2020 年 06 月 18 日

价值重燃，抓紧切换

——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

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

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

● **周期股出现“逆袭”信号**

5 月 31 日起，我们开始发布“风格切换”系列报告，我们认为在资金“脱虚入实”的过程中，无风险利率上行使得投资者更加关注短期，景气复苏的节奏有利于价值板块。对本周市场进行复盘，我们发现顺周期板块的涨幅“逆袭”。

● **弹性的来源：较低的增长预期遇到边际改善**

顺周期行业股价的大幅反弹背后反应的是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。我们发现股价中包含的对周期性行业的增长预期较为低估（低于 3%），**银行、建筑装饰、房地产、钢铁、采掘、建筑材料隐含的增长率不足 1%。**同时，值得注意的是，周期行业的“成长风格”个股，隐含的增长率甚至低于“价值风格”个股，这种违背直觉的现象可能反应了对于周期股的增长预期已经处于比较悲观的位置。

投资者普遍认为钢铁板块的上行来源于 IDC 转型预期，我们认可 IDC 转型带来的定价逻辑转变，但是我们认为，背后更深层次的逻辑是，对于账面资产的极度低估，有可能出现上行风险。我们认为，市场需要重新计量周期为主的价值板块拥有的资产、社会资源在经济转型中的地位。价值板块当下亟待修复的，至少是此类资产上述意义的潜在“期权价值”。

● **利率上行，关注短期**

在利率上行阶段，对于股票未来收益的折现期将更短。短期来看，值得关注的是周期行业确定性的景气上行所带来的盈利回升，而这种景气上行来源于“信用扩张”。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，而在疫情后的经济复苏阶段，货币政策引导“信用扩张”将有利于这些行业拉动总需求。李克强总理 6 月 17 日主持召开国务院常务会议，引导金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元，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。**化工、钢铁、公用事业、交通运输、房地产等行业作为存量信贷的主要构成，在信用扩张中也会率先受益，这对提升传统顺周期需求，具有一定积极意义。**

● **价值回归的时点已经来临**

投资者把经济周期是否开启过度聚焦于政策在地产、基建上的发力程度，而忽略了信用对总需求拉升的客观规律，我们发现经过“去杠杆”之后，企业的资产负债表已经大幅修复，目前具有加杠杆的空间，伴随聚焦“信用扩张”的货币政策，总需求将有效回升。**如果承认 5 月以来经济有更多复苏的信号，我们应该意识到顺周期板块在短期的盈利弹性；而如果接受无风险利率中枢的上移，投资者也应该从贴现率的角度开始更关注短期。**边际改善的信号正在集中出现，价值回归的时点已经来临，建议配置顺周期型价值股，主要行业分布为:**化工、煤炭、建材、工程机械、建筑、房地产、非银。**

● **风险提示：**疫情反复；货币政策超预期宽松，利率大幅下行。

相关研究报告

《投资策略专题-遗失的 800 点：上证指数低收益率之谜》-2020.6.16

《A 股 2020 年中期策略-“新”复苏之路》-2020.6.12

《投资策略点评-今天的社融，明天的价值》-2020.6.11

目 录

1、 周期股出现“逆袭”信号 3
2、 弹性的来源：极低的增长预期遇到边际改善 4
2.1、 顺周期行业的股价蕴含极低的增长预期 4
2.2、 边际改善：信用扩张的力量 5
3、 价值回归的时点已经来临 7
4、 风险提示 7

图表目录

图 1： 本周（6 月 15 日）以来，周期股“逆袭” 3
图 2： 今日（6 月 18 日），周期股延续涨势，涨幅排名进一步提升 3
图 3： 对周期板块的涨幅要求较低，部分行业低于 1% 4
图 4： 利率中枢确认上移 6
图 5： 许多行业的负债率历史分位数已低于 50% 6
图 6： 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” 7

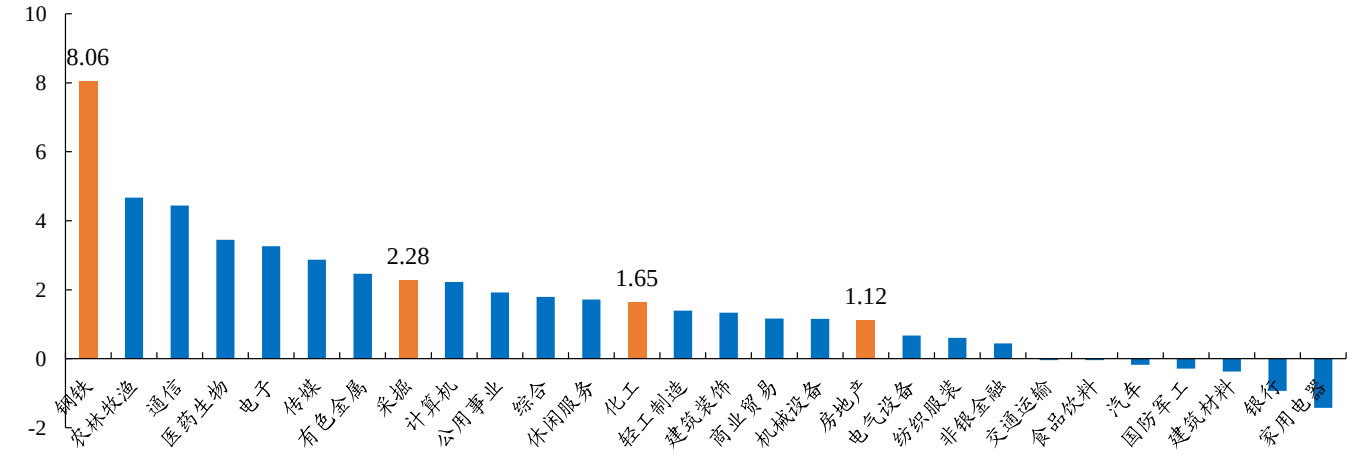
表 1： 周期行业的隐含增长率极其悲观，即使成长属性个股也不例外 5

1、 周期股出现“逆袭”信号

5 月 31 日我们开始发布“风格切换”系列报告，提示在资金“脱虚入实”的过程中，无风险利率上行使得投资者更加关注短期，而在这个过程中景气复苏的节奏有利于价值板块。

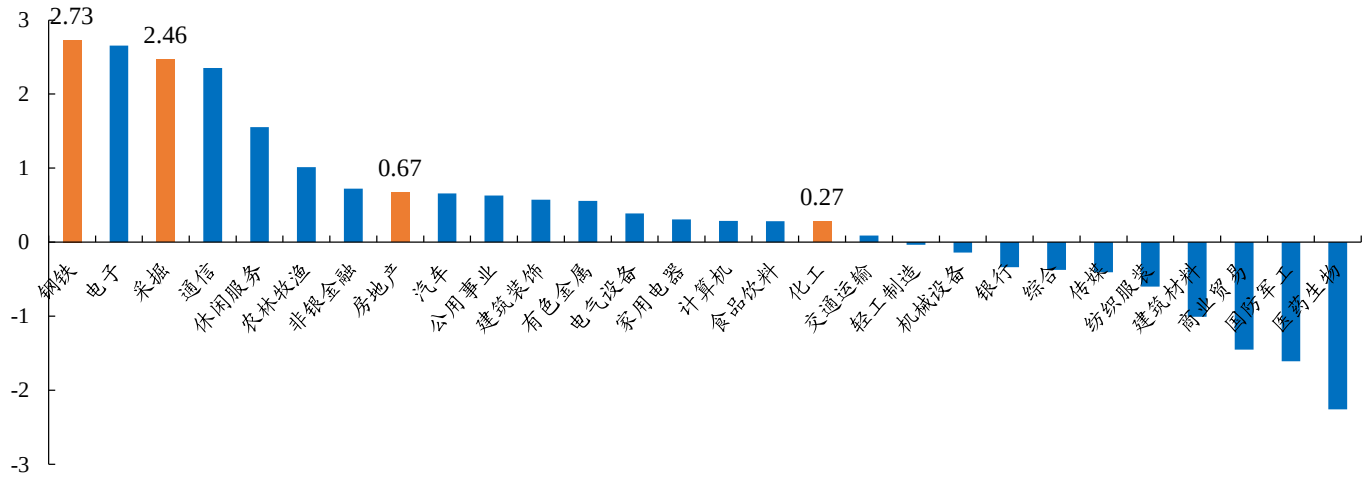
本周顺周期行业板块大幅上涨，体现出明显的风格切换信号。本周（6 月 15 日起）以来，钢铁、采掘、化工、房地产等顺周期板块的涨幅“逆袭”，在全行业中排名第一、第八、第十三和第十八，6 月 18 日当天，以上行业延续涨势，钢铁（+2.73%），采掘（+2.46%），房地产（+0.67%），化工（+0.27%），在全行业中的涨幅排名进一步提升，位列第一、第三、第八和第十七。

图1：本周（6 月 15 日）以来，周期股“逆袭”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：今日（6 月 18 日），周期股延续涨势，涨幅排名进一步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 弹性的来源：极低的增长预期遇到边际改善

2.1、 顺周期行业的股价蕴含极低的增长预期

顺周期行业股价的大幅反弹背后反应的是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。我们通过 DDM 模型来计算当前的估值中隐含的增长率，根据不变增长模型：

$$V_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{r-g} (1)$$

其中将D_0假设为最近一期的 EPS，V_0为当期股价，由于 r 为投资者要求的回报率，我们利用 CAPM 模型进行计算，则可将上述公式转化为：

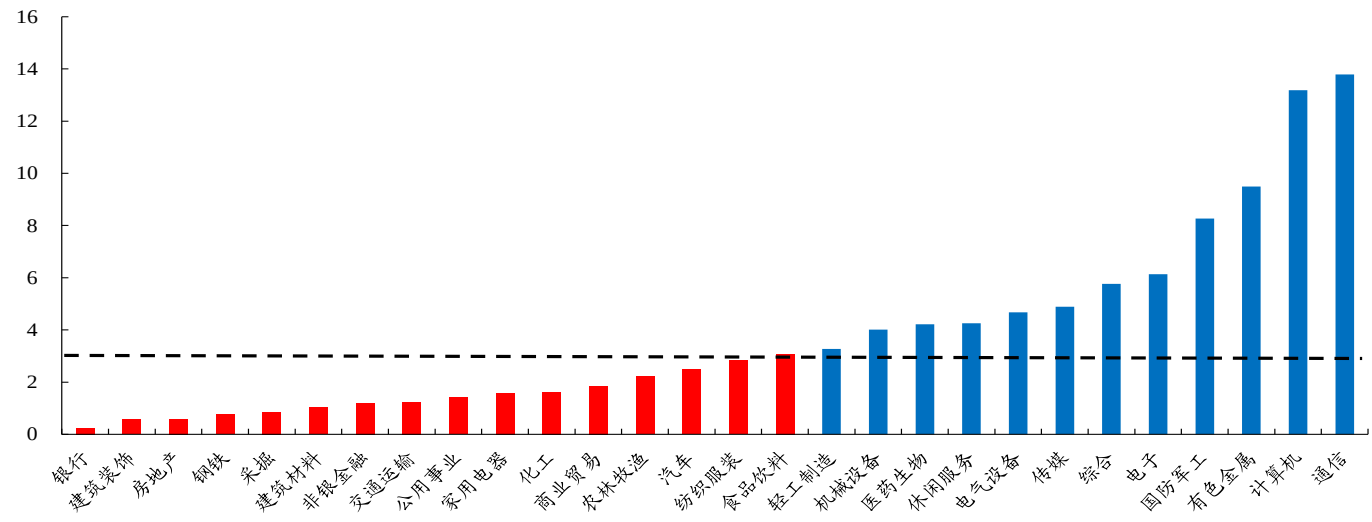
$$PE = \frac{(1+g)}{\beta(r_m - r_f) + r_f - g} (2)$$

$$g = \frac{PE * \{\beta(r_m - r_f) + r_f\} - 1}{1+PE} (3)$$

我们分别计算了各行业的隐含增长率，发现股价中包含的对周期性行业的增长预期较为低估（低于 3%），**银行、建筑装饰、房地产、钢铁、采掘、建筑材料隐含的增长率不足 1%。**同时，我们还对国证成长指数、国证价格指数成分股的隐含增长率进行了测算，值得注意的是，**周期行业的“成长风格”个股，隐含的增长率甚至低于“价值风格”个股，这种违背直觉的现象可能反应了对于周期股的增长预期已经处于比较悲观的位置，使得“龙头溢价”此时表现胜过了“成长性溢价”。**

部分投资者认为钢铁板块的上行来源于 IDC 转型预期，我们认可 IDC 转型带来的定价逻辑转变，但是我们认为，背后更深层次的逻辑是，对于账面资产的过于低估，都有可能出现上行风险。我们认为，市场需要重新计量，周期为主的价值板块拥有的资产、社会资源在经济转型中的地位。价值板块当下亟待修复的，至少是此类资产的“期权价值”。

图3：对周期板块的涨幅要求较低，部分行业低于 1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：周期行业的隐含增长率较为悲观，即使成长属性个股也不例外

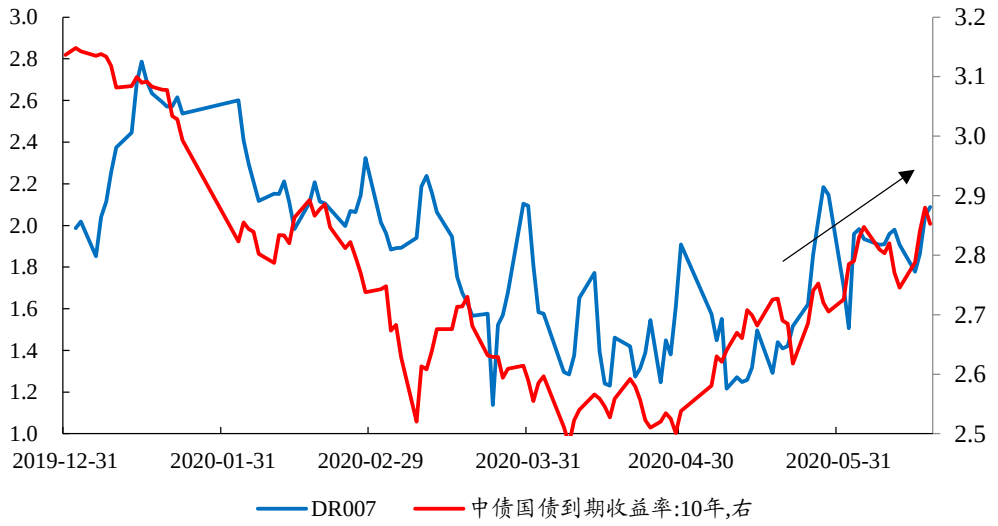
行标签	成长加权隐含增长率%（A）	价值加权隐含增长率%（B）	A/B
银行	0.09	0.38	0.25
房地产	0.42	0.53	0.80
建筑材料	0.91	1.55	0.59
采掘	0.97	1.32	0.73
家用电器	1.26	1.70	0.75
公用事业	1.32	1.46	0.91
商业贸易	1.61	1.31	1.23
钢铁	1.61	0.97	1.67
农林牧渔	1.80	1.16	1.56
交通运输	2.02	1.19	1.69
轻工制造	2.33	0.95	2.45
机械设备	2.42	1.14	2.11
纺织服装	2.46	1.11	2.22
食品饮料	2.93	1.22	2.39
非银金融	3.10	0.60	5.16
国防军工	3.12	-	-
休闲服务	4.25	2.34	1.82
汽车	4.28	0.97	4.41
总计	4.99	0.89	5.60
传媒	5.37	2.12	2.54
化工	5.44	1.14	4.77
电气设备	5.55	1.83	3.03
医药生物	5.82	2.22	2.62
通信	5.85	1.44	4.06
建筑装饰	7.39	0.42	17.70
电子	8.30	2.90	2.86
计算机	10.42	-	-
有色金属	16.55	1.76	9.43

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 边际改善：信用扩张的力量

在无风险收益率上行阶段，对于股票未来收益的折现期将更短。我们认为这种收益率上行更多体现为以 DR007、国债收益率为主的金融市场，而实体融资利率将在系列政策引导下相对稳定。短期来看，值得关注的是周期行业确定性的景气上行所带来的盈利回升，而这种景气上行来源正是由“信用扩张”。

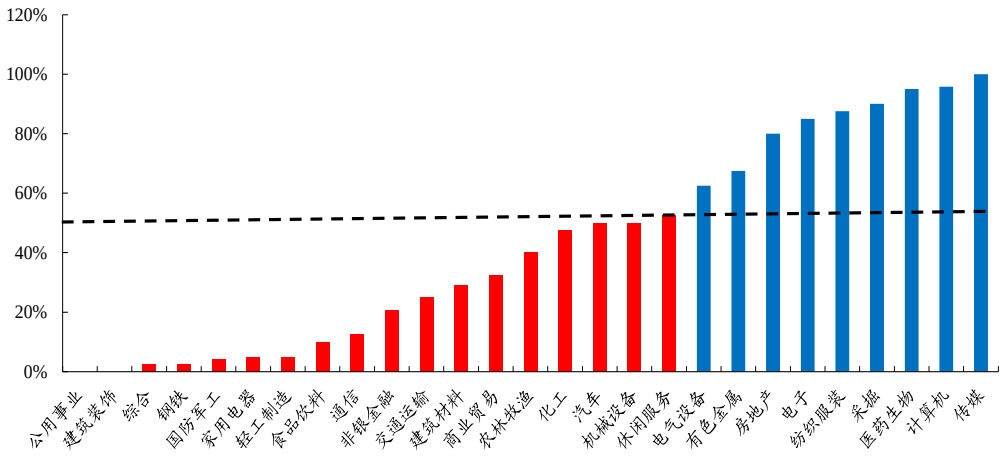
图4：利率中枢确认上移



数据来源：Wind、开源证券研究所

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，而在疫情后的经济复苏阶段，货币政策引导“信用扩张”将有利于这些行业拉动总需求。李克强总理 6 月 17 日主持召开国务院常务会议，部署引导金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元，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”，在此次“信用扩张”中将率先获得“让利”**，这一定程度会带来较明显的传统顺周期需求。

图5：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6：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

3、 价值回归的时点已经来临

信用周期已经无声开启，M1-M2 同比增速差的反弹指示脱虚入实的趋势已经出现。流动性进入实体的过程，一方面将伴随以国债收益率中枢上移为指示的金融市场流动性的边际减弱；另一方面，就是周期性板块迎来景气度的回升。**投资者把经济周期是否开启过度聚焦于政策在地产、基建上的发力程度，而忽略了信用对总需求拉升的客观规律，**我们发现经过“去杠杆”之后，企业的资产负债表已经大幅修复，目前具有加杠杆的空间，伴随聚焦“信用扩张”的货币政策，总需求将拉升。

当下市场面临的一个抉择是，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极端化了这一趋势。如果承认 5 月以来经济有更多复苏的信号，我们应该意识到顺周期板块在短期的盈利弹性；而如果接受无风险利率中枢的上移，投资者也应该从贴现率的角度开始更关注短期。**边际改善的信号正在集中出现，价值回归的时点已经来临，建议配置顺周期型价值股，主要行业分布为:化工、煤炭、建材、工程机械、建筑、房地产、非银。**

4、 风险提示

疫情反复；货币政策超预期宽松，利率大幅下行。

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