2020 年 12 月 27 日

策略研究团队

“通胀交易”操作手册——2021 年“新共识”系列（四）

——投资策略专题

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

● **2021 年的再通胀交易：从预期交易走向现实布局**

展望 2021 年，伴随疫苗逐步落地，全球的“通胀预期”交易将逐步转向由全球经济复苏共振驱动的通胀与复苏交易。从历史可比路径看，本轮再通胀将以输入+供给推动型为主导，研究上游资源品到中上游工业品的传导机制将成为寻找上市公司 ROE 弹性来源的核心，而中国的出口与制造业投资两大驱动力则将帮助我们对上述机制作更深入的了解。结合开源策略团队《2021 年新共识》系列论述，由通胀带来的周期性行业的盈利弹性将成为 2021 年重要回报来源。

● **评估通胀的产业链传导路径：上游＞中上游＞下游＞中下游**

我们用“应收账款周转率/应付账款周转率”的比值大小作为判断一个行业的议价能力大小的依据，以衡量其在面对上游原材料价格上涨或者下游终端产品价格上涨时能否转嫁成本或者抢占更多利润，该比值越大说明议价能力越强。我们发现以 2014-2015 作为分水岭，上、中游企业整体呈现出相对议价能力的提升，当下议价能力的整体排序为：上游＞中上游＞下游＞中下游。上述评价标准可以从 PPI 与 CPI 分项数据得到佐证：2016 年后从上游→中上游→中下游的传导基本上很顺畅，但是从中下游→下游则存在一定的问题。从这个角度看，**在未来出现通胀的情景下，上游和中上游周期品的受益程度会更为直接。**

● **通胀交易的本质：以商品价格为线索寻找企业的 ROE 弹性：**

通胀交易本身仍是基于盈利能力的交易，投资者需要以价格为线索考虑行业格局以寻求 ROE 弹性。行业 ROE 与 PPI 具有较强相关性且弹性较大的行业有：煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业、纺织业、造纸及纸制品业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、黑色/有色金属冶炼及压延加工业。**部分行业特征的转变为寻找行业格局改善的β+α型公司提供了线索：**过去行业 ROE 与 PPI 或 CPI 具有强相关性，但近年来 ROE 与价格指标呈现出上行有弹性且下行有韧性的特征：**化学纤维制造业、家用电器是典型。**

● **三大要素构建通胀交易组合：“欠债”少+议价能力强+需求拉动**

通胀交易正在从预期走进现实，投资者的 2021 年通胀交易的最优组合应该具备以下三种特征：处于全球大宗商品上涨链条中，且在产业链中具备良好议价能力；下游匹配出口与制造业投资的原材料与中间品的需求；估值水平看，前期收益率并未明显抢跑 ROE 形成估值透支。基于上述因素的综合考量，最终受益的细分行业集中在：（1）透支程度相对于议价能力被低估的行业：**钢铁（板材）、大炼化、动力煤、油服、纺织制造**；（2）估值仍在合理区间，具备高景气基础的：**化工（钛白粉、化纤、氟化工）、乳制品、有色金属（铜、铝）、交运（集运）以及家电。**

● **风险提示：**全球经济复苏不及预期；国内信贷收缩超预期；测算误差。

相关研究报告

《投资策略周报-跨年行情有，重在调结构》-2020.12.20

《投资策略专题-还“周期”以成长：制造业的十年一跃》-2020.12.17

《投资策略周报-周期行情：从“破晓”走向“黎明”》-2020.12.13

目 录

1、 投资角度认知“通胀”：下游较难受益 4
1.1、 通胀的来源：中上游工业品与下游食品 5
1.1.1、 PPI 式通胀：重点关注上游资源品到中上游工业品的传导 5
1.1.2、 CPI 式通胀：食品项 VS 非食品项 6
1.2、 通胀的传导：不同行业的议价能力 7
2、 从“涨价”到 ROE：议价能力与成本优势 9
2.1、 行业 ROE 相对于 PPI 的相关性与弹性 9
2.2、 行业 ROE 相对于 CPI 的相关性与弹性 11
3、 2021 年通胀的演绎：原材料与中间品的再通胀 13
3.1、 PPI：海内外供需错配，出口与制造业投资将成为驱动力 13
3.2、 CPI：重点关注交通和通信、乳制品、家用器具的回暖 17
4、 行业配置：“欠债”少+议价能力强+受益出口与制造业投资 17
5、 风险提示 18

图表目录

图 1： 通胀的不同表现形式：PPI 与 CPI 之间的传导机制在 2014 年之后“失灵了” 4
图 2： 从相关性来看，原材料工业＞加工工业＞采掘工业 5
图 3： 中上游工业企业营收占比远高于上游开采业 5
图 4： 以原油、铁矿石为代表的上游资源品价格同比与 PPI 同比之间的相关性也很强 6
图 5： 2018-2019 年黑色金属矿采选业的 PPI 与黑色金属冶炼及压延加工业的 PPI 出现了明显的背离 6
图 6： CPI 食品项的波动很大，是 CPI 式通胀主要来源 6
图 7： 2017-2018 年在猪价拖累的情况下 CPI 仍上行 6
图 8： 按照证监会大类行业分类的各个行业议价能力变化趋势 7
图 9： 议价能力：上游＞中上游＞下游＞中下游 8
图 10： 上中游的 PPI 传导至下游 PPI 往往并不顺畅 8
图 11： 下游 PPI 传导至 CPI 也会存在背离 8
图 12： 煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大 9
图 13： 纺织业、造纸及纸制品业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大 9
图 14： 石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大 9
图 15： 黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大 9
图 16： 非金属矿物制品业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大 10
图 17： 2016 年受原油价格大幅上涨影响，石油和天然气开采业 PPI 大幅上行，但对应的 ROE 却没有明显提升 10
图 18： 金属制品业的 ROE 相对于 PPI 的弹性并不大 10
图 19： 黑色金属矿采选业 2016 年之后 ROE 明显滞后于 PPI 11
图 20： 2018 年 6 月-2019 年 9 月非金属矿采选业的 PPI 下行，但 ROE 仍在上行 11
图 21： 2019 年 3 月-2020 年 5 月化学纤维制造业的 PPI 下行，但 ROE 仍在上行 11
图 22： 2018 年 3 月至今专用设备制造业的 PPI 下行，但 ROE 震荡上行 11
图 23： 畜牧业的 ROE 与 CPI 的畜肉类分项相关性高且弹性大 12
图 24： 石油加工、炼焦及核燃料加工业的 ROE 与 CPI 的交通工具用燃料分项相关性高且弹性大 12
图 25： 租赁业的 ROE 与 CPI 的租赁房房租分项相关性高且弹性大 12
图 26： 铁路/道路运输业的 ROE 相对于交通工具的 CPI 弹性并不大 12
图 27： 2018 年之后农业的 ROE 便基本上与 CPI 的粮食分项产生了背离 12

图 28： 2019 年渔业的 ROE 并未随着 CPI 的水产品分项回升而改善 12
图 29： 家用电器的 ROE 相较于家用器具的 CPI 而言具有较强的韧性 13
图 30： 酒、饮料和精制茶制造业的 ROE 在酒类 CPI 下行时仍具备很强的韧性 13
图 31： 从目前 PPI 的恢复结构上看，处于输入型通胀的初期。而如果对标 2016 年以来的 PPI 高点，则拉动空间的排序为：石油＞煤炭＞黑色金属＞化工＞有色＞非金属矿物制品 14
图 32： 有色金属中以铜铝为代表，基差近期再次扩大 14
图 33： 金铜/金铝比均大幅下行，接近 2016 年 Q4 的水平 14
图 34： 钢材中热轧卷板的基差已经接近历史高点，而螺纹钢与线材的基差还处于历史低位 15
图 35： 黄金/铁矿石已经达到历史低位，而黄金与螺纹钢、线材以及热轧卷板的比值接近 2016 年 Q4 的水平 15
图 36： 焦煤仍深度贴水，而动力煤已经转为升水 15
图 37： 金煤比也处于 2016 年 Q4 相当的水平 15
图 38： 金油比已经回到 2020 年 2 月时的水平，历史上可比时期是 2016 年 Q1 15
图 39： 在输入型通胀的逻辑下，这些行业的 ROE 弹性具备较大的上升概率：煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、石油加工、炼焦和核燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、黑色/有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、纺织业 16
图 40： 交通和通信、乳制品、家具、教育文娱业的回暖趋势较为明显 17
图 41： 从议价能力与 ROE 透支水平的匹配而言，板材、油服工程、动力煤、石油化工、纺织制造最具性价比，而钛白粉、铜、铝、乳制品、化学纤维、家电、交运以及氟化工则匹配程度合理，电子化学品、有机硅以及涂料油墨颜料存在相对高估 18

10 月初以来 A 股出现了明显的通胀预期交易行情，与通胀相关的基本工业金属、石油化工板块都有较好的表现，成为周期价值股行情的主力。其背后特征是：由于疫苗推动本身与经济复苏强相关，市场在预期未来的全球经济复苏共振将会带来通胀回归，从而进行“通胀预期”的交易。全球经济复苏走向共振具有路径确定性，但具有时间点的不确定性，这一方面意味着基于“通胀预期”的交易必然会出现反复，但同样意味着它将反复出现并具有持续性。通胀与经济的演绎将是 2021 年股票市场的核心问题之一，但结构上布局“胀”则是较好的相对收益来源。本文重心不在于讨论通胀出现的形式与可能性本身这一宏观命题。我们的研究重心是基于路径演绎的假设，寻找 A 股市场内部最好的通胀交易资产。

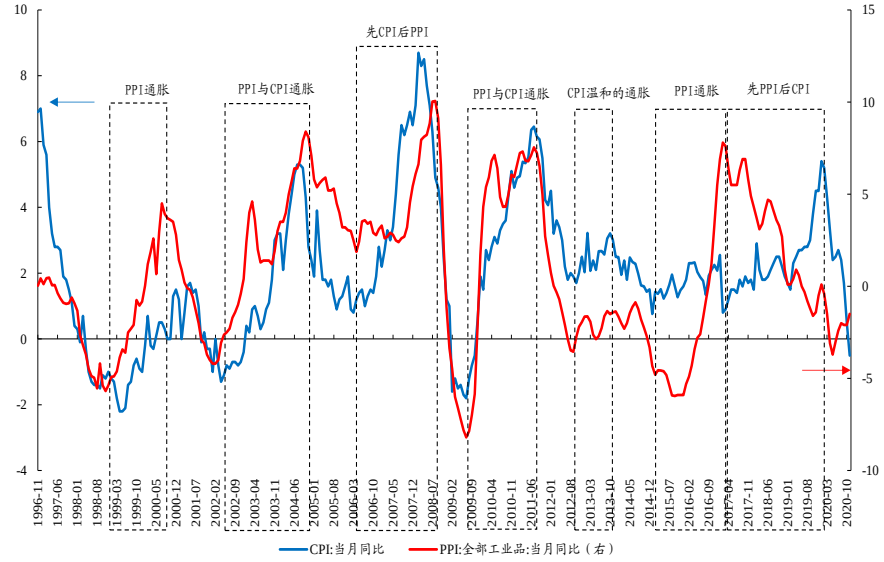
同样的，基于开源策略 2021“新共识”系列（一）的基准假设：ROE 的弹性将决定行业在 2021 年的表现，不同行业对价格呈现的 ROE 弹性以及对应的股价表现，将成为我们在 2021 年找到最佳通胀交易板块的重要线索。

1、 投资角度认知“通胀”：下游较难受益

在自下而上成为主导的当下，我们首先对于“通胀”这一概念给予一定的说明。**通胀的类型以及来源对于部分行业的 ROE 弹性判断十分重要**。

历史上看，通胀分为两类：**我们将 PPI 向 CPI 传导的通胀称之为“成本推动型通胀”，而 CPI 向 PPI 传导的通胀称之为“需求拉动型通胀”**。我们会发现 PPI 与 CPI 之间的传导机制在 2014 年之后便“失灵了”，甚至出现了明显的背离，出现这种背离的原因：一方面是由于 CPI 与 PPI 之间的传导机制其实并非简单的线性传导，而是非线性；另一方面，由于 CPI 与 PPI 来源不统一，因此这种传导机制会被各自存在的通胀惯性[1]所削弱。所以面对这种背离，从服务投资角度出发：**第一，要判断通胀的来源**，从而分清楚是哪一种类型的通胀，这对于上中下游各个行业 ROE 弹性的判断十分重要；**第二，要判断上下游的传导路径**，近年来传导机制失灵意味着成本或者需求传导不顺畅，这会导致上中下游行业利润分配不平衡，也会影响其 ROE 水平。

图1：通胀的不同表现形式：PPI 与 CPI 之间的传导机制在 2014 年之后“失灵了”



数据来源：Wind、开源证券研究所

[1] 是指比如 PPI 上行变动对 CPI 存在推动，然而如果 CPI 自身处于上行或者下行的趋势，则这种推动作用会被放大或抵消。

1.1、 通胀的来源：中上游工业品与下游食品

通胀是一个总量的结果，但背后的来源各有不同。关于通胀的来源有以下两点核心的结论：

第一，需要区分来源与影响因素的概念。我们从两个角度共同衡量通胀的来源，一个是相关性，另一个是拉动作用（权重*变动幅度）。

（1）对 PPI 而言，虽然上游资源品价格是影响 PPI 的关键因素（相关性很强），**但由于权重不同，最终拉动 PPI 上行的主要是中上游工业（比如石油化工加工业、金属冶炼加工业）产成品的价格上涨，**即存在如果上游资源品涨价但中上游工业品并不涨，则 PPI 也并不会上行的可能，而这种情况无疑对于中上游工业企业的盈利是十分不利的。

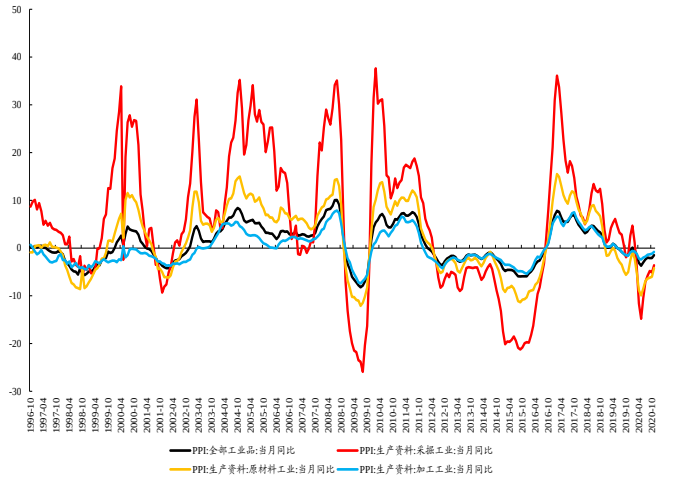
（2）对于 CPI 而言，**CPI 式通胀的主要来源是食品项**，非食品项的权重虽然很高，但波动并不大，因此最终的拉动作用也不大，很难成为 CPI 高企的源头。

第二，单一因素引起的 PPI 或者 CPI 的上行并不能称之为通胀。通胀本身的概念就是指一揽子商品价格的全面上涨，单一因素价格的上涨大部分时候并不能拉动整体 PPI 或 CPI 上行，如 2017-2018 年的油价与铁矿石价格的先后上涨均未带动 PPI 上行；但有时候也可能由于单一因素的价格波动过大，也能导致整体 PPI 或 CPI 上行，典型的如 2019 年的猪价，但我们认为这种情形并不能称之为通胀，与之相佐证的是同期央行货币政策并未因为猪价上涨导致的 CPI 上行而有明显的调整。

1.1.1、 PPI 式通胀：重点关注上游资源品到中上游工业品的传导

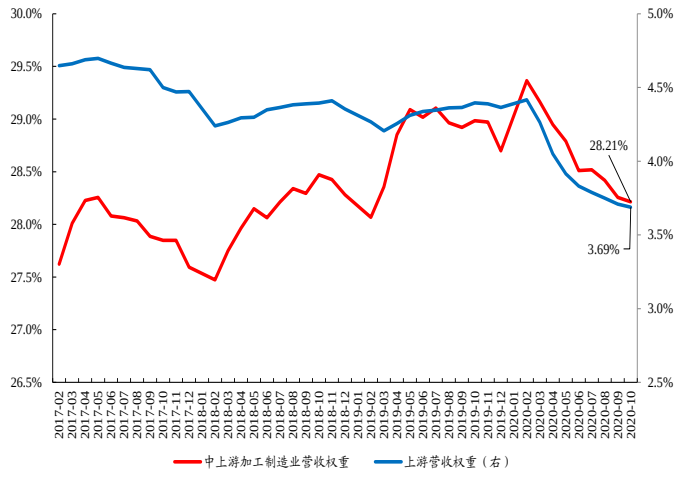
从相关性来看，与 PPI 最相关的分项是生产资料（0.99），其中原材料工业（0.97）＞加工工业（0.94）＞采掘工业（0.88）。从对 PPI 拉动的角度来看，中上游工业加工成品[2]的拉动要比上游资源品[3]的拉动要大，原因在于中上游工业品的加工制造业营收占比（近似于 PPI 的权重）远高于上游开采业，所以 **PPI 式通胀主要反映的是中上游工业企业加工之后的产成品价格上涨。**

图2：从相关性来看，原材料工业＞加工工业＞采掘工业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：中上游工业企业营收占比远高于上游开采业



数据来源：Wind、开源证券研究所

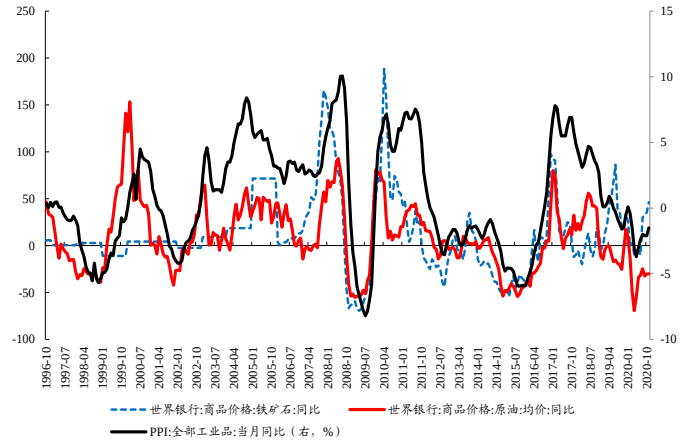
[2] 中上游加工制造业指石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、黑色/有色金属冶炼及压延加工业以及非金属矿物制品业。

[3] 上游指煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属/有色金属/非金属矿采选业、开采专业及辅助性活动以及其他采矿业。

由于上游资源品价格上涨传导到中上游工业企业基本顺畅，因此上游资源品价格同比与 PPI 同比之间的相关性也很强，按照 1996 年 10 月以来的相关性排序：原油（0.68）＞铝（0.66）＞铁矿石（0.63）＞铜（0.61）。

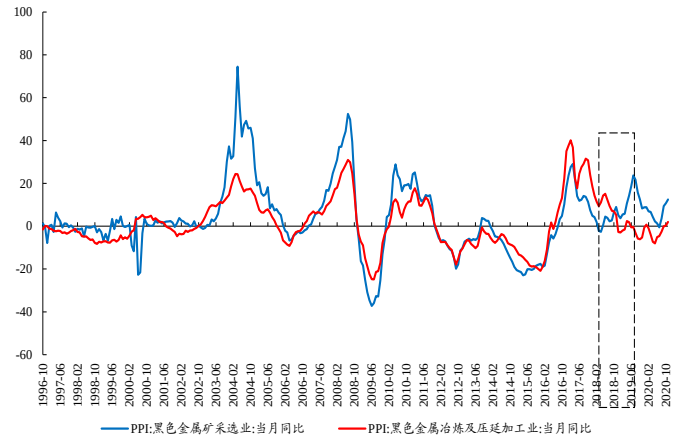
尽管如此，需要注意的是**单一资源品价格的上涨不是 PPI 式通胀的充分必要条件**，因为从总量上看结构之间出现的分化可能因此而相互抵消，比如 2017-2018 年原油和铁矿石的价格先后上涨，但是我国全部工业品的 PPI 同比整体一直处于下行的趋势中，主要原因在于 2017 年 PPI 上行最重要的贡献来自于黑色金属冶炼及压延加工业，而到了 2018 年虽然铁矿石的价格大幅上涨，但由于黑色金属冶炼及压延加工业的 PPI 仍处于下行，二者出现了明显的背离，因此 PPI 整体下行趋势并未发生扭转。

图4：以原油、铁矿石为代表的上游资源品价格同比与 PPI 同比之间的相关性也很强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2018-2019 年黑色金属矿采选业的 PPI 与黑色金属冶炼及压延加工业的 PPI 出现了明显的背离

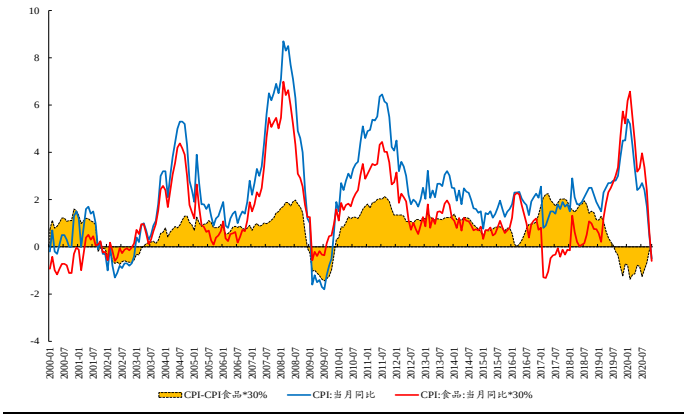


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1.2、 CPI 式通胀：食品项 VS 非食品项

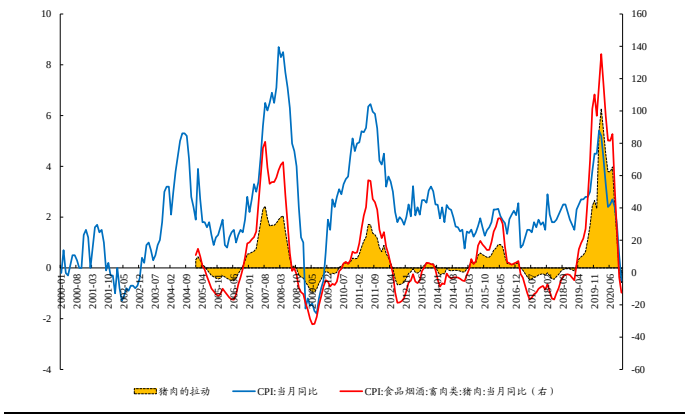
对 CPI 而言，相关性最高的是食品项与消费品项，从拉动的角度来看，尽管食品项的权重仅为 30%左右，然而由于波动比非食品项大得多，**因此历次 CPI 式的通胀主要来源于食品项**。我们会发现 2017-2018 年非食品项的贡献明显高于了食品项，一方面可能与 PPI 的上涨滞后传导有关，另一方面也说明了那个时期居民的“消费升级”和服务业价格的回升在食品项的主导向下时，也很难带来整体的通胀。

图6：CPI 食品项的波动很大，是 CPI 式通胀主要来源



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2017-2018 年在猪价拖累的情况下 CPI 仍上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 通胀的传导：不同行业的议价能力

通胀的传导是指企业在面临上游原材料价格上涨或者下游终端产品价格的上涨时，是否有能力将成本向下或者向上进行转嫁。这种转嫁能力我们可以理解为议价能力，体现到财务报表上则表现为应收账款周转率和应付账款周转率的大小，我们用**“应收账款周转率/应付账款周转率”**的比值大小作为判断一个行业的议价能力大小，该比值越大说明议价能力越强。通过计算结果我们发现：

第一，对于具体行业而言：

（1）从 2020 年 Q3 当期的议价能力来看，排名靠前的行业集中在**黑色金属开采和加工业、煤炭开采和加工业、租赁/住宿/仓储/餐饮业以及汽车和家具制造业**；排名靠后的行业主要集中在**运输业、文化艺术/体育以及相应的用品制造业、皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业、房屋建筑业**等。

（2）从长期的变化趋势来看，议价能力处于上升通道的行业集中于上游开采（**黑色/有色金属/非金属/煤炭**）、中上游工业加工制造（**石油炼焦、有色、化学原料和制品**）、下游**食品加工、家具制造**等行业；而处于下降趋势的行业有**石油和天然气开采、化纤、纺织皮革、电气机械和器材、造纸、运输、餐饮**等。

（3）从 2020 年 Q3 相对于 Q2 的变化来看，出现议价能力明显提升的行业有：**黑色金属开采和加工业、餐饮/租赁/住宿/仓储/批发业、家具和汽车制造业**；出现明显下降的行业有：**机动车、电子产品和日用产品修理业、房屋建筑业、有色金属冶炼和压延加工业**。

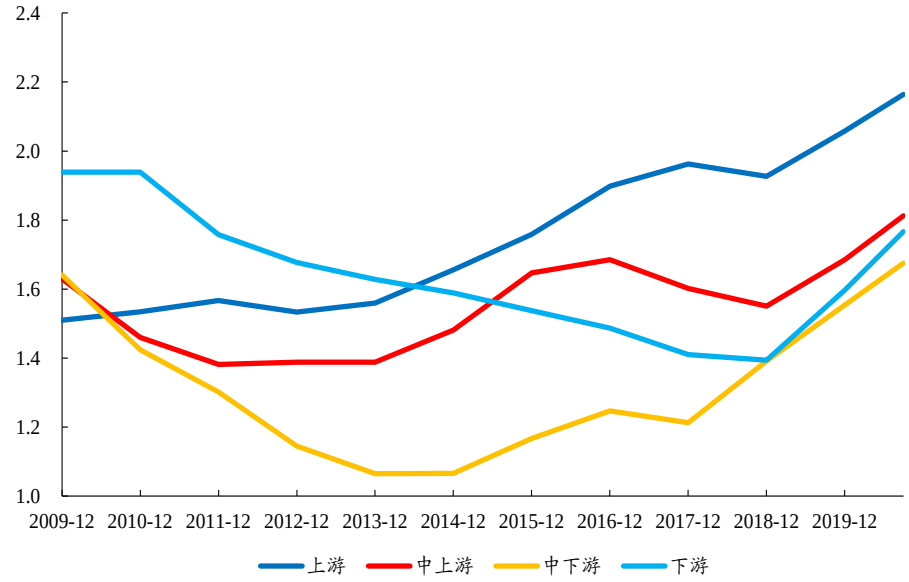
图8：按照证监会大类行业分类的各个行业议价能力变化趋势

行业的应收账款周转率/应付账款周转率	2020-09-30	上下游划分	趋势图	长期趋势	2020年Q3-Q2	行业的应收账款周转率/应付账款周转率	2020-09-30	上下游划分	趋势图	长期趋势	2020年Q3-Q2
黑色金属矿采选业	21.11	上游		上升	4.67	土木工程建筑业	1.74	下游		平稳	0.21
机动车、电子产品和日用产品修理业	9.59	下游		上升	(7.35)	畜牧业	1.68	上游		平稳	0.28
煤炭开采和洗选业	9.08	上游		上升	0.19	卫生	1.67	下游		上升	0.23
租赁业	8.89	下游		下降	0.79	水的生产和供应业	1.63	上游		下降	0.19
开采辅助活动	6.22	上游		上升	0.75	农副食品加工业	1.49	下游		上升	0.21
黑色金属冶炼和压延加工业	5.82	中上游		平稳	0.75	邮政业	1.48	下游		下降	0.10
石油加工、炼焦和核燃料加工业	5.39	中上游		上升	0.30	计算机、通信和其他电子设备制造业	1.32	中下游		上升	0.09
住宿业	4.69	下游		上升	0.78	教育	1.31	下游		下降	0.06
电信、广播电视和卫星传输服务	4.35	下游		下降	0.33	化学原料和化学制品制造业	1.30	中上游		上升	0.14
仓储业	4.02	下游		上升	0.72	房地产业	1.30	下游		下降	0.04
货币金融服务	4.02	下游		上升	(0.98)	金属制品业	1.30	中下游		上升	0.30
餐饮业	3.64	下游		下降	0.92	广播、电视、电影和影视录音制作业	1.26	下游		下降	0.19
汽车制造业	3.51	中下游		平稳	0.38	非金属矿采选业	1.20	上游		上升	0.18
家具制造业	3.27	下游		上升	0.39	橡胶和塑料制品业	1.11	中下游		上升	0.11
批发业	2.89	下游		上升	0.42	综合	1.08	下游		下降	0.10
木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	2.74	中下游		上升	0.76	林业	1.07	上游		平稳	0.25
印刷和记录媒介复制业	2.73	下游		上升	0.76	食品制造业	1.05	下游		下降	0.08
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	2.71	中下游		下降	0.33	农业	1.03	上游		下降	(0.12)
化学纤维制造业	2.61	中上游		下降	0.28	专业技术服务业	1.01	下游		上升	0.26
其他制造业	2.49	下游		下降	0.20	专用设备制造业	0.99	中下游		上升	0.14
电气机械和器材制造业	2.42	中下游		下降	0.19	石油和天然气开采业	0.95	上游		下降	0.09
其他金融业	2.42	下游		下降	0.31	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.94	下游		上升	0.05
纺织业	2.41	中下游		下降	0.27	废弃资源综合利用业	0.92	下游		上升	0.24
建筑装饰和其他建筑业	2.39	下游		上升	0.22	软件和信息技术服务业	0.89	下游		上升	0.07
公共设施管理业	2.35	下游		上升	0.75	生态保护和环境治理业	0.88	下游		上升	0.07
酒、饮料和精制茶制造业	2.31	下游		上升	0.23	仪器仪表制造业	0.86	中下游		平稳	0.10
新闻和出版业	2.24	下游		下降	0.17	渔业	0.86	上游		下降	0.13
零售业	2.24	下游		下降	0.27	水上运输业	0.81	下游		下降	(0.04)
电力、热力生产和供应业	2.22	中上游		下降	0.08	文化艺术业	0.74	下游		平稳	0.04
有色金属冶炼和压延加工业	2.22	中上游		上升	(0.22)	互联网和相关服务	0.73	下游		上升	0.09
造纸和纸制品业	2.21	中下游		下降	0.03	商务服务业	0.72	下游		下降	0.04
纺织服装、服饰业	2.06	下游		下降	0.14	装卸搬运和运输代理业	0.69	下游		上升	0.14
医药制造业	2.04	中下游		下降	0.06	道路运输业	0.57	下游		上升	0.08
研究和试验发展	1.94	下游		下降	(0.20)	保险业	0.55	下游		平稳	0.07
航空运输业	1.94	下游		下降	0.17	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.37	中下游		下降	0.02
通用设备制造业	1.90	中下游		下降	0.05	房屋建筑业	0.25	下游		下降	(0.50)
燃气生产和供应业	1.90	中上游		下降	0.38	科技推广和应用服务业	0.20	下游		平稳	0.03
有色金属矿采选业	1.81	上游		上升	0.16	农、林、牧、渔服务业	0.15	下游		上升	(0.02)
资本市场服务	1.79	下游		上升	0.06	体育	0.08	下游		平稳	0.01
非金属矿物制品业	1.76	中上游		上升	0.14	铁路运输业	0.03	下游		下降	0.00

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：季度的比值均采用 TTM 数据进行计算。

第二，对于上中下游的行业（剔除货币金融服务业，下同）而言，2014-2015 年是一个重要的分水岭，**在此之前议价能力的排序为：下游＞上游＞中上游＞中下游，而在此之后的排序为：上游＞中上游＞下游＞中下游**，下游的议价能力在 2010 年之后开始大幅下滑，一直到 2018 年才开始见底；而上游和中上游的议价能力中枢在 2011 年之后便开始逐步抬升，中下游的议价能力从 2015 年也开始触底提升。

图9：议价能力：上游＞中上游＞下游＞中下游

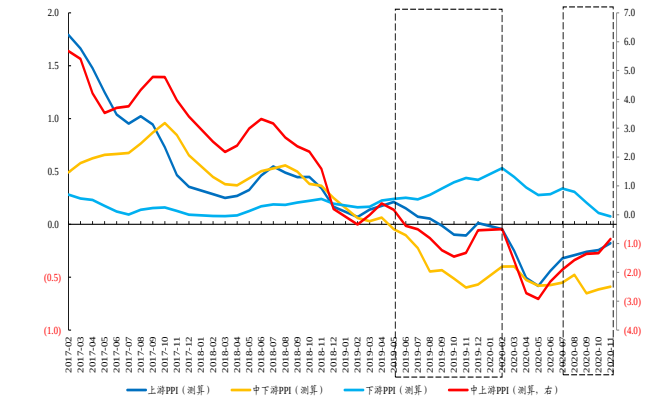


数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为应收账款周转率/应付账款周转率。

从通胀传导结果来看，也与上述议价能力的排序相互印证：**从上游→中上游→中下游的传导基本很顺畅，但是从中下游→下游则存在问题**。我们通过计算上中下游的 PPI 发现，在 PPI 内部上中游传导至下游其实并不顺畅，而下游 PPI 传导至 CPI 也会存在背离，这也就意味着在通胀的传导过程中，中下游处于最劣势的地位，由中上游传导下来的成本无法顺畅地朝下游转嫁。

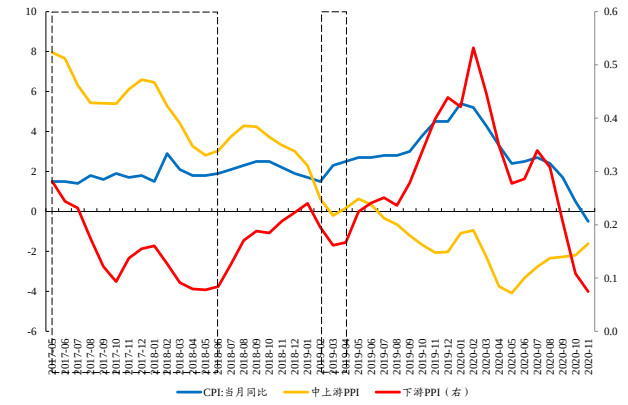
从这个意义来讲，对于下游消费品而言，基于过去框架的买入可能逻辑上不存在“通胀交易”的现实意义，更多是历史经验的习惯性行为。当下下游消费品更多取决于品牌能力与消费恢复等因素，至少不是通胀交易的弹性板块。

图10：上中游的 PPI 传导至下游 PPI 往往并不顺畅



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为各个行业 PPI 拉动绝对值=各行业营收占比*对应的 PPI 值

图11：下游 PPI 传导至 CPI 也会存在背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 从“涨价”到 ROE：议价能力与成本优势

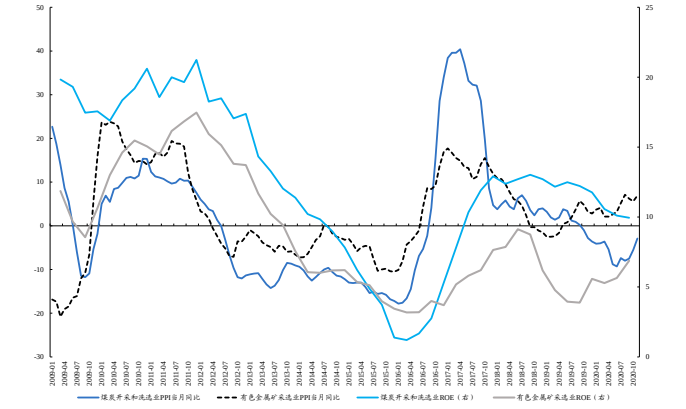
市场交易通胀，核心逻辑其实是商品涨价逻辑下对于企业盈利的改善。但由于议价能力与成本优势导致了不同产业链环节的受益能力差异很大。为了更好厘清这一问题，接下来我们分别从各个行业的 ROE 对于 PPI 与 CPI 的相关性以及弹性进行分析，得出的核心结论是：**面临通胀时，决定企业 ROE 弹性与商品价格之间的核心因素是议价能力以及控制成本的优势**。

2.1、 行业 ROE 相对于 PPI 的相关性与弹性

通过分析行业 ROE 与 PPI 之间的相关性与弹性，我们发现：

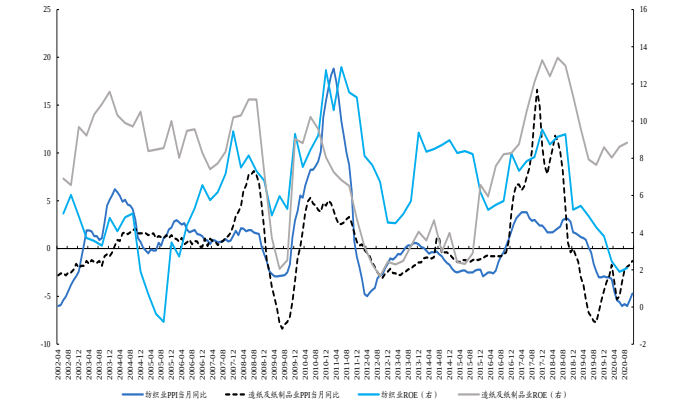
（1）行业 ROE 与 PPI 具有较强相关性且弹性较大的行业有：**煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业、纺织业、造纸及纸制品业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业**。这些行业大部分均处于上游或中上游，议价能力很强，仅有纺织业和造纸及纸制品业属于中下游，但它们的议价能力也在所有 80 个行业中分别排名 23/31。

图12：煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大



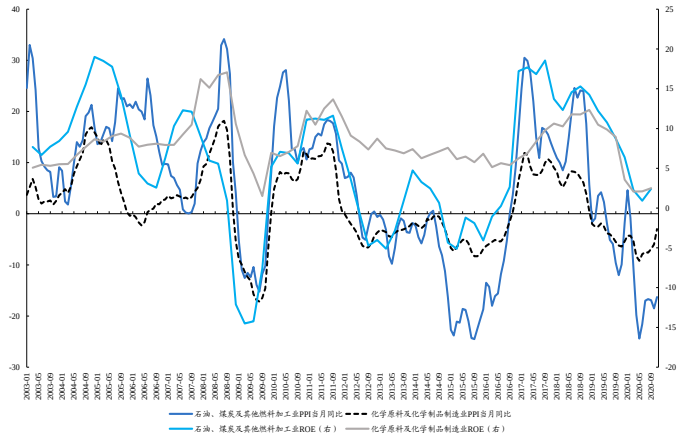
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：纺织业、造纸及纸制品业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大



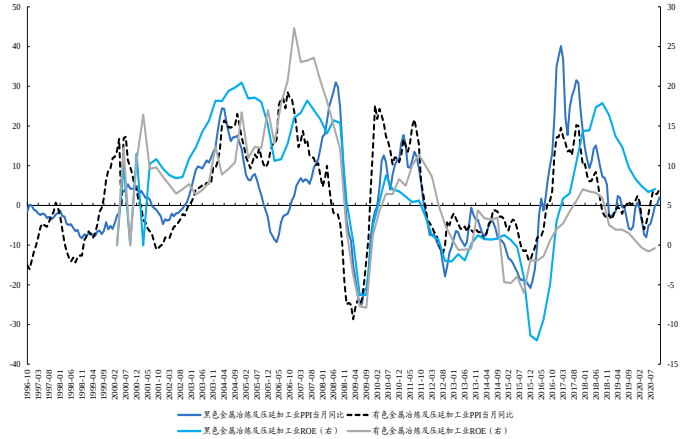
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料及化学制品制造业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大



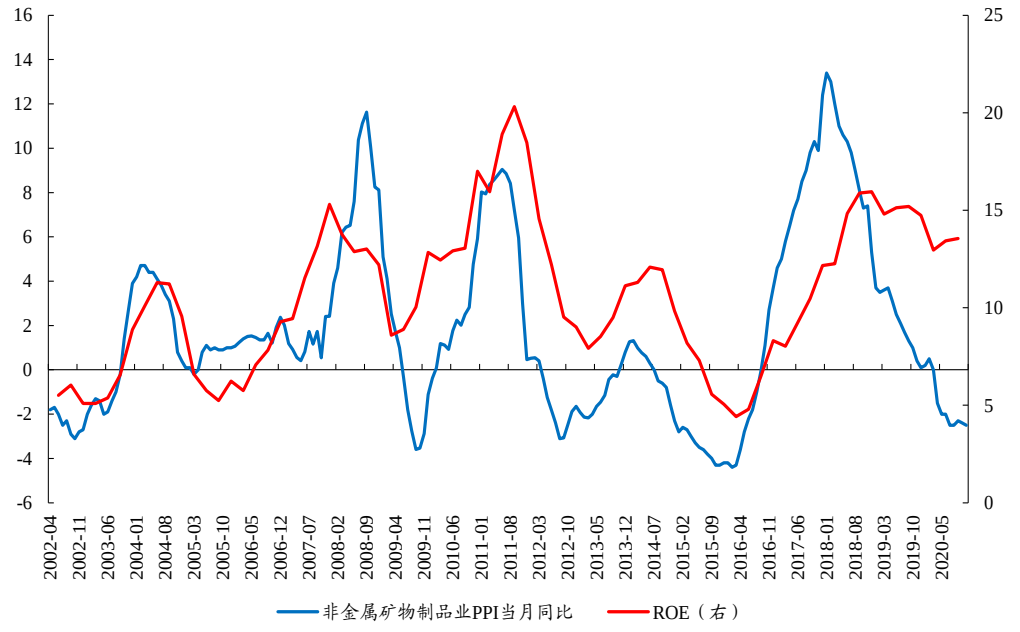
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

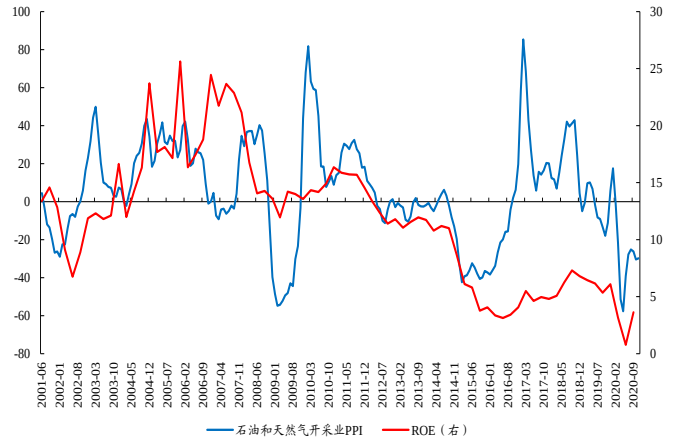
图16：非金属矿物制品业的 ROE 与 PPI 相关性较强且弹性较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

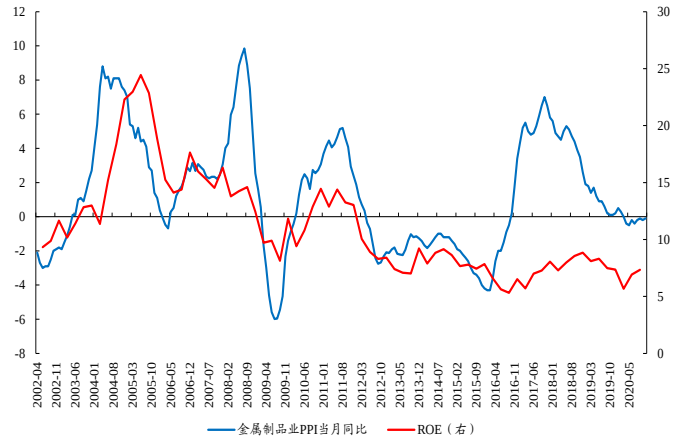
（2）行业 ROE 与 PPI 有一定的相关性，但弹性并不大的行业有：**石油和天然气开采业、金属制品业**，原因在于它们的议价能力较弱，在全部的 80 个行业中分别排名 61/51。

图17：2016 年受原油价格大幅上涨影响，石油和天然气开采业 PPI 大幅上行，但对应的 ROE 却没有明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

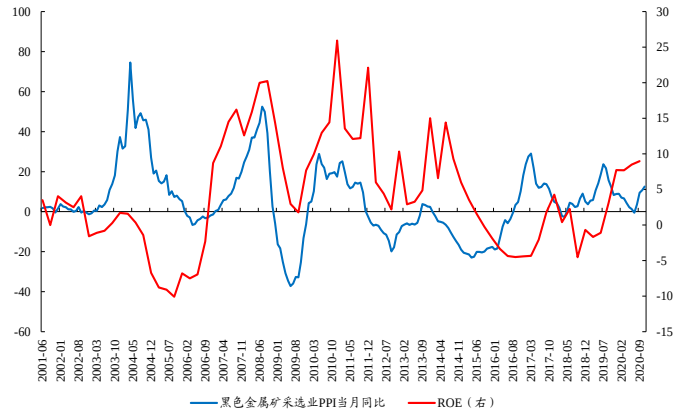
图18：金属制品业的 ROE 相对于 PPI 的弹性并不大



数据来源：Wind、开源证券研究所

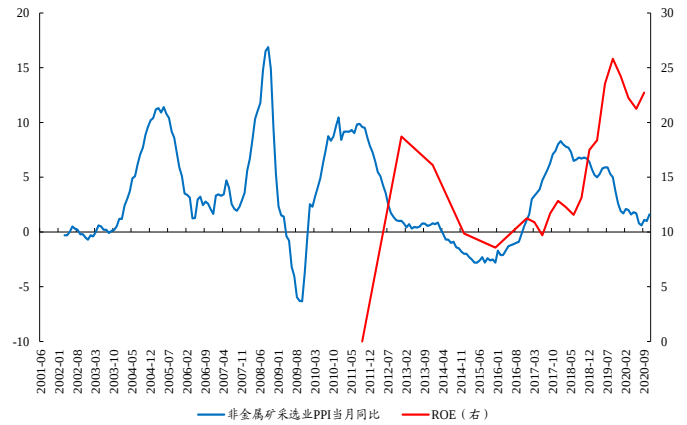
（3）行业 ROE 与 PPI 在过去具有较强的相关性，但这种相关性在近年来出现明显变化的行业有：**黑色金属矿采选业、非金属矿采选业、化学纤维制造业以及专业设备制造业**。这些行业的共同特征是在近三年来 PPI 的下行趋势中，它们的 ROE 仍能保持较高的水平。其中，黑色金属矿采选业与化学纤维制造业的议价能力较强，而非金属矿采选业和专业设备制造业议价能力较弱。但除了化学纤维制造业以外其他三个行业的议价能力均处于上升趋势中，这很大程度受益于 2016 年开始的供给侧改革，而改革的成果目前仍在发挥作用：一方面，议价能力的提升无疑有助于这些行业企业在面临价格下行时具备一定的缓冲效果；另一方面行业的成本优势也使得 ROE 能够在涨价逻辑不再时保持一定的韧性甚至弹性。

图19：黑色金属矿采选业 2016 年之后 ROE 明显滞后于 PPI



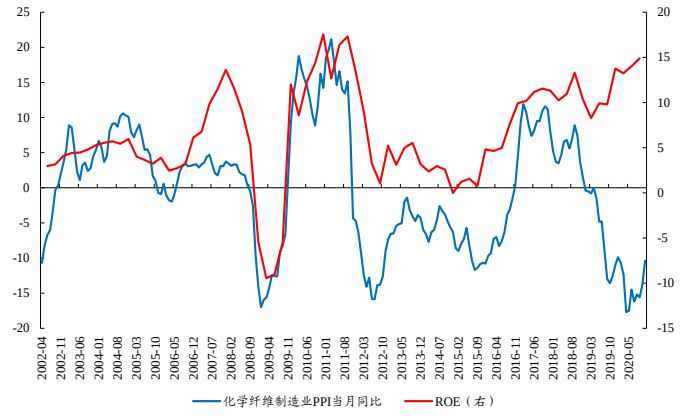
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2018 年 6 月-2019 年 9 月非金属矿采选业的 PPI 下行，但 ROE 仍在上行



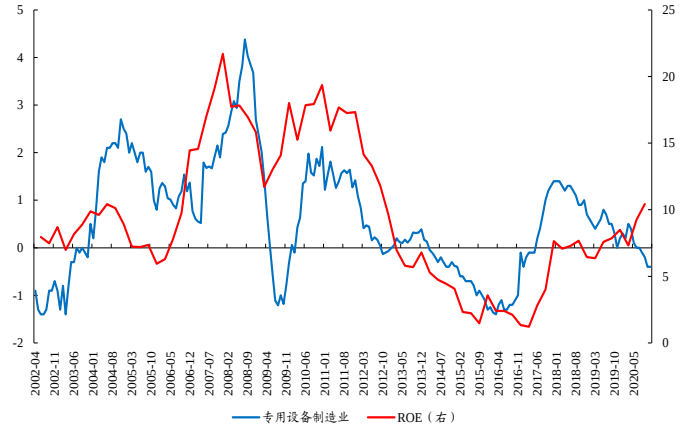
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2019 年 3 月-2020 年 5 月化学纤维制造业的 PPI 下行，但 ROE 仍在上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2018 年 3 月至今专用设备制造业的 PPI 下行，但 ROE 震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 行业 ROE 相对于 CPI 的相关性与弹性

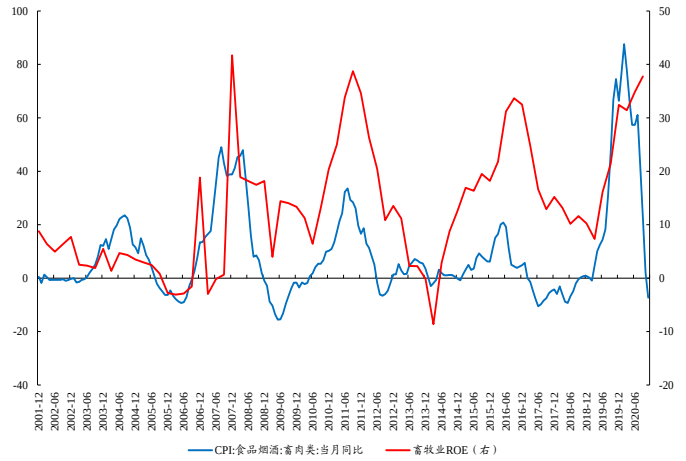
通过分析 CPI 分项与部分行业 ROE 之间的相关性与弹性，我们发现：

（1）行业 ROE 与 CPI 具有较强相关性且弹性较大的行业有：**畜牧业、石油加工、炼焦及核燃料加工业、租赁业**。这些行业的议价能力除了畜牧业排名较为靠后以外，其他两个均排名靠前。

（2）行业 ROE 与 CPI 有一定的相关性，但弹性并不大的行业有：**铁路、道路运输业**。这是由于运输业整体的议价能力（除了航空运输业）并不强，航空＞水上运输＞道路运输＞铁路运输，在所有 80 个细分行业中的排名分别为 35/68/73/80。

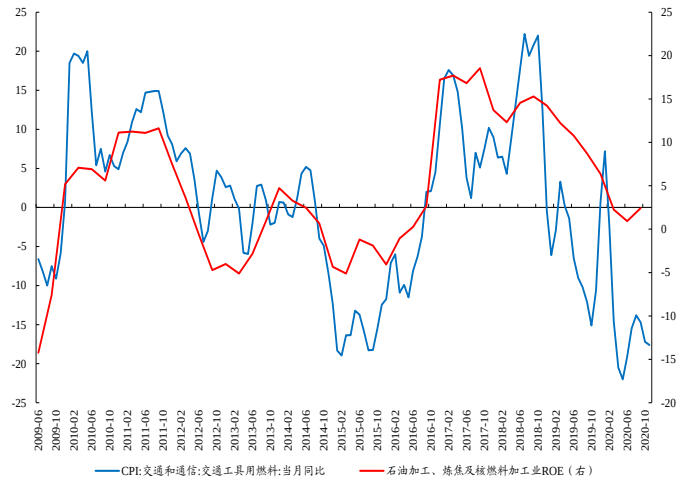
（3）行业 ROE 与 CPI 在过去具有较强的相关性，但这种相关性在近年来出现明显变化的行业有：**农业、渔业、家用电器、酒、饮料和精制茶制造业**。其中农业与渔业的 ROE 与 CPI 对应的细分项均产生了背离，而家用电器、酒、饮料和精制茶制造业则是 ROE 在面对 CPI 酒类分项下行时更具韧性，一方面这与行业议价能力强弱有关，另一方面行业集中度的不断提升有助于构建成本优势，从而保持 ROE 的韧性。

图23：畜牧业的 ROE 与 CPI 的畜肉类分项相关性高且弹性大



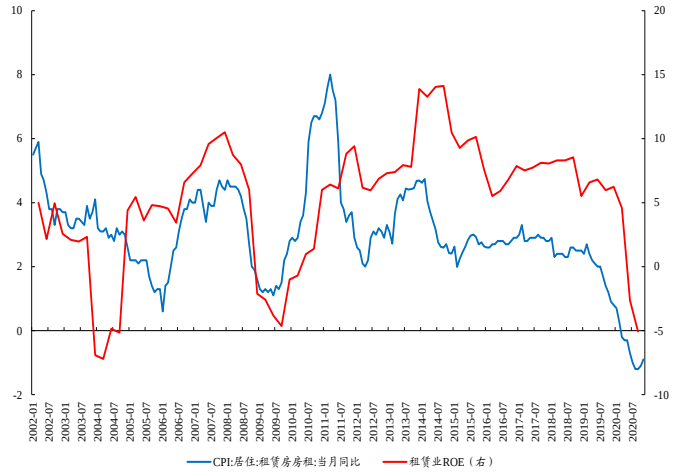
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：石油加工、炼焦及核燃料加工业的 ROE 与 CPI 的交通工具用燃料分项相关性高且弹性大



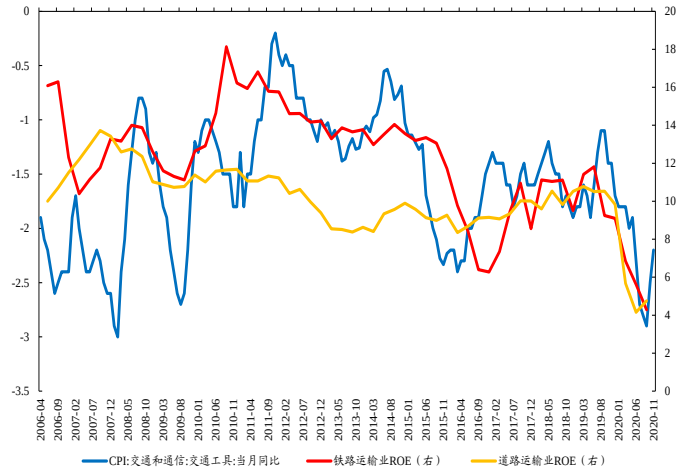
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：租赁业的 ROE 与 CPI 的租赁房房租分项相关性高且弹性大



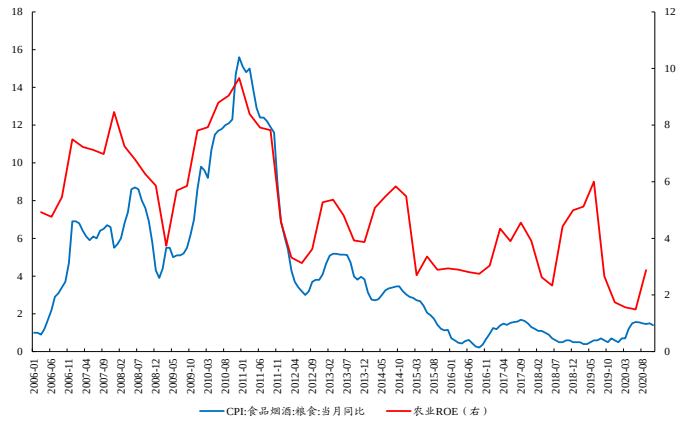
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：铁路/道路运输业的 ROE 相对于交通工具的 CPI 弹性并不大



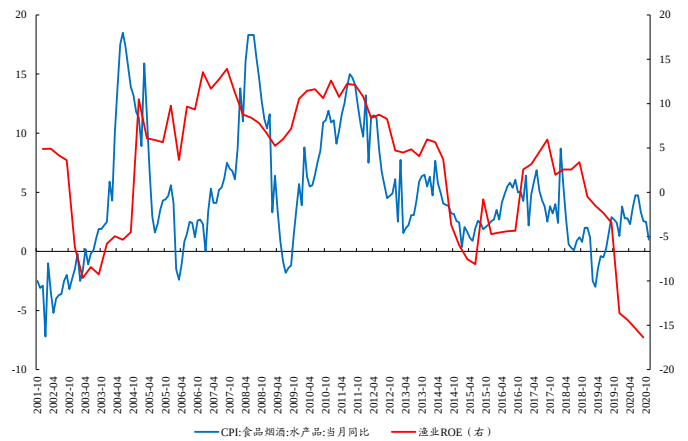
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2018 年之后农业的 ROE 便基本上与 CPI 的粮食分项产生了背离



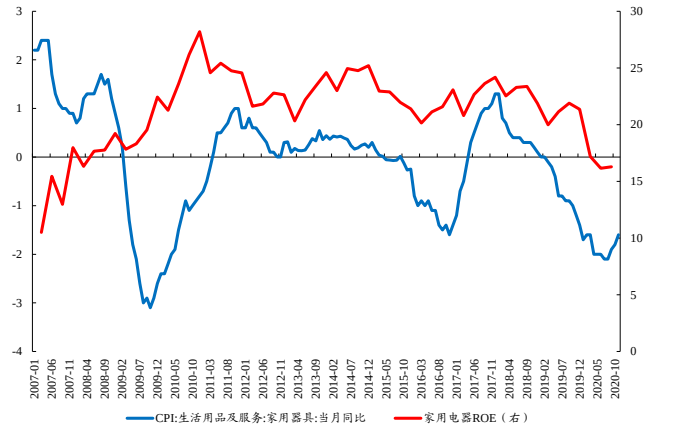
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2019 年渔业的 ROE 并未随着 CPI 的水产品分项回升而改善



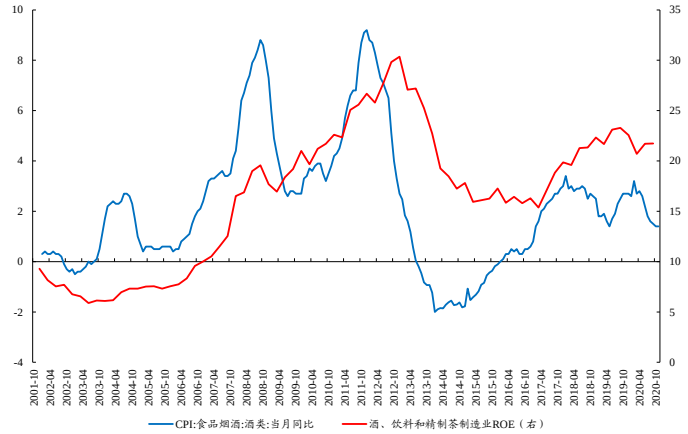
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：家用电器的 ROE 相较于家用器具的 CPI 而言具有较强的韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：酒、饮料和精制茶制造业的 ROE 在酒类 CPI 下行时仍具备很强的韧性



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 2021 年通胀的演绎：原材料与中间品的再通胀

上述的分析论证了从**通胀的来源→通胀的传导→企业 ROE 弹性**的路径，因此**2021 年交易通胀的核心逻辑其实就剩下一点：判断通胀的来源。在此基础之上，再根据行业的议价能力判断通胀的传导路径，最终映射到 ROE**。因此接下来我们将对于 2021 通胀的演绎路径进行推演，为最终的资产配置提供参考。

3.1、 PPI：海内外供需错配，出口与制造业投资将成为驱动力

从目前 PPI 的恢复结构上看，处于输入型通胀的初期：即上游的采选业的恢复明显要好于中上游的加工业。除了石油、煤炭的 PPI 仍处于负值之外，黑色/有色/非金属矿采选业均已转正，尤其是黑色金属矿采选业（已经超过疫情前水平，历史分位数已经达到 77.10%）。如果我们对标 2016 年以来的 PPI 高点作为参照系，则重点行业的拉动空间排序为：**石油＞煤炭＞黑色金属＞化工＞有色＞非金属矿物制品**。而如果按照各个行业恢复至 2016 年最高点水平的 50%~100%的假设对整体 PPI 进行加总测算，则对应的 PPI 区间为[4.98，9.96]。**从上游到中上游的传导来看，目前也较为顺畅：有色/黑色金属冶炼及压延加工业**的 PPI 已经转正且超过疫情前水平；**化学原料及化学制品制造业以及化学纤维制造业**虽然仍处于负值，但一直处于上升的趋势中；**原油** PPI 略有回升，仍在磨底。

如果从对应的下游需求预期来看，当下市场对于与出口和制造业投资更相关的大宗商品涨价预期乐观，而对与逆周期调节政策更相关的大宗商品涨价预期悲观。我们可以分别以商品的基差（对未来的需求预期）和与黄金的价格之比（反映剔除流动性后的实际需求拉动的价格上涨）来衡量商品价格对于需求的反映。**除了原油以外，主要大宗商品的价格与黄金的比值（黄金价格/某一商品的价格）已经回到了 2016 年 Q4 的水平，但不同品种之间的基差走势却出现了明显的分化，这也就意味市场对于需求预期的分化**。我们发现**有色金属中铜铝、黑色金属中的热轧卷板、煤炭中的动力煤**基差均处于升水的趋势，**黑色金属中的螺纹钢/线材、煤炭中的焦煤**的基差还处于历史低位。就用途来看，铜/铝/热轧卷板/动力煤是与下游的家电/汽车制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、计算机、通信以及其他电子设备制造业、运输业更为相关的大宗商品，而螺纹钢/线材/焦煤则是与基建、房地产投资更为相关的大宗商品。因此上述大宗商品基差出现分化的背后，其实反映了当下市场对

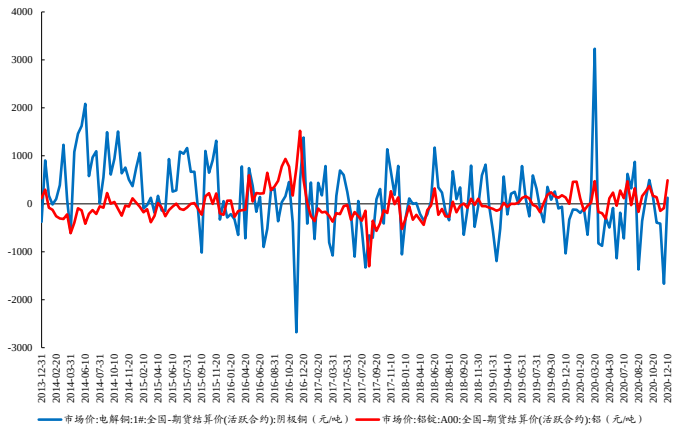
于与出口和制造业投资更相关的大宗商品涨价预期乐观，而对与逆周期调节政策更相关的大宗商品涨价预期悲观。

图31：从目前 PPI 的恢复结构上看，处于输入型通胀的初期。而如果对标 2016 年以来的 PPI 高点，则拉动空间的排序为：石油＞煤炭＞黑色金属＞化工＞有色＞非金属矿物制品

行业（按11月PPI的历史分位数排序）	2020年11月PPI	历史分位数	拉动绝对值	拉动贡献率	2020年PPI变化趋势图	2016年以来高点-2020年11月（1）	拉动空间=（1）*2020年11月营收占比
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.50	77.50%	0.03	1.90%		3.10	0.04
黑色金属矿采选业	12.50	77.10%	0.05	3.06%		16.50	0.06
仪器仪表制造业	0.00	68.80%	0.00	0.00%		1.10	0.01
计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.90	66.70%	-0.22	-14.02%		2.40	0.27
金属制品、机械和设备修理业	2.70	64.60%	0.00	0.22%		2.00	0.00
汽车制造业	-0.40	62.00%	-0.03	-1.99%		0.80	0.06
有色金属矿采选业	6.90	60.80%	0.02	1.12%		10.80	0.03
烟草制品业	0.80	59.10%	0.01	0.63%		2.50	0.03
有色金属冶炼及压延加工业	4.10	58.80%	0.22	14.07%		16.10	0.85
酒、饮料和精制茶制造业	0.70	58.40%	0.01	0.66%		1.10	0.02
黑色金属冶炼及压延加工业	2.00	58.40%	0.14	9.07%		38.10	2.65
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.10	57.70%	0.00	-0.07%		1.50	0.02
医药制造业	0.50	53.90%	0.01	0.76%		3.10	0.07
金属制品业	-0.10	50.80%	0.00	-0.22%		7.10	0.24
农副食品加工业	0.80	43.00%	0.04	2.37%		6.70	0.30
废弃资源综合利用业	2.00	41.50%	0.01	0.67%		17.50	0.09
非金属矿采选业	1.60	41.00%	0.01	0.34%		6.70	0.02
造纸及纸制品业	-1.30	39.70%	-0.02	-1.05%		17.90	0.22
电气机械及器材制造业	-2.00	38.40%	-0.12	-8.10%		5.40	0.34
食品制造业	0.60	37.30%	0.01	0.73%		1.40	0.03
橡胶和塑料制品业	-1.90	33.30%	-0.04	-2.89%		5.30	0.12
其他制造业	0.60	32.00%	0.00	0.06%		3.00	0.00
煤炭开采和洗选业	-2.90	31.10%	-0.06	-3.59%		43.30	0.82
化学原料及化学制品制造业	-3.00	30.00%	-0.18	-11.64%		14.90	0.89
通用设备制造业	-0.70	27.30%	-0.03	-1.70%		2.50	0.09
化学纤维制造业	-10.40	23.50%	-0.08	-5.32%		22.30	0.18
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-1.10	22.10%	-0.01	-0.55%		3.30	0.03
专用设备制造业	-0.40	18.30%	-0.01	-0.78%		1.80	0.05
家具制造业	-0.50	16.90%	0.00	-0.21%		2.50	0.02
非金属矿物制品业	-2.50	12.10%	-0.13	-8.53%		15.90	0.83
纺织业	-4.70	11.00%	-0.10	-6.54%		8.50	0.18
石油和天然气开采业	-29.80	10.00%	-0.19	-12.52%		115.10	0.74
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-2.00	9.60%	-0.02	-1.27%		4.00	0.04
印刷业和记录媒介的复制	-2.10	9.40%	-0.01	-0.82%		4.30	0.03
燃气生产和供应业	-3.90	9.40%	-0.03	-2.05%		10.70	0.09
石油、煤炭及其他燃料加工业	-16.30	9.30%	-0.65	-42.66%		46.80	1.88
电力、热力的生产和供应业	-1.80	8.30%	-0.12	-7.74%		1.70	0.11
纺织服装、服饰业	-1.60	0.40%	-0.02	-1.34%		3.30	0.04
水的生产和供应业	-0.20	0.00%	0.00	-0.04%		2.70	0.01

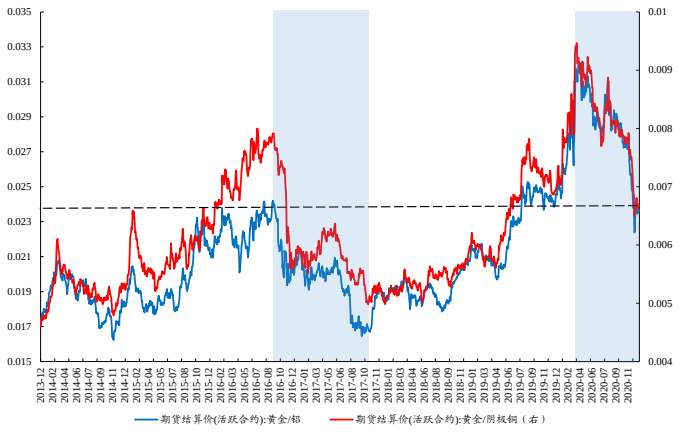
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：红色代表对标 2016 年以来的最高点有较大的上升空间且对 PPI 的拉动空间也很大的行业；橙色代表对标 2016 年以来的最高点有较大的上升空间但对 PPI 的拉动空间并不是很大的行业。

图32：有色金属中以铜铝为代表，基差近期再次扩大



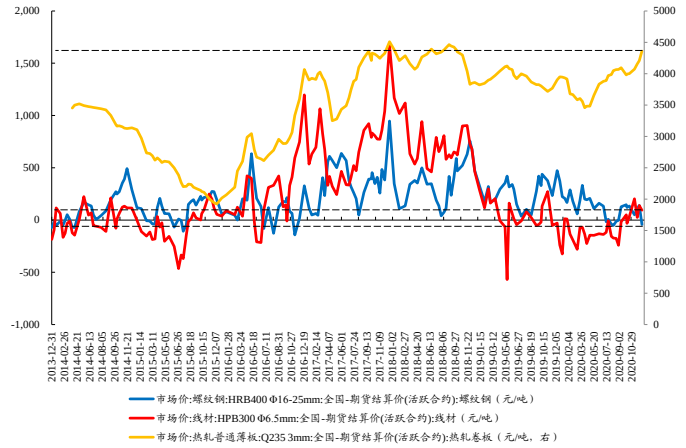
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：金铜/金铝比均大幅下行，接近 2016 年 Q4 的水平



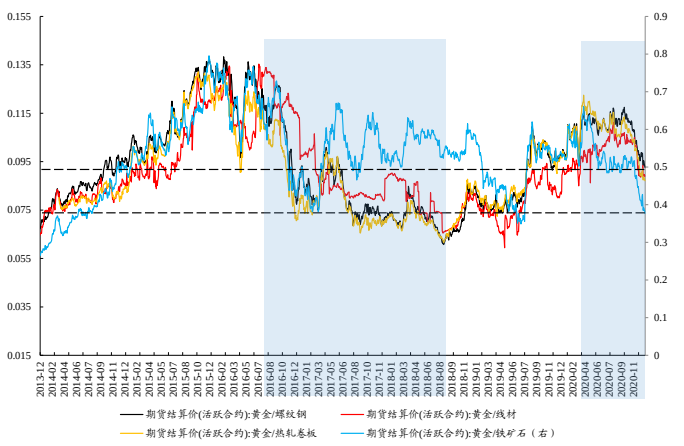
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：钢材中热轧卷板的基差已经接近历史高点，而螺纹钢与线材的基差还处于历史低位



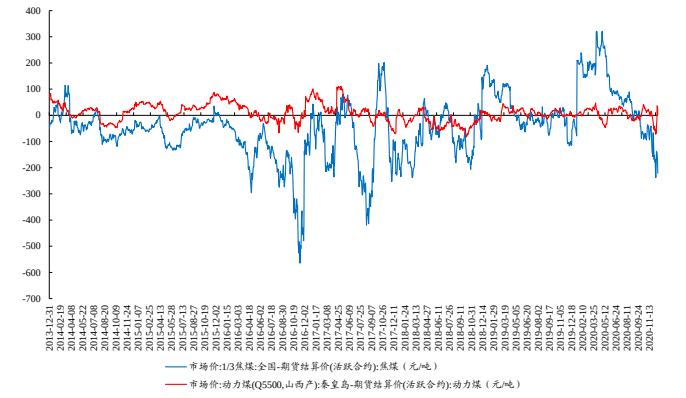
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：黄金/铁矿石已经达到历史低位，而黄金与螺纹钢、线材以及热轧卷板的比值接近 2016 年 Q4 的水平



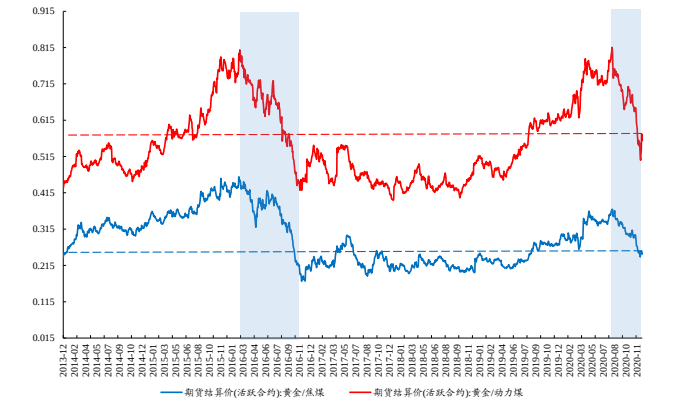
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：焦煤仍深度贴水，而动力煤已经转为升水



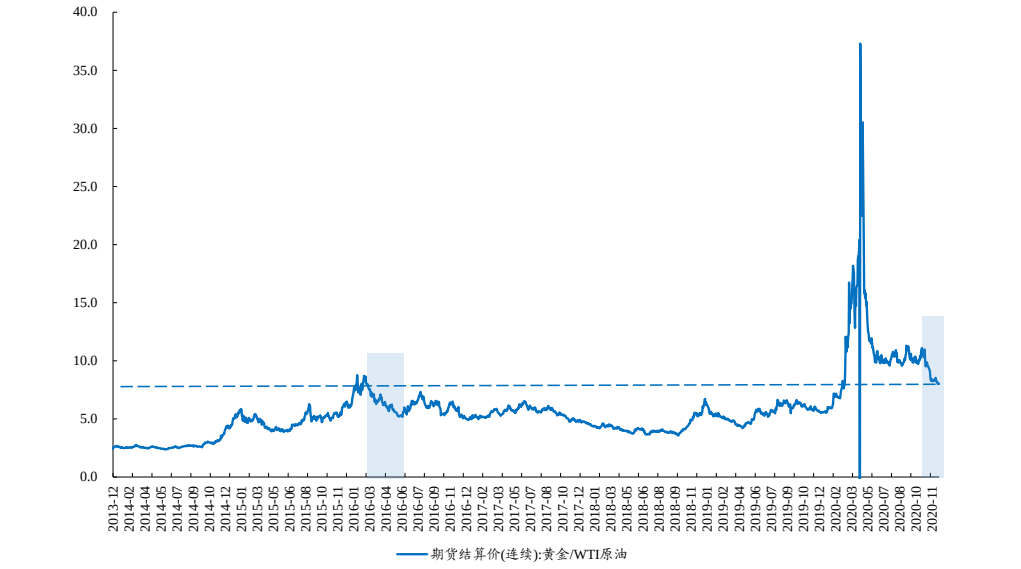
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：金煤比也处于 2016 年 Q4 相当的水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：金油比已经回到 2020 年 2 月时的水平，历史上可比时期是 2016 年 Q1

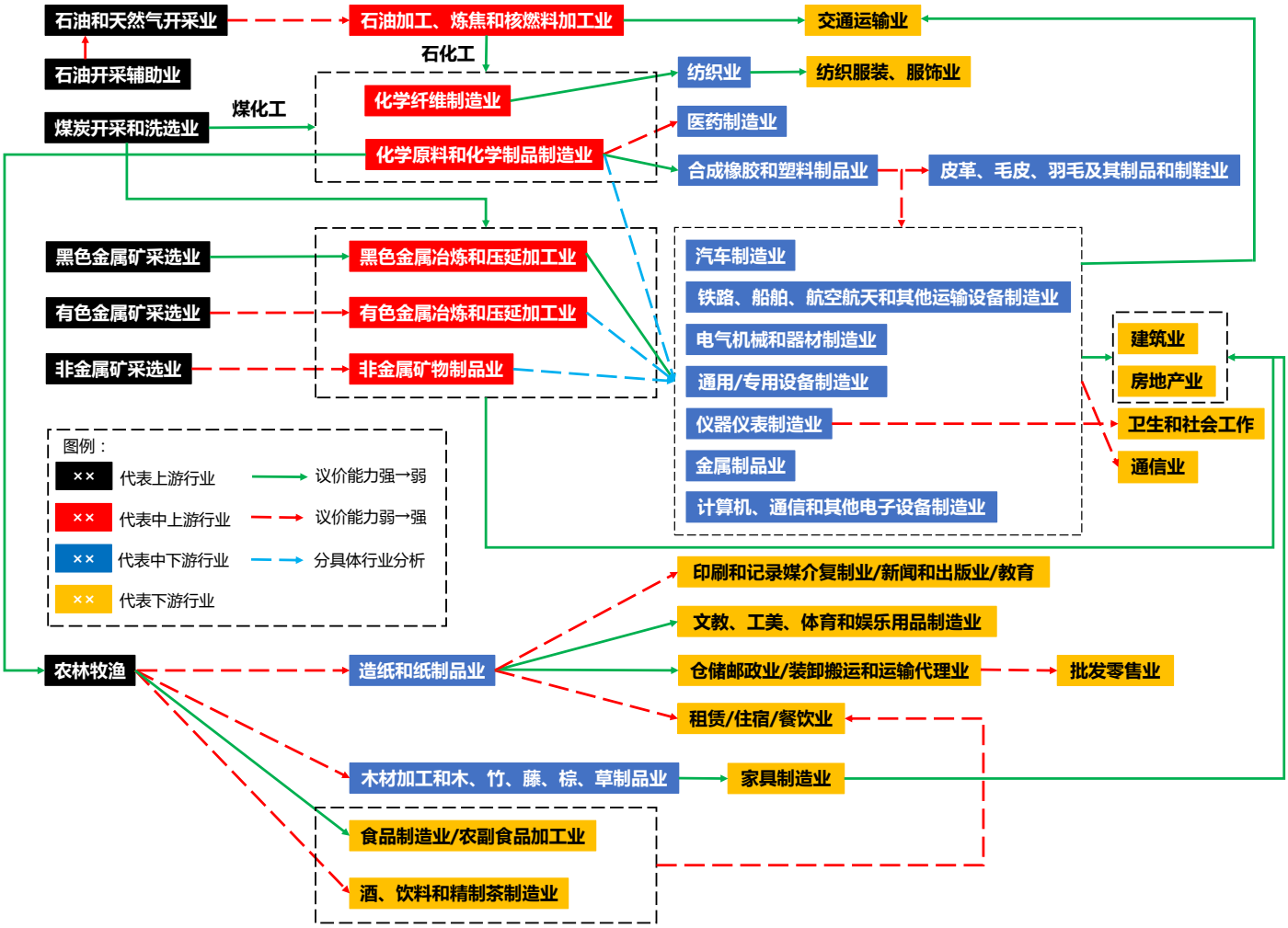


数据来源：Wind、开源证券研究所

展望未来，输入型通胀将逐步深化，依据前文通胀的来源→通胀的传导→行业 ROE 弹性的框架，则我们会发现在上游涨价的逻辑下，这些行业的 ROE 弹性具备较

大的上升概率：**煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、石油加工、炼焦和核燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、黑色/有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、纺织业**。其中上游有色/黑色金属以及煤炭已经出现了明显的涨价，其对应的中上游有色/黑色金属冶炼及压延加工业、煤化工以及中下游纺织业议价能力很强，随着通胀向下传导，这些行业未来涨价的概率和空间都很大，而这些行业的 ROE 明显与其 PPI 存在强相关性并具备较大的弹性。而上游并未大幅涨价的非金属矿采选业以及原油，其对应的中上游非金属矿物制品业、石油开采业/加工业、石油化工，除了石油开采业以外其他行业的议价能力很强，而且这些行业的 ROE 与 PPI 之间也存在强相关性并具备较大的弹性，但这一个涨价链条目前所依赖的核心假设是原油/非金属矿的价格大幅上涨，相比于已经涨价的有色/黑色/煤炭链条而言仍存在较大的不确定性。

图39：在输入型通胀的逻辑下，这些行业的 ROE 弹性具备较大的上升概率：煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、石油加工、炼焦和核燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、黑色/有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、纺织业



资料来源：开源证券研究所

进一步地，如果考虑到下游需求的持续性，与此前有所不同的是，此次国内经济动能由逆周期调节转向顺周期的修复，**这些大宗商品面临的下游需求核心将不再是传统的基建地产，而是出口与制造业的投资**。正如我们在年度策略《红旗半卷：走向“新共识”——2021 年年度策略》中提及的，海外生产补库存与美国地产后周期共

同构成了确定性的需求来源，未来机遇将广泛出现于工业机械、计算机以及电子产品、建筑材料、卫浴电工、照明、家电以及家具等行业中，而其对应的原材料和中间品：**铝、铜、热轧卷板、硅、化纤、涂料、氟制冷剂**值得重点把握。除此之外与原油相关的**大炼化、油服**也值得重点关注。

3.2、 CPI：重点关注交通和通信、乳制品、家用器具的回暖

CPI 中恢复最快的是**通信、乳制品、鲜果以及家用器具**，它们的 CPI 已经超过疫情前水平，而且目前来看仍处于回升的趋势中；而**交通工具、教育文娱业**也处于回暖的趋势中，但还未恢复至疫情前水平。从前文的 CPI→行业 ROE 映射关系来看，**石油加工、炼焦及核燃料加工业、乳制品（属于酒、饮料和精制茶制造业）、家用电器（属于电气机械和器材制造业）、铁路/道路运输**的 ROE 将受益。

图40：交通和通信、乳制品、家具、教育文娱业的回暖趋势较为明显

CPI项目（按历史分位数排序）	2020年11月数值	历史分位数	2020年以来趋势图	CPI项目（按历史分位数排序）	2020年11月数值	历史分位数	2020年以来趋势图
CPI:交通和通信:通信工具:当月同比	0.00	98.60%		CPI:医疗保健:中药:当月同比	2.10	24.30%	
CPI:食品烟酒:烟草:当月同比	0.70	78.30%		CPI:教育文化和娱乐:教育服务:当月同比	1.90	16.90%	
CPI:交通和通信:通信服务:当月同比	(0.10)	70.30%		CPI:生活用品及服务:家庭服务:当月同比	2.50	15.90%	
CPI:食品烟酒:食用油:当月同比	3.10	58.60%		CPI:食品烟酒:畜肉类:猪肉:当月同比	(12.50)	14.70%	
CPI:食品烟酒:鲜菜:当月同比	8.60	54.50%		CPI:居住:水电燃料:当月同比	(0.90)	13.20%	
CPI:食品烟酒:畜肉类:牛肉:当月同比	4.20	50.00%		CPI:食品:当月同比	(2.00)	11.80%	
CPI:食品烟酒:奶类:当月同比	1.50	50.00%		CPI:交通和通信:当月同比	(3.90)	11.80%	
CPI:其他用品和服务:当月同比	2.50	50.00%		CPI:非食品:当月同比	(0.10)	11.70%	
CPI:医疗保健:医疗服务:当月同比	2.20	49.30%		CPI:交通和通信:交通工具使用和维修:当月同比	1.20	11.70%	
CPI:教育文化和娱乐:当月同比	1.00	45.30%		CPI:食品烟酒:畜肉类:当月同比	(7.30)	10.90%	
CPI:衣着:当月同比	(0.30)	45.00%		CPI:当月同比	(0.50)	9.30%	
CPI:衣着:服装:当月同比	(0.30)	43.70%		**CPI:衣着:鞋类:当月同比**	(0.50)	9.30%	
CPI:食品烟酒:鲜果:当月同比	3.60	41.50%		CPI:消费品:当月同比	(1.00)	7.20%	
CPI:食品烟酒:粮食:当月同比	1.40	40.30%		CPI:服务:当月同比	0.30	7.10%	
CPI:食品烟酒:酒类:当月同比	1.40	39.30%		CPI:食品烟酒:蛋类:当月同比	(17.10)	7.00%	
CPI:医疗保健:当月同比	1.50	36.90%		CPI:食品烟酒:当月同比	(0.70)	5.10%	
CPI:食品烟酒:畜肉类:羊肉:当月同比	2.20	36.10%		CPI:交通和通信:邮递服务:当月同比	(0.60)	5.10%	
CPI:生活用品及服务:当月同比	0.00	33.50%		CPI:居住:当月同比	(0.60)	4.90%	
CPI:交通和通信:交通工具:当月同比	(2.20)	33.10%		CPI:不包括鲜菜和鲜果:当月同比	(0.80)	4.70%	
CPI:教育文化和娱乐:旅游:当月同比	0.00	30.50%		CPI:交通和通信:交通工具用燃料:当月同比	(17.60)	3.30%	
CPI:医疗保健:西药:当月同比	(0.90)	29.20%		CPI:居住:租赁房房租:当月同比	(0.90)	1.70%	
CPI:食品烟酒:水产品:当月同比	1.00	29.00%		CPI:不包括食品和能源(核心CPI):当月同比	0.50	0.00%	
CPI:生活用品及服务:家用器具:当月同比	(1.60)	26.90%		CPI:衣着:衣着加工服务费:当月同比	1.60	0.00%	

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：红色加粗的代表已经超过疫情前水平且处于上升趋势，蓝色加粗的代表还未恢复至疫情前但已经处于上升趋势。

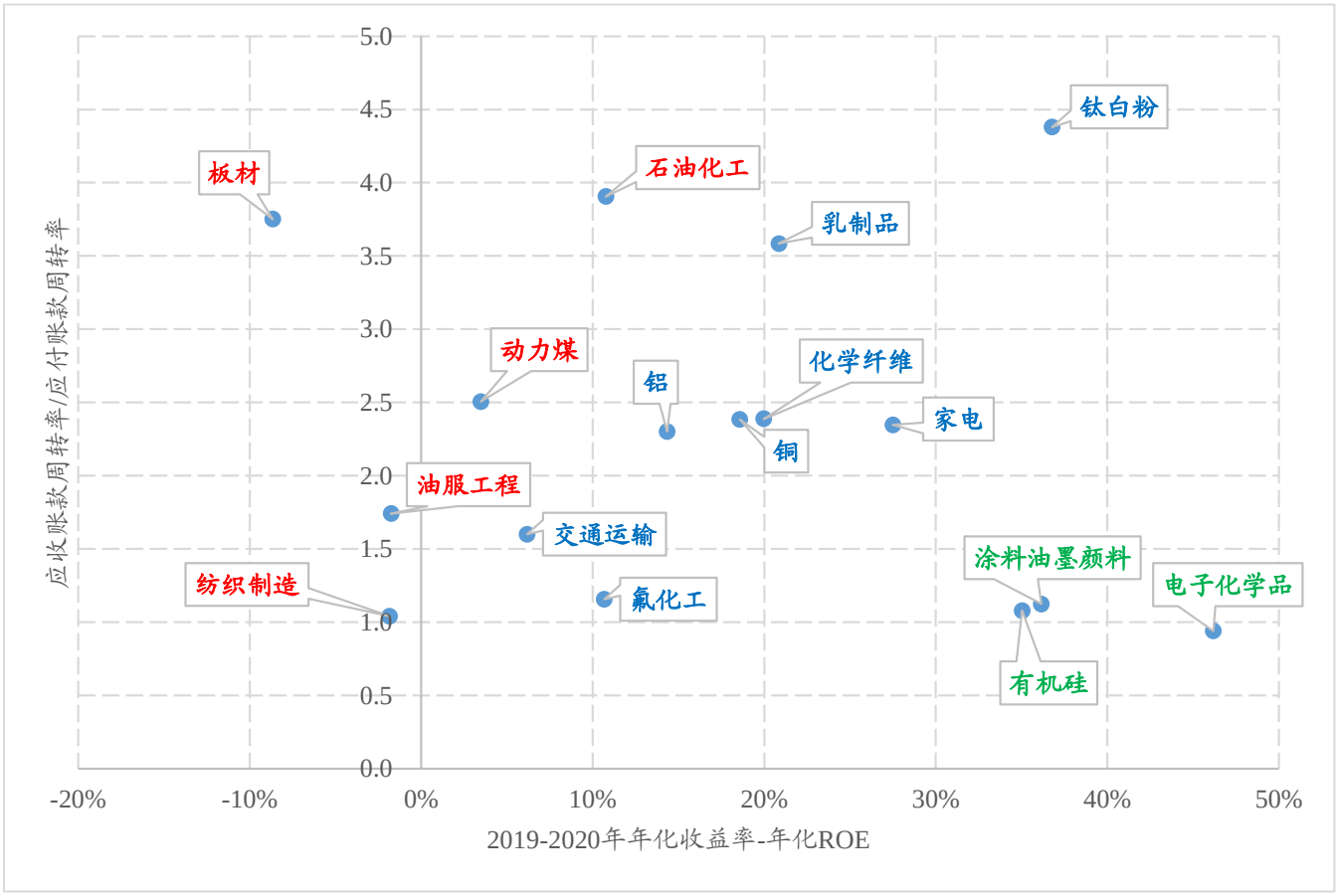
4、 行业配置：“欠债”少+议价能力强+受益出口与制造业投资

基于上述分析，2021 年交易通胀的核心逻辑是：**PPI 方面重点关注受益于出口与制造业投资的原材料与中间品的再通胀，而 CPI 则重点关注交通与通信、乳制品以及家用器具的回暖**。基于上述通胀来源的判断，结合行业 ROE 的弹性与通胀的相关性以及议价能力的强弱，最终可能受益于通胀逻辑的细分行业集中在：**煤炭中的动力煤、与原油相关的大炼化/油服、黑色金属中的热轧卷板、有色金属中的铜/铝、非金属中的硅、化工中的化纤、涂料以及氟制冷剂、纺织业、下游中的乳制品、家用电器以及交通运输业**。

但我们还需要进一步地考察这些行业 2019-2020 年年化收益率与年化 ROE 之间的匹配程度，以衡量是否“欠债”较少（即 2021 年收益率向 ROE 回归的方向和概率），因此我们结合上述行业的议价能力与 2019-2020 年的 ROE“透支程度”对其进行进一步地筛选，发现**钢铁中的板材、石油化工、动力煤、油服工程以及纺织制造**在这些行业里面属于估值友好且基本面受益明显，而**钛白粉、乳制品、铜、铝、化学纤**

维、家电、交运以及氟化工属于估值中性但是潜在盈利改善明显；对于有机硅、电子化学品以及涂料油墨颜料而言属于明显的“好而贵”，匹配程度未来需要跟踪。

图41：从议价能力与 ROE 透支水平的匹配而言，钢铁中的板材、石油化工、动力煤、油服工程以及纺织制造最具性价比，而钛白粉、铜、铝、乳制品、化学纤维、家电、交运以及氟化工则匹配程度合理，电子化学品、有机硅以及涂料油墨颜料则属于“好而贵”



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：标注红色的代表透支程度相对于议价能力低估的行业；蓝色的代表透支程度相对于议价能力基本匹配的行业；绿色的代表透支程度相对于议价能力高估的行业。

5、 风险提示

全球经济复苏不及预期；国内信贷收缩超预期；测算误差。

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R3（中风险），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