2020 年 12 月 13 日

周期行情：从“破晓”走向“黎明”

——投资策略周报

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

策略研究团队

相关研究报告

《2021 年年度策略-红旗半卷：走向“新共识”》-2020.12.7

《投资策略专题-红旗半卷：走向“新共识”——2021 年年度策略》-2020.12.6

● **市场反复，“新共识”仍是破局之点**

本周（2020 年 12 月 7 日至 12 月 11 日）市场走弱的背后隐含着市场对于经济复苏持续性的担忧。前期强势的周期+金融出现调整，市场出现明显风格的反复。但同时成长风格投资者也在退守食品饮料、新能源等“确定性”最高的板块，部分板块也出现了明显下跌。当下市场面临一种困境：“好”的东西前期定价充分，投资者开始意识到“贵”；“便宜”的东西经过修复后，对“变好”的要求提高了。而基本面的实际情况是，当下对于全球复苏和再通胀的交易，其实是疫苗后的“预期交易”，基本面真正的信号又尚需等待。投资者应该保持耐心和信心：**未来的机遇仍在疫情后世界经济的复苏能否带来低位资产出现持续的景气回升。**

● **理解“信用收缩”下的市场表现**

11 月社融增速出现 0.1%的回落，引发了市场信用收缩的担忧。我们的观点是：第一，我们年度策略中进行了测算，政策退出+基数效应本身就会导致社融 11 月开始逐步走弱，而明年 1 季度即使其他保持高增长，也会出现“数据型”回落的假象，类似情况在 2017Q1 开始出现过。第二，历史上信用收缩导致股票下跌主要发生在收缩后期，往往经济过热+通胀，当下 M1 持续上升，企业居民中长期贷款持续回暖指示实体强势融资需求，属于标准的以政策退出为代表的收缩前期；第三，历史上看，信用收缩前期，经济往往出现过热，此时股票的回报大概率为正且弹性较大，持续时间最长 3 个季度，而与经济周期相关板块表现良好。

● **破晓已临，黎明将至**

从开源策略的风格与行业轮动框架看，M1-M2 同比上行与 PPI 同比回升指示着金融+周期的占优。从 2016-2017 年的经验看：一方面周期行情与南华工业品指数走势相关，近期这种相关性在加强；而在 PPI 从负值开始上行过程中，周期板块虽然有所反复但逐步开始占优，而**弹性最大的时刻在 PPI 转正之后**。从 ROE 变化为视角看：周期板块 ROE 的抬升构成了 PB 持续修复的基础，周期板块的 ROE 改善幅度将很大程度上决定周期板块收益率的空间。上述规律指示：三季度周期板块 ROE（TTM）刚开始改善，相较上一轮经济复苏期的高点仍有较大距离，PPI 尚处负值阶段，**周期行情最丰厚的时刻可能尚未来临。**考虑到本轮复苏和疫苗进程的强相关，市场在此之前因为疫苗进程可能频繁抢跑，我们建议投资者可以利用这一时期积极布局，勿进行“折返跑”而错失收益。

● **走向“新共识”，布局明年机遇**

投资者需要以更长视角理解当下市场变化，重视盈利是明年的重要收益来源。我们维持年度策略推荐：第一，价值重估组合（**银行、保险、房地产**）；第二，出口制造业供需突围：**工业机械，电子（覆铜板、照明、功率半导体、面板）**，电**气设备（仪器仪表），化工（大炼化、钛白粉、醋酸），集运，家电，家居**；第三，通胀交易把握原材料和中间品：**铝、铜、大宗类化工品以及油服。**

● **风险提示：**国内经济复苏不及预期，海外需求大幅下滑

目 录

1、 市场风格反复，但主线仍是经济复苏 3
2、 复苏的芥蒂：真实的“信用收缩”并未开始 4
3、 从“破晓”到“黎明”：真正弹性区间正在到来 6
4、 波动之中，积极布局 9
5、 风险提示 10

图表目录

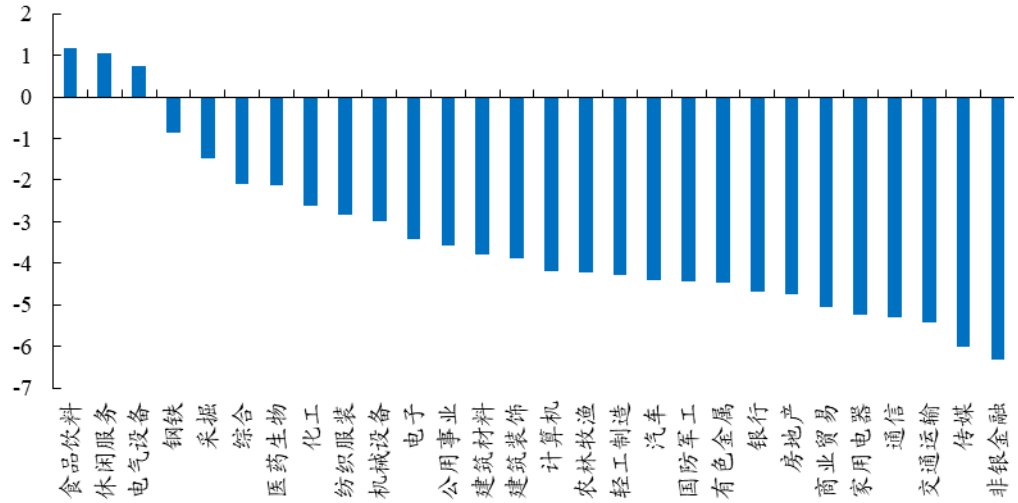
图 1： 除食品饮料、休闲服务、电气设备外其余板块均出现回调 3
图 2： 美英德疫情仍在蔓延 3
图 3： 社融存量同比出现下降，看似“顶部” 3
图 4： 经历过前期上涨后，部分周期板块风险溢价回落明显 4
图 5： 经历过前期上涨后，部分周期板块风险溢价回落明显 4
图 6： 调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给贷款余额增速带来压力 5
图 7： 调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给社融增速带来压力 5
图 8： M1-M2 同比继续上行 5
图 9： 居民、企业部门中长期贷款均上升 5
图 10： 历史数据看，在信用收缩前期往往金融/消费/周期表现更好，而在信用收缩后期，金融/消费相对收益 6
图 11： PPI 形成底部出现向上拐点后，价值占优（红线进入 0 以下区域） 6
图 12： 在 M1-M2 回升阶段，价值（金融+周期为主）占优概率较大 7
图 13： 2016 年至 2017 年周期风格指数相较成长风格指数的走势变化与南华工业品价格走势相关性较大 8
图 14： PPI 转正是周期板块相对收益斜率最大阶段 8
图 15： ROE 的提升伴随了上一轮大宗商品价格上涨周期中周期板块 PB 水平的止跌和向上弹性 8
图 16： 但当下以食品饮料为代表的可选消费可能不具备出现 2016-2017 行情的估值基础 9

表 1： 2016 年至 2017 年全球经济复苏期，周期与消费领涨 9

1、 市场风格反复，但主线仍是经济复苏

12 月以来，市场整体呈下行趋势，风格出现反复，投资者再次寻找“确定性”。12 月以来市场在经历前期上涨达到年内新高后出现回落，近一周（2020 年 12 月 7 日至 12 月 11 日）上证指数下跌 2.83%，除食品饮料（1.19%）、休闲服务（1.06%）、电气设备（0.75%）外，其他行业均出现回调。而前期阶段占优的保险、交通运输等顺周期板块下跌明显，市场再次出现风格的反复。

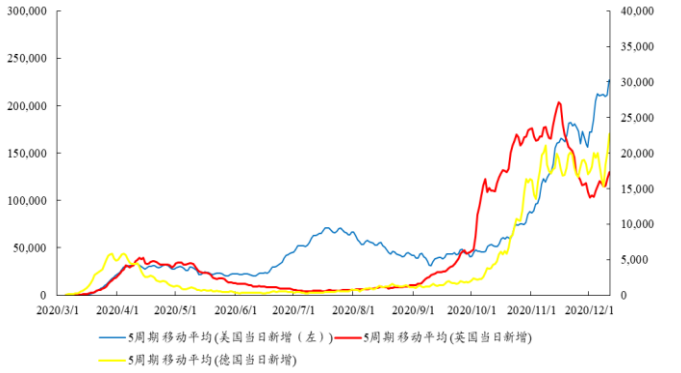
图1：除食品饮料、休闲服务、电气设备外其余板块均出现回调



数据来源：Wind、开源证券研究所

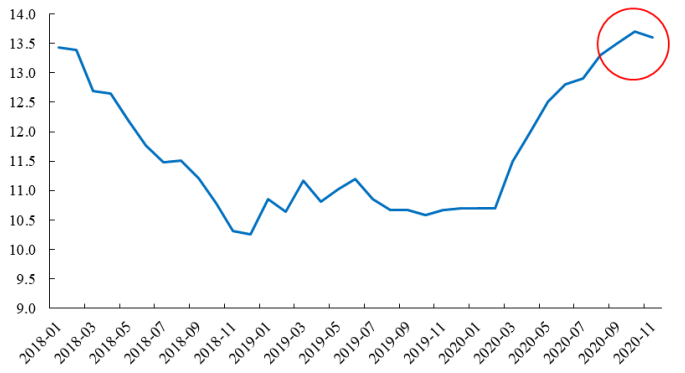
我们认为市场走弱的背后隐含着市场对于经济复苏持续性的担忧，海外方面，疫苗频繁产生副作用同时美国、德国等国家疫情仍在蔓延，全球复苏和再通胀毕竟处在“预期交易”阶段。国内方面，社融数据开始回落，存量同比年内首次出现下降，强化了市场对于信用收缩的担忧。

图2：美英德疫情仍在蔓延



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：社融存量同比出现下降，看似“顶部”

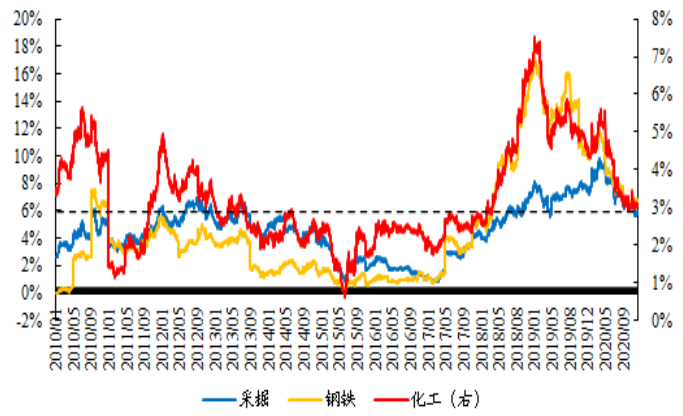


数据来源：Wind、开源证券研究所

由于周期板块经历了 11 月以来的全球经济复苏+通胀预期交易，从风险溢价的角度看，部分周期板块的风险补偿已经回落，投资者因而对于“确定性”的要求在提升。但当下海外疫情尚未得到控制，同时国内大量周期品进入“淡季”，信号验证不

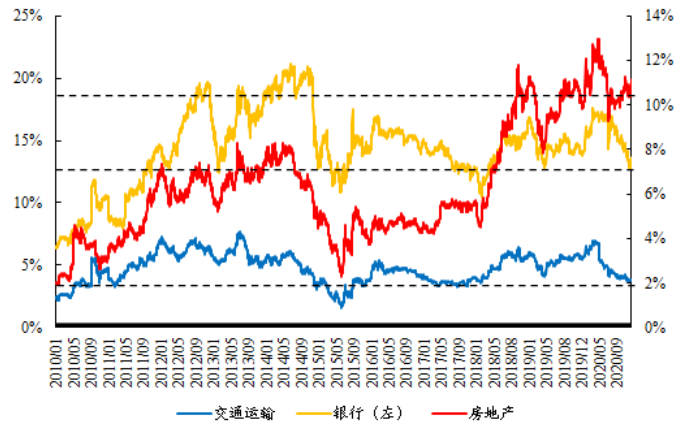
足。这是当前周期板块出现调整的一个主要原因。这其实也指示着，属于周期全面行情的时点正在途中，当下的调整提供了布局良机。

图4：经历过前期上涨后，部分周期板块风险溢价回落明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：经历过前期上涨后，部分周期板块风险溢价回落明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

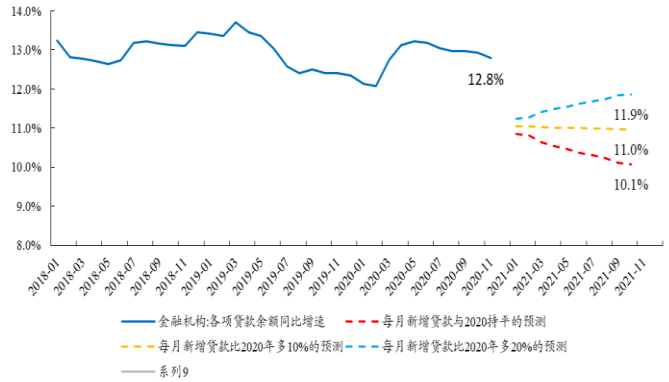
注：图中虚线为当下风险溢价所处位置

值得注意的是，不同于以往，**本周风格的反复并没有出现大范围成长板块的上涨，成长风格投资者也在退守食品饮料、新能源等“确定性”最高的板块。**我们认为这恰恰是前期市场成长风格进一步弱化的体现，其背后的逻辑我们曾在《红旗半卷：走向“新共识”》中指出：部分“好赛道”估值已经经历了大幅扩张，其收益率已大幅跑赢 ROE，有消化修正的压力。当风格反复时，只有景气度最高、确定性最强的行业获得配置，成长性投资者也在全面收缩战线。市场未来的真正主线在于经济环境能否持续复苏，让低位资产的 ROE 提升具有持续性。**未来降低估值风险而维持组合的高 ROE 水平将是全市场投资者的“新共识”。**

2、 复苏的芥蒂：真实的“信用收缩”并未开始

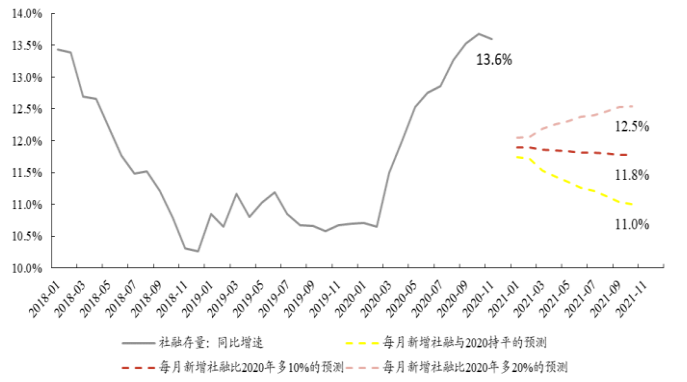
认清信用收缩前需要理解 2021 年信贷和社融增速存在一定数据的特殊性，前期非常规货币政策开始退出（1.8 万亿融资直达实体）和政府债的发行减少，将带来贷款余额和社融增速分子端的自然回落，同时又由于基数效应增大分母端，从而 2021 年将会看到数据上这两个指标的持续下降。我们在 2021 年度策略《红旗半卷：走向“新共识”》中模拟了基数效应和政策退出下 2021 年的信贷和社融增速，即使在调整基数的情况下，无论是社融还是贷款余额增速，即使其他项保持高于 2020 年 10%以上的增长，仍然会面对数据上的社融下滑。另一个视角是：2020Q1 市场同样存在经济增速的高基数效应，如果投资者因为数据效应变化对信用悲观，也应该因为数据效应对 1 季度经济乐观。

图6：调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给贷款余额增速带来压力



数据来源：Wind、开源证券研究所

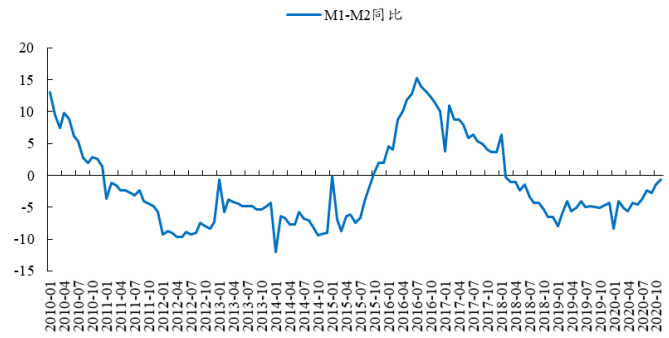
图7：调整基数下，增速下滑的幅度稍好，但政策退出仍然会给社融增速带来压力



数据来源：Wind、开源证券研究所

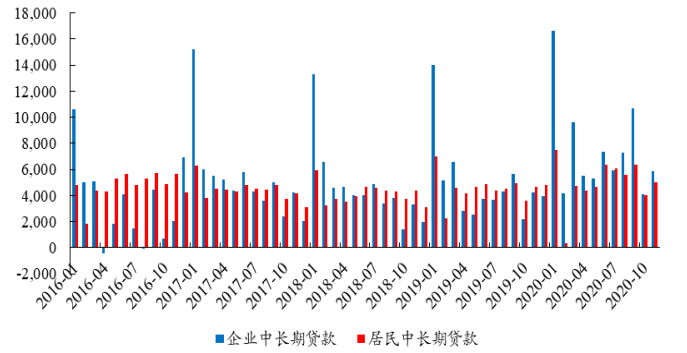
目前的信用收缩在基数效应叠加了政策的逐步退出，属于信用收缩前期，实体的信贷需求其实并未减弱，从 11 月的金融数据来看也是如此。社融拐点虽然已经出现，但是从人民币贷款结构看，企业部门的中长期贷款仍然较强，反映企业融资结构与需求持续改善。另一方面，居民部门的中长期贷款自 10 月缩窄后再次转为上升，反映房地产的需求可能仍有一定支撑。M1 同比大幅回升，由上月的 9.1%涨至 10.0%，M1-M2 同比继续缩窄，存款持续活期化，企业和居民需求继续上升。

图8：M1-M2 同比继续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：居民、企业部门中长期贷款均上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们在年度策略《红旗半卷：走向“新共识”》中已充分论证：真正意义上的信用收缩往往是在过热和滞胀之后，经济周期相关的资产已经出现了明显上涨，从而信用收缩才导致了市场的下跌。当下经济正在进入复苏深水区，通胀尚未来临，严格意义只是信用收缩的前期阶段，以 2017 年前三季度为例，却是经济复苏收益最丰厚的部分。

从投资意义上讲，信用终将收缩，市场或许终将下跌，但是如果当下就因为悲观而撤退，最大的问题就是可能会错过最短 1 个季度、长达到 3 季度以上的机会。这一问题上，我们年度策略中已经论证了抢跑信用收缩的风险收益比并不高，投资者可以详细关注。

图10：历史数据看，在信用收缩前期往往金融/消费/周期表现更好，而在信用收缩后期，金融/消费相对收益

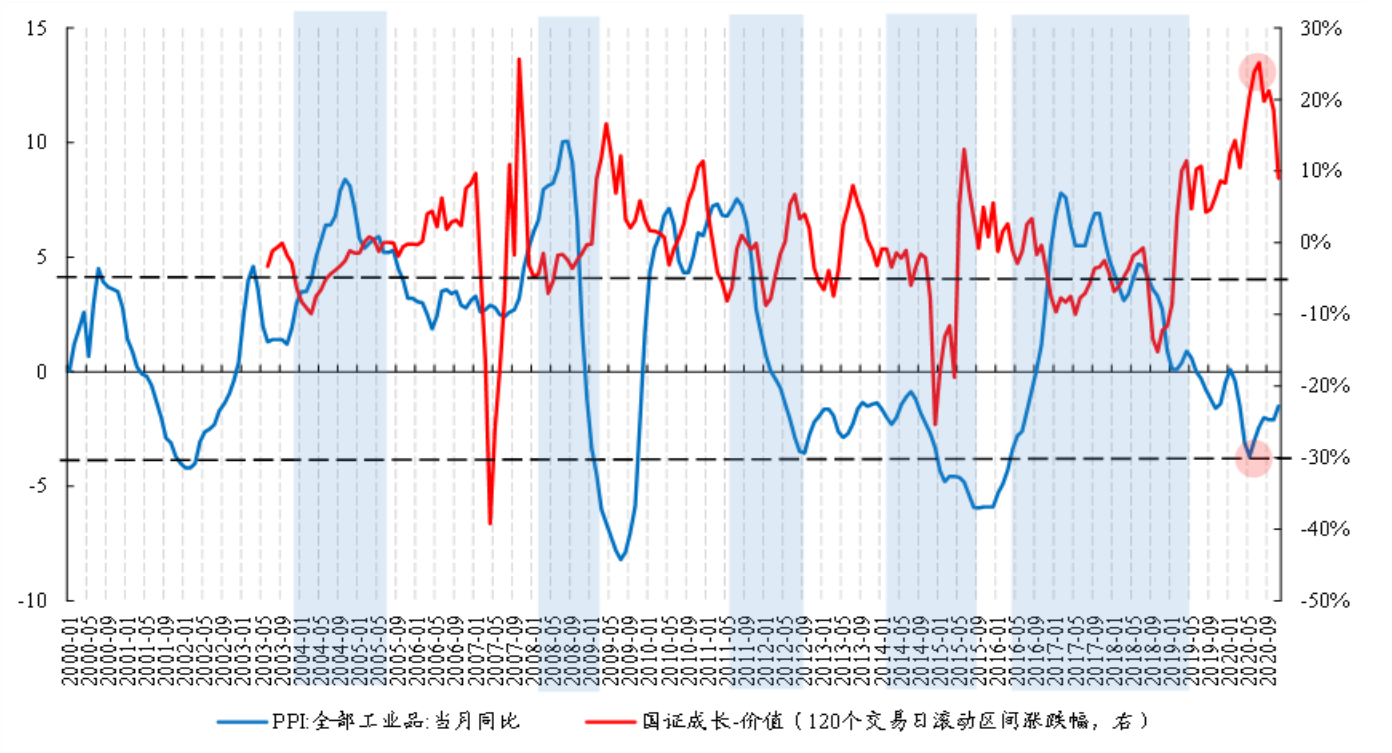
阶段	起始区间	终点区间	金融	周期	消费	成长	稳定
信贷收缩前期							
阶段1	2003-08-01	2003-12-01					
阶段2	2007-10-01	2008-01-01	-4.45%	-6.61%	2.65%	-1.22%	-1.33%
阶段3	2009-09-01	2010-01-01	27.99%	30.97%	37.34%	30.60%	15.77%
阶段4	2012-09-01	2013-03-01	33.59%	15.36%	9.67%	19.01%	16.04%
阶段5	2016-12-01	2017-10-01	5.45%	0.05%	2.74%	-5.23%	-0.62%
阶段6	2019-03-01	2019-06-01	-1.33%	-3.35%	8.21%	-3.20%	-2.41%
信贷收缩后期							
阶段1	2003-12-01	2005-05-01	-3.85%	-12.16%	-7.55%	-19.11%	-5.40%
阶段2	2008-01-01	2008-10-01	-57.65%	-59.14%	-52.57%	-56.63%	-50.17%
阶段3	2010-01-01	2011-12-01	-34.16%	-19.19%	-0.31%	-4.02%	-25.29%
阶段4	2013-03-01	2014-10-01	-4.34%	17.40%	30.37%	62.96%	18.20%
阶段5	2016-01-01	2016-07-01	-13.55%	-16.34%	-15.96%	-19.55%	-24.11%
阶段6	2017-10-01	2018-05-01	-6.37%	-14.38%	0.47%	-11.42%	-14.09%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、从“破晓”到“黎明”：真正弹性区间正在到来

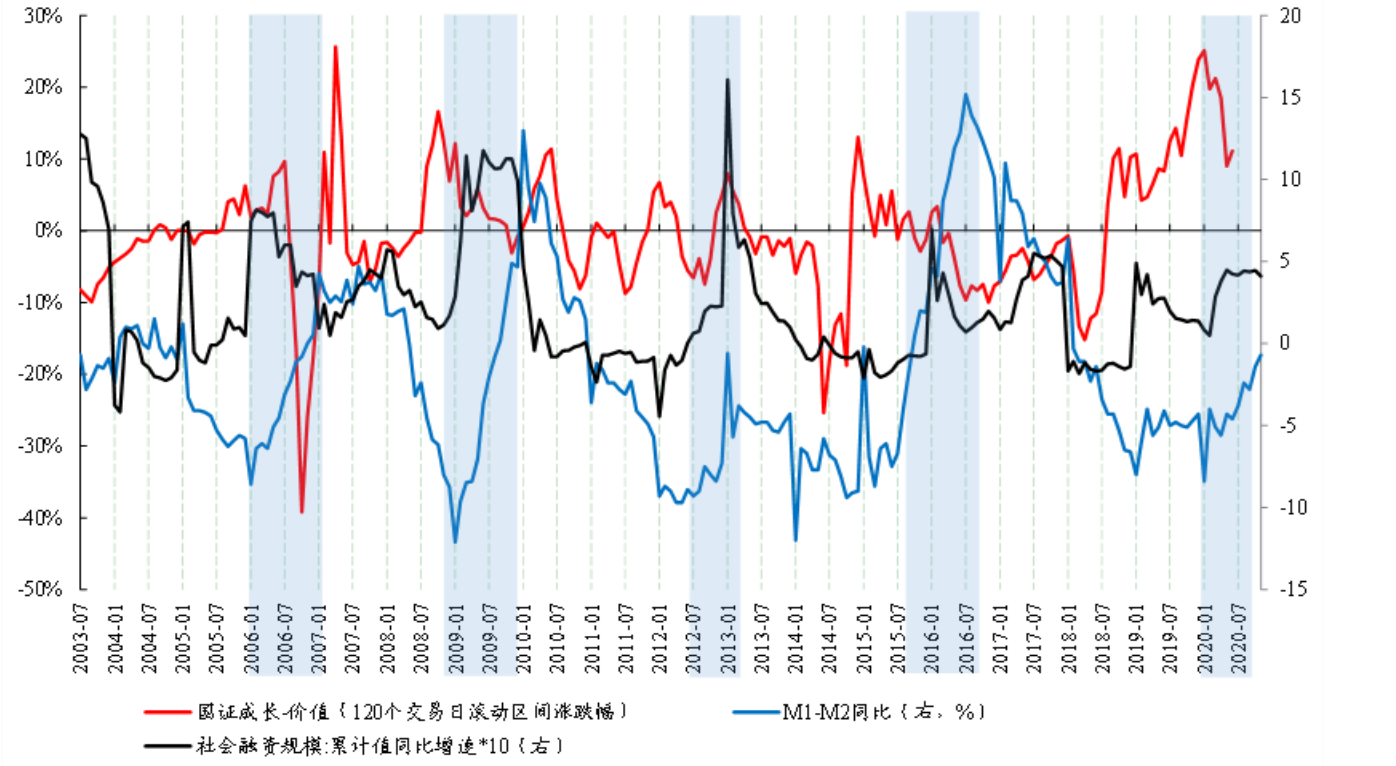
其实从开源策略《风格与行业轮动框架》中宏观变量指示的区间来看，当前仍然应该是价值占优区间。PPI 作为顺周期板块价格的一个重要综合指标，11 月当月同比增速为-1.5%，相较 10 月进一步改善；M1-M2 可以作为企业生产经营活动开展的重要标志，从 5 月以来 M1-M2 的剪刀差继续持续回升。当下宏观指标指示市场已经进入金融+周期为代表的价值股全面占优的阶段。当然市场的波动和反复是必然发生的，我们将进一步讨论。

图11：PPI 形成底部出现向上拐点后，价值占优（红线进入 0 以下区域）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：在 M1-M2 回升阶段，价值（金融+周期为主）占优概率较大



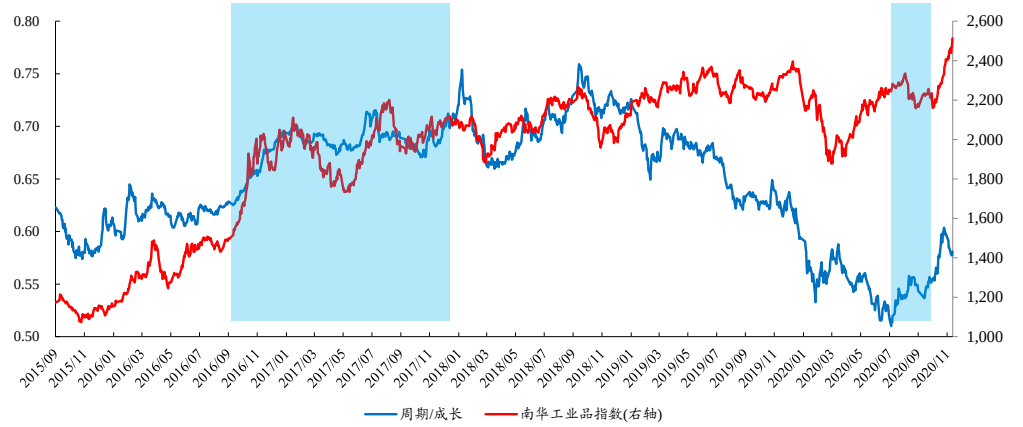
数据来源：Wind、开源证券研究所

为了进一步理解当下周期板块调整的原因与寻找周期进一步大幅上涨的信号可能出自何处，我们对 2016 年至 2017 年 PPI 上行，大宗商品上行（以南华商品指数衡量）中周期板块表现进行复盘。

我们发现，在 2016 年至 2017 年这一轮经济复苏期中，**周期风格指数相较成长风格指数的走势变化与南华工业品价格走势相关性较大，**但在 2019 年后两者之间走势存在一定背离，近期两者走势存在恢复较高相关性的趋势。当期看，随着煤炭，铁矿石等大宗商品价格大涨，带动相关周期工业品价格上涨，景气上行；而 2021 年以原油为代表的全球定价大宗品会进一步推动工业品的上行。同时我们发现在上一轮 PPI 上行周期中，PPI 同比数据上行但仍处于负区间时，周期板块虽然存在反复但已经开始逐渐占优，**待 PPI 转正后，周期风格相对成长全面占优，进入高弹性区间。因此 PPI 同比转正将是值得关注的重要信号。**自 2020 年 5 月 PPI 当月同比出现拐点以来，2020 年 11 月最新数据为-1.5%，虽大幅改善但仍处于负区间，周期风格同样在反复中缓慢占优，然而与 2016 年不同的是，本轮经济复苏过程中，受疫情引发的全球央行释放了大量流动性导致投资者存在较为一致的经济复苏后会出现再通胀预期，而本轮经济复苏进程与新冠疫苗研发息息相关，后面因为疫苗进程的抢跑可能反复存在。对于投资者而言，抱紧周期这一确定性方向可能是比择时更好的选择。

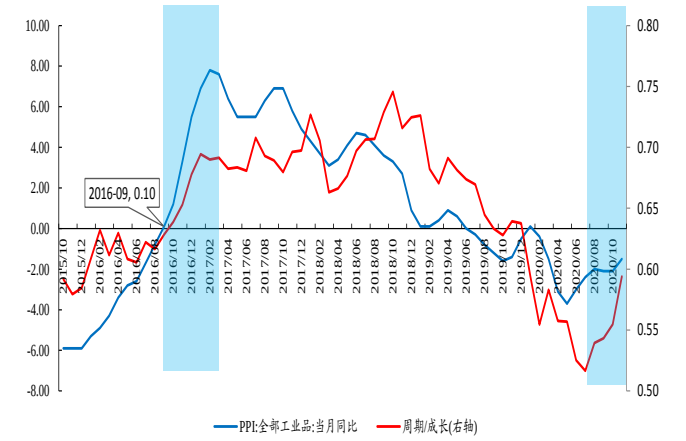
历史上看，经济复苏期，周期板块 ROE 的抬升伴随了 PB 水平的止跌和后期 PB 的上升。三季度看，周期板块 ROE（TTM）刚开始进入改善区间，相较上一轮经济复苏期的高点仍有较大距离，因此本轮经济复苏期的周期板块收益率仍值得期待。

图13：2016 年至 2017 年周期风格指数相较成长风格指数的走势变化与南华工业品价格走势相关性较大



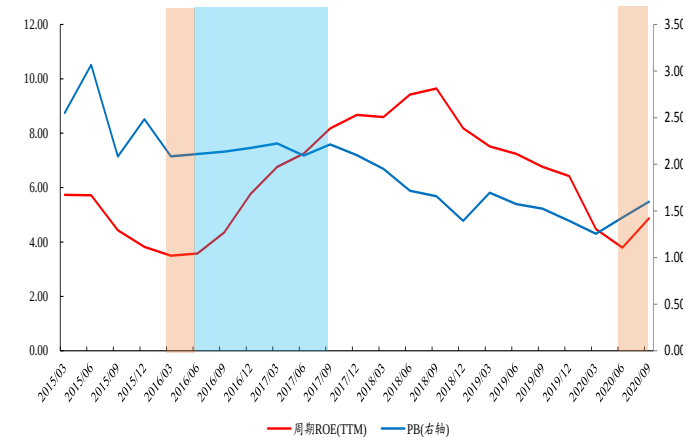
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：PPI 转正是周期板块相对收益斜率最大阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：ROE 的提升伴随了上一轮大宗商品价格上涨周期中周期板块 PB 水平的止跌和向上弹性



数据来源：Wind、开源证券研究所

值得一提的是，当下部分投资者选择以可选消费作为经济复苏的重点布局。我们认为，在 2016 年至 2017 年全球经济复苏时期，我们发现除周期外，消费板块表现也较为出色，其背后的逻辑为可选消费在经济复苏阶段往往景气度较高。我们在年度报告《红旗半卷：走向“新共识”》中分析了 2016-2017 白酒、家电行情从 ROE 视角的底层逻辑，由于在 2013-2016，其板块收益率以食品饮料为例收益率大幅跑输自身 ROE，才可以在盈利回升时实现估值+盈利双升。当下部分可选消费估值扩张经历 2 年，收益率对 ROE 欠账较多，**未来可能的路径是：在景气度大幅上行时，部分可选消费的收益可能相对并不高。但其中和出口产业链相关的品种的弹性仍然值得期待。**

表1：2016 年至 2017 年全球经济复苏期，周期与消费领涨

板块	金融	周期	消费	成长	稳定
区间收益率（2016-01-31 至 2017-02-28）	11.55%	17.79%	19.00%	6.16%	14.14%

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：2016 年 1 月至 2017 年 2 月是 PPI 出现向下拐点与上行至出现向上拐点的区间

图16：但当下以食品饮料为代表的可选消费可能不具备出现 2016-2017 行情的估值基础

所属行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
农林牧渔	-13.0%	81.7%	154.5%	-51.0%	82.1%	12.6%	-40.9%	-11.3%	11.9%	11.1%	59.2%	-21.9%	-20.8%	-26.8%	30.2%	-10.8%
采掘	-27.5%	43.1%	241.6%	-85.9%	154.5%	-22.9%	-43.5%	-17.4%	-42.4%	15.9%	-2.5%	-7.5%	-5.8%	-40.5%	1.6%	-4.3%
化工	-22.6%	74.9%	169.0%	-69.8%	98.0%	-37.6%	-44.7%	-8.9%	-2.5%	21.2%	48.7%	-14.5%	-13.0%	-41.9%	18.0%	25.3%
钢铁	-32.8%	96.2%	159.0%	-76.6%	93.6%	-35.0%	-32.0%	-3.3%	-18.6%	76.8%	13.6%	-11.1%	5.6%	-45.7%	-10.4%	0.9%
有色金属	-19.2%	120.1%	241.5%	-82.8%	175.8%	11.7%	-54.7%	9.0%	-34.9%	38.4%	15.3%	-9.8%	8.1%	-45.0%	22.1%	18.8%
电子	-19.6%	44.6%	125.1%	-62.0%	147.3%	32.9%	-49.2%	-5.6%	35.1%	11.5%	66.1%	-20.0%	5.0%	-49.2%	66.7%	21.2%
家用电器	-7.4%	69.4%	194.0%	-64.6%	138.1%	-16.9%	-41.0%	1.0%	21.3%	2.6%	27.7%	-18.2%	24.6%	-46.0%	40.0%	11.1%
食品饮料	-0.1%	159.7%	110.5%	-70.2%	89.6%	0.1%	-34.4%	-27.4%	-28.1%	-0.7%	11.0%	-8.0%	35.8%	-42.5%	52.3%	37.7%
纺织服装	-26.4%	58.4%	174.9%	-68.7%	109.2%	-3.6%	-36.6%	-18.2%	-0.1%	22.5%	79.3%	-23.2%	-32.1%	-40.0%	2.7%	-10.0%
轻工制造	-22.7%	67.6%	159.3%	-71.7%	111.6%	-5.5%	-37.1%	-8.5%	16.4%	23.2%	81.8%	-23.6%	-23.9%	-42.1%	13.2%	7.0%
医药生物	-16.6%	62.2%	176.4%	-54.2%	86.3%	14.7%	-44.2%	-3.8%	24.4%	3.8%	44.6%	-25.2%	-8.6%	-37.4%	28.4%	21.6%
公用事业	-24.8%	44.8%	163.8%	-54.9%	43.4%	-20.8%	-29.7%	-4.9%	-2.9%	42.4%	9.9%	-27.8%	-13.8%	-36.4%	-1.7%	-8.4%
交通运输	-20.5%	58.7%	150.8%	-73.5%	73.1%	-27.2%	-41.7%	-12.0%	-1.3%	55.4%	23.4%	-30.4%	-3.9%	-38.1%	9.2%	-2.6%
房地产	-9.9%	144.1%	152.2%	-75.4%	103.7%	-38.1%	-35.6%	17.9%	-25.6%	53.2%	33.7%	-30.1%	-12.5%	-42.3%	10.3%	-21.0%
商业贸易	-7.5%	120.9%	178.6%	-70.5%	98.2%	-8.7%	-47.1%	-21.3%	2.6%	25.1%	40.9%	-20.1%	-21.0%	-41.3%	1.8%	1.4%
休闲服务	2.3%	100.8%	109.8%	-75.4%	124.4%	-1.3%	-34.1%	-5.5%	11.4%	31.2%	69.6%	-30.2%	-14.2%	-20.2%	18.6%	51.1%
综合	-23.7%	70.9%	196.8%	-77.5%	119.2%	4.4%	-40.3%	-13.1%	7.3%	39.2%	67.5%	-18.9%	-26.5%	-43.4%	23.2%	5.8%
建筑材料	-23.6%	103.0%	178.5%	-72.7%	116.9%	-1.5%	-50.3%	-4.1%	-19.1%	34.0%	22.7%	-7.4%	-6.6%	-47.9%	34.9%	10.3%
建筑装饰	-14.5%	90.8%	143.6%	-61.3%	22.1%	-9.5%	-48.6%	2.1%	-29.8%	70.6%	2.8%	-11.1%	-17.0%	-39.4%	-11.3%	-10.5%
电气设备	-10.9%	72.8%	191.5%	-58.1%	56.1%	0.3%	-52.0%	-20.4%	35.3%	22.8%	52.8%	-24.4%	-16.2%	-38.6%	19.0%	53.3%
国防军工	2.6%	116.2%	204.5%	-97.5%	116.9%	7.8%	-44.1%	-10.3%	30.1%	51.3%	30.6%	-20.2%	-19.2%	-31.9%	24.5%	28.9%
计算机	-23.6%	56.7%	129.9%	-65.4%	91.7%	15.0%	-43.9%	-14.1%	56.8%	28.5%	88.2%	-40.8%	-18.8%	-28.3%	44.4%	1.7%
传媒	-8.1%	72.2%	101.9%	-60.1%	67.1%	-14.9%	-33.9%	-16.6%	95.4%	6.0%	65.3%	-43.4%	-29.4%	-35.2%	22.5%	1.3%
通信	-14.0%	68.4%	112.5%	-73.7%	71.9%	-14.6%	-32.6%	-27.8%	29.1%	34.2%	66.1%	-18.7%	-6.0%	-33.2%	20.4%	-7.3%
银行	-2.9%	159.2%	71.7%	-87.8%	84.5%	-43.1%	-26.1%	-6.4%	-29.4%	44.6%	-17.3%	-19.2%	0.0%	-27.3%	11.0%	-13.5%
非银金融	-23.7%	282.3%	152.8%	-75.7%	86.1%	-40.0%	-42.8%	20.5%	-15.2%	108.2%	-34.2%	-24.5%	6.7%	-33.6%	33.7%	-7.4%
汽车	-21.8%	99.0%	202.9%	-90.4%	229.3%	-26.7%	-27.3%	12.1%	10.6%	23.0%	32.3%	-23.7%	-13.7%	-43.6%	7.9%	41.2%
机械设备	-23.4%	139.0%	150.8%	-75.4%	106.2%	11.5%	-51.2%	-14.4%	2.7%	36.4%	42.0%	-21.8%	-17.8%	-39.6%	18.9%	14.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：红色代表当前收益率-当年 ROE 大于 0，绿色代表当年收益率-当年 ROE 小于 0，大于 0 意味着收益率存在一定程度上的“抢跑”，小于 0 意味着收益率落后于 ROE，剔除 2015 年流动性牛市的影响，大部分行业均未出现连续三年收益率大于 ROE 的情况。

4、 波动之中，积极布局

我们在开源策略 2021 年度报告《红旗半卷，走向“新共识”》中提到，在政策退出导致信用数据回落属于信用收缩前期，经济往往出现过热，此时股票的回报大概率为正且弹性较大，与经济周期相关板块表现优异。真正的“信用收缩”导致市场下跌往往出现在经济出现过热或通胀后的信用收缩后期。

以 ROE 弹性为主导同时降低估值风险将是明年全市场投资者的“新共识”，投资者在年末应该积极以长周期眼光寻找布局此类资产。而在 PPI 同比出现向下拐点但尚未转正的阶段，周期风格占优过程中经历的反复将是宝贵的布局时机，我们继续推荐我们的年度策略投资组合：第一，价值重估组合（**银行、保险、房地产**）；第二，出口制造业供需突围：**工业机械，电子（覆铜板、照明、功率半导体、面板），电气设备（仪器仪表），化工（大炼化、钛白粉，醋酸），集运，家电，家居**；第三，通胀交易把握原材料和中间品：**铝、铜、大宗类化工品以及油服**。

5、 风险提示

国内经济复苏不及预期，海外需求大幅下滑

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