2020 年 06 月 27 日

被逃开的周期

——投资策略专题

策略研究团队

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

相关研究报告

《投资策略周报-切换开启，抢滩布局》-2020.6.21

《投资策略点评-价值重燃，抓紧切换》-2020.6.18

《投资策略专题-遗失的 800 点：上证指数低收益率之谜》-2020.6.16

● **中美复盘：两个市场均偏好“成长”，回避“周期”**

两个市场中，通常被认为是“高成长”和“稳定成长”的行业表现好于大市；强周期性的行业表现均弱于大市，能源、运输、大金融板块等行业最大下跌幅度与各行业横向比较较高，而最大反弹幅度却较低；必需消费、公用事业等防御属性板块疫情以来表现较为稳定，最大跌幅较小、最大反弹幅度在行业中为中游水平。

● **细看 A 股行业分化，疫情以来“三步走”**

年初以来，A 股主要经历了三个阶段：从 TMT→普遍下跌→食品饮料、休闲服务、家电、医药生物，如上文所述，**流动性宽松+较低的风险偏好下，“高成长”和“稳定成长”的行业强于大市是中美两个市场同时上演的情景。**我们以 2020 年 1 月 23 日为起点，每四周观察一次板块表现，尽管时点不是连续的，但至少能从 6 个截面数据图中发现三个明显特征：（1）资金抱团必选消费，表现为大市值股票的涨幅抬升（大气泡与整体同时向上位移），而规避原材料（大气泡与整体同时向下位移）；（2）行业内涨跌幅分化，TMT+计算机以及可选消费始终是分化最明显的板块，房地产和银行分化程度最小，市场前期的特征是给与成长与确定性不同层次的溢价并出现分化；（3）而对于周期板块，则是无差别定价，甚至是不定价。

● **重新识别“成长”与“周期”**

我们试图以细分行业的近 20 年财务数据为基础，分别求出以下三个统计量：g 的均值、g 的趋势（散点图拟合斜率）、g 的标准差，重新识别“成长”与“稳定”，更新目前市场可能对行业存在的“刻板印象”。

我们能够发现，“低波动”确实是疫情以来市场偏好的一个特征：（1）大多数的低波动行业估值已经达到历史高点，且涨幅超过了疫情前最高点，其中最具代表性的就是食品、酒类、餐饮旅游和医疗保健、生物科技、制药等可选消费；（2）**值得注意的是低增长、增速向下、低波动组别中，涨跌幅及估值的分化较大：其中能够归属于消费行业的细分行业，明显优于了具有接近历史财务属性的“周期属性对照组”。**

高波动（周期）行业有着较高的成长性要求。在本轮疫情中，对于部分存在周期性的行业，对于成长性的要求就十分严格：如果增速较高且确定性向上，市场仍然愿意给与定价，但一旦被认为长期趋势向下，即使高增长也很难得到认可，除非近期有明显政策预期变化。

● **经济复苏并未计入低增长板块的资产价格中**

市场未来面对的问题是，疫情后的经济修复开始充分计入到有成长性且周期波动较小的行业的资产价格中，部分有周期性但高增长行业也开始被重估。但这种预期修复却未计入增长属性不完美且具备周期性的行业中，这意味着疫情以来的市场进一步让 2019 年底已经趋于极端的成长/价值的风格达到了新的极致。

● **风险提示：**统计误差。

目 录

1、 中美：疫情后反弹的比较 3
1.1、 两个市场均偏好“成长”，回避“周期” 3
1.2、 细看 A 股行业分化，疫情以来“三步走” 5
2、 “风格”的再审视 6
2.1、 重新识别“成长”与“稳定” 6
2.2、 换种角度看行业表现 7
3、 风险提示 9

图表目录

图 1: 美股主要指数表现——纳斯达克、高新技术行业率先回到疫情前高点 3
图 2: A 股主要指数表现——创业板、稳定增长行业率先回到疫情前最高点 4
图 3: 2020.01.01-2020.01.23 板块表现 5
图 4: 2020.01.01-2020.02.21 板块表现 5
图 5: 2020.01.01-2020.03.27 板块表现 5
图 6: 2020.01.01-2020.04.24 板块表现 5
图 7: 2020.01.01-2020.05.29 板块表现 6
图 8: 2020.01.01-2020.06.24 板块表现 6
图 9: 3 个维度分类的“高成长”行业 7
图 10: 3 个维度分类的“低成长”行业 7
图 11: 8 类分组的疫情以来最大反弹幅度（行业最大反弹幅度利用流通市值加权） 7
图 12: 高增长、增速向上、高波动是唯一全部行业反弹均超过疫情前的组别 8
图 13: 高增长、增速向上、低波动组别中，医疗生物涨幅较大 8
图 14: 高增长、增速向下、高波动组别中大部分行业仍然相对疫情前下跌幅度较大（除半导体、券商、综合） 8
图 15: 高增长、增速向下、低波动组别中大部分行业已反弹超过疫情前高点（除房地产、机场） 8
图 16: 低增长、增速向上、高波动组别中，汽车零部件跌幅较大 9
图 17: 低增长、增速向上、低波动组别中大部分行业已反弹超过疫情前高点（除贵金属） 9
图 18: 低增长、增速向下、高波动组别中，发电设备、能源设备反弹不及疫情前高点 9
图 19: 低增长、增速向下、低波动组别中，行业涨跌幅分化明显 9

1、 中美：疫情后反弹的比较

疫情后 A 股、美股均经历了较大程度的下行，尤其是美股的三大股指最大跌幅均达到了 30%以上。当前时点，两个市场均已修复至接近疫情前水平，但背后的原因可能是不尽相同的，我们在半年度策略报告《“新”复苏之路》中进行过对比：为应对疫情所带来的冲击，**美国的货币政策出台快且“剂量”大，流动性是推升资产价格的重要因素；而我国的货币政策较为克制，并且目前已经进入到信用周期开启、资金“脱虚入实”的关键节点，在利率上行对估值造成压力的情况下，复苏的节奏先后将成为主线。**

1.1、 两个市场均偏好“成长”，回避“周期”

从细分行业的角度来看，**两个市场中，通常被认为是“高成长”和“稳定成长”的行业表现好于大市：**（1）标普 500 行业指数中，仅信息技术和非必需消费品最大反弹点超过疫情前最高点；（2）纳斯达克行业指数中，互联网、生物科技、计算机、工业和电信的最大反弹点超过疫情前最高点；（3）A 股中以 WIND 主题行业分类，我们发现最大反弹点超过疫情前最高点且幅度较高的行业，与美股类似——医药生物、可选消费（日用化工、酒类、餐饮旅游、零售等）、信息技术（通信设备、半导体、电脑硬件、软件等）。

强周期性的行业表现均弱于大市，能源、运输、大金融 板块等行业最大下跌幅度与各行业横向比较较高，而最大反弹幅度却较低：标普 500 金融（-14.3%）、标普 500 能源（-24.1%）、纳斯达克运输（-8.9%）、纳斯达克保险（-16%）、纳斯达克银行（-20.6%）；A 股中，金融（保险、银行、多元金融）、运输（港口、航空）、能源（煤炭、能源设备、石油天然气） 反弹幅度位列最后。

必需消费、公用事业等防御属性板块疫情以来表现较为稳定，最大跌幅较小、最大反弹幅度在行业中为中游水平。

图1：美股主要指数表现——纳斯达克、高新技术行业率先回到疫情前高点

		疫情前最高点	疫情后最低点	最大下跌幅度	最大反弹点	最大反弹幅度/疫情后最低点	最大反弹幅度/疫情前最高点
DJI.GI	道琼斯工业指数	29551	18592	-37.1%	27572	48.3%	-6.7%
IXIC.GI	纳斯达克指数	9817	6861	-30.1%	10131	47.7%	3.2%
SPX.GI	标普500	3386	2237	-33.9%	3232	44.5%	-4.5%
S5INFT.SPI	标普500信息技术	1802	1239	-31.2%	1841	48.6%	2.2%
S5COND.SPI	标普500非必需消费	1048	707	-32.5%	1066	50.7%	1.7%
S5HLTH.SPI	标普500医疗	1220	871	-28.6%	1209	38.8%	-0.9%
S5MATR.SPI	标普500材料	384	242	-37.1%	375	55.3%	-2.2%
S5TELS.SPI	标普500通信设备	193	138	-28.6%	188	36.2%	-2.8%
S5CONS.SPI	标普500必需消费	665	501	-24.7%	623	24.4%	-6.3%
S5RLST.SPI	标普500房地产	260	159	-38.9%	234	47.7%	-9.8%
S5INDU.SPI	标普500工业	718	412	-42.6%	643	55.9%	10.5%
S5UTIL.SPI	标普500公共事业	359	228	-36.6%	317	39.3%	11.6%
SPF.SPI	标普500金融	516	294	-43.1%	442	50.7%	14.3%
SPN.SPI	标普500能源	462	180	-61.1%	351	95.1%	24.1%
QNET.O	纳斯达克互联网	940	668	-28.9%	1080	61.6%	14.9%
NBI.GI	纳斯达克生物科技	3880	2962	-23.7%	4358	47.1%	12.3%
IXCO.O	纳斯达克计算机	6590	4609	-30.1%	6958	51.0%	5.6%
INDS.O	纳斯达克工业	7463	5240	-29.8%	7686	46.7%	3.0%
IXTC.O	纳斯达克电信	419	298	-28.9%	429	43.7%	2.2%
OFIN.O	纳斯达克其他金融	10084	6082	-39.7%	9670	59.0%	-4.1%
TRAN.O	纳斯达克运输	5521	3233	-41.4%	5027	55.5%	-8.9%
INSR.O	纳斯达克保险	10673	6343	-40.6%	8962	41.3%	16.0%
BANK.O	纳斯达克银行	3972	2137	-46.2%	3153	47.6%	20.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：A 股主要指数表现——创业板、稳定增长行业率先回到疫情前最高点

		年初至疫情前最高点	疫情后最低点	最大下跌幅度	最大反弹	最大反弹幅度/疫情后最低点	最大反弹幅度/疫情前最高
000016.SH	上证50	3091	2560	-17.19%	2943	15.00%	-4.8%
000300.SH	沪深300	4204	3530	-16.02%	4139	17.24%	-1.5%
399006.SZ	创业板指	1982	1796	-9.40%	2382	32.64%	20.2%
881001.WI	万得全A	4492	3923	-12.67%	4572	16.53%	1.8%
886050.WI	生物科技	12711	11010	-13.38%	19607	78.07%	54.2%
886048.WI	日用化工	3882	3314	-14.62%	5347	61.34%	37.7%
886049.WI	医疗保健	15556	14209	-8.65%	20715	45.79%	33.2%
886043.WI	酒类	27798	22649	-18.53%	34139	50.73%	22.8%
886046.WI	食品	7190	6270	-12.80%	8724	39.14%	21.3%
886060.WI	通信设备	5143	4467	-13.15%	6139	37.42%	19.4%
886063.WI	半导体	3466	2774	-19.96%	4131	48.90%	19.2%
886051.WI	制药	10751	9624	-10.48%	12740	32.38%	18.5%
886061.WI	电脑硬件	2839	2424	-14.64%	3352	38.31%	18.1%
886059.WI	软件	9391	8085	-13.91%	10990	35.93%	17.0%
886039.WI	餐饮旅游	8418	6355	-24.51%	9687	52.45%	15.1%
886042.WI	零售	3601	3120	-13.35%	4036	29.34%	12.1%
886017.WI	电工电网	4945	4418	-10.66%	5501	24.51%	11.2%
886034.WI	摩托车	2525	1943	-23.05%	2787	43.44%	10.4%
886006.WI	精细化工	23245	19943	-14.20%	25471	27.72%	9.6%
886068.WI	工程机械	5109	4189	-18.01%	5576	33.12%	9.1%
886024.WI	环保	16411	13967	-14.90%	17874	27.98%	8.9%
886045.WI	农业	4414	3443	-21.99%	4782	38.87%	8.3%
886028.WI	陆路运输	2693	2405	-10.69%	2914	21.16%	8.2%
886008.WI	建材	7161	5995	-16.28%	7726	28.87%	7.9%
886058.WI	互联网	12166	10412	-14.42%	13120	26.01%	7.8%
886040.WI	教育	1818	1533	-15.66%	1956	27.52%	7.5%
886015.WI	航天军工	6372	5484	-13.94%	6852	24.94%	7.5%
886025.WI	办公用品	6329	5303	-16.21%	6802	28.26%	7.5%
886021.WI	工业机械	4141	3604	-12.96%	4412	22.41%	6.5%
886064.WI	电信	3252	2725	-16.21%	3464	27.12%	6.5%
886054.WI	券商	9364	7902	-15.62%	9808	24.13%	4.7%
886016.WI	建筑	3905	3316	-15.09%	4058	22.39%	3.9%
886022.WI	贸易	2808	2430	-13.47%	2915	19.95%	3.8%
886062.WI	电子元器件	5765	4720	-18.12%	5930	25.65%	2.9%
886020.WI	重型机械	10899	8955	-17.84%	11199	25.06%	2.7%
886023.WI	商业服务	4250	3661	-13.87%	4332	18.34%	1.9%
886036.WI	家居用品	6225	4985	-19.92%	6324	26.87%	1.6%
886014.WI	造纸	3418	2814	-17.67%	3459	22.90%	1.2%
886007.WI	化肥农药	3651	3033	-16.92%	3692	21.70%	1.1%
886019.WI	综合类	1929	1633	-15.38%	1949	19.39%	1.0%
886067.WI	水务	4296	3723	-13.34%	4339	16.56%	1.0%
886004.WI	化工原料	4045	3565	-11.85%	4071	14.19%	0.7%
886041.WI	文化传媒	2214	1761	-20.46%	2190	24.35%	-1.1%
886044.WI	软饮料	6240	5055	-18.99%	6138	21.40%	-1.6%
886012.WI	钢铁	1854	1544	-16.76%	1803	16.79%	-2.8%
886011.WI	贵金属	39316	29383	-25.26%	38171	29.91%	-2.9%
886035.WI	家用电器	8802	6733	-23.50%	8470	25.79%	-3.8%
886013.WI	林木	1513	1187	-21.57%	1455	22.58%	-3.9%
886029.WI	机场	8993	6806	-24.32%	8598	26.33%	-4.4%
886005.WI	化纤	3263	2723	-16.55%	3086	13.35%	-5.4%
886032.WI	汽车零部件	5833	4750	-18.57%	5513	16.07%	-5.5%
886033.WI	汽车	6165	4895	-20.61%	5785	18.19%	-6.2%
886009.WI	包装	6317	5318	-15.81%	5923	11.37%	-6.2%
886038.WI	纺织服装	3049	2616	-14.19%	2848	8.87%	-6.6%
886065.WI	电力	3014	2642	-12.34%	2806	6.19%	-6.9%
886018.WI	发电设备	4378	3617	-17.37%	4056	12.14%	-7.3%
886027.WI	海运	2198	1711	-22.18%	2019	18.00%	-8.2%
886066.WI	燃气	5654	4472	-20.91%	5149	15.15%	-8.9%
886069.WI	石油化工	9778	7976	-18.43%	8872	11.24%	-9.3%
886030.WI	公路	2666	2216	-16.86%	2418	9.08%	-9.3%
886057.WI	房地产	4151	3381	-18.53%	3740	10.61%	-9.9%
886010.WI	基本金属	4638	3595	-22.48%	4092	13.80%	-11.8%
886037.WI	休闲用品	6046	4227	-30.08%	5319	25.83%	-12.0%
886055.WI	保险	6888	5199	-24.52%	6059	16.54%	-12.0%
886052.WI	银行	4932	3967	-19.57%	4294	8.24%	-12.9%
886026.WI	航空	4159	3139	-24.53%	3535	12.61%	-15.0%
886031.WI	港口	4500	3574	-20.56%	3824	6.98%	-15.0%
886003.WI	煤炭	4034	3166	-21.51%	3405	7.53%	-15.6%
886053.WI	多元金融	6447	4896	-24.06%	5319	8.64%	-17.5%
886002.WI	石油天然气	2138	1596	-25.38%	1653	3.57%	-22.7%
886001.WI	能源设备	8221	5288	-35.67%	5907	11.70%	-28.1%

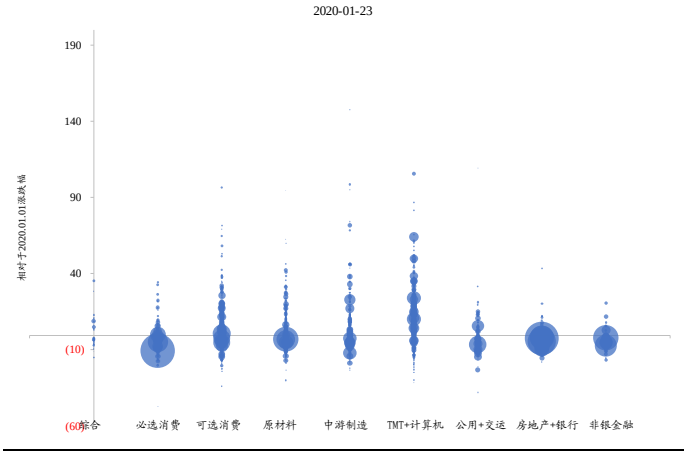
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 细看 A 股行业分化，疫情以来“三步走”

年初以来，A 股主要经历了三个阶段：从 TMT→普遍下跌→食品饮料、休闲服务、家电、医药生物，背后反映的是对于疫情的认知从类似于 2003 年的非典到西班牙大流感，对经济的认知从 2003 年的 V 型反弹到 2008 年的金融危机，最后再从恐慌中走出，如上文所述，**流动性宽松+较低的风险偏好下，“高成长”和“稳定成长”的行业强于大市是过去一段时间中，中美两个市场同时上演的情景。**

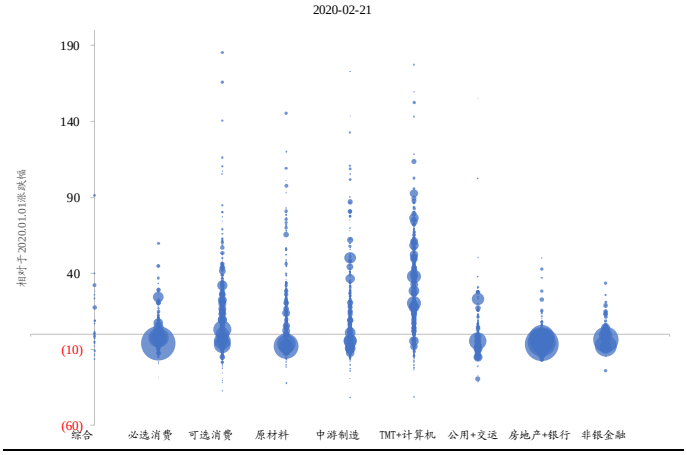
我们更加细致地去观察“三步走”的过程，以 2020 年 1 月 23 日为起点，每四周观察一次板块表现，下图中呈现了这种变化：**纵坐标为该时点相对于 2020 年 1 月 1 日的累计涨跌幅，气泡为每一只个股，大小为其从 2020 年 1 月 1 日至今的平均自由流通市值。**尽管时点不是连续的，但我们至少能从 6 个截面数据图中发现三个明显趋势：（1）**资金抱团必选消费**，表现为大市值股票的涨幅抬升（大气泡与整体同时向上位移），而规避原材料（大气泡与整体同时向下位移）；（2）行业内涨跌幅分化，**TMT+计算机以及可选消费始终是分化最明显的板块，房地产和银行分化程度最小，市场前期的特征是给与成长与确定性不同层次的溢价并出现分化**；（3）而对于周期板块，则是无差别定价，甚至是不定价。

图3：2020.01.01-2020.01.23 板块表现



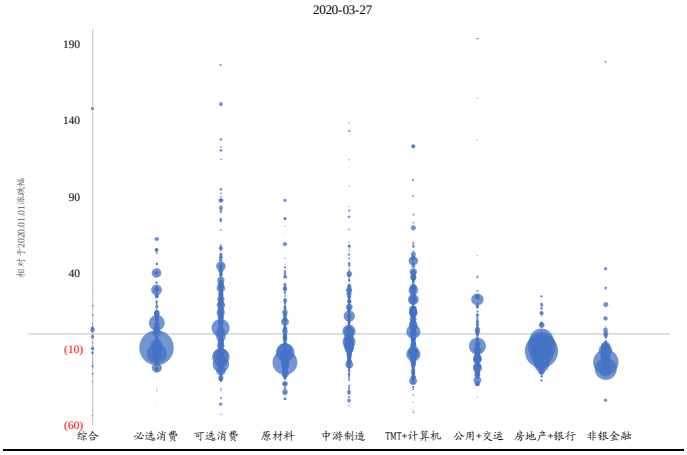
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020.01.01-2020.02.21 板块表现



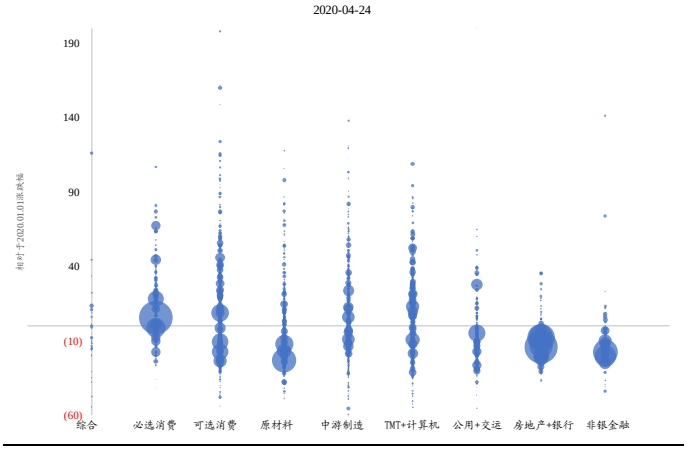
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020.01.01-2020.03.27 板块表现



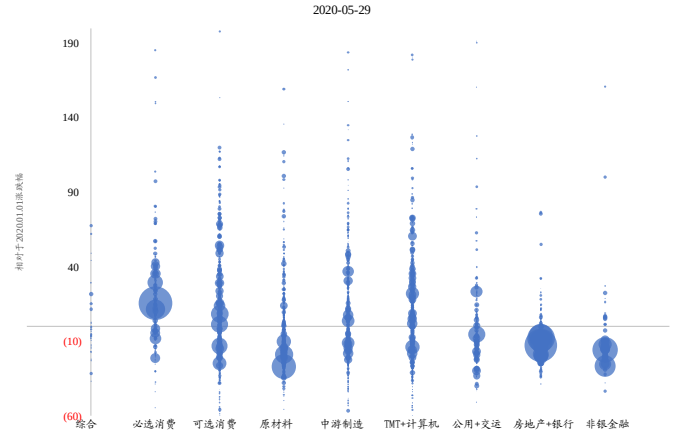
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020.01.01-2020.04.24 板块表现



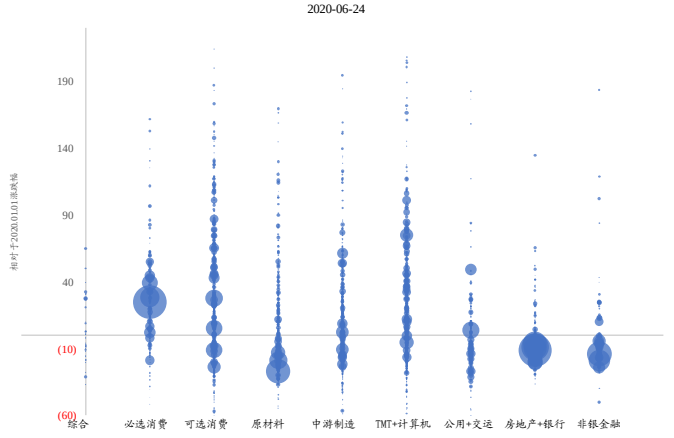
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020.01.01-2020.05.29 板块表现



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020.01.01-2020.06.24 板块表现



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上 6 幅图中，必选消费包含：农林牧渔、食品饮料；可选消费包含：家用电器、纺织服装、轻工制造、医药生物、商业贸易、休闲服务、汽车；原材料包含：采掘、化工、钢铁、有色金属；中游制造包含：建筑装饰、建筑建材、电气设备、国防军工、机械设备；TMT+计算机包含：电子、传媒、通信、计算机。以上分类因作图需要尽管稍显粗糙，但能够帮助我们看到大致的趋势。

2、 “风格”的再审视

2.1、 重新识别“成长”与“稳定”

我们在 6 月 9 日的报告《走向价值：势能与切换》中提到，“风格”一次在投资者的认知中有不同的理解，比如周期与成长和消费，或者大小市值，抑或高估值低估值等。为了能够对“风格”进行讨论，对什么是“成长”，什么是“稳定成长”，什么是“价值”进行严谨的定义是有必要的，因此我们在报告中提出从个股层面进行因子得分划分，典型的代表是国证成长指数和国证价值指数。但在实际的交流中，我们能够发现以行业属性来进行讨论、从行业层面探讨配置方法依然是一种主流，因此，我们试图重新以细分行业的近 20 年财务数据为基础，再次识别“成长”与“稳定”，更新目前市场可能对行业存在的“刻板印象”，而“价值”的定义与国证价值指数的价值因子含义相同，指的是估值较低，具备安全边际的行业。

具体的做法是：我们针对 Wind 的 67 个主题行业，**取 2000 年-2009 年的年报归母净利润同比增速（g），取 2010 年-2020 年以来的年报、半年报、季报归母净利润同比增速（g，当年累计），共 51 个样本点，分别求出以下三个统计量：g 的均值、g 的趋势（散点图拟合斜率）、g 的标准差。**其中，为了避免特异性，我们对均值和标准差均采用去除头尾 2 个样本点的做法；同时，由于行业的利润增速将随生命周期发生变化，为了避免过度地“平滑”了这种变化，更好地体现行业当前所处阶段的成长性，在计算均值时我们用最近 5 年（21 个样本点）来计算。利用这三个统计量，我们就可以更加细致地把行业分为 8 类。分类结果如下：

这种分类大部分是符合我们通常认知的，但有一些与常识“相悖”的可能是房地产行业属于高增长、建筑行业属于低波动、制药行业属于低增长，这三个“反直觉”其实都可以有相应的解释：房地产在 2016 年以来行业集中度提升较快，上市公司作为行业龙头，布局全国，占据更多之前由地方性房企主导的市场，因此增长更快；建筑行业虽然为订单驱动型，本应该有较强的周期性，但行业龙头显著，“中字头”建筑公司财务报表稳健平滑了波动；制药行业中，我们通常认为是成长性的其实是“创

新药”企业，但整个行业中，“仿制药”的占比更高，因此也拉低整个指数的增长。

图9：3 个维度分类的“高成长”行业

高增长、增速向上、高波动			高增长、增速向下、高波动		
工程机械	农业	建材	航空	钢铁	综合类
重型机械	化肥农药	摩托车	基本金属	半导体	林木
造纸	电脑硬件	海运	化纤	券商	多元金融
煤炭			石油化工	化工原料	休闲用品
高增长、增速向上、低波动			高增长、增速向下、低波动		
保险	家用电器	医疗保健	餐饮旅游	精细化工	贸易
生物科技			酒类	房地产	
			家居用品	机场	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：3 个维度分类的“低成长”行业

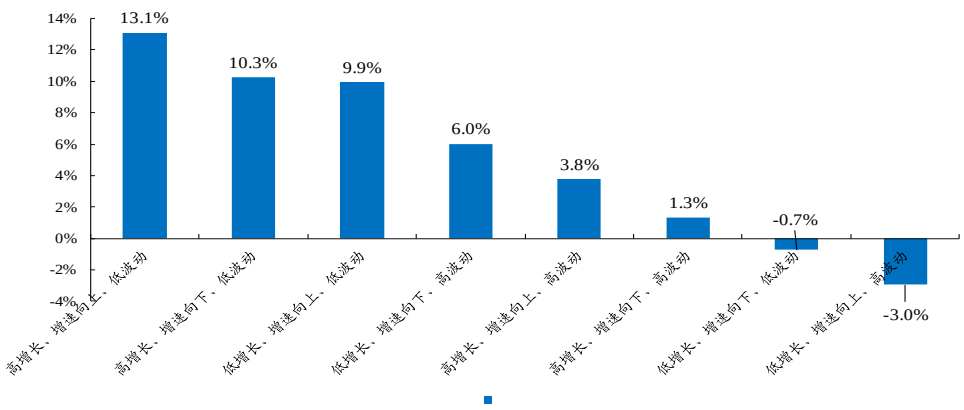
低增长、增速向上、高波动			低增长、增速向下、高波动		
电信	办公用品	汽车零部件	电子元器件	环保	通信设备
			互联网	教育	能源设备
			日用化工	发电设备	
低增长、增速向上、低波动			低增长、增速向下、低波动		
建筑	商业服务	贵金属	食品	港口	工业机械
软件			公路	包装	燃气
			制药	电工电网	软饮料
			零售	陆路运输	纺织服装
			航天军工	银行	汽车
			水务	电力	文化传媒
					石油天然气

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 换种角度看行业表现

我们可以通过上述的 8 类分组更细致地来观察行业间不同的表现，如下图所示，高增长、低波动的行业在疫情以来反弹幅度最大。

图11：8 类分组的疫情以来最大反弹幅度（行业最大反弹幅度利用流通市值加权）



数据来源：Wind、开源证券研究所

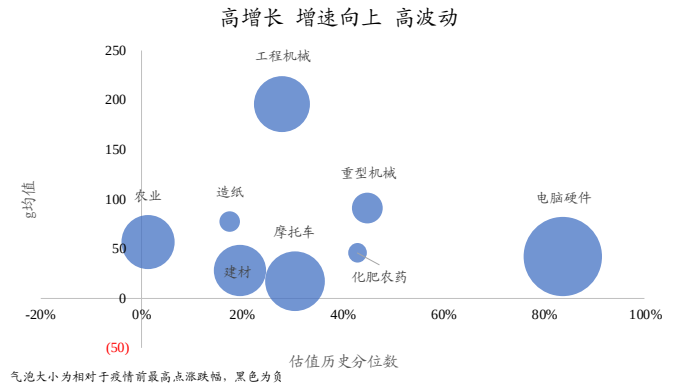
我们能够发现，“低波动”确实是疫情以来市场偏好的一个特征，我们可以认为

是在回避“周期”：（1）大多数的低波动行业估值已经达到历史高点（下列图表中右侧为低波动），且涨幅超过了疫情前最高点，其中最具代表性的就是食品、酒类、餐饮旅游和医疗保健、生物科技、制药等可选消费；（2）**值得注意的是低增长、增速向下、低波动组别中，涨跌幅及估值的分化较大，**比较凑巧的是，其中的制药和零售、食品，均被认为是消费行业，而银行、港口、石油天然气等又具有明显的周期性。我们无法在本篇报告中断言：是消费与周期存在某种程度的认知歧视，我们未来需要进一步求证是否是因为行业和权重个股导致了这一分歧。

在本轮疫情中，对于部分存在周期性的行业，对于成长性的要求就十分严格：如果增速较高且确定性向上，市场仍然愿意给与定价，但一旦被认为长期趋势向下，即使高增长也很难得到认可，除非近期有明显政策预期变化：（1）高增长、增速向上、高波动行业，反弹均超过疫情前，且估值水平仍在 50%分位数以下（除电脑硬件）；（2）高增长、增速向下、高波动组别中大部分行业仍然相对疫情前下跌幅度较大（除半导体、券商、综合）。

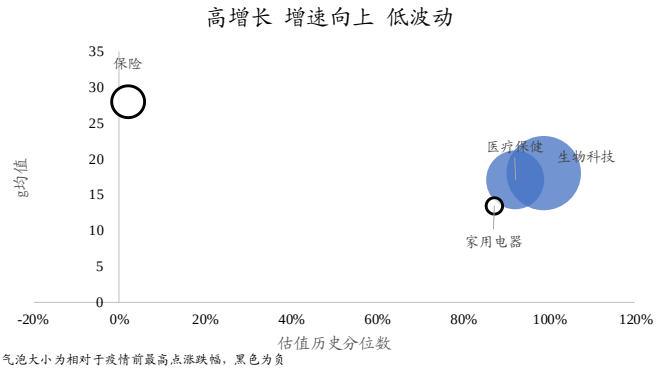
市场未来面对的问题是，疫情后的经济修复开始充分计入到有成长性且周期波动较小的行业的资产价格中。但这种预期修复却未计入增长属性不完美且具备周期性的行业中，这意味着疫情以来的市场进一步让 2019 年底已经趋于极端的成长/价值的风格达到了新的极致。

图12：高增长、增速向上、高波动是唯一全部行业反弹均超过疫情前的组别



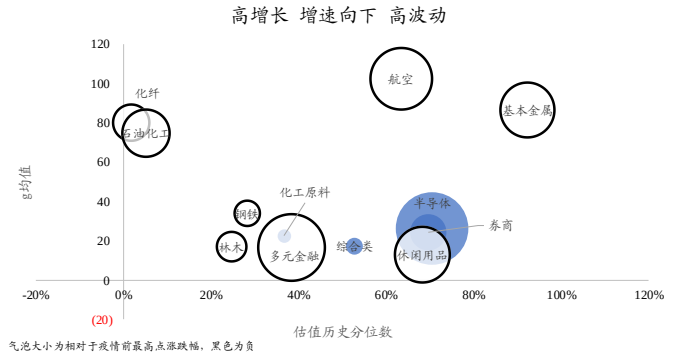
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：高增长、增速向上、低波动组别中，医疗生物涨幅较大



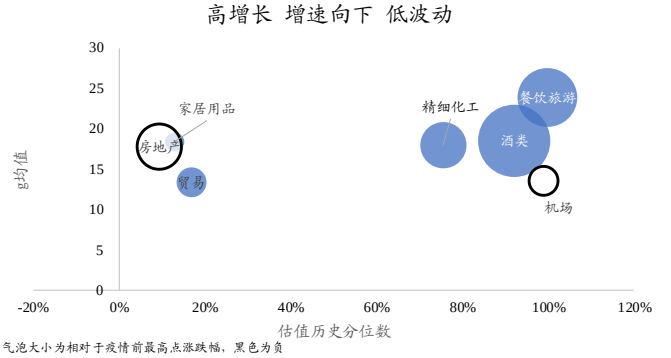
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：高增长、增速向下、高波动组别中大部分行业仍然相对疫情前下跌幅度较大（除半导体、券商、综合）



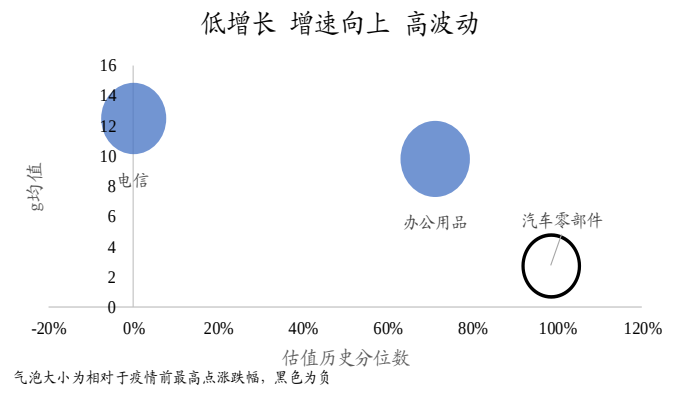
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：高增长、增速向下、低波动组别中大部分行业已反弹超过疫情前高点（除房地产、机场）



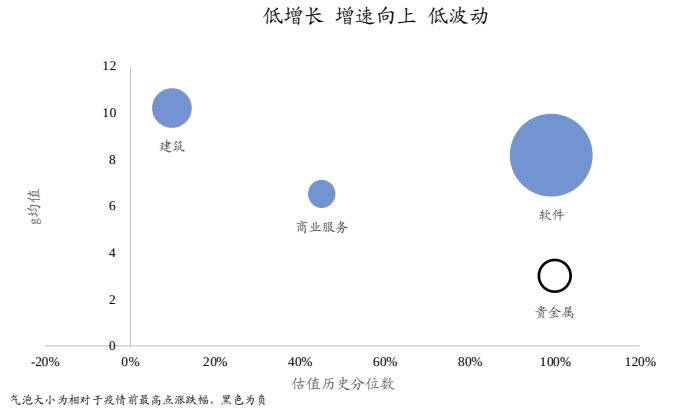
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：低增长、增速向上、高波动组别中，汽车零部件跌幅较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

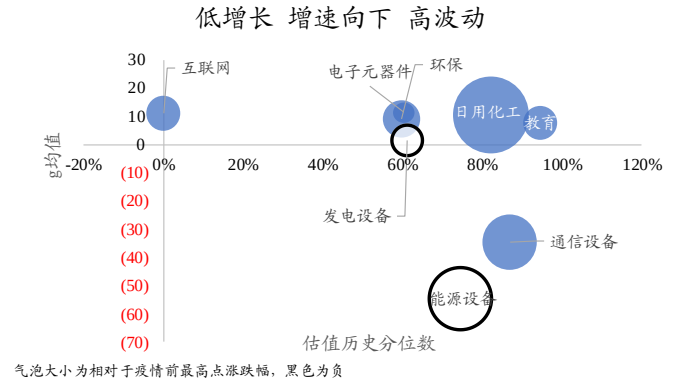
图17：低增长、增速向上、低波动组别中大部分行业已反弹超过疫情前高点（除贵金属）



数据来源：Wind、开源证券研究所

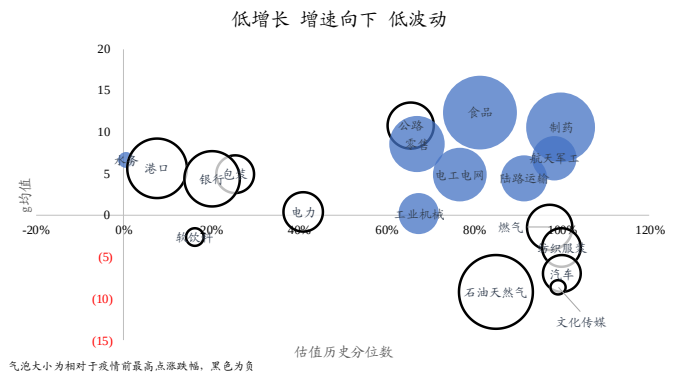
注：电信 PE(TTM)为负，故此处显示为 0

图18：低增长、增速向下、高波动组别中，发电设备、能源设备反弹不及疫情前高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：低增长、增速向下、低波动组别中，行业涨跌幅分化明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：互联网 PE（TTM）为负，故此处显示为 0

3、 风险提示

统计误差。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为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。

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