2020 年 07 月 01 日

不要犹豫，赶快切换

——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

● **“价值”已燃，信号再现**

2020 年下半年伊始的第一个交易日，市场发生了具有较强指示意义的情形：1、上证综指收涨 1.38%，突破 3000 点，而创业板跌 0.75%；2、对指数上行拉动最强的是“顺周期”行业；市场自疫情以来偏好的“高成长”板块，明显回调。我们在此前交流中发现，大量投资者对顺周期价值板块更多是“看多而不做多”，背后原因可能是：虽然估值极度分化，注重“胜率”的右侧投资者仍然希望等待更多市场与基本面的右侧信号。但我们发现，**经济复苏已经开始被债券和商品定价，但由于成长/价值的极致风格，这种复苏却未在价值股中反应。今日顺周期板块的“爆发”可能体现了我们强调的“赔率思维”开始生效，即赔率*胜率=预期收益率，对于复苏持续性的担忧从投资角度应该被重新审视。**

● **正视市场对周期的忧虑**

我们从 5 月 31 日发布报告《脱虚入实，风格切换》以来，市场已经越来越多地开始讨论“风格切换”这一命题，但市场的分歧也很明显，**其实本质上都反映的是对经济复苏与否，以及复苏路径的怀疑。而我们认为市场可能低估了在 2016-2018 年的“资产负债表”修复之后，上市公司加杠杆的空间和能力。**采掘、化工、钢铁、公用事业、交通运输、房地产等“顺周期”行业作为“信贷需求大户”，货币政策引导“信用扩张”将有利于这些行业拉动总需求。

另一种同样值得探讨的观点是：随着“疫情”逐渐平息，环比改善已经结束，这就意味着经济复苏在短期之内将不再有确定性的动能，顺周期板块的盈利预期很难得到验证。**我们认为要使这个推断成立，需要具备两个假设其中至少一种：（1）不认可 2019 年末出现的宏观经济向好的迹象；（2）2019 年末经济确实开始向好，但疫情使经济增长的整体中枢下移，且无法被 2020 年上半年以来采取的宽货币、宽信用、宽财政所对冲。第一个假设明显不成立，**而第二个假设这个假设短时间内无法完全被“证实”或“证伪”，因为信用驱动的投资存在经典的时滞效应。但我们当前看到的边际信号告诉我们，第二个假设不成立的概率已经比之前更高。

● **最优布局窗口期就是当下，勿再犹豫**

根据历史复盘，“风格切换”可能有三个阶段，持续时间至少 187 天以上。投资者往往倾向于等待进入全面占优阶段再系统性迁移，但由于此时可能发生拥挤交易，会错失较多收益的同时加速市场风格的变化，因此仍然需要在左侧布局。**后续价值股的修复不会一蹴而就：我们此前报告中曾提到 M1-M2 同比增速趋势和 PPI 等指标尚未确认右侧。但这反而给与了投资者“上车”的机会，弹性最大的时刻尚未来临。**我们建议提前布局：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、工程机械、建筑**；第二，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：**化工、煤炭**；第三，低估值且存在修复空间的：**房地产、非银**；第四，顺周期消费：**家电，白酒，汽车**。

● **风险提示：**国内外疫情反复；国内货币政策超预期宽松。

相关研究报告

《投资策略专题-“熊平”的倒影》-2020.6.30

《投资策略专题-开源金股，7 月推荐》-2020.6.30

《投资策略周报-重视切换，无需“怜悯”》-2020.6.28

目 录

1、 “价值”已燃，信号再现 3
1.1、 风格切换第一阶段的起点 3
1.2、 赔率思维”开始生效 4
2、 对周期板块忧虑的再思考 5
2.1、 “新”复苏之路 5
2.2、 疫情不是经济的因和果 6
3、 最优布局窗口期就是现在 8
4、 风险提示 9

图表目录

图 1: “顺周期”板块涨幅是突破 3000 点的主要推动力 3
图 2: 6 月，成长-价值的相对优势多次反复 3
图 3: 社融拐点与 M1-M2 剪刀差如期而至，信用周期开启 4
图 4: 许多行业的负债率历史分位数已低于 50% 5
图 5: 上市公司中，采掘、化工、钢铁、公用事业、交通运输、房地产等行业是“信贷需求大户” 6
图 6: 2019 年下半年工业增加值累计同比持续上行 7
图 7: 归母净利润同比增速（%）2019Q3 确认底部连续 3 个季度修复 7
图 8: PMI 体现经济复苏稳健 8
图 9: 随着产出缺口弥补，PPI 将触底回升 8
图 10: 利率短端下，长端上 8
图 11: 螺纹钢基差体现经济复苏预期 8
图 12: 风格切换至价值最短持续 187 天 9

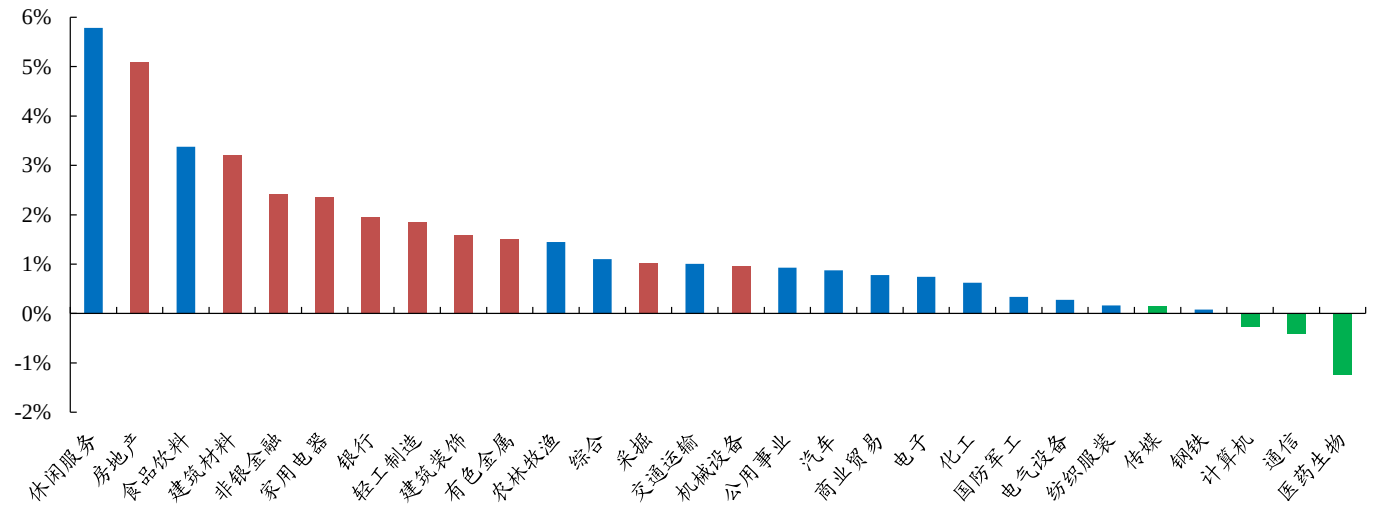
1、 “价值”已燃，信号再现

1.1、 风格切换第一阶段的起点

2020 年下半年伊始的第一个交易日，市场发生了具有较强指示意义的情形：1、上证综指收涨 1.38%，突破 3000 点，而创业板跌 0.75%；2、对指数上行拉动最强的特征是“顺周期”行业：消费中以顺周期的白酒+家电，以及前期反弹偏弱的“顺周期”行业，典型的是房地产、金融板块、采掘、化工，涨幅靠前；而市场自疫情以来偏好的“高成长”板块明显回调，也就是 TMT 与医药生物。

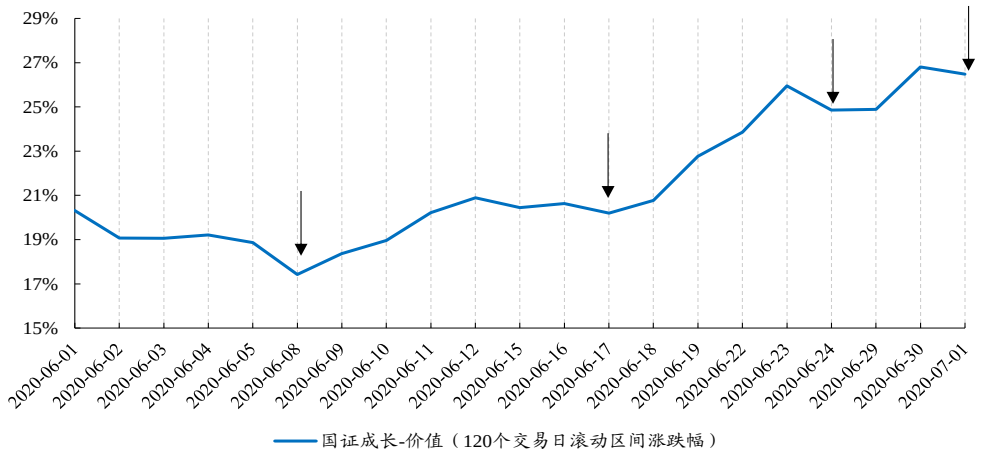
上述板块几乎是我们 6 月中以来建议布局的全部顺周期价值板块。利率上行，经济修复，这一在债券市场已经反应的指标终于在今天开始计入价值股的资产价格中。

图1： “顺周期”板块涨幅是突破 3000 点的主要推动力



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：6 月，成长-价值的相对优势多次反复



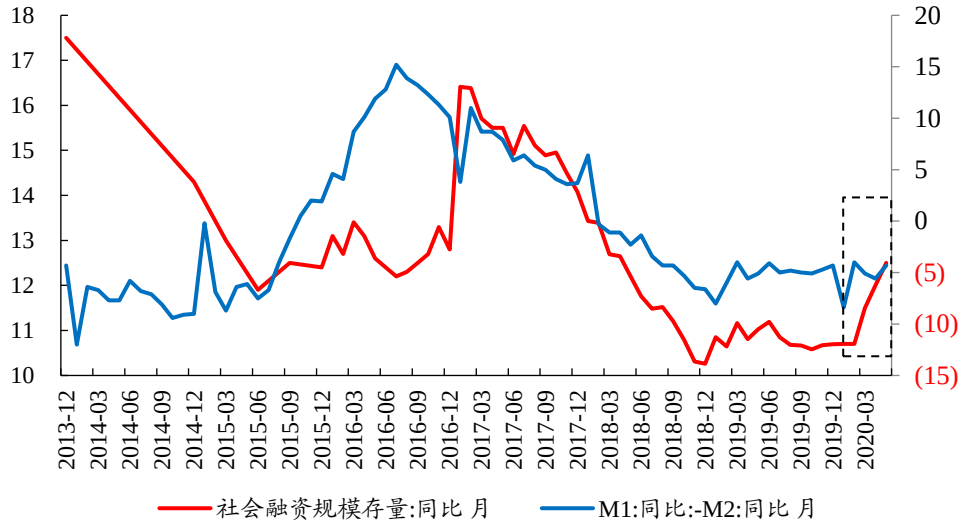
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 赔率思维”开始生效

回顾 6 月以来“成长”与“价值”的相对市场表现，中间出现多次反复，我们在 6 月 19 日发布了策略点评《价值重燃，抓紧切换》，**认为这其实体现了顺周期行业股价隐含的增长率已经较低，因此任何的边际改善都将带来股价的弹性。**“价值”风格背后的隐含成长率与“成长”风格的差异也已经达到历史上风格切换的极致。在这种背景下，**利率上行，催化市场认识价值过于被低估，从“赔率”思维出发，开始愿意给予顺周期定价。**我们在交流中发现，大量投资者对价值板块更多是“看多而不做多”，相对于赔率思维的左侧布局，部分投资者更认可我们等待 PPI 和金融数据等信号的右侧策略，但我们也提示，右侧交易由于历史上出现的顺周期板块容易出现的交易拥挤现象，可能会错失部分丰厚的收益。**今日顺周期板块的“爆发”可能会使右侧投资者认识到“赔率”其实是另一种意义的“胜率”，从而加速切换。**

仔细剖析今日（2020 年 7 月 1 日）领涨的行业——大部分位于基建、房地产产业链，从中我们能找到第二层意义：**“盈利预期”被验证将带来可观的股价弹性，而对于顺周期板块而言，景气度回升历史上由为重要。**昨日（2020 年 6 月 30 日）半年度房地产销售业绩、操盘金额均出炉[1]，作为行业龙头的上市公司业绩规模显然超出市场的预期，事实上，“房住不炒”并没有变，只是市场对“房住不炒”下的房地产产业链过于悲观，而**我们此前多篇报告强调过不能低估信用周期本身的力量，社融连续两个月超预期高增，同时观察到 M1-M2 确认底部向上，信用周期在无刺激政策的情况依然有自发恢复的力量。**同样道理的是，基建和房地产投资驱动下，建筑业 PMI 连续两个月维持在 60 以上，维持高景气度，作为地产后周期的家电、家居板块 4 月、5 月、6 月销量均稳步回升。**在估值如此分化的情况下，且基本面景气度仍然在高位情况下，对于持续性的苛刻要求应该适度降低。胜率*赔率=预期收益，我们认为投资者对于顺周期价值股应该持有开放的态度，以更积极的态度参与。**

图3：社融拐点与 M1-M2 剪刀差如期而至，信用周期开启



数据来源：Wind、开源证券研究所

[1] 根据克尔瑞地产研究的数据，TOP100 房企 2020Q1\2020H 整体全口径累计销售额同比增加-20.9%/9.6%。

2、 对周期板块忧虑的再思考

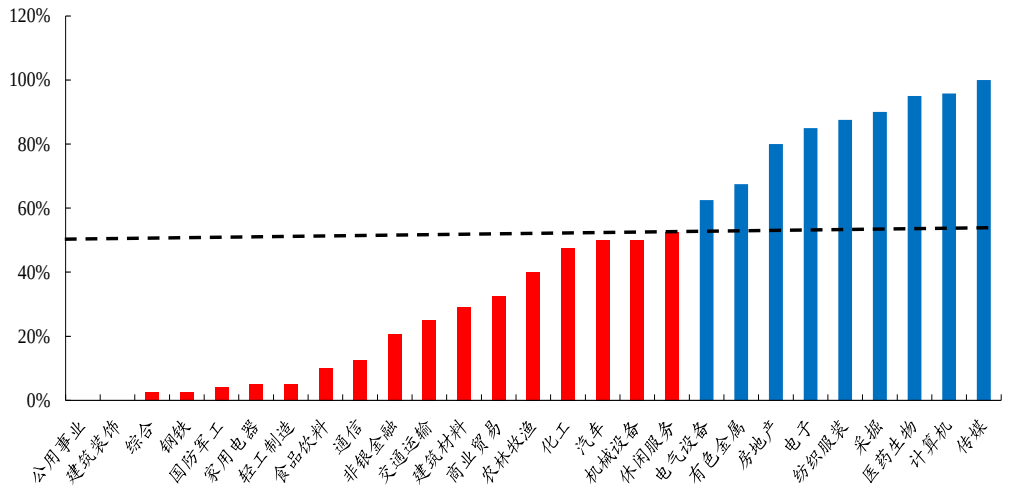
自我们从 5 月 31 日发布报告《脱虚入实，风格切换》以来，市场已经越来越多地开始讨论“风格切换”这一命题，目前已经形成的共识是“成长”风格已经延续了较长时间（根据我们的方法计算，应该是从 2018 年 9 月开始，即为“成长”占优的风格），但市场的分歧也很明显：第一，“风格”是延续还是切换；第二，“风格”即使切换，是否一定走向“价值”。**其实本质上，这两个质疑背后都反映的是对经济复苏与否，以及复苏路径的怀疑。**这也是为何出现投资者“看多而不做多”的原因之一，因此我们有必要正视市场的忧虑，再次厘清这个问题。

2.1、 “新”复苏之路

目前市场担心的是不走“老路”下，经济复苏的可持续性，也就是过去三个月的环比改善能否持续，并最终转变为同比改善。不少投资者可能会类比当前与 2013 年-2014 年经济下台阶的时间点，这种类比不无道理，因为政策层面上，与那时相似的是都尝试不采用房地产刺激经济。

而不同的也是最重要的是：今时不同往日，现在的经济修复的动力好于 2013-2014 年，市场可能低估了在 2016-2018 年的“资产负债表”修复之后，企业加杠杆的空间和能力。我们发现上市公司负债率已经大幅修复，大部分行业的负债率历史分位数已低于 50%，具有加杠杆的空间。采掘、化工、钢铁、公用事业、交通运输、房地产等行业作为“信贷需求大户”，货币政策引导“信用扩张”将有利于这些行业拉动总需求。

图4：许多行业的负债率历史分位数已低于 50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：上市公司中，采掘、化工、钢铁、公用事业、交通运输、房地产等行业是“信贷需求大户”

长期借款占比	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	近10年变化
农林牧渔	0.50%	0.37%	0.39%	0.39%	0.39%	0.33%	0.41%	0.48%	0.45%	0.42%	-0.08%
采掘	9.21%	13.11%	17.16%	16.12%	14.82%	14.05%	9.31%	7.33%	6.03%	5.25%	-3.96%
化工	9.19%	8.27%	7.17%	7.27%	5.73%	4.54%	4.04%	3.64%	4.34%	4.52%	-4.67%
钢铁	8.79%	6.38%	4.00%	3.43%	2.28%	1.79%	1.81%	1.33%	1.26%	1.07%	-7.72%
有色金属	3.48%	3.24%	3.54%	3.52%	2.52%	2.23%	2.31%	2.39%	2.66%	2.05%	-1.43%
电子	1.26%	1.51%	1.67%	1.54%	1.48%	1.76%	2.20%	2.48%	2.89%	3.58%	2.33%
家用电器	0.55%	1.11%	0.66%	0.65%	0.43%	0.40%	0.86%	1.31%	1.40%	0.93%	0.39%
食品饮料	0.19%	0.33%	0.25%	0.11%	0.11%	0.08%	0.10%	0.10%	0.15%	0.17%	-0.02%
纺织服装	0.52%	0.49%	0.30%	0.39%	0.46%	0.66%	0.63%	0.31%	0.18%	0.24%	-0.28%
轻工制造	1.46%	1.22%	1.11%	0.91%	0.55%	0.56%	0.57%	0.57%	0.54%	0.51%	-0.95%
医药生物	1.04%	0.70%	0.65%	0.67%	0.48%	0.99%	0.70%	0.83%	0.98%	1.14%	0.10%
公用事业	28.66%	30.03%	28.40%	27.07%	19.04%	20.45%	18.30%	19.40%	18.74%	20.17%	-8.50%
交通运输	14.93%	14.02%	14.41%	12.54%	9.70%	8.22%	7.20%	6.47%	6.23%	6.47%	-8.46%
房地产	17.06%	16.40%	18.32%	23.19%	18.24%	18.85%	21.04%	24.22%	23.82%	22.08%	5.02%
商业贸易	2.00%	1.98%	1.06%	1.15%	0.84%	0.78%	1.29%	0.71%	1.08%	1.04%	-0.96%
休闲服务	0.27%	0.17%	0.18%	0.19%	0.15%	0.33%	0.42%	0.54%	0.41%	0.29%	0.02%
综合	0.89%	0.68%	0.74%	0.88%	0.44%	0.60%	0.66%	0.99%	0.81%	0.22%	-0.67%
建筑材料					0.79%	0.67%	1.04%	0.59%	0.37%	0.86%	0.07%
建筑装饰					12.82%	13.26%	14.41%	13.65%	14.40%	16.12%	3.30%
电气设备					1.01%	0.93%	1.49%	1.69%	1.71%	1.61%	0.60%
国防军工					1.42%	1.31%	1.43%	0.95%	0.61%	0.49%	-0.93%
计算机					0.26%	0.30%	0.26%	0.37%	0.43%	0.41%	0.15%
传媒					0.15%	0.21%	0.43%	0.39%	0.49%	0.37%	0.22%
通信					0.40%	0.26%	0.31%	0.26%	0.30%	0.35%	-0.05%
银行					0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
非银金融					2.71%	3.79%	5.17%	5.86%	6.31%	6.52%	3.81%
汽车					0.83%	0.85%	1.67%	1.43%	1.77%	1.74%	0.91%
机械设备					1.93%	1.79%	1.98%	1.72%	1.62%	1.37%	-0.56%

数据来源：Wind、开源证券研究所

“顺周期”行业的“盈利预期”得到验证不意味着需要在报表中出现利润的显著回升，投资者最关心的是由量、价、库存所体现的景气度，而信用周期往往对上述景气度具有指示意义。**但这一逻辑在前期强势的消费、科技、医疗板块是行不通的，一方面是由于估值提升所带来的隐含增长率需要被验证，另一方面是风格延续要求成长相对于价值的盈利优势持续。**

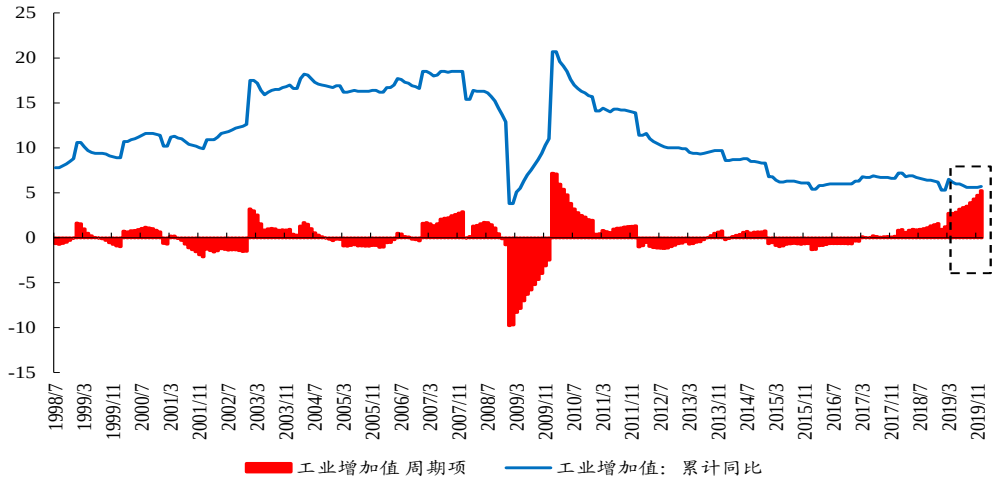
2.2、 疫情不是经济的因和果

“疫情”带来了冲击，但它并不是经济复苏的动能。另一种同样值得探讨的观点是：随着“疫情”逐渐平息，前期从“深渊”中逐渐爬出来的这种环比改善已经结束，经济复苏在短期之内将不再有确定性的动能。顺周期板块的盈利预期修复持续性并不强。**我们认为要使这个推断成立，需要具备两个假设其中至少一种：**

（1）不认可2019年末出现的宏观经济向好的迹象，我们观察到2019年下半年工业增加值累计同比持续上行，上市公司盈利也在2019年Q3也确认拐点开始

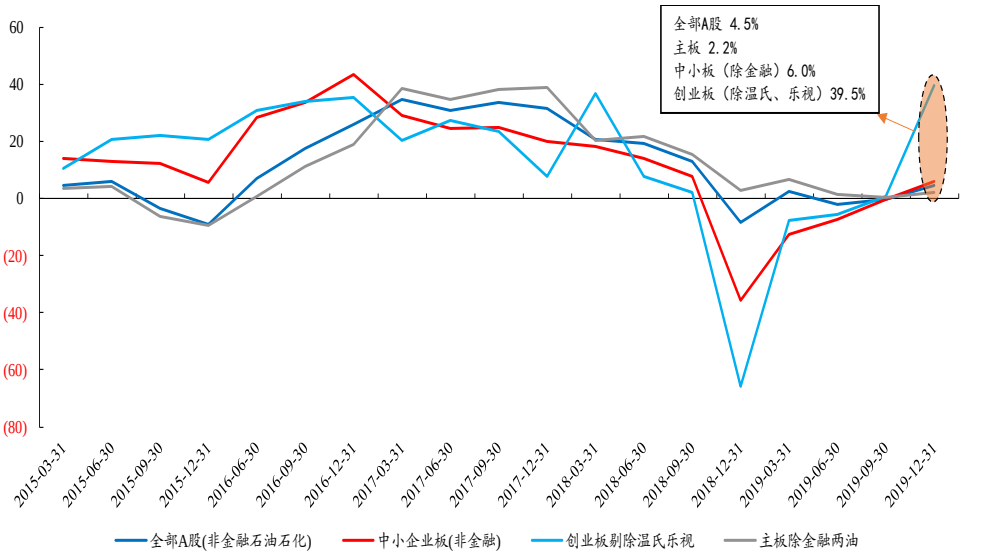
回升，只是因为 2020 年突发的疫情被打断，这意味着如果“疫情”没有发生，我们本来就已经处于一个底部向上的周期之中；

图6：2019 年下半年工业增加值累计同比持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：归母净利润同比增速（%）2019Q3 确认底部连续 3 个季度修复

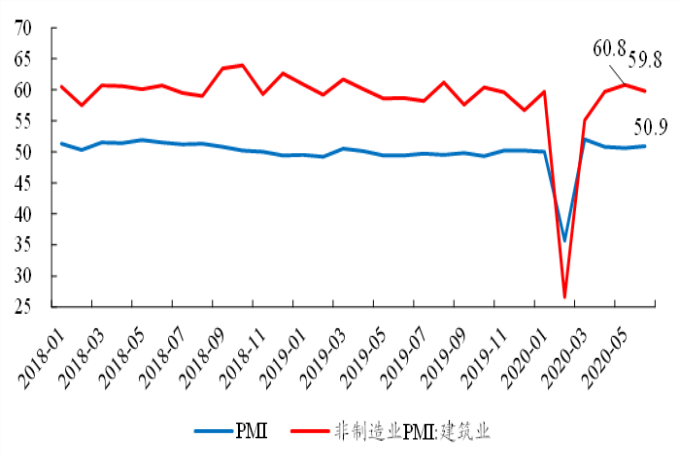


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）2019 年末经济确实开始向好，但疫情使经济增长的整体中枢下移，下移的冲击无法被 2020 年上半年以来采取的宽货币、宽信用、宽财政所对冲。这个假设短时间内无法完全被“证实”或“证伪”，但我们能够看到的现象至少会使假设不成立的概率更高，例如：（a）3 月以来 PMI 保持荣枯线以上，建筑业 PMI 持续上行；（b）以工业增加值所衡量的产出缺口与 PPI 之间的关系判断，在产出缺口逐渐弥补的过程中，PPI 将触底回升；（c）短端快速下行而长端维持，短端体现了货币政策从紧缩

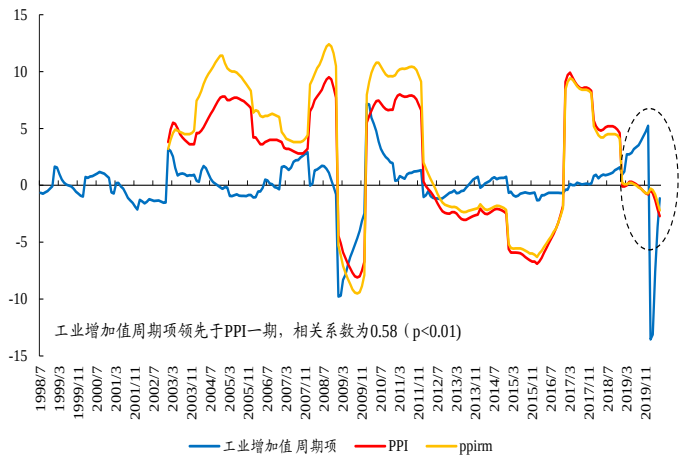
回到中性所带来的利率边际变化，而长端维持则表明经济复苏的预期坚挺，与之相佐证的是螺纹钢基差逐渐缩小，体现了较强的经济复苏预期。

图8：PMI 体现经济复苏稳健



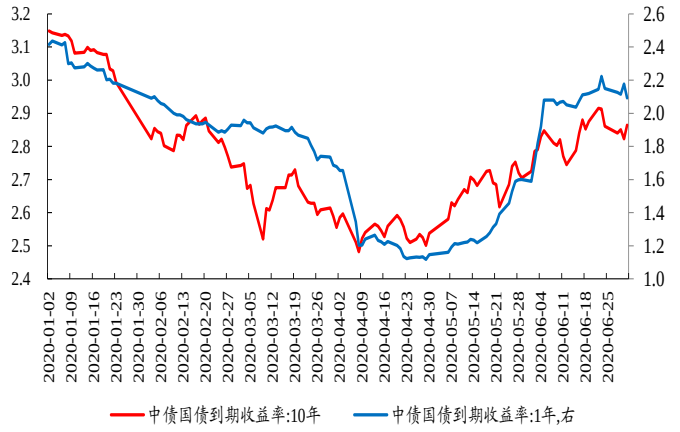
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：随着产出缺口弥补，PPI 将触底回升



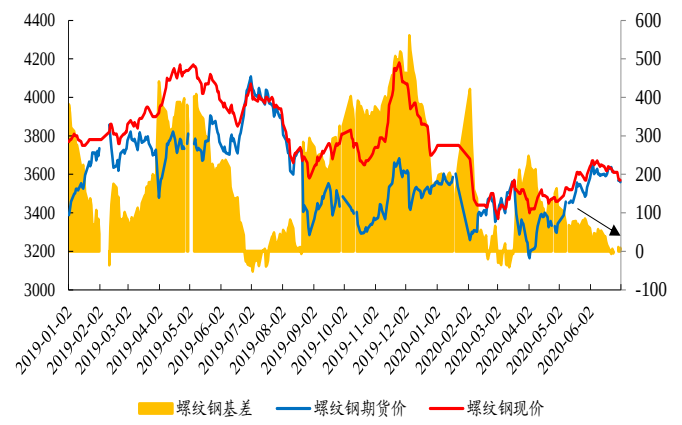
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：利率短端下，长端上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：螺纹钢基差体现经济复苏预期

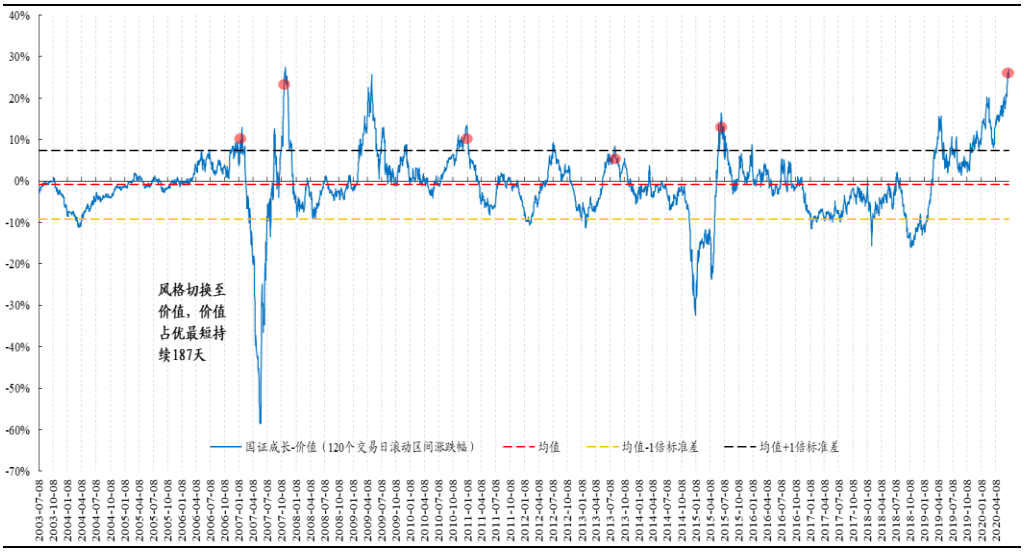


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 最优布局窗口期就是现在

“风格切换”从来不是一蹴而就的，我们观察到 6 月以来就已经有多次的反复，而根据历史复盘，“风格切换”可能有三个阶段：（1）占优的“风格”优势减弱期，此时是左侧布局期；（2）风格发生切换，新“风格”占优期；（3）新“风格”优势减弱期，**第二和第三个阶段则是右侧布局时点，这两个阶段从历史上来看，最少将持续 187 天，也就是 3 个季度的时间。**

图12：风格切换至价值最短持续 187 天



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们需要提醒的是，由于风格切换初期更多是成长和价值的涨/跌差距边际收敛，**作为追求相对收益的投资者，往往倾向于等待进入全面占优阶段再系统性迁移，这其实是作为个体来看，决策的最优解。但由于此时可能发生拥挤交易，会错失较多收益的同时加速市场风格的变化，因此风格切换最后还是需要左侧布局。**

当前是左侧布局的最优窗口期，一方面是过去 1 年多的时间内成长/价值风格已经达到了极致，而疫情以来的流动性充沛与经济低迷更是加强了这一趋势。**当前成长风格仍存在较强的动量效应，但是无风险利率的上行让资产定价开始更关注短期，这将对被长期低估的价值板块的相对表现形成较强支撑。**另一方面，从“估值修复”走到“盈利的再认知”中间需要等待大量的信号验证，而今天市场的表现可能正反映出市场正在认知价值的低估，开始重视“盈利再认知”的信号。

以“赔率”思维布局顺周期价值板块的时机将全面来临，因此我们建议提前布局：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、建筑、工程机械**；第二，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：**化工、煤炭**；第三，低估值且存在修复空间的：**房地产、非银**；第四，顺周期消费：**家电，白酒，汽车**。

4、 风险提示

国内外疫情反复；国内货币政策超预期宽松。

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