2020 年 07 月 06 日

势来不可止，势去不可遏

——投资策略专题

策略研究团队

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

● **价值风格强势延续，沪指站上 3300 点**

自 6 月 30 日以来 A 股市场风格出现了明显的切换，顺周期的价值板块领涨全市场，市场关于风格切换的讨论也被点燃。今天（2020 年 7 月 6 日）价值风格强势延续，沪指时隔两年半再次站上 3300 点，板块排名前三的银行、非银金融、地产涨跌幅分别为 9.12%、8.95%和 7.47%，与之对比鲜明的是创业板指和医药生物、食品饮料等指数涨幅排名靠后。

● **风格的持续性之辩：大切换的开启，而非简单的漂移**

市场的分歧在于风格的持续性，我们认为这是一次风格“大切换”而非“漂移”，“补涨”只是价值风格的开始。目前看来，估值的优势已经被市场逐步认知，但盈利的相对优势却因为对于经济复苏持续性的怀疑而不被看好。我们认为，估值的修复只是风格切换的开始，目前国证成长相对于国证价值的估值历史分位数已达到 100%，而历史上发生风格大切换时，比如 2016 年，该分位数达到了 97.90%，成长和价值所隐含的增长率之差达到了极致；其次，后续风格的持续性和弹性来自于经济复苏信号的持续验证，我们认为市场不应该拘泥于此前成长盈利相对优势的趋势，而是应该看到走出疫情后的经济复苏。历史经验指示往往在信用扩张时，PPI 领先于风格切换的“弹性”阶段，从发电量—PPI 的传导路径和产出缺口上看，2020 年下半年 PPI 触底回升的概率和持续性都在提升，越来越多的信号表明经济复苏的趋势已由环比修复走向同比改善，动力煤期货价格回归到疫情前水平带来煤炭板块的弹性便是一个最佳例证。市场不应再忽视经济复苏的动能，顺周期价值板块的盈利优势正在确立，这将是下半年风格切换最大弹性来源。

● **对风格切换的再思考：哪一年都像，但又都不像**

当下宽裕的流动性使人不得不联想到 2014 年年底那一次波澜壮阔的极致的价值行情，而工业品价格上涨、PPI 大概率触底回升也让人理所当然地联想到了 2016-2017 年供给侧改革带来的中观景气上行周期。我们认为，其实这一次更像是经济复苏动能更强的 2014 年而流动性更好的 2017 年，因此看起来似乎与哪一年都有点相似，但却又都有所不同。我们认为在流动性宽松而经济复苏动能良好的组合下，价值定能“乘风破浪”，迎来它的盛夏光年。

● **把握当下，勿再犹豫**

我们需要提醒投资者注意的是，即便市场复刻 2013-2015 年成长/价值反复切换，但前后成长股中强势板块也经历了一次明显切换，反正得切换，还仍纠结于坚守此前强势的板块或去押宝相对不明朗的成长主线，显然不是一个明智选择。面对已出现风格切换右侧的“市场信号”，“周期之眼”金融地产领涨仍会延续，但我们建议投资者可以谋划后续布局，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**；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，汽车**。

● **风险提示：**经济复苏不及预期；流动性超预期收紧

相关研究报告

《投资策略周报-风格切换，牛市逼人》-2020.7.5

《投资策略专题-风格切换的第一枪》-2020.7.4

《投资策略点评-不要犹豫，赶快切换》-2020.7.1

目　录

1、 乘势而上的“价值”.....3
2、 估值修复仅仅只是开始，价值的盈利优势正在确立.....3
2.1、 “补涨”的逻辑太过于简单，估值修复仅仅只是切换的开始.....3
2.2、 重新认知经济复苏：价值的盈利优势正在确立.....4
3、 风格切换的再思考：哪一年都像，但又都不像.....7
4、 把握当下，勿再犹豫.....8
5、 风险提示.....9

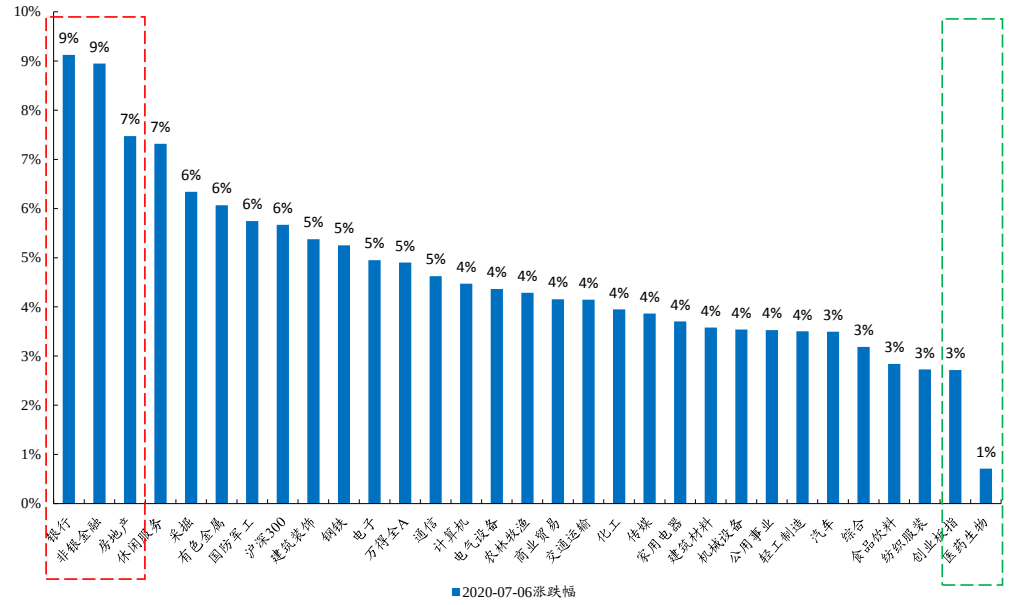
图表目录

图 1: 今天（2020 年 7 月 6 日）价值风格强势延续，金融地产涨跌幅均超 7%.....3
图 2: 6 月下旬债市有走出“熊平”迹象，短端下行，长端上行.....4
图 3: 疫情中断了 2019 年 Q1 以来的成长盈利相对优势向上趋势.....5
图 4: 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）.....6
图 5: 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 6: 直到 7 月以来动力煤期货结算价才涨回疫情前水平.....7
图 7: 发电量累计同比增速明显领先于 PPI 当月同比一个季度左右.....7
图 8: 2013-2015 成长和价值之间的反复.....8
图 9: 2013-2015 年成长占优的不同时期强势板块有所分化.....9

1、 乘势而上的“价值”

自 6 月 30 日以来 A 股市场风格出现了明显的切换，顺周期的价值板块领涨全市场，市场关于风格切换的讨论也被点燃。今天（2020 年 7 月 6 日）价值风格强势延续，上证指数收涨 5.71%，时隔两年半再次站上 3300 点，板块排名前三的银行、非银金融、地产涨跌幅分别为 9.12%、8.95%和 7.47%，与之对比鲜明的是创业板指和医药生物、食品饮料等指数涨幅排名靠后。

图1：今天（2020 年 7 月 6 日）价值风格强势延续，金融地产涨跌幅均超 7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

市场的分歧在于风格的持续性，不少观点认为此次切换只是“漂移”或者“补涨”，我们倾向于认为这是一次“大切换”而非“漂移”，“补涨”只是价值风格的开始：

其一，经济复苏并未被充分认知，盈利的相对优势确立或是最大的弹性来源。目前看来，估值的优势已经被市场逐步认知，但盈利的相对优势却因为对于经济复苏持续性的怀疑而不被看好。我们认为，**估值的修复只是此次风格切换的开始，而真正的持续性和弹性来自于经济复苏信号的持续验证**，这种持续验证的可能性正在逐步增强，但目前仍未被市场充分认知，这或将是下半年风格切换最大的弹性来源。

其二，我们需要提醒投资者注意的是，即便是 2013-2015 年成长——价值——成长的风格切换，前后成长的强势板块也出现了明显的分化，主要原因在于成长的概念太广，而价值的指向相对更为明确——金融地产等顺周期板块，因此仍纠结于此前强势的成长板块显然不是一个明智的选择，任何的迟疑或者犹豫都将会使得投资者错失丰厚的回报，反而在后续价值/成长风格反复的过程中，都是布局价值的好时机。

2、 估值修复仅仅只是开始，价值的盈利优势正在确立

2.1、 “补涨”的逻辑太过于简单，估值修复仅仅只是切换的开始

7 月以来低估值板块的大幅上涨仅仅解释为流动性宽松下的补涨太过于简单，

估值修复背后其实更多地伴随着对于低估值板块盈利增长预期的改善，是成长和价值之间的性价比再平衡。

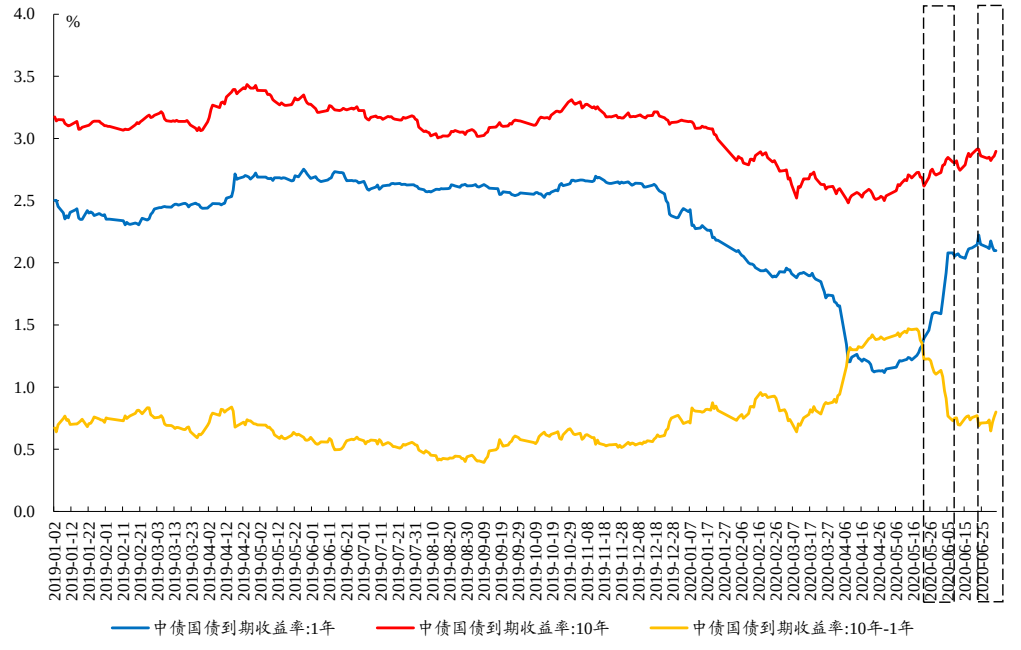
我们在此前多篇报告中反复强调顺周期价值板块的“低估值优势”：

其一，在利率上行周期，对估值更不敏感的价值更占优；

其二，低估值隐含的增长率过低，因此任何边际改善都将带来较大的弹性。

在 5 月下旬到 6 月初的“熊平”阶段市场板块内部确实出现了由确定性板块扩散的迹象，**但反而在走出“熊平”之后才出现明显的风格切换，我们认为这不是单单流动性宽松下的补涨所能理所当然解释的**，因为在流动性宽松+经济弱复苏预期下的组合更有利于成长而非价值，除非市场处于下跌阶段，因此市场不能一边不断怀疑经济复苏的持续性，同时又觉得是流动性宽松带来顺周期板块的上涨。我们认为，这次顺周期板块的爆发始于房地产，这无不与 2020 年上半年地产的销售数据超预期有关，而 6 月 PMI 创新高也进一步确立了经济复苏的趋势，经济复苏的预期也体现在长端利率保持上行韧性上，因此在盈利增长预期边际改善下，低估值的顺周期价值板块的估值修复带来了股价的弹性。

图2：6 月下旬债市有走出“熊平”迹象，短端下行，长端上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

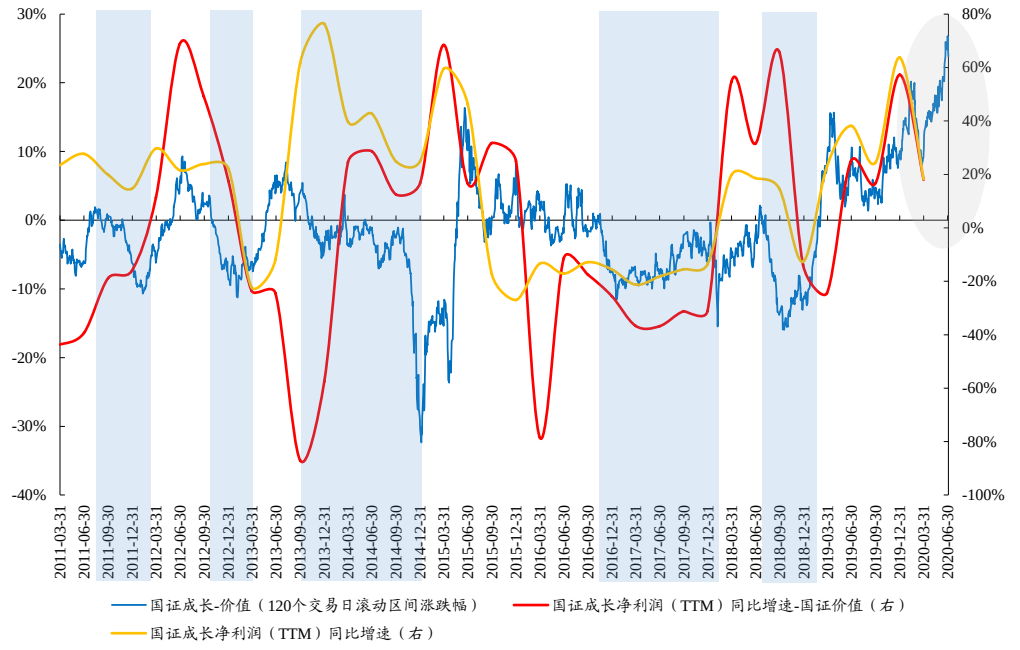
估值修复仅仅只是风格切换的开始，这意味着市场已经认知到顺周期价值板块的低估值优势，**当前国证成长相对于国证价值的估值历史分位数已经达到了 100%，而历史上发生风格大切换时，比如 2016 年，该分位数达到了 97.90%**，说明成长和价值所隐含的增长率之差达到了极致，所谓“树不能长到天上”，正如我们此前一直强调的，即便我们考虑到这些代表着拥抱成长和未来的板块所能实现的高增长，然而如果市场为此而支付了过高的价格，预期收益率将会不断降低，相对于价值的性价比也在降低。

2.2、 重新认知经济复苏：价值的盈利优势正在确立

市场不应该拘泥于此前成长盈利相对优势的趋势，而是应该看到走出疫情后的

经济复苏，从而重新衡量价值与成长的盈利相对优势。我们的《走向价值：切换与势能》报告中提到盈利的相对优势最终决定了哪一种风格占优，而成长和价值的盈利相对优势无疑是当前市场争论的核心，**估值修复之后盈利优势的确立是风格延续的核心驱动力。我们认为当前市场低估了经济复苏的动能**，执着于 2019 年 Q1 以来成长相对于价值的盈利优势，然而我们发现在 2020 年 Q1 这种盈利优势由于受到疫情的影响而中断，所以我们认为，既不能执着于过去的盈利优势，也不能顺势推断成长的景气周期一成不变，而是要站在当前经济复苏逐步走出疫情的影响之后，回到原有的轨道上，衡量价值与成长的盈利弹性，从而给出相应的定价。

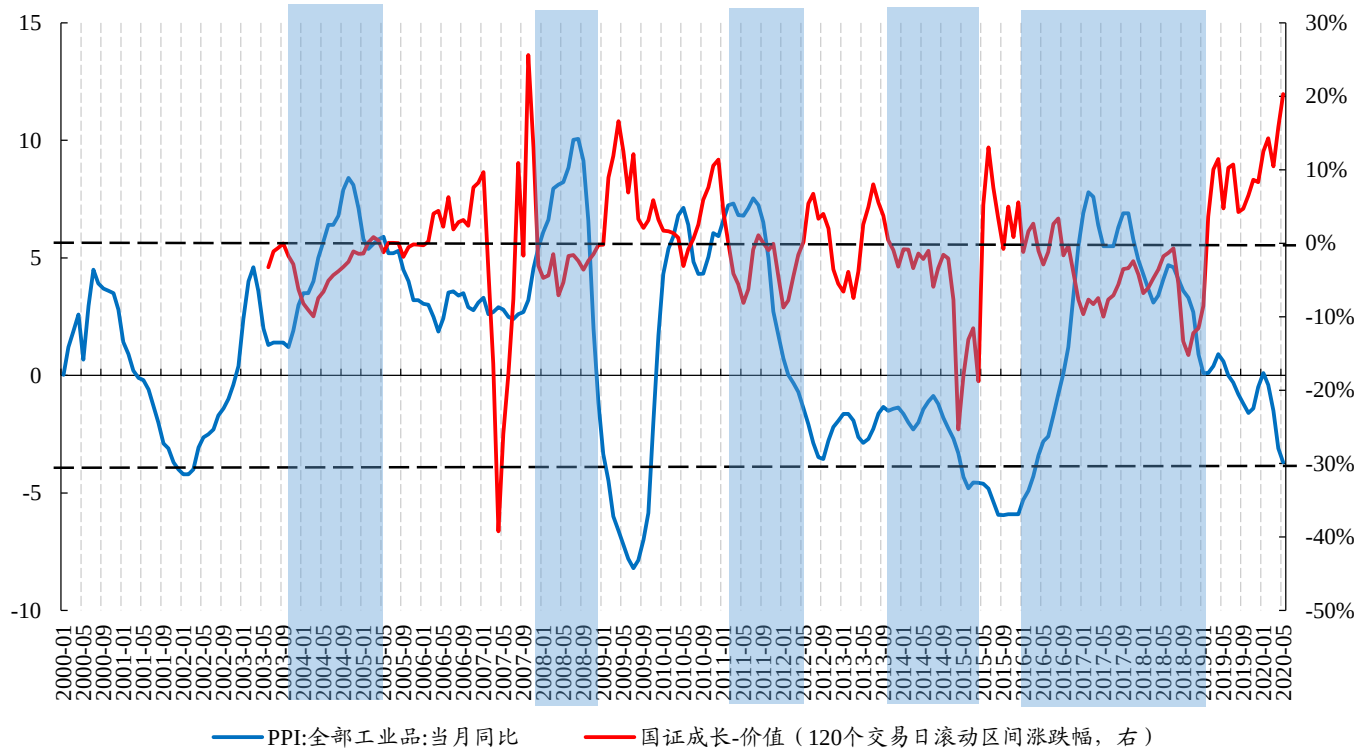
图3：疫情中断了 2019 年 Q1 以来的成长盈利相对优势向上趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

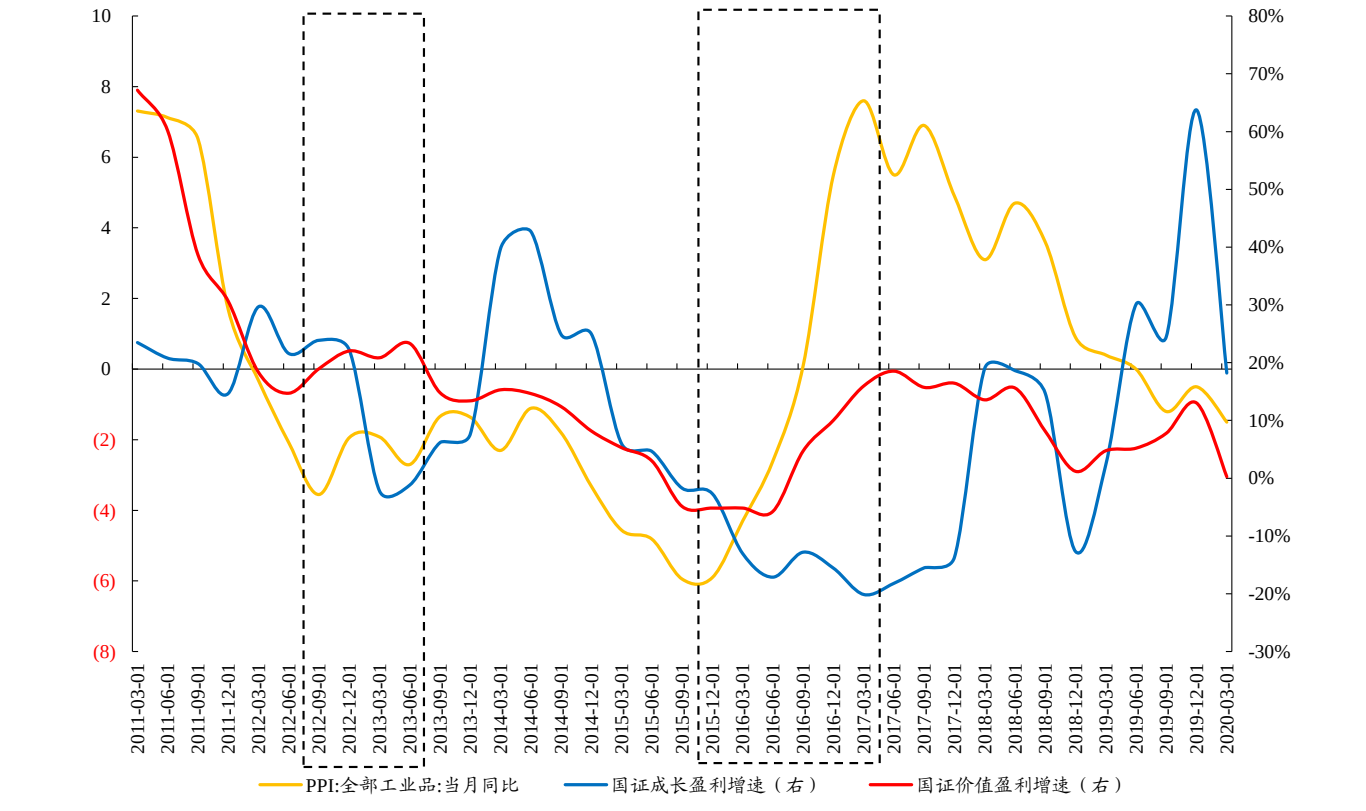
经济复苏阶段，顺周期价值板块的盈利弹性更大，确立盈利相对优势的概率较高。我们在 6 月 21 日发布的《切换开启，抢滩布局》报告中曾提到如何观测经济复苏的信号：历史经验指示往往在信用扩张时，PPI 作为顺周期板块价格的一个重要综合指标，往往领先于风格切换的“弹性”阶段，我们认为这背后其实反映的是价值板块在经济复苏阶段相对于成长而言盈利弹性更大。我们以历次 PPI 触底回升到见顶的时间区间作为观察样本，对比成长和价值的盈利变化趋势，我们会发现往往在 PPI 触底回升时，国证价值指数的盈利增速先企稳回升，领先于国证成长，而 PPI 回升的持续性则决定了顺周期价值板块的盈利相对优势持续性，典型的对比就是 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4：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

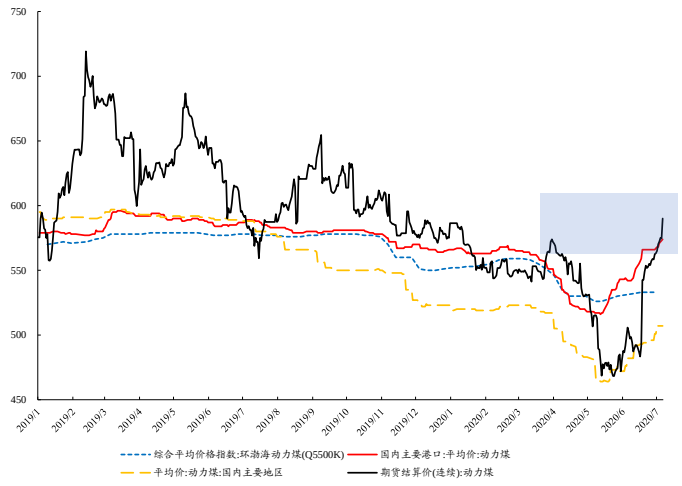
图5：PPI 的回升与持续性决定了价值相对于成长的盈利优势确立与持续



数据来源：Wind、开源证券研究所

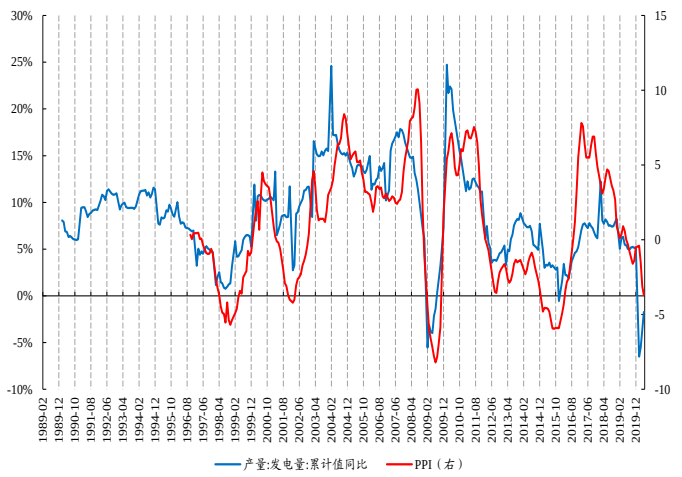
无论是从发电量—PPI 的传导路径还是产出缺口上看，2020 年下半年 PPI 触底回升的概率和持续性都在提升，市场不应再忽视经济复苏的动能，当前顺周期价值板块的盈利优势或正在确立。我们发现一个有意思的现象是，发电量同比增速其实自 2020 年 2 月便开始触底回升，但煤价在 5 月下旬才开始有所反映，6 月中下旬动力煤期货的价格大幅攀升，但当时煤炭股也并没有很大的反映，直到 7 月动力煤期货的价格回到疫情前水平之后煤炭股才开始大涨，虽然煤炭的需求可能部分由于火电替代水电带来需求上升，但也从侧面说明**其实市场关心的中观景气度回升还是以疫情前的景气度水平为锚**，这种现象从有色金属的期货价和股价反映先后顺序也可以看到。站在当下来看，5 月发电量当月同比已经转正（+6.14%），而累计同比也已经接近转正（-1.74%），同时动力煤期货价格仍在上涨，说明需求仍在回升；**而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，因此 6 月 PPI 大概率出现同比拐点，触底回升。**另一个可以参考的角度是产出缺口，我们在此前的《风格切换，牛市逼人》报告中已经讨论过，这里不再赘述。

图6：直到 7 月以来动力煤期货结算价才涨回疫情前水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：发电量累计同比增速明显领先于 PPI 当月同比一个季度左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 风格切换的再思考：哪一年都像，但又都不像

面对市场如此快速地上涨与风格骤然地切换，市场也开始类比当前的宏观环境和市场特征更像哪一年。

面对如此宽裕的流动性，使人不得不联想到 2014 年年底那一次波澜壮阔的极致的价值行情，然而其实我们都知道的是，当时的流动性和当前并不能同日而语，经济复苏的动能也大相径庭，**在决策层坚定资金“脱虚入实”的政策基调下（防止资金空转、降低再贴现率、再贷款利率），经济也处于逐季复苏的过程中，再次复刻 2014-2015 的“水牛”行情几乎不太可能。**

面对工业品价格上涨，PPI 大概率触底回升，也让人理所当然地联想到了 2016-2017 年供给侧改革带来的中观景气上行周期，这与疫情带来的供给收缩有相似性，**但当前最大的不同在于流动性比当时要充裕很多，M2-名义 GDP 的增速差处于历史高位。**

我们认为，正是由于疫情的特殊性，使得我们需要求助于以往经济或市场发展的

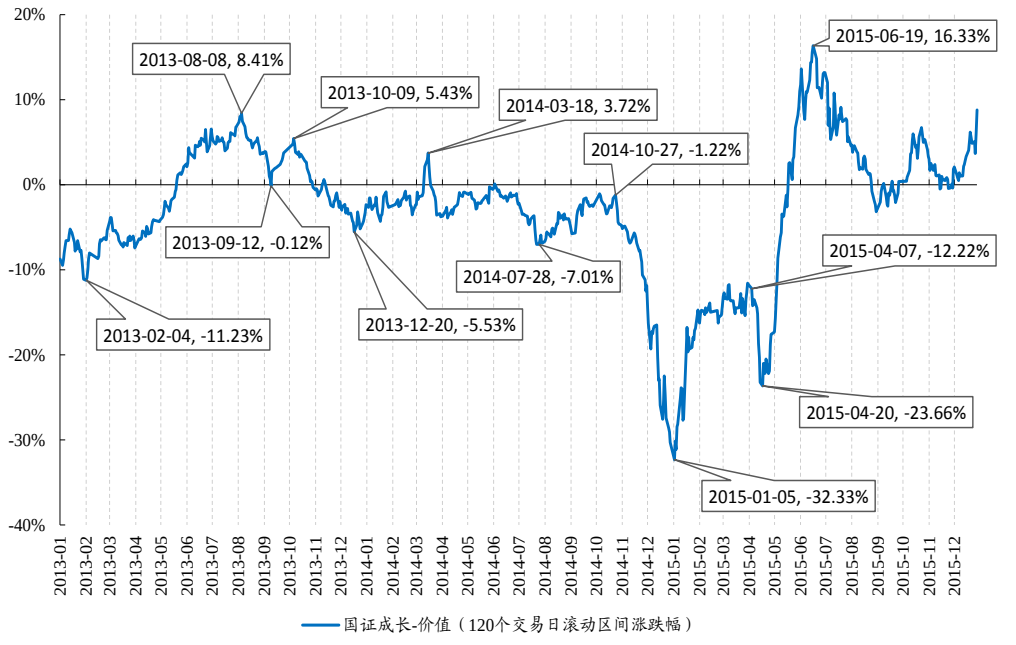
历史规律，从而能够有一个坐标轴作为参考，去判断未来经济和市场的走势。然而令人遗憾的是，我们不可能完全踏入同一条河流。**站在当下，面对流动性比 2017 年好而经济复苏的动能又比 2014 年强的组合，我们有理由相信这一次价值定能“乘风破浪”，迎来它的盛夏光年。**

4、 把握当下，勿再犹豫

面对已经出现的风格切换右侧的“市场信号”，如果再纠结于切不切换或者切换的持续性，则有可能错失较为丰厚的回报。我们认为，风格切换从来都不是一蹴而就的，价值全面占优的时刻仍尚未来临，在成长的相对优势减弱期间，出现的任何风格的反复，都是进行价值布局的好时机。

此外，我们需要提醒投资者注意的是，即便市场复刻在 2013-2015 年的成长—价值—成长的反复切换，**但前后成长股中的强势板块也经历了一次明显的切换，反正得切换，还仍纠结于坚守此前强势的板块，或者去押宝相对不明朗的成长主线，显然不是一个明智的选择**，所以我们建议投资者不要再迟疑参与此次风格切换的行情，专注于如何切换、如何挖掘大量被系统性低估的优质公司才是现阶段最重要的事情。

图8：2013-2015 成长和价值之间的反复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2013-2015 年成长占优的不同时期强势板块有所分化

	2013-02-04至2013-08-08	2013-09-12至2013-10-09	2013-12-20至2014-03-18	2014-07-28至2014-10-27	2015-01-05至2015-06-19
传媒	76.81%	24.94%	12.27%	15.69%	123.84%
计算机	40.65%	14.42%	19.23%	24.80%	156.07%
电子	32.74%	5.05%	12.39%	18.67%	104.83%
医药生物	23.28%	8.52%	9.05%	17.85%	84.95%
通信	20.51%	13.10%	9.47%	17.51%	105.63%
电气设备	8.33%	6.23%	14.58%	15.58%	101.27%
休闲服务	4.70%	8.09%	10.65%	21.32%	94.08%
家用电器	3.74%	4.08%	-4.95%	4.80%	74.61%
轻工制造	3.35%	3.91%	12.80%	16.87%	130.75%
公用事业	2.12%	0.79%	-3.04%	16.50%	63.25%
综合	-1.59%	4.31%	12.90%	23.37%	99.34%
食品饮料	-2.22%	2.85%	2.18%	2.30%	45.13%
汽车	-3.51%	-0.07%	2.42%	11.93%	75.84%
化工	-3.97%	0.75%	1.46%	17.40%	89.68%
商业贸易	-6.73%	15.34%	-2.65%	18.01%	97.12%
农林牧渔	-7.20%	6.02%	-7.31%	18.23%	95.67%
国防军工	-7.33%	2.88%	-0.36%	35.00%	90.70%
房地产	-8.73%	-2.93%	-4.19%	6.86%	62.80%
机械设备	-9.11%	-0.26%	4.16%	24.25%	89.25%
纺织服装	-9.79%	0.33%	6.38%	22.08%	127.72%
建筑装饰	-10.77%	-5.03%	-10.08%	14.74%	55.81%
交通运输	-16.52%	-2.66%	-4.99%	20.94%	78.67%
建筑材料	-19.43%	-4.71%	-4.97%	12.20%	59.62%
钢铁	-23.19%	-6.35%	-7.07%	17.76%	67.97%
非银金融	-25.93%	-3.26%	-12.99%	4.42%	6.37%
有色金属	-26.17%	-4.77%	-3.05%	7.09%	57.74%
银行	-26.49%	-4.37%	-8.70%	0.10%	3.53%
采掘	-32.09%	-4.40%	-14.44%	7.69%	48.52%

数据来源：Wind、开源证券研究所

乘势而上，拥抱价值。**面对已出现风格切换右侧的“市场信号”，“周期之眼”金融地产领涨仍会延续，但我们建议投资者可以谋划后续布局，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**；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，汽车**。

5、 风险提示

经济复苏不及预期；流动性超预期收紧

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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835