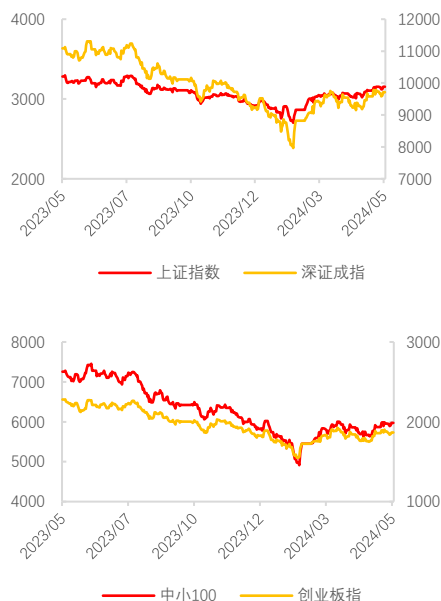


大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师：黄子莹
SAC 登记编号：S1340523090002
Email: huangziyin@cnpsec.com

近期研究报告

《柳暗花未明》 - 2024. 05. 13

策略观点

风格思辨(2)：大象起舞

● 投资要点

悲观预期转变，A股市场将重新追求成长性。在当下时点，对宏观经济和企业利润的预期已经出现好转迹象，相应的也就存在从红利资产向外切换的动力。PMI 和 BCI 两个先行的企业预期指标均显示企业的经营前景出现好转，制造业 PMI 在 3 月重回荣枯线上方，BCI 在 2024 年后持续处于荣枯线上方，并且指向企业未来利润的新订单、出厂价格等细项均有改善。对于 A 股投资而言，成长性正在回归的路上，资金因为成长性资产荒而出现的红利抱团将迎来瓦解。

红利资产裂隙初现，内部将出现分化。除了预期改善后重新追求成长性外，红利资产自身出现的两大裂隙①股息率优势减弱和②永续增长股利假设遭遇挑战也将制约其后续走势。因此认为适当减少红利资产仓位，并且红利内部向更有永续经营预期的银行、交运做再倾斜。

一季报整体不及预期导致缺乏行业级别的β机会，整体轮动迅速难以形成主线。我们曾在本系列第一篇报告中指出成长性 is A 股的不懈追求，因此形成行业主线的重要条件是市场能够就行业高成长性形成一致市场预期。以万得一致预期在一季报发布后的调整方向来看，2024Q1 是数据以来最不及预期的一季度，仅 20.29% 的个股预期上调，48.97% 个股下调。一级行业普遍不及预期，仅石油石化、汽车、农林牧渔上调比例-下调比例的差值在-10% 以内，这也就限制了行业β行情的演绎。但全年业绩预期调整方向中的大小市值差异也给我们提供了思路，当下市场β或许并不来自行业，而是来自风格。

行业龙头的业绩比较优势将成为风格胜负手。从 2023 年报和 2024 一季报各行业龙头企业和行业剩余企业的营收增速来看，主要制造类行业都有明显的龙头企业高于行业整体的情况。对于这一现象，我们还要结合 2023 全年和 2024 一季度全 A（剔金融、石油石化）营收分别为 2.59% 和 -0.06% 来分析，当前各行业的整体营收偏向存量环境，龙头营收增速更高一方面或许意味着龙头企业能够获得如出海等新的业绩增长点，另一方面或许意味着龙头企业在行业集中度提升的过程中受益。

龙头的业绩比较优势指向质量风格配置价值。如果从新的业绩增长点入手，出海或许是唯一能够从较为宏大视角进行叙事的方向，但能发现新大陆的终是少数，因此更多将其视为企业α的来源，而不是一个β行情。行业集中度提升的原因更多也是大企业的α。但追溯企业出海和行业集中度提升的终点都是企业α也为我们提供了一个思路，以长期、持续、稳定的盈利为追求的质量风格恰恰是个股α的集合。

在需求增速不能起到锚定作用的时候，有两种思路孕育而生：①在需求视角下，既然找不到量的增速，那么就相对地放弃资本利得，转向防御性的红利资产；②二是在供给视角下，即使量的增速停滞，但只要产能过剩缓解，价格上涨也能带来可观的利润增长，

并且在预期混乱的当下，以价格作为锚定也较易得到一致认同。这也是 A 股市场今年以来演绎最为充分的两个方向。

对于思路①，随着对经济环境和企业利润的预期好转，投资者的久期必然将会拉长，当下利润增速更有可能的来源是个股 α 而非行业 β ，此处提出的切换方向是质量资产，最具有质量风格代表性的指数就是选行业龙头编制的 A50。在今年以来红利资产、资源品涨价、低空经济概念等主线轮动之下，其实存在着“以大为美”的暗线。并且在当下总量环境不好不坏，而中观结构分层严重的背景下，或能再次演绎出“漂亮 50”的明线。

对于思路②，大概提出两个解法：i 产能出清引发的价格上涨，比如生猪养殖；ii 产能受限导致供需关系紧张而引发的价格上涨，如工业金属、部分化工品等上游资源品。其中 i 刚刚走出右侧趋势可以介入，ii 毕竟走的是弱需求逻辑，现在追高可能风险过大。

● **风险提示：**

经济复苏进度不及预期、产业政策变化、中美关系超预期缓和等。

目录

1 市场风格将从红利资产向外切换	5
1.1 悲观预期转变，A股市场将重新追求成长性	5
1.2 红利资产裂隙初现，内部将出现分化	6
2 行业 β 行情难觅，质量风格将是 β 收益来源	10
2.1 各行业一季报不及预期将限制行业 β 演绎	10
2.2 龙头业绩比较优势明显，指向个股 α 集中的质量风格	12
3 增量与存量的十字路口，大象起舞	15
4 风险提示	17

图表目录

图表 1: 中国工业增加值及 PPI 同比 (%)	5
图表 2: 万得全 A 及剔除石油石化、金融净利同比 (%)	5
图表 3: 制造业 PMI 已连续两月在荣枯线上	6
图表 4: BCI 指标在 2024 年后持续好转	6
图表 5: 红利指数、万得全 A 走势及股息率差 (%)	7
图表 6: 红利指数现金分红 (亿元) 及股利支付率 (%)	7
图表 7: 2023 年度现金分红减少的红利指数成分 (亿元)	7
图表 8: 2023 年高分红行业现金分红及净利润同比 (%)	8
图表 9: 煤炭、石油石化历年现金分红及净利润同比 (%)	8
图表 10: 银行、食品饮料历年现金分红及净利润同比 (%)	8
图表 11: 建筑、建材历年现金分红及净利润同比 (%)	8
图表 12: 房地产、家电历年现金分红及净利润同比 (%)	9
图表 13: 纺织、交运历年现金分红及净利润同比 (%)	9
图表 14: 高分红行业 2024Q1 营收及净利同比 (%)	9
图表 15: 部分高分红行业未分配利润同比增速 (%)	9
图表 16: 全 A 有研报个股超预期与不及预期比例 (%)	10
图表 17: 各行业个股超预期与不及预期比例 (%)	10
图表 18: 业绩超预期占比较高的二级行业 (% , 个)	11
图表 19: 业绩不及预期占比较高的二级行业 (% , 个)	11
图表 20: 业绩预期调整与市值密度分布 (亿元)	11
图表 21: 业绩预期调整与市值密度箱体图	11
图表 22: 2023 年报各行业龙头企业和剩余企业营收增速差 (%)	12
图表 23: 2024 一季报各行业龙头企业和剩余企业营收增速差 (%)	12
图表 24: 历年年报申万一级行业市值前 3-行业前 10 后企业的营收增速差 (%)	13
图表 25: 历年年报申万一级行业市值前 10-行业前 10 后企业的营收增速差 (%)	13
图表 26: 历年一季报申万一级行业市值前 3-行业前 10 后企业的营收增速差 (%)	14
图表 27: 历年一季报申万一级行业市值前 10-行业前 10 后企业的营收增速差 (%)	14
图表 28: 2024 年主要指数走势	15
图表 29: 2024 年各行业以市值分类的收益率 (%)	15
图表 30: 能繁母猪存栏 (万头) 及同环比增速 (%)	16
图表 31: 仔猪及猪肉平均价 (元/公斤)	16

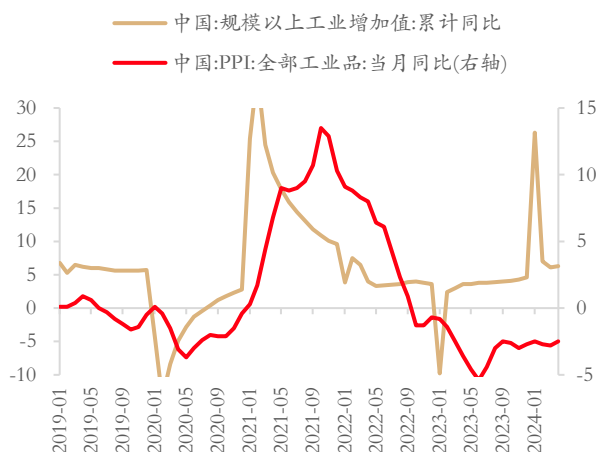
在本系列报告中的第一篇《增量和存量的十字路口》中给出了红利风格占优本质是成长性缺失下妥协的观点，并给出了中长期视角下将从红利风格向质量风格做切换的判断。在本篇报告中，将对此观点做出更进一步的详细阐述，并发掘当前符合质量风格的方向。

1 市场风格将从红利资产向外切换

1.1 悲观预期转变，A股市场将重新追求成长性

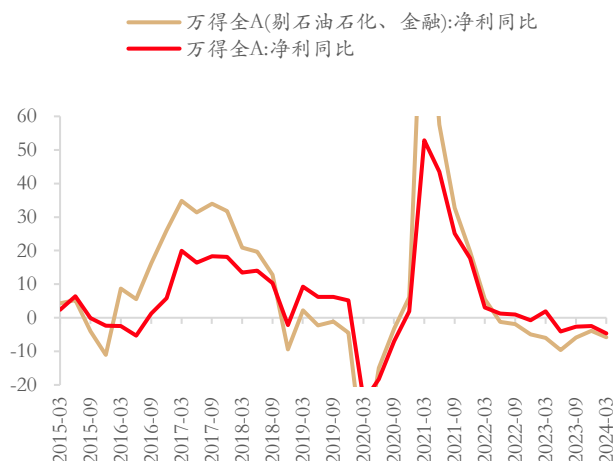
在 2023 年下半年，市场对经济环境和企业利润前景的预期整体偏向悲观，主要有两点原因：①2023 年地产和出口均同比负增拖累总量增速，同时 CPI 趋势性走低且连续 4 月为负，使得市场对未来增长中枢的预期开始下移；②在 2023 年 7 月中央政治局会议和 12 月的中央经济工作会议上两次对总量刺激政策的预期均落空。这两点原因使得 A 股市场从 2023 年一季度的增量思维转向存量思维，反应在资产偏好上就是符合永续增长股利的煤炭、银行、家电等高股息特征行业。后验来看，这种悲观预期实际是合理的，不管是从图 1 所示宏观层面的 A 股盈利前瞻指标工业企业利润和 PPI 还是图 2 所示微观层面的 A 股企业盈利增速都不尽如人意。

图表1：中国工业增加值及 PPI 同比(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：万得全A及剔除石油石化、金融净利同比(%)

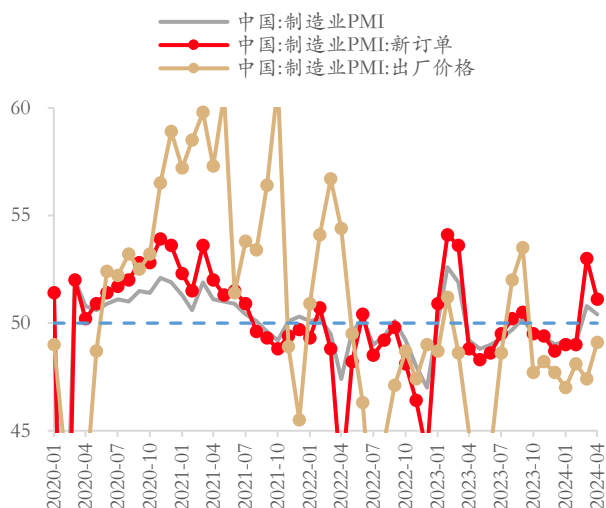


资料来源：Wind，中邮证券研究所

在当下时点，对宏观经济和企业利润的预期已经出现好转迹象，相应的也就存在从红利资产向外切换的动力。如图 3、4 所示，PMI 和 BCI 两个先行的企业预期指标均显示企业的经营前景出现好转，制造业 PMI 在 3 月重回荣枯线上

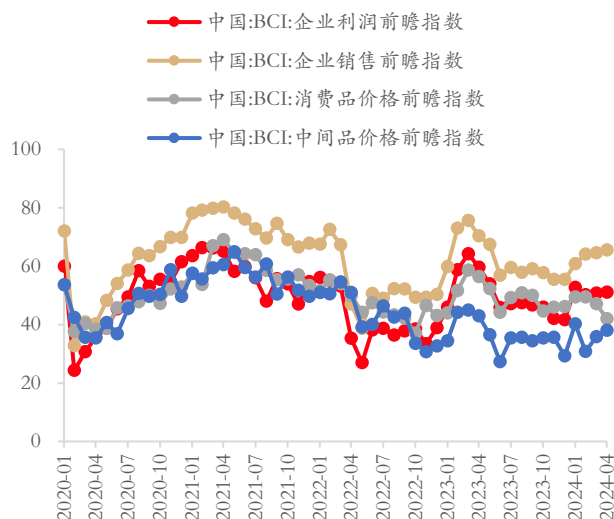
方，BCI 在 2024 年后持续处于荣枯线上方，并且指向企业未来利润的新订单、出厂价格等细项均有改善。对于 A 股投资而言，成长性正在回归的路上，资金因为成长性资产荒而出现的红利抱团将迎来瓦解。

图表3：制造业 PMI 已连续两月在荣枯线上



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表4：BCI 指标在 2024 年后持续好转



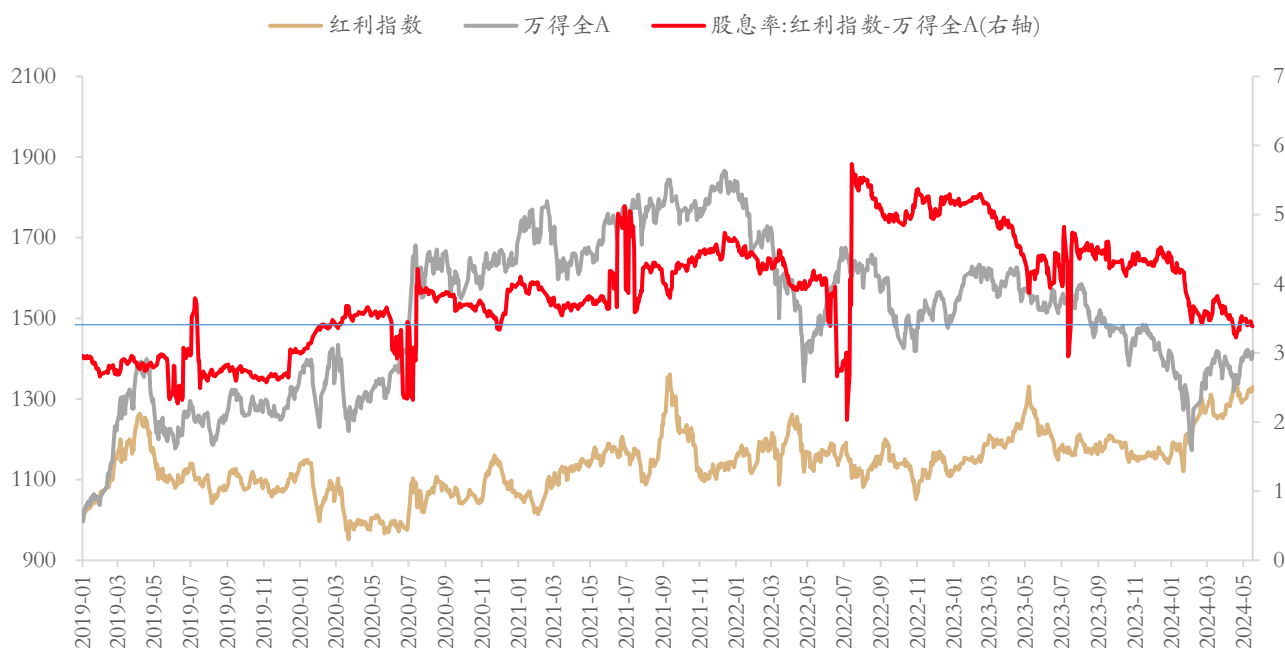
资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.2 红利资产裂隙初现，内部将出现分化

除了预期改善后重新追求成长性外，红利资产自身出现的两大裂隙①股息率优势减弱和②永续增长股利假设遭遇挑战也将制约其后续走势。

估值上移导致股息率优势减弱。自 2023 年 9 月以来红利指数较之万得全 A 有明显的相对收益，估值的上移从两方面削弱了红利指数的优势。一方面，股价上涨会相应地降低股息率，如图 5 所示，以红利指数较万得全 A 的股息率差来看，当前已经回到了 2020 年水平，股息率优势已经大幅减弱。另一方面，如果认为红利指数的比较优势是股息率，那么在其股价有较大的阶段性涨幅后就有相对应的卖出压力，毕竟今年以来的涨幅已经相当于多年股息，持有红利指数的投资者或有动力将未来的收入在当下落袋为安。

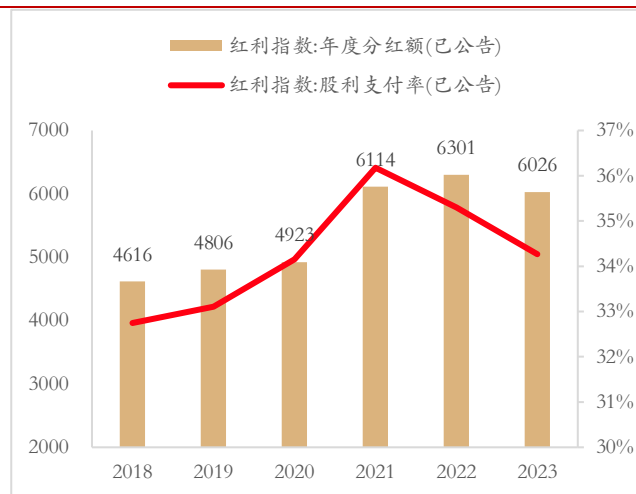
图表5：红利指数、万得全A走势及股息率差(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所。注：红利指数及万得全A以2018-12-31为基准进行标准化

永续增长股利假设遭遇挑战。由于红利资产在估值时基本采用DDM法，那么红利资产走强的隐含假设是其能够保持发放永续增长的股利。如果红利资产的未来股利现金流预计将会减少，将对其股价将会产生较大的不利影响。如图6所示，就红利指数成分股而言，其2023年度的现金分红和股利支付率已经出现负增长。如图7所示，红利指数现金分红的减少主要是受到了周期类行业减少分红影响。

图表6：红利指数现金分红(亿元)及股利支付率(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

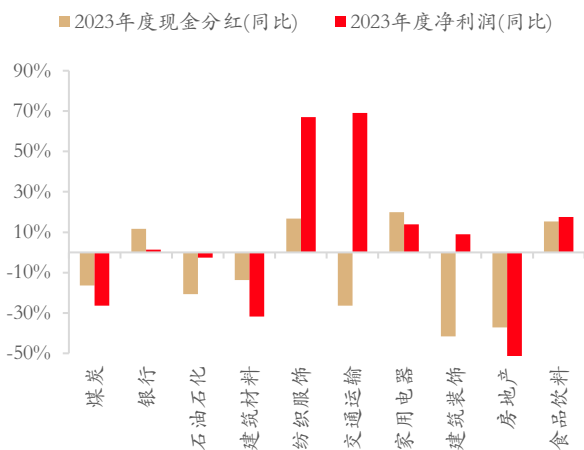
图表7：2023年度现金分红减少的红利指数成分(亿元)

股票代码	股票名称	申万一级行业	年度现金分红					
			2023	2022	2021	2020	2019	2018
601098.SH	中南传媒	传媒	9.9	10.8	11.7	11.3	11.1	11.0
600177.SH	雅戈尔	纺织服装	23.1	23.1	23.1	23.1	9.3	17.9
601339.SH	百隆东方	纺织服装	4.5	7.4	7.4	2.9	0.9	1.3
600808.SH	马钢股份	钢铁	0.0	1.6	27.2	10.0	6.2	27.7
600585.SH	海螺水泥	建筑材料	50.7	78.4	126.1	112.3	106.0	89.6
600057.SH	厦门象屿	交通运输	6.8	13.8	11.0	6.5	7.9	2.6
600153.SH	建发股份	交通运输	21.0	24.0	18.0	14.3	14.2	14.2
600755.SH	厦门国贸	交通运输	11.0	14.4	11.0	9.0	4.3	4.9
601006.SH	大秦铁路	交通运输	69.3	72.8	71.4	71.4	71.4	71.4
600188.SH	兖矿能源	煤炭	171.9	172.1	79.2	48.7	77.3	26.5
600395.SH	盘江股份	煤炭	6.0	8.8	8.6	6.6	6.6	6.6
600546.SH	山煤国际	煤炭	12.9	44.6	31.1	1.3	1.2	0.0
600971.SH	恒源煤电	煤炭	10.2	12.0	6.0	4.0	4.2	4.1
600997.SH	开滦股份	煤炭	5.5	9.2	7.3	4.4	3.5	4.1
601088.SH	中国神华	煤炭	449.0	506.6	504.7	359.6	250.6	175.0
601225.SH	陕西煤业	煤炭	127.5	211.4	130.9	77.6	34.9	32.0
601699.SH	潞安环能	煤炭	47.5	85.3	20.1	5.8	7.1	8.0
600028.SH	中国石化	石油石化	412.5	427.5	569.0	242.1	375.3	508.5
600479.SH	千金药业	医药生物	1.5	1.5	2.6	4.2	2.1	1.7
688606.SH	奥泰生物	医药生物	1.2	5.3	2.2	1.1	0.0	0.0
601818.SH	光大银行	银行	102.2	112.3	108.6	113.5	112.3	84.5

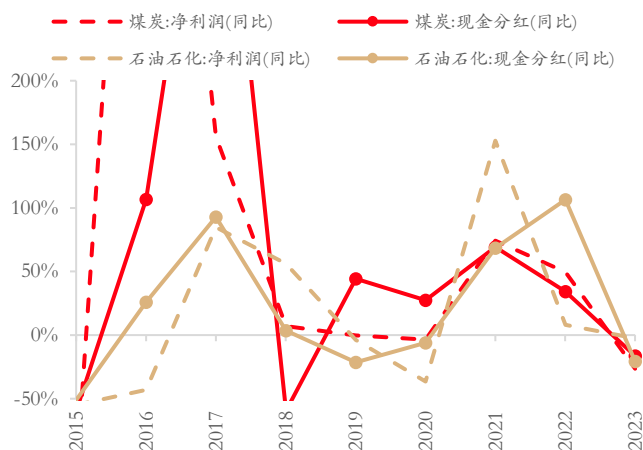
资料来源：Wind，中邮证券研究所

红利资产的配置价值是在市场整体弱势时相对体现出来的，而市场定价重心或将重回成长性，因此永续增长股利假设的成立与否或成为未来一段时间红利资产走势分化的线索。如图 8 所示，高分红行业 2023 年度的现金分红增速出现明显分化，和各自行业的净利润增速保持了较高的一致性。股利增长的前提条件是有足够的利润去进行分配，虽然历年的未分配利润可以调节每年现金股利的波动，但如图 9-13 所示，从长期来看各个行业的现金分红同比增速和当年的净利润同比是同向变动的。如果按照永续增长股利的角度去考察目前的高分红行业，其实仅银行、食品饮料和建筑装饰满足这一标准。目前分红率最高的煤炭在除 2019-2020 年股息支付率从 35% 上升至 65% 的特殊时期外，实际现金分红和净利润也保持着高度一致走势。

图表8：2023 年高分红行业现金分红及净利润同比(%) **图表9：煤炭、石油石化历年现金分红及净利润同比(%)**

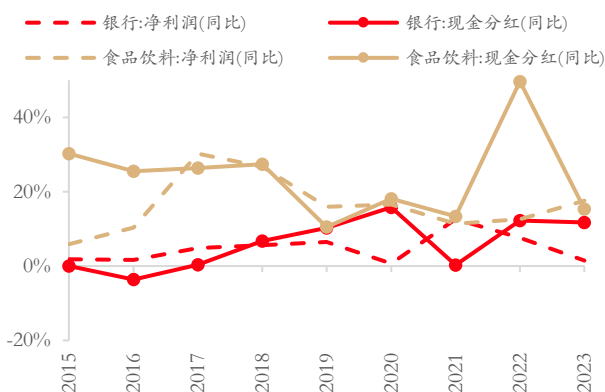


资料来源：Wind，中邮证券研究所



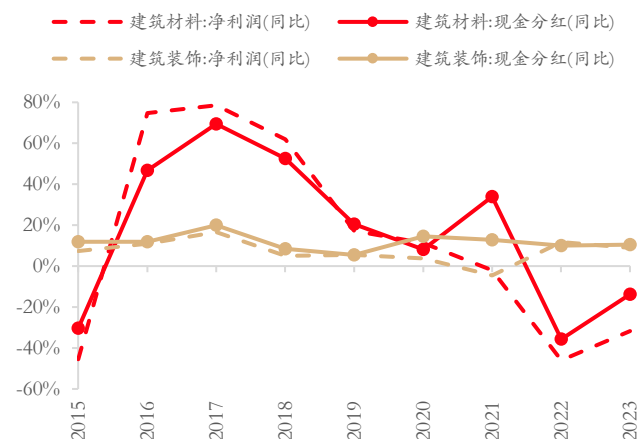
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：银行、食品饮料历年现金分红及净利润同比(%)



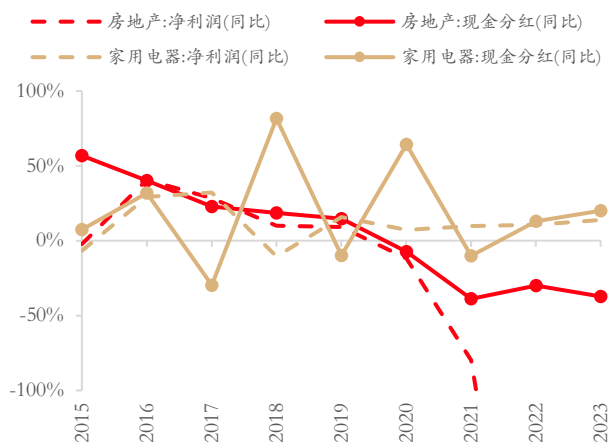
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表11：建筑、建材历年现金分红及净利润同比(%)

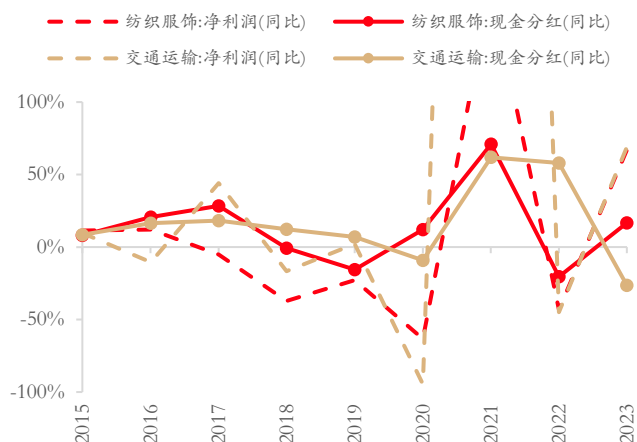


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图12: 房地产、家电历年现金分红及净利润同比(%) 图13: 纺服、交运历年现金分红及净利润同比(%)



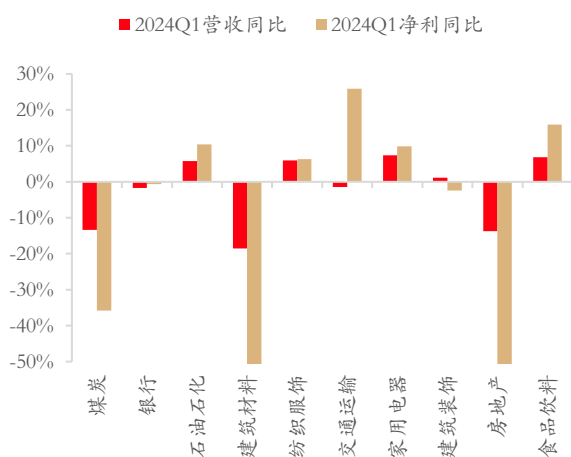
资料来源: Wind, 中邮证券研究所



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

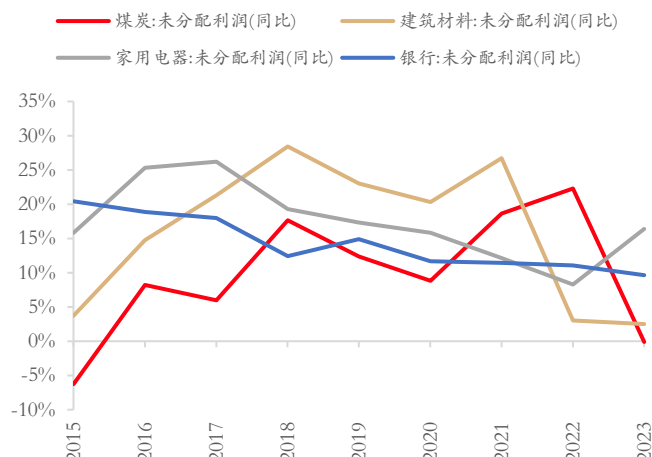
未分配利润或是决定红利资产分化方向的主要因素。如图 14 所示, 在 2024 年一季度高分红行业的营业收入和净利润同比出现分化, 其中煤炭、建筑材料和房地产同比继续下降, 银行和建筑装饰基本持平, 石油石化、纺织服装、交通运输、家用电器和食品饮料同比改善。如图 15 所示, 在两个最主要的红利行业中, 银行的未分配利润依然保持了稳定上涨, 而煤炭在 2023 年度未分配利润实际 0%增速, 这也就对其未来持续增长股利带来了不确定性。因此认为适当减少仓位, 并且红利内部向银行、交运做再倾斜。

图14: 高分红行业 2024Q1 营收及净利同比(%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图15: 部分高分红行业未分配利润同比增速(%)



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

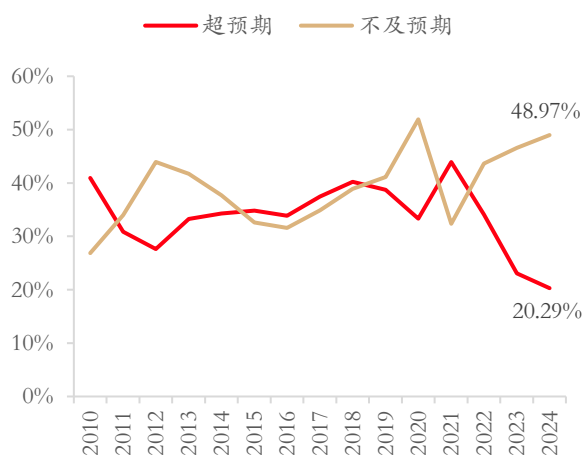
2 行业β行情难觅，质量风格将是β收益来源

2.1 各行业一季报不及预期将限制行业β演绎

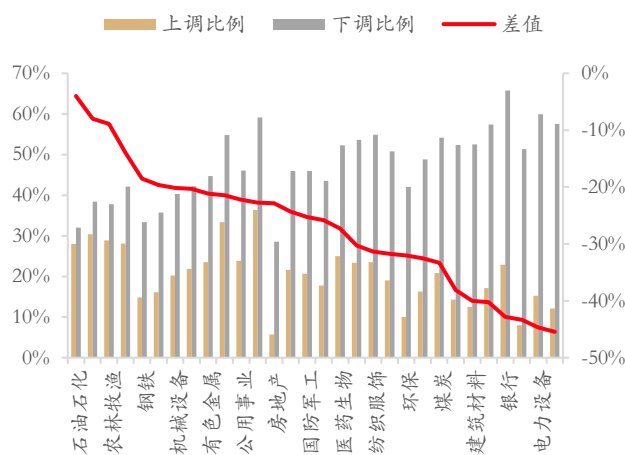
我们曾在本系列第一篇报告中指出成长性 A 股的不懈追求，因此形成行业主线的重要条件是市场能够就行业高成长性形成一致市场预期。于是能否有行业的成长性得到市场一致认同就成了寻找从红利资产向外切换方向的关键，一季报是否超预期是当下重要的切入方向。为了以一个客观标准来评价一季报业绩是否超预期，我们以业绩发布后分析师们是否上调全年净利增速的万得一致预期来侧面反应业绩超预期与否。

以万得一致预期在一季报发布后的调整方向来看，2024Q1 是数据以来最不及预期的一季度。如图 16 所示，仅 20.29% 的个股预期上调，48.97% 个股下调。一级行业普遍不及预期，仅石油石化、汽车、农林牧渔上调比例-下调比例的差值在-10% 以内，属于不及预期程度较小的方向。传媒、电力设备、基础化工、银行和计算机的不及预期程度极大，上调比例-下调比例的差值在-40% 以下。由于分析师一般倾向于给出过于乐观的预期，在历史上 Q1 下调业绩预期的概率往往大于上调概率，但即使是最容易下调预期的行业，其历年上调比例-下调比例的差值平均也在-12.6%，这在今年甚至能排到一级行业第 4。因此各行业在 24Q1 的业绩普遍大幅不及预期。

图表16：全 A 有研报个股中超预期与不及预期比例(%) 图表17：各行业个股超预期与不及预期比例(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

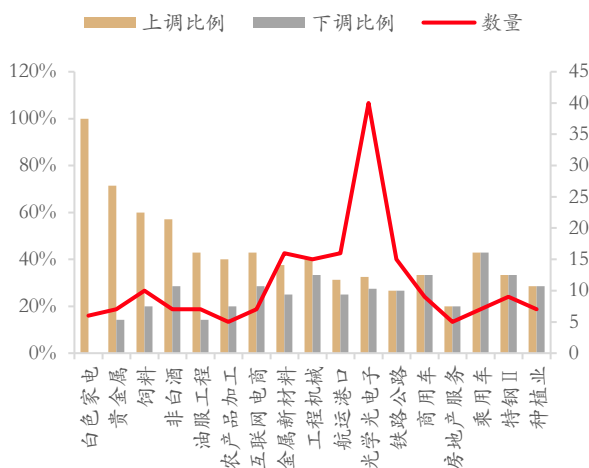


资料来源：Wind，中邮证券研究所

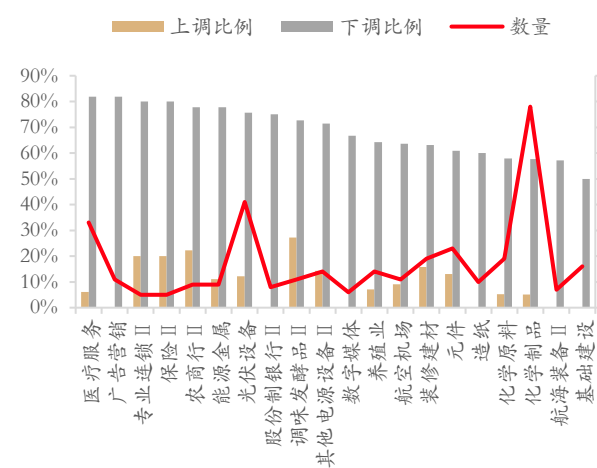
二级行业的视角下还是有一些行业整体出现了业绩超预期，如图 18 所示，主要包括白色家电、贵金属、饲料、非白酒、油服工程等。业绩最不及预期的

二级行业主要集中在金融、新能源和化工方向。金融方向的银行主要是受累于地方政府化债过程中的净息差减少和居民购房锐减导致的贷款规模承压，新能源和化工则是两个明显受累于此前行业资本开支高增出现的产能过剩。

图表18：业绩超预期占比较高的二级行业（%，个）



图表19：业绩不及预期占比较高的二级行业（%，个）

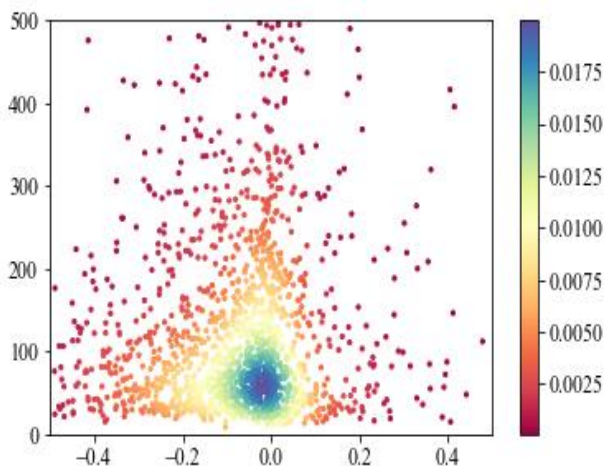


资料来源：Wind，中邮证券研究所

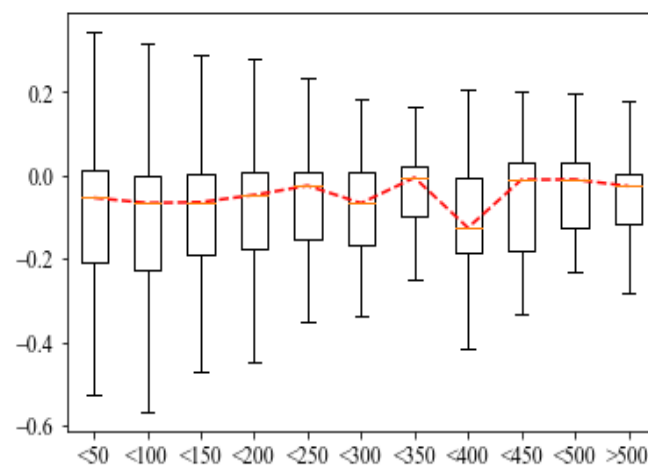
资料来源：Wind，中邮证券研究所

从市值大小视角来看，在 2024Q1 大市值个股的业绩预期调整情况要明显好于小市值个股。从图 20 所示的 heatmap 散点分布来看，左下角（小市值且业绩预期下调）明显密度更高，并且图 21 中也显示大市值分段的业绩预期调整中位数要明显小于小市值分段。

图表20：业绩预期调整与市值密度分布（亿元）



图表21：业绩预期调整与市值密度箱体图



资料来源：Wind，中邮证券研究所。注：横轴为业绩预期变化，为以小数值表示的百分数

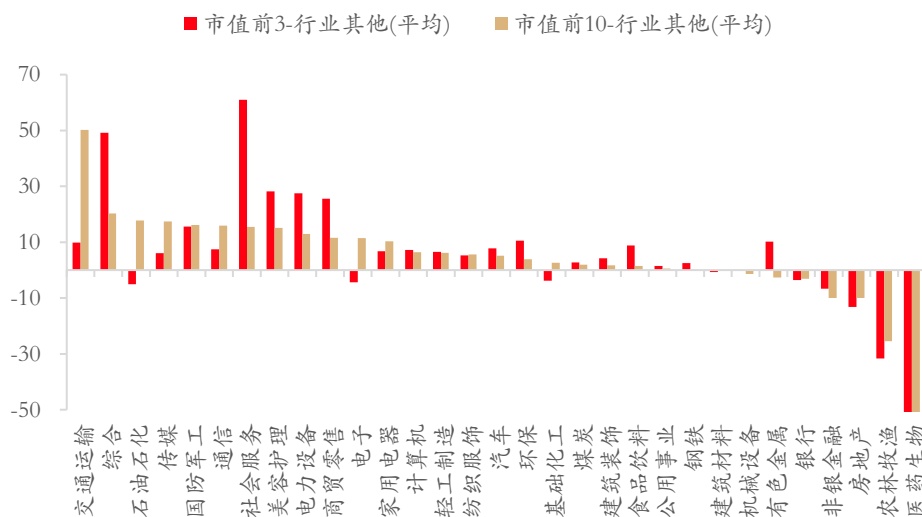
资料来源：Wind，中邮证券研究所。注：横轴坐标为亿元；纵轴为业绩预期变化，为以小数值表示的百分数

一季报整体不及预期导致缺乏行业级别的 β 机会，整体轮动迅速难以形成主线。但全年业绩预期调整方向中的大小市值差异也给我们提供了思路，当下市场 β 或许并不来自行业，而是来自风格。

2.2 龙头业绩比较优势明显，指向个股 α 集中的质量风格

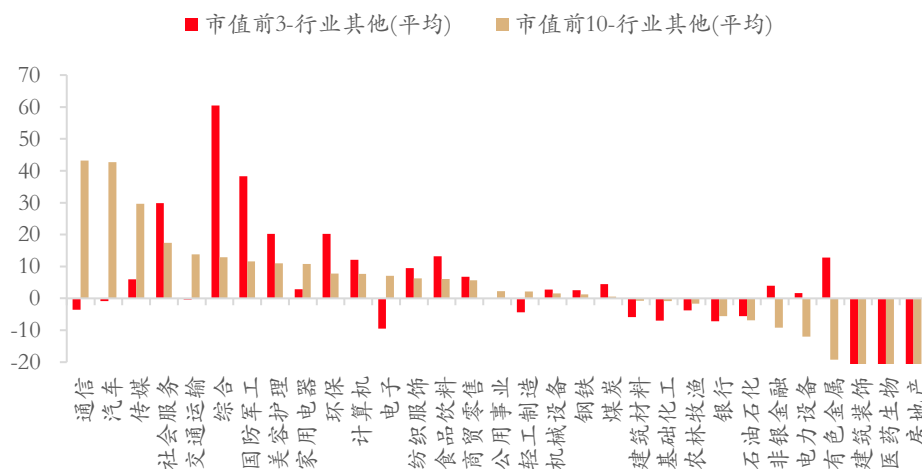
行业龙头的业绩比较优势将成为风格胜负手。如图 22、23 所示，从 2023 年报和 2024 一季报各行业龙头企业和行业剩余企业的营收增速来看，主要制造类行业都有明显的龙头企业高于行业整体的情况。对于这一现象，我们还要结合 2023 全年和 2024 一季度全 A（剔金融、石油石化）营收分别为 2.59%和-0.06%来分析，当前各行业的整体营收偏向存量环境，龙头营收增速更高一方面或许意味着龙头企业能够获得新的业绩增长点，另一方面或许意味着龙头企业在行业集中度提升的过程中受益。

图表22：2023 年报各行业龙头企业和剩余企业营收增速差(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

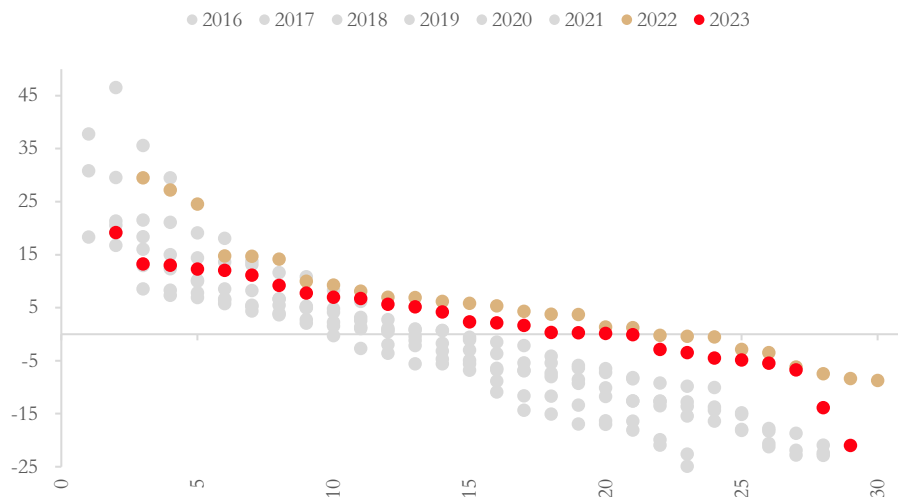
图表23：2024 一季报各行业龙头企业和剩余企业营收增速差(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

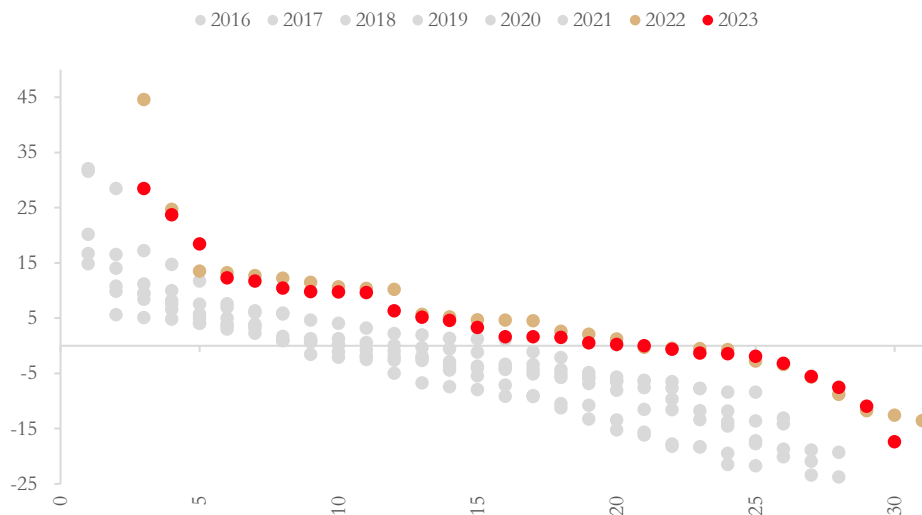
从纵向的历史对比来看，当下正处于行业龙头业绩比较优势最突出的时点。如图 24、25 所示分别为申万一级各行业市值前三和市值前十相较市值前十之后企业的营收增速差，各年均按照营收增速差从高到低进行排序。可以明显发现在近两年的年报中行业龙头相对其他企业有着明显的业绩比较优势。

图表24：历年年报申万一级行业市值前 3-行业前 10 后企业的营收增速差(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表25：历年年报申万一级行业市值前 10-行业前 10 后企业的营收增速差(%)

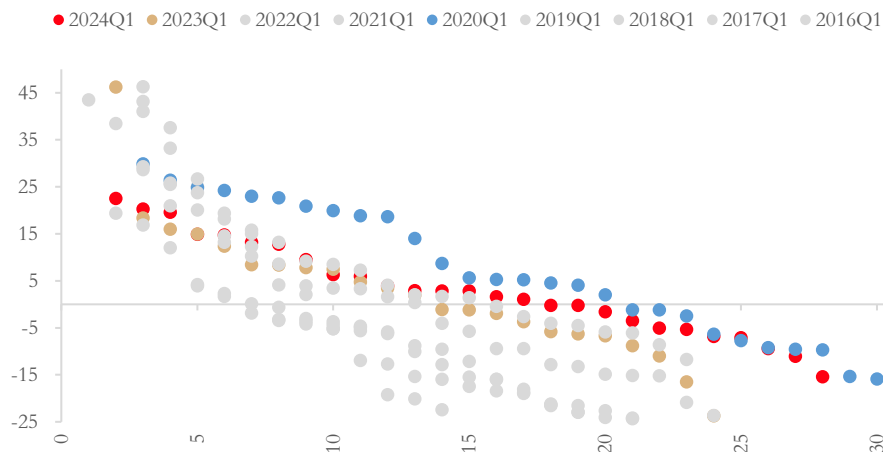


资料来源：wind，中邮证券研究所

我们以同样方式来考察一季报中行业龙头的比较优势，如图 26、27 所示，可以发现除了受疫情扰动最大 2020Q1 外，2024Q1 整体行业龙头的业绩比较优势依然处在历史高位。并且如果只考察图 26 所示的市值前三和市值前十之后这一组最能代表行业龙头与行业平均差异的对比，曲线的后半段已经非常接近

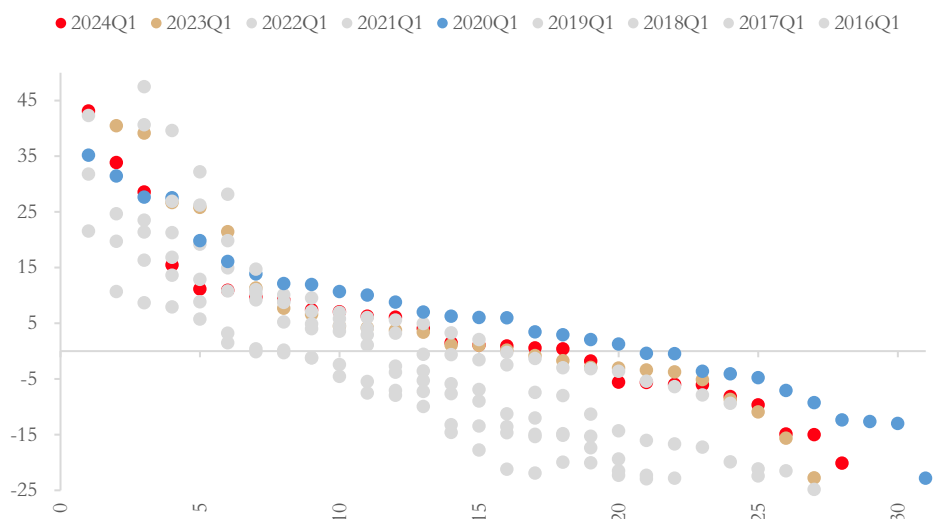
2020Q1 的水平，这也就意味着行业龙头的业绩比较优势在大多数行业中是普遍存在的。

图表26：历年一季报申万一级行业市值前 3-行业前 10 后企业的营收增速差(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表27：历年一季报申万一级行业市值前 10-行业前 10 后企业的营收增速差(%)



资料来源：wind，中邮证券研究所

龙头的业绩比较优势指向质量风格配置价值。如果从新的业绩增长点入手，总是倾向于寻找行业 β 的总量研究员其实难以发挥，寻找个股 α 更是行业同侪们的优势。出海或许是唯一能够从较为宏大视角进行叙事的方向。但是我们一向认为出海是一项高风险的挑战，能发现新大陆的终是少数，因此更多将其视为企业 α 的来源，而不是一个 β 行情。行业集中度提升在策略研究中甚少被提及，一是集中度提升本身需要密切跟踪行业动态，二是集中度提升的行业本身

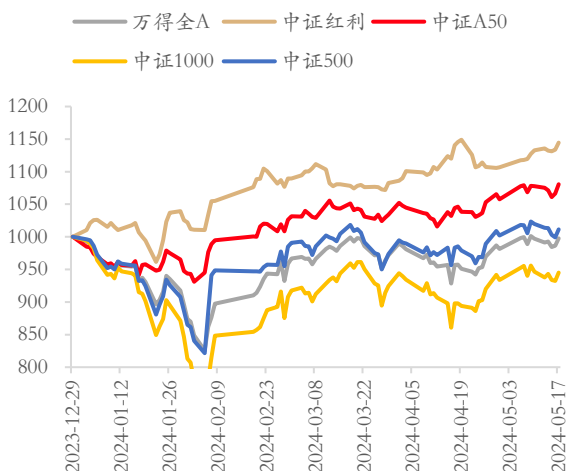
大概率在走下坡路，集中度提升带来的增量并不确定能覆盖掉行业下行的拖累，很难从行业集中度出发去发掘行业 β ，集中度提升收益的来源更多也是大企业的 α 。但追溯企业出海和行业集中度提升的终点都是企业 α 也为我们提供了一个思路，以长期、持续、稳定的盈利为追求的质量风格恰恰是个股 α 的集合。

3 增量与存量的十字路口，大象起舞

需求端不振和产能过剩将限制自上而下的行业 β 主线。在需求增速不能起到锚定作用的时候，有两种思路孕育而生：①在需求视角下，既然找不到量的增速，那么就相对地放弃资本利得，转向防御性的红利资产；②二是在供给视角下，即使量的增速停滞，但只要产能过剩缓解，价格上涨也能带来可靠的利润增长，并且在预期混乱的当下，以价格作为锚定也较易得到一致认同。这也是A股市场今年以来演绎最为充分的两个方向。

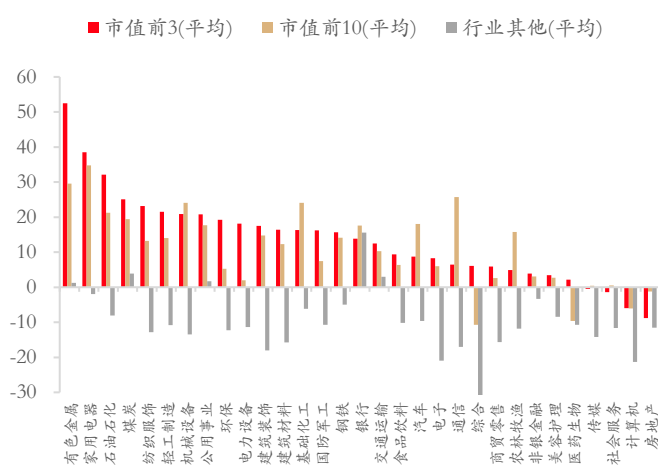
对于思路①，随着对经济环境和企业利润的预期好转，投资者的久期必然将会拉长，当下利润增速更有可能的来源是个股 α 而非行业 β ，此处提出的切换方向是质量资产，最具有质量风格代表性的指数就是选行业龙头编制的A50。在今年以来红利资产、资源品涨价、低空经济概念等主线轮动之下，如图28、29所示，其实存在着“以大为美”的暗线。并且在当下总量环境不好不坏，而中观结构分层严重的背景下，或能再次演绎出“漂亮50”的明线。

图表28：2024年主要指数走势



资料来源：Wind，中邮证券研究所。注：图中指数以2023-12-31为基准标准化

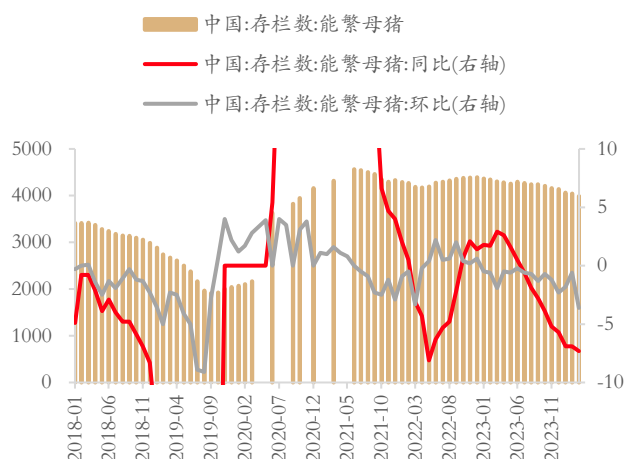
图表29：2024年各行业以市值分类的收益率（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

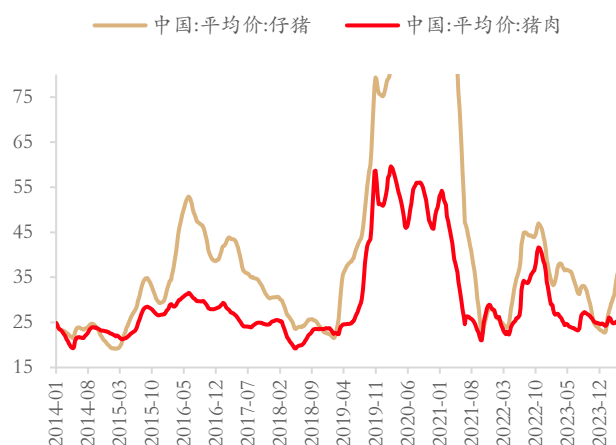
对于思路②，大概提出两个解法：i 产能出清引发的价格上涨，比如生猪养殖；ii 产能受限导致供需关系紧张而引发的价格上涨，如工业金属、部分化工品等上游资源品。其中 i 刚刚走出右侧趋势可以介入，如图 30、31 所示，能繁母猪产能去化和先行的仔猪价格均指向新一轮猪周期重启；ii 毕竟走的是弱需求逻辑，现在追高可能风险过大。

图表30：能繁母猪存栏(万头)及同环比增速(%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表31：仔猪及猪肉平均价（元/公斤）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 风险提示

经济复苏进度不及预期、产业政策变化、中美关系超预期缓和等。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000