

2025 年 A 股中期投资展望：A 股已站在中长期慢牛的起点

2025 年 6 月 13 日

半年度策略

专题报告

分析师

林阳 电话：021-65465572 邮箱：liny@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480524080001

主要观点：

A 股熊长牛短的原因。首先，A 股自 2010 年之后，ROE 呈现趋势性下行走势，以盈利驱动提供指数上行的动力不足。其次，A 股历史分红比例逐年下行，对投资者直接分红回报不高，导致长期投资者只能依靠某些高分红行业获取较高分红回报，整体分红回报偏低。再次，估值波动性大，牛市估值泡沫较大，容易形成短期脉冲性行情，长期较难维持较高的估值水平。第四，历史上注重融资，2015 年起融资金额超过万亿，融资数量的快速增长消耗市场资金，且存在公司质量良莠不齐的情况，造成整体回报率降低。最后，随着中国经济转型，从投资向高端制造转型的过程中，以房地产为代表的投资产业链出现明显下行，以半导体、高端制造等行业代表的现金生产力出现明显上行，结构性转型阶段对市场整体产生了此消彼长的效应。

A 股已站在中长期慢牛的起点：1) 全球化与逆全球化的矛盾，逆转不了中国全球化的布局，未来重塑的是全球贸易利益新格局，在经历贸易战之后，中国海外布局必将加快进程。2) 中国制造业作为全球产业链的核心，凭借其规模、供应链完整性、创新能力和成本效率，长期占据竞争优势地位。2011 年起，中国制造业增加值超越美国成为全球最大的制造业大国，凸显其不可替代性。3) 中国军事实力提升，是中国全球化进程的战略保障，有利于一路一带布局和企业整体性出海的战略自信，随着中国军事力量逐步具备全球投射能力，全球对中国资产信心度提升将会起到促进作用。4) 中国股市资产质量逐步优化，IPO 发行从注重融资数量的增量思维向提高存量思维转变，2024 年开始 IPO 融资规模大幅降低，同时，并购重组日益受到管理层重视，连续出台鼓励并购重组政策，加快退市常态化，提升优质资产证券化率，鼓励国企央企提升资产证券化率。5) 制度建设日益完善，市场监管和稳定机制日益成熟。上市公司重大违法违规查处机制日益完善，2022 年起上市公司案例调查数量明显增加，处罚力度显著增加，投资者保护机制逐步完善，上市公司违法违规成本显著提升，资本市场综合治理水平显著提升。管理层对市场调控力度显著增强，以中央汇金公司为代表的国家队，不断增强稳定股市，对指数调控能力日益提升，有力地维护了市场的稳定，尤其在中美关税激烈博弈期间，有效地稳定了市场指数，对国家的金融安全起到了定海神针的作用。6) 低利率时代股权配置需求增长。居民资产的股票配置比例仍较低，在利率持续下行趋势下，大量银行存款急需寻找高收益资产，股票市场吸引力将会进一步上升。随着去年 4 季度以来股票市场回暖，股票型基金发行保持较高的发行规模，同比去年同期有明显改观。随着指数出现稳步上行的走势，股票市场的赚钱效应逐步显现，未来无论是直接购买股票，还是购买基金，居民储蓄向股票市场配置的意愿将会逐步增强。7) 经济复苏的节奏将会温和且漫长。这一轮经济周期本质是新旧动能转换，地产基建等投资周期下行出清叠加新质生产力上行周期，经济呈现出此消彼长态势，由于基数原因，短期旧周期下行压力仍在，新周期虽然增速快但体量仍不足以带动经济全面且强劲复苏，同时，出口受到中美关税战影响，经济复苏时间将会被拉长，复苏幅度也将会更加温和，对应股票市场映射基本面的走势也更容易以慢牛的形式展开。

3400 点是一轮中长期慢牛的起点。从全球视野来看，中国资产重估使得 A 股具备越来越多吸引力，从国内政策环境、利率环境以及制度建设来看，A 股资产质量和估值环境都有显著改善，从经济自身周期来看，目前已经到了一轮下行周期的末期，从时间点来看，7-8 月是半年报披露期，同时也是关税谈判的 90 天节点，2 季度业绩低于预期则有可能政策端再次发力，3 季度有望成为行情的转折点。我们的观点是，3400 点是前期的区间震荡的重要压力位，从中期角度来看，有可能是一轮中长期慢牛的起点。

市场风格：市场中小盘占优风格有望延续。从不同信用周期分布可以看出，目前市场处于宽信用宽货币阶段，以中小盘和成长为代表的个股明显占优。从今年货币与信用走向来看，目前仍隐含 20 个 BP 的降息空间，从信贷数据来看，全年维持 2024 年水平可能性较大，信用不存在紧缩可能。因此，从风格来看，中小盘和成长占优的大趋势不会改变。从中信风格指数也可以看到，除了消费以外，成长、周期与稳定分位数基本相当，金融分位数最高，显示市场风格相对集中，除了基本面较差的消费之外，市场对风格的整体定位并未有较大的区分度，在目前成交量相对稳定的市场环境下，风格差异在大小盘的区分度要大于风格区分度。

行业对比：电子、计算机和家电较优。在行业选择上，我们更看重收入增速，在目前经济环境下，利润端受到的影响较大，收入端的增长更能代表行业真实增长速度，而 ROE 是行业盈利能力的代表。从收入端来看，电子和计算机领跑其他行业，考虑 ROE 因素，家电行业兼具行业增长与盈利水平，是较优选择。食品饮料由于行业增速下滑，即使拥有较高的 ROE，未来增长前景不容乐观。从行业选择上，电子、计算机、家电是较好选择。

下半年投资策略：下半年维度来看，市场进入中期慢牛的可能性较大，从风格配置的角度来看，我们倾向于，短期从中小盘和成长类个股入手，从行业配置角度，代表高端制造的电子、计算机和代表高品质产品的家电行业是首选。从行业发展和题材热点角度，看好人工智能、机器人、可控核聚变、智能驾驶为代表的产业前沿题材，这类题材大多都是从 0 到 1 阶段，市场想象空间大，产业格局尚未形成，涉及公司多，是市场比较容易得到共识的赛道。消费领域的新消费值得重视，随着新生代消费偏好逐步成为主流，市场需求结构发生重大变化，传统需求逐步萎缩，新生代需求快速增长，以 IP 经济、宠物经济、悦己医美美妆、潮玩等为代表的新生代需求展现出较为广阔的发展空间。红利资产是稀缺资源，在利率下行背景下，提供稳定红利板块具有一定的稀缺性，以银行、电力、运营商、交运、公用事业为代表的红利板块是稳健投资者的压舱石，具有长期稳定的发展趋势，尤其是机构投资者提高入市比例，对红利板块的需求空间仍然巨大。供给侧收缩的周期板块，有望改善行业供需，从周期性行业资本开支趋势来看，今明两年产能去化相对彻底，价格跌到成本线甚至以下，导致产能被动收缩，全球产能去化明显的细分行业价格出现大幅上涨，重点关注化工、有色等领域涨价概念。

风险提示：基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

目 录

1. A股已站在中长期慢牛的起点.....	5
1.1 回顾历史，A股缺乏中长期牛市行情.....	5
1.2 缺乏长期牛市的原因.....	6
1.3 中国全球化的布局不可逆转.....	8
1.4 中国产业链优势明显.....	9
1.5 中国军事实力提升带来的国际地位提升.....	9
1.6 中国股市资产质量逐步优化.....	10
1.7 制度建设日益完善，市场监管和稳定机制日益成熟.....	11
1.8 低利率时代股权配置需求增长.....	12
1.9 经济复苏的节奏将会温和且漫长.....	13
1.10 3400点可能是一轮中长期慢牛的起点.....	18
2. 市场风格.....	18
2.1 市场中小盘占优风格有望延续.....	18
2.2 行业对比.....	20
3. 下半年投资策略.....	20
4. 风险提示.....	21

插图目录

图 1： 上证指数历史走势图.....	5
图 2： 美、日、德股票指数走势图.....	5
图 3： A股 ROE 趋势图（%）.....	6
图 4： A股分红比例趋势（%）.....	6
图 5： A股 PE 趋势图.....	7
图 6： A股融资金额.....	7
图 7： 行业流通市值对比.....	8
图 8： 中国商品出口金额占世界总量比重.....	8
图 9： 中国制造业增加值占比对比图.....	9
图 10： 中国军事力量提升.....	9
图 11： A股 IPO 规模.....	10
图 12： A股上市公司并购事件数据.....	10
图 13： A股上市公司立案调查数量.....	11
图 14： 中央汇金公司增持市值与市场表现.....	11
图 15： 利率趋势图.....	12
图 16： 居民存款与 A股市值比例.....	12
图 17： 股票型基金发行份额.....	13
图 18： 中国主要行业 GDP 增加值对比.....	13
图 19： 中国主要产业附加值增速.....	14

图 20：社融存量同比和贷款余额同比	14
图 21：制造业 PMI 新订单指数	15
图 22：房地产销售面积同比	15
图 23：规模以上工业企业产成品库存期末同比	15
图 24：规模以上工业企业营业利润累计同比增速	16
图 25：CPI 与 PPI 走势	16
图 26：A 股 ROE 与净利润趋势图（%）	17
图 27：A 股总资产周转率、净利润率和权益乘数	17
图 28：申万 A 指与货币周期	18
图 29：中信风格指数估值与分位（2025.6.11）	19
图 30：行业收入增速与 ROE（2025.6.11）	20

表格目录

表 1：货币周期风格对比（收益率 1990-2025）	19
表 2：国证风格指数估值（2025.6.11）	19

1. A 股已经站在中长期慢牛的起点

1.1 回顾历史，A 股缺乏中长期牛市行情

回顾中国股市历史，我们发现，严格意义上的牛市行情只有两次，一次是始于 2006 年 1 季度结束于 2007 年 3 季度的历史最大一轮牛市，指数从 998 点上涨到 6124 点，时间跨度一年半，上涨幅度达到 6 倍；另一次是始于 2014 年 3 季度结束于 2015 年 2 季度，指数从 2000 点上涨到 5178，时间跨度一年，上涨幅度达到 1.5 倍。除此之外，A 股大部分时间基本运行在 2500-3500 点之间，最近十年始终难以突破 3600 点的区间上轨，也没有跌破 2500 点的区间下轨。

A 股牛市行情特点是上涨时间短、涨速快、涨幅大，同时，下跌也呈现出时间短、跌速快、跌幅大。从中期维度看，呈现出阶段性脉冲行情的特点。

图1：上证指数历史走势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

反观全球其他主要经济体股票指数大多走出了长期上涨的趋势性行情，尤其 2008 年之后，美国股市走出了长期上涨行情，从 7000 点上涨到 45000 点，时间跨度达到 16 年，行情无论从上涨时间还是涨幅空间都明显优于中国股市，呈现出中长期慢牛走势。

图2：美、日、德股票指数走势图

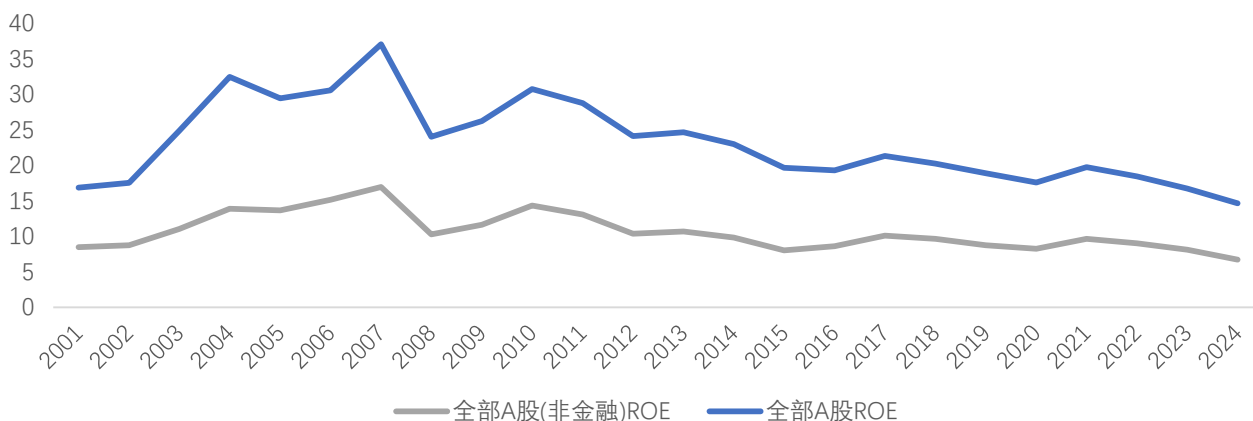


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.2 缺乏长期牛市的原因

A 股自 2010 年之后，ROE 呈现趋势性下行走势，以盈利驱动提供指数上行的动力不足。

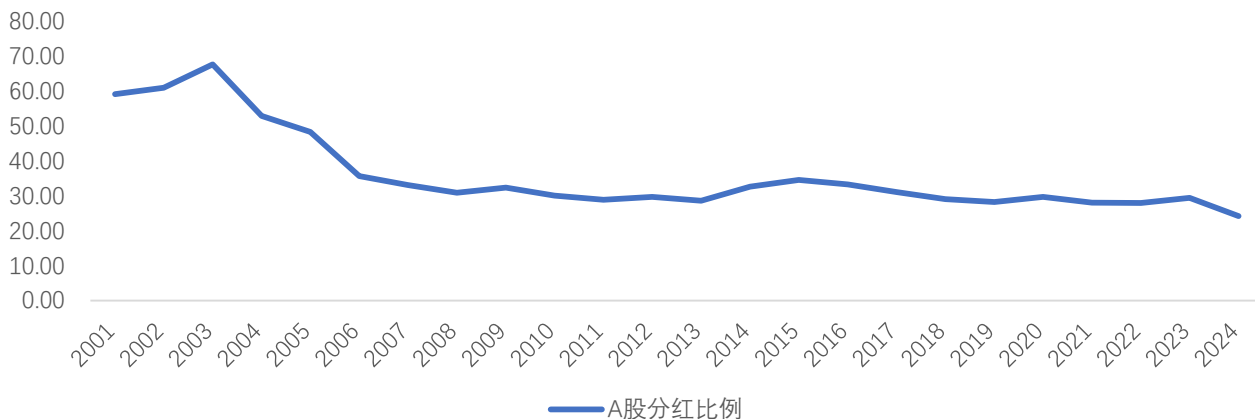
图3：A 股 ROE 趋势图（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

A 股历史分红比例逐年下行，对投资者直接分红回报不高，导致长期投资者只能依靠某些高分红行业获取较高分红回报，整体分红回报偏低。

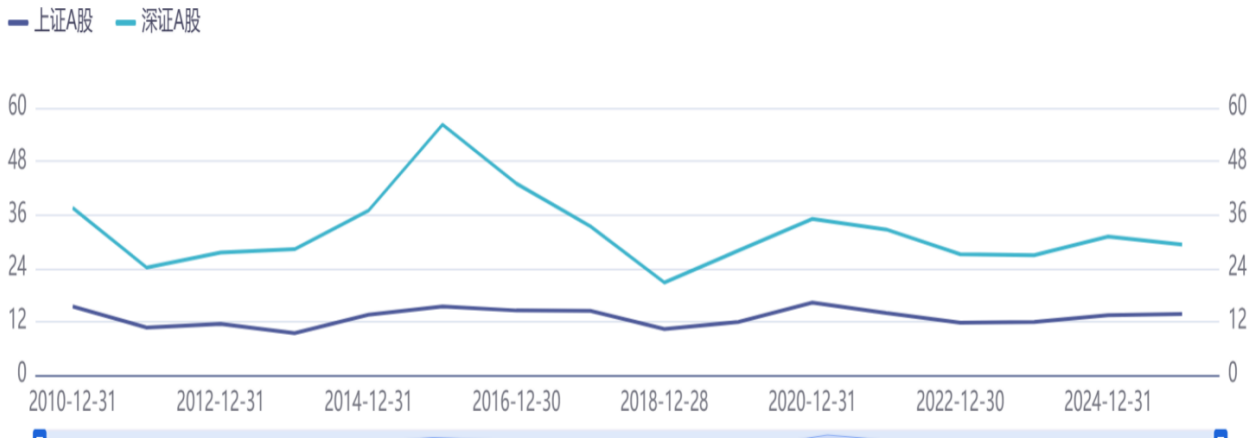
图4：A 股分红比例趋势（%）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

估值波动性大，牛市估值泡沫较大，容易形成短期脉冲性行情，长期较难维持较高的估值水平。

图5：A 股 PE 趋势图

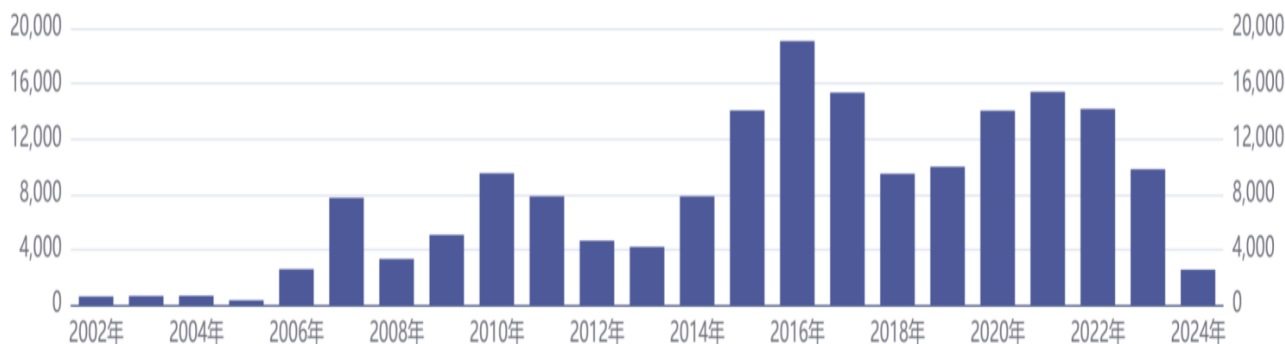


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

历史上注重融资，2015 年起融资金额超过万亿，融资数量的快速增长消耗市场资金，且存在公司质量良莠不齐的情况，造成整体回报率降低。

图6：A 股融资金额

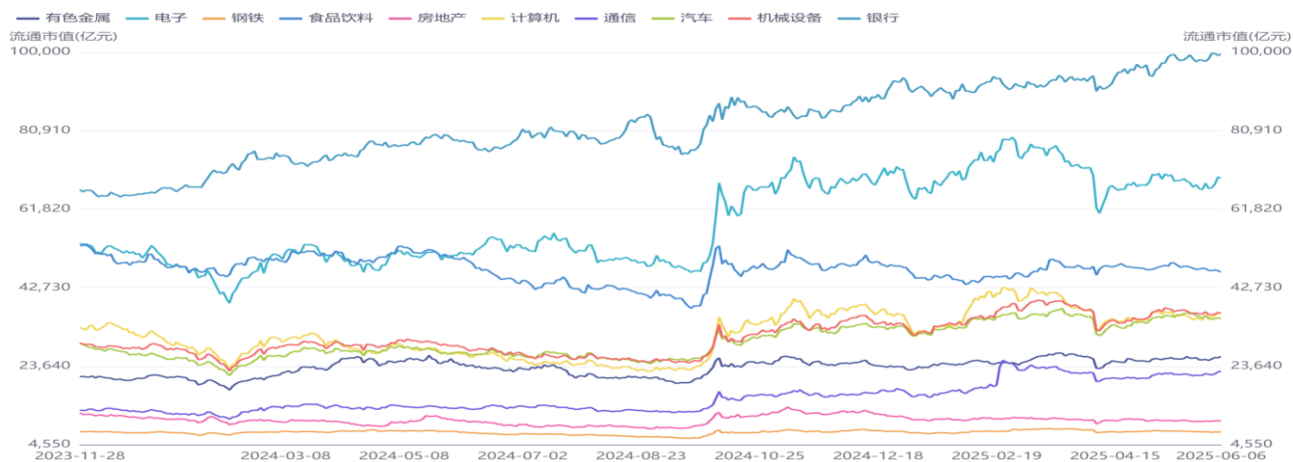
■ 融资金额(亿元) -- 募资总额



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

随着中国经济转型，从投资向高端制造转型的过程中，以房地产为代表的投资产业链出现明显下行，以半导体、高端制造等行业代表的现金生产力出现明显上行，结构性转型阶段对市场整体产生了此消彼长的效应。

图7：行业流通市值对比



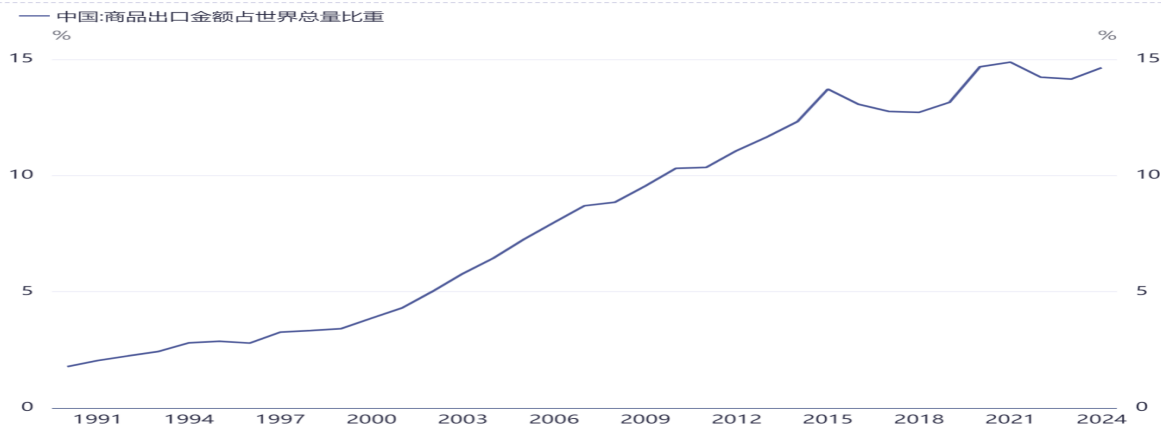
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.3 中国全球化的布局不可逆转

中国股票市场在目前时点面临重要的重估时点。全球化与逆全球化的矛盾，逆转不了中国全球化的布局，中美贸易冲突使得全球贸易重回高关税时代是不现实的，也不能实现。中美贸易争端，归根结底是中美科技和制造业的竞争，在新的全球竞争格局之下，中国在先进制造业对美国形成实质性竞争是根源，中美重新分工需要一个博弈的过程，短期全球化进程遭受较大的波折，但完全逆全球化在现实世界中不可逆也不可行，未来重塑的是全球贸易利益新格局，在经历贸易战之后，中国海外布局必将加快进程。

图8：中国商品出口金额占世界总量比重

中国:商品出口金额占世界总量比重

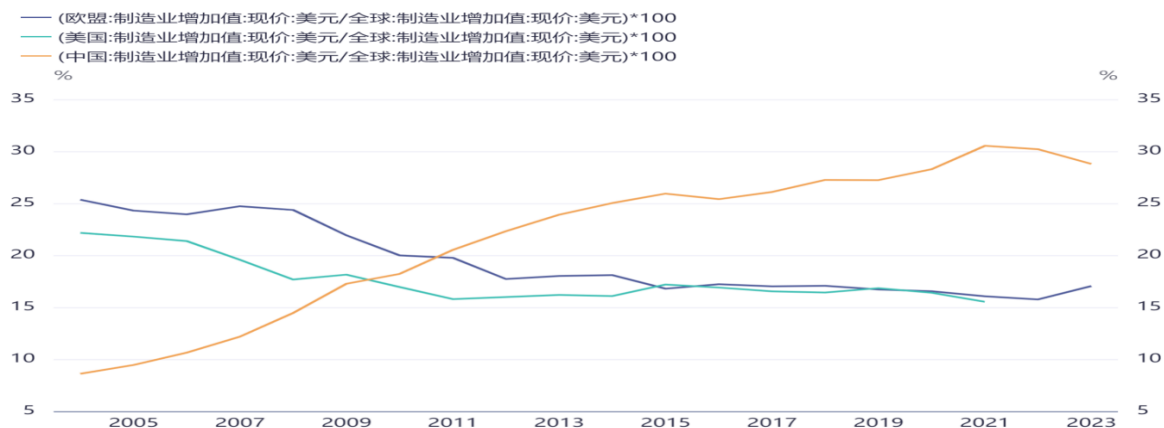


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.4 中国产业链优势明显

中国制造业作为全球产业链的核心，凭借其规模、供应链完整性、创新能力和成本效率，长期占据竞争优势地位。2011 年起，中国制造业增加值超越美国成为全球最大的制造业大国，凸显其不可替代性。

图9：中国制造业增加值占比对比图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

中国拥有全球最完备的产业链生态系统，我国拥有 41 个工业大类、207 个工业中类、666 个工业小类，是世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。

1.5 中国军事实力提升带来的国际地位提升

近年来，中国军事实力的显著提升对国际地位的提高产生了深远影响，这种现代化的军事力量展示，让世界看到了中国军事建设的成果，提升了中国在国际事务的话语权，进一步强化了国防产业链的竞争力。

中国军事实力提升，是中国全球化进程的战略保障，有利于一路一带布局和企业整体性出海的战略自信，随着中国军事力量逐步具备全球投射能力，全球对中国资产信心度提升将会起到促进作用。

图10：中国军事力量提升

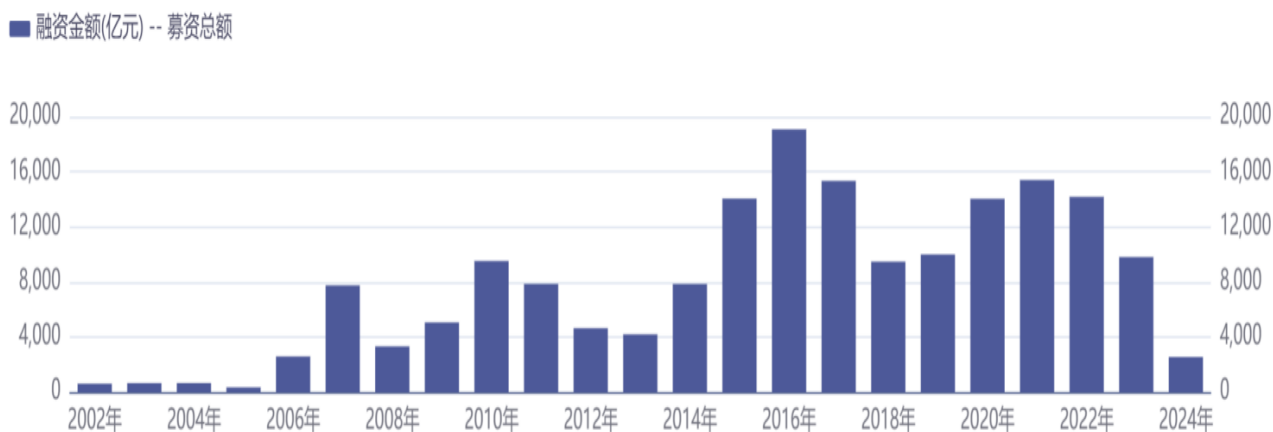


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.6 中国股市资产质量逐步优化

同时，IPO 发行也从注重融资数量的增量思维向提高存量思维转变，2024 年开始 IPO 融资规模大幅降低，同时，并购重组日益受到管理层重视，连续出台鼓励并购重组政策，加快退市常态化，提升优质资产证券化率，鼓励国企央企提升资产证券化率。

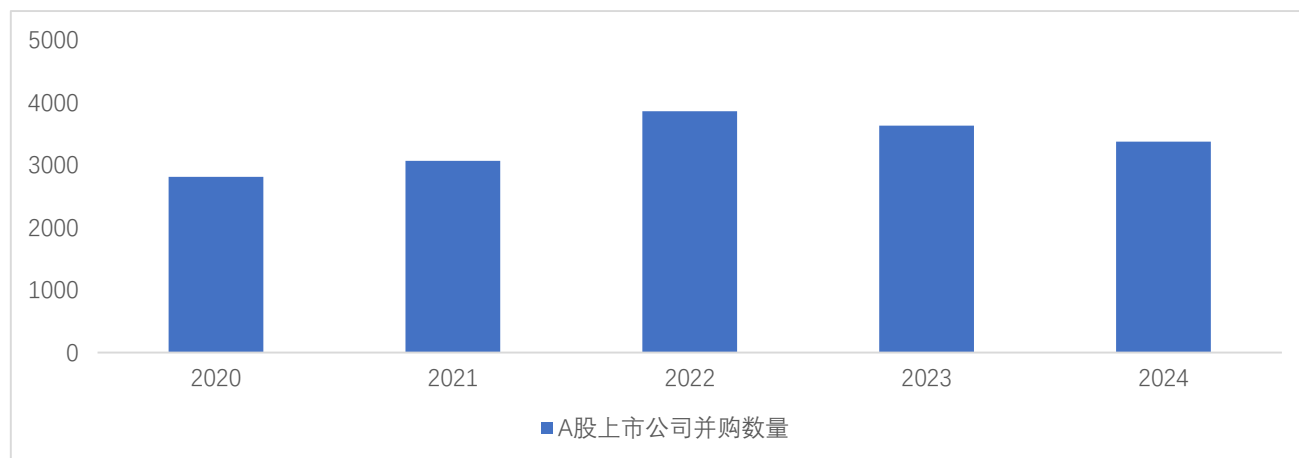
图11：A 股 IPO 规模



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

随着经济结构由传统以投资为主向高端制造和服务业转变，中国股市内在资产结构和质量不断提升，尤其是高科技和新兴产业政策不断催化，针对科创板等科技板块扶植力度明显增大，中国资产的质量正在逐步优化，高科技含量不断提升。

图12：A 股上市公司并购事件数据



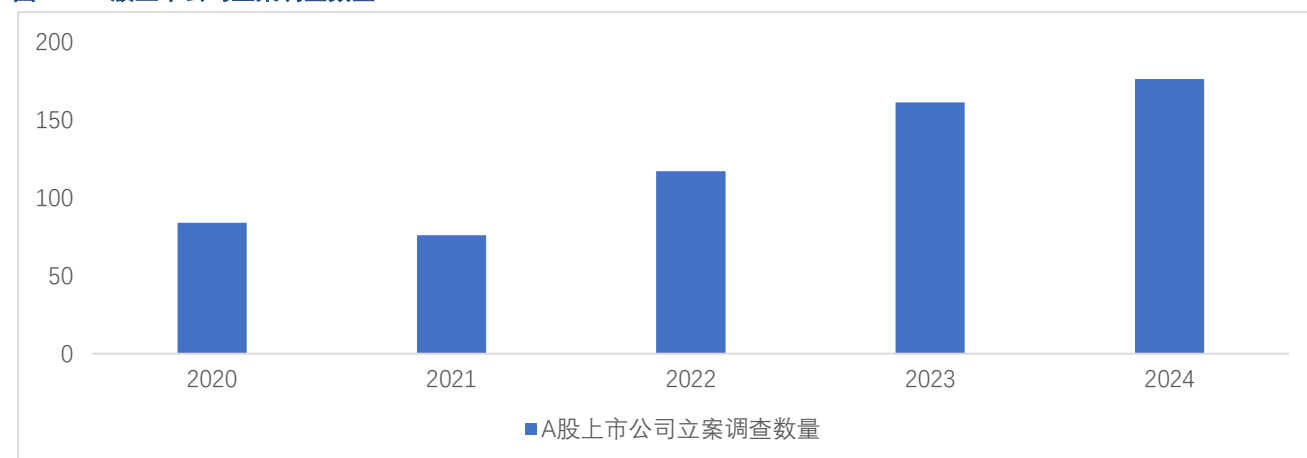
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.7 制度建设日益完善，市场监管和稳定机制日益成熟

新“国九条”对资本市场制度建设提出了一系列举措，1+N 的政策体系里，1 是指导性政策文件，就是《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，N 就是若干配套制度。涉及九大条款，主要包括：严把发行上市准入条件；严格上市公司监管；加大退市监管力度；加强机构监管；加强交易监管；大力推动中长期资本入市；进一步深化改革，促进新质生产力发展；推进高质量发展合力。

上市公司重大违法违规查处机制日益完善，2022 年起上市公司案例调查数量明显增加，处罚力度显著增加，投资者保护机制逐步完善，上市公司违法违规成本显著提升，资本市场综合治理水平显著提升。

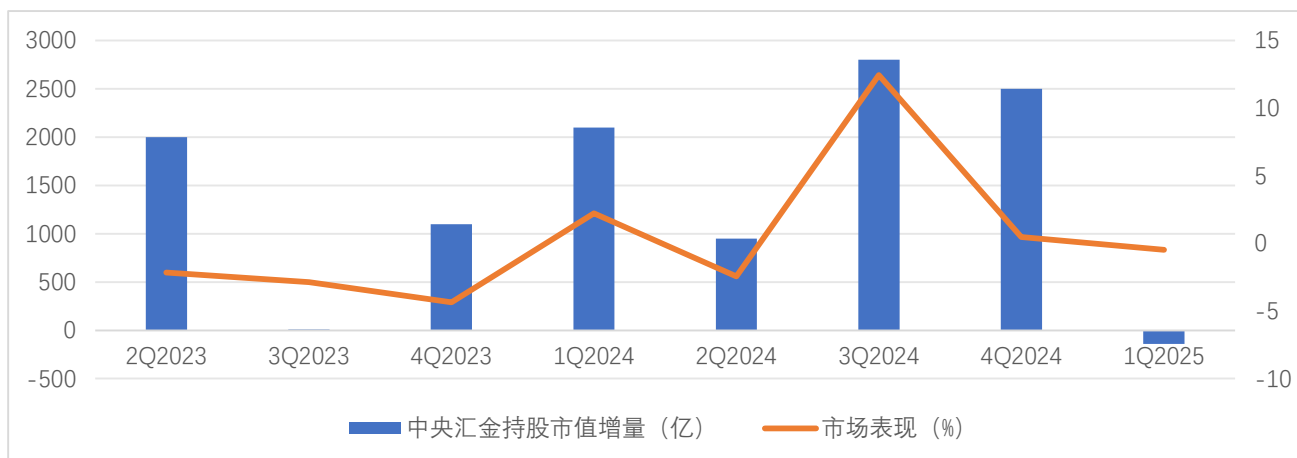
图13：A 股上市公司立案调查数量



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

管理层对市场调控力度显著增强，以中央汇金公司为代表的国家队，不断增持稳定股市，对指数调控能力日益提升，有力地维护了市场的稳定，尤其在中美关税激烈博弈期间，有效地稳定了市场指数，对国家的金融安全起到了定海神针的作用。

图14：中央汇金公司增持市值与市场表现



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.8 低利率时代股权配置需求增长

居民资产的股票配置比例仍较低，在利率持续下行趋势下，大量银行存款急需寻找高收益资产，股票市场吸引力将会进一步上升。

图15：利率趋势图



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

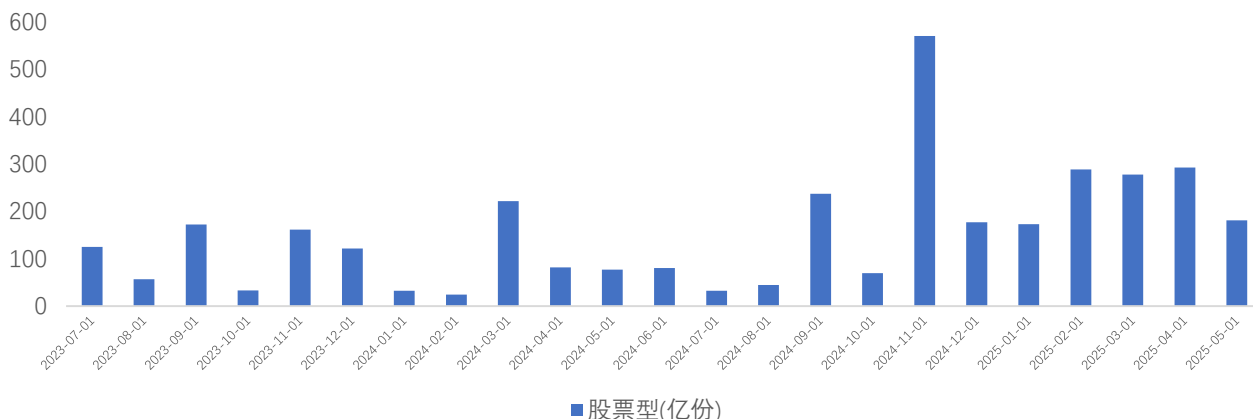
图16：居民存款与 A 股市值比例



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

随着去年 4 季度以来股票市场回暖，股票型基金发行保持较高的发行规模，同比去年同期有明显改观。

图17：股票型基金发行份额



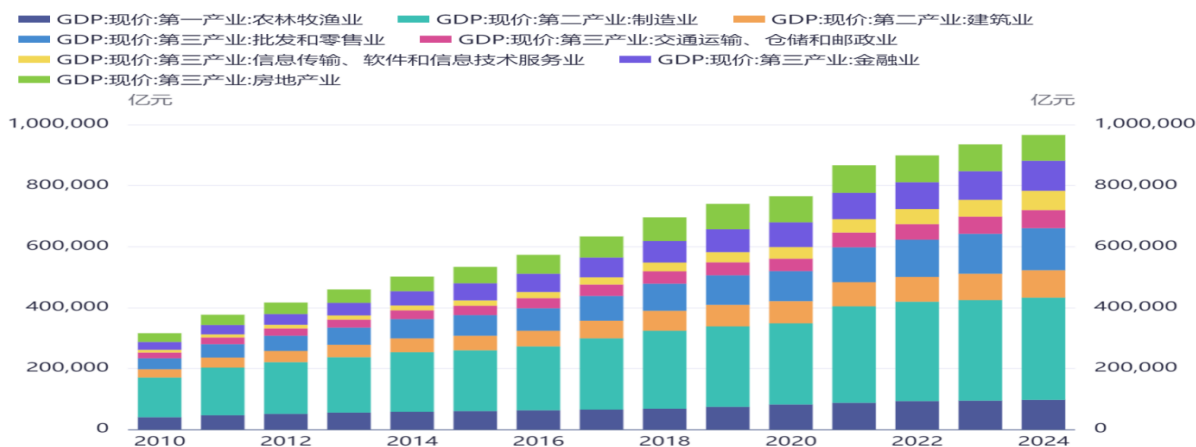
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

随着指数出现稳步上行的走势，股票市场的赚钱效应逐步显现，未来无论是直接购买股票，还是购买基金，居民储蓄向股票市场配置的意愿将会逐步增强。

1.9 经济复苏的节奏将会温和且漫长

这一轮经济周期本质是新旧动能转换，地产基建等投资周期下行出清叠加新质生产力上行周期，经济呈现出此消彼长态势，由于基数原因，短期旧周期下行压力仍在，新周期虽然增速快但体量仍不足以带动经济全面且强劲复苏，同时，出口受到中美关税战影响，经济复苏时间将会被拉长，复苏幅度也将会更加温和，对应股票市场映射基本面的走势也更容易以慢牛的形式展开。

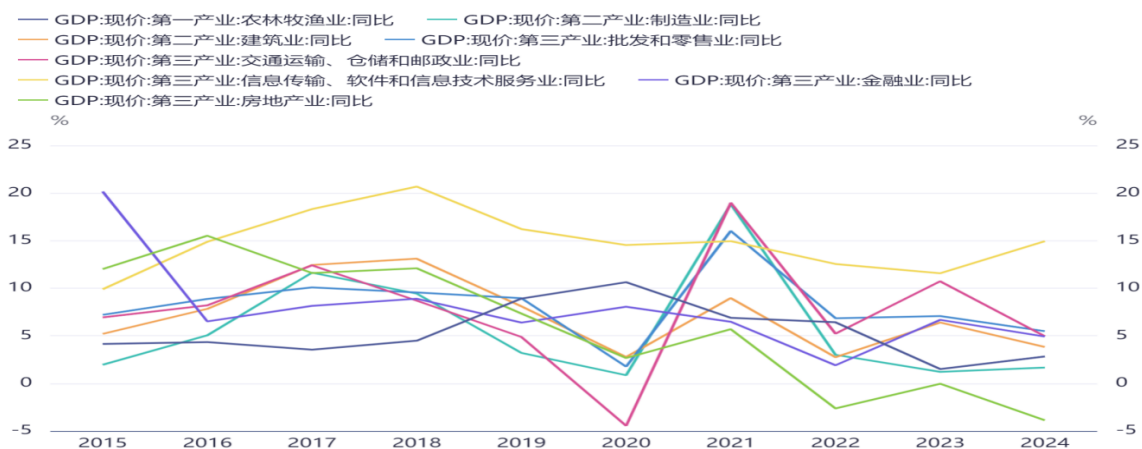
图18：中国主要行业 GDP 增加值对比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从增速来看，2024 年除了信息产业增速较快之外，其他产业增速普遍下滑，产业结构分化比较明显。

图19：中国主要产业附加值增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从社融和贷款数据来看，社融同比在 2025 年出现明显回升，流动性环境有利于股票市场。

图20：社融存量同比和贷款余额同比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

代表景气度的先行指标 PMI 新订单指数自 2025 年 2 月开始持续回升,4 月由于受到中美关税影响出现急跌,5 月开始反弹,随着中美谈判向好可能,未来该指数延续前期强势反弹的可能性较大,预示经济恢复的趋势可能会延续。

图21：制造业 PMI 新订单指数



资料来源：BIS,同花顺,东兴证券研究所

代表下行周期的房地产销售面积同比下行趋势显著收窄,预示地产筑底过程接近尾声。

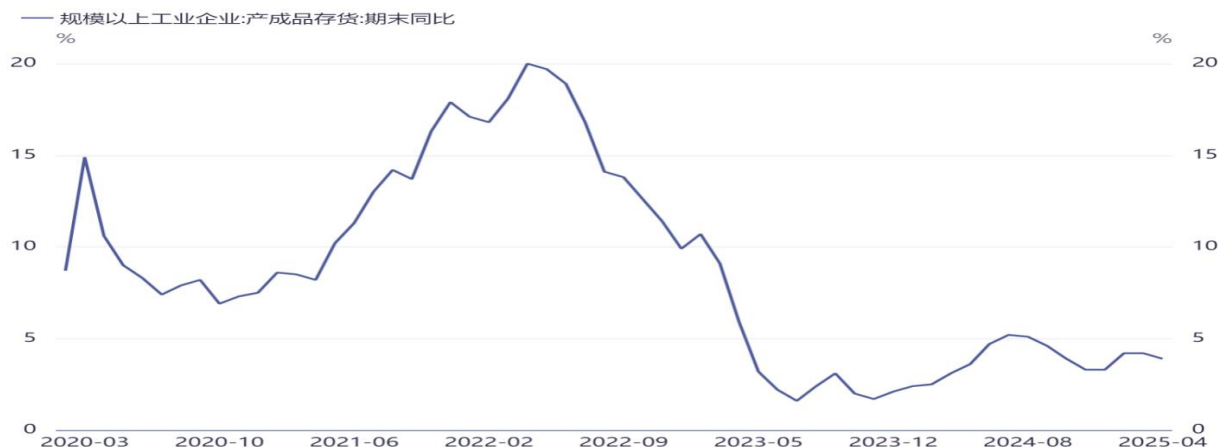
图22：房地产销售面积同比



资料来源：同花顺,东兴证券研究所

从库存周期来看,2025 年 2、3 月出现小幅回升,4 月受中美关税战影响有所下滑,后市有望恢复增长。

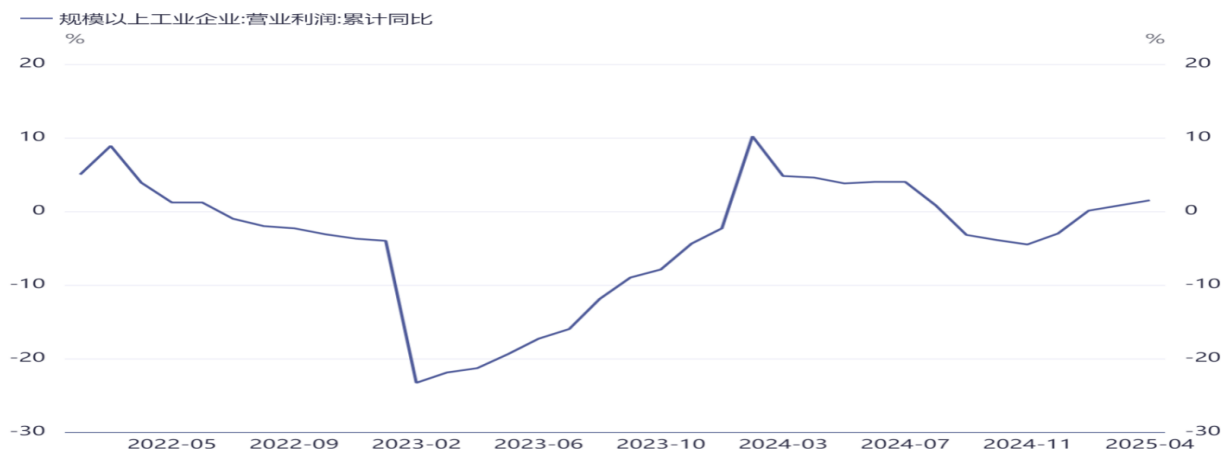
图23：规模以上工业企业产成品库存期末同比



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从工业企业利润增速可以看到，从年初开始出现温和回升，预示盈利状况有稳步提升。

图24：规模以上工业企业营业利润累计同比增速



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从CPI与PPI走势来看，需求仍旧相对疲弱，预示着经济恢复仍将是缓慢过程，PPI其历史调整周期大致在3-4年，2011年高点到2015年见底周期是4年2个月，2017年高点到2020年见底周期是3年3个月，本轮从2021年高点至今时间为3年7个月，从时间周期来看似乎已经接近周期末期，预计未来半年见底可能性较大。

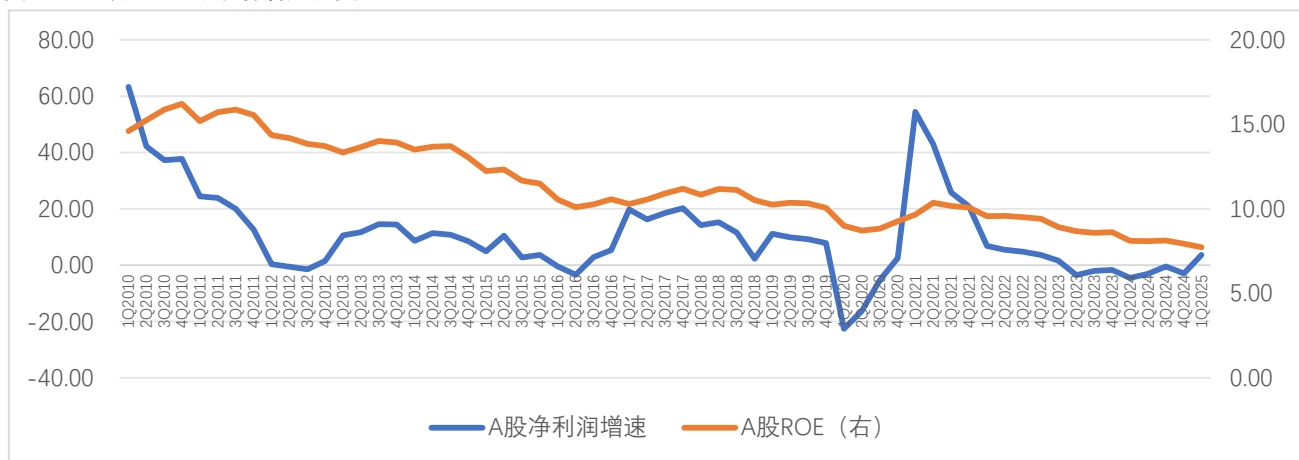
图25：CPI与PPI走势



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

ROE 是反映市场盈利趋势重要指标，从历史来看，一轮盈利周期的改善既取决于利润率也取决于资产周转与杠杆，本轮周期目前已经初步看到 2025 年 1 季度盈利复苏迹象，但 ROE 仍然处于下行趋势。

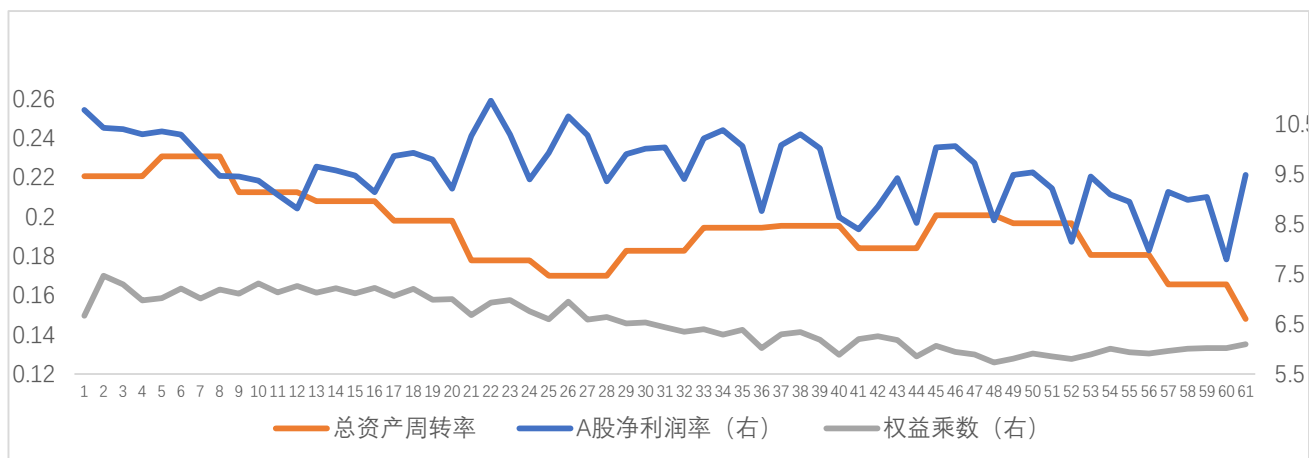
图26: A 股 ROE 与净利润趋势图 (%)



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从影响 ROE 三个核心因素来看，资产周转率明显处于下行趋势，而权益乘数基本持平，预示经济活力仍显不足，经济恢复仍旧是较为缓慢过程，2 季度随着抢出口以及政策落地后的效果显现，后市有望触底反弹。

图27: A 股总资产周转率、净利润率和权益乘数



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

A 股目前处于宽信用宽货币周期，货币政策有利于经济和股市复苏，历史上处于该周期的资本市场表现均较好。

图28：申万 A 指与货币周期



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

1.10 3400 点是一轮中长期慢牛的起点

从全球视野来看，中国资产重估使得 A 股具备越来越多吸引力，从国内政策环境、利率环境以及制度建设来看，A 股资产质量和估值环境都有显著改善，从经济自身周期来看，目前已经到了一轮下行周期的末期，从时间点来看，7-8 月是半年报披露期，同时也是关税谈判的 90 天节点，2 季度业绩低于预期则有可能政策端再次发力，3 季度有望成为行情的转折点。我们的观点是，3400 点是前期的区间震荡的重要压力位，从中期角度来看，有可能是一轮中长期慢牛的起点。

2. 市场风格

2.1 市场中小盘占优风格有望延续

从不同信用周期分布可以看出，目前市场处于宽信用宽货币阶段，以中小盘和成长为代表的个股明显占优。

从今年货币与信用走向来看，目前仍隐含 20 个 BP 的降息空间，从信贷数据来看，全年维持 2024 年水平可能性较大，信用不存在紧缩可能。因此，从风格来看，中小盘和成长占优的大趋势不会改变。

表1：货币周期风格对比（收益率 1990-2025）

指数	宽信用宽货币	宽信用紧货币	紧信用紧货币	紧信用宽货币
中盘指数	46.22%	58.23%	189.58%	18.01%
国证成长	44.10%	61.56%	71.36%	14.91%
小盘指数	42.35%	50.20%	204.25%	16.30%
国证价值	36.78%	58.93%	113.50%	15.98%
大盘指数	33.25%	56.37%	53.93%	11.50%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

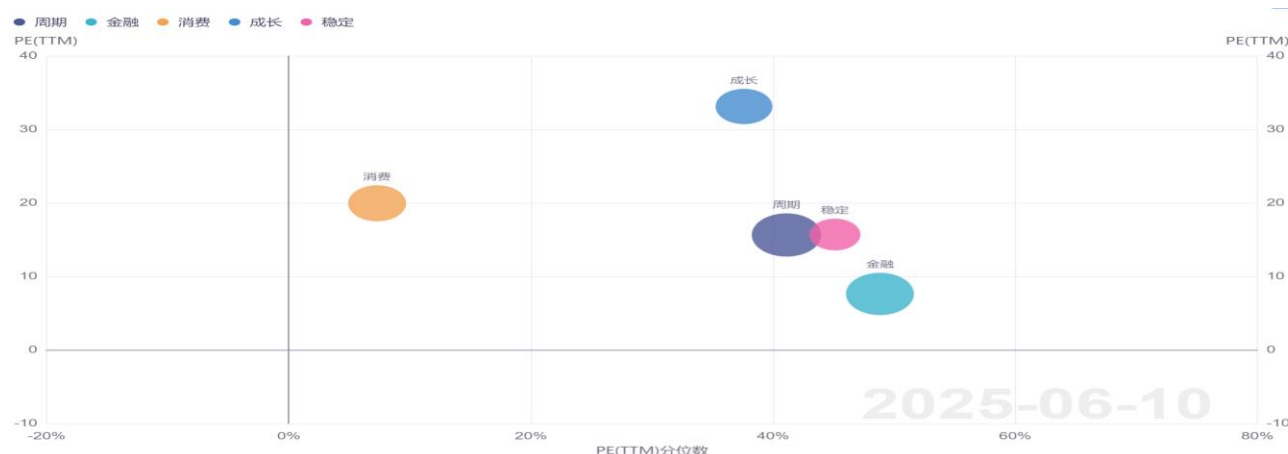
从估值来看，中小盘股分位数接近历史新高，而大盘及成长股整体分位数偏低。

表2：国证风格指数估值（2025.6.11）

指数	PE	PE 分位数
中盘指数	26	97
国证成长	21	77
小盘指数	40	99
国证价值	9	96
大盘指数	12	82

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图29：中信风格指数估值与分位（2025.6.11）



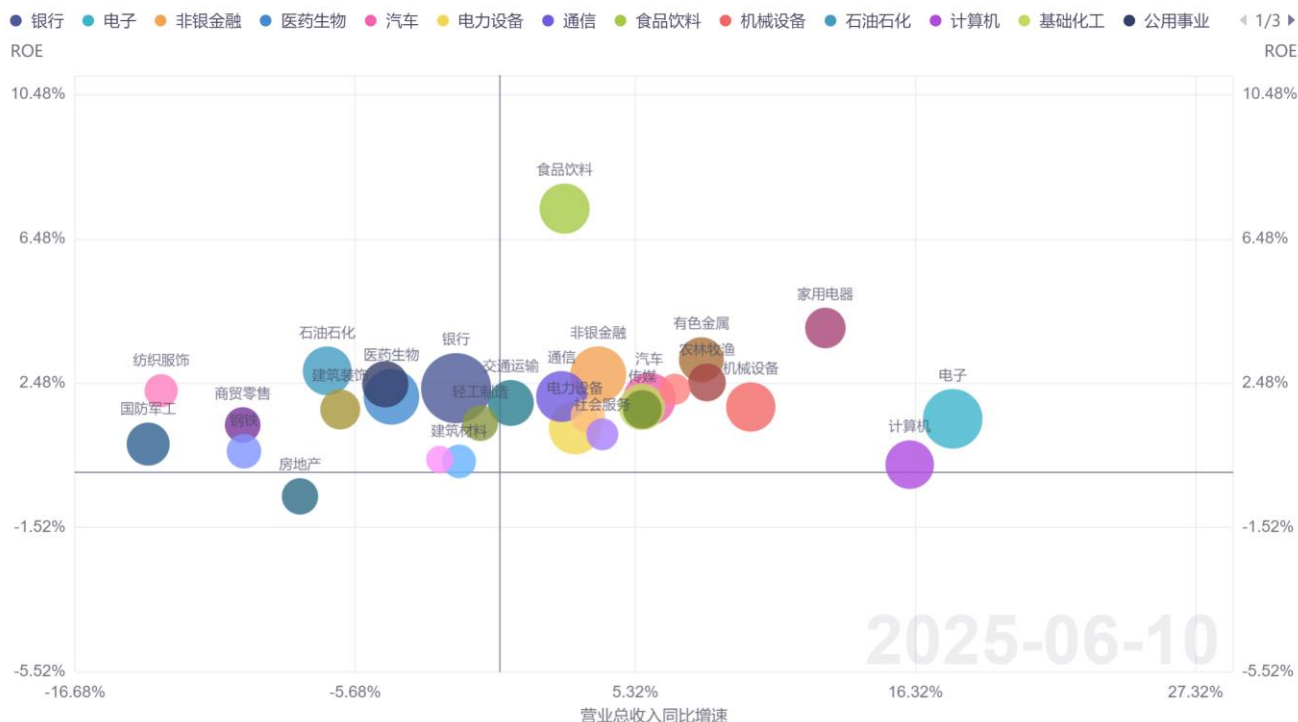
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从中信风格指数也可以看到，除了消费以外，成长、周期与稳定分位数基本相当，金融分位数最高，显示市场风格相对集中，除了基本面较差的消费之外，市场对风格的整体定位并未有较大的区分度，在目前成交量相对稳定的市场环境下，风格差异在大小盘的区分度要大于风格区分度。

2.2 行业对比：电子、计算机和家电较优

在行业选择上，我们更看重收入增速，在目前经济环境下，利润端受到的影响较大，收入端的增长更能代表行业真实增长速度，而 ROE 是行业盈利能力的代表。从收入端来看，电子和计算机领跑其他行业，考虑 ROE 因素，家电行业兼具行业增长与盈利水平，是较优选择。食品饮料由于行业增速下滑，即使拥有较高的 ROE，未来增长前景不容乐观。从行业选择上，电子、计算机、家电是较好选择。

图30：行业收入增速与 ROE（2025.6.11）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 下半年投资策略

下半年维度来看，市场进入中期慢牛的可能性较大，从风格配置的角度来看，我们倾向于，短期从中小盘和成长类个股入手，从行业配置角度，代表高端制造的电子、计算机和代表高品质产品的家电行业是首选。

从行业发展和题材热点角度，看好人工智能、机器人、可控核聚变、智能驾驶为代表的产业前沿题材，这类题材大多都是从0到1阶段，市场想象空间大，产业格局尚未形成，涉及公司多，是市场比较容易得到共识的赛道。

消费领域的新消费值得重视，随着新生代消费偏好逐步成为主流，市场需求结构发生重大变化，传统需求逐步萎缩，新生代需求快速增长，以IP经济、宠物经济、悦己医美美妆、潮玩等为代表的新生代需求展现出较为广阔的发展空间。

红利资产是稀缺资源，在利率下行背景下，提供稳定红利板块具有一定的稀缺性，以银行、电力、运营商、交运、公用事业为代表的红利板块是稳健投资者的压舱石，具有长期稳定的发展趋势，尤其是机构投资者提高入市比例，对红利板块的需求空间仍然巨大。

供给侧收缩的周期板块，有望改善行业供需，从周期性行业资本开支趋势来看，今明两年产能去化相对彻底，价格跌到成本线甚至以下，导致产能被动收缩，全球产能去化明显的细分行业价格出现大幅上涨，重点关注化工、有色等领域涨价概念。

4.风险提示

基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526