

行业比较(一): 行业认知

报告要点:

● 一级行业上中下游之分:

- (1) 上游的行业有: 煤炭、有色金属、农林牧渔
- (2) 中游的行业有: 石油石化、电力设备、机械设备、建筑材料、建筑装饰、基础化工、钢铁
- (3) 下游的行业有: 房地产、汽车、食品饮料、国防军工、家电、纺织服装、医药生物、美容护理、电子、计算机、通信、传媒、轻工制造、商贸零售
- (4) 其他的行业有: 大金融、交通运输、公用事业、环保、社会服务

● 行业周期之别 (详情见附录):

在甄别部分伪回归后:

- (1) 顺 PPI 周期的一级行业及其子行业主要有:
 上游:煤炭(动力煤)、有色金属(铜、铝、黄金、铅锌)
 中游:石油石化(炼油化工)、机械设备(机器人、激光设备、工程设备、能源及重型设备、机床工具、工程机械整机、金属制品)、电力设备(配电设备、光伏加工设备)、钢铁(特钢、板材)、建筑材料(水泥制造)、基础化工(非金属材料、煤化工、聚氨酯、氟化工、氮肥、磷肥及磷化工)
 下游:房地产(住宅开发)、汽车(商用载客车、底盘与发动机系统、车身附件及饰件)、家用电器(冰洗)、国防军工(地面兵装、航空装备、航海装备)、电子(消费电子零部件及组装、LED、面板、半导体设备、半导体材料、集成电路封测)、商贸零售(百货、多业态零售、商业物业经营)、医药生物(医疗设备、医疗研发外包、化学制剂、原料药、疫苗)
 其他:大金融(国有大型银行)、交通运输(港口、铁路运输、高速公路)、公用事业(风力发电)

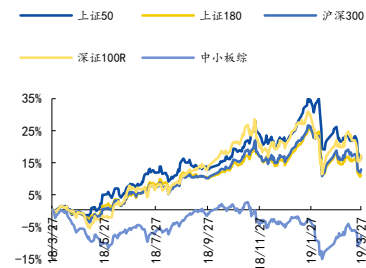
- (2) 顺 CPI 周期的一级行业及其子行业主要有:
 上游:农林牧渔(生猪养殖、粮油加工)
 中游:电力设备(锂电池)、基础化工(磷肥及磷化工)
 下游:汽车(商用载客车、汽车电子电气系统)、食品饮料(乳品、肉制品、白酒)、家用电器(空调)、纺织服装(非运动服装)、美容护理(品牌化妆品)、电子(消费电子零部件及组装、半导体设备、半导体材料、集成电路封测)、通信(通信终端及配件)、传媒(教育出版、大众出版)、商贸零售(多业态零售、商业物业经营)
 其他:大金融(国有大型银行)、交通运输(港口、航空运输、铁路运输)等

- (3) 顺金融周期的一级行业及其子行业主要有:
 上游:有色金属(铝)
 中游:电力设备(配电设备、风电零部件、锂电池)、机械设备(机器人、激光设备、仪器仪表、轨交设备)、建筑装饰(房屋建设、基建市政工程、工程咨询服务)
 下游:房地产(商业地产、住宅开发)、汽车(商用载客车、底盘与发动机系统、汽车电子电气系统、车身附件及饰件、轮胎轮毂)、食品饮料(软饮料、乳品、肉制品、啤酒)、家用电器(冰洗)、医药生物(医疗设备、中药)、电子(消费电子零部件及组装、光学原件、半导体材料、面板、集成电路封测)、通信(通信终端及配件、通信线缆及配套)、传媒(影视动漫制作、教育出版、大众出

主要数据:

上证综指:	3261.69
深圳成指:	11104.16
沪深 300:	3969.90
中小盘指:	6077.46
创业板指:	2218.57

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

《隐形的降息: 美国的加息逆转交易早已开始》
2023.7.28

报告作者

分析师 杨为敦
 执业证书编号 S0020521060001
 邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn
 电话 021-51097188

分析师 孟子君
 执业证书编号 S0020521120001
 邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
 电话 021-51097188

联系人 黄海
 邮箱 huanghai@gyzq.com.cn
 电话 021-51097188

版、门户网站)、计算机(安防设备、垂直应用软件)

其他:大金融(银行、保险)、交通运输(原材料供应链服务)、公用事业(火力发电、光伏发电、风力发电、燃气)

(4) 与经济金融周期基本无关的行业:

上游:农林牧渔(种子)

下游:医药生物(医院)

其他:社会服务

● 随着二三产业对 GDP 贡献率的提升,中下游产业大多和我国 GDP 均有较强的联系。其中,银行是所有行业中最具有周期特色的行业;最具有 PPI 特色的是动力煤和火电;最具有 CPI 特色的是猪肉养殖。

● 除了因行业本身被计入经济指标而产生相关性外,产业链条及其附加也发挥了重要的作用。在此作用下,顺价格周期的行业基本不会“孤独地”存在。

● 最具有金融周期特色的行业是房地产和基建市政,下游的新兴产业也由于较高的资产回报率表现出了不错的金融周期属性。

● 大类行业中子行业的周期属性分化明显。

风险提示

基于历史数据判断;相关性检验不代表因果关系;模型伪回归造成的结论错误

内容目录

1. 行业的分类	4
2. 行业上中下游之分	4
3. 行业周期之别.....	5
3.1. 经济周期和金融周期.....	5
3.2. 判别方法与检测结果.....	5
3.3. 结果分析.....	5
4. 周期解读.....	6

图表目录

图 1: 行业分类及关系	4
图 2: 第一、二、三产业 GDP 增长贡献率.....	7
图 3: 银行利润与 GDP 同比变动关系	7
图 4: 银行利润与窄口径社融同比变动关系	7
图 5: 商业银行净息差与金融机构人民币贷款余额同比变动关系.....	8
图 6: 煤炭开采和洗选业与 PPI 同比变动关系	8
图 7: 动力煤、火力发电与 PPI 同比变动关系	8
图 8: 食品烟酒与 CPI 同比变动关系	9
图 9: 生猪养殖与 CPI 同比变动关系.....	9
图 10: 房地产产业链行业与 PPI 同比变动关系	9
图 11: 食品消费产业链与与 CPI 同比变动关系	10
图 12: 下游行业与窄口径社融同比变动关系	10
图 13: 地产行业与窄口径社融同比变动关系	10
图 14: ROA 历史百分比位次	11
图 15: 航空运输、PPI 和 CPI 同比变动关系	11
表 1: 行业于产业链中位置分布.....	4
表 2: 待检测指标相关性.....	5
表 3: ROA 历史平均百分比位次.....	11

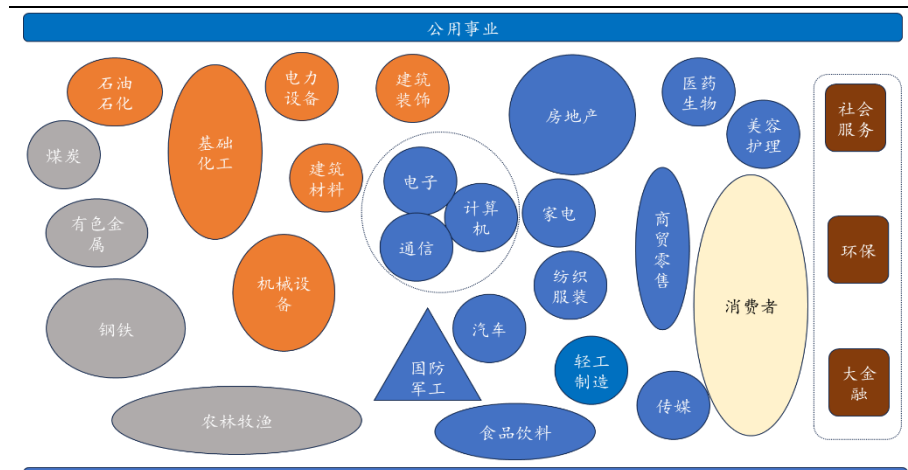
1. 行业的分类

行业比较首先建立在分类的基础上，并明确行业内所从事的业务，在此基础上进行行业比较。一般来说可依照政府标准进行分类，例如，《国民经济行业分类》也可参考市场分类标准。如中信、申万、wind 行业分类等分类标准。本文主要依据申万行业分类。

2. 行业上中下游之分

在分类的基础上，了解行业的产业链条及产业活动后，我们大致能得到行业的关系如下。

图 1：行业分类及关系



资料来源：iFinD，国元证券研究所

表 1：行业于产业链中位置分布

分类	行业
上游	煤炭、有色金属、农林牧渔
中游	基础化工、钢铁、机械设备、电力设备、建筑材料、建筑装饰、石油石化
下游	房地产、汽车、食品饮料、国防军工、纺织服装、医药生物、美容护理、电子、计算机、通信、传媒、轻工制造、商贸零售、家电
其他	大金融、交通运输、公用事业、环保、社会服务

资料来源：iFinD，国元证券研究所

注：“其他”行业一般具有以下两者之一的特性：

1. 未与上中下游产业链条构成联动
2. 贯穿上中下游、具有服务其他行业的特性。

3. 行业周期之别

3.1. 经济周期和金融周期

- (1) 经济周期的角度：选取 GDP, CPI, PPI, 固定资产投资来衡量中国经济。
- (2) 金融周期的角度：选取社会融资规模，并取如下分项：**人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票、企业债券和非金融企业股票融资**的合计作为金融周期指标
- (3) 行业数据：最为直观的是行业的营业利润。无论是在行业的需求侧还是供给侧，亦或者政策端对行业的影响，其终会影响的是营业利润。我们选取 2009-2019 年的数据以规避疫情带来的巨大扰动影响。

3.2. 判别方法与检测结果

PEARSON 判断相关关系

虽然相关关系并不能代表因果关系,但能反应一部分信息。

表 2: 待检测指标相关性

	GDP	CPI	PPI	固投	社融
GDP	1.00	0.63	0.74	0.53	0.53
CPI	0.63	1.00	0.55	0.07	-0.08
PPI	0.74	0.55	1.00	-0.10	-0.02
固投	0.53	0.07	-0.10	1.00	0.92
社融	0.53	-0.08	-0.02	0.92	1.00

资料来源：iFinD, 国元证券研究所

从表中可以看出：GDP 与 CPI, PPI 固投社融等都具有不错的相关性。

检测结果表见附录

3.3. 结果分析

3.3.1. 在甄别部分伪回归后：

(1) 顺 PPI 周期的一级行业及其子行业主要有：

上游:煤炭(动力煤)、有色金属(铜、铝、黄金、铅锌)

中游: 石油石化(炼油化工)、机械设备(机器人、激光设备、工程设备、能源及重型设备、机床工具、工程机械整机、金属制品)、电力设备(配电设备、光伏加工设备)、钢铁(特钢、板材)、建筑材料(水泥制造)、基础化工(非金属材料、煤化工、聚氨酯、氟化工、氮肥、磷肥及磷化工)

下游:房地产(住宅开发)、汽车(商用载客车、底盘与发动机系统、车身附件及饰件)、家用电器(冰洗)、国防军工(地面兵装、航空装备、航海装备)、电子(消费电子零部

件及组装、LED、面板、半导体设备、半导体材料、集成电路封测)、商贸零售(百货、多业态零售、商业物业经营)、医药生物(医疗设备、医疗研发外包、化学制剂、原料药、疫苗)

其他:大金融(国有大型银行)、交通运输(港口、铁路运输、高速公路)、公用事业(风力发电)

(2) 顺 CPI 周期的一级行业及其子行业主要有:

上游:农林牧渔(生猪养殖、粮油加工)

中游:电力设备(锂电池)、基础化工(磷肥及磷化工)

下游:汽车(商用载客车、汽车电子电气系统)、食品饮料(乳品、肉制品、白酒)、家用电器(空调)、纺织服装(非运动服装)、美容护理(品牌化妆品)、电子(消费电子零部件及组装、半导体设备、半导体材料、集成电路封测)、通信(通信终端及配件)、传媒(教育出版,大众出版)、商贸零售(多业态零售、商业物业经营)

其他:大金融(国有大型银行)、交通运输(港口、航空运输、铁路运输)等

(3) 顺金融周期的一级行业及其子行业主要有:

上游:有色金属(铝)

中游:电力设备(配电设备、风电零部件、锂电池)、机械设备(机器人、激光设备、仪器仪表、轨交设备)、建筑装饰(房屋建设、基建市政工程、工程咨询服务)

下游:房地产(商业地产、住宅开发)、汽车(商用载客车、底盘与发动机系统、汽车电子电气系统、车身附件及饰件、轮胎轮毂)、食品饮料(软饮料、乳品、肉制品、啤酒)、家用电器(冰洗)、医药生物(医疗设备、中药)、电子(消费电子零部件及组装、光学原件、半导体材料、面板、集成电路封测)、通信(通信终端及配件、通信线缆及配套)、传媒(影视动漫制作、教育出版、大众出版、门户网站)、计算机(安防设备、垂直应用软件)

其他:大金融(银行、保险)、交通运输(原材料供应链服务)、公用事业(火力发电、光伏发电、风力发电、燃气)

3.3.2. 与经济金融周期基本无关的行业

上游:农林牧渔(种子)

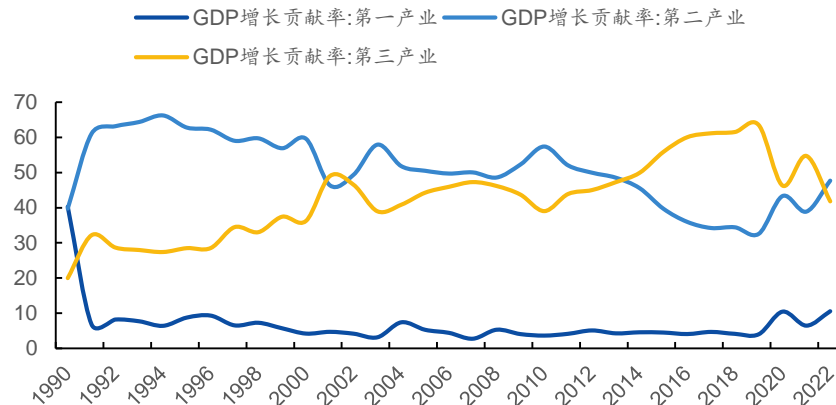
下游:医药生物(医院)

其他:社会服务

4. 周期解读

从总量 GDP 贡献的角度看,自 2009 经济危机以后,以工业生产为代表的第二产业对 GDP 贡献率快速下降,第三产业如房地产业,服务业商业贡献率快速上升,直至 2019 年面临经济增长面临承压。因此除多数农林牧渔子产业外,其余中下游产业大多和我国 GDP 均有较强的联系。

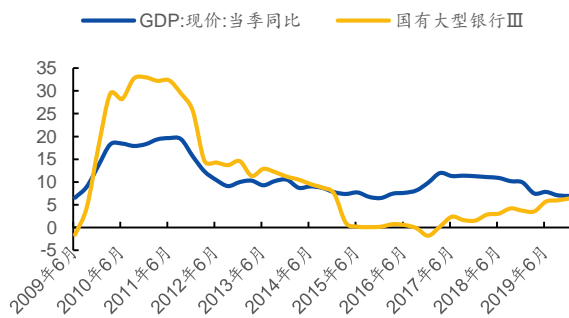
图 2：第一、二、三产业 GDP 增长贡献率



资料来源：iFinD，国元证券研究所

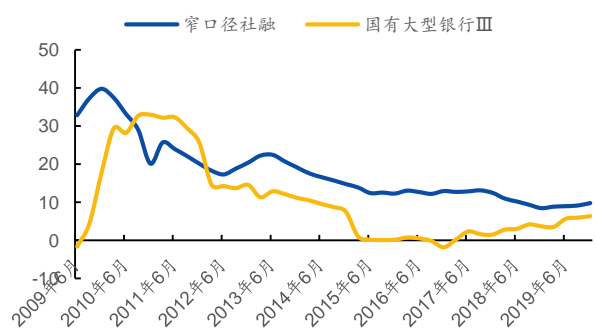
最突出的行业：银行是所有行业中最具有周期特色的行业。银行营业利润与 GDP、CPI、PPI、固投、社融的相关性分别高达 0.88、0.82、0.45、0.83、0.86。显而易见，投融资、商业贸易等经济金融活动往来都需要银行参与，因此银行业是整个市场运行的枢纽。银行业利润重要来源之一是净息差。因此，在经济上行时，贷款业务火热，利率逐渐攀升，净息差增大，银行收入增加；下行时同理。

图 3：银行利润与 GDP 同比变动关系



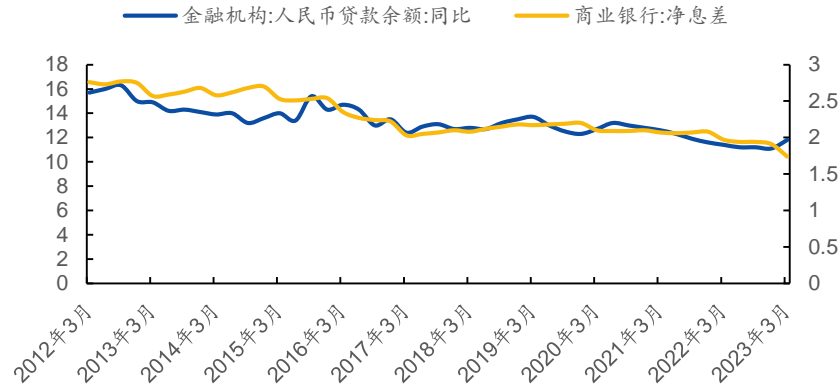
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 4：银行利润与窄口径社融同比变动关系



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 5：商业银行净息差与金融机构人民币贷款余额同比变动关系

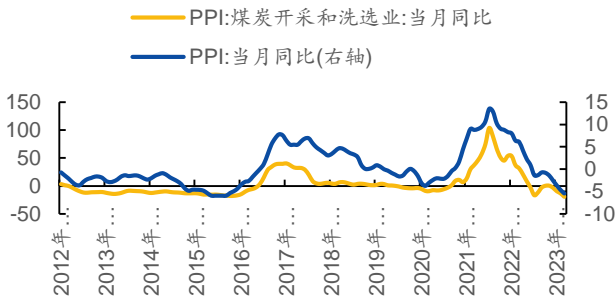


资料来源：iFinD，国元证券研究所

最具有 PPI 特色的两个行业：

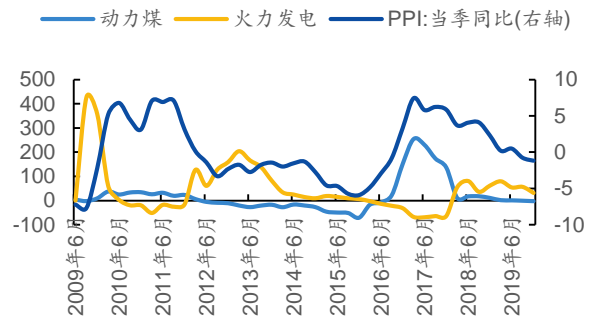
动力煤和火力发电：动力煤表现出极强的顺 PPI 的特性，火电表现出极强的逆 PPI 的特性。煤炭价格对于于煤炭开采行业来说是收入端，对于火电来说是成本端。因此 PPI 走高时有利于开采业获得较高利润，同时增加火电成本降低利润。

图 6：煤炭开采和洗选业与 PPI 同比变动关系



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 7：动力煤、火力发电与 PPI 同比变动关系

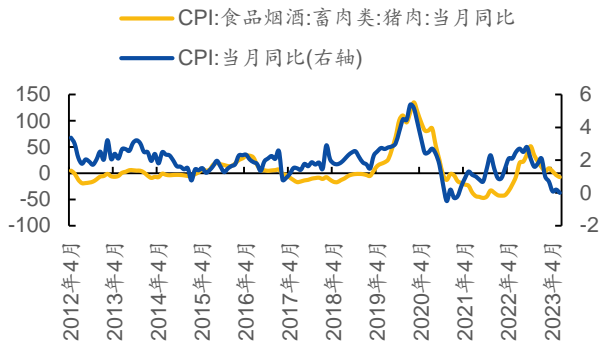


资料来源：iFinD，国元证券研究所

最具有 CPI 特色的行业：

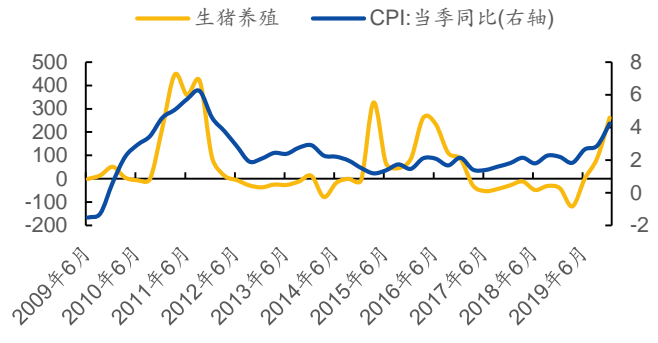
生猪养殖：猪肉价格是 CPI 重要的组成部分，猪肉价格变动自 17 年后几乎与 CPI 变动同步。因此生猪养殖业的利润与 CPI 具有极强的正相关性。

图 8：食品烟酒与 CPI 同比变动关系



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 9：生猪养殖与 CPI 同比变动关系

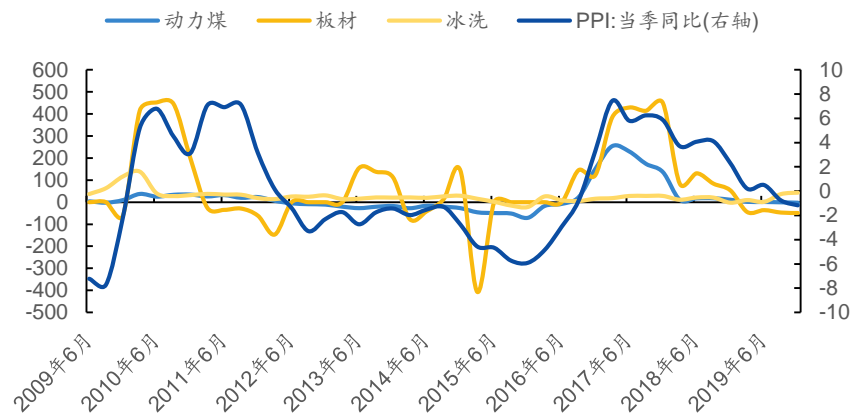


资料来源：iFinD，国元证券研究所

不可忽视的产业链条及其附加。在 PPI 和 CPI 的结果中，除了上文提到因行业本身被计入经济指标而产生相关性外，产业链条及其附加也发挥了重要的作用。

在顺 PPI 周期，以房地产产业链条为例：上游的动力煤、有色金属铝，至中游的钢铁、水泥，再到下游房地产链条的附加家电，都表现出了不错的顺 PPI 的特征。

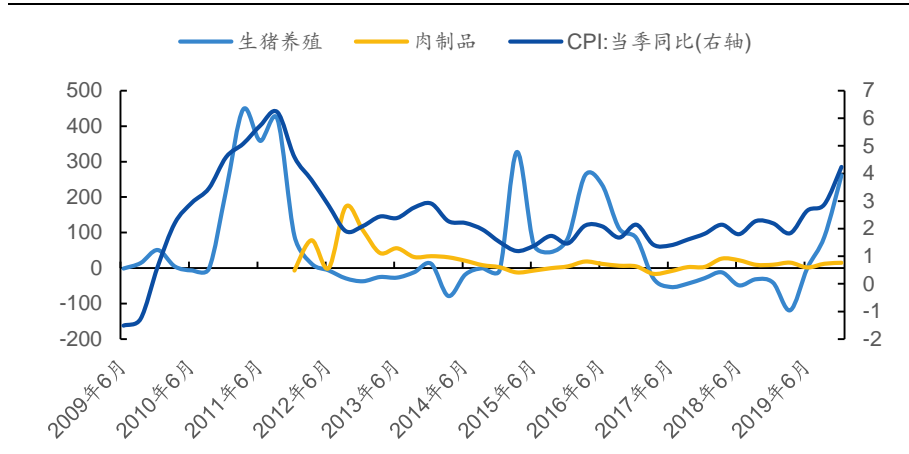
图 10：房地产产业链行业与 PPI 同比变动关系



资料来源：iFinD，国元证券研究所

顺 CPI 周期，以食品消费条线为例：从上游农林牧渔(生猪养殖)到到下游的食品饮料(肉质品)。

图 11: 食品消费产业链与 CPI 同比变动关系

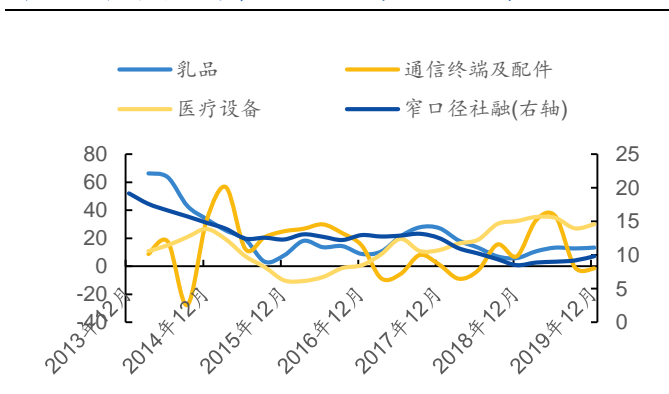


资料来源: iFinD, 国元证券研究所

因此产业链条使得顺价格周期的行业基本不会“孤独地”存在。只是由于处在产业链的位置不同，对价格的反应有前后之分。例如在上图中动力煤和板材对于 PPI 的弹性时及时的，但冰洗家电略微滞后于中上游工业品。

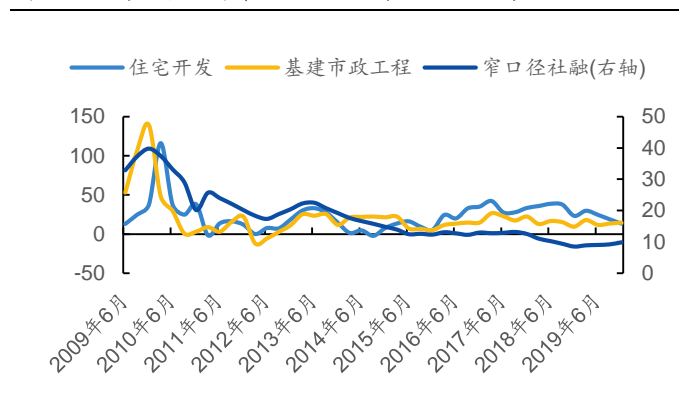
金融周期反映的两个事实。金融周期的扩张与收缩其实可以看作货币的宽松和紧缩过程，在此基础上，货币涌向某标的行业将引起行业整体资产价格的上涨。从检测结果看，一方面，房地产，基建市政与金融周期具有很强的相关性，侧面证实了地产是货币重要的标的资产。另一方面，与金融周期共振的行业基本位于下游如 TMT, 食品饮料，医药生物等新兴产业。从产业链的角度看，下游新兴产业较中上游产业附加值大，投资回报率偏高，对资金吸引力大，因此表现出了较强的金融周期特征。

图 12: 下游行业与窄口径社融同比变动关系



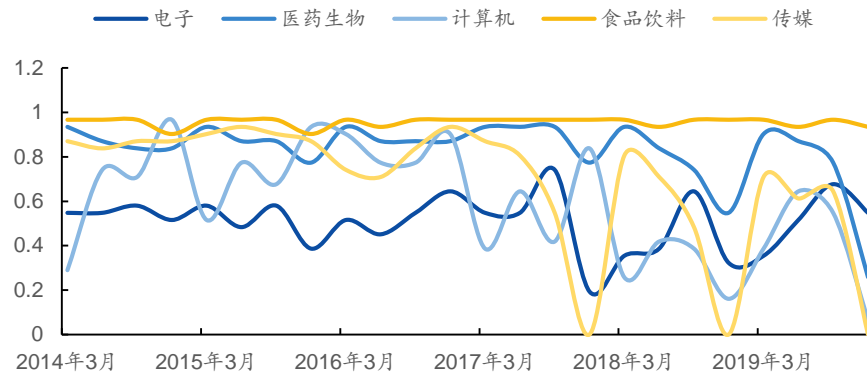
资料来源: iFinD, 国元证券研究所

图 13: 地产行业与窄口径社融同比变动关系



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

图 14: ROA 历史百分比位次



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

表 3 : ROA 历史平均百分比位次

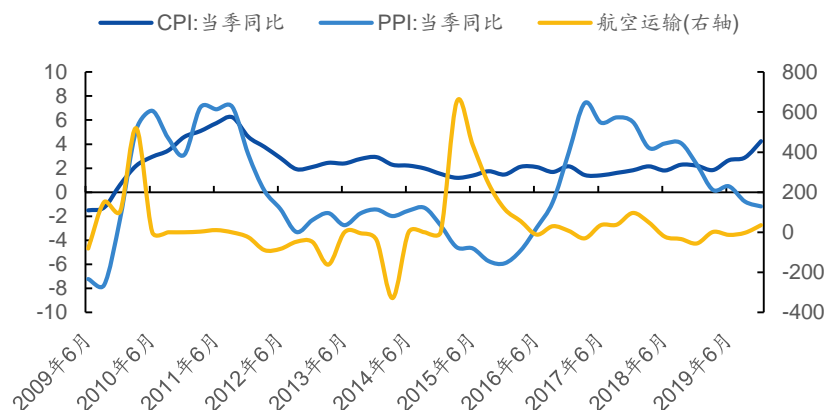
电子	医药生物	计算机	食品饮料	传媒
0.51	0.83	0.59	0.96	0.69

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

子行业周期分化明显。检验结果同时也反映了板块子行业的周期性的分化的特点。这是行业在产业链中的需求不同导致的。以交通运输为例，在顺 PPI 的行业中，交通运输的港口，铁路运输与高速公路三类子行业入选；而在顺 CPI 的行业，却多了航空运输。这是因为与 PPI 联系密切的大宗商品主要通过海运，铁路公路货运，而非航空运输。

相比较 PPI, CPI 和航空运输的联系更密切。

图 15: 航空运输、PPI 和 CPI 同比变动关系



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

附录:

位置	行业	名称	GDP	CPI	PPI	固投	社融
上游	煤炭	动力煤	0.28	-0.08	0.68	-0.24	-0.13
	有色金属	铜	0.67	0.09	0.70	-0.18	0.14
		铝	0.49	-0.07	0.48	0.07	0.35
		黄金	0.74	-0.10	0.77	-0.50	-0.33
		铅锌	0.41	0.11	0.42	-0.15	0.15
		生猪养殖	0.36	0.55	0.17	0.21	0.12
	农林牧渔	粮油加工	0.23	0.36	-0.19	0.19	0.31
		种子	0.20	0.03	0.20	0.18	0.19
		水产养殖	0.01	-0.14	0.40	-0.30	-0.19
	中游	石油石化	炼油化工	0.21	-0.19	0.39	-0.10
油田服务			-0.11	0.27	0.20	-0.32	-0.21
电力设备		线缆部件及其他	-0.24	-0.37	-0.22	-0.27	-0.22
		配电设备	0.56	0.36	0.69	0.31	0.39
		电网自动化设备	0.22	-0.18	0.25	-0.13	0.10
		光伏电池组件	-0.31	0.28	-0.42	-0.17	-0.08
		光伏辅材	-0.25	-0.53	-0.49	0.12	0.26
		光伏加工设备	0.25	-0.21	0.52	-0.14	-0.07
		风电零部件	-0.25	-0.43	-0.35	0.24	0.35
		锂电池	0.42	0.48	0.22	0.33	0.40
		电池化学品	-0.20	-0.42	0.05	-0.32	-0.24
		输变电设备	-0.23	-0.23	-0.18	-0.12	-0.10
机械设备		机器人	0.40	0.33	0.45	0.23	0.40
		激光设备	0.42	-0.31	0.44	0.18	0.38
		工控设备	0.31	0.37	0.44	-0.12	-0.13
		能源及重型设备	0.24	0.11	0.57	-0.17	-0.11
		机床工具	0.46	0.30	0.54	-0.07	0.27
		仪器仪表	0.37	-0.56	-0.27	0.27	0.49
		金属制品	0.16	-0.10	0.40	-0.22	-0.21
		工程机械整机	0.23	-0.24	0.59	-0.26	-0.12
建筑材料		轨交设备Ⅲ	0.52	0.56	0.34	0.34	0.47
		水泥制造	0.32	0.10	0.62	-0.20	-0.13
建筑装饰		玻纤制造	0.07	-0.30	-0.08	-0.18	-0.25
		房屋建设Ⅲ	0.16	0.41	-0.17	0.37	0.44
		基建市政工程	0.41	-0.64	-0.41	0.45	0.66
钢铁		工程咨询服务Ⅲ	0.41	-0.70	0.20	0.37	0.59
		特钢Ⅲ	0.12	-0.07	0.56	-0.48	-0.46
基础化工		板材	0.40	0.09	0.58	-0.03	0.25
		非金属材料Ⅲ	0.41	-0.14	0.60	-0.34	-0.40
		农药	0.02	0.16	0.28	-0.24	-0.29
	氮肥	0.10	-0.04	0.47	-0.52	-0.46	
	磷肥及磷化工	0.40	0.46	0.43	-0.09	-0.21	
	氯碱	0.17	0.04	-0.53	0.15	0.19	
	煤化工	0.13	-0.20	0.45	-0.30	-0.20	
	聚氨酯	0.68	-0.17	0.76	-0.32	-0.19	
氟化工	0.29	-0.07	0.45	-0.32	-0.23		

位置	行业	名称	GDP	CPI	PPI	固投	社融
中游	基础化工	有机硅	-0.21	-0.09	-0.28	-0.25	-0.24
		无机盐	0.19	0.18	0.32	-0.06	0.18
下游	房地产	商业地产	0.26	-0.41	0.29	0.19	0.38
		产业地产	0.12	0.13	0.05	0.13	0.15
		住宅开发	0.37	-0.60	0.51	0.08	0.35
	汽车	商用载客车	0.47	0.45	0.47	0.23	0.35
		底盘与发动机系统	0.57	-0.55	0.62	0.32	0.55
		汽车电子电气系统	0.64	0.52	0.40	0.37	0.50
		车身附件及饰件	0.57	-0.55	0.39	0.56	0.71
		轮胎轮毂	0.34	-0.49	-0.43	0.45	0.61
	食品饮料	软饮料	0.24	-0.20	-0.26	0.41	0.44
		乳品	0.48	0.51	-0.20	0.60	0.65
		调味发酵品Ⅲ	-0.64	-0.69	0.39	-0.81	-0.78
		肉制品	0.30	0.42	-0.26	0.64	0.71
		预加工食品	0.30	0.16	0.44	0.10	0.11
		啤酒	0.51	-0.32	0.46	0.25	0.40
	国防军工	白酒Ⅲ	0.61	0.44	0.57	0.23	0.20
		航天装备Ⅲ	0.21	-0.40	-0.08	-0.12	0.12
		地面兵装Ⅲ	0.60	-0.16	0.76	-0.15	0.06
		航空装备Ⅲ	0.38	-0.38	0.50	-0.47	-0.45
		军工电子Ⅲ	-0.29	-0.29	-0.33	-0.43	-0.42
	家用电器	航海装备Ⅲ	0.54	0.40	0.51	0.18	0.41
		家电零部件Ⅲ	0.41	-0.43	0.37	0.34	0.47
		空调	0.54	0.63	0.37	0.39	0.19
	纺织服装	冰洗	0.65	-0.38	0.40	0.58	0.72
		非运动服装	0.14	0.34	-0.08	0.08	-0.14
	医药生物	鞋帽及其他	0.20	-0.26	0.16	-0.04	-0.13
		医疗设备	0.62	0.51	0.39	0.52	0.59
		医疗耗材	-0.28	-0.52	0.09	-0.40	-0.25
医院		-0.23	-0.20	-0.10	-0.40	-0.41	
医疗研发外包		0.37	-0.22	0.65	-0.35	-0.18	
化学制剂		0.42	-0.31	0.39	0.23	0.34	
原料药		-0.23	-0.42	0.42	-0.43	-0.38	
疫苗		0.09	-0.05	0.40	-0.34	-0.29	
中药Ⅲ		0.52	-0.23	-0.21	0.79	0.78	
美容护理	品牌化妆品	0.39	0.31	-0.35	0.30	0.15	
电子	消费电子零部件及组装	0.52	0.33	0.42	0.47	0.59	
	电子化学品Ⅲ	0.21	-0.47	0.25	-0.24	-0.25	
	LED	0.42	-0.60	0.46	-0.23	-0.20	
	光学原件	0.50	0.17	0.17	0.46	0.59	
	面板	0.55	-0.15	0.38	0.24	0.44	
	数字芯片设计	-0.25	-0.26	-0.20	-0.28	-0.25	
	模拟芯片设计	-0.56	-0.38	-0.69	-0.22	-0.25	
	半导体设备	0.45	0.35	0.73	0.10	0.14	
半导体材料	0.63	0.46	0.55	0.28	0.55		

位置	行业	名称	GDP	CPI	PPI	固投	社融
下游	电子	分立器件	0.21	-0.31	0.33	0.15	0.33
		集成电路封测	0.65	0.41	0.54	0.33	0.57
	计算机	安防设备	0.49	0.26	0.48	0.42	0.51
		IT服务Ⅲ	0.22	-0.68	-0.24	0.21	0.27
		垂直应用软件	0.30	-0.32	0.27	0.25	0.39
	通信	横向通用软件	-0.22	-0.41	0.33	-0.41	-0.38
		通信网络设备及器件	-0.40	-0.32	-0.21	-0.25	-0.27
		通信终端及配件	0.58	0.66	0.27	0.53	0.59
	传媒	通信线缆及配套	-0.43	-0.73	-0.58	0.43	0.63
		营销代理	-0.18	-0.18	-0.34	0.15	0.10
		影视动漫制作	0.30	0.15	0.17	0.35	0.43
		门户网站	0.52	0.32	0.27	0.58	0.68
		教育出版	0.78	0.78	0.46	0.52	0.51
	轻工制造	大众出版	0.52	0.45	0.41	0.51	0.63
		大宗用纸	-0.38	-0.46	-0.53	-0.12	0.16
		成品家居	-0.26	-0.23	-0.30	0.11	0.13
	商贸零售	定制家居	-0.46	-0.45	0.24	-0.19	-0.14
		百货	0.85	-0.23	0.87	-0.30	-0.17
多业态零售		0.72	0.44	0.76	-0.57	-0.68	
其他	大金融	商业物业经营	0.53	0.32	0.65	0.09	0.33
		国有大型银行Ⅲ	0.88	0.82	0.45	0.83	0.86
		证券Ⅲ	-0.38	-0.30	-0.51	-0.12	-0.16
		保险Ⅲ	-0.37	-0.66	-0.44	0.35	0.52
	交通运输	资产管理	-0.16	-0.26	-0.08	-0.10	-0.07
		港口	0.40	0.53	0.65	-0.29	-0.36
		航运	-0.16	-0.47	-0.14	0.09	0.12
		快递	-0.24	-0.26	-0.23	-0.23	-0.17
		航空运输	-0.27	-0.43	-0.30	0.11	0.20
		高速公路	0.25	-0.47	0.50	-0.34	-0.25
		铁路运输	0.56	0.34	0.69	0.17	0.35
	公用事业	原材料供应链服务	0.55	-0.53	-0.27	0.52	0.65
		火力发电	-0.29	-0.47	-0.52	0.46	0.61
		光伏发电	0.58	0.42	0.37	0.39	0.63
		水力发电	-0.14	-0.06	-0.25	0.07	0.04
		风力发电	0.63	-0.54	0.72	0.64	0.57
	环保	燃气Ⅲ	0.40	-0.17	0.19	0.51	0.52
		环保设备Ⅲ	0.28	0.27	0.54	-0.41	-0.48
固废治理		0.28	-0.16	0.33	0.05	0.15	
社会服务	水务及水治理	0.41	-0.14	0.29	0.35	0.36	
	社会服务	0.13	-0.14	0.17	-0.09	0.02	

资料来源：iFinD，国元证券研究所

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188