2020 年 07 月 31 日

策略研究团队

周期轮动：花相似，人不同

——投资策略专题

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

相关研究报告

● **周期归来，轮动重启**

经济复苏期，周期性行业仍是最具性价比的板块，本轮复苏之前由于疫情强化的“极致风格”又在估值层面为顺周期行业的投资者提供了额外的风险补偿。在经济下台阶之前，A 股行业轮动的框架已经构建成熟，并为我们积累了宝贵的财富。但在经济下台阶后，发生了两层变化：第一，基本面上经济复苏弹性变弱，同时大量行业出现了更多的供给层面因素；第二，投资者对周期板块的认知中的“成长属性”逐步变弱，导致往往对基本面上行反应滞后，对基本面下行却往往抢跑。最终的结果，就是造成了普遍投资者认为周期股“投资体验较差”。**我们构建新的顺周期行业轮动体系，帮助投资者把握轮动的机遇，“优化”投资体验。**

● **“五朵金花”：岁岁年年人不同**

2006-2007 年的基本面轮动，出现与房地产季节性相一致的 N 型走势，行情的轮动与基本面大致相同，流动性回升期，“煤飞色舞”开启周期股的行情，建材、建筑装饰、工程机械的行情将领先行业本身基本面，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。**2016-2017 年供给侧改革后基本面信号的改善提前，但市场对基本面改善的定价延后：主要表现于行情上涨需要持续性的信号验证。**

● **秋高气爽：疫情打破“N 型”，走向“U 型”复苏**

恰恰由于新冠疫情打乱了上半年的开工，往次基本面复苏的“N”字型不再：使得周期基本面和行情的演绎的空档期将被缩短，更有可能呈现“U 型”复苏。往常由于年初房地产和信贷高增所带来的基本面高点被推迟到了 6 月份，而下一个验证的重要时点又即将来临，从我们复盘的两次历史经验来看，房地产和基建的开工旺季往往也标志着周期行业基本面的好转，下一个重要验证时点可能是即将到来的标志高温天气过去的立秋（8 月中旬）。

● **顺周期拉开帷幕，把握行业轮动**

我们认为周期股轮动呈现三个阶段：首先是流动性回升期，较好的信贷数据和房地产销售、投资数据下，大金融+上游资源品领涨；第二是地产、基建产业链投资发力期，建材、工程机械、建筑装饰从此行情持续至最后；第三是在宏观经济复苏再次被验证直至 PPI 出现向下拐点前，金融+上游资源品再度领涨，化工、钢铁随后上涨。7 月伊始，超越环比改善的经济数据让市场开始对周期的景气回升定价，顺周期行业轮动的右侧信号已经出现，而持续验证经济复苏的信号又在不远方，**当前已处于因疫情的特殊性而滞后反应的第一阶段向第二阶段过渡期，**在顺周期基本面景气传导的基础上，我们从“弹性”和“持续性”两个维度来选择占优的行业，推荐顺序为：第一，**股价弹性与行情持续性兼备的：建材、工程机械、建筑装饰**；第二，**子行业间景气周期有轮动，建议跟踪价格布局的：化工**；第三，**“弹性”和“持久性”至少占其一的：有色、非银、房地产、煤炭、钢铁。**

● **风险提示：**疫情反复；货币政策超预期收紧

目 录

1、 周期归来，轮动重启 4
2、 2006-2007 年：“五朵金花”最灿烂的时代 4
2.1、 信用修复为经济复苏的起点 4
2.2、 基本面的轮动——与房地产季节性相一致的 N 型走势 5
2.3、 行情的滞后与先行：建筑材料与机械设备贯穿始终 8
3、 2016-2017 年：年年岁岁花相似 10
3.1、 基本面与行情走势仍然为 N 字型，两波三阶段未变 10
3.2、 基本面本身、与行情的映射发生改变 12
4、 2020 年的行业轮动：疫情让轮动从两波到一波 15
4.1、 “N 字型”不再，此次“U 型”复苏持续 15
4.2、 风格已经切换，接下来把握顺周期行业轮动 16
5、 风险提示 18

图表目录

图 1： 2006 年宽信用，M2-M1 回落 5
图 2： 2006 年社融回升，流动性进入实体 5
图 3： 2005 年 Q3 动力煤价格即上涨 5
图 4： 主要金属铝和铜在 2005 年 Q3 价格即上涨 5
图 5： 房地产投资额的季节性：年初和三季度增速上行 6
图 6： 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 6
图 7： 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 7
图 8： 玻璃价格无数据，但玻璃产销率维持稳定、产量与销量齐升是在 2007 年初开始。 7
图 9： 水泥价格在 2006 年出现季节性震荡，2007 年持续回升 7
图 10： 工程机械（以挖掘机为例）销量在 2006 年中枢抬升，之后维持高位 8
图 11： 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 9
图 12： 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 9
图 13： 行业轮动第二波：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。 10
图 14： 2016 年价值行情复盘 11
图 15： 2016 年各板块月度收益率 11
图 16： 2015 年底货币宽松，在 2016 年宽货币转向宽信用 12
图 17： 在 2015 年底煤炭价格触底反弹 12
图 18： 房地产开发投资两轮快速提升 12
图 19： 基建投资在年末开始发力 12
图 20： ppi 在 9 月同比转正 12
图 21： 汽车产量 8 月开始大幅提升 12
图 22： 当下市场对基本面改善的定价滞后，但对“见顶”反应又可能前置 13
图 23： 2016 年有色金属中是与新能源有关的金属所带动 13
图 24： 煤炭股市净率下移，随煤价突破绿色区间时有所修复 14
图 25： 盈利空间扩大对估值的带动作用滞后 14
图 26： 工程机械在 2016 年 Q1 开始同比转正，股票从 8 月后才开始明显反应 15
图 27： 建材价格也在 2016 年 Q1 开始反弹，但股票行情出现在价格大幅拉升的 8 月后 15

图 28: 2016 年初开始，建筑业订单就开始增速向上，股票在 7-8 月才出现明显反应 15
图 29: 减水剂与水泥价格相关，滞后于水泥价格提价 16
图 30: PVC 价格波动与管材可互相印证 16
图 31: 行业轮动的顺序与信号 17
图 32: 2006-2007 年各行业的行情持久性与弹性 17
图 33: 2016-2017 年各行业的行情持久性与弹性 18

表 1: 2016 年煤炭供给侧改革政策频出 14

1、 周期归来，轮动重启

我们在此前系列报告之中，已经讨论了经济复苏正逐步成为主导市场行情的核心变量。在一个经典的经济复苏期的股票市场中，顺周期的行业轮动往往成为行情的主导。我们认为在市场风格尚处纠结的当下，投资者可以为把握接下来必将到来的顺周期行业轮动做好准备。

行业轮动中包含两层决定因素：**一是行业基本面的轮动，**即各个行业景气度上行的时间和幅度不同；**另一个层面是市场投资者对基本面的认知，**即市场参与者对于基本面信号的领先滞后反应，对基本面定价的过度和不足。上述两个因素的共同作用最终决定了行业在股价上轮动的先后顺序、持续性与弹性。

在经济下台阶之前，A 股行业轮动的框架已经构建成熟，并为我们积累了宝贵的财富。但在经济下台阶后，发生了两层变化：第一，基本面上经济复苏弹性变弱，同时大量行业出现了更多的供给因素；第二，投资者对周期板块的认知中的“成长属性”逐步变弱，导致往往对基本面上行反应滞后，对基本面下行却往往抢跑。最终的结果，就是周期股传统的行业轮动框架需要更新，对于周期投资难度在某种程度被增加。造成了普遍投资者认为周期股“投资体验较差”。

我们认为，在经济复苏期，周期性行业仍是最具性价比的板块，本轮复苏之前由于疫情强化的“极致风格”又在估值层面为顺周期行业的投资者提供了额外的风险补偿。为了帮助投资者更好的把握顺周期行业的机会，我们尝试在复盘的基础上，分析当下特殊性，帮助投资者把握轮动的机遇，“优化”投资体验。

我们选择了 2006-2007 年、2016 年-2017 年两个时间段，这两个时间段中，顺周期逐步占优，而且经济也经历了“复苏”，2006-2007 年还经历了“过热”。不同点在于，2006-2007 年时我国经济增速还处于高位，2016-2017 年已经在下台阶过程之中，并且为了解决产能过剩的问题经历了“供给侧改革”，我们认为对比这两段时期对当下更有借鉴意义的原因是，我们能够从中观察到随着经济发展阶段的改变，投资者对周期行业认知的变化，从而推断当前基本面与行情之间的映射。

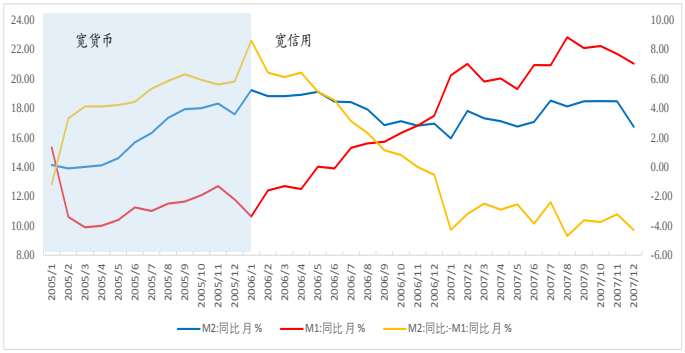
2、 2006-2007 年：“五朵金花”最灿烂的时代

2003 年的钢铁、有色、金融、地产、煤炭这五个板块带领大盘开启大幅上涨，行情的火热让“价值投资”的理念深入人心，从此这五个行业被称为 “五朵金花”。在随后的 2005-2007 年，经历过一轮通胀的经济再一次走入“复苏”，2006 年年初开始“五朵金花”又开始引领周期股的行情，直至 2007 年 10 月，这次波澜壮阔的行情才宣告结束。

2.1、 信用修复为经济复苏的起点

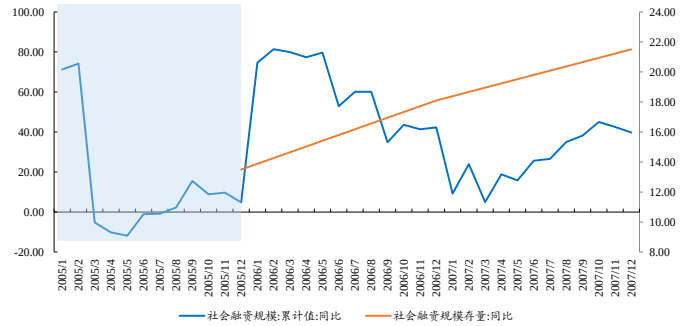
2005-2007 年，经历过 2003-2004 年的通胀，货币政策从收紧到回归稳健，基本面的复苏也从货币宽松开始，经历从“宽货币”到“宽信用”的过程，我们此前报告中也多次讲过信用修复到企业盈利修复的过程，此处不再赘述。但总体而言将经历 M2-M1 见顶回落的过程。我们发现，2005 年是“宽货币”，表现为 M2 同比高增而 M2-M1 持续扩大；2006 年整体宽信用，表现为 M1 同比快速、持续地上升，包括社融累计值同比也随之快速上升，意味着流动性真正进入了实体。

图1：2006 年宽信用，M2-M1 回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2006 年社融回升，流动性进入实体

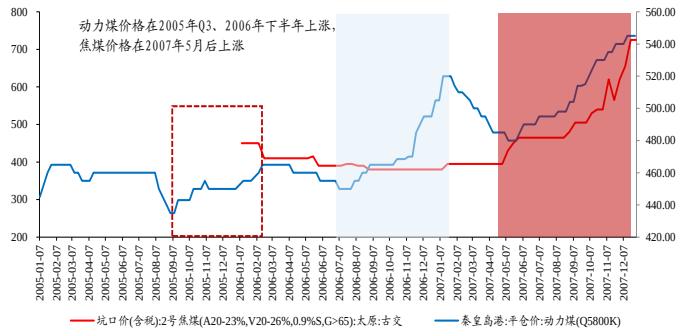


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 基本面的轮动——与房地产季节性相一致的 N 型走势

在前期货币宽松，流动性泛滥的时期，我们会发现金融属性较强，对流动性敏感的大宗商品价格将率先上涨，例如动力煤和有色金属，在 2005 年三季度开始价格就有所上涨。

图3：2005 年 Q3 动力煤价格即上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：主要金属铝和铜在 2005 年 Q3 价格即上涨

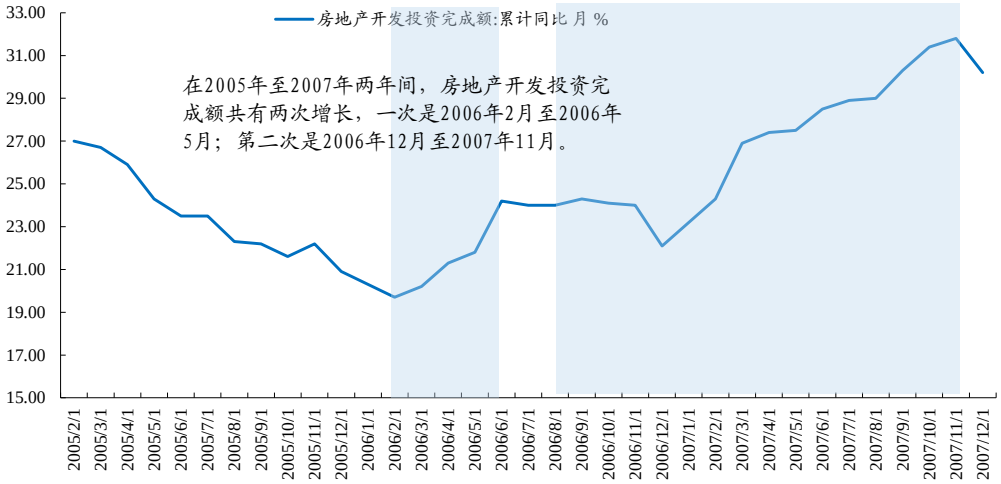


数据来源：Wind、开源证券研究所

由于房地产和基建是获得信贷的大头，信用周期总是从这两个产业链开始逐级向上修复，所以投资需求将拉动工业品价格和销量的上涨，**但我们发现存在明显的季节性：即房地产在年初、秋季将体现出较强投资需求，因此也会使周期行业的景气度在年内出现“类 N 型走势”。**

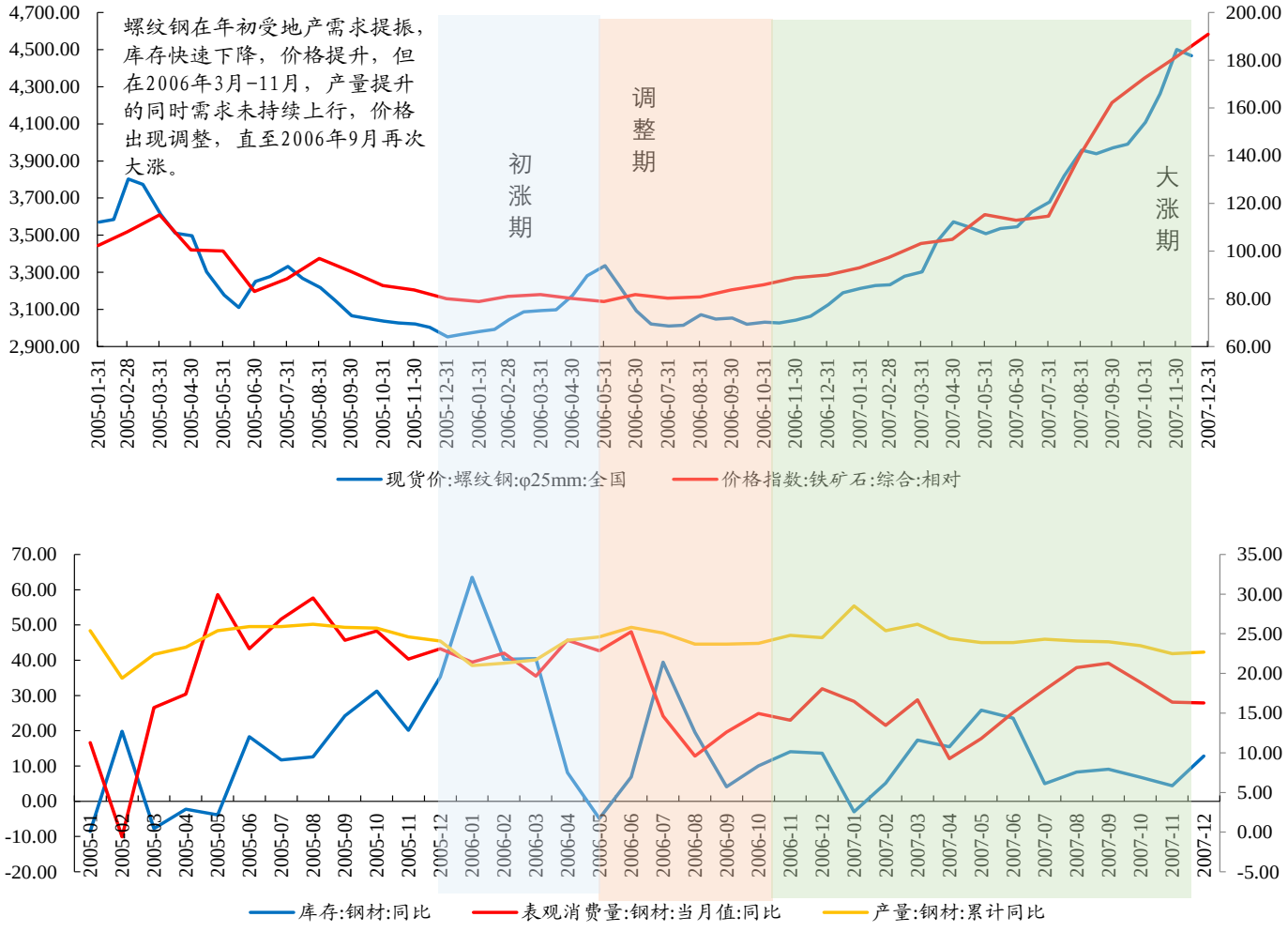
行业的景气轮动有先后，以价格锚定景气度的行业例如煤炭、有色、钢铁、化工、建筑材料，以销量锚定景气度的行业例如工程机械，我们发现在 2006-2007 年，轮动可分为三个梯队，**首先是煤炭、有色、钢铁、化工等上游或偏上游，但由于流动性的逐步退出、供给的快速扩张，涨价持续时间很短**；第二个阶段是**中游的建筑材料、机械设备，景气持续也较长，将一直持续至经济从复苏到过热的尾声**；第三个阶段是**经济从复苏到过热，所有的工业品价格或销量再次大涨，资源品出现第二波涨价行情。**

图5：房地产投资额的季节性：年初和三季度增速上行



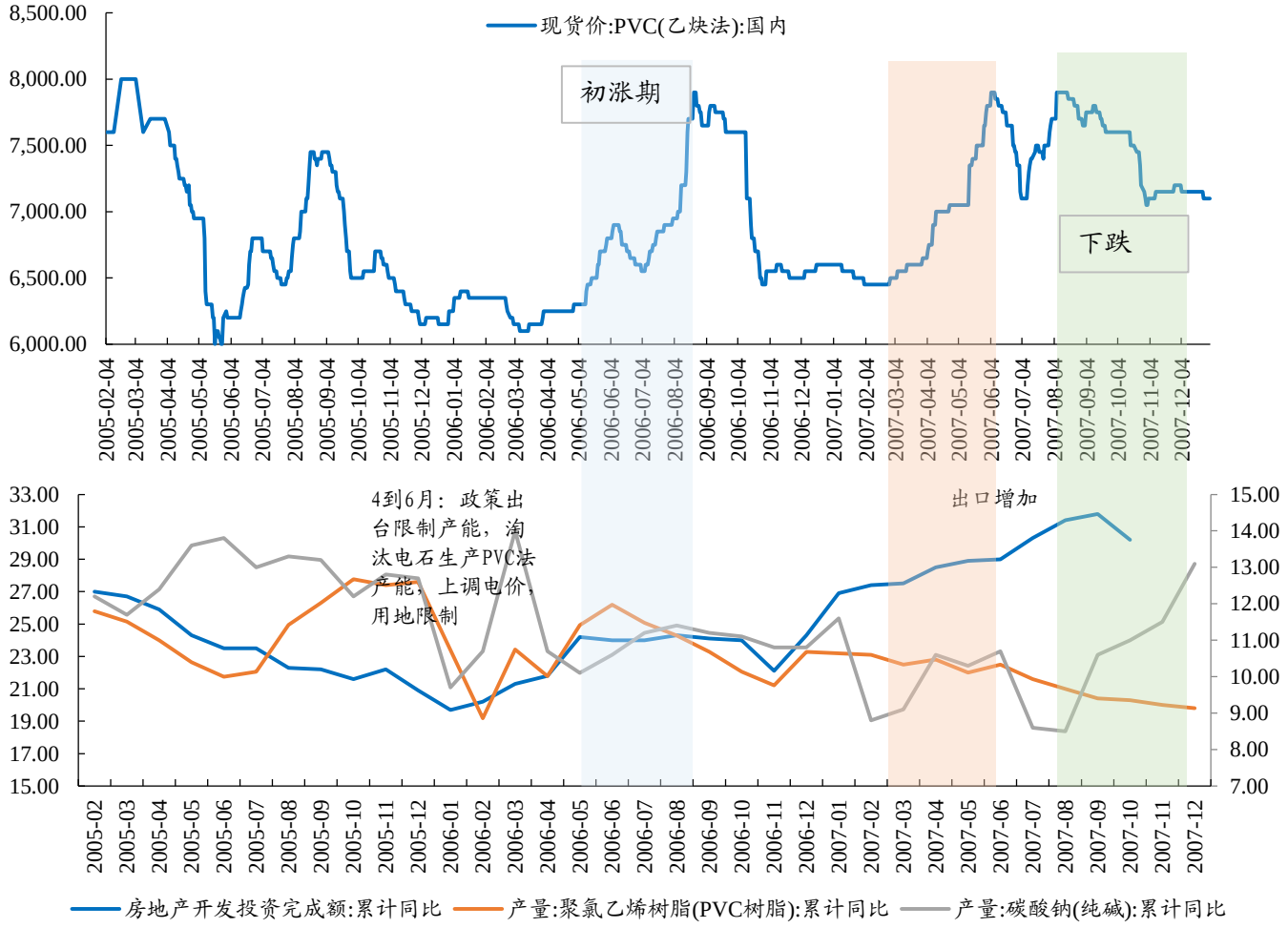
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：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



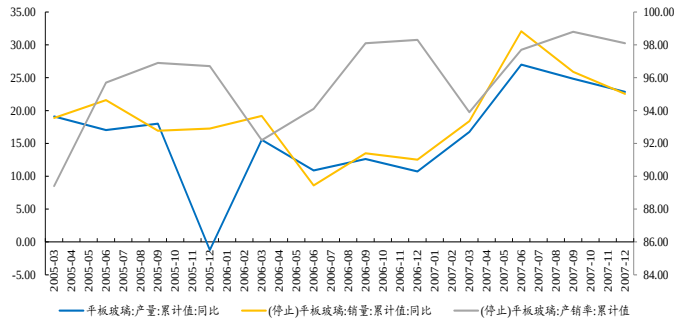
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：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



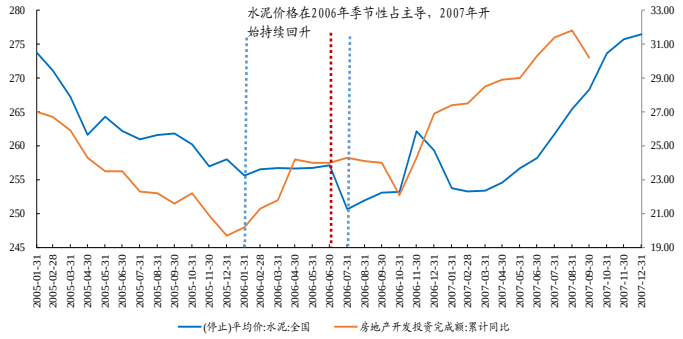
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：玻璃价格无数据，但玻璃产销率维持稳定、产量与销量齐升是在 2007 年初开始。



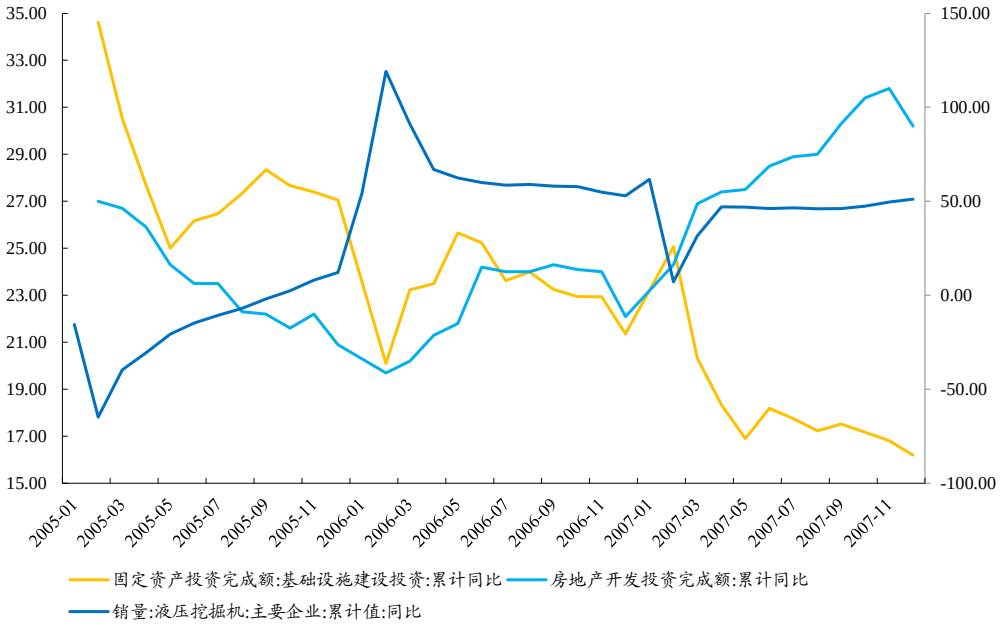
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：水泥价格在 2006 年出现季节性震荡，2007 年持续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：工程机械（以挖掘机为例）销量在2006年中枢抬升，之后维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 行情的滞后与先行：建筑材料与机械设备贯穿始终

行情的轮动与基本面轮动表现基本相同，值得关注的是两点：（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；（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；**（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11：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

图12：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

图13：行业轮动第二波：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

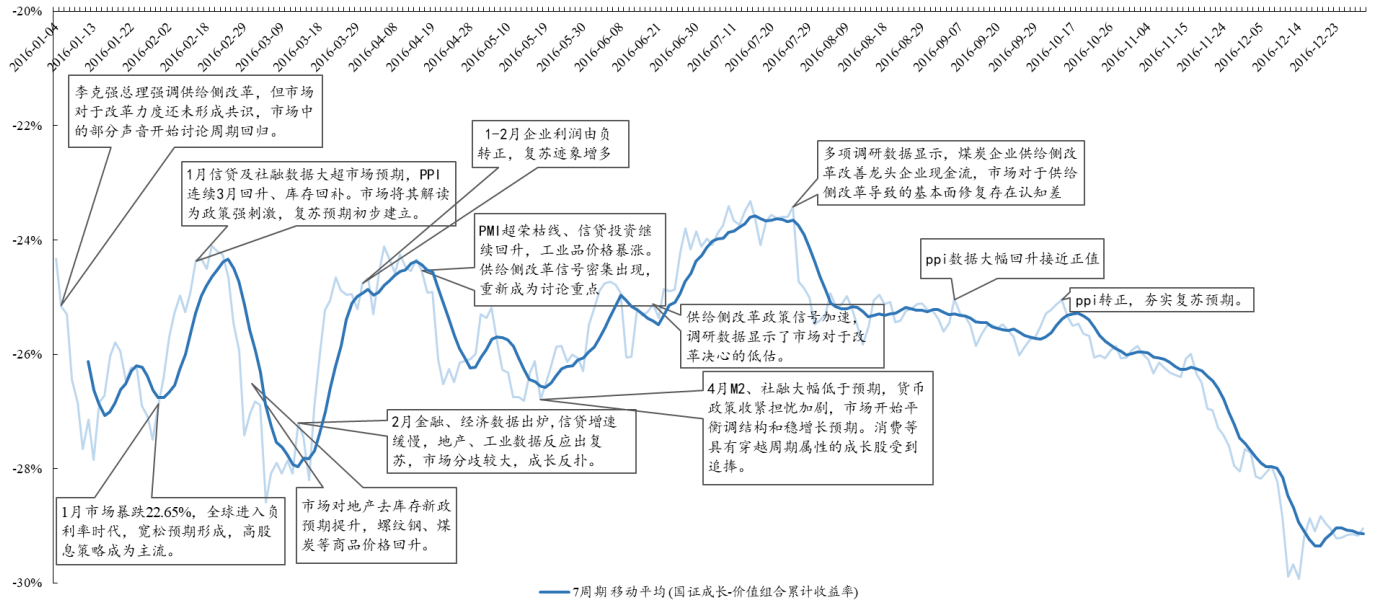
3、 2016-2017 年：年年岁岁花相似

2006—2007 年是一个经典的经济复苏驱动下的周期轮动案例，在经历了从宽货币到宽信用再到企业盈利改善的过程后，市场开始沿着房地产和基建的主线进行逐级修复。进而在股票市场上，产生了从资源品和金融到中游周期品再到全领域的三阶段轮动现象。但由于 2006 年距今已经时间较为久远，而且经济环境已出现明显的变化，在如今这一框架是否还具有时效性是一个重要的问题。为此，我们再次复盘了最近的一次周期行情——2016-2017 年。

3.1、 基本面与行情走势仍然为 N 字型，两波三阶段未变

2016 年至 2017 年，市场走向周期风格的全面占优经历了三个时间段：**第一个阶段在 2016Q1**，受超预期的信贷提振，市场向周期风格漂移。**在 2015 年底开始的宽松货币环境下，大宗商品价格出现上涨，煤炭、有色等资源股以及金融同样成为了行情开始的标志。第二个阶段，从 2016 年 3 月末开始，尽管房地产公布了二月销售、投资数据，均表现较好，但市场仍需持续验证经济复苏，**再加上 4 月经济数据不及预期，同时权威人士讲话称中国经济不存在“U”型反弹，这个阶段成长反扑，**上游周期股几乎全线下跌，但机械设备、建筑建材等中游周期股展现出了一定的韧性。第三个阶段，2016 年 8 月开始，周期股全面占优。**在 2016 年 8 月份，于 2015 年底提出的“供给侧”改革终于被市场所认知，下游房地产、基建、汽车产业链需求保持稳定或向上，供给侧改革所带来的弹性使 PPI 快速上行，由负转正，在房地产的带领下周期股再次上涨。

图14：2016年价值行情复盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

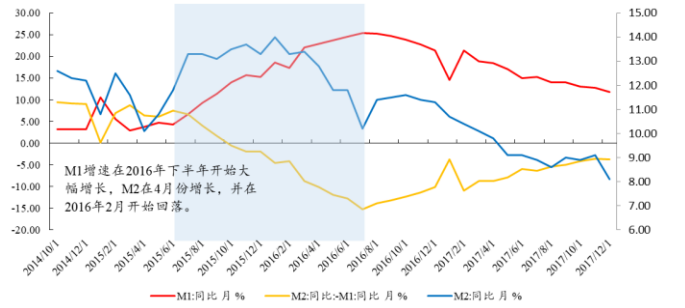
注：上图中蓝线上行代表成长占优，而蓝线下行时以周期为代表的价值股占优

图15：2016年各板块月度收益率

2016/1/31	2016/2/28	2016/3/31	2016/4/30	2016/5/31	2016/6/30	2016/7/31	2016/8/31	2016/9/30	2016/10/31	2016/11/30	2016/12/31
银行	有色金属	非银金融	采掘	电子	电子	食品饮料	房地产	家用电器	建筑装饰	建筑装饰	商业贸易
采掘	采掘	电气设备	银行	非银金融	国防军工	医药生物	综合	工程机械	食品饮料	家用电器	化工
食品饮料	农林牧渔	国防军工	钢铁	计算机	电气设备	家用电器	建筑装饰	建筑材料	采掘	钢铁	钢铁
家用电器	建筑材料	计算机	食品饮料	有色金属	食品饮料	采掘	钢铁	休闲服务	建筑材料	工程机械	农林牧渔
钢铁	纺织服装	机械设备	家用电器	食品饮料	计算机	交通运输	建筑材料	采掘	有色金属	非银金融	建筑材料
农林牧渔	房地产	电子	有色金属	银行	轻工制造	公用事业	非银金融	汽车	钢铁	机械设备	综合
非银金融	汽车	传媒	综合	家用电器	机械设备	商业贸易	商业贸易	化工	机械设备	商业贸易	国防军工
建筑装饰	钢铁	轻工制造	汽车	农林牧渔	化工	建筑材料	公用事业	房地产	综合	纺织服装	食品饮料
工程机械	银行	综合	化工	传媒	通信	国防军工	传媒	机械设备	纺织服装	房地产	纺织服装
房地产	化工	纺织服装	建筑材料	通信	有色金属	建筑装饰	休闲服务	轻工制造	交通运输	交通运输	电气设备
休闲服务	食品饮料	汽车	轻工制造	医药生物	汽车	农林牧渔	银行	纺织服装	农林牧渔	建筑材料	银行
医药生物	综合	食品饮料	电气设备	交通运输	综合	综合	国防军工	电子	非银金融	银行	公用事业
交通运输	公用事业	化工	房地产	机械设备	医药生物	工程机械	电子	通信	工程机械	通信	汽车
公用事业	轻工制造	建筑材料	医药生物	汽车	家用电器	有色金属	轻工制造	公用事业	计算机	有色金属	休闲服务
汽车	休闲服务	工程机械	通信	国防军工	建筑材料	通信	化工	医药生物	化工	化工	轻工制造
通信	电子	商业贸易	纺织服装	纺织服装	建筑装饰	轻工制造	采掘	商业贸易	汽车	农林牧渔	采掘
建筑材料	建筑装饰	有色金属	电子	电气设备	农林牧渔	化工	通信	钢铁	电子	传媒	工程机械
商业贸易	工程机械	建筑装饰	商业贸易	公用事业	采掘	银行	医药生物	综合	国防军工	公用事业	交通运输
有色金属	医药生物	农林牧渔	机械设备	房地产	房地产	钢铁	机械设备	建筑装饰	电气设备	汽车	医药生物
化工	交通运输	通信	工程机械	化工	公用事业	汽车	农林牧渔	银行	轻工制造	轻工制造	通信
纺织服装	商业贸易	休闲服务	公用事业	休闲服务	纺织服装	休闲服务	电气设备	电气设备	商业贸易	国防军工	电子
国防军工	家用电器	交通运输	建筑装饰	商业贸易	工程机械	纺织服装	工程机械	非银金融	通信	电气设备	机械设备
传媒	电气设备	医药生物	农林牧渔	轻工制造	休闲服务	非银金融	计算机	交通运输	公用事业	食品饮料	有色金属
电子	国防军工	家用电器	非银金融	建筑装饰	非银金融	电气设备	纺织服装	农林牧渔	休闲服务	医药生物	房地产
电气设备	机械设备	公用事业	休闲服务	建筑材料	商业贸易	传媒	有色金属	食品饮料	医药生物	计算机	非银金融
机械设备	非银金融	房地产	交通运输	工程机械	传媒	机械设备	汽车	计算机	传媒	电子	建筑装饰
轻工制造	计算机	银行	传媒	钢铁	钢铁	房地产	交通运输	传媒	银行	采掘	家用电器
计算机	通信	钢铁	计算机	综合	交通运输	计算机	家用电器	有色金属	家用电器	综合	传媒
综合	传媒	采掘	国防军工	采掘	银行	电子	食品饮料	国防军工	房地产	休闲服务	计算机

数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2015 年底货币宽松，在 2016 年宽货币转向宽信用



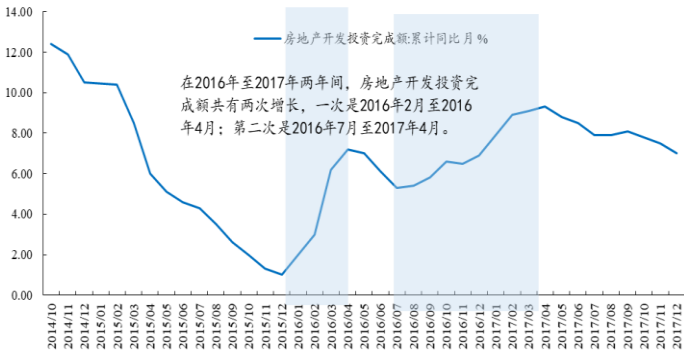
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：在 2015 年底煤炭价格触底反弹



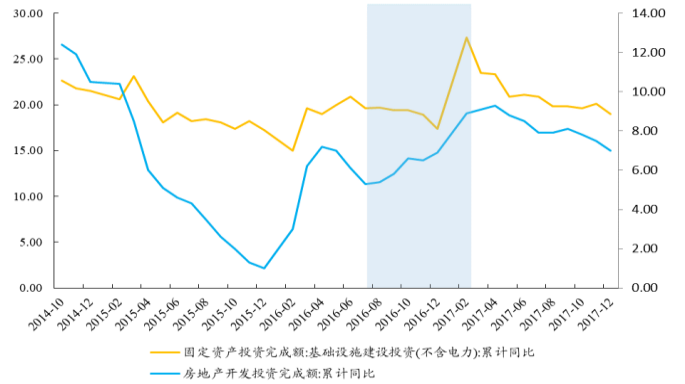
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：房地产开发投资两轮快速提升



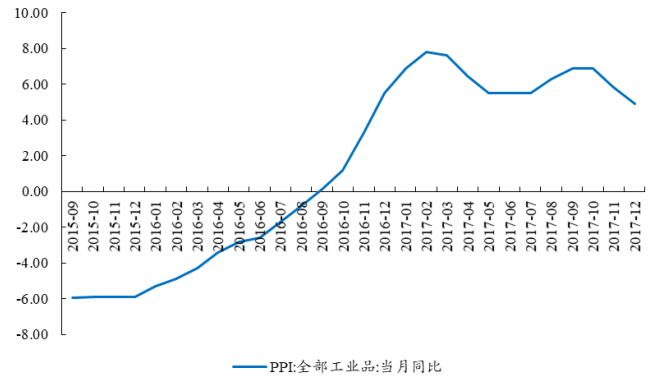
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：基建投资在 2016 年年末开始发力



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：ppi 在 2016 年 9 月同比转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：汽车产量 2016 年 8 月开始大幅提升



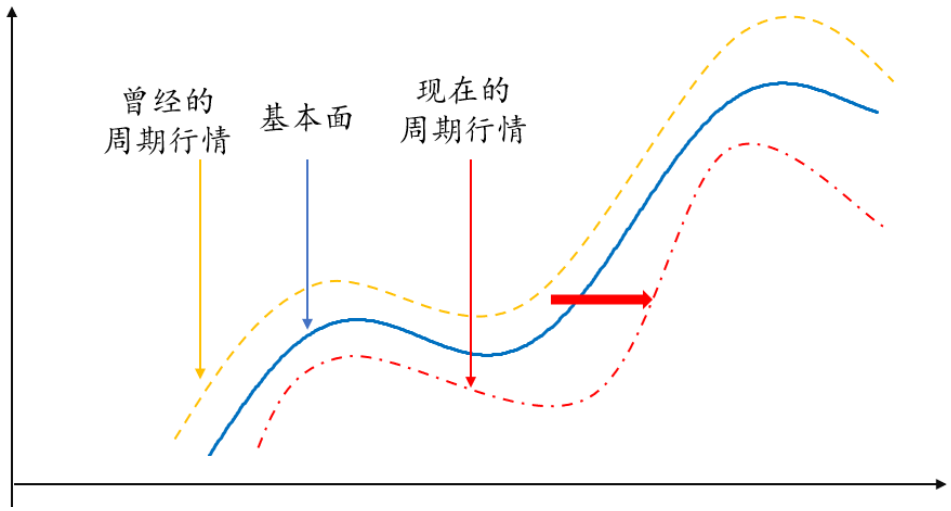
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 基本面本身、与行情的映射发生改变

通过对比 2006—2007 年的周期行情，我们发现，基本面本身由于供给侧改革，

改善是提速的，但同时市场对基本面的定价开始表现出滞后。

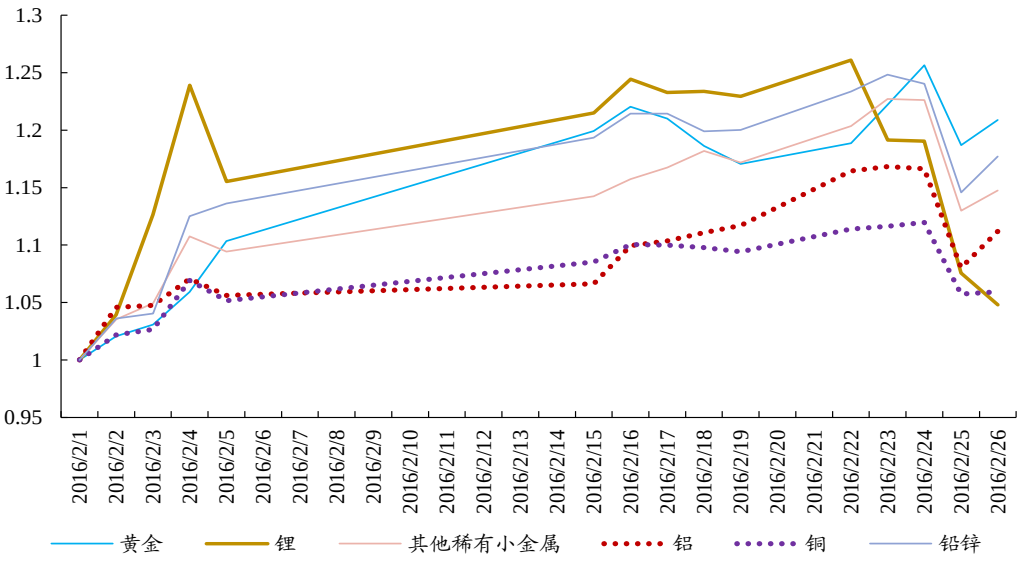
图22：当下市场对基本面改善的定价滞后，但对“见顶”反应又可能前置



数据来源：Wind、开源证券研究所

（1）**“煤飞色舞”不再：对经济复苏的持续性存疑，铜、铝股价不再与商品价格同步，煤炭价格持续上涨，但行情却飘忽不定。**与 2006 年类似，在充裕的流动性与信贷支撑下，在 2 月与 4 月出现了明显的采掘、有色引领的“煤飞色舞”行情。我们发现主要金属铜、铝的价格在 2015 年 Q3 就开始上涨，而在铜、铝股票的表现却很平淡，直至 2016 年 2 月下旬才开始表现，而且涨幅不及新能源车相关金属；就煤炭而言，动力煤价格从 2015 年 11 月开始就持续上涨，但观察煤炭月度收益率，1-2 月排名前二，3 月即倒数第一，4 月份排名第一，5 月份又排名倒数第一。经济弱复苏阶段，周期行情在怀疑中不断前行，但最终走向上行。投资者对基本面认知的变化不可谓不大。

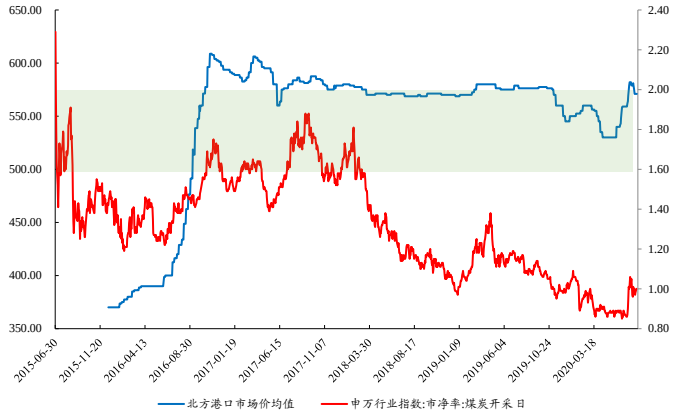
图23：2016 年有色金属中是与新能源有关的金属所带动



数据来源：Wind、开源证券研究所

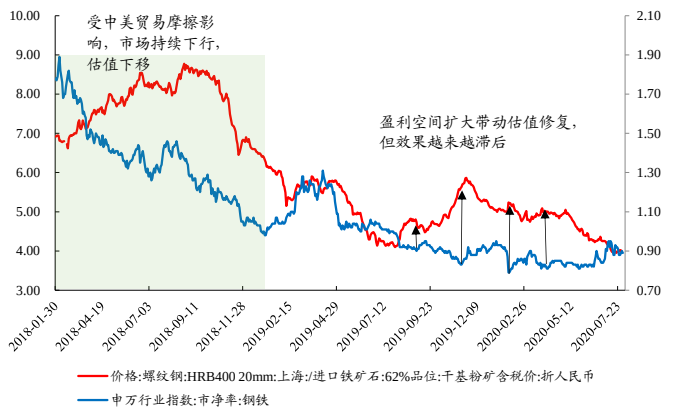
（2）**煤炭、钢铁经过供给侧改革，商品价格对需求反应更快，但估值修复滞后。**供给侧改革对煤炭和钢铁行业产生了深刻影响：2017 年 1 月，发改委及煤炭、电力、钢铁企业/工业协会联合发表《备忘录》，对煤炭价格定义了“绿红蓝”区间，此后煤炭价格就稳定在绿色区间的上限 570 元/吨上下波动；这意味着煤价很难再看到 2016 年之前的“暴涨暴跌”，但同时意味着煤炭企业的业绩波动变小。**我们观察到煤炭股的市净率在煤价突破绿色区间时持续修复，背后反映的是价格持续维持高位将改善报表利润，而在经济进入下行期时（并非煤炭行业自身景气度下行时）估值就开始下行，投资者抢跑基本面下行。**（2）严格关停落后产能下，钢铁行业盈利状况和产能利用率得到改善，产能利用率在此后逐年攀升，盈利钢厂占比维持稳定，但在固定投资增速逐年下降的背景下，需求端疲弱，成本的波动成为钢铁行业利润的主导因素，**我们以螺纹钢价格与铁矿石价格的比值作为钢厂盈利空间的衡量，能够发现盈利空间需要扩大到高位后，估值才会上行。**

图24：煤炭股市净率下移，随煤价突破绿色区间时有所修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：盈利空间扩大对估值的带动作用滞后



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2016 年煤炭供给侧改革政策频出

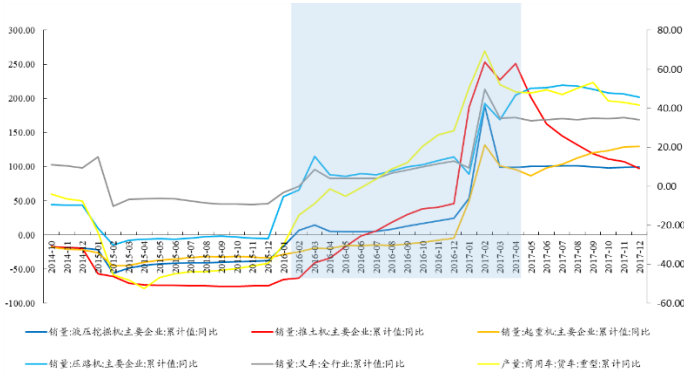
时间	发文机构	文件名称
2016 年 2 月	国务院	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》
2016 年 7 月	发改委、能源局、煤矿安监局	《关于实施减量置换严控煤矿新增产能有关事项的通知》
2016 年 7 月	发改委	关于做好 2016 年度煤炭消费减量替代有关工作的通知》
2016 年 9 月	发改委、能源局	《关于在建煤矿项目落实化解过剩产能任务有关事项的通知》

数据来源：Wind、开源证券研究所

（3）**中游周期行情，从不可证伪到需要“持续证真”：**我们注意到与 2006 年不同的是，以建筑材料、工程机械为代表的中游周期品，在 2016 年 Q1 时已经出现了明显的基本面信号，而当 2016 下半年基本面数据保持高增长时，中游周期股才出现了较为明显的行情。**我们认为建筑装饰、建材、工程机械从逻辑“不可证伪”即可产**

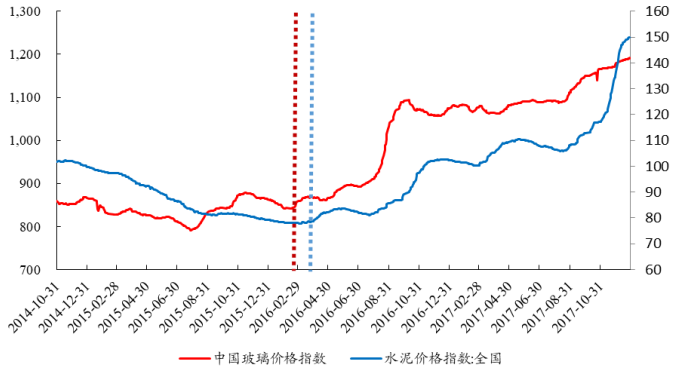
生行情，转变到了 2016 年不光需要看到基本面复苏的信号，还需要有充足的证据证明复苏持续性和动能才可能催动中游周期品的行情，这反映了投资者对于周期股的宽容度在降低。同时，2017 年 10 月，PPI 出现向下拐点也标志着周期行情的结束，也再一次印证了市场需要不断的增强信号，才具备投资周期股的信心。

图26：工程机械在 2016 年 Q1 开始同比转正，股票从 8 月后才开始明显反应



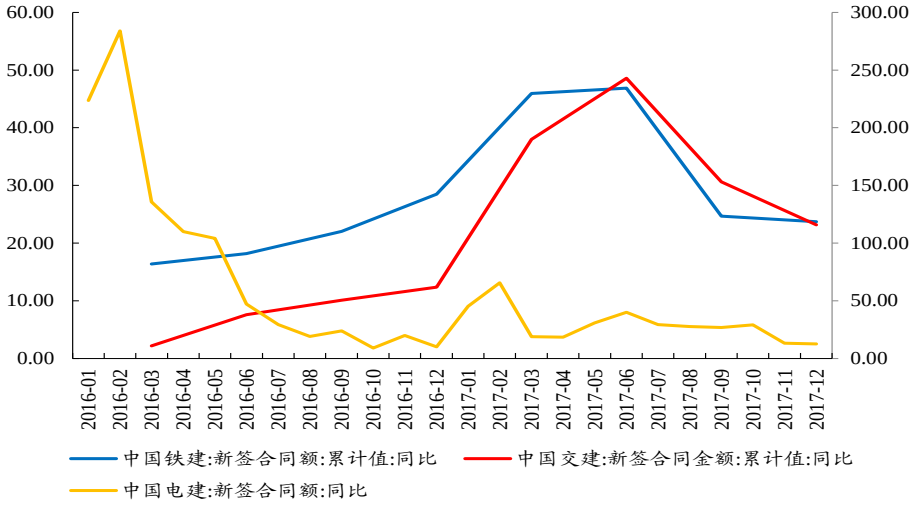
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：建材价格也在 2016 年 Q1 开始反弹，但股票行情出现在价格大幅拉升的 8 月后



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28： 2016 年初开始，建筑业订单就开始增速向上，股票在 7-8 月才出现明显反应



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 2020 年的行业轮动：疫情让轮动从两波到一波

4.1、 “N 字型”不再，此次“U 型”复苏持续

与 2016-2017 年相似，市场对周期股的疑虑来自于对经济复苏的担忧。自我们发布《风格切换》系列报告以来，市场对经济的担忧未曾间断，从“经济能否复苏”到“经济是 V 型反弹还是李宁型反弹”，在验证了 4、5、6 月份较为优良的宏观和中观数据之后，仍然存在“经济复苏之后政策可能转向”，或者“经济弱弹性将带来周期性行业的弱弹性”这样的疑虑。从 2006-2007 年与 2016-2017 年两次对比来看，随着经济增速下台阶，投资者对经济复苏的弹性、周期行业盈利的弹性越来越怀疑，行情

的演绎也从“不可证伪”到“持续证真”，**因此，经济复苏得到持续验证是此次切换的核心。**

但恰恰由于新冠疫情打乱了上半年的开工，基本面的“N”字型不再：往常由于年初房地产和信贷高增所带来的基本面高点被推迟到了 6 月份，而下一个验证的重要时点又即将来临，使得周期基本面和行情的演绎从两波，变为一波持续向上。从我们复盘的两次历史经验来看，房地产和基建的开工旺季往往也标志着周期行业基本面的好转。2020 年以来，我们在疫情得到控制之后又迎来了高温和雨季，这可能是造成需求始终难以被真正认知的原因，由于房地产和基建两大产业链都存在开工的淡旺季，下一个重要验证时点可能是即将到来的标志高温天气过去的立秋（8 月中旬），同时，我们要提醒投资者的是，“供给侧改革”难以重演，但供给侧改革的成果仍然存在，经济增速下台阶不代表周期性行业无机会，我们发现 PPI 的触底回升也标志着风格向周期切换，而 6 月 PPI 已确认向上拐点，周期行业弹性区间将至。

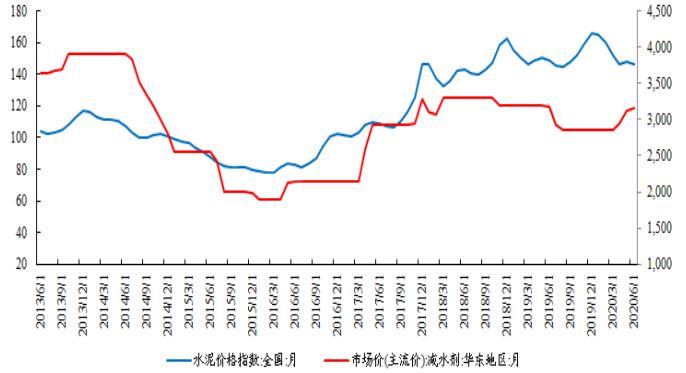
4.2、 风格已经切换，接下来把握顺周期行业轮动

行业轮动之所以是有迹可循的，我们认为背后的原因在于基本面的改善的顺序稳定：总是从信贷修复开始，再由房地产、基建、或者汽车为代表的终端需求逐级向上改善。行情上，金融与上游资源总是领涨，而中游（建筑装饰、工程机械、建材）在整个行情中都有表现，化工（整个指数）和钢铁的第二波上涨往往标志着周期行情的结束。但值得提醒投资者的是两点：

第一，对于以煤炭为代表的资源品行业，当下股价上行并不直接受制于商品价格是否上行。其背后逻辑是，由于当下市场对周期股基本面反应滞后且需要证真，即其实现阶段股价尚未反应商品价格上涨，但可以充分定价的条件是：对应商品价格在高位整体保持稳定，可以从半年均价的意义上改变投资者对于报表盈利的预期。

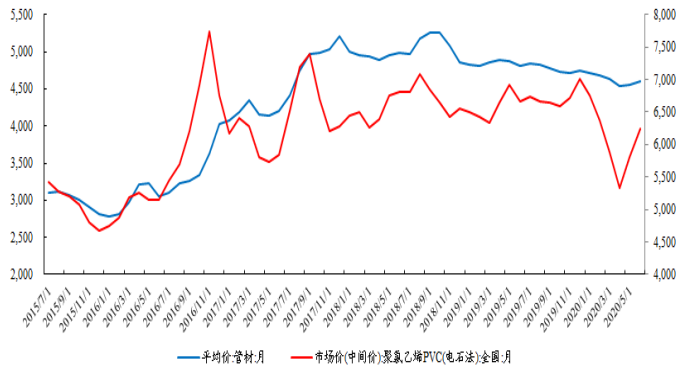
第二，化工指数前期平淡，历史上往往在后期上涨并不代表着化工行业内部不存在机会，之所以化工指数历史上成为周期行情的“终结者”，原因在于行业内子行业众多，景气周期不同步，当我们观察到化工指数整体上涨时，实际上背后是反映了不同景气周期的子行业全面上涨，这本身就是一个较为滞后的指标。**因此，从行业轮动的角度出发，在下半年基建投资具有相当确定性的前提下，我们建议以相关下游产品的价格和需求作为细分化工品价格的信号，跟踪相关的产业链，**包括管材（PVC）、涂料（钛白粉）、水泥（减水剂）、保温材料（MDI）、玻璃（纯碱）等。

图29：减水剂与水泥价格相关，滞后于水泥价格提价



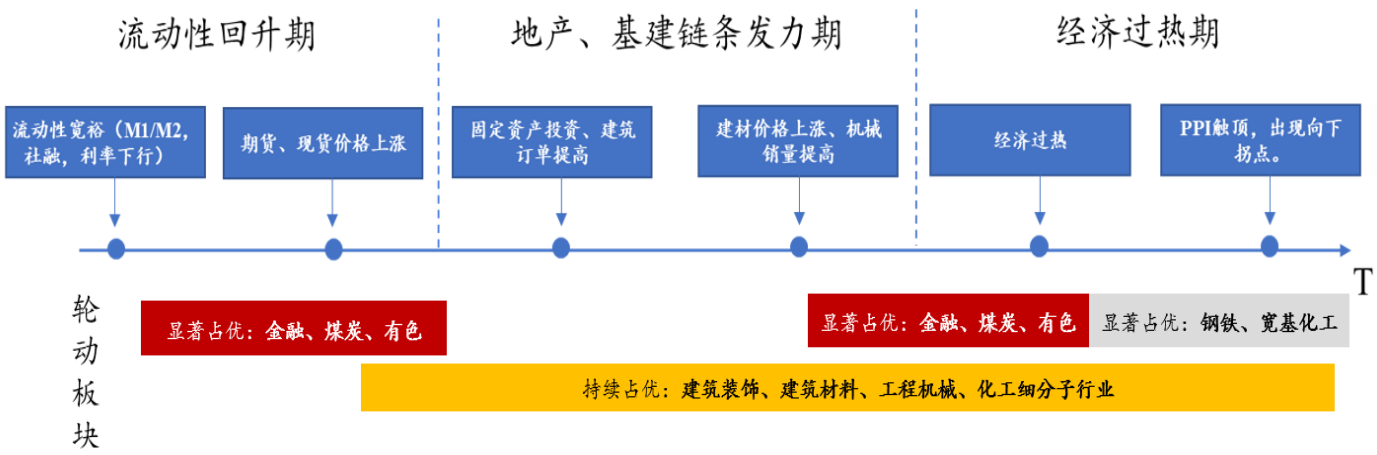
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：PVC 价格波动与管材可互相印证



数据来源：Wind、开源证券研究所

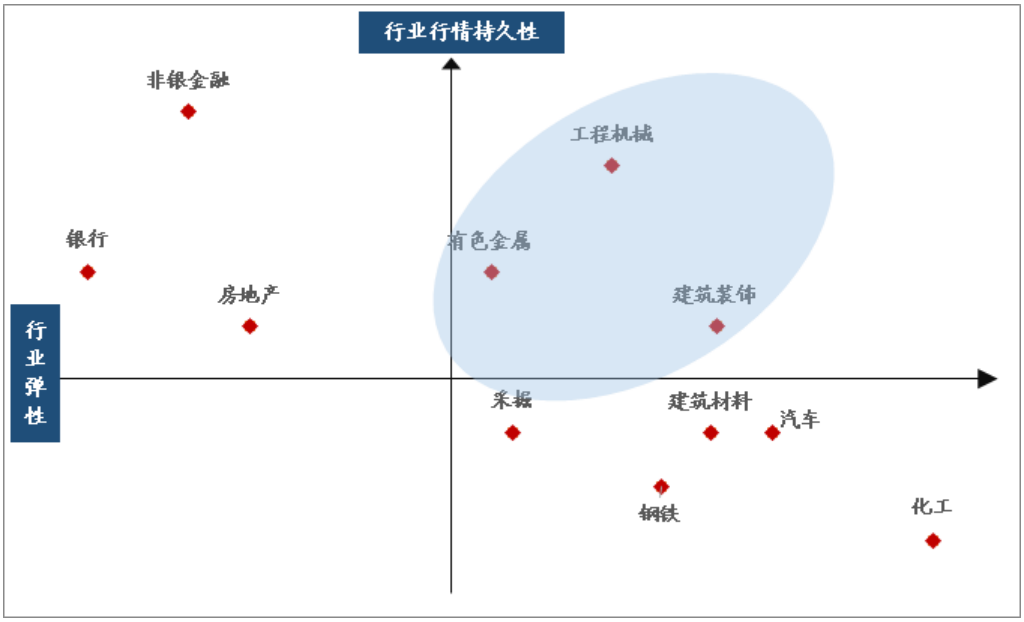
图31：行业轮动的顺序与信号



数据来源：Wind、开源证券研究所

在面临行业轮动时，我们从“弹性”和“持续性”两个维度来选择占优的行业：部分行业领涨，且股价弹性大；而另一些行业虽然不会领涨，但在整个行情中都有表现，持续性好，我们将两次复盘的实践中各行业按此划分四个象限，结果如下：

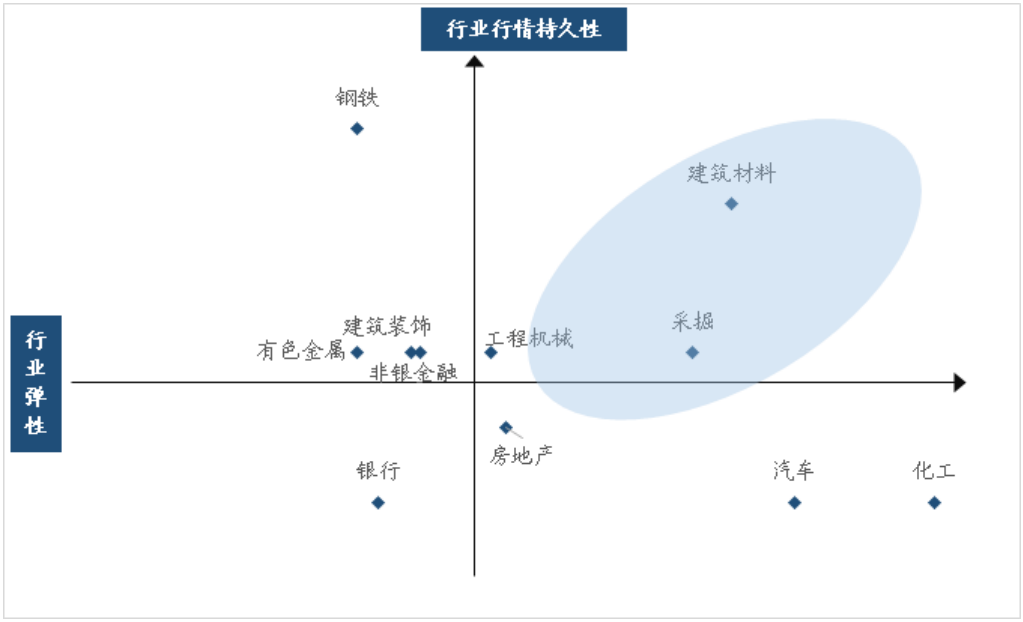
图32：2006-2007 年各行业的行情持久性与弹性



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：行业行情持久性计算方法为各个行业在整个周期占优区间内每月收益率排名前五的次数。行业弹性计算公式为[K∑XiYi-(∑Xi)(∑Yi)]／[K∑Xi^2-(∑Xi)^2]，其中 K 为周期占优的月份数，X 为各行业的月度收益率，Y 为周期风格指数（CI005918）的月度收益率。可理解为相对于整个周期行业的β。

图33：2016-2017 年各行业的行情持久性与弹性



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们发现，与上文的分析相符，工程机械是持续性好且股价弹性高的行业，建材与建筑装饰也出现在第一象限；第二和第四象限中，都无法兼得“弹性”与“持续性”，例如有色、非银、房地产、化工、煤炭、钢铁，但仍然可以作为某个阶段性的选择。

7 月伊始，市场已经对第一波向好的经济数据作出反应，风格轮动的右侧信号已经出现，而持续验证经济复苏的信号又在不远方，在提倡国内“大循环”、“财政政策更加积极有为”的背景下，我们建议投资者积极布局顺周期板块。我们推荐顺序为：第一，股价弹性与行情持续性兼备的：**建材、工程机械、建筑装饰**；第二，子行业间景气周期有轮动，建议跟踪价格布局的：**化工**；第三，“弹性”和“持久性”至少占其一的：**有色、非银、房地产、煤炭、钢铁**。

5、 风险提示

疫情反复；货币政策超预期收紧。

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，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，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