2 月出现拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：随着产出缺口弥补，PPI 累计同比将见底回升

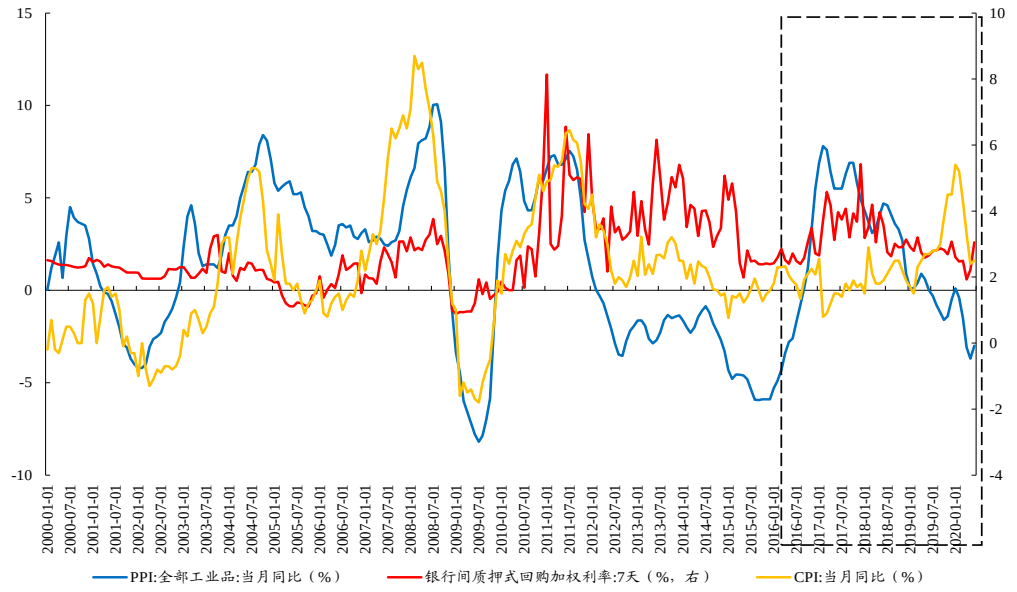


数据来源：Wind、开源证券研究所

同时，我们在 6 月 21 日的报告《切换开启，抢滩布局》中提到，短端利率上行或指示 PPI 的底部正在形成，且上升动能充足。通过历次 PPI 底部的形成特征来看，从 2016 年开始 PPI 与 DR007 之间存在较高的相关性（相关系数 0.69），且短端利率上行往往领先于 PPI 底部，背后逻辑是：CPI 由于猪肉价格的扰动很难反映真实通胀，而 PPI 近年成为能够较好综合反映经济景气与通胀两个综合因素的指标，如果我们把货币政策执行者理解为对经济运行拥有更多信息，那么实体景气度上升会一定程度以分流流动性的方式抬升利率，同时通胀回升也会让央行货币政策更加常态

化，因此从利率的反应来看，我们就更应该坚信 PPI 回升的动能。

图7：2016 年开始，DR007 稳定领先于 PPI



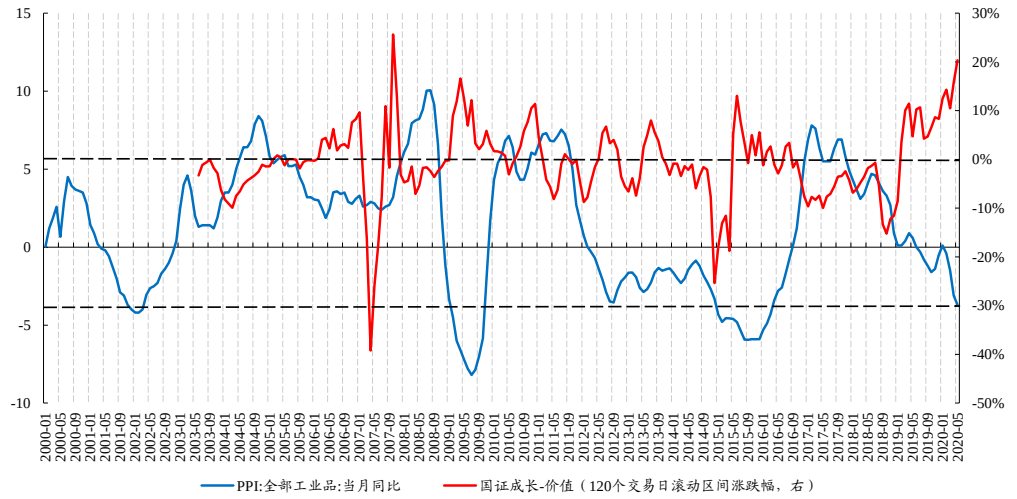
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 经济弱弹性=周期弱弹性 是 2020 年最大的认知偏差

近期周期行业的活跃已经证明了风格切换的发生，部分投资者担忧的是，单纯的估值修复很难支撑周期板块的持续性和弹性。

我们发现，由于 PPI 是顺周期板块价格的一个重要综合指标，是周期板块盈利预期的主导因素，而且从历史经验来看，在信用扩张时，PPI 底部的逐步形成价值开始全面跑赢，所以 PPI 将成为指引周期行情的重要指标。而当前 PPI 确认 5 月底部，将再次加强市场对周期行业盈利复苏的预期。**我们承认价格信号在 2020 年细分周期品中对于股价的意义出现了微妙的变化，我们将进一步分析。**

图8：PPI 形成底部拐点后，价值全面占优

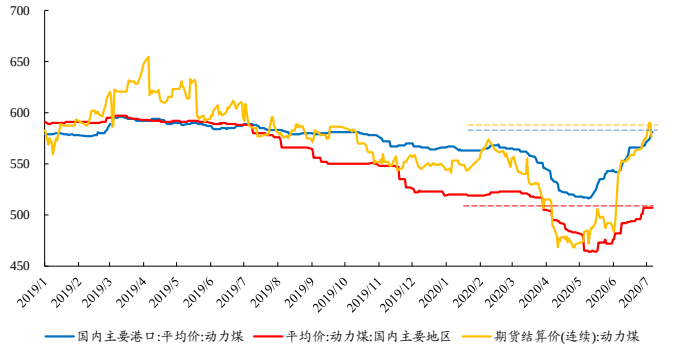


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1、 观察盈利预期信号的一个关键节点：价格回到疫情前

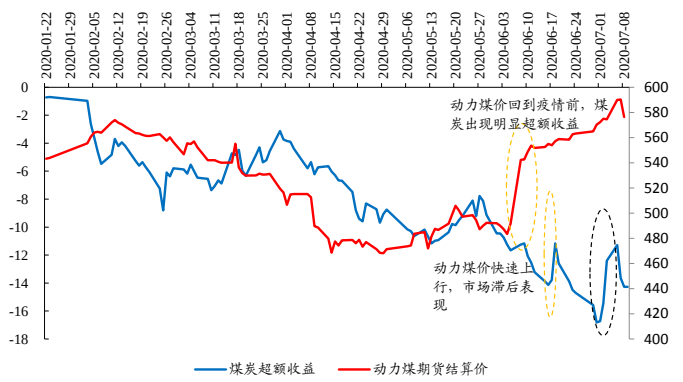
周期行业的股价对商品价格弹性的阈值是该行业的价格水平回到疫情前水平，这隐含的是投资者需要看到经济从疫情后修复走向同比改善。我们发现，虽然在 2 月底、3 月初以来，工业品价格都企稳回升，但相应的板块依然没有上涨的表现，而是在价格回升至超越疫情发生前时，股价出现较大弹性。例如**煤炭**，我们观察到 6 月以来有两个表现超过市场的节点，一个节点是动力煤价格快速提升的节点（6 月 17 日开始），另一个则是动力煤期货结算价在 7 月初回复到了疫情前最高点，也是在 7 月初，煤炭板块表现出较高的超额收益。同样的，例如**有色金属**，铜价和铝价虽然在 3 月份就筑底回升，但市场表现与煤炭股同样经历了两个关键点：第一是 5 月中旬铝价快速上行时期，有色金属板块出现超额收益，第二则是在 7 月初，铜价、铝价恢复到疫情前水平后，有色金属板块上行。

图9：动力煤期货价、港口价已于近期恢复至疫情前水平并继续反弹



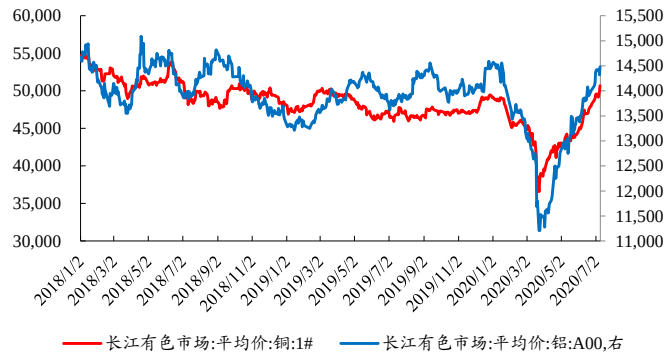
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：煤炭板块在 7 月初出现超额收益



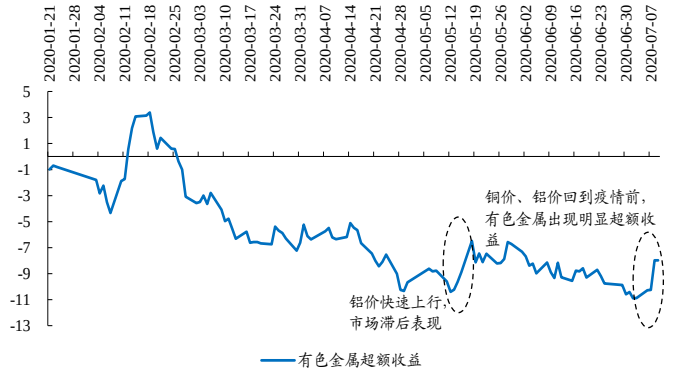
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：铜价、铝价自 3 月开始回升，当下恢复至疫情前并继续反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：有色板块在 7 月初出现超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 对周期行业的系统低估的修正将与经济复苏形成共振

即使担心后续经济复苏的弹性不足，我们仍需要提醒投资者注意的是，市场也还没能为经济仅恢复到疫情前充分定价，而这种恢复其实部分已经实现了。当前一

部分周期性行业的主要产品价格已经回到疫情前，包括上述的动力煤、铜价、铝价，除此之外，还有螺纹钢和化工中的 PVC，这些工业品价格上涨至少指示了经济有望回到 2019 年年末、疫情发生前的轨道上，国债收益率也同样指示着经济复苏的信号：十年期国债收益率破 3.0%，回到 2019 年三季度经济出现复苏迹象时的水平。我们之前在报告中采用过利用 DDM 模型计算“隐含增长率”的方法[1]，沿用上述思路，**如果承认基本面信号已经指示经济将恢复到 2019 年末的增长轨道上，那么意味着当前股价的隐含增长率至少应该与 2019 年年末相似。**我们的计算结果显示，当前价值板块的隐含增长率为 0.4%，而 2019 年末为 1.9%，对应的估值修复为从当前的 7.9 倍到 9.9 倍，仍存在 24%的修复空间。

24%对于投资者来说，不是股价的涨幅，而是当经济周期进入复苏阶段后，任何的盈利预期改善都会以 1.24 倍计入到资产价格中。我们无法预计经济复苏的弹性，但是我们坚信经济同比复苏的趋势，这 1.24 倍足以赋予周期股足够的弹性。而这弹性来源的背后，就是市场主流投资者对于周期股的偏见给予周期股的回报补偿。2017 年的经验告诉我们，这种偏见大概率会因为基本面的弱复苏而修正。

表1：隐含增长率修复对应的估值修复

行业	当前隐含增长率	当前估值	隐含增长率回到疫情前对应估值	估值修复空间
钢铁	4.4%	11.4	13.0	13.3%
采掘	5.6%	12.1	17.5	44.7%
化工	8.5%	20.6	37.0	79.3%
交通运输	7.7%	19.1	23.7	24.2%
有色金属	14.1%	107.5	503.4	368.1%
房地产	3.1%	9.3	11.7	25.7%
建筑装饰	1.8%	8.7	10.8	25.1%
非银	7.8%	15.3	19.5	27.2%
机械设备	12.1%	48.4	73.8	52.5%
国证价值	0.4%	8.0	9.8	23.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 信号已现，抓紧布局

乘势而上，拥抱价值，布局周期。当前已出现风格切换右侧的“市场信号”，同时，基本面出现“复苏信号”，我们建议投资者抓紧布局顺周期，我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：建材、化工、建筑、工程机械、煤炭、有色金属；第二，估值仍存在修复空间的：房地产、非银；第三，顺周期消费：家电，白酒。

5、 风险提示

经济复苏不及预期；海外疫情所带来的大宗商品价格波动。

[1] 《价值重燃，抓紧切换》、《切换开启，抢滩布局》

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。

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