开源证券

11月策略：依然顺周期

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

姓名 梅锴（联系人）
证书编号：S0790120070044
邮箱：meikai@kysec.cn

姓名 王况炜（联系人）
证书编号：S0790120040033
邮箱：wangkuangwei@kysec.cn

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

2020年11月01日

核心观点

- 10月A股涨跌幅靠前的板块主要集中在顺周期消费、新能源以及银行板块，一定程度反应了驱动力转向了出口、消费和制造业等广领域，这对于经济修复完全依赖于逆周期调节政策的观点是一种有效修正。同时，海外疫情再次反复暂时阻挠了经济复苏的进程，国内市场因此在10月最后一个周再次出现了疫情交易。需要理解的是随着对疫情的认知深入和疫苗推出的临近，全球央行很难出现类似3月的流动性宽松。**疫情反复带来的风格反复的当下，应该是投资者调整组合的好时机。**
- 在信用继续宽松但是流动性边际收紧的当下，权益市场机会仍然大于风险。但是临近年末，投资者必然需要应对2021年经济复苏的不确定性做好准备。**市场较为主流的认知是经济复苏会逐步延续到2021年2季度，而信用的震荡下行将在此前出现。**以此为基准的假设也面对两类风险：1）**上行风险：全球经济疫情后复苏，但是由于海外供应链恢复在疫情中的受损，供给恢复将慢于需求，全球再通胀存在可能，这对于中国制造业是新的机遇，考虑到中国制造业经历了10年的宏观环境压制与资本开支的下行，当下可能释放新的活力；**2）**下行风险：国内的信用收缩较为猛烈，同时对于房地产的严监管最终导致了投资增速的快速下滑，此时海外需求的复苏也只是带来了出口的局部机会。**以上任一情景都有不低的发生概率。
- 在以上三种路径下，**历史规律显示成长股和顺周期价值股当下并不存在宏观经济假设下的对立：**当下经济复苏持续，低估值的顺周期股正在迎来估值修复；如果出现较强复苏，则是价值股表现的弹性区间；如果在当前位置出现经济下行，市场风险偏好下降带来的估值下降将是系统性的，低估值板块也相对安全。**金融在价值板块中最符合上述特征，而当下估值与盈利也变得更具性价比。**从三季报来看，顺周期板块盈利弹性的显现为风格轮动切换奠定了基础：顺周期资产在2020Q3获得了公募基金的大幅增配，而北上资金为代表的海外投资者已经从8月开始持续买入周期类资产。随着金融+周期资产重新广泛出现于专业机构投资者组合中，未来市场对经济复苏下周期性行业改善的钝化将得到改观，风格切换也将向更深推进。而在当下流动性收紧的环境下，盈利与估值不匹配将是后续个股风险的重要来源，投资者应对该类资产保持耐心而非抄底。
- 进入11月后，**着眼2021年将成为市场一段时间的主要矛盾**，但我们并不建议压注任何一种宏观经济走向，此时**金融板块（银行、保险、房地产）成为最佳选择：**可以在上行风险中提供可观收益，在下行中提供保护，在中性假设下保证投资者获得基本收益。同时我们推荐：**化工（大炼化、钛白粉）、有色（铜，铝）、集运、煤炭、家电、汽车及工程机械。**

目 录

CONTENTS

1 市场回顾：国内经济动能切换，海外疫情反复

2 未来经济的复苏路径

3 不同经济复苏路径下的板块应对

4 三季报分析

5 交易结构

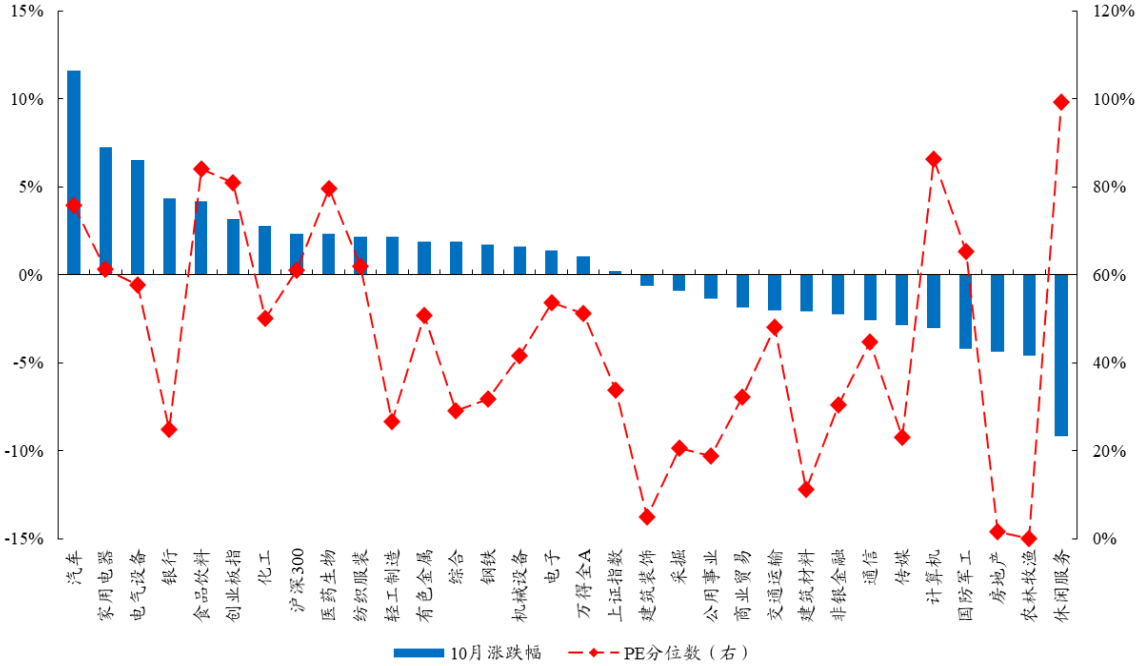
6 核心结论

7 风险提示

1.1 市场回顾：国内经济动能切换，海外疫情反复

10月A股涨跌幅靠前的板块主要集中在**顺周期消费、新能源以及银行**板块，这与国内经济复苏动能出现**投资向消费切换**相关。

图1：10月A股涨跌幅靠前的板块主要集中在可选消费、新能源以及银行板块

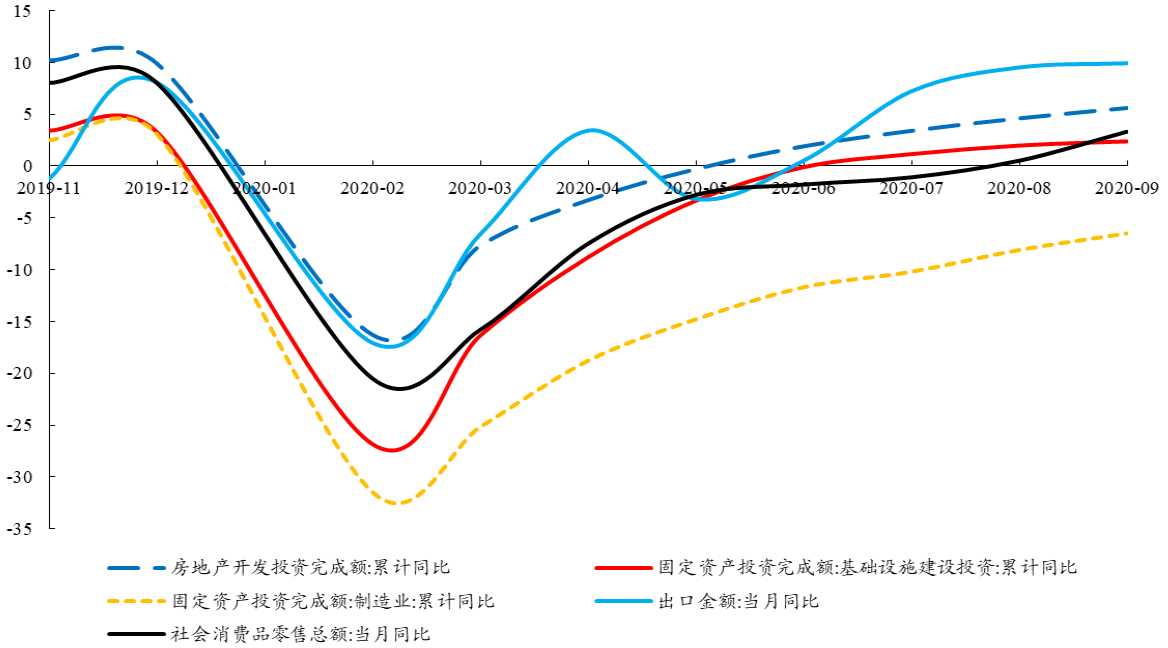


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 市场回顾：国内经济动能切换，海外疫情反复

当下我们确实看到了传统逆周期对冲政策（基建+地产）的减弱，但是同时也看到了**消费、制造业投资的回暖和出口链条等自身因素的上行**。这种来自经济自身的修复意义更大，更不依赖于逆周期调控政策的动能都在出现。

图2：国内经济复苏动能面临从投资向消费、出口的切换

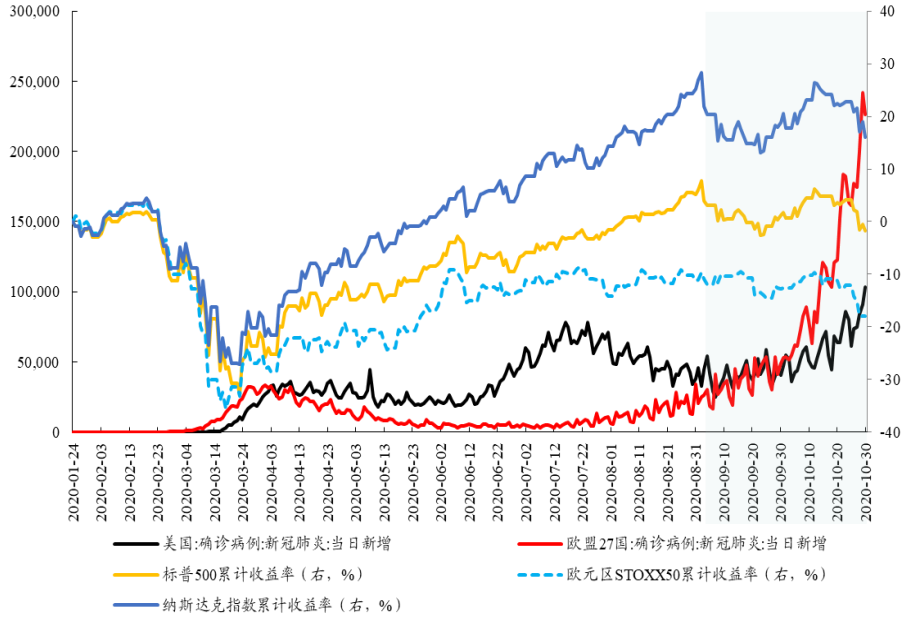


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 市场回顾：经济动能切换，疫情反复

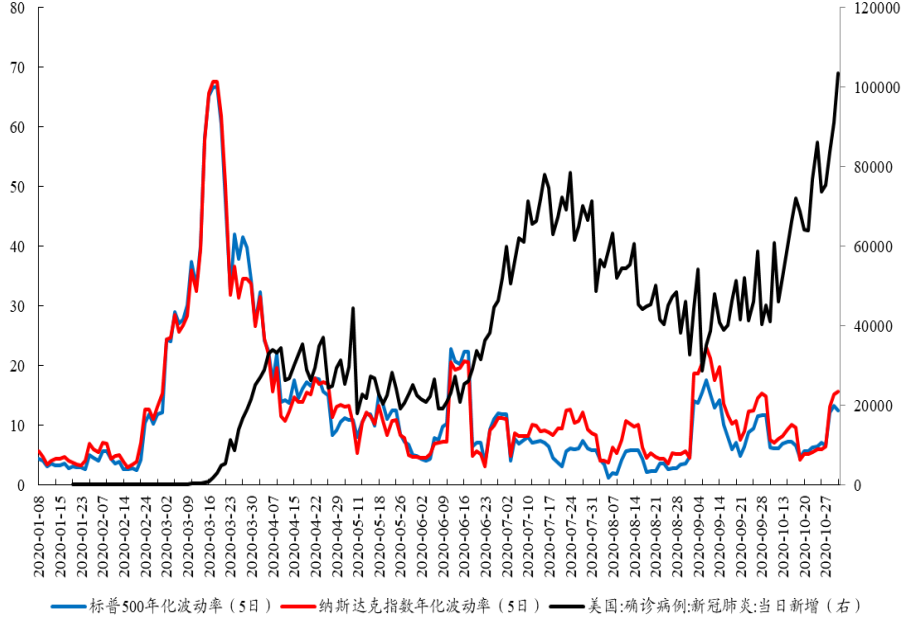
海外疫情的反复重回市场焦点。自10月23日欧美当日新增确诊人数同时创下历史新高以来，欧美股市就已经开始回落。但与此前不同的是，随着对疫情的认知的深入和疫苗推出时点的临近，疫情出现反复的时候市场波动率整体呈现逐步收敛的趋势，其实市场已经开始从“恐慌”变为更加注重衡量实际损失。

图3：欧美疫情爆发，重回市场焦点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：从波动率收敛的视角来看美股对于疫情的“钝化”与“免疫”

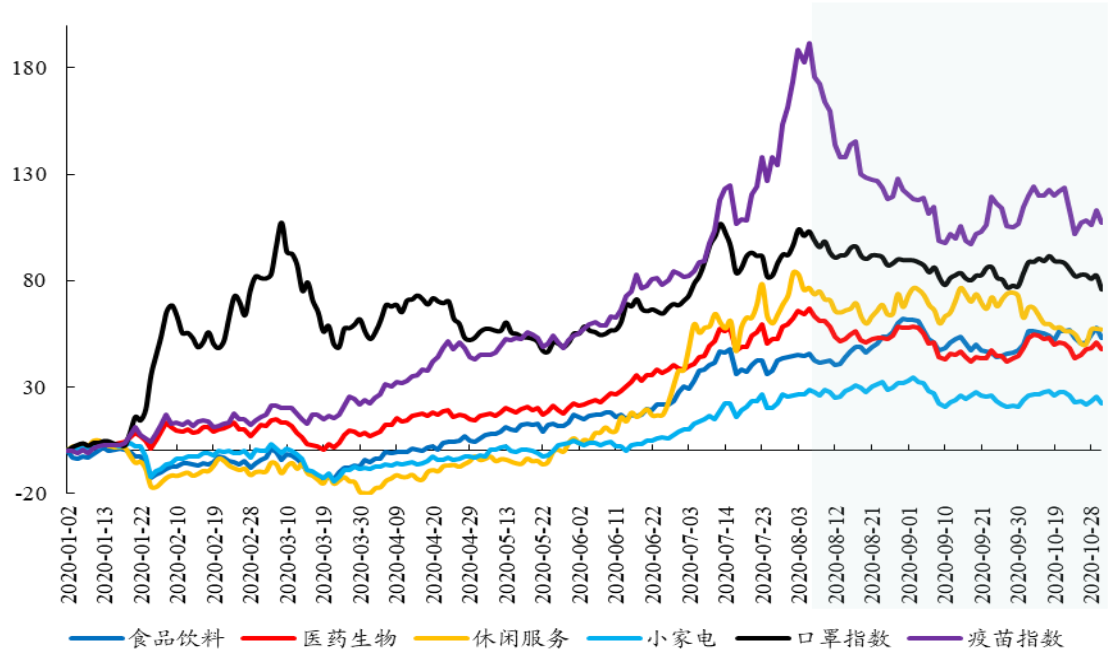


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 市场回顾：经济动能切换，疫情反复

市场确实有动力去像根据3月的学习效应进行交易疫情，而前期强势板块近期确实也出现了一定幅度的反弹。但我们需要提醒投资者注意的是：**3月后的市场很难复刻，大部分疫情交易都会被7月形成的价格天花板所压制**。更应该利用这次资产价格的波动，完成最终的仓位切换。

图5：3月后的市场很难复刻，大部分疫情交易都会被7月形成的价格天花板所压制



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 全球不会有三月重现：流动性最好的时刻已经过去

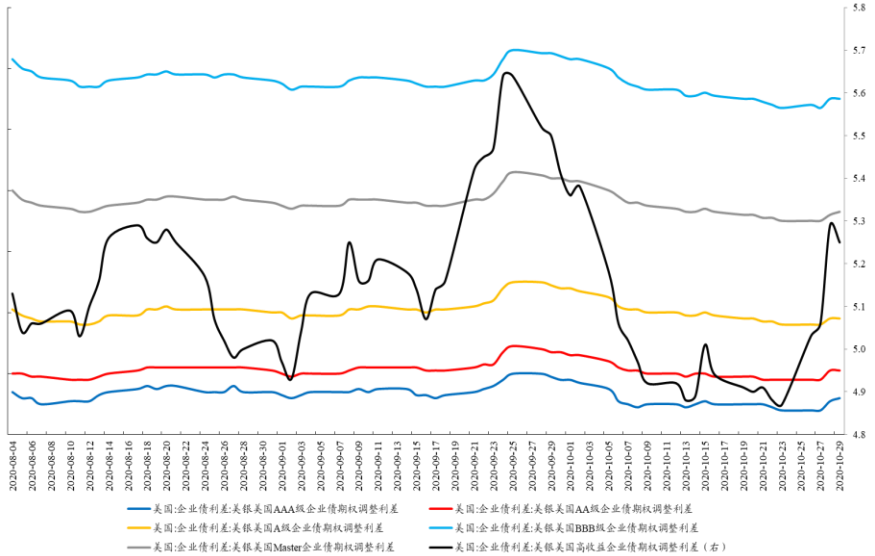
第一波疫情带来的各国央行大幅“放水”的流动性环境已经不太可能复刻，这很大程度上是由于央行对于疫情爆发对经济的影响同样经历了由恐慌到逐步认知的过程，只要金融系统不出现崩溃，则经济的修复只是时间问题，进一步放松货币政策反而会有后遗症。**实际利率底部已经形成并开始向上反弹，流动性因为疫情反复而重新大幅宽松的几率已经不大。**

图6：美联储扩表速度明显放缓，实际利率明显上行



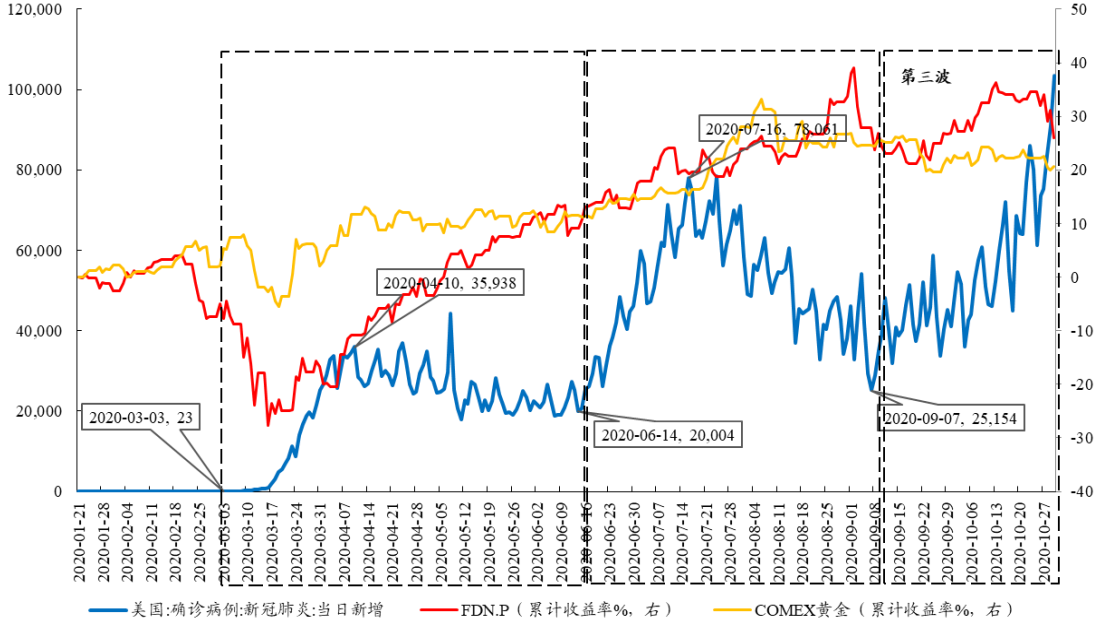
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国企业债利差近期也并未出现大幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：前期受益于流动性的资产此次并未明显反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：FDN.P指First Trust Dow Jones Internet Index Fund。

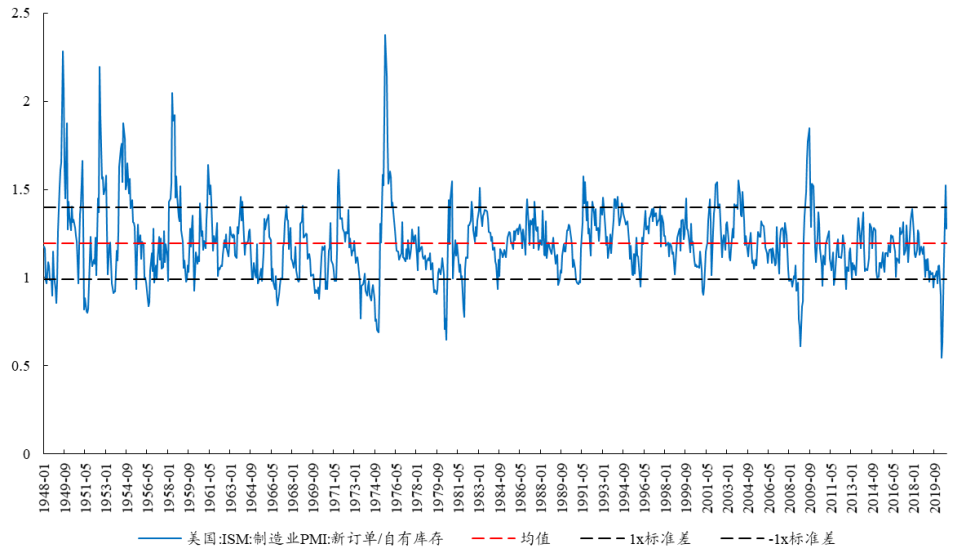
2.1 未来经济复苏的基准路径

我们认为，未来经济复苏路径的基本假设为：**全球经济在疫情后迎来复苏，但需求的回升是偏弱的，而疫情后供给的恢复也比预期的更为迅速，这种路径下只是带来了出口产业链的结构性机会，而地产和基建投资的放缓，让这类机会整体只是支撑了经济的弱修复，这可能是类似2017的弱复苏市场**；与之对应的我们有“经济上行风险”的复苏路径二与“经济下行风险”的复苏路径三。

2.2 未来经济复苏的“上行”路径：全球经济强复苏+通胀回升

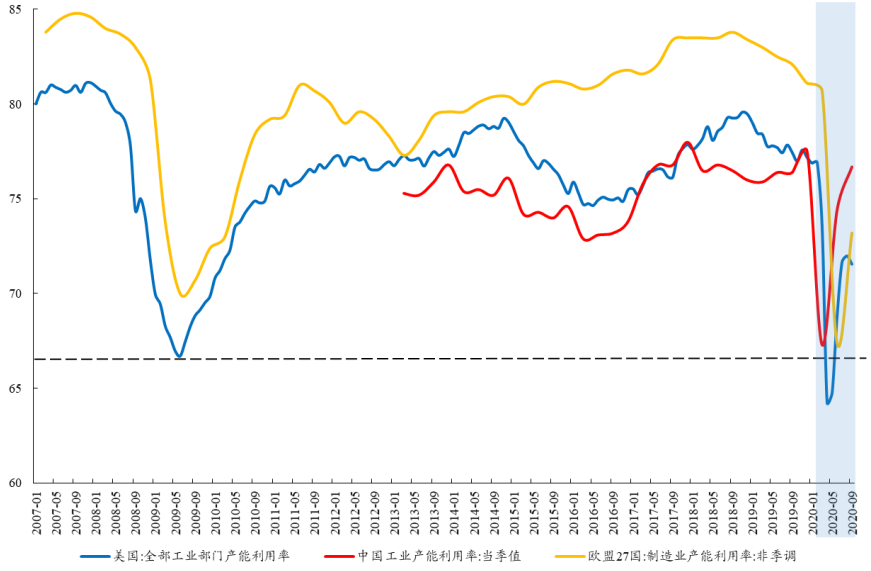
全球经济在疫情后迎来强劲复苏，由于全球供应链在疫情中受到冲击和库存去化，供给将跟不上需求恢复的速度，这将最后导致通胀的回升和中国制造业的重新繁荣，**而中国制造业将迎来资本开支周期的回升。**

图9：从美国新订单与自由库存的角度来看明显需求恢复比供给快



数据来源：Wind、开源证券研究所

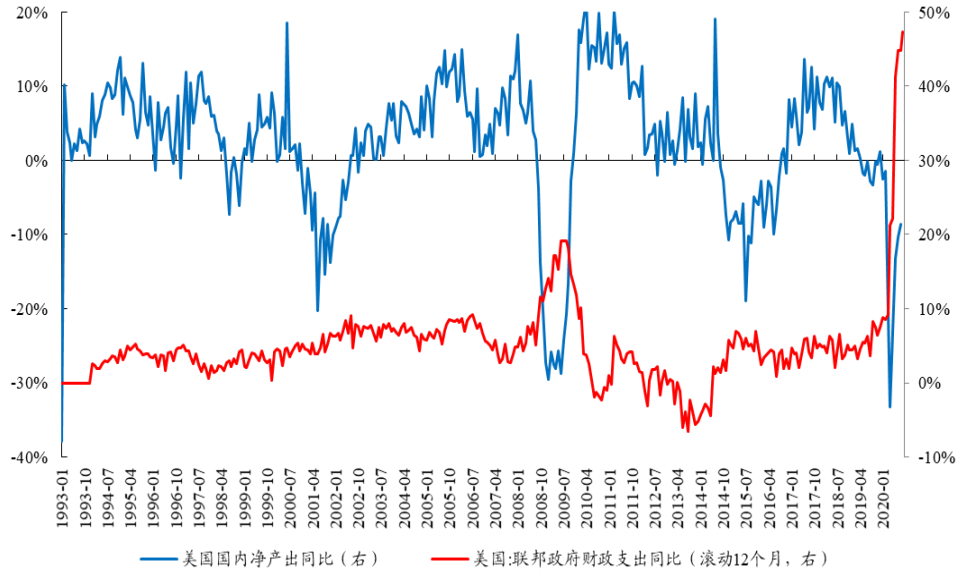
图10：我国工业产能利用率恢复最快



数据来源：Wind、开源证券研究所

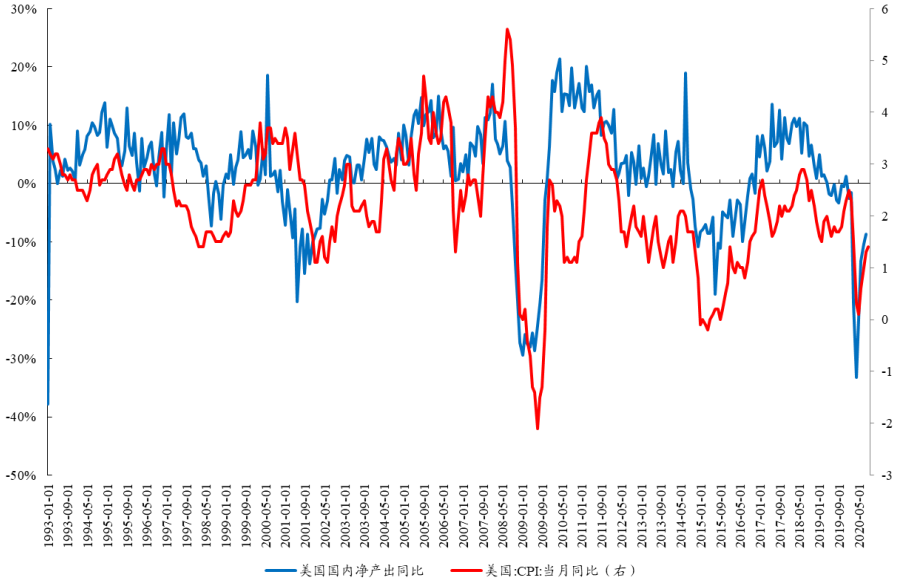
2.2 未来经济复苏的“上行”路径：全球经济强复苏+通胀回升

图11：美国财政支出增长往往领先于美国国内净产出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：美国通胀随着净产出同比触底而回升



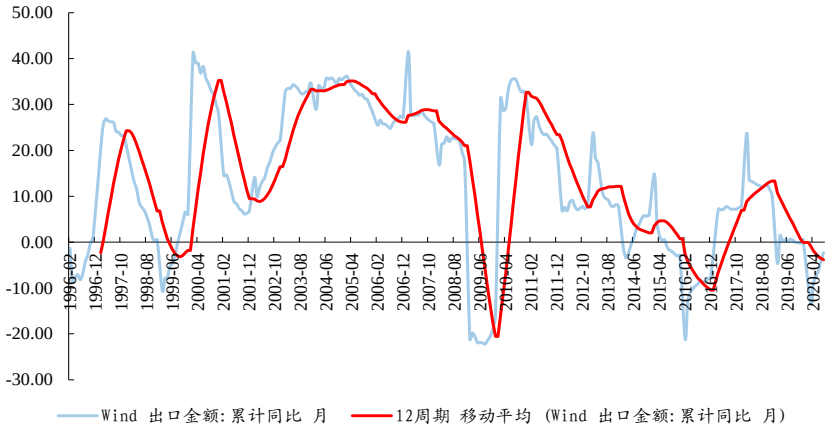
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：美国国内净产出指的是剔除库存与净出口变化之后的制造业订单数量。

2.2 国内制造业面临十年以来的新机遇

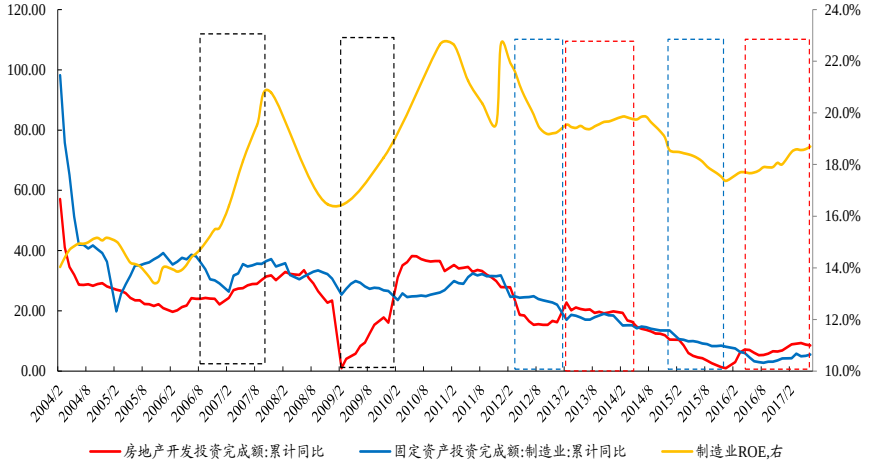
2010年之后，房地产替代外需成为影响制造业盈利的主导因素。2010年之后，当房地产投资增速高于制造业投资时，工业企业ROE回升，反之则降低，反映了制造业的产能更多对应的是房地产投资带来的需求。

图13：2010年前，出口增速较高；2010年之后出口回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2010年之后，工业企业ROE与房地产需求相关，2010年之前，关系不明显（黑色框中不存在上述关系）

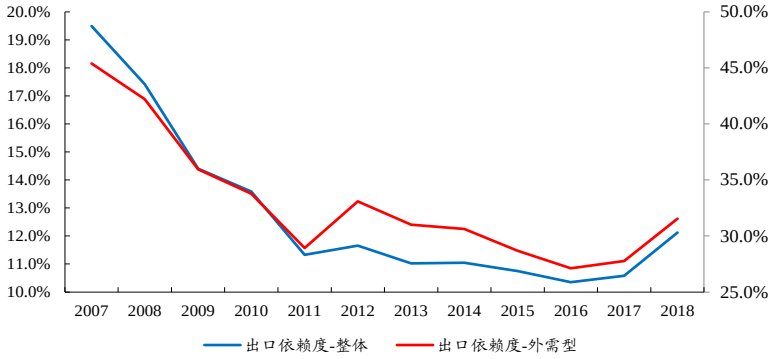


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 国内制造业面临十年以来的新机遇

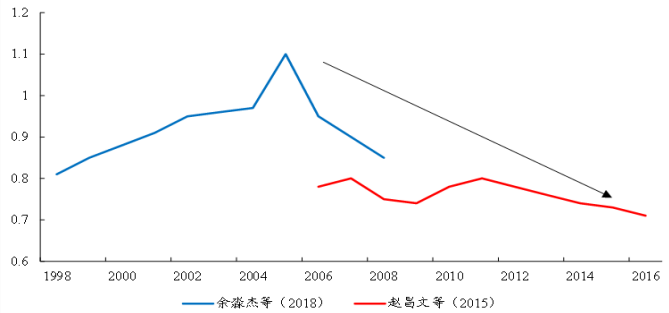
2010年之后，制造业面临的需求存在结构性不足，但自身供给却在“四万亿”后长期过剩。金融危机后全球经济复苏疲弱，外需下滑，同时在“四万亿”后制造业新增过剩产能，在此后的时间中都在消化，最终导致的结果就是产能利用率与ROE都出现趋势性下滑。

图16：金融危机后，外需占比快速下滑，只在2011-2012出现小幅反弹，后续外需占收入比逐年下滑，直至2017年有所企稳



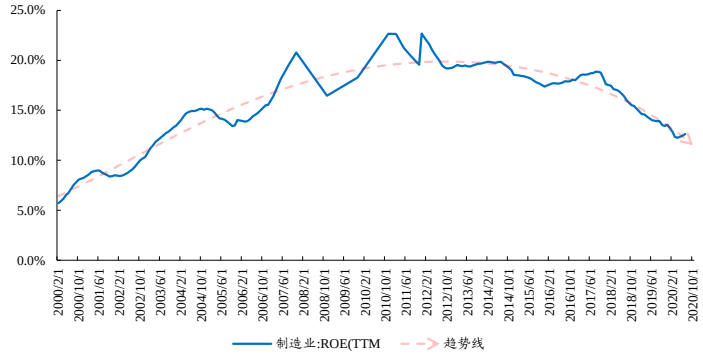
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：工业企业产能利用率在2011年后逐年下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：制造业ROE从2011年之后趋势性下滑

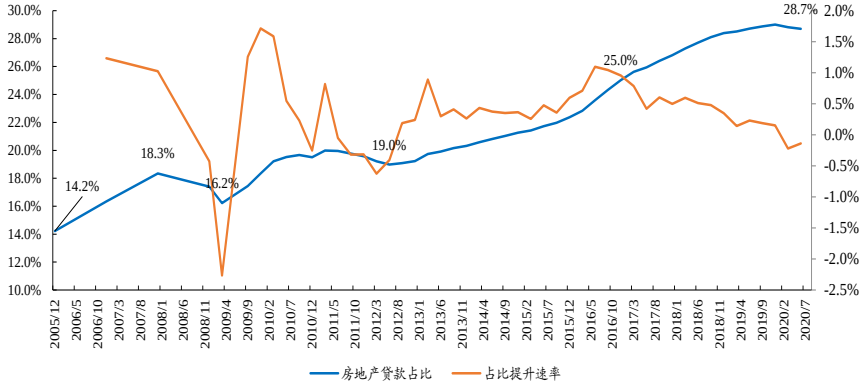


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 国内制造业面临十年以来的新机遇

2010年之后，房地产较高的信贷需求和融资成本可能挤出了制造业投资。房地产贷款占金融机构各项贷款的比例从2005年12月份时的的14.2%，到2020年8月已经翻倍为28.7%，同时，我们以上市公司的平均债务成本作为房地产行业可接受的信贷利率来看，明显高于金融机构一般贷款加权利率，房地产对信贷资源的需求旺盛，加上给予信贷的回报较高，很可能在2018年“房住不炒”精神的贯彻之前，挤出了制造业融资的需求。

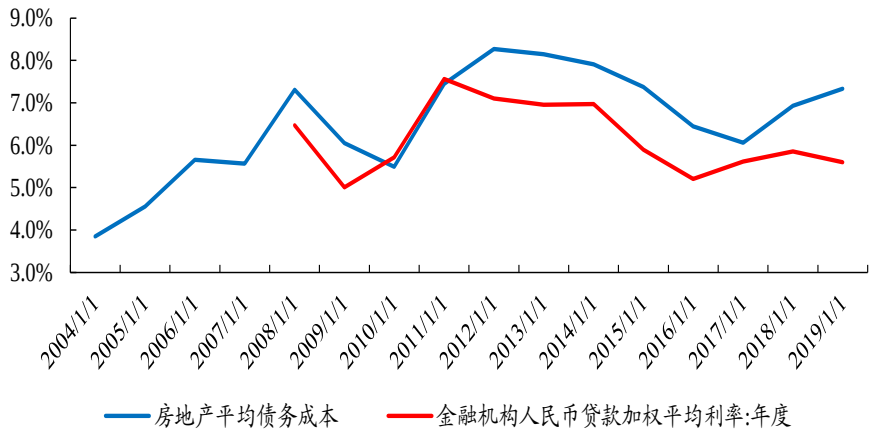
图18：房地产贷款占各项贷款余额比例逐年提升，当前已经较2005年翻倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：房地产贷款包含开发贷、个人购房贷款，包含按揭贷款的原因是：在房价持续上涨的时期，个人购房贷款主要以房产为抵押，对银行来说，相对于制造业贷款也是性价比更高的资产。而个人购房贷款又从销售回款的渠道流入房地产开发领域，进一步增加了房地产业占用的信贷资源。

图19：房地产行业可承受的利率高于各项人民币贷款的平均利率

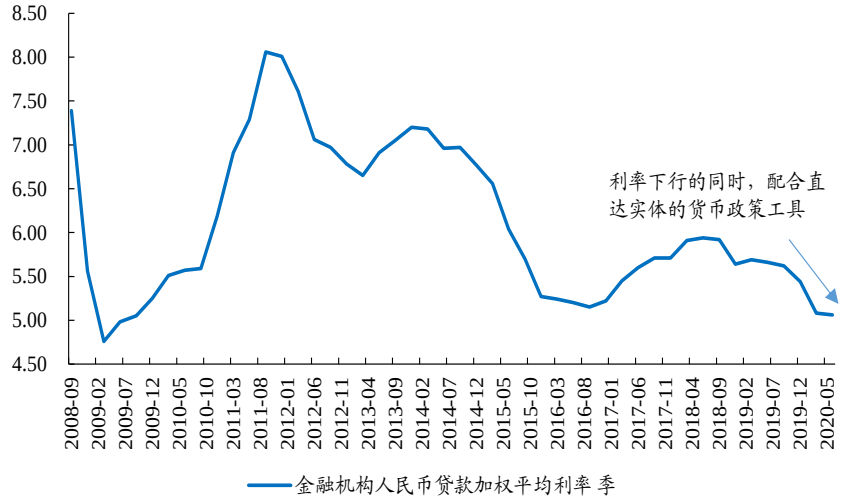


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 找回遗失的制造业投资

在“双循环”发展格局下，底部盘桓许久的制造业将找回“遗失的投资”，主要有三点原因（1）前面讲到的，海外复苏对外需形成支撑；（2）融资约束打开，“房住不炒”与“三道红线”限制了房地产行业占用过多的信贷资源，而疫情之后的逆周期调节政策使融资环境变得比过去更加有利，一方面是在5月份之前观察到利率的快速下行，另一方面货币当局强调的直达实体的融资政策，尤其使得民营企业在当前面临的融资环境远远好于“金融去杠杆”时期，融资需求更容易得到满足；

图20：年初以来，为应对疫情冲击，企业面对的融资成本在降低，且货币当局出台直达实体工具宽信用



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2019年以来随着对民企一系列扶持政策出台，民企融资能力逐步改善

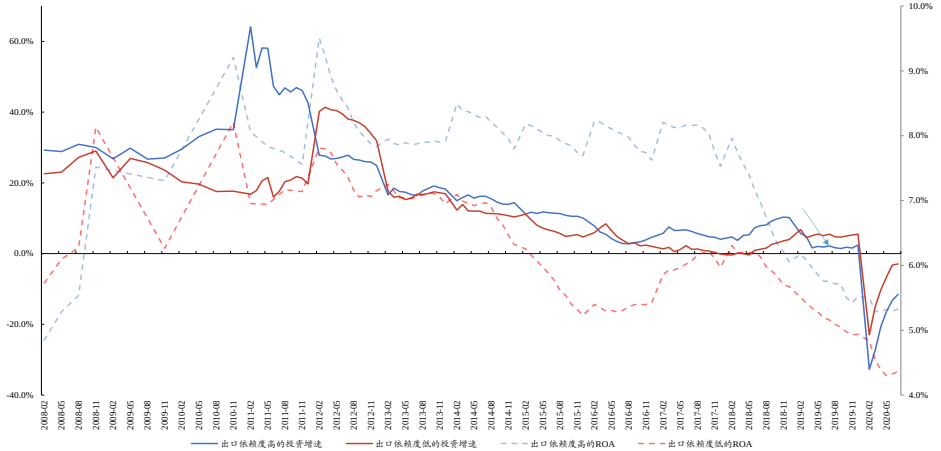


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 找回遗失的制造业投资

（3）许多制造业已经处于资本开支的底部，且此时有能力、有空间加杠杆，中美贸易摩擦对企业预期的扰动边际上将冲击变小。中美贸易摩擦从2018年3月开启到目前已经历两年半的时间，时间所带来的结果是，一方面外需型行业固定资产投资维持极低位置，行业内部经历了进一步的出清，另一方面企业对中美之间的贸易摩擦已经形成了较为充分的认识，意味着未来出现外贸打击“超预期”的概率在降低。**实际上，我们已经观察到疫情之后，出口相关制造业的资本开支回升速度，高于过去10年被房地产所主导制造业的资本开支回升速度。**

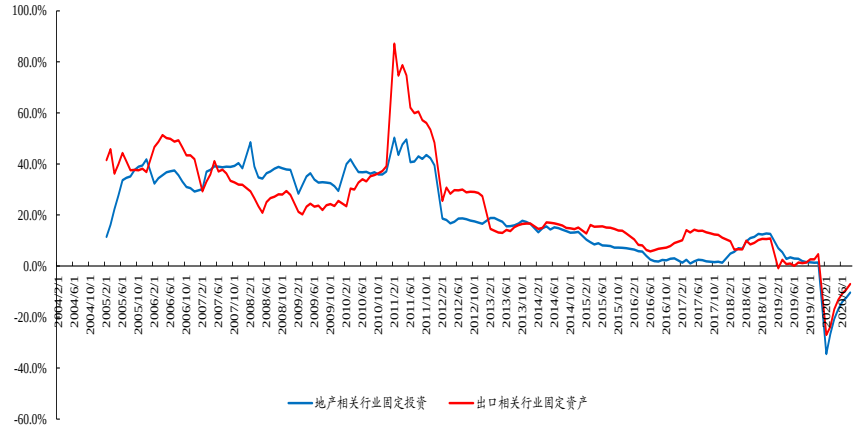
图22：各行业在2018年后ROA均受损，但外需型2019年固定投资增速下降更多



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以出口交货值/行业营收来对半划分判断41个工业企业中出口依赖度高和低的组别。

图23：疫情之后，出口型制造业的固定资产投资回升速度高于房地产相关制造业



数据来源：Wind、开源证券研究所

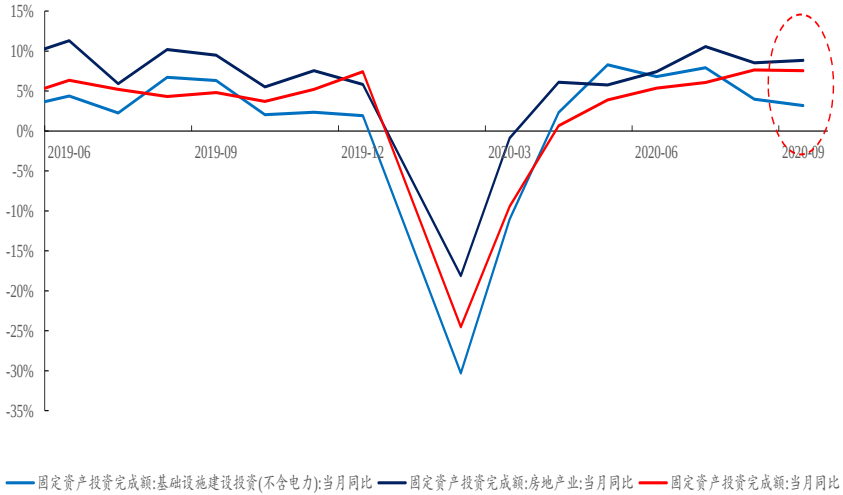
注：地产相关制造业为：橡胶和塑料制品业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、通用设备制造业、电气机械及器材制造业；

未来经济复苏的“下行”路径（路径三）则是国内的信用收缩是较为猛烈的，而海外需求的复苏也只是带来了出口的局部机会。全市场面临杀估值的情形，类似于2018年。

2.4 当下复苏路径并不清晰

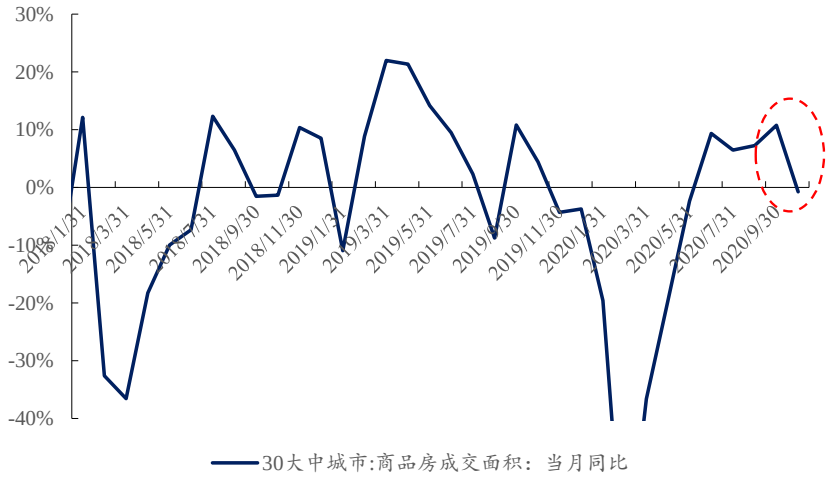
但当下基建投资边际走弱与地产销售走弱，当下对于孰强孰弱的判断并不明朗，复苏路径并不清晰。但是无论发生何种情景的演绎，**我们发现有一种情形其实不会出现**：即疫情遥遥无期，经济低迷，因为各国对于前景的极度不确定，选择了极为宽松的货币政策。因此，当下市场因为疫情再次发生而开始在资产价格上再次出现疫情交易，可能是不明智的，因为其此前的未来展望已经不存在，一个较好的例证便是我们在前文中提到的：**全球当下与疫情相关的交易，很难再回到此前高点**。

图24：房地产投资仍有一定韧性，但基建投资在边际放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：30大中城市商品房成交面积同比增速边际走弱

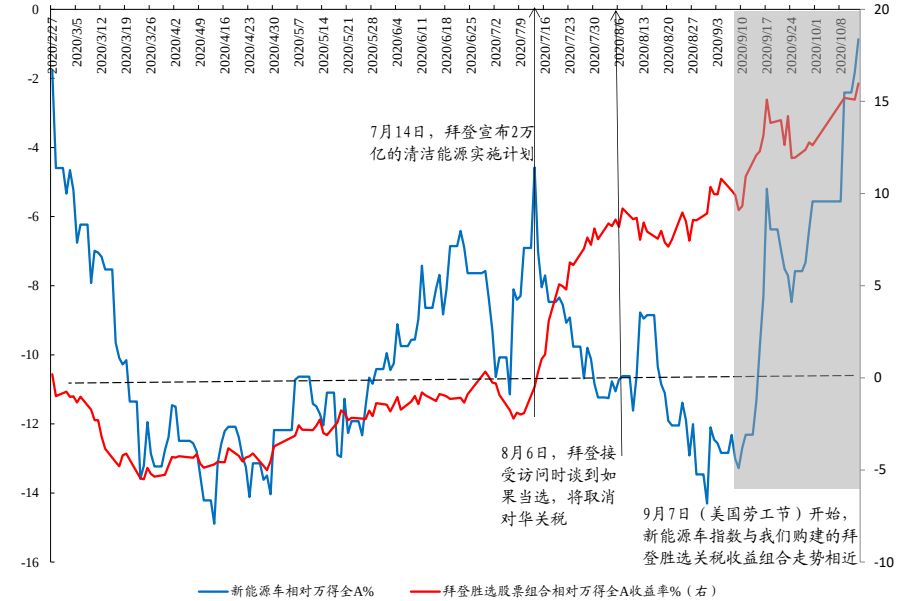


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.5 交易拜登当选：仍存在较大不确定性

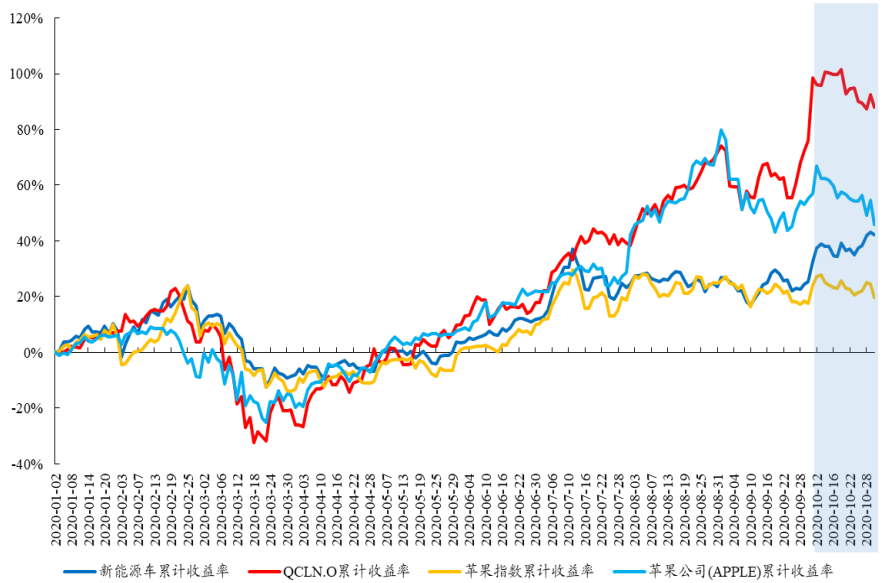
拜登支持率的大幅上升使得市场出现了明显交易拜登当选的行情。然而我们需要提醒投资者注意的是，这种过早下注拜登胜选的行情存在明显的不确定性，**投资者需要警惕大选的反复带来资产价格的波动。**

图26：新能源车与拜登胜选组合在9月以来相对于万得全A的收益有较强的相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：我国苹果指数与新能源车指数与美股相关科技股表现存在明显的相关性



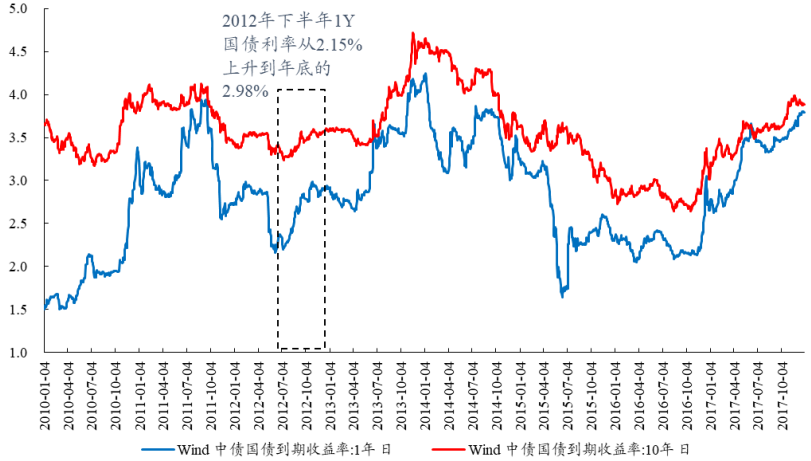
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 经济复苏基本路径：经济弱复苏至企稳，金融补涨——类似2012年

在当下来看，市场比较共识的是一个较为弱复苏的格局：信用高位震荡，缓慢下行，经济的修复动能逐步从政策对冲为主的基建、房地产，逐步切换至出口、消费和制造业投资链条，经济持续缓慢的修复会至少持续到2021年1-2季度。

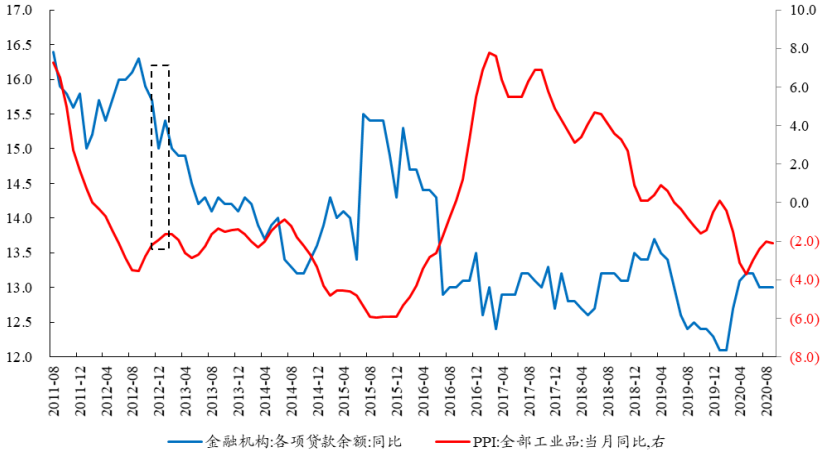
2012年存在类似的情形：流动性不再边际宽松，“高估值”向低估值切换；同时，信贷在快速上升之后有所回落，但经济复苏的趋势不改，对以银行为代表的资产质量改善滞后定价；经济企稳：一个重要指标是PPI，我们能够发现2012年末PPI出现拐点上行，后中枢企稳。

图28：2012与2017年均有利率快速上行，促使高估值向低估值切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

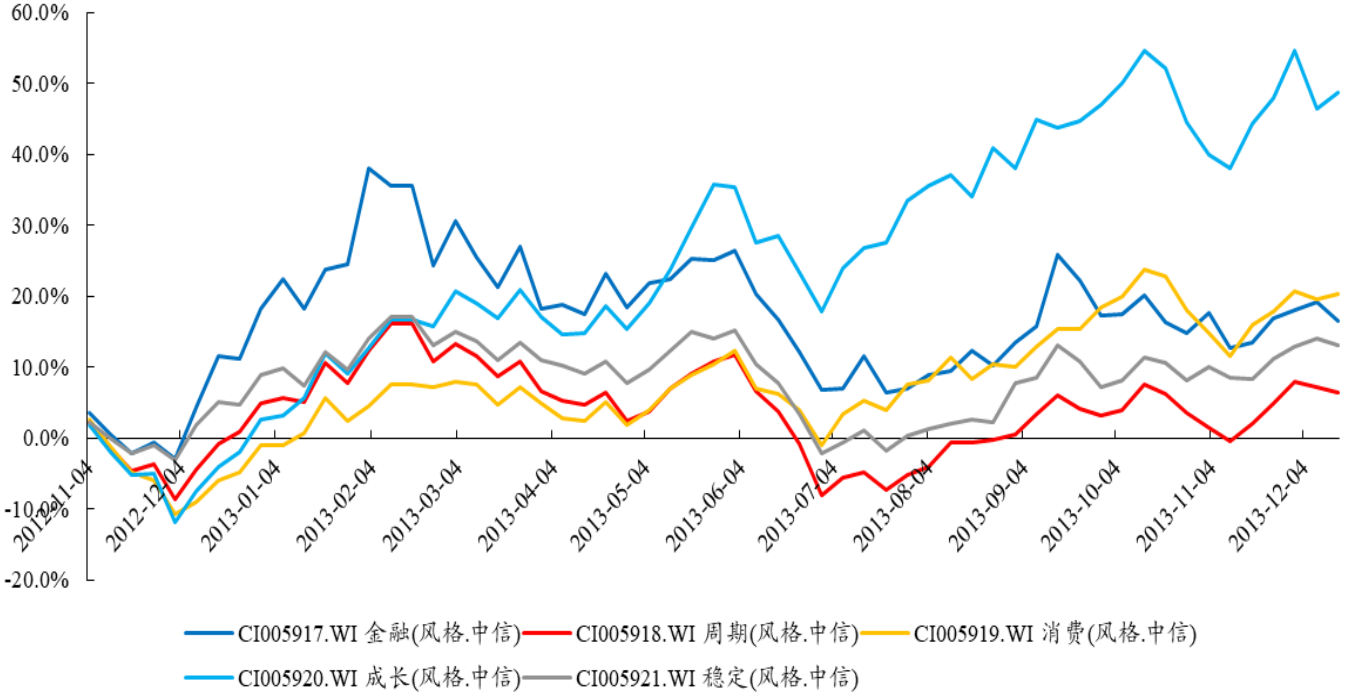
图29：经济企稳的信号：PPI止跌上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

低位价值股将出现滞后于周期成长股表现后的修复。**典型的就是金融中的银行，资产质量的改善将是估值修复的基础。**当然，和经济周期相关的周期成长股会是同样的占优策略。

图30：2012年11月至2013年2月，金融跑赢其它风格，之后随着“万众创新”的提出，景气度更高的成长接力

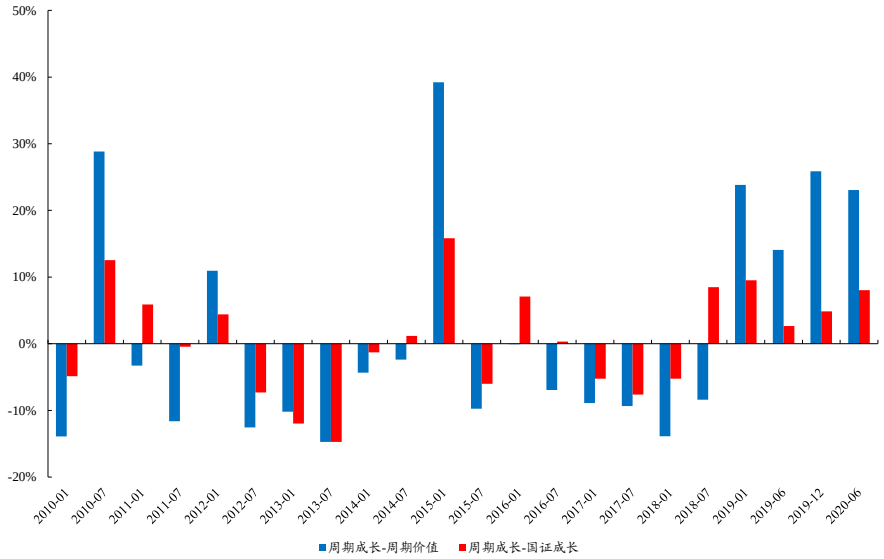


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 经济复苏基本路径：周期成长→周期价值

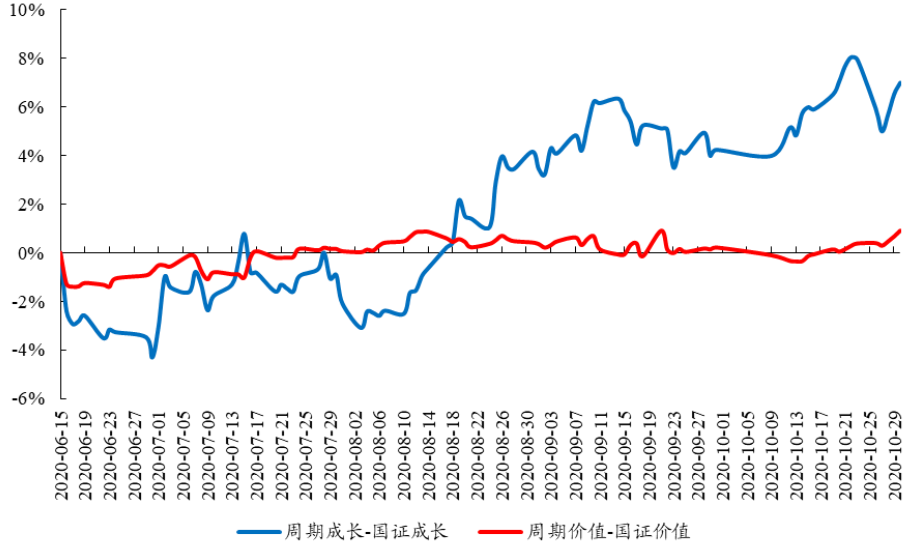
从历史规律来看，在经济复苏的过程中，**随着顺周期行业的盈利逐步修复，周期成长将先跑赢国证成长，随后被低估的周期价值也将迎来更大的弹性区间。**

图31：随着经济复苏逐步推进，周期价值也将迎来更大的弹性区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：周期成长已经跑赢国证成长，但周期价值股可能刚刚启动



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1 低估值背后的顺周期逻辑：资产质量的改善将是估值修复的基础

就估值贡献来看在顺周期行业内部存在其他顺周期行业→金融→房地产的轮动顺序，我们认为这背后有两重原因：在每轮经济复苏初期都有地产政策放松，带动投资增速上行，**其他顺周期行业由于盈利预期的改善而率先修复估值**；在周期后半段，银行+地产往往伴随着明显的估值上行，**其背后其实交易的是盈利上行的逻辑**。

图33：顺周期行业估值和盈利贡献占优，估值贡献的轮动顺序为其他顺周期行业→金融→房地产

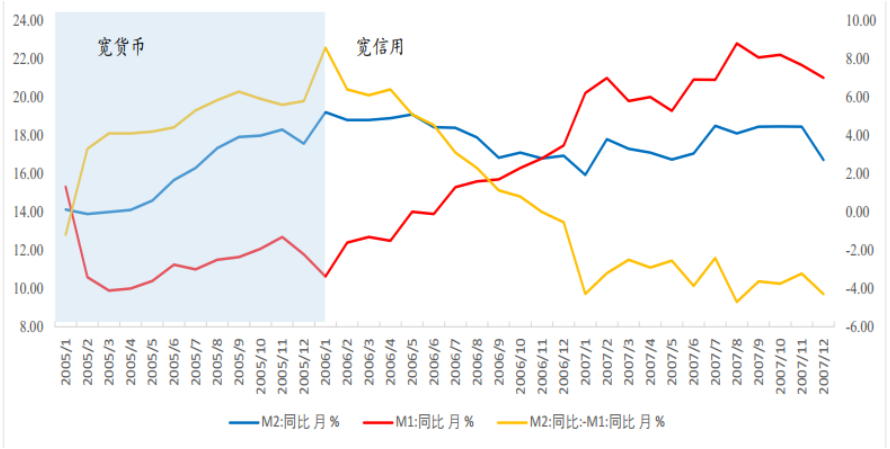
行业分组	阶段7估值贡献	阶段7估值贡献	阶段8估值贡献	阶段8估值贡献	阶段7盈利贡献	阶段7盈利贡献	阶段8盈利贡献	阶段8盈利贡献
非顺周期行业	-2.23%	4.40%	-12.48%	-7.11%	0.51%	0.89%	5.45%	-0.14%
顺周期行业	5.78%	8.28%	-2.82%	7.39%	8.47%	15.12%	6.18%	0.91%
金融	3.96%	13.23%	2.39%	10.29%	8.61%	0.81%	6.44%	-3.16%
地产	5.78%	-8.92%	-1.12%	12.05%	12.00%	15.12%	6.16%	2.91%
其他顺周期行业	6.16%	-1.53%	-3.85%	4.60%	8.08%	18.45%	7.29%	0.33%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 路径二：经济强复苏，金融领涨，后转向通胀品种——类似2006-2007年

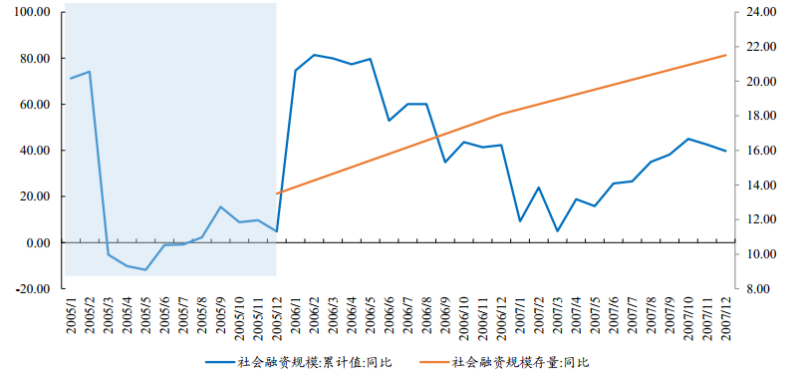
但我们当下不得不考虑路径二，潜在可能出现的全球复苏和通胀交易。这种路径下，根据2006-2007年出现的情形，不再宽货币，但信用快速修复，带来金融与顺周期行业的普涨行情

图34：2006年宽信用，M2-M1回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2006年社融回升，流动性进入实体

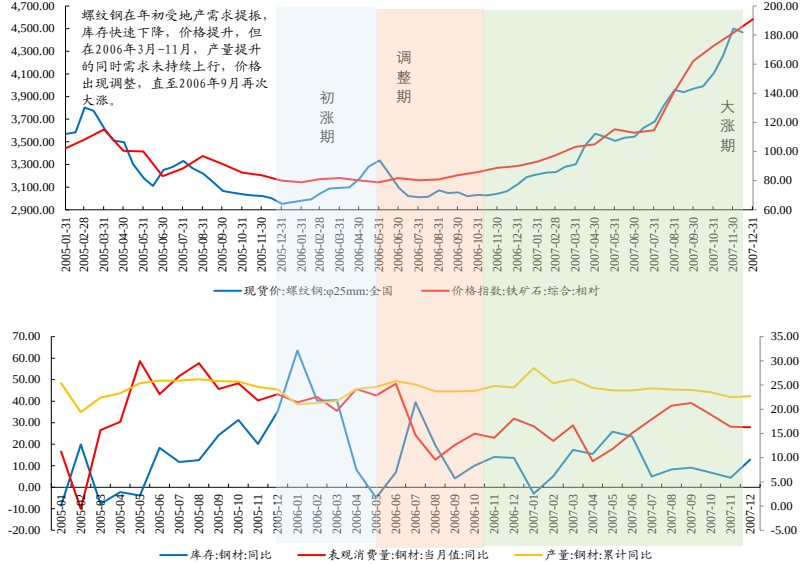


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 路径二：经济强复苏，金融领涨，后转向通胀品种——类似2006-2007年

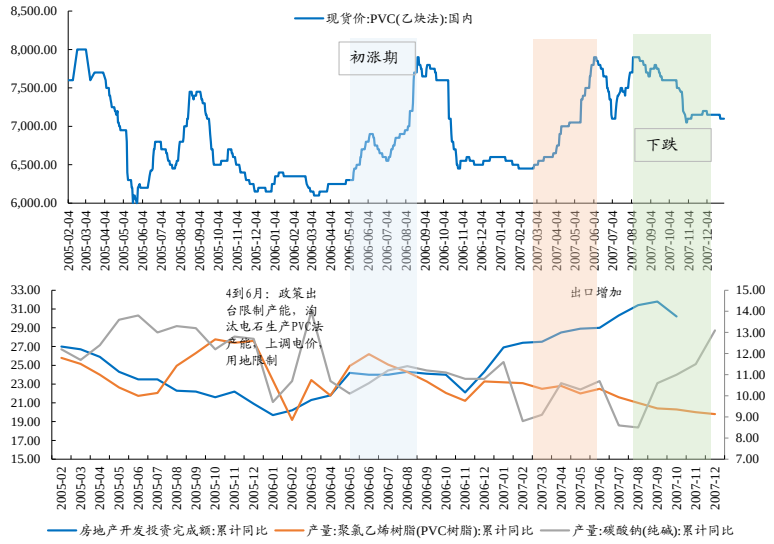
这种路径后期，经济复苏强劲，商品价格快速上涨，行情转向通胀受益品种：例如有色、煤炭、石油化工

图36：钢铁价格上涨分两波：在需求刺激下，产量提升很快，价格的再次上涨依赖于强需求



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：PVC价格：与钢铁同样扩产能导致量升价减，但由于有去产能措施所以第二波价格上涨先于钢铁



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 路径二：经济强复苏，金融领涨，后转向通胀品种——类似2006-2007年

行情的轮动与基本面轮动表现基本相同

（1）在景气度N型走势的第一波，与基本面一致，金融、房地产、煤炭、有色、化工、钢铁将表现较好，同样与基本面一致的是，化工、钢铁的行情在第一波较为短暂，难以把握。

图38：行业轮动第一波：煤飞色舞+金融领涨，化工、钢铁行情短暂，建材、机械持续性更强

	2006/1/25		2006/2/28		2006/3/31		2006/4/28		2006/5/31		2006/6/30
有色金属	27.88	食品饮料	9.99	有色金属	11.74	非银金融	30.12	国防军工	55.08	机械设备	11.65
非银金融	18.02	采掘	7.77	商业贸易	7.90	有色金属	29.84	非银金融	37.45	食品饮料	8.63
计算机	15.24	银行	6.72	非银金融	7.71	电气设备	22.58	综合	32.76	商业贸易	7.87
机械设备	14.04	汽车	6.58	房地产	7.14	食品饮料	21.35	纺织服装	30.34	交通运输	7.52
综合	12.68	房地产	6.36	建筑装饰	6.79	国防军工	19.48	汽车	25.61	轻工制造	6.87
电气设备	12.39	建筑材料	6.08	电气设备	6.28	机械设备	18.51	建筑材料	24.85	汽车	6.74
银行	12.13	家用电器	5.35	国防军工	6.08	商业贸易	18.32	农林牧渔	24.33	建筑装饰	6.52
房地产	10.63	农林牧渔	5.12	食品饮料	4.30	休闲服务	17.74	商业贸易	22.46	农林牧渔	6.24
采掘	10.43	钢铁	4.48	采掘	3.49	传媒	16.85	机械设备	20.43	医药生物	5.82
食品饮料	9.46	化工	4.04	休闲服务	3.16	建筑装饰	16.20	钢铁	20.18	国防军工	5.70
化工	8.78	商业贸易	3.54	机械设备	3.06	农林牧渔	13.96	医药生物	20.07	非银金融	5.00
钢铁	8.56	机械设备	2.36	传媒	2.48	银行	10.35	建筑装饰	19.88	化工	4.54
轻工制造	8.52	国防军工	2.09	化工	1.05	电子	10.12	公用事业	18.54	通信	3.97
传媒	8.33	非银金融	1.85	通信	0.69	计算机	10.03	食品饮料	18.47	纺织服装	3.72
建筑材料	8.32	交通运输	1.46	电子	0.66	医药生物	9.68	化工	18.37	计算机	3.34
通信	7.98	休闲服务	1.39	家用电器	0.51	综合	8.22	轻工制造	18.03	电气设备	3.31
建筑装饰	7.93	医药生物	1.31	建筑材料	0.27	化工	8.01	家用电器	18.00	公用事业	3.18
家用电器	7.76	公用事业	0.85	医药生物	0.21	汽车	7.89	电子	17.72	家用电器	3.02
汽车	7.74	纺织服装	0.69	轻工制造	0.17	采掘	6.95	采掘	16.49	电子	2.68
电子	7.40	建筑装饰	(0.01)	钢铁	(0.22)	公用事业	6.79	交通运输	16.48	传媒	2.51
纺织服装	6.46	轻工制造	(0.10)	综合	(0.68)	建筑材料	6.67	电气设备	14.63	钢铁	1.87
商业贸易	6.36	有色金属	(0.11)	汽车	(1.00)	交通运输	6.49	有色金属	14.50	建筑材料	1.31
医药生物	5.70	综合	(0.50)	纺织服装	(1.48)	轻工制造	5.62	房地产	10.94	银行	1.06
农林牧渔	5.67	传媒	(0.60)	计算机	(1.49)	房地产	1.95	休闲服务	10.79	综合	(0.02)
国防军工	5.27	电子	(0.65)	交通运输	(2.27)	钢铁	1.39	计算机	10.20	房地产	(0.96)
休闲服务	4.70	电气设备	(1.11)	农林牧渔	(3.26)	纺织服装	1.15	传媒	6.49	休闲服务	(2.14)
交通运输	3.88	计算机	(1.26)	公用事业	(3.43)	家用电器	0.03	银行	2.45	采掘	(2.17)
公用事业	3.72	通信	(5.43)	银行	(3.93)	通信	(2.09)	通信	1.58	有色金属	(2.65)

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 路径二：经济强复苏，金融领涨，后转向通胀品种——类似2006-2007年

行情的轮动与基本面轮动表现基本相同

（2）建材、建筑装饰、工程机械的行情在下游房地产数据下滑的情况下仍然持续，逻辑是“不可证伪”即可，在景气度年中震荡时是表现最好的周期性行业，且持续性较强。

图39：行业轮动第二波：前期，房地产和金融领涨，建材、机械贯穿其中

	2006/7/31		2006/8/31		2006/9/29		2006/10/31		2006/11/30		2006/12/29
房地产	2.79	房地产	14.34	银行	15.29	钢铁	13.94	房地产	28.63	非银金融	41.57
休闲服务	(0.71)	休闲服务	13.78	通信	10.16	银行	9.92	非银金融	25.21	银行	34.96
传媒	(2.64)	国防军工	11.18	国防军工	10.02	通信	8.35	银行	21.07	通信	24.00
建筑装饰	(3.08)	银行	9.06	农林牧渔	7.42	交通运输	4.71	钢铁	19.55	食品饮料	22.19
家用电器	(3.17)	非银金融	6.29	非银金融	6.52	有色金属	4.20	家用电器	15.47	钢铁	18.46
电气设备	(3.30)	通信	6.23	综合	6.00	建筑材料	3.87	建筑材料	14.57	机械设备	15.51
轻工制造	(3.38)	综合	5.85	交通运输	5.71	汽车	3.21	食品饮料	14.13	汽车	15.05
汽车	(3.86)	纺织服装	4.55	电气设备	5.49	传媒	2.93	休闲服务	12.55	房地产	14.59
计算机	(4.28)	轻工制造	4.54	房地产	5.39	公用事业	2.89	传媒	12.12	建筑材料	13.07
商业贸易	(4.32)	商业贸易	4.27	休闲服务	5.36	化工	2.83	商业贸易	11.71	采掘	12.63
化工	(4.52)	电子	4.00	医药生物	5.27	机械设备	2.22	机械设备	11.06	纺织服装	12.56
医药生物	(4.67)	有色金属	3.95	计算机	5.13	采掘	2.00	通信	10.28	商业贸易	11.05
有色金属	(5.43)	计算机	3.86	建筑材料	5.13	轻工制造	1.72	有色金属	10.08	计算机	10.63
机械设备	(5.72)	建筑材料	3.46	食品饮料	4.87	食品饮料	1.41	汽车	9.69	休闲服务	10.39
电子	(6.23)	化工	3.21	化工	4.74	休闲服务	1.25	公用事业	9.44	公用事业	10.20
通信	(6.26)	建筑装饰	3.14	机械设备	4.62	家用电器	0.97	交通运输	9.25	建筑装饰	9.86
食品饮料	(6.34)	电气设备	3.00	家用电器	3.38	建筑装饰	0.64	建筑装饰	9.12	轻工制造	8.92
综合	(6.54)	钢铁	2.93	电子	2.93	纺织服装	0.56	采掘	8.13	交通运输	8.82
农林牧渔	(6.78)	农林牧渔	2.25	传媒	2.81	医药生物	(0.10)	化工	7.98	农林牧渔	8.18
交通运输	(6.84)	机械设备	1.92	商业贸易	2.74	房地产	(1.71)	轻工制造	5.88	化工	8.16
国防军工	(6.94)	医药生物	1.07	公用事业	2.49	商业贸易	(2.11)	电气设备	5.73	医药生物	7.54
公用事业	(7.10)	家用电器	0.84	建筑装饰	2.21	电气设备	(2.17)	计算机	4.64	有色金属	6.80
建筑材料	(7.13)	汽车	0.78	轻工制造	2.13	非银金融	(2.29)	农林牧渔	4.56	家用电器	5.30
纺织服装	(7.73)	交通运输	0.52	汽车	1.81	计算机	(2.48)	综合	2.72	综合	4.97
银行	(7.74)	传媒	0.37	纺织服装	1.58	农林牧渔	(2.58)	医药生物	2.63	电气设备	4.14
钢铁	(9.67)	公用事业	0.26	钢铁	0.52	电子	(3.27)	纺织服装	2.07	传媒	3.87
采掘	(12.44)	采掘	0.10	有色金属	(1.89)	综合	(4.27)	电子	1.22	电子	1.00
非银金融	(16.32)	食品饮料	(0.51)	采掘	(2.37)	国防军工	(5.83)	国防军工	0.90	国防军工	(0.85)

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 路径二：经济强复苏，金融领涨，后转向通胀品种——类似2006-2007年

行情的轮动与基本面轮动表现基本相同

（3）景气度N型走势的第二波，房地产、金融再次王者归来，煤炭、有色在跨年后再度上涨，此次行情更长。在经济过热的尾端，化工、钢铁领涨，成为周期行情“终结者”。

图40：后期，经济过热下，房地产、金融、有色煤炭强势，化工钢铁上涨，行情结束

	2007/1/31		2007/2/28		2007/3/30		2007/4/30		2007/5/31		2007/6/29		2007/7/31		2007/8/31	
计算机	36.12	汽车	24.36	综合	23.12	纺织服装	49.43	房地产	36.61	非银金融	4.81	采掘	35.05	有色金属	32.69	采掘
国防军工	29.44	综合	23.89	纺织服装	21.31	综合	47.45	采掘	19.58	银行	1.51	房地产	31.52	非银金融	25.73	国防军工
商业贸易	28.52	纺织服装	20.09	房地产	17.71	建筑材料	40.87	休闲服务	18.38	电气设备	0.78	有色金属	26.85	钢铁	24.33	有色金属
纺织服装	25.36	有色金属	19.83	轻工制造	16.43	采掘	40.53	国防军工	18.21	有色金属	(0.31)	农林牧渔	22.61	银行	23.80	通信
医药生物	25.34	建筑材料	18.08	建筑装饰	15.97	公用事业	39.15	医药生物	12.61	国防军工	(2.77)	纺织服装	22.60	采掘	19.32	非银金融
有色金属	24.72	电子	17.51	化工	15.41	商业贸易	38.34	农林牧渔	11.88	家用电器	(2.79)	非银金融	22.10	轻工制造	17.31	交通运输
综合	24.42	公用事业	17.14	建筑材料	14.89	非银金融	37.57	商业贸易	10.91	机械设备	(4.18)	综合	22.02	房地产	16.15	化工
农林牧渔	24.35	轻工制造	16.03	家用电器	14.40	医药生物	36.63	食品饮料	10.82	采掘	(4.20)	建筑装饰	20.98	建筑材料	15.79	钢铁
家用电器	24.08	采掘	15.97	休闲服务	14.24	电子	35.15	建筑装饰	10.77	食品饮料	(4.72)	公用事业	20.57	机械设备	15.60	家用电器
轻工制造	23.50	家用电器	15.67	医药生物	13.50	家用电器	34.81	化工	10.70	建筑材料	(5.59)	休闲服务	20.32	国防军工	15.46	汽车
汽车	23.49	通信	15.36	交通运输	13.28	建筑装饰	33.76	有色金属	9.99	汽车	(8.01)	钢铁	19.76	休闲服务	14.73	公用事业
电气设备	23.43	农林牧渔	15.31	农林牧渔	13.12	轻工制造	31.09	纺织服装	9.52	通信	(8.61)	汽车	19.59	商业贸易	14.55	电气设备
电子	23.32	建筑装饰	14.23	电子	13.08	有色金属	30.11	家用电器	9.51	综合	(8.82)	传媒	18.86	交通运输	14.06	轻工制造
钢铁	22.65	医药生物	13.84	商业贸易	12.24	农林牧渔	29.44	电气设备	9.34	房地产	(9.07)	电气设备	18.62	电子	12.78	传媒
交通运输	22.52	国防军工	13.64	计算机	11.48	机械设备	29.17	钢铁	9.20	商业贸易	(9.67)	银行	18.09	汽车	12.63	建筑材料
非银金融	22.51	电气设备	13.64	电气设备	11.39	汽车	29.15	机械设备	9.18	交通运输	(9.89)	医药生物	17.39	化工	10.76	机械设备
化工	22.50	机械设备	11.31	公用事业	11.09	交通运输	29.09	银行	8.40	计算机	(10.50)	轻工制造	17.31	食品饮料	10.62	食品饮料
传媒	21.40	化工	10.44	机械设备	10.79	化工	28.65	通信	7.77	传媒	(11.61)	商业贸易	17.01	公用事业	10.37	建筑装饰
公用事业	19.90	钢铁	9.46	银行	10.17	钢铁	28.46	汽车	7.60	钢铁	(11.70)	电子	16.78	传媒	10.01	电子
机械设备	17.31	交通运输	9.32	汽车	9.49	休闲服务	28.09	传媒	7.51	休闲服务	(11.83)	化工	16.59	建筑装饰	9.52	医药生物
建筑装饰	17.10	房地产	8.81	传媒	8.78	传媒	27.80	建筑材料	7.38	公用事业	(12.22)	交通运输	15.86	医药生物	9.46	商业贸易
采掘	16.89	休闲服务	8.78	有色金属	8.67	房地产	26.89	轻工制造	6.48	化工	(12.77)	机械设备	15.59	通信	9.30	农林牧渔
建筑材料	16.76	商业贸易	8.47	钢铁	8.49	计算机	26.27	综合	5.82	轻工制造	(14.60)	建筑材料	15.05	农林牧渔	9.20	休闲服务
食品饮料	15.43	计算机	7.61	非银金融	8.42	国防军工	23.78	交通运输	5.60	建筑装饰	(16.42)	家用电器	13.37	电气设备	8.85	银行
银行	7.44	非银金融	4.45	国防军工	7.73	电气设备	22.02	计算机	5.38	医药生物	(16.84)	食品饮料	11.88	计算机	8.77	计算机
通信	5.41	传媒	2.99	食品饮料	6.76	食品饮料	20.62	公用事业	4.72	纺织服装	(17.90)	国防军工	11.42	家用电器	5.49	综合
休闲服务	4.30	食品饮料	(0.93)	通信	4.26	银行	8.72	电子	1.97	电子	(22.01)	通信	11.17	纺织服装	5.37	纺织服装
房地产	3.24	银行	(4.81)	采掘	3.08	通信	8.11	非银金融	(9.04)	农林牧渔	(23.35)	计算机	11.04	综合	3.97	房地产

数据来源：Wind、开源证券研究所

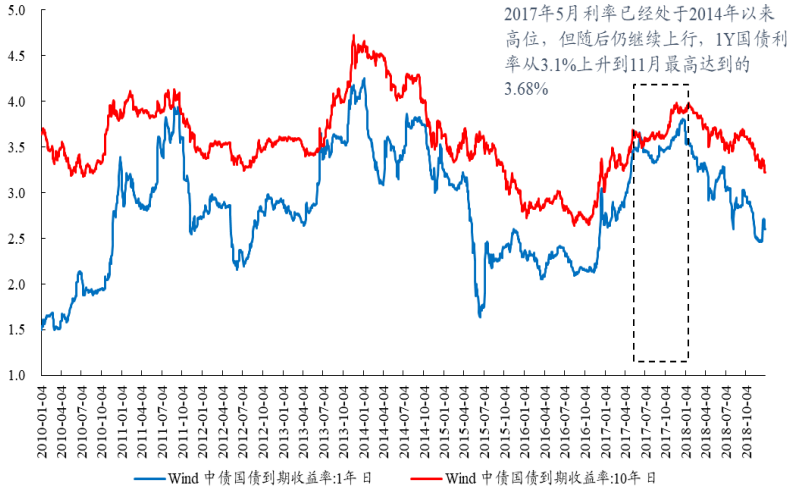
市场存在一种观点认为，经济动能不明朗或经济下行时期，将是成长股占优的区间。**令人遗憾的是，成长股和价值股当下并不存在宏观经济假设下的对立，这就是说即使经济下行，也难有成长股系统性的机会。**因为市场必将经历央行货币政策宽松不及时，或者宽松幅度难以对抗整个市场风险偏好的下行，整个市场需要寻找更为便宜的品种。

回顾历史上，有两个阶段与这种风险相关：
（1）2017年末-2018年初经历的复苏证伪是程度较轻的“经济下行”；
（2）2014年则是程度较重的“经济下行”。

3.3 路径三：经济复苏证伪，金融先进攻后防御——类似2017-2018年

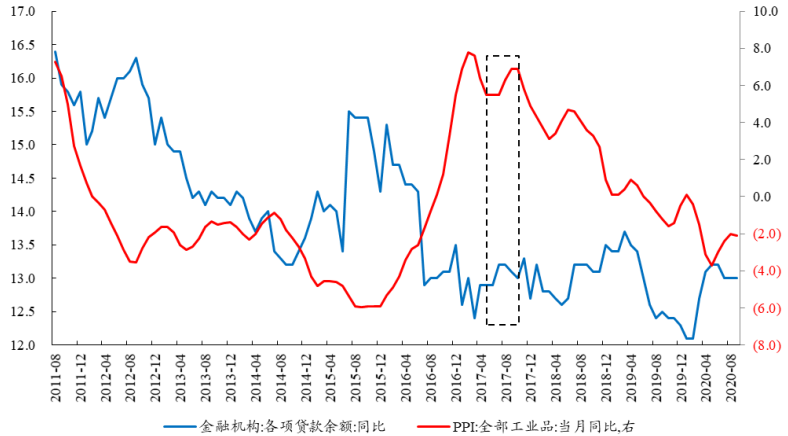
首先，货币仍然边际不宽松，利率上行导致向低估值切换
其次，经济在出现一些向好的信号，例如信用扩张、PPI上行，此时金融在盈利及估值端都具有优势，跑赢其他风格
最后，经济指标快速回落，复苏证伪，银行随之下跌，但金融在后续的调整中，相对抗跌，2017年5月至2018年9月市场调整结束时，累计收益率-5%，消费为-12%，稳定为-23%，周期为-28%，成长为-30%。

图41：2012与2017年均有利率快速上行，促使高估值向低估值切换



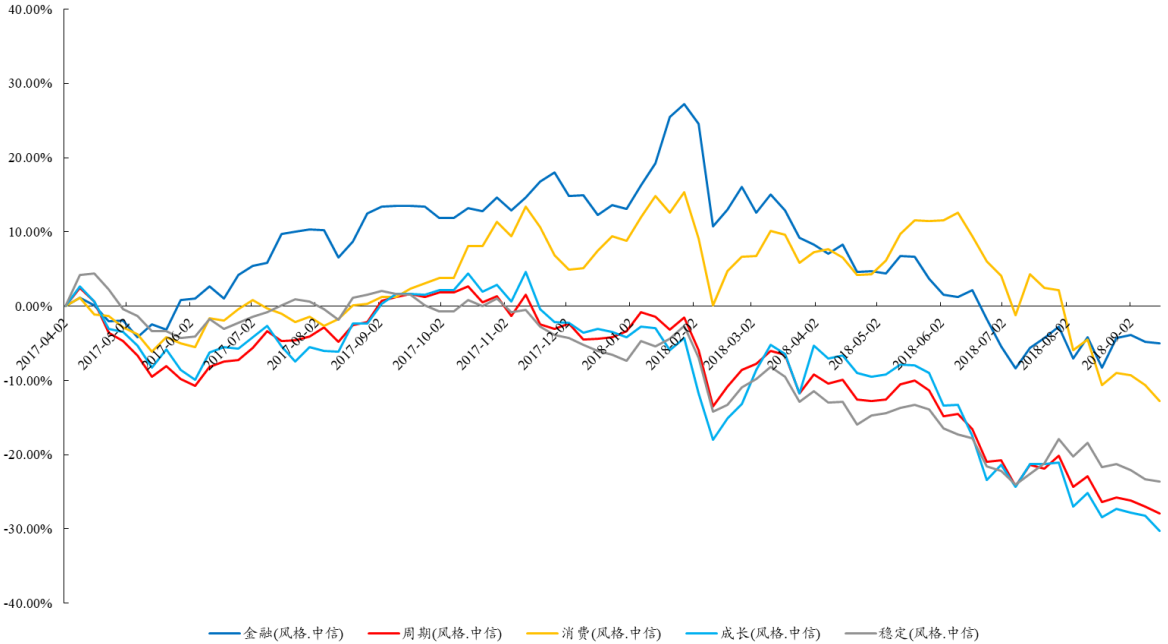
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：2017年5月至11月，金融跑赢其它风格，进入2018年之后经济证伪，消费从2018年2月至6月间一枝独秀



数据来源：Wind、开源证券研究所

图43： 2017年5月至11月，金融跑赢其它风格，进入2018年之后经济证伪，金融最终获得最好相对收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4 金融成为当下市场的最优解

当前，国内进入了经济复苏的深水区，逆周期调节和内生动能的切换下，虽然对市场对经济前景可能认为不明朗。**但无论未来走向何方，金融板块在当下都成为最优解，**而正是因为如此，未来1季度金融板块将吸引全市场对于宏观经济持有不同观点的投资者，成为市场最大的合力所在。

4.1 三季报显示，动能从基建、房地产切换向材料及消费切换

基建，地产产业链修复持续，然而受基建投资不及预期、房地产开发投资受“三道红线”约束的影响，三季度业绩修复边际放缓。上游材料行业（煤炭、有色、化工、钢铁），三季度累计归母净利润增速仍为负值，修复进度依然相对落后，然而单季度同比均已转正，修复斜率较高。汽车、食品饮料“消费”领头羊地位稳固，其余的消费及服务行业复苏进度仍然有空间。

图44：各个行业2020年前三季度净利润累计同比增速

行业	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	累计净利润增速
交通运输	17.15%	-1.50%	-9.02%	-14.37%	14.50%	14.62%	10.27%	2.97%	-126.85%	-102.97%	-77.11%	
休闲服务	47.23%	36.87%	29.32%	10.81%	53.15%	21.03%	8.53%	-7.96%	-151.01%	-122.05%	-88.26%	
传媒	9.88%	5.88%	2.39%	-137.97%	-20.26%	-19.78%	-17.70%	91.58%	-56.34%	-43.35%	-26.69%	
公用事业	14.66%	13.66%	5.63%	3.50%	19.89%	16.45%	17.11%	4.30%	-27.85%	6.38%	18.05%	
农林牧渔	-9.85%	-49.56%	-18.71%	-29.93%	-48.68%	112.25%	75.19%	173.92%	393.39%	196.82%	135.52%	
化工	26.41%	47.85%	43.43%	20.94%	-20.06%	-18.37%	-19.56%	-37.73%	-110.26%	-72.96%	-18.54%	
医药生物	29.26%	23.68%	10.64%	-10.09%	12.68%	5.83%	4.34%	-10.05%	-19.02%	5.78%	18.90%	
商业贸易	16.88%	58.07%	48.73%	28.40%	6.19%	-17.56%	10.93%	-17.29%	-73.74%	-42.91%	-46.30%	
国防军工	17.48%	23.87%	10.60%	-13.79%	32.11%	32.94%	31.03%	13.53%	146.28%	27.02%	41.16%	
家用电器	23.47%	22.92%	19.47%	-9.69%	6.04%	9.49%	12.43%	16.23%	-52.08%	-31.83%	-15.96%	
建筑材料	134.46%	87.12%	82.83%	62.74%	55.58%	21.73%	18.47%	17.79%	-39.11%	-2.00%	4.94%	
建筑装饰	14.22%	13.77%	10.70%	7.02%	14.38%	5.02%	8.18%	6.83%	-29.41%	-8.11%	0.35%	
房地产	37.59%	39.50%	34.73%	16.08%	18.84%	17.72%	14.68%	9.72%	-42.76%	-18.66%	-12.71%	
有色金属	55.27%	37.28%	13.69%	-46.80%	-40.05%	-31.78%	-27.78%	-45.25%	-54.76%	-31.25%	-7.69%	
机械设备	34.14%	13.59%	15.08%	-35.20%	30.87%	31.18%	20.78%	22.13%	-43.82%	13.03%	22.69%	
汽车	1.43%	3.93%	-1.63%	-20.74%	-25.23%	-30.91%	-29.87%	-31.60%	-81.20%	-27.68%	-1.51%	
电子	5.02%	-0.30%	-1.33%	-29.82%	-13.98%	-5.50%	-0.89%	21.23%	-12.41%	19.62%	26.67%	
电气设备	10.03%	-3.37%	-9.17%	-48.48%	23.07%	7.13%	9.25%	55.61%	-5.55%	25.01%	45.37%	
纺织服装	11.47%	6.03%	5.49%	-37.17%	3.44%	-16.95%	-18.98%	-24.77%	-83.40%	-57.84%	-52.56%	
综合	36.27%	8.77%	53.99%	115.57%	80.87%	27.05%	-11.24%	-29.40%	-20.95%	-2.47%	47.09%	
计算机	48.20%	29.53%	17.44%	-50.65%	68.34%	37.70%	24.69%	-21.70%	-124.43%	-50.68%	-37.30%	
轻工制造	9.34%	11.27%	3.73%	-43.08%	-29.85%	-24.97%	-17.44%	7.60%	-31.67%	-21.44%	-8.31%	
通信	-111.43%	-69.78%	-43.80%	-67.86%	1359.21%	-176.77%	-60.68%	-264.75%	-55.97%	414.98%	307.62%	
采掘	25.64%	36.04%	51.45%	49.65%	10.32%	9.63%	-1.86%	-2.21%	-85.55%	-79.20%	-30.71%	
钢铁	93.02%	131.32%	74.10%	35.21%	-45.53%	-38.20%	-43.77%	-44.06%	-35.25%	-28.71%	-11.09%	
银行	6.09%	6.92%	7.20%	5.69%	6.75%	7.18%	7.57%	6.90%	5.50%	-9.48%	-7.76%	
非银金融	14.85%	8.59%	-9.11%	-17.19%	75.96%	69.31%	73.72%	65.46%	-25.63%	-23.28%	-5.97%	
食品饮料	32.07%	31.80%	23.84%	26.37%	23.25%	21.42%	19.84%	13.36%	-0.33%	9.99%	12.47%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1 三季报显示，动能从基建、房地产切换向材料及消费切换

上游材料中：化工、采掘行业第三季度修复速度快于上半年领先的钢铁与有色金属；

下游消费中：汽车销售持续高景气，交通运输、休闲服务、传媒、商业贸易等与线下消费及服务相关的行业在三季度仍然增速为负，除商业贸易外，疫情过后的向上修复趋势不减。

科技创新板块：电子与医药板块三季度业绩维持高景气，国防军工业绩实现反弹。

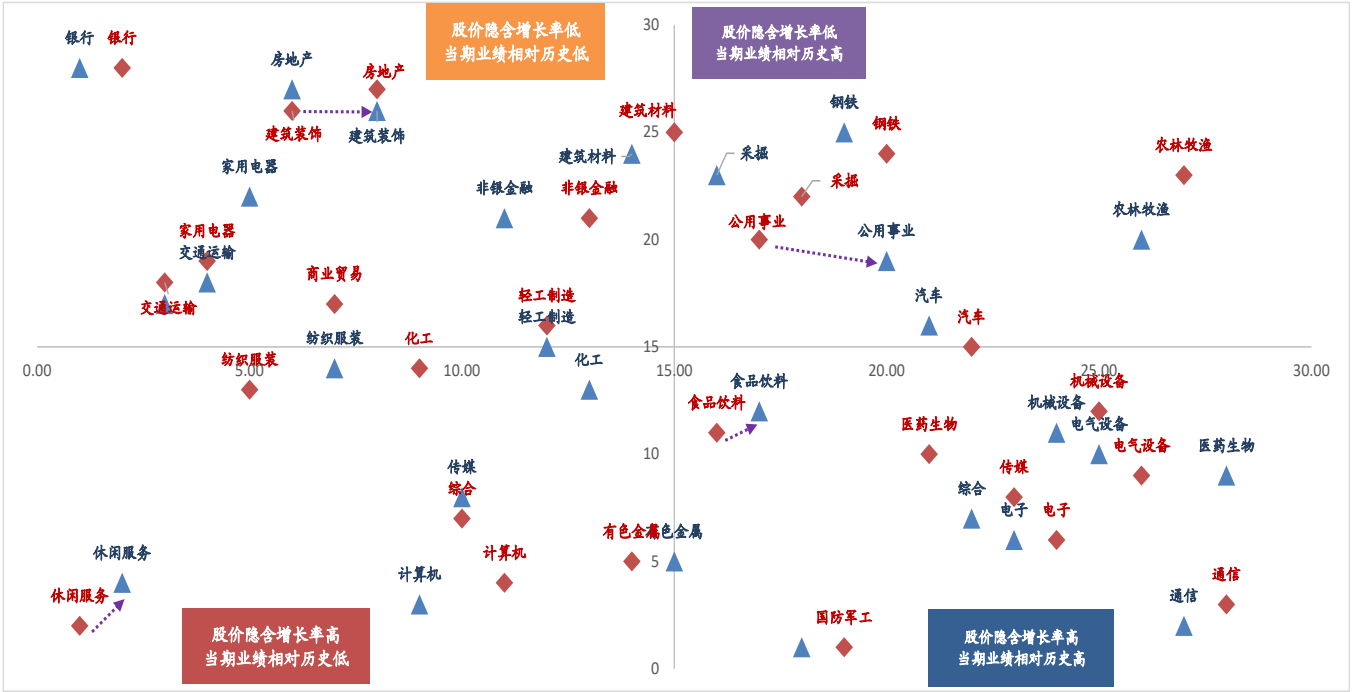
图45：各个行业2020年Q3单季度净利润同比增速

所属行业	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	单季度净利润增速
交通运输	17.15%	-17.85%	-19.59%	-38.06%	14.50%	14.78%	3.43%	-44.45%	-126.85%	-73.18%	-27.73%	
休闲服务	47.23%	30.12%	19.81%	-62.40%	53.15%	-2.66%	-9.39%	-232.35%	-151.01%	-88.44%	-23.46%	
传媒	9.88%	2.64%	-5.48%	-655.74%	-20.26%	-19.37%	-12.06%	41.37%	-56.34%	-32.24%	11.86%	
公用事业	14.66%	12.78%	-5.11%	-9.78%	19.89%	13.41%	17.90%	-89.37%	-27.85%	38.40%	37.19%	
农林牧渔	-9.85%	-107.36%	25.33%	-62.44%	-48.68%	2756.11%	55.63%	793.22%	393.39%	129.13%	86.48%	
化工	26.41%	72.93%	36.91%	-63.40%	-20.06%	-16.92%	-21.42%	-304.75%	-110.26%	-42.27%	104.78%	
医药生物	29.26%	19.11%	-10.21%	-79.83%	12.68%	-0.24%	2.35%	-275.47%	-19.02%	30.62%	49.28%	
商业贸易	16.88%	107.60%	19.39%	-12.23%	6.19%	-33.64%	108.31%	-112.86%	-73.74%	-9.52%	-51.05%	
国防军工	17.48%	26.32%	-22.35%	-74.71%	32.11%	33.23%	34.40%	-177.73%	146.28%	-15.15%	86.70%	
家用电器	23.47%	22.51%	14.16%	-85.42%	6.04%	12.05%	17.99%	97.01%	-52.08%	-17.67%	16.28%	
建筑材料	134.46%	75.21%	74.00%	20.76%	55.58%	10.33%	14.95%	15.63%	-39.11%	15.62%	16.65%	
建筑装饰	14.22%	13.48%	4.54%	-0.87%	14.38%	-1.13%	15.10%	3.59%	-29.41%	8.06%	17.22%	
房地产	37.59%	40.75%	24.74%	-2.98%	18.84%	17.00%	6.24%	2.68%	-42.76%	-2.94%	3.95%	
有色金属	55.27%	22.47%	-19.91%	-226.13%	-40.05%	-23.15%	-17.65%	-1.42%	-54.76%	-12.11%	39.58%	
机械设备	34.14%	1.54%	20.53%	-148.74%	30.87%	31.42%	-0.77%	-14.93%	-43.82%	56.89%	47.87%	
汽车	1.43%	6.61%	-14.31%	-74.47%	-25.23%	-36.70%	-26.73%	-50.34%	-81.20%	36.81%	62.93%	
电子	5.02%	-4.37%	-2.91%	-112.94%	-13.98%	1.63%	5.93%	470.69%	-12.41%	42.44%	36.39%	
电气设备	10.03%	-8.68%	-17.59%	-176.86%	23.07%	-0.48%	13.34%	123.31%	-5.55%	43.05%	82.09%	
纺织服装	11.47%	1.08%	4.10%	-159.13%	3.44%	-37.41%	-23.84%	-4.75%	-83.40%	-15.45%	-45.37%	
综合	36.27%	0.63%	274.81%	246.35%	80.87%	5.50%	-65.24%	-46.54%	-20.95%	10.22%	303.24%	
计算机	48.59%	22.06%	2.10%	-117.03%	68.32%	22.90%	4.47%	-290.61%	-124.87%	-2.18%	-10.01%	
轻工制造	9.34%	12.80%	-8.56%	-184.61%	-29.85%	-21.20%	-2.88%	85.22%	-31.67%	-14.41%	12.29%	
通信	-111.43%	-47.48%	4.91%	-1076.23%	1359.21%	-314.51%	2.30%	-198.79%	-55.97%	169.49%	13.66%	
采掘	25.64%	45.73%	79.63%	40.13%	10.32%	9.07%	-17.54%	-4.25%	-85.55%	-74.03%	75.66%	
钢铁	93.02%	170.67%	20.01%	-28.06%	-45.53%	-32.82%	-59.16%	-45.18%	-35.25%	-24.82%	50.89%	
银行	6.09%	7.75%	7.80%	-1.03%	6.75%	7.60%	8.40%	3.71%	5.50%	-23.93%	-4.14%	
非银金融	14.85%	2.20%	-37.55%	-42.68%	75.96%	61.69%	86.05%	24.12%	-25.63%	-20.35%	38.04%	
食品饮料	32.07%	31.41%	9.62%	35.52%	23.25%	18.77%	16.42%	-8.06%	-0.33%	25.48%	18.05%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

疫情可能造成了行业格局的转变，一个重要问题是市场是否已经纳入了对此的考量。市场需要调整的是在与疫情前截然不同的信用货币环境下，对各行业长期增长的认知，因此我们从隐含增长率与业绩匹配的角度进行了分析，发现**汽车、农林牧渔、公用事业、采掘，钢铁**具有性价比，同样，**建筑装饰**也存在被低估的可能性。

图46：隐含增长率与短期业绩的匹配度



数据来源：Wind、开源证券研究所

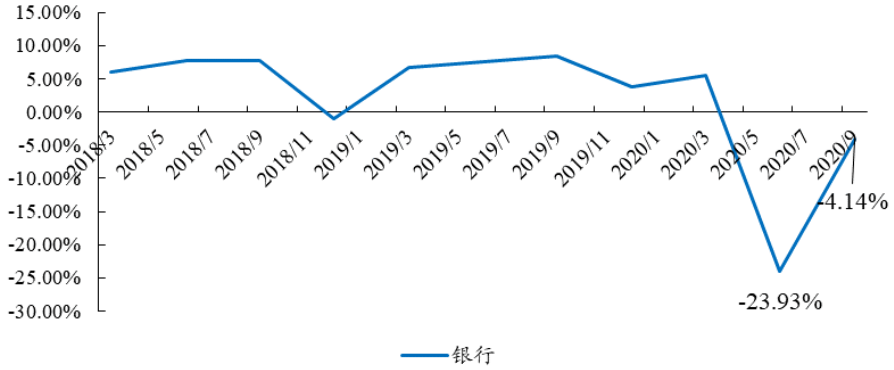
注：横轴代表当期报告期相对历史的变异系数排序，纵轴代表当期隐含增长率的排序；红色方点代表2020年9月1日的计算结果，蓝色三角点代表2020年10月31日的计算结果。

4.2 盈利与估值的匹配——动态视角下银行具有确定的性价比

动态视角来看，银行的三季度业绩确认了中报为“至暗时刻”，未来具有业绩持续改善的确定性，在隐含增长率最低的情况下，显然具有性价比。

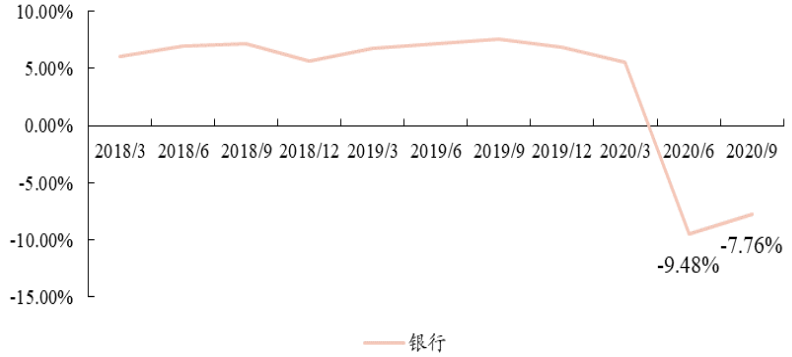
我们在二季报点评《性与价的平衡》中提到过的主板中的权重股银行业出于谨慎性原则在二季度充分计提拨备，导致二季度业绩增速大幅度放缓（-23.9%），但进入2020Q3，银行业单季度业绩幅缩窄，同比减少4.14%，对主板的拖累效应大幅减轻。由于银行业天然的后周期属性，伴随经济复苏，银行业资产质量及业绩已走出至暗时刻，支撑业绩逐季向好。

图47：银行业单季度净利润增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图48：银行业累计净利润增速

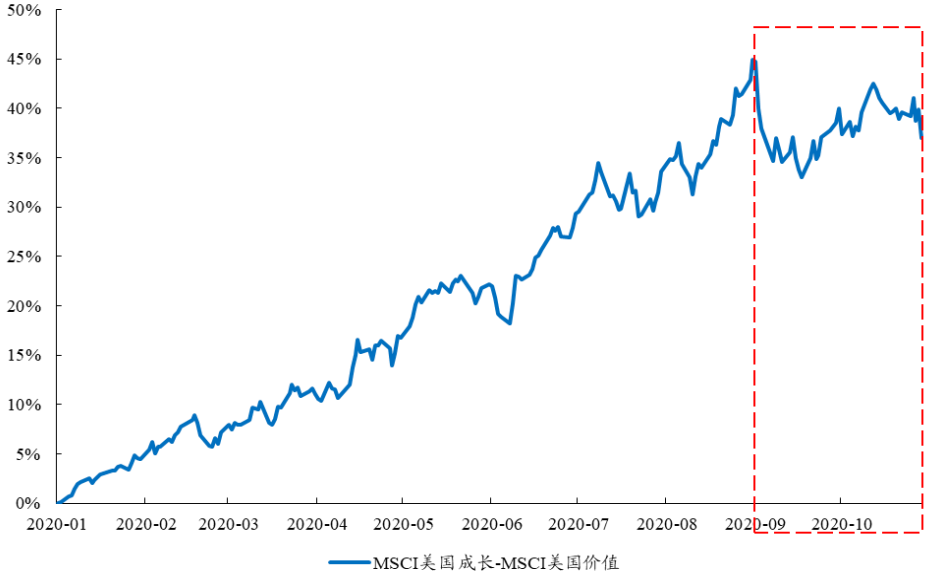


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 全球风格切换的共振

9月以来美股的风格也出现了明显的反复，我们认为这背后其实与我国5-6月所经历的宏观环境的变化类似，即经济正处于资金脱虚入实的“时滞”期，而风格正步入反复期如果美股也出现明显的风格切换，则对于A股而言，也将有利于价值风格占优。

图49：9月以来美股风格出现明显的反复

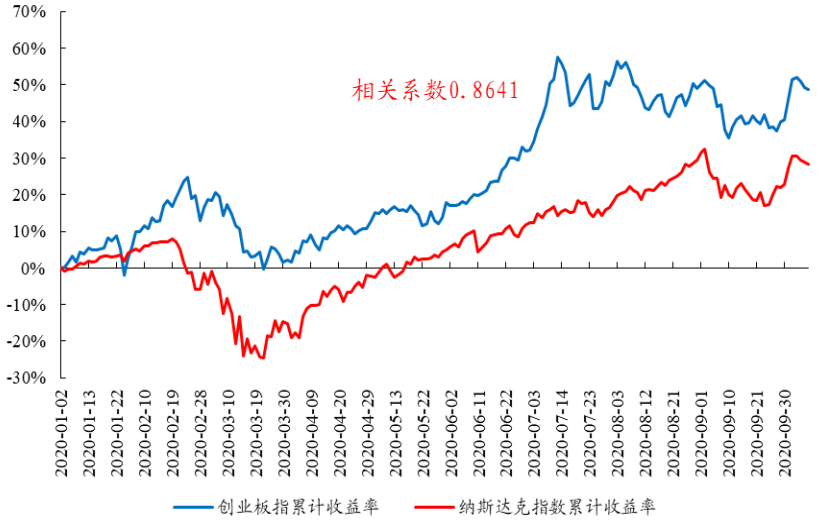


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 全球风格切换的共振

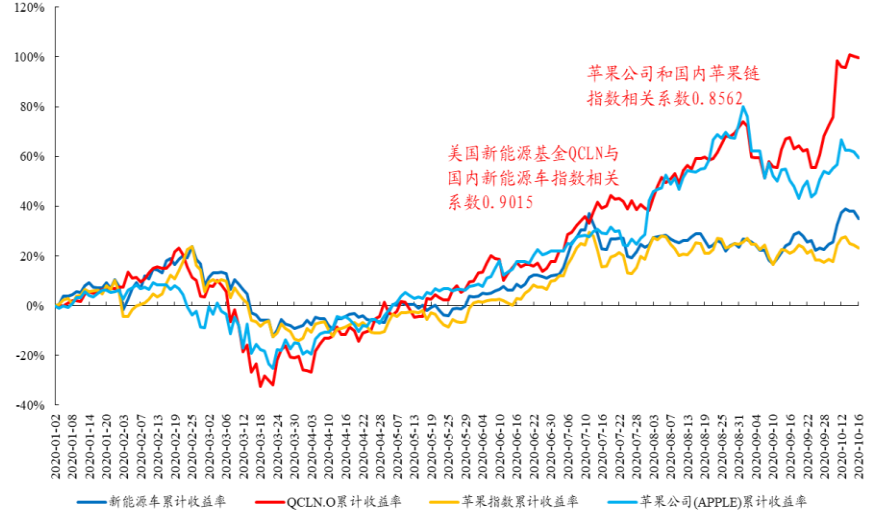
首先，我国部分科技板块的走势与美股科技股存在某种程度的映射关系，比如典型的创业板指与纳斯达克指数表现（相关系数0.8641）、苹果与国内苹果产业链指数表现（相关系数0.8562）、美国新能源基金QCLN与国内新能源车指数表现（相关系数0.9015）等均存在较强的相关性，因此如果美股风格出现由成长向价值进行切换，则这些与美股科技股存在较强映射关系的国内科技板块也将面临一定程度的切换。

图50：创业板指与纳斯达克指数相关性很高



数据来源：Wind、开源证券研究所

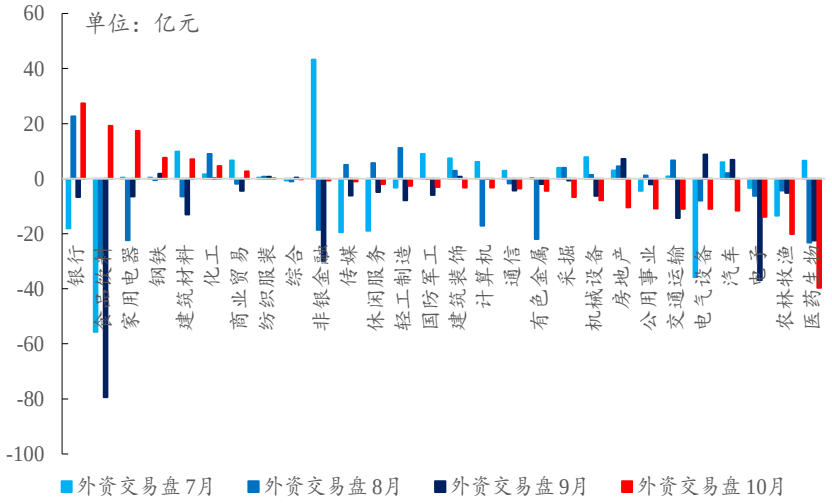
图51：苹果指数与新能源车指数与美股相关科技股或基金存在明显相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

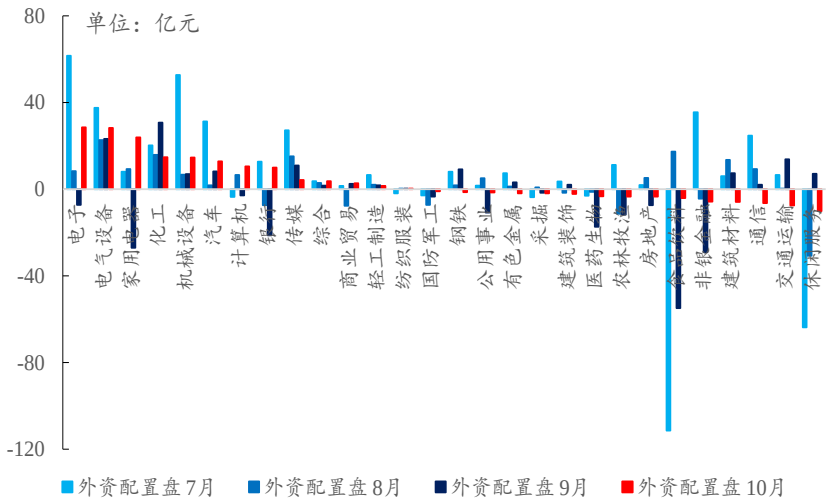
其次，对于海外投资者而言，如果美股出现风格切换，则也将会影响其股票配置风格。此前以北上资金为代表的海外投资者对于A股核心资产的购买已经出现松动，顺周期资产开始被明显买入但以更具成长性的资产为主。这说明海外投资者已经认可中国的经济复苏，但价值风格仍不明显。随着美股也开始出现风格切换的迹象，在认可顺周期资产的前提下，周期价值板块的认可度可能会潜在提升。**我们发现北上资金交易的风格从顺周期走向强周期。**

图52：交易盘8月买入顺周期，10月大幅买入银行代表的强周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图53：北上配置型资金则配置较为均衡，但也大幅买入家用电器、化工



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 2020Q3主动偏股基金配置转向顺周期

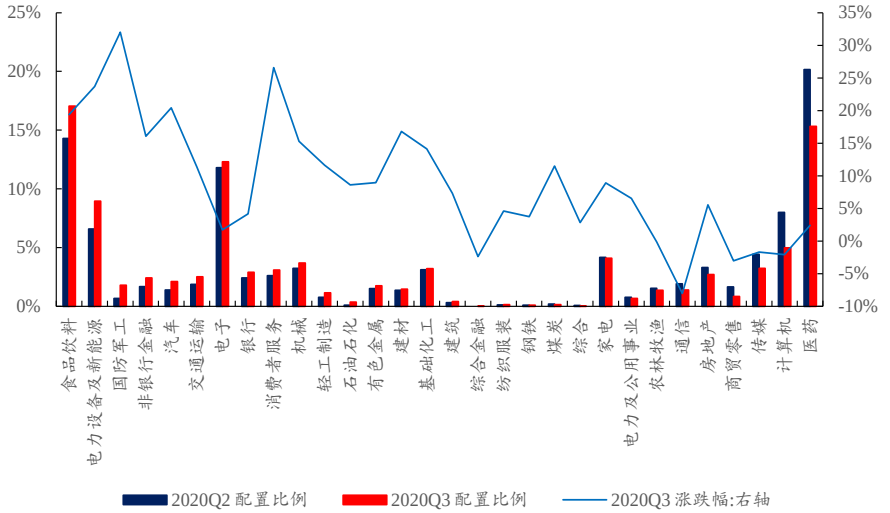
板块配置上，相较于2020Q2，2020Q3主动偏股基金偏好出现了漂移。2020Q3，主动偏股基金增配主板和中小板，减配创业板和科创板。无论从实际配置角度，还是从超低配比例角度看，主动偏股基金对于主板和中小板的配置比例和超低配比例均环比上升，对创业板的配置比例以及超低配比例均环比下降，对科创板的配置比例提升，但超配比例有所下降；**行业配置上，2020Q3主动偏股基金主要增配食品饮料、电器设备与新能源、国防军工、非银以及汽车等板块，主要减配医药、计算机以及传媒等板块。**

表1：2020Q3主动偏股基金增配主板和中小板，减配创业板和科创板

板块	2020Q3		2020Q2		实际配置环比	超低配环比
	配置比例	超低配	配置比例	超低配		
主板	56.60%	-7.45%	54.83%	-10.28%	1.77%	2.83%
中小板	22.39%	3.42%	21.83%	2.57%	0.57%	0.85%
创业板	18.83%	3.95%	21.62%	7.13%	-2.80%	-3.18%
科创板	2.18%	0.08%	1.72%	0.57%	0.46%	-0.49%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：行业配置上，2020Q3主动偏股基金主要增配食品饮料、电器设备与新能源、国防军工、非银以及汽车等板块，主要减配医药、计算机以及传媒等板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 2020Q3主动偏股基金配置转向顺周期

对于主动偏股基金而言，医药、计算机以及传媒等前期被“高估值”交易的抱团品种已经出现了明显松动，而顺周期板块在2020Q3已经开始成为了进攻的方向。

图55：2020Q3主动偏股基金超配比例提升最多的行业主要为食品饮料、电力设备及新能源、银行、交运、军工、汽车以及非银等，超配比例下降最多的主要为医药、计算机、传媒以及商贸零售

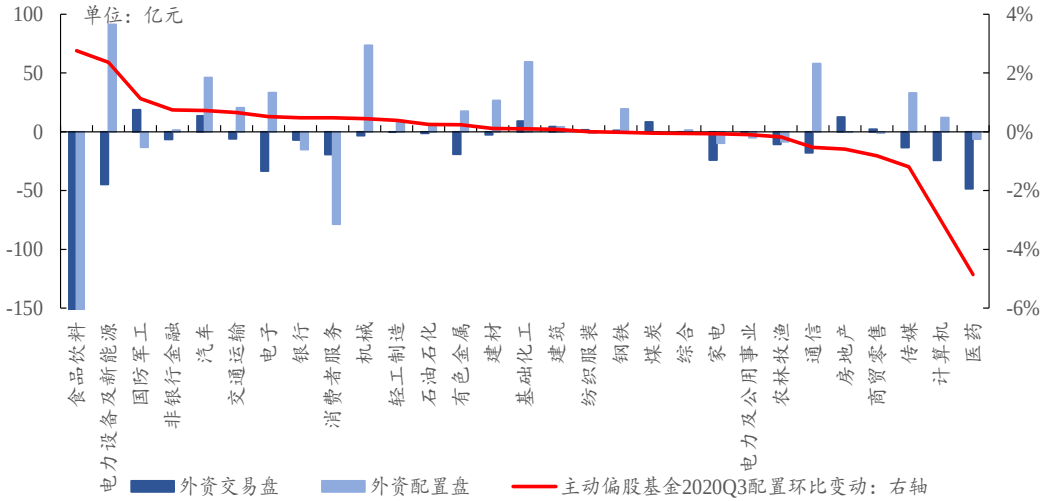
行业	2020Q3				2020Q2				2020Q3-2020Q2边际变化			2020Q3
	配置比例	超低配	CR3	CR5	配置比例	超低配	CR3	CR5	超低配	CR3	CR5	涨跌幅:右轴
食品饮料	17.05%	9.21%	63.35%	74.80%	14.29%	6.99%	63.53%	73.56%	2.21%	-0.18%	1.24%	19.37%
电力设备及新能源	8.95%	3.57%	62.26%	80.12%	6.58%	1.94%	65.50%	79.94%	1.63%	-3.24%	0.18%	23.69%
银行	2.90%	-4.70%	70.11%	87.79%	2.42%	-5.94%	72.20%	84.17%	1.24%	-2.09%	3.62%	4.16%
交通运输	2.52%	0.04%	83.92%	89.64%	1.86%	-0.65%	79.11%	88.17%	0.69%	4.81%	1.46%	11.37%
国防军工	1.80%	-0.33%	28.81%	41.75%	0.67%	-1.02%	31.34%	47.02%	0.69%	-2.53%	-5.27%	32.02%
汽车	2.10%	-0.59%	38.87%	51.56%	1.38%	-1.10%	37.21%	53.00%	0.51%	1.65%	-1.44%	20.42%
非银行金融	2.41%	-6.07%	80.96%	90.91%	1.67%	-6.39%	79.43%	88.85%	0.33%	1.54%	2.07%	16.06%
轻工制造	1.15%	-0.03%	50.56%	67.46%	0.76%	-0.35%	43.95%	58.26%	0.32%	6.61%	9.20%	11.64%
消费者服务	3.08%	1.82%	89.89%	97.43%	2.61%	1.53%	88.53%	97.70%	0.30%	1.36%	-0.26%	26.56%
石油石化	0.34%	-0.72%	91.32%	95.23%	0.10%	-1.01%	77.54%	91.53%	0.29%	13.78%	3.70%	8.62%
电子	12.31%	4.12%	37.45%	47.95%	11.79%	3.84%	43.74%	53.26%	0.27%	-6.28%	-5.31%	1.71%
有色金属	1.73%	-0.62%	77.20%	85.23%	1.50%	-0.88%	74.72%	85.13%	0.26%	2.48%	0.10%	8.97%
机械	3.68%	-0.94%	47.85%	58.26%	3.22%	-1.10%	42.72%	55.23%	0.16%	5.13%	3.03%	15.30%
建筑	0.39%	-1.62%	63.74%	79.49%	0.32%	-1.75%	70.53%	87.40%	0.12%	-6.79%	-7.91%	7.32%
综合金融	0.02%	-0.16%	100.00%	100.00%	0.00%	-0.21%	不适用	不适用	0.05%	不适用	不适用	-2.37%
钢铁	0.09%	-1.01%	88.51%	93.93%	0.10%	-1.04%	90.02%	94.59%	0.03%	-1.51%	-0.66%	3.75%
建材	1.47%	-0.16%	66.47%	82.25%	1.35%	-0.19%	66.19%	74.43%	0.03%	0.28%	7.83%	16.82%
纺织服装	0.13%	-0.47%	68.43%	86.32%	0.12%	-0.49%	57.77%	78.45%	0.02%	10.66%	7.86%	4.60%
综合	0.01%	-0.63%	100.00%	100.00%	0.06%	-0.63%	99.77%	100.00%	0.01%	0.23%	0.00%	2.85%
家电	4.08%	1.08%	74.62%	90.10%	4.16%	1.07%	77.23%	90.12%	0.00%	-2.62%	-0.02%	8.90%
农林牧渔	1.36%	-0.73%	61.17%	75.74%	1.53%	-0.72%	72.86%	82.42%	-0.01%	-11.69%	-6.69%	-0.13%
煤炭	0.14%	-0.52%	86.82%	98.91%	0.19%	-0.46%	92.77%	98.55%	-0.05%	-5.95%	0.36%	11.51%
电力及公用事业	0.67%	-1.79%	61.28%	72.70%	0.76%	-1.72%	64.22%	78.22%	-0.07%	-2.94%	-5.53%	6.55%
基础化工	3.20%	-1.18%	43.37%	53.02%	3.11%	-1.07%	35.97%	49.34%	-0.11%	7.40%	3.68%	14.14%
通信	1.39%	-0.90%	51.47%	76.18%	1.92%	-0.74%	56.74%	76.48%	-0.16%	-5.27%	-0.30%	-8.03%
房地产	2.70%	-0.70%	74.99%	86.56%	3.29%	-0.37%	76.32%	88.80%	-0.34%	-1.34%	-2.24%	5.55%
商贸零售	0.82%	-0.45%	74.97%	88.62%	1.64%	0.20%	82.02%	91.50%	-0.65%	-7.05%	-2.87%	-3.05%
传媒	3.23%	0.57%	65.23%	82.95%	4.42%	1.46%	56.70%	73.95%	-0.89%	8.54%	9.00%	-1.70%
计算机	4.96%	-0.96%	33.44%	47.51%	8.00%	1.59%	32.22%	45.85%	-2.55%	1.21%	1.66%	-2.06%
医药	15.31%	4.89%	27.56%	40.63%	20.17%	9.23%	28.95%	39.27%	-4.34%	-1.39%	1.36%	2.40%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 2020Q3主动偏股基金与北上的共识在于进攻部分顺周期品种

通过对比2020Q3主动偏股基金的行业配置变动和北上分行业净买入行为来看，**汽车、化工以及建筑等是主动偏股基金与北上配置/交易盘在2020Q3共同偏好的板块，而医药、农业、电力及公用事业以及家电等则是三类投资者共同卖出的板块。**与此同时我们看到2020Q3北上配置/交易盘与主动偏股基金在食品饮料板块有较大的分歧：食品饮料是2020Q3北上配置和交易盘净卖出最多的板块但却是主动偏股基金加仓最多的板块。**这意味着，在北上投资者在面临全球流动性预期的拐点选择兑现在食品饮料等“核心资产”上的浮盈之时，主动偏股基金选择加仓。**

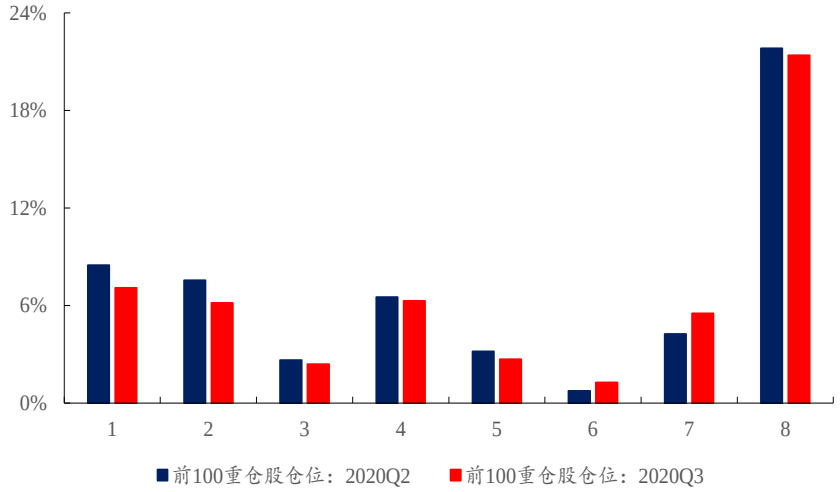
图56：2020Q3主动偏股基金与北上配置/交易盘均偏好汽车、化工以及建筑等板块，均选择卖出医药、农业、电力及公用事业以及家电等，对其他行业存在一定分歧



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2 2020Q3主动偏股基金重仓股出现分化

图57：截至2020Q3，对于2020Q2的前100重仓股，新晋重仓股的仓位环比下降，连续入选6次和7次的重仓股仓位上升，连续入选8次的重仓股仓位略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：这里的仓位指的是持有相关标的的市值/基金总净值，和我们在报告《机构重仓股的分化刚刚开始》以及《重仓分化，确认风格切换》中保持一致。

图58：分行业来看，长期重仓品种中的顺周期板块往往成为加仓的方向，而无论长期重仓品种还是新晋重仓股中被“高估值”交易或受益于疫情的品种则被卖出

行业	连续入选前100重仓股次数（依据年报/半年报，2016年12月以来）							
	1	2	3	4	5	6	7	8
传媒	0.00%	-0.63%	0.00%	0.00%	-0.26%	0.00%	0.27%	0.00%
电子	-0.30%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.19%
房地产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.43%
计算机	-0.67%	-0.43%	0.00%	-0.50%	-0.21%	0.00%	0.00%	0.00%
交通运输	0.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.07%	0.00%
农林牧渔	0.00%	0.00%	0.00%	-0.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
汽车	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
食品饮料	-0.07%	-0.10%	0.03%	0.10%	0.00%	0.33%	0.00%	1.20%
通信	-0.08%	-0.06%	0.00%	-0.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
银行	0.00%	-0.15%	0.00%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.28%
有色金属	-0.02%	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
医药	-0.68%	-0.25%	0.00%	0.20%	-0.13%	0.00%	0.00%	-1.75%
非银行金融	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.40%
家电	-0.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	-0.12%
基础化工	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%
建筑	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
消费者服务	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.09%	0.00%	0.35%	0.00%
电力设备及新能源	0.00%	0.00%	-0.28%	0.48%	0.21%	0.00%	0.85%	0.00%
商贸零售	0.00%	0.00%	0.00%	-0.25%	0.00%	0.00%	-0.31%	0.00%
建材	0.00%	0.00%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
机械	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.19%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图中数值为2020Q3仓位相比于2020Q2的变动。

5.3 10月以来主动偏股基金：仓位降低，加仓价值，卖出成长

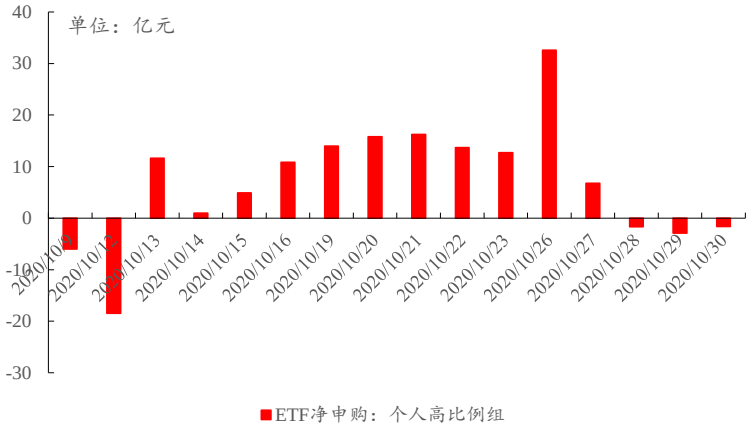
10月以来基金仍在被净申购，基金仓位的下降可能为被动下降，后续市场仍存在做多力量。

图59：10月以来，截至10月28日，普通股票+偏股混合型基金的基金仓位整体趋于下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图60：10月13日以来，截至以个人持有为主的个人高比例ETF连续净申购，近期略有赎回

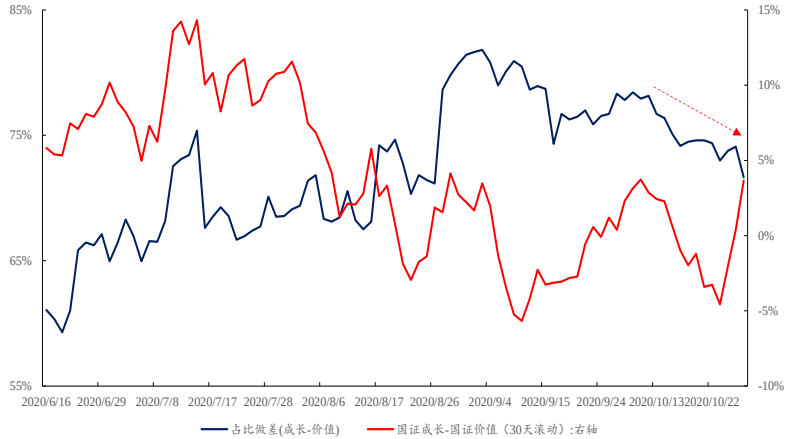


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 10月以来主动偏股基金：仓位降低，加仓价值，卖出成长

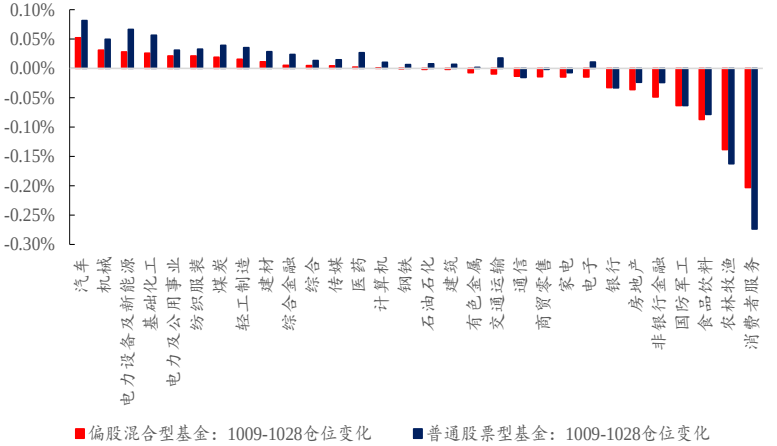
在上述“被动降仓位”的假设下，**主动偏股基金10月以来调整的是结构，并非调整仓位。**

图61：10月以来，截至10月28日，普通股票+偏股混合型基金的整体风格继续偏向价值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：10月以来，截至10月28日，偏股混合型和普通股票型基金均加仓汽车、机械、电新、化工以及建材等板块，主要减仓消费者服务、农业以及食品饮料等板块



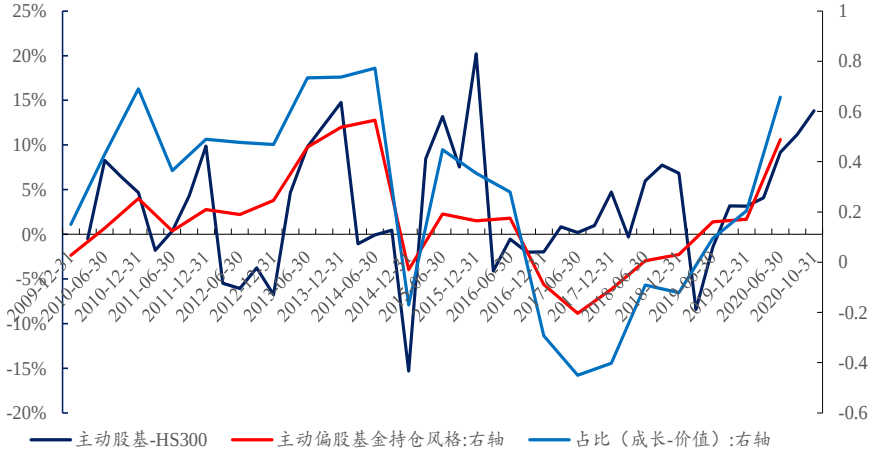
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基于二次规划法，我们将基金的净值收益率对国证成长、国证价值以及中债-总财富（总值）的指数收益率进行回归（三个回归系数相加等于100%），分别统计成长系数>价值系数以及成长系数<价值系数的基金个数，占比做差（成长-价值）=（成长系数>价值系数的基金数量-成长系数<价值系数的基金数量）/（成长系数>价值系数的基金数量+成长系数<价值系数的基金数量）。

5.3 10月以来主动偏股基金：仓位降低，加仓价值，卖出成长

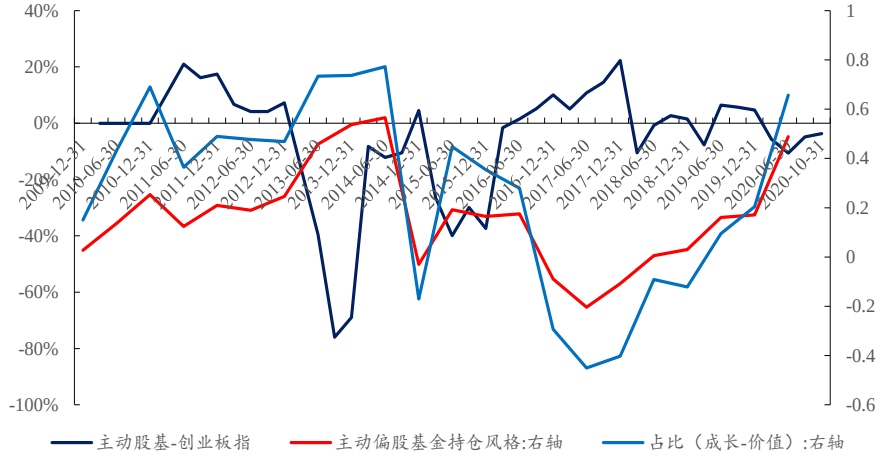
从历史上看，**当主动偏股基金年内累积收益率大幅跑赢HS300且整体持仓风格偏成长时，主动偏股基金往往会倾向于将风格切向价值**。而截至10月末，主动偏股基金的年内收益率已经明显跑赢HS300指数，与2015年6月水平相当，**这意味着对于公募基金而言，从交易结构上有动机兑现浮盈并将持仓风格从成长且为价值。这也是机构投资者近期选择调仓的重要触发因素。近期公募重仓股闪崩背后，其实是盈利与估值不匹配后的机构投资者正在出现的浮盈兑现。**

图63：从历史上看，当主动偏股基金年内累积收益率大幅跑赢HS300且整体持仓风格偏成长时，主动偏股基金往往会倾向于将风格切向价值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图64：从历史上看，当主动偏股基金年内累积收益率大幅跑赢创业板指且整体持仓风格偏价值时，主动偏股基金往往会倾向于将风格切向成长



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、主动股基-指数收益率之差中的收益率为年内累积收益率；

2、占比（成长-价值）=（风格系数>0的基金数量-风格系数<0的基金数量）/（风格系数>0的基金数量+风格系数<0的基金数量）

5.3 10月以来主动偏股基金：仓位降低，加仓价值，卖出成长

对于2020Q3被抛售较多的医药、计算机以及电子等，重新获得了普通股票型和偏股混合型基金的买入，**这也是近期市场风格出现反复的交易层面的原因之一。而北上资金为代表的海外投资者已经买入周期类资产，随着全球风格的共振，更低位的价值股可能会受到进一步青睐。**

图65：相比于9月30日，截至10月28日偏股混合型基金在前100大重仓股中加仓了新晋重仓股中的电子、计算机、医药、机械、交运以及长期重仓股中的电子、医药、化工、机械等，同时卖出了长期重仓股中的消费者服务

行业	连续入选前100重仓股次数（依据年报/半年报，2016年12月以来）							
	1	2	3	4	5	6	7	8
传媒	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.01%	0.00%
电子	0.09%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%
房地产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%
计算机	0.06%	0.05%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%
交通运输	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
农林牧渔	0.00%	0.00%	0.00%	-0.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
汽车	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
食品饮料	-0.02%	-0.02%	-0.01%	-0.06%	0.00%	0.03%	0.00%	0.00%
通信	0.00%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.02%
有色金属	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
医药	0.09%	-0.05%	0.00%	0.18%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.08%
非银行金融	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.03%
家电	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%
基础化工	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%
建筑	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
消费者服务	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.03%	0.00%	-0.14%	0.00%
电力设备及新能源	0.00%	0.00%	0.03%	0.07%	0.01%	0.00%	0.03%	0.00%
商贸零售	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
建材	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
机械	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图66：相比于9月30日，截至10月28日普通股票型基金在前100大重仓股中加仓了新晋重仓股中的电子、计算机、医药、机械以及长期重仓股中的电子、医药、化工、机械等，同时卖出了长期重仓股中的消费者服务板块

行业	连续入选前100重仓股次数（依据年报/半年报，2016年12月以来）							
	1	2	3	4	5	6	7	8
传媒	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.00%	0.01%	0.00%
电子	0.05%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%
房地产	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%
计算机	0.04%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
交通运输	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
农林牧渔	0.00%	0.00%	0.00%	-0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
汽车	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
食品饮料	-0.01%	-0.01%	-0.01%	-0.05%	0.00%	0.02%	0.00%	-0.01%
通信	0.00%	-0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
银行	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.03%
有色金属	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
医药	0.15%	-0.08%	0.00%	0.28%	-0.05%	0.00%	0.00%	0.14%
非银行金融	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.03%
家电	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
基础化工	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%
建筑	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
消费者服务	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.04%	0.00%	-0.14%	0.00%
电力设备及新能源	0.00%	0.00%	0.02%	0.05%	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%
商贸零售	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
建材	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
机械	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：图中数值为10月以来仓位变动，截至10月28日。

6.1 核心结论

当下的核心矛盾，仍然是流动性的边际收紧和仍然较为宽松的信用环境，盈利复苏和流动性边际收紧在当下已经成为共识，**存在分歧的是对未来经济走势的判断**。值得注意的是，随着金融+周期资产重新广泛出现于专业机构投资者组合中，这意味着未来市场对经济复苏下周期性行业改善的钝化将得到改观。**风格切换将向更纵深处推进**。

最终来看，**金融板块（银行、保险、房地产）**将成为主流投资者在当下宏观环境下的最优选择，**疫情反复下的成长反弹将会为投资者布局年末行情提供更为舒服的空间。**在当下2021年宏观不确定性较大情况下，**金融板块（银行、保险、房地产）**可以在上行风险中提供可观收益，在下行中提供保护，在中性假设下保证投资者获得基本收益，成为我们的首推。如果投资者对于经济乐观，认为会出现路径一和路径二的任一情况，**化工（大炼化、钛白粉）、有色（铜，铝）、集运、煤炭以及工程机械**都将是理想选择。

7.1 风险提示

货币政策超预期宽松；经济复苏不及预期；测算误差

分析师声明

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。

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。

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（underperform）	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（underperform）	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，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：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
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券