

2025 年 07 月 24 日

# 反内卷下周期行情短期可能持续

## 事件点评

### 投资要点

#### ◆ 当前周期板块大幅上涨的原因：政策导致基本面预期改善、部分行业估值较低等。

（1）反内卷政策导致周期行业基本面预期出现改善。一是 2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议提出，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，释放出国家最高层“反内卷”的明确信号。二是 7 月以来，反内卷政策推动相关行业基本面预期改善，相关的商品和股票价格因此出现明显上涨：首先，截至 7 月 24 日，碳酸锂、多晶硅、玻璃、焦煤、焦炭等商品期货价格分别上涨达 22.3%、63.6%、28.4%、42.3%、21.9%；其次，截至 7 月 22 日，钢铁、煤炭、有色、基础化工、建筑材料、快递、电力设备等指数分别上涨达 19.3%、8.7%、11.0%、7.2%、17.4%、2.7%、7.7%。（2）行情开启时部分周期行业估值较低：以 2025 年 7 月 1 日收盘价计算，农林牧渔、有色金属、电力设备近十年来 PE 分位数较低，分别为 6%、23%、32%，而钢铁、建筑材料、煤炭 PE 分位数相对偏高，分别为 81%、72%、70%。

#### ◆ 行情的持续性：反内卷政策力度较强，周期行情短期可能持续。（1）反内卷政策

力度可能较强，相关周期行业基本面预期可能持续改善。一是复盘历史，2016 年和 2020 年供给侧改革政策均是通过去产能提升产品价格，政策力度强、出清效果好的行业直接受益：首先，2016 年核心矛盾是产能严重过剩、库存高企、杠杆和成本过高，因此提出了“三去一降一补”的政策，核心是去产能、去杠杆，而 2020 年核心矛盾是产业链供应链韧性不足、要素市场化配置不够高效，因此提出了“双碳”等政策，核心是控能耗、去产能；其次，2016 年去产能主要通过总量压缩、环保等手段，2020 年去产能主要通过控制能耗等手段；最后，政策力度强、出清效果好的行业直接受益，如 2016 年通过总量“硬指标”去产能的煤炭、钢铁、煤电和通过环保手段去产能的建材、有色金属、石化等，2020 年通过能耗控制去产能的煤炭、钢铁、煤电等以及政策鼓励的新能源等。二是当前来看，本轮反内卷政策力度可能较强，相关行业基本面预期可能持续改善：首先，当前的核心矛盾是不少行业无序竞争、内卷严重导致 PPI 连续下行，因此当前政策的核心是通过反内卷去产能、提价格；其次，从 7 月 1 日的中央财经委会议、7 月 18 日发改委表示十大重点行业稳增长工作方案即将出台、7 月 24 日《中华人民共和国价格法修正草案(征求意见稿)》公开征求意见等可以看出反内卷政策力度可能偏强且持续；最后，从政策可能着力较强的行业来看，钢铁、有色金属、建材、石化等发改委重点提及的十大行业基本面改善预期可能较大。（2）当前部分周期行业估值仍有上升空间。一是历史经验上，周期大行情中行业估值可上升至 70% 以上的历史分位的高水平。二是当前来看，部分周期行业估值历史分位数仍在 30% 以下，仍有较大的上升空间。

#### ◆ 建议关注的行业：汽车、电新、化工、建筑、煤炭等行业可能受益于反内卷政策带来的基本面改善预期。剔除季节效应，在可比口径下，我们以 CAPEX、库存、总资产周转率和净利率的分位数衡量行业的“内卷程度”，可以看到：一是一级行业上，汽车、电新、化工、建筑、煤炭等内卷程度较深；二是二级行业上，乘用车、工程咨询服务、汽车零部件、煤炭开采、种植业、光伏设备等内卷程度较深。

#### ◆ 风险提示：历史经验未来不一定适用、政策超预期变化、经济修复不及预期。

分析师

邓利军

SAC 执业证书编号：S0910523080001

denglijun@huajinsec.cn

报告联系人

张欣诺

zhangxinnuo@huajinsec.cn

### 相关报告

新股板块延续震荡活跃走势，后段活跃周期须警惕博弈难度提升-华金证券新股周报  
2025.7.20

当前行情与 2014 年和 2020 年的异同  
2025.7.19

新股板块再现结构性强势，但需注意本轮活跃周期可能已经步入后段-华金证券新股周报  
2025.7.13

中报业绩期对当前 A 股影响几何？

2025.7.12

美对部分国家关税落地有望提振市场情绪  
2025.7.8



## 内容目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 一、政策导致基本面预期改善、行业估值较低导致周期上涨 .....    | 3 |
| 二、周期行情短期可能延续，关注汽车、电新、化工等行业 .....    | 4 |
| （一）行情持续性：反内卷政策力度较强，周期行情短期可能持续 ..... | 4 |
| 1、政策力度可能较强，相关周期行业基本面预期可能持续改善 .....  | 4 |
| 2、当前部分周期行业估值仍有上升空间 .....            | 7 |
| （二）关注汽车、电新、化工、建筑、煤炭等行业 .....        | 8 |
| 三、风险提示 .....                        | 9 |

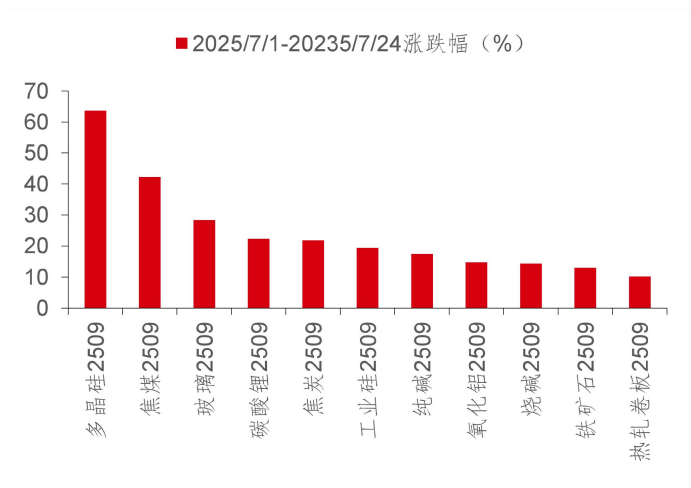
## 图表目录

|                                                 |   |
|-------------------------------------------------|---|
| 图 1：7 月以来大宗商品期货价格大涨 .....                       | 3 |
| 图 2：7 月以来周期行业涨幅也靠前 .....                        | 3 |
| 图 3：行情开启时周期行业估值位置较低 .....                       | 3 |
| 图 4：2016 年和 2020 年供给侧改革政策核心和所涉产业一览 .....        | 5 |
| 图 5：2016 和 2020 年周期有两段大行情 .....                 | 6 |
| 图 6：2016-2017 年部分周期行业相对沪深 300 比价一览 .....        | 6 |
| 图 7：2020-2021 年部分周期行业相对沪深 300 比价一览 .....        | 7 |
| 图 8：PPI 同比增速仍在下探 .....                          | 7 |
| 图 9：PVC 价格处于低位 .....                            | 7 |
| 图 10：2016、2020 年及本轮周期行情中六大行业估值分位数最高、最低值一览 ..... | 8 |
| 图 11：汽车、电新、化工、建筑、煤炭等行业可能受益于反内卷政策改善行业基本面 .....   | 9 |

## 一、政策导致基本面预期改善、行业估值较低导致周期上涨

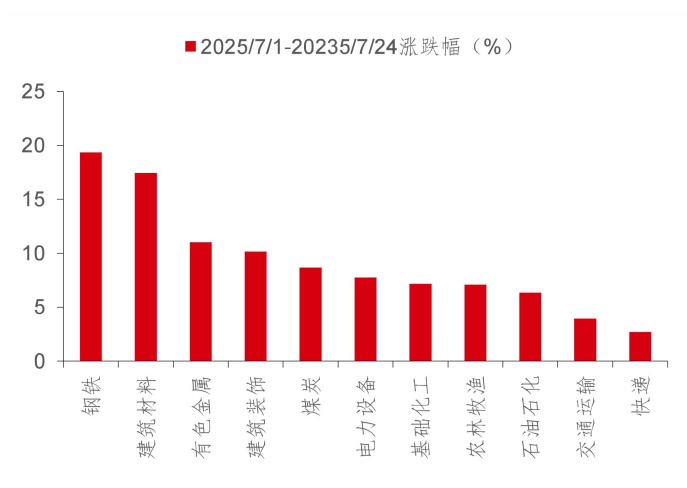
当前周期板块大幅上涨的原因：政策导致基本面预期改善、部分行业估值较低等。（1）反内卷政策导致周期行业基本面预期出现改善。一是 2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议提出，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，释放国家层面“反内卷”新信号。二是 7 月以来，反内卷政策推动相关行业基本面预期改善，相关的商品和股票价格因此出现明显上涨：首先，截至 7 月 24 日，碳酸锂、多晶硅、玻璃、焦煤、焦炭等商品期货价格分别上涨达 22.3%、63.6%、28.4%、42.3%、21.9%；其次，截至 7 月 24 日，钢铁、煤炭、有色、基础化工、建筑材料、快递、电力设备等指数分别上涨达 19.3%、8.7%、11.0%、7.2%、17.4%、2.7%、7.7%。（2）行情开启时部分周期行业估值较低。2025/7/1 数据来看，农林牧渔、有色金属、电力设备近十年来 PE 估值分位数较低，分别为 6%、23%、32%，而钢铁、建筑材料、煤炭 PE 估值分位数相对偏高，分别为 81%、72%、70%。

图 1：7 月以来大宗商品期货价格大涨



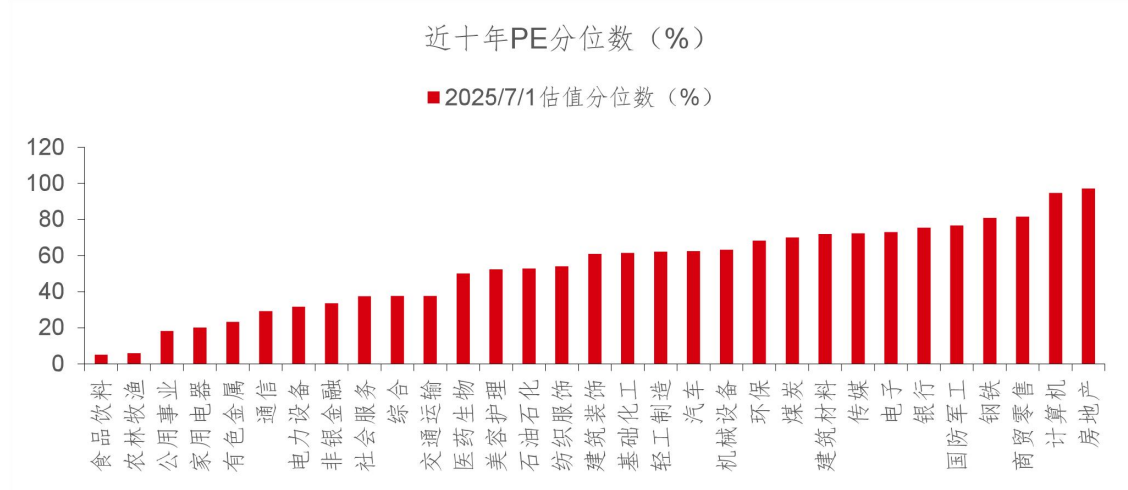
资料来源：华金证券研究所，wind

图 2：7 月以来周期行业涨幅也靠前



资料来源：华金证券研究所，wind

图 3：行情开启时周期行业估值位置较低



资料来源：华金证券研究所，wind

## 二、周期行情短期可能延续，关注汽车、电新、化工等行业

### （一）行情持续性：反内卷政策力度较强，周期行情短期可能持续

#### 1、政策力度可能较强，相关周期行业基本面预期可能持续改善

反内卷政策力度可能较强，相关周期行业基本面预期可能持续改善。（1）复盘历史，2016年和2020年供给侧改革政策均是通过去产能提升产品价格，政策力度强、出清效果好的行业直接受益。一是2016年核心矛盾是产能严重过剩、库存高企、杠杆和成本过高，因此提出了“三去一降一补”的政策，核心是去产能、去杠杆，而2020年核心矛盾是产业链供应链韧性不足、要素市场化配置不够高效，因此提出了“双碳”等政策，核心是控能耗、去产能。二是2016年去产能主要通过总量压缩、环保等手段，2020年去产能主要通过控制能耗等手段。三是政策力度强、出清效果好的行业直接受益，如：2016年通过总量“硬指标”去产能的煤炭、钢铁、煤电，2016年钢铁化解过剩产能6500万吨，2017年继续化解炼钢产能5500万吨，2018年再次去产能3000万吨，钢材综合价格指数2016年2月-2018年底期间上涨86.2%，而煤炭行业在2018年底累计化解8.1亿吨产能，中国煤炭价格指数在2016年2月-2018年底上涨31%，去产能效果逐步显现下钢铁和煤炭板块相对大盘的超额收益持续攀升半年左右，而通过环保手段去产能的建材、有色金属、石化等行业去产能效果也较明显，2016-2017年期间水泥价格指数、南华玻璃指数分别上涨89%、88%；2017年水泥和平板玻璃产量同比增速下降至-0.2%、3.5%；2020年通过能耗控制去产能的煤炭、钢铁、煤电等行业，“十三五”期间全国累计退出煤矿约5500处、累计退出钢铁落后产能达1.5亿吨以上，同时2021年全年累计粗钢产量同比减少约3200万吨，下降3.0%，钢铁和煤炭相对大盘仍有阶段性超额收益，以及政策鼓励的新能源等行业，在2020-2021年期间多晶硅综合价格指数上涨236%，碳酸锂（电池级，99.5%，国产）均价上涨439%，电力设备长期跑赢大盘。（2）当前来看，本轮反内卷政策力度可能较强，相关行业基本面预期可能持续改善。一是当前的核心矛盾是不少行业无序竞争、内卷严重导致PPI连续下行，因此当前政策的核心是通过反内卷去产能、提价格。二是从7月1日的中央财经委员会、7月18日发改委表示十大重点行业稳增长工作方案即将出台、7月24日《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》公开征求意见等可以看出反内卷政策力度可能偏强且持续，三是从政策可能着力较强的行业来看，钢铁、有色金属、建材、石化等发改委重点提及的十大行业基本面改善预期可能较大。

图 4：2016 年和 2020 年供给侧改革政策核心和所涉产业一览

| 时间   | 行业                 | 政策核心                               | 具体举措                                                                                                                   | 历时                     | 政策效果                                                                                                                                                            |
|------|--------------------|------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2016 | 钢铁                 |                                    | 2016年2月国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，明确提出从2016年开始，用5年时间再压减粗钢产能1亿-1.5亿吨。                                                 | 2-3年                   | 2016年化解过剩产能6500万吨，2017年继续化解炼钢产能5500万吨，2018年再次去产能3000万吨，提前2年完成了1.5亿吨的去产能上限目标。<br>钢材综合价格指数2016年2月-2018年底期间上涨86.2%                                                 |
|      | 煤炭                 | 政策主导、“硬指标”去产能                      | 2016年2月国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，要求在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。                         | 3年                     | 2018年底，煤炭行业累计化解8.1亿吨，通过过剩产能的化解，实现了市场供需基本平衡。<br>中国煤炭价格指数在2016年2月-2018年底上涨31%                                                                                     |
|      | 煤电                 |                                    | 2017年8月发改委印发《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》，要求“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能1.5亿千瓦，淘汰落后产能0.2亿千瓦以上。                                 | 3年                     | 截至2020年年底，我国全口径总电力装机容量22亿千瓦，其中煤电10.8亿千瓦，占总装机容量比重为49.1%，首次低于50%。“2020年年底中国煤电装机容量规模控制在11亿千瓦以内”目标得以实现。                                                             |
|      | 家电、消费电子、纺织服装、食品饮料等 | 解决供需错配问题、提高品牌质量                    | 2016年9月国务院印发《消费品标准和质量提升规划》，强调改革标准供给体系、优化标准供给结构、夯实消费品工业质量基础等                                                            | 3年左右                   | 2017年家电、通讯器材、饮料商品零售额累计同比增速分别为9.3%、11.7%、10.3%                                                                                                                   |
|      | 建材、有色金属、石化         | 通过环保手段和市场机制引导产业出清                  | 国务院《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》、《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》、《关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》                            | 3年左右                   | 2016-2017年期间水泥价格指数、南华玻璃指数分别上涨89%、88%；2017年水泥和平板玻璃产量同比增速下降至-0.2%、3.5%                                                                                            |
| 2020 | 钢铁、煤炭、煤电           | 继续淘汰“僵尸企业”和落后产能，但目标从“总量压缩”转向“质量提升” | 《六部门：推进2020年重点领域化解过剩产能工作》要求，加快推动行业高质量发展，鼓励传统钢铁煤城开展转型升级，通过技术创新、产业融合、发展新兴产业等方式，形成新的经济增长点，推动产业向专业化、高品质和价值链高端延伸，促进行业高质量发展。 | 5年以上<br>长期<br>渐进<br>优化 | “十三五”期间全国累计退出煤矿约5500处。<br>2020年动力煤（5500大卡）均价约570元/吨，2021年一季度涨至1500元/吨以上。                                                                                        |
|      |                    | 手段从行政化转向市场化，如通过环保、安全、技术标准倒逼低效产能退出  | 2021年12月，通过加强钢铁行业改扩建项目清洁生产评价、加快行业能源结构与工艺流程优化等大力推行清洁生产，促进钢铁行业绿色转型                                                       |                        | “十三五”期间累计退出钢铁落后产能达1.5亿吨以上；自2021年7月以来，粗钢产量连续6月保持同比下降；全年累计粗钢产量10.33亿吨，同比减少约3200万吨，下降3.0%；累计粗钢表观消费量约9.92亿吨，同比下降5.3%。<br>至2021年末，国内钢材综合价格指数131.70点，较2021年最高点下降24.7% |
|      | 地产、建筑、建材、家电        | 房住不炒、城市更新、建筑业升级                    | 2019年12月中央经济工作会议强调房住不炒，2022年1月住房和城乡建设部强调推进住房供给侧结构性改革，同时推动建筑业转型升级                                                       |                        | 2020年商品房平均销售价格为9860元/平方米，2021年上涨到10139元/平方米；截至2021年6月底，百强上市房企有息负债规模合计4.2万亿元，同比增速转正为负，达到-0.9%，终结了2018年至2020年杠杆激进扩张的时代                                            |
|      | 新能源汽车、智能家电、电子等     | 强调创新驱动、注重科技与消费的融合                  | 2019年底《推动重点消费品更新升级 畅通资源循环利用实施方案》提出，巩固产业升级势头，不断优化市场供给，如大幅降低新能源汽车成本、推动绿色智能家电研发和产业化、积极推进5G手机商业应用等                         |                        | 2020-2021年期间多晶硅综合价格指数（SPI）上涨236%，碳酸锂（电池级，99.5%，国产）平均价上涨439%                                                                                                     |

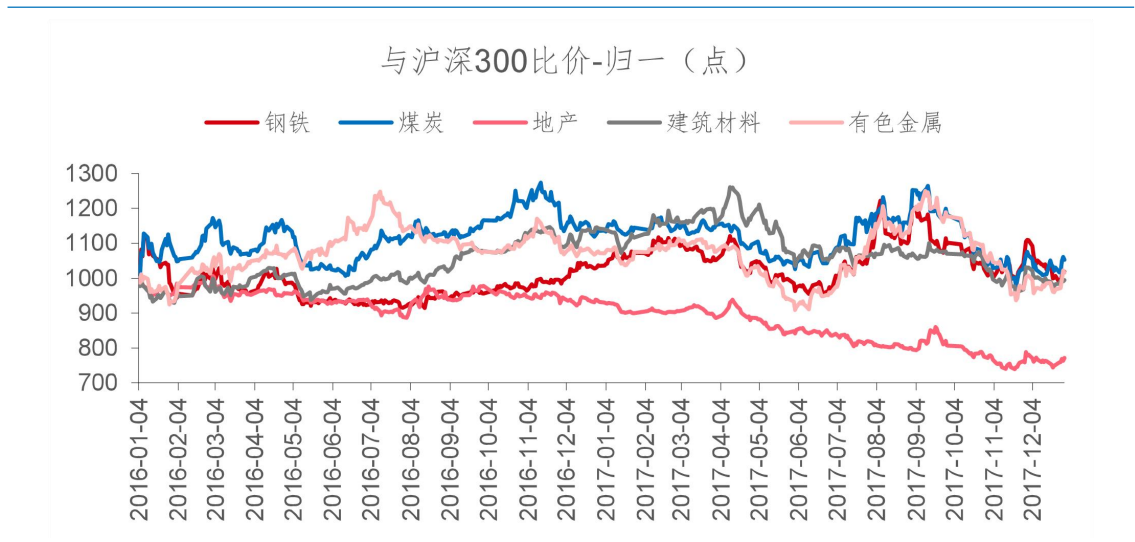
资料来源：华金证券研究所整理，wind

图 5：2016 和 2020 年周期有两段大行情



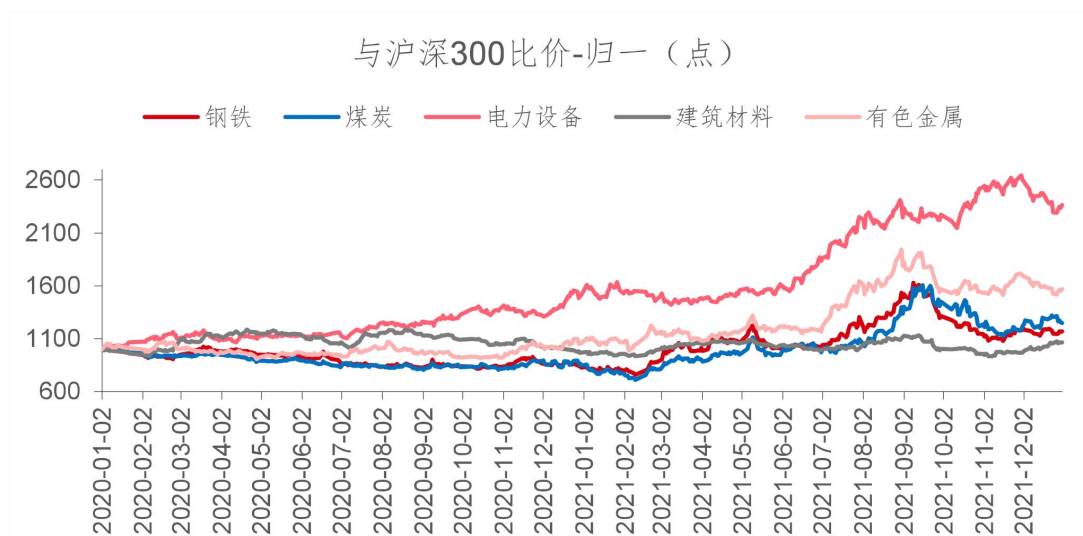
资料来源：华金证券研究所，wind

图 6：2016-2017 年部分周期行业相对沪深 300 比价一览



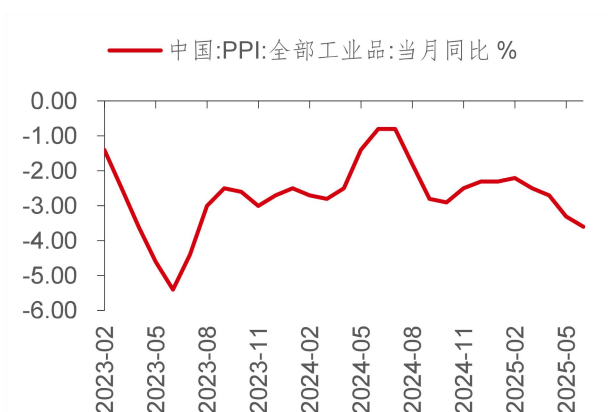
资料来源：华金证券研究所，wind

图 7：2020-2021 年部分周期行业相对沪深 300 比价一览



资料来源：华金证券研究所，wind

图 8：PPI 同比增速仍在下探



资料来源：华金证券研究所，wind

图 9：PVC 价格处于低位



资料来源：华金证券研究所，wind

## 2、当前部分周期行业估值仍有上升空间

当前部分周期行业估值仍有上升空间。（1）历史经验上，周期大行情中行业估值可上升至 70% 以上的历史分位的高水平，例如 2016 年 2 月到 2017 年 9 月期间有色金属、建筑材料、电力设备、煤炭、钢铁和地产的估值分位数（2005 年起，下同）最高攀升至 70% 以上的高位，2020 年 2 月至 2021 年 9 月期间有色金属、电力设备估值分位数最高也上升至 80% 以上。（2）当前来看，部分周期行业估值仍有较大的上升空间。以 7/22 数据为例，有色金属、电力设备、煤炭估值分位数相对偏低，分别为 23.9%、36.3%、56.3%，相较 2016 和 2020 年行情期间估值仍有上升空间。

图 10：2016、2020 年及本轮周期行情中六大行业估值分位数最高、最低值一览

| 估值分位数 (%) |           |      |      |      |      |      |      |
|-----------|-----------|------|------|------|------|------|------|
| MAX       |           | 有色   | 建筑材料 | 地产   | 电力设备 | 煤炭   | 钢铁   |
| 2016/2/1  | 2017/9/12 | 99.1 | 92.3 | 72   | 84.5 | 97.7 | 99.3 |
| 2020/2/4  | 2021/9/13 | 80.5 | 36.7 | 18   | 92.3 | 55.4 | 44.4 |
| 2025/4/8  | 2025/7/22 | 23.9 | 68.1 | 92.5 | 36.3 | 56.3 | 84.9 |
| MIN       |           | 有色   | 建筑材料 | 地产   | 电力设备 | 煤炭   | 钢铁   |
| 2016/2/1  | 2017/9/12 | 75.2 | 64.2 | 44.6 | 57   | 60.5 | 53.5 |
| 2020/2/4  | 2021/9/13 | 36.7 | 3.7  | 0    | 29.1 | 4.4  | 14.5 |
| 2025/4/8  | 2025/7/22 | 14.6 | 52.5 | 82.9 | 16.7 | 31.9 | 73.1 |

资料来源：华金证券研究所，wind（注：估值分位数从 2005 年起计算）

## （二）关注汽车、电新、化工、建筑、煤炭等行业

汽车、电新、化工、建筑、煤炭等行业可能受益于反内卷政策改善行业基本面。剔除季节效应，在可比口径下，我们以 CAPEX、库存、总资产周转率和净利率的分位数水平衡量行业的“内卷程度”：（1）汽车：一是新能源车由于持续价格战，其盈利性普遍低于油车，近日新能源车连续三场会议部署，7 月 16 日国务院常务会议、7 月 17 日中央第四指导组专题调研座谈、7 月 18 日工信部、国家发展改革委、市场监管总局联合召开新能源汽车行业座谈会，整治升级下有望稳定市场价格体系，避免车企无底线降价；二是汽车零部件目前大部分企业被下游持续压价，盈利性持续下降，反内卷有助于改善零部件企业资金状况，提升产品质量。（2）电新：一是光伏板块是反内卷重点针对领域，7 月 3 日工信部召集 14 家光伏行业企业举行座谈会，综合治理光伏行业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；二是我国风电、电网设备等国产化率高、产业链完善，反内卷政策下基本面有望进一步改善。（3）化工：化工行业今年以来产品价格走弱、产能利用率走低问题凸显，企业利润水平整体较低，反内卷政策可能率先带动塑料等内卷程度较高的相关化工原料价格修复。（4）建筑：建筑工程业过去长期存在低价中标、带资承包、垫资施工、超长账期的问题，7 月 7 日国务院国资委党委和全国工商联党组共同在北京举办高质量党建引领建筑行业高质量发展主题活动暨行业倡议发布会，33 家建筑类中央企业、地方国企以及民营企业基层党组织联合发出倡议书，抵制盲目扩张及过度负债等内卷式竞争。（5）煤炭：今年以来，全国煤炭供需形势总体宽松，价格持续下行，部分煤矿企业“以量补价”，超公告产能组织生产，严重扰乱煤炭市场秩序，国家能源局拟于近期组织开展煤矿生产情况核查工作，促进煤炭供应平稳有序。

图 11：汽车、电新、化工、建筑、煤炭等行业可能受益于反内卷政策改善行业基本面

| 一级行业 | 二级行业      | CAPEX分位数 | 库存分位数 | 总资产周转率分位数 | 净利率分位数 | 内卷程度评分 |
|------|-----------|----------|-------|-----------|--------|--------|
| 汽车   | 乘用车       | 92.3%    | 94.1% | 5.8%      | 17.6%  | 86.7%  |
| 建筑装饰 | 工程咨询服务 II | 76.9%    | 94.1% | 5.8%      | 11.7%  | 83.3%  |
| 汽车   | 汽车零部件     | 84.6%    | 94.1% | 5.8%      | 23.5%  | 82.2%  |
| 煤炭   | 煤炭开采      | 92.3%    | 94.1% | 5.8%      | 41.1%  | 80.6%  |
| 农林牧渔 | 种植业       | 61.5%    | 94.1% | 5.8%      | 11.7%  | 77.2%  |
| 电力设备 | 光伏设备      | 76.9%    | 88.2% | 5.8%      | 17.6%  | 76.7%  |
| 基础化工 | 塑料        | 69.2%    | 94.1% | 5.8%      | 17.6%  | 75.0%  |
| 公用事业 | 燃气 II     | 92.3%    | 70.5% | 5.8%      | 23.5%  | 73.3%  |
| 电力设备 | 风电设备      | 69.2%    | 94.1% | 5.8%      | 23.5%  | 73.3%  |
| 电力设备 | 电网设备      | 84.6%    | 94.1% | 5.8%      | 64.7%  | 70.6%  |
| 钢铁   | 冶钢原料      | 92.3%    | 76.4% | 5.8%      | 47.0%  | 70.0%  |
| 电力设备 | 电池        | 92.3%    | 94.1% | 5.8%      | 70.5%  | 69.4%  |
| 公用事业 | 电力        | 92.3%    | 94.1% | 5.8%      | 82.3%  | 67.2%  |
| 煤炭   | 焦炭 II     | 83.3%    | 5.8%  | 5.8%      | 11.7%  | 67.2%  |
| 有色金属 | 金属新材料     | 69.2%    | 88.2% | 5.8%      | 47.0%  | 65.0%  |
| 钢铁   | 普钢        | 92.3%    | 35.2% | 5.8%      | 47.0%  | 64.4%  |
| 基础化工 | 农化制品      | 84.6%    | 82.3% | 5.8%      | 64.7%  | 63.3%  |
| 有色金属 | 能源金属      | 76.9%    | 88.2% | 5.8%      | 64.7%  | 63.3%  |
| 农林牧渔 | 农产品加工     | 70.5%    | 88.2% | 5.8%      | 64.7%  | 62.8%  |
| 交通运输 | 物流        | 61.5%    | 76.4% | 5.8%      | 23.5%  | 62.2%  |
| 基础化工 | 化学原料      | 69.2%    | 94.1% | 5.8%      | 64.7%  | 61.7%  |
| 建筑装饰 | 房屋建设 II   | 76.9%    | 84.6% | 7.6%      | 15.3%  | 57.8%  |
| 石油石化 | 炼化及贸易     | 53.8%    | 76.4% | 5.8%      | 47.0%  | 55.0%  |
| 电力设备 | 电机 II     | 84.6%    | 92.3% | 7.6%      | 53.8%  | 54.4%  |
| 汽车   | 商用车       | 53.8%    | 70.5% | 5.8%      | 47.0%  | 53.3%  |
| 钢铁   | 特钢 II     | 53.8%    | 82.3% | 5.8%      | 58.8%  | 52.8%  |
| 基础化工 | 化学纤维      | 46.1%    | 47.0% | 5.8%      | 29.4%  | 52.2%  |
| 农林牧渔 | 动物保健 II   | 30.7%    | 86.6% | 6.6%      | 13.3%  | 47.8%  |
| 基础化工 | 化学制品      | 69.2%    | 76.4% | 5.8%      | 70.5%  | 47.8%  |
| 有色金属 | 工业金属      | 92.3%    | 92.3% | 7.6%      | 92.3%  | 47.2%  |
| 建筑装饰 | 基础建设      | 76.9%    | 69.2% | 7.6%      | 38.4%  | 45.0%  |
| 建筑装饰 | 专业工程      | 69.2%    | 30.7% | 7.6%      | 7.6%   | 44.4%  |
| 建筑材料 | 水泥        | 69.2%    | 53.8% | 7.6%      | 15.3%  | 43.9%  |
| 建筑材料 | 玻璃玻纤      | 69.2%    | 84.6% | 7.6%      | 53.8%  | 41.1%  |
| 农林牧渔 | 饲料        | 30.7%    | 76.4% | 5.8%      | 70.5%  | 40.0%  |
| 农林牧渔 | 渔业        | 30.7%    | 23.5% | 5.8%      | 52.9%  | 40.0%  |
| 汽车   | 汽车服务      | 30.7%    | 17.6% | 5.8%      | 52.9%  | 38.9%  |
| 农林牧渔 | 养殖业       | 53.8%    | 86.6% | 6.6%      | 60.0%  | 38.3%  |
| 基础化工 | 非金属材料 II  | 33.3%    | 83.3% | 8.3%      | 33.3%  | 34.4%  |
| 石油石化 | 油服工程      | 84.6%    | 70.5% | 11.7%     | 64.7%  | 33.9%  |
| 基础化工 | 橡胶        | 15.3%    | 29.4% | 5.8%      | 82.3%  | 29.4%  |
| 有色金属 | 贵金属       | 76.9%    | 61.5% | 7.6%      | 92.3%  | 28.3%  |
| 建筑装饰 | 装修装饰 II   | 7.6%     | 23.0% | 7.6%      | 38.4%  | 24.4%  |
| 建筑材料 | 装修建材      | 38.4%    | 30.7% | 7.6%      | 61.5%  | 22.8%  |
| 有色金属 | 小金属       | 38.4%    | 53.8% | 7.6%      | 76.9%  | 18.9%  |
| 电力设备 | 其他电源设备 II | 23.0%    | 61.5% | 7.6%      | 69.2%  | 18.9%  |

资料来源：华金证券研究所，wind（注：剔除季节效应，数据取自最新报告期）

### 三、风险提示

1.历史经验未来不一定适用：文中相关复盘具有历史局限性，不同时期的市场条件、行业趋势和全球经济环境的变化会对投资产生不同的影响，过去的表现仅供参考。

2.政策超预期变化：经济政策受宏观环境、突发事件、国际关系的影响可能超预期或者不及预期，从而影响当下分析框架下的投资决策。

3.经济修复不及预期：受外部干扰、贸易争端、自然灾害或其他不可预测的因素，经济修复进程可能有所波动，从而影响当下分析框架下的投资决策。

## 分析师声明

邓利军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)