

# 多维验证基建强支撑，看好建材有色类周期板块



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——材料行业深度报告

## 核心观点

### ❖ 疫情内外冲击，基建投资回升确定性增强

疫情持续冲击，内外经济压力下，基建再度成为政策托底首选。专项债发行不断前移，市场对 2020 年基建投资增速预期自去年年底 4%-5% 持续抬升至近期 10%-15%。本文从宏观到微观的角度，梳理验证基建投资对于建材、有色等主要周期品的影响。并复盘历年基建托底中各主要行业市场表现。

### ❖ 宏观层面跟踪基建——融资是先决条件

基建项目可以分为三个步骤：项目审批和立项、项目融资和项目施工。其中，项目审批体现政策意图，大约提前基建投资增速一年以上；2015 年以来的基建批复集中轨交、铁路等分项，对建材、有色等工业品需求拉动弹性较高。

项目融资为基建需求释放先决条件。4 月份复工以来，基建主要新增融资渠道专项债投放加速。且与往年不同的是，今年新发专项债中约 78% 流入基建，包括轨交、水利、公路等传统基建占比约 50%。对于工业品等周期品需求来说，基建融资以及其后的施工强度才是影响工业品需求的核心要素。

### ❖ 微观层面跟踪基建——通过各主要行业关键节点工业品表现交叉印证

基建对工业品需求定量传导分析存在一定困难。本文尝试通过寻找地产、基建、制造业三大传统投资领域的关键工业品节点，从微观层面跟踪不同领域的投资进展。

我们采用螺纹+水泥行业指标验证基建+地产需求强度；采用铜、铝、不锈钢行业指标验证基建和制造业需求强度；采用 PVC、玻璃需求指标验证房地产竣工需求强度。得出以下结论：1) 2020 年 4 月份以来的需求恢复几乎主要依赖于基建；2) 基建需求全面开花，包括交通运输、电力等多个行业需求正在加速，中西部需求更为亮眼；3) 房地产开工和竣工均表现一般，竣工修复逻辑验证等待下半年；4) 制造业订单整体低迷但情绪改善，二季度多个工业品均见补库。

### ❖ 复盘历年基建，此轮托底看好建筑、建材和电力相关有色板块

复盘 2008 年以来基建托底行情中的各板块表现。近年基建托底主要有四轮：2008-2009 年；2012 年；2015-2016 年；2019 至今。前三次托底政策更多为普适性宽松，地产类上下游标的涨幅更靠前；但此轮托底政策目前基建指向性更强，建议关注建筑、建材、电力相关周期板块（铜、铝、不锈钢等）。

风险提示：国内外疫情变化，房地产政策变化，海外复工进展

## 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 行业深度

川财一级行业 | 材料

报告时间 | 2020/05/18

## 分析师

许惠敏

证书编号：S1100520050002

021-68595165

xuhuimin@cczq.com

## 联系人

王磊

证书编号：S1100118070008

010-66495929

wanglei@cczq.com

## 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

一、疫情内外冲击，基建投资回升确定性增强 .....	4
二、宏观层面跟踪基建——融资是先决条件 .....	6
2.1 基建项目审批和立项 .....	6
2.1 基建招标融资 .....	7
三、微观层面跟踪基建——通过各主要行业关键节点工业品表现交叉印证 .....	9
3.1 基建+地产验证指标：螺纹、水泥 .....	11
3.2 基建分项验证指标：铜、铝、不锈钢 .....	13
3.3 房地产竣工验证指标：PVC、玻璃 .....	14
四、复盘历年基建，此轮托底看好建筑、建材和电力相关有色周期板块 .....	15

## 图表目录

图 1:	2020 年以来基建支撑政策一览 (2020.2 -2020.4)	4
图 2:	市场对 2020 年基建投资增速预期不断调高	5
图 3:	新老基建内涵对比	5
图 4:	基建批复额 (投资意愿) 领先于基建投资增速 1 年	6
图 5:	发改委基建批复累计进度 (2017-2020.4)	7
图 6:	发改委基建累计批复分类 (2015-2019)	7
图 7:	我国基建资金来源分布 (2018)	8
图 8:	国内基建来源变化 (2004-2018)	8
图 9:	专项债投放基建比例 (2017-2020E)	9
图 10:	2020 年以来各省份地方债发行增速	9
图 11:	螺纹钢周度表观消费 (2018-2020.5)	10
图 12:	水泥周度出货量 (2018-2020.5)	10
图 13:	主要工业品下游需求分布对比 (2018)	11
图 14:	地产、基建和制造业各环节对应主要工业品需求	11
图 15:	复盘螺纹-水泥表需增速差与房地产和基建投资	12
图 16:	西北水泥出货季节性 (2018-2020.5)	12
图 17:	华东水泥出货季节性 (2018-2020.5)	12
图 18:	铜表观消费量 (2017-2020)	13
图 19:	铝表观消费量 (2017-2020)	13
图 20:	不锈钢表观消费增速 (2017-2020)	13
图 21:	电线电缆开工率 (2017-2020)	13
图 22:	复盘 PVC、玻璃需求与房地产竣工 (2017-2020)	14
图 23:	PVC 表观消费量 (2017-2020)	15
图 24:	玻璃表观消费量 (2017-2020)	15
图 25:	历年基建复盘 (2009-2019)	15

## 一、疫情内外冲击，基建投资回升确定性增强

疫情持续冲击，内外经济压力下，基建再度成为政策托底首选。尽管此轮基建方向更侧重“新基建”，但从1-4月份以来资金流向以及对GDP拉动弹性来看，年内实际投资仍以“传统基建”为主。

专项债下发不断前移、特别国债发行、适当提高赤字率等一系列政策持续抬升市场对基建支撑力度的预期。我们跟踪川财宏观及各友商研报，市场对2020年基建投资增速预期去年年底在4%-5%，今年3-4月份提高至5%-8%，4月末至今进一步提升至10%-15%。

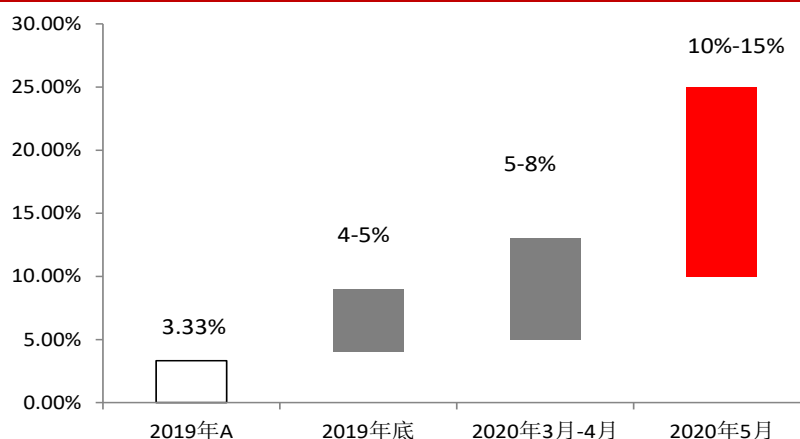
由于缺乏严密的印证指标，市场对于基建对各类工业品的需求弹性预期较为模糊。（以钢铁行业为例，由于基建仅占钢材需求20%左右，市场多轻视基建需求对钢材的影响。）然而3-5月份以来的微观数据显示，此轮基建需求强度或逐步超预期，4月以来各类建材、有色等各类工业品需求反弹更多源自于基建需求释放。随着基建融资进一步宽松，此次工业品需求持续性或超预期。本文从宏观到微观的角度，梳理验证基建投资对于建材、有色等主要工业品的影响。并复盘历年基建托底中各主要行业市场表现。

图 1：2020 年以来基建支撑政策一览（2020.2 -2020.4）

时间	部门	政策内容
2020.2.11	财政部	提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中一般债务限额 5580 亿元、专项债务限额 2900 亿元。加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元。这两批额度已在4月底全部用完。
2020.3.4	政治局会议	加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性
2020.4.14	国常会	按程序提前下达今年地方政府专项债额度 1.29 万亿元；下一步，要在扩大实施前期有效政策基础上，多措并举加大积极财政政策实施力度，并抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债。
2020.4.17	政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券。
2020年4月	财政部	第三批1万亿元专项债将在5月底前发行完毕，三批专项债将向重点项目多、风险水平低的地区倾斜，因此，国家支持发展的京津冀、长三角、粤港澳等重点区域中的地方政府债务风险低的省份，有望获得更多支持。
2020.4.30	发改委	证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，开启了国内基础设施 REITs试点工作

资料来源：wind，发改委、财政部、川财证券研究所

图 2：市场对 2020 年基建投资增速预期不断调高



资料来源：wind，发改委、财政部、川财证券研究所

近年基建托底主要有四轮：2008-2009；2012 年；2015-2016 年；2019 至今。与往年不同的是，今年基建方向更多侧重于“新基建”，传统基建呼声较弱。但从经济托底效率和实际运行情况来看，传统基建发力更为迅速。“新基建”对工业品需求拉动较小，本文所讨论的仍是以交运、水利、通讯等为主的老基建投资。

回到定义，传统基建包括：交通运输，机场，港口，桥梁，通讯，水利及城市供排水供气，供电设施等；新基建包括：5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城市轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等。传统基建中，交通运输投资占比约 35%，水利、环境和公共设施管理业投资占比 47%、电力占比 15%，通讯占比 4%。其中，目前交通运输多以轨交、铁路投资为主，这部分投资内涵在新旧基建中重合。

图 3：新老基建内涵对比

传统基建	新基建
交通运输	城际高速铁路和城市轨道交通
机场、港口、桥梁	X
通讯	5G基站建设、特高压
水利、排水排气	X
供电设施	新能源汽车充电桩
提供无形产品或服务	大数据中心、人工智能、工业互联网

资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

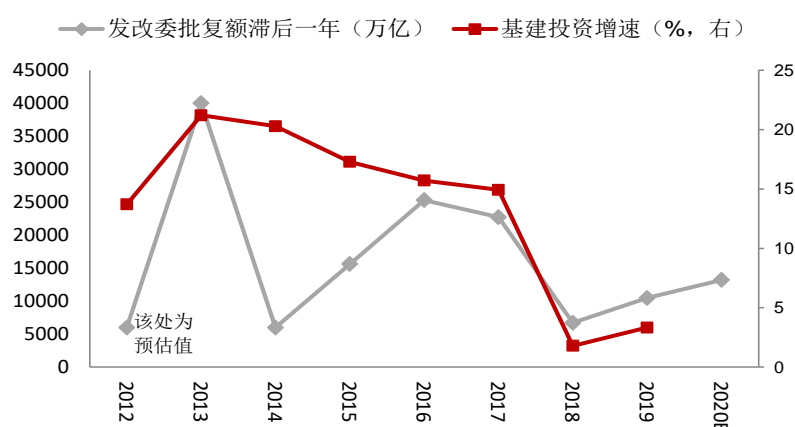
## 二、宏观层面跟踪基建——融资是先决条件

根据项目进程，基建项目可以分为三个步骤：项目审批和立项、项目融资和项目施工。由于单一基建项目从立项到竣工大约需要 3-5 年时间不等，现存施工量来源于 2015-2019 年的累计审批项目。因此，项目审批分布更多体现政策导向和基建中长期流向，对年内基建投资和工业品需求提振影响有限。不过，考虑基建政策的有效性，项目审批节奏（基建托底意愿）对未来 1-2 年的实际基建投资确有一定指引作用。

### 2.1 基建项目审批和立项

我们跟踪了 2014 年以来的发改委批复情况。上一轮基建批复高峰出现在 2015-2016 年，连续 2 年基建批复额在 2 万亿以上，随后 2017 年间批复速度放缓，年度批复额仅有千亿元。2018 年基建批复额度开始恢复到万亿水平，伴随 2019 年基建投资增速止跌回升。去年发改委基建批复总额进一步提升至 1.3 万亿，为未来 1-2 年基建发力提供前提支撑。2020 年以来，基建支撑进入实质性阶段，新项目审批节奏放缓。2020 年 1-4 月，发改委累计批复金额 4531 亿元，同比减少 31%。且从流向上看，2015 年以来的基建批复集中轨交、铁路等分项，对建材、有色等工业品拉动弹性较高。

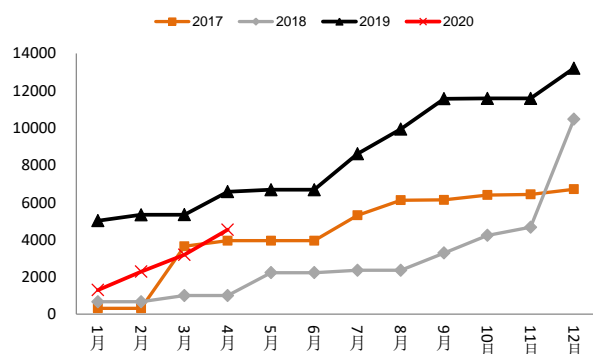
图 4： 基建批复额（投资意愿）领先于基建投资增速 1 年



资料来源：发改委官网，Wind，川财证券研究所

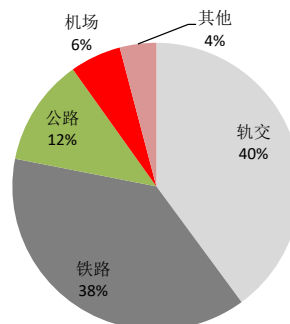


图 5：发改委基建批复累计进度（2017-2020.4）



资料来源：发改委官网，川财证券研究所

图 6：发改委基建累计批复分类（2015-2019）



资料来源：发改委官网，川财证券研究所

## 2.1 基建招标融资

对于经济增长和工业品实际需求弹性来说，短期更为重要的在于融资和落地情况。对比 2019 和 2020 年：2019 年基建项目集中批复，但实际融资增幅有限，基建回升幅度微弱（从 2018 年 1.8% 至 2019 年 3.3%）；而今年尽管项目批复少于同期，但资金快速到位，施工周期缩短，对工业品实质性提振明显。

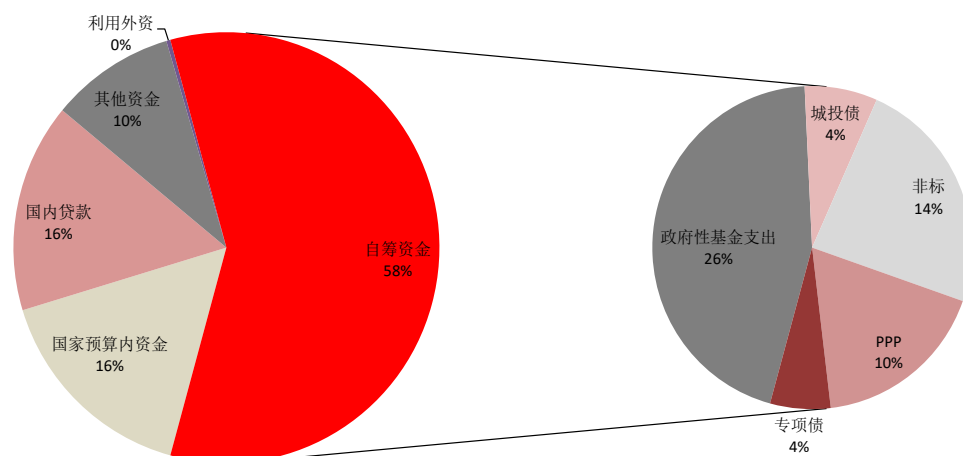
财务角度，项目融资即项目投资额，且基建资金来源相对公开，市场普遍通过资金来源对年度基建投资额进行预判。大类上分，基建资金来源分为 5 个方面：国家预算内资金、国内贷款、自筹资金、其他资金和利用外资。各细分项上，以 2018 年为例，全国基建总投资约 1.5 万亿元。其中，自筹资金占比最高，约 58.5%，其次为国家预算内资金，占比 16.1%，国内贷款占比 15.7%，其他资金占比 9.4%，外资占比微乎其微。

其中，国内贷款、其他资金和利用外资比例较为平稳，国家预算内资金由于受到赤字率约束调节空间有限，自筹资金为资金来源中最灵活可变的部门。

自筹资金内涵较为丰富，包括政府性基金支出（大部分为卖地收入）、城投债、PPP、专项债、信托非标等等。同样以 2018 年为例，政府性基金支出占自筹比例 26%，即政府非税收性收入支出，主要内涵为卖地收入；信托等非标资金占比 14%，城投债占比 4%，PPP 占比 10%，专项债占比 2018 年不到 4%。

2016 年之后，随着地方债务平台收紧，非标监管严格，基建资金增量转向专项债和 PPP。由于专项债不受财政赤字限制，且发行规模和资金流向相对透明，因此近 2 年来市场对基建资金跟踪主要集中于专项债。

图 7：我国基建资金来源分布（2018）

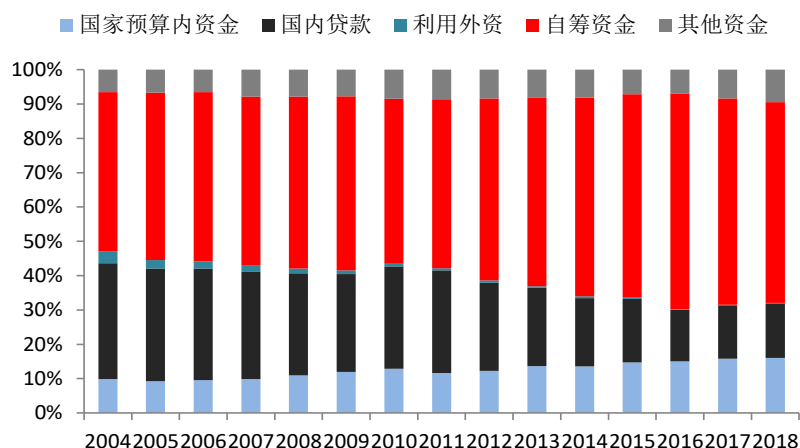


资料来源：Wind，川财证券研究所

4 月份复工以来，随着专项债投放加速，市场逐步上调 2020 年基建投资预期。其中，专项债发行总额预计 3.2-3.4 万亿，特别国债预计 1 万亿，将带来近 2 万亿左右新增投资额，对应提升年度基建增速近 10%至 13%-15%。

与往年不同的是，2018-2019 年，专项债主要流入棚改相关领域，传统基建占比不到 20%。2020 年专项债限制流入棚改，1-4 月新发债券约 78%流入基建，其中包括轨交、水利、公路等传统基建占比约 50%。

图 8：国内基建来源变化（2004-2018）



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



年份	新增专项债规模 (亿元)	投放基建比例 (右)
2017	8,000	30.0%
2018	19,000	25.0%
2019	26,000	28.0%
2020E	35,000	80.0%

资料来源: wind, 川财证券研究所

1-5月份各省地方债发行增速

省份	发行增速 (%)
北京	145
厦门	125
广东	130
重庆	115
贵州	85
江西	65
山东	60
云南	55
福建	50
河北	45
黑龙江	35
湖南	30
深圳	30
河南	25
新疆	20
内蒙	15
吉林	15
江苏	10
广西	10
甘肃	5
安徽	5
山西	0
浙江	-5
青海	-5
四川	-5
海南	-5
天津	-5
上海	-5
宁夏	-5
陕西	-5
湖北	-75

资料来源: wind, 川财证券研究所

资金落地是基建托底从政策层面到实质层面的首要先决条件。草根调研显示,近年来,基建融资速度对短期工业品和机械需求脉冲较大。对于工业品需求来说,基建融资以及其后的施工强度才是影响工业品需求的核心要素。本文将在第三部分对此详细分析。

### 三、微观层面跟踪基建——通过各主要行业关键节点工业品表现交叉印证

正如前文所言，通过基建融资金额可以大致推算出年度基建投资增速。但由于缺乏有效的跟踪指标，基建投资对于工业品的实际落地的效果和节奏跟踪并不明晰。

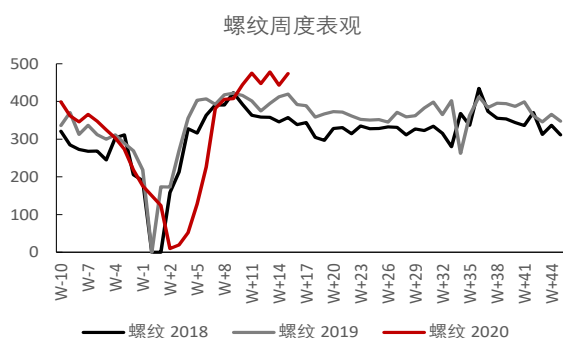
基建投资精准的传导效果测算方式主要有两种，一是由上往下的逻辑，通过单位资金对工业品的消耗量叠加已知投资额，从而得到具体的需求增量值。但实际经验表明，由于基建项目不同阶段对工业品的消耗品种、规格和系数均不一致，资金额度与实际需求量并不存在稳定的系数关系。另一个由下往上的逻辑，跟踪微观主体的基建发货量测算同比增速。不过，这一方法逻辑上虽非常准确，但对微观样本规模、数据持续性要求较高，且相对封闭，难以公开跟踪。

因此，通过不同工业品之间相互验证的定性跟踪更具有实际意义。市场常用高频数据包括：水泥、钢材、挖掘机等。三类数据表明，4月份以来国内需求快速恢复：水泥4-5月份出货量同比增加5%，螺纹钢等钢材品种出货量同比增

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

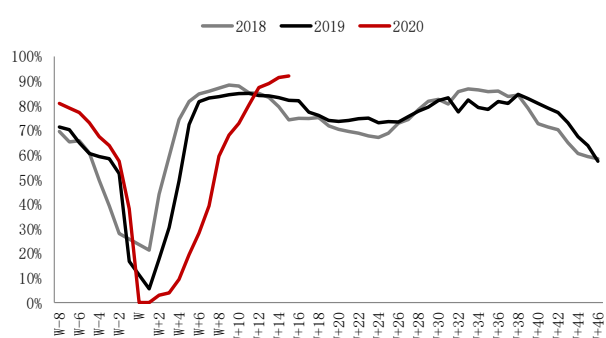
加 7%，挖掘机 4 月份销售同比增加近 60%，5 月份预计进一步增加至 70% 以上。

图 11： 螺纹钢周度表观消费（2018-2020.5）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 12： 水泥周度出货量（2018-2020.5）



资料来源：wind，川财证券研究所

尽管这些数据相对公开易跟踪，但缺点在于融合了地产、基建甚至制造业投资，难以区分某一单一投资需求带来的弹性变化。因此，本文尝试通过寻找地产、基建、制造业三大传统投资领域的关键工业品节点，从微观层面跟踪不同领域的投资进展，并定性跟踪基建对各类工业品的需求弹性。

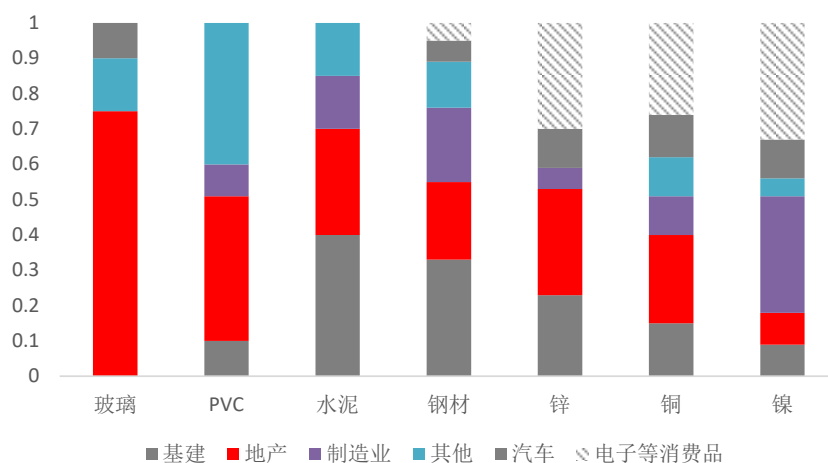
首先，从结论上看：

- 2020 年 4 月份以来的需求恢复几乎主要依赖于基建，地产需求表现平平；
- 基建需求全面开花，包括交通运输、电力等多个行业需求正在加速；区域上，中西复苏力更甚于华东和华南；
- 房地产开工和竣工均表现一般，集中竣工逻辑等待下半年验证；
- 制造业整体低迷但情绪改善，4-5 月份有色、不锈钢等多个工业品均见补库

考虑数据可得性和可靠性，我们选取了玻璃、PVC、水泥、钢材、铝、铜、不锈钢作为工业品跟踪指标。其中，钢材（螺纹钢）、水泥集中基建、房地产开工和施工阶段；PVC、玻璃需求集中地产竣工阶段；铜、锌、不锈钢等集中地产竣工和制造业。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 13：主要工业品下游需求分布对比（2018）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 14：地产、基建和制造业各环节对应主要工业品需求

	开工+施工	竣工	装修
房地产	钢材（螺纹） 水泥	PVC、玻璃 锌、铜	锌、镍、玻璃
基建	交通运输、桥梁 水泥、钢材	水利 水泥、钢材、锌	通讯 铜、铝
制造业	锌、镍、铜、钢材（板材、型钢）		

资料来源：wind，川财证券研究所

### 3.1 基建+地产验证指标：螺纹、水泥

我们首先看市场普遍跟踪的高频钢材和水泥数据。受疫情影响，今年房地产基建均启动较慢，1-3 月份需求停滞，4 月-5 月份集体赶工。4 月单月螺纹表观需求同比增长 7%，水泥表观消费同比增长 5%；统计局数据显示，房地产 4 月新开工同比仍下跌 1.3%；基建投资单月同比由负转正至 2.3%，月度投资数据表明基建恢复力度强于地产，且实际需求多集中在现存项目赶工。

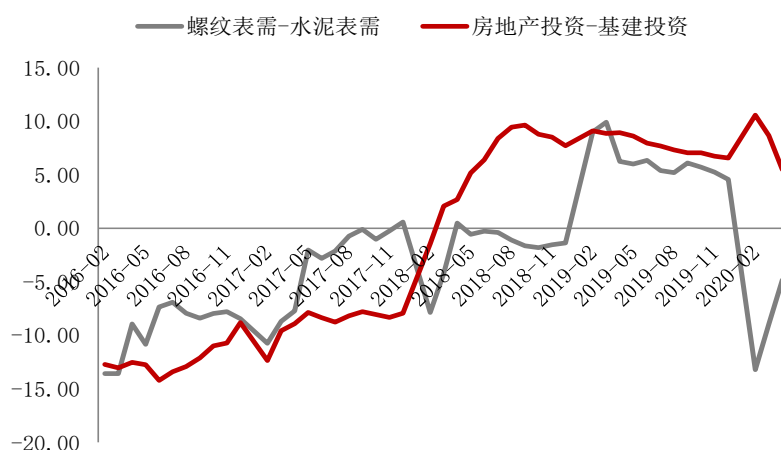
我们简单对螺纹和水泥的高频累计表需同比增速做差值来跟踪房地产和基建项目恢复的相对强弱。下游需求中，螺纹需求大约 70% 集中房地产，30% 集中基建项目；水泥大约 40% 集中基建，30% 集中房地产。因此，从逻辑上推断，房地产为主的需求恢复中，螺纹钢需求增速强于水泥；基建为主的需求恢复中，水泥需求增速强于螺纹钢。本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

复中，螺纹钢需求增速弱于水泥。

复盘 2016 年以来该指标有效性。月度投资增速显示，2016 年-2019 年，房地产投资增速与基建投资增速差不断缩窄，且在 2019 年房地产投资持续强于基建。螺纹表需与水泥表需增速差整体趋势与统计局月度数据趋势一致，但节奏并不一致，分化时点例如 2017 年和 2020 年 2 月-4 月。考虑地产上一轮地产复苏周期为 2016-2019 年，而上一轮基建托底在 2015-2016 年。我们认为螺纹与水泥表需增速差与事件复盘更为一致。

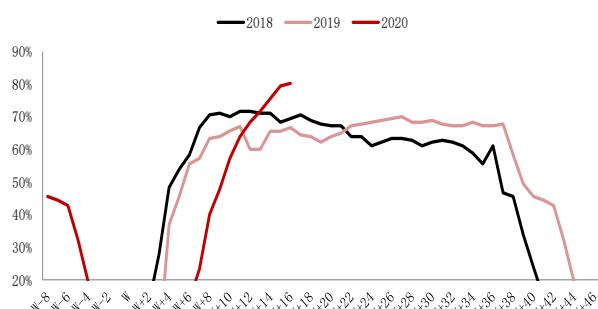
2020 年 2 月以来，尽管投资数据显示房地产投资仍强于基建投资，但工业品表需数据显示，房地产需求速度已明显慢于基建，今年以来的需求恢复主要得益于基建需求快速释放。且从分布上看，西北地区最为亮眼，华北地区二三季度或超预期。

图 15：复盘螺纹-水泥表需增速差与房地产和基建投资



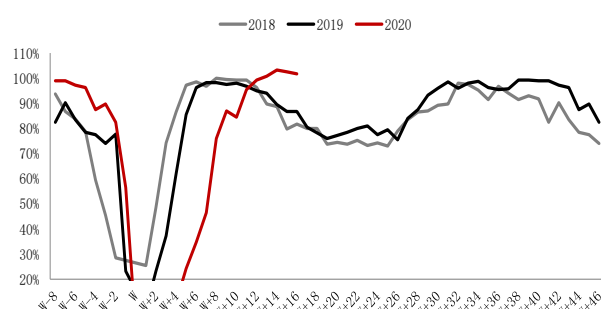
资料来源：wind，川财证券研究所

图 16：西北水泥出货季节性（2018-2020.5）



资料来源：wind，川财证券研究所

图 17：华东水泥出货季节性（2018-2020.5）



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

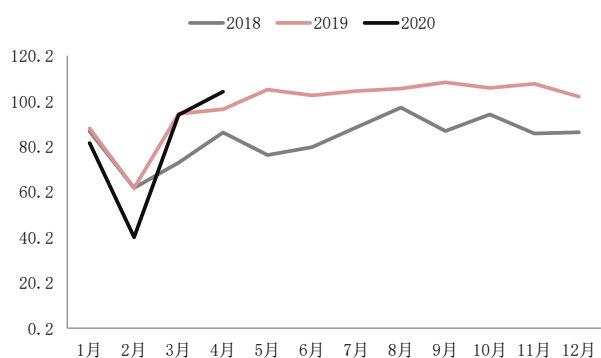
### 3.2 基建分项验证指标：铜、铝、不锈钢

传统基建中，除交通运输、机场，港口，桥梁外，还包括通讯，水利及城市给排水供气，供电设施等。水泥和钢材主要涉及交运、机场、港口、桥梁等基建下游，而特钢、有色等主要涉及通讯、供电等下游。

铜、铝等工业品表观消费显示，今年以来的基建全面开花，交运、桥梁、通讯、供电等各类下游需求均在快速释放。我们跟踪4月份表观消费量显示，铜、铝月度表观消费量增速分别达到8%和12%，且5月份以来高频周度表观增速依然维持在高位。

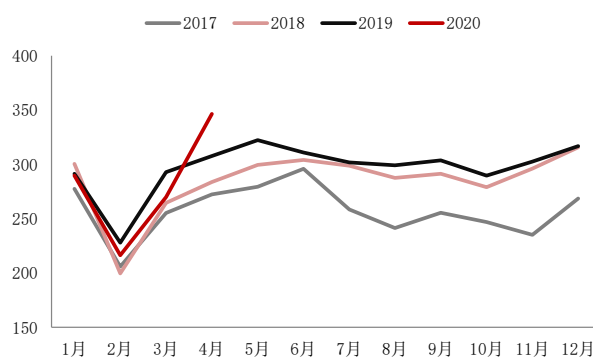
微观调研显示，铜、铝等表需回升除了低价补库因素外，可以看到基建方面的需求支撑。以电线电缆开工率为例，电线电缆汇中一半以上需求用于电力行业。根据SMM统计，4月、5月电线电缆开工率分别为80.81%和103.11%，5月电力订单接近历史峰值水平，电力行业基建需求大幅增长。

图 18： 铜表观消费量（2017-2020）



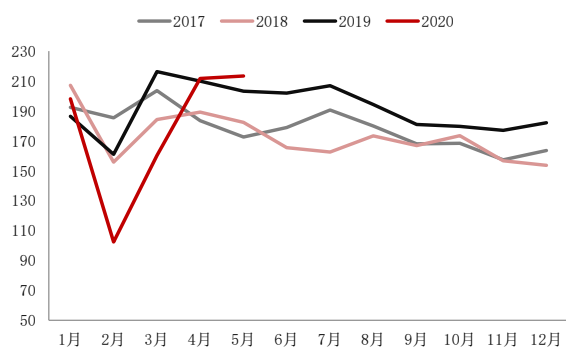
资料来源：SMM，川财证券研究所

图 19： 铝表观消费量（2017-2020）



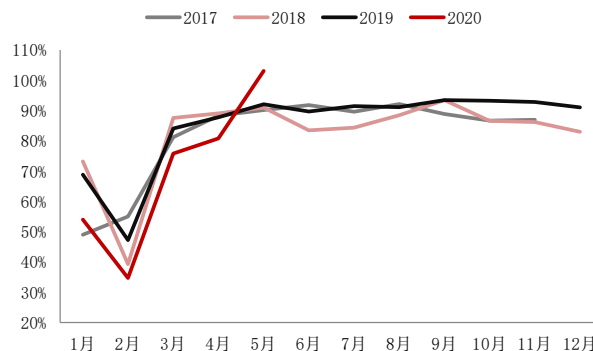
资料来源：wind，川财证券研究所

图 20： 不锈钢表观消费增速（2017-2020）



资料来源：SMM，川财证券研究所

图 21： 电线电缆开工率（2017-2020）



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

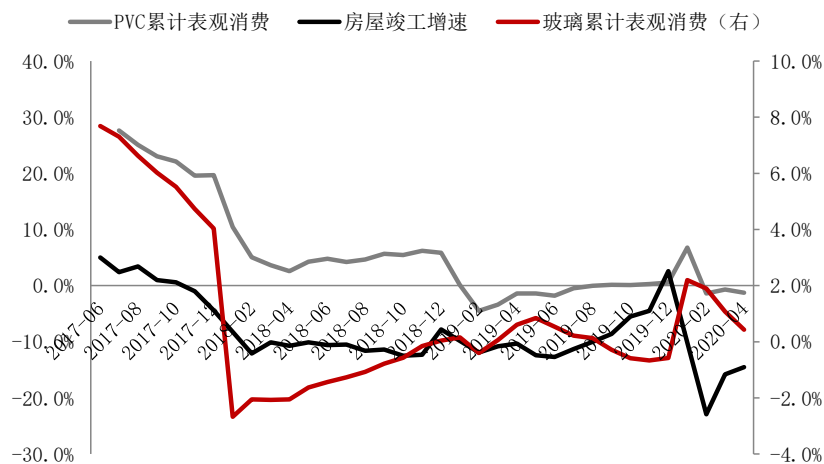
### 3.3 房地产竣工验证指标：PVC、玻璃

地产周期链条较长，开工和施工初期主要涉及钢材、水泥需求，竣工中涉及金属（铝、不锈钢、铜）、塑料（PVC）、玻璃（门窗、家具）等。因此，地产不同施工周期影响到不同工业品需求。

其中 PVC 以管材、门窗等形式出现，其需求中大约 80% 集中房地产竣工；玻璃下游中大约 70% 集中竣工和竣工后装修环节。因此，我们可以采用 PVC、玻璃作为房地产竣工跟踪指标。

复盘 2017 年以来 PVC、玻璃与房屋竣工面积增速相关性。2017 年以来，三者趋势较为同步，背离时点较少。二者是房屋竣工面积良好的同步验证指标。从 PVC、玻璃表观消费来看，尽管在 2019 年年末，各大房企年末集中交房推动下 PVC 和玻璃 2019 年四季度需求明显提振。但 2020 年 1-4 月以来，PVC 和玻璃需求同比增速在零值附近波动（分别为 -1.2% 和 0.4%），且降幅在 4 月份并未缩窄，故上半年以来房地产竣工力度不高。考虑 2020 年主流房企竣工计划依然在 10% 以上，房屋竣工对工业品需求提振或体现在下半年。

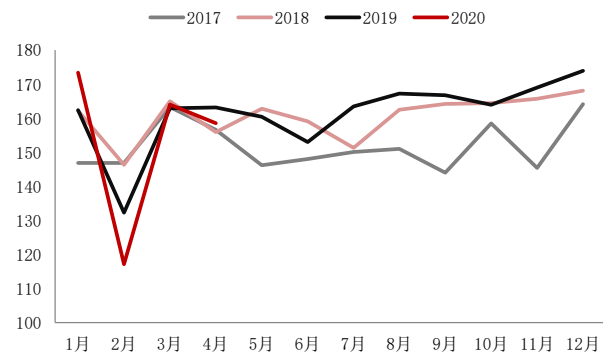
图 22：复盘 PVC、玻璃需求与房地产竣工（2017-2020）



资料来源：Wind，川财证券研究所

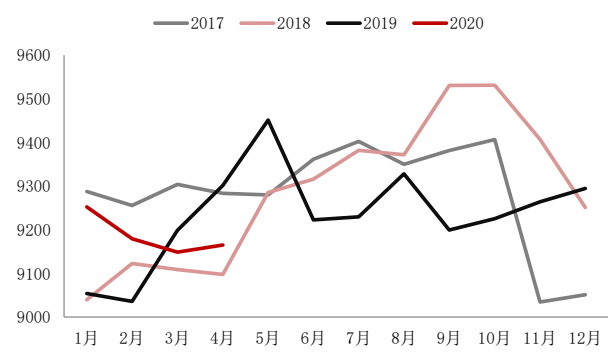


图 23: PVC 表观消费量 (2017-2020)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 24: 玻璃表观消费量 (2017-2020)



资料来源: wind, 川财证券研究所

## 四、复盘历年基建，此轮托底看好建筑、建材和电力相关有色周期板块

最后，我们简单复盘 2008 年以来基建托底行情中的各板块表现。近年基建托底主要有四轮：2008-2009 年；2012 年；2015-2016 年；2019 至今。对比来看，前三次托底政策更多为普适性宽松，地产类上下游标的涨幅更靠前；但此轮托底政策目前基建指向性更强，周期类行业中建议关注建筑、建材、电力设备（铜、铝、不锈钢等）等板块。

图 25: 历年基建复盘 (2009-2019)

2009		2010		2011		2012		2013		2014	
采掘	185.9%	电子	39.4%	银行	-4.8%	房地产	31.7%	传媒	107.0%	非银金融	121.2%
钢铁	75.6%	医药生物	29.7%	食品饮料	-10.4%	非银金融	28.1%	计算机	66.9%	建筑装饰	83.3%
有色金属	72.7%	机械设备	28.1%	房地产	-22.0%	建筑装饰	18.5%	电子	42.8%	钢铁	78.3%
商业贸易	47.8%	计算机	26.4%	传媒	-22.4%	家用电器	15.8%	家用电器	39.3%	房地产	65.3%
化工	45.3%	有色金属	22.1%	公用事业	-22.7%	银行	14.5%	医药生物	36.6%	交通运输	64.8%
交通运输	32.5%	农林牧渔	21.1%	休闲服务	-24.2%	有色金属	13.6%	通信	34.7%	银行	63.2%
电气设备	29.3%	食品饮料	20.8%	家用电器	-24.8%	医药生物	8.5%	国防军工	33.3%	公用事业	55.7%
公用事业	22.3%	电气设备	20.2%	纺织服装	-25.5%	公用事业	5.7%	电气设备	32.2%	国防军工	53.9%
汽车	19.7%	国防军工	18.4%	综合	-27.1%	休闲服务	5.2%	轻工制造	21.5%	综合	45.6%
纺织服装	17.9%	综合	16.0%	采掘	-27.9%	汽车	5.0%	休闲服务	19.5%	建筑材料	42.9%
2015		2016		2016		2017		2018		2019	
计算机	100.3%	食品饮料	7.4%	食品饮料	7.4%	食品饮料	53.9%	休闲服务	-10.6%	电子	73.8%
轻工制造	89.9%	建筑材料	0.0%	家用电器	-1.9%	家用电器	43.0%	银行	-14.7%	食品饮料	72.9%
纺织服装	89.2%	建筑装饰	-0.4%	钢铁	-8.1%	钢铁	19.7%	食品饮料	-22.0%	家用电器	57.0%
休闲服务	78.4%	家用电器	-1.9%	非银金融	-14.7%	非银金融	17.3%	农林牧渔	-22.4%	建筑材料	51.0%
传媒	76.7%	银行	-4.9%	有色金属	-6.2%	有色金属	15.4%	计算机	-24.5%	计算机	48.0%
通信	72.7%	采掘	-5.8%	电子	-12.7%	电子	13.5%	非银金融	-25.4%	非银金融	45.5%
电子	72.0%	有色金属	-5.2%	银行	-4.9%	银行	13.3%	医药生物	-27.7%	农林牧渔	45.4%
综合	71.2%	化工	-7.1%	交通运输	-22.6%	交通运输	6.5%	房地产	-28.8%	医药生物	36.8%
农林牧渔	66.8%	钢铁	-8.1%	建筑材料	0.0%	建筑材料	0.0%	建筑装饰	-29.3%	休闲服务	27.9%
电气设备	60.5%	农林牧渔	-8.6%	医药生物	-13.5%	医药生物	3.6%	钢铁	-29.6%	国防军工	27.2%

资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明



## 风险提示

### 国内外疫情变化，房地产政策变化

疫情作为未来 1-2 年最大的不确定因素将直接影响国内基建政策释放力度。4 月份以来国内需求恢复尚可，房地产政策宽松概率不高。若国内外疫情出现反复，房地产政策或有变化。

### 海外复工进展

5 月份以来，部分海外市场开始陆续复工，海外需求正在回流。但考虑疫情或有反复，外围需求趋势性回升尚需等待。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004