

寻找风格投资的矛与盾



证券分析师
夏祥全 A0230513070002
2014.12

主要内容

1. 风格的划分：大小盘-价值成长
2. 从经济、市场、交易看风格强弱
3. 寻找更好的“矛”与“盾”
4. 结论与建议

1.1 风格是难以回避的问题

- **风格是股票特质的一种，认识市场离不开风格**
 - 无论是大小盘，还是价值成长，都是划分股票特质的一种方式
 - 相同风格的股票往往在一段时间内主导市场
 - 寻找市场中表现较好的股票实质上离不开对风格的把握
- **对不同类型的投资者，认识风格的目的不一致**
 - 激进型投资者：踏准对的风格就能战胜市场
 - 稳健型投资者：规避风格切换对投资组合净值增长的影响

图1：风格在不同人手中或为矛、或为盾



资料来源:申万研究

1.2 从大小盘、价值成长角度划分风格板块

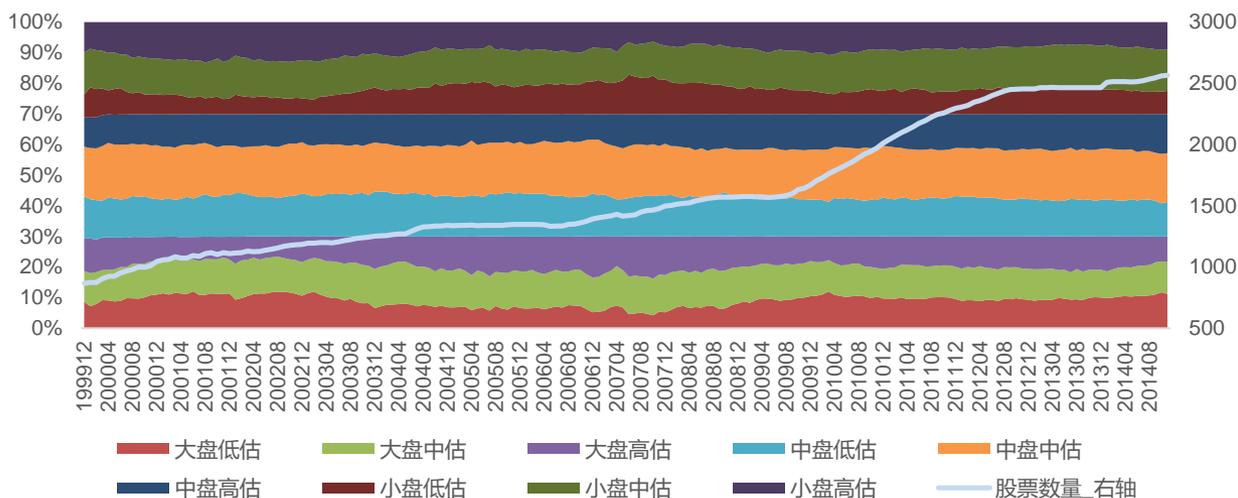
■ 以最受关注的大小盘、价值成长为例，在所有A股中划分风格板块

- 在全部A股中，每月分别以A股总市值、PB的倒数从大到小分成1:1:1的三部分，两两交叉即为各风格板块

■ 大中小盘与各估值水平均有交叉

- 大盘股票不仅仅是低估值股票，高估值股票占比近32%
- 小盘股票不仅仅是高估值股票，低估值股票占比近27%

图2：“九宫格”划分下的大小盘-价值成长风格比例



资料来源:申万研究

1.2 风格长期强弱有倾向，但短期强弱常变化

■ 长期看，小盘、低估风格往往占优

- 从2000年以来，小盘低估板块涨幅达2087%，表现最好，大盘高估板块下跌14%，表现最差

■ 分年看，风格强弱不断变化

- 小盘低估在2006年也跑输其他板块，大盘高估在2002年、2005年、2006年也跑赢其他板块

表1：长期看，小盘低估表现最好，大盘高估表现最差，但短期强弱常变化

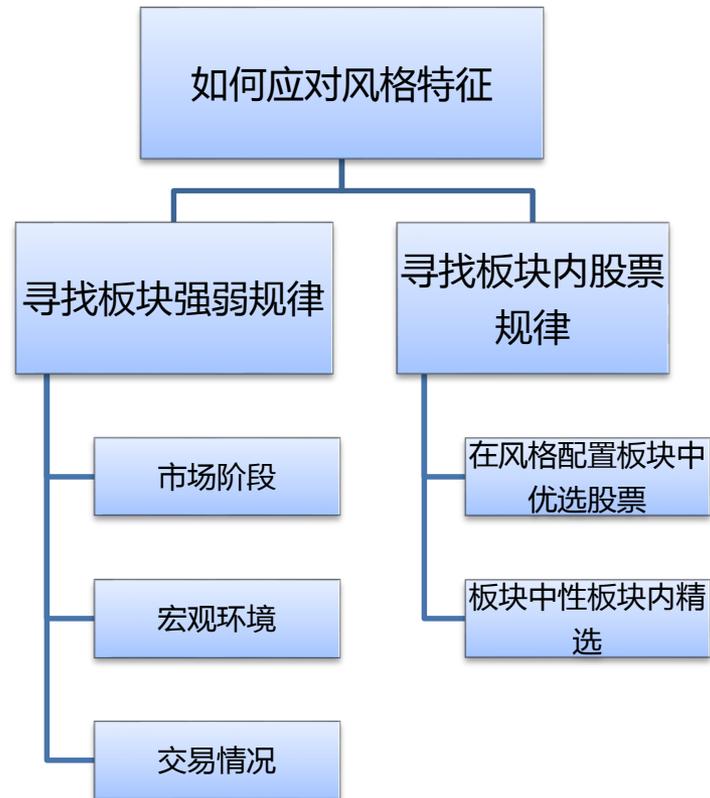
年份	大盘低估	大盘中估	大盘高估	中盘低估	中盘中估	中盘高估	小盘低估	小盘中估	小盘高估
2000年	45%	40%	26%	73%	64%	56%	112%	106%	63%
2001年	-20%	-27%	-34%	-19%	-26%	-32%	-13%	-21%	-41%
2002年	-16%	-18%	-13%	-19%	-24%	-29%	-21%	-21%	-26%
2003年	22%	15%	-11%	-10%	-16%	-25%	-17%	-23%	-32%
2004年	-8%	-16%	-25%	-15%	-12%	-24%	-19%	-17%	-30%
2005年	-11%	-13%	-10%	-19%	-19%	-24%	-16%	-15%	-26%
2006年	89%	91%	97%	67%	55%	66%	58%	62%	31%
2007年	230%	199%	107%	224%	193%	158%	289%	232%	204%
2008年	-53%	-65%	-68%	-58%	-59%	-62%	-48%	-51%	-57%
2009年	121%	92%	76%	178%	144%	103%	210%	180%	153%
2010年	-20%	5%	10%	6%	12%	19%	24%	22%	17%
2011年	-18%	-37%	-32%	-28%	-33%	-41%	-17%	-25%	-27%
2012年	14%	4%	-1%	6%	2%	-6%	11%	7%	15%
2013年	-3%	-5%	13%	14%	23%	24%	40%	45%	24%
2014年	22%	16%	5%	46%	42%	29%	65%	83%	70%
累计	454%	104%	-14%	496%	244%	13%	2087%	1234%	124%

资料来源:申万研究，2014年截至11月21日

1.3 寻找风格强弱规律、优化风格板块运用

- 如何应对风格特征？
- 各种风格什么时候强？
 - 市场阶段
 - 宏观环境
 - 交易情况
- 寻找板块内股票的规律
 - 风格配置中，用板块内表现更好的股票代替板块，优化配置收益
 - 在风格中性时，考虑板块内优选股票，优化收益

图3：报告的框架



资料来源:申万研究

主要内容

1. 风格的划分：大小盘-价值成长
2. 从经济、市场、交易看风格强弱
3. 寻找更好的“矛”与“盾”
4. 结论与建议

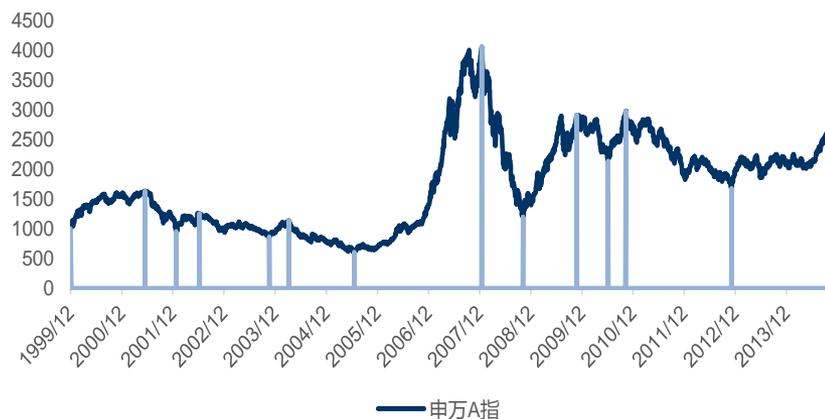
2. 多角度观察风格的强弱变化规律

- 市场风格离不开整体环境，把握市场风格强弱变化很难，但并非完全无迹可寻
- 市场阶段：上涨、下跌对风格的影响
- 经济周期：GDP&CPI、加息/降息周期
- 交易特征：根据过去的强弱情况预测未来

2.1 股票弹性主导了不同市场阶段下的风格特征

- 从2000年以来，以申万A指涨跌幅在15%以上的趋势变动进行划分，不考虑震荡
- 市场涨跌幅度较大的阶段，市场风格特征相对明确
 - 在市场涨幅较大的市场阶段，小盘低估表现往往最好
 - 在市场跌幅较大的市场阶段，大盘低估表现往往最好

图4：申万A指市场阶段划分



资料来源:申万研究

表2：各市场环境风格板块的表现

板块	2000/1/1-2001/6/13	2001/6/13-2002/1/22	2002/1/22-2002/7/8	2002/7/8-2003/11/18	2003/11/18-2004/4/6	2004/4/6-2005/7/18	2005/7/18-2008/1/14	2008/1/14-2008/11/4	2008/11/4-2009/11/23	2009/11/23-2010/7/5	2010/7/5-2010/11/8	2010/11/8-2012/12/3	2012/12/3-2014/11/21
大盘低估	49%	-29%	14%	-6%	16%	-30%	490%	-47%	112%	-18%	0%	-7%	18%
大盘中估	36%	-32%	10%	-14%	16%	-31%	398%	-60%	93%	-15%	24%	-34%	11%
大盘高估	18%	-34%	7%	-25%	-4%	-27%	248%	-64%	79%	-12%	28%	-35%	19%
中盘低估	87%	-35%	20%	-29%	12%	-46%	479%	-57%	176%	-3%	17%	-27%	67%
中盘中估	71%	-37%	12%	-34%	14%	-44%	371%	-58%	150%	-3%	22%	-34%	76%
中盘高估	60%	-42%	4%	-41%	4%	-46%	307%	-63%	116%	0%	26%	-47%	61%
小盘低估	143%	-35%	22%	-34%	10%	-50%	612%	-50%	218%	7%	23%	-8%	131%
小盘中估	123%	-38%	19%	-38%	12%	-49%	491%	-53%	199%	5%	22%	-20%	167%
小盘高估	63%	-50%	12%	-43%	2%	-60%	343%	-60%	177%	1%	21%	-18%	111%
平均涨跌	72%	-37%	13%	-29%	9%	-42%	415%	-57%	147%	-4%	20%	-26%	73%

资料来源:申万研究

2.2.1 经济周期对大小盘风格的影响相对较小

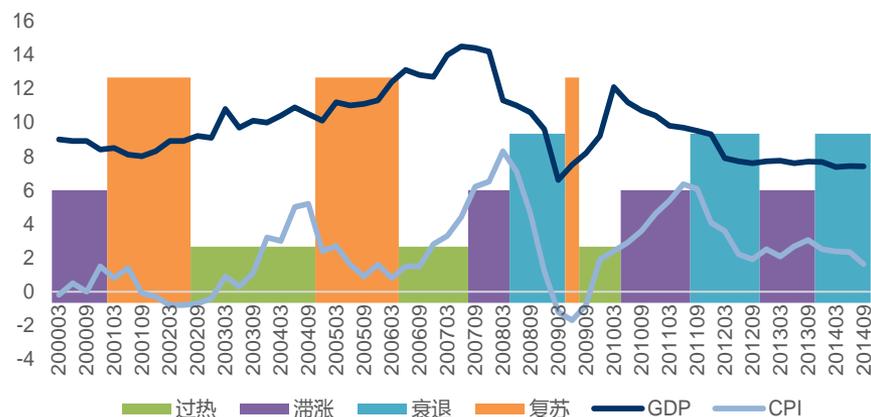
■ 根据GDP增速和CPI的变化，划分经济周期

- 复苏、过热、滞胀、衰退

■ 经济周期对大小盘风格的影响相对较小，小盘、中低估风格在各区域内持续领先

- 经济不一定领先股市，而且股市常常背离经济变化

图5：经济周期变化及划分



资料来源:申万研究, WIND

表3：经济周期对大小盘风格的影响相对较小

时间区间	1999.12-2000.12	2000.12-2002.6	2002.6-2004.9	2004.9-2006.3	2006.3-2007.6	2007.6-2008.3	2008.3-2009.3	2009.3-2009.6	2009.6-2010.3	2010.3-2011.6	2011.6-2012.9	2012.9-2013.9	2013.9-2014.9
大盘低估	41%	-10%	2%	-11%	161%	29%	4%	28%	11%	-9%	-23%	16%	12%
大盘中估	38%	-23%	-10%	-16%	146%	24%	-26%	25%	8%	7%	-36%	6%	14%
大盘高估	27%	-36%	-44%	-7%	123%	0%	-40%	19%	10%	9%	-24%	16%	1%
中盘低估	62%	-10%	-33%	-19%	153%	33%	2%	23%	45%	5%	-30%	18%	39%
中盘中估	56%	-24%	-40%	-20%	136%	21%	-6%	18%	42%	4%	-30%	24%	39%
中盘高估	53%	-40%	-65%	-31%	137%	12%	-19%	12%	32%	3%	-42%	29%	25%
小盘低估	85%	-3%	-45%	-21%	164%	53%	13%	32%	61%	22%	-17%	32%	62%
小盘中估	86%	-16%	-50%	-20%	151%	42%	10%	27%	51%	13%	-21%	37%	73%
小盘高估	55%	-48%	-72%	-35%	121%	34%	-5%	28%	43%	14%	-23%	32%	53%

资料来源:申万研究

2.2.2 加息、降息周期对风格偏好影响不大

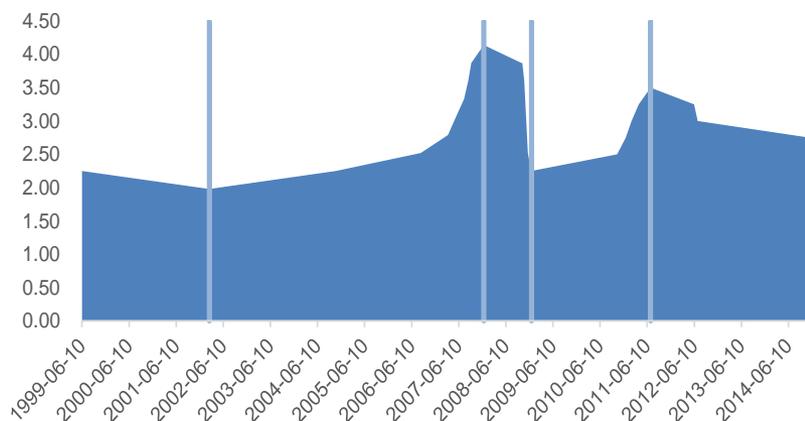
■ 按照一年期定期存款基准利率变动划分加息周期和降息周期

- 加息周期：2002.2.21-2007.12.21、2008.12.23-2011.7.7
- 降息周期：1999.6.10-2002.2.21、2008.10.9-2008.12.23、2012.6.8-2014.11.22

■ 在加息周期内，大盘中估、高估股票排名相对靠后，小盘相对靠前

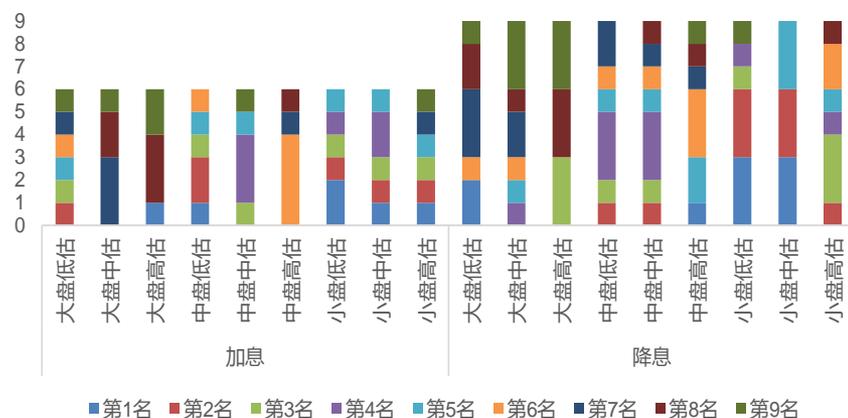
■ 在降息周期内，大盘股表现依然靠后，这与牛市下小盘股弹性更高有关

图6：一年期定期存款基准利率（%）历年变化



资料来源:申万研究, WIND

图7：加息及降息周期前三月风格表现排名分布



资料来源:申万研究, 排名越靠前表现越好

2.3 风格动量在趋势市效果更明显

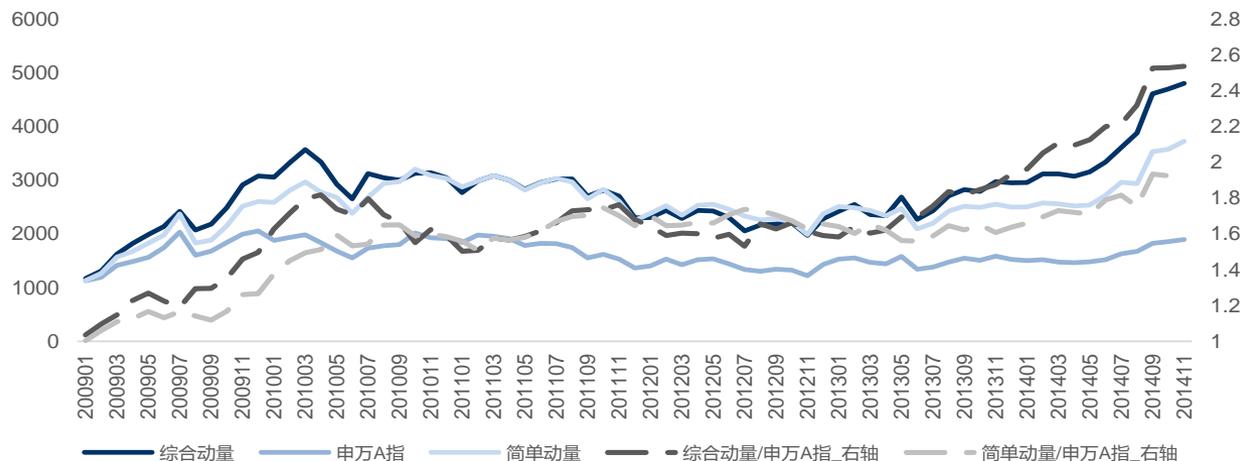
■ 为研究风格持续性如何，构造风格动量策略

- 简单动量：简单选择过去一个月表现最好的风格板块作为最新配置
- 综合动量：分别比较大、中、小盘里面高估、低估板块的强弱，选择主导的强势风格；分别比较低、中、高估里面的大、小盘股票的强弱，选择主导的强势风格。两者结合选定下月风格板块

■ 风格动量在趋势市中效果更明显

- 无论简单动量还是综合动量方式，策略在牛市阶段表现均更好，而在震荡市中较难延续
- 挑选风格实质上也是挑选市场阶段

图8：风格动量在牛市阶段中更能显现



资料来源:申万研究

主要内容

1. 风格的划分：大小盘-价值成长
2. 从经济、市场、交易看风格强弱
3. 寻找更好的“矛”与“盾”
4. 结论与建议

3. 风格组合构建：寻找更好的矛和盾

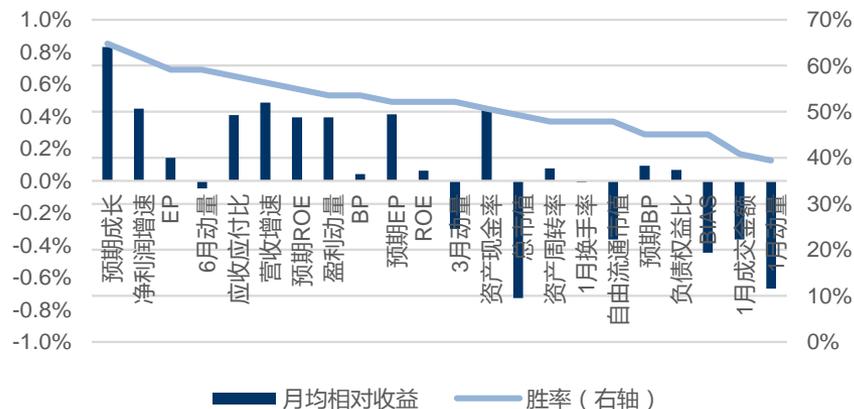
- 风格择时难做，但是提供工具总没错！
- 研究风格板块内股票的规律，提供工具
 - 矛：激进型投资者可以在选定风格后进一步优化组合配置，增强风格投资收益
 - 盾：防御型投资者可以每个板块内优化股票选择，板块中性下板块内增强
- 每月划分风格板块，多角度因子分析股票板块特征
 - 估值：静态PE、静态PB、预期PE、预期PB
 - 盈利能力：ROE、预期ROE
 - 成长：营业收入增长、净利润增长、预期净利润增长
 - 运营：资产现金率、应收应付比、负债权益比、资产周转率
 - 动量：1/3/6个月股价涨幅、1月盈利动量
 - 规模：自由流通市值、总市值
 - 量价：1月换手率、1月成交金额、BIAS

3.1.1 大盘股票内预期成长相对有效

■ 大盘股票不同估值水平的股票有效因子有所差别

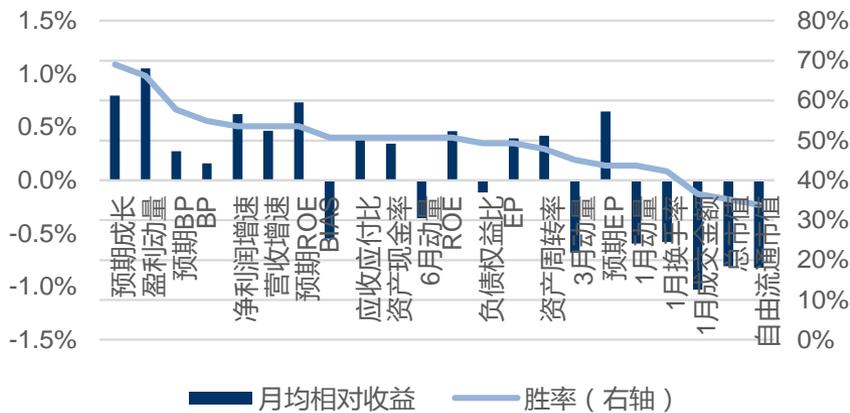
- 大盘低估板块中预期成长、1月动量最显著，胜率在65%以上
- 大盘中估板块中预期成长、规模因子最显著，胜率近70%
- 大盘高估板块中营收增速、1月成交金额最显著，胜率约64%

图9：大盘低估板块中预期成长、1月动量最为显著



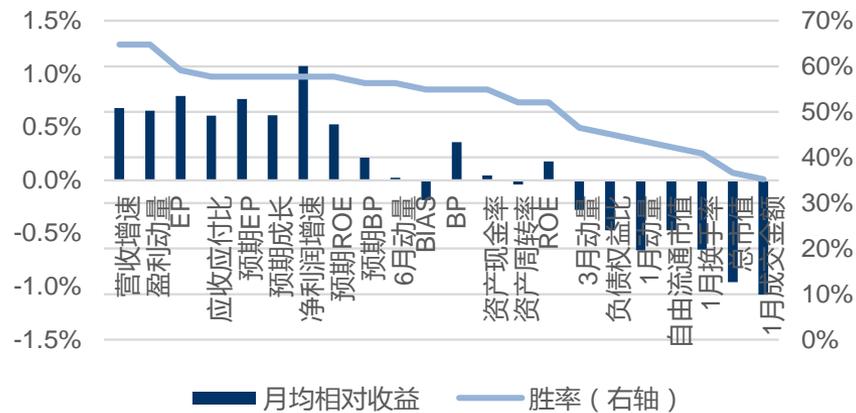
资料来源:申万研究

图10：大盘中估板块预期成长、规模因子最显著



资料来源:申万研究

图11：大盘高估板块营收增速、1月成交金额最显著



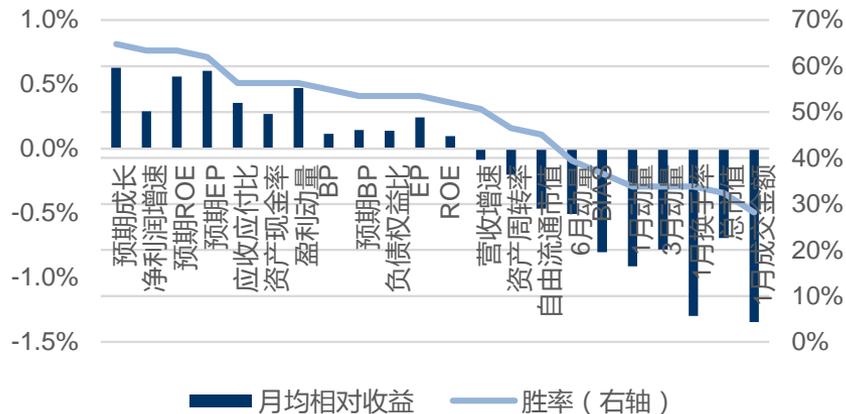
资料来源:申万研究

3.1.2 中盘股票中1月成交金额、1月换手率非常显著



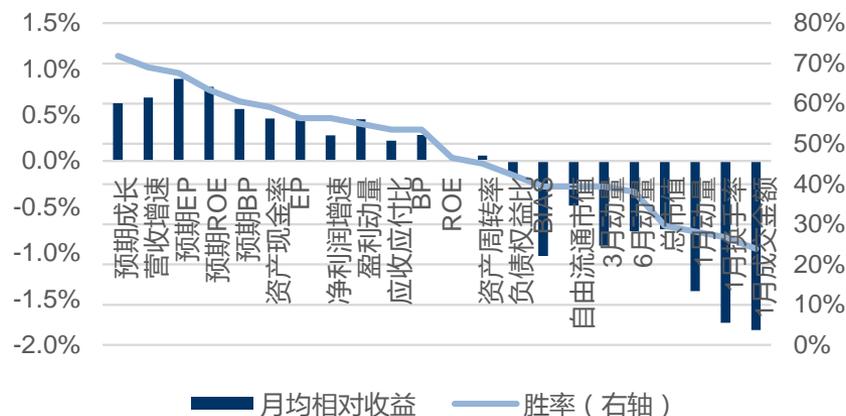
- 无论是从胜率还是从月均相对收益来看，中盘股票中交易相关的1月成交金额、1月换手率等指标均非常显著
- 预期成长、预期PE等因子的效果也不错

图12：中盘低估中预期成长、1月成交金额最显著



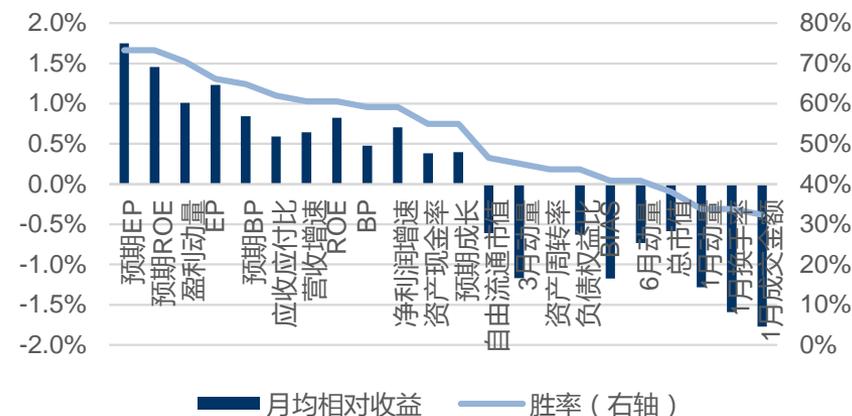
资料来源:申万研究

图13：中盘中估中1月换手率、1月成交金额最显著



资料来源:申万研究

图14：中盘高估中1月成交金额、1月换手率最显著

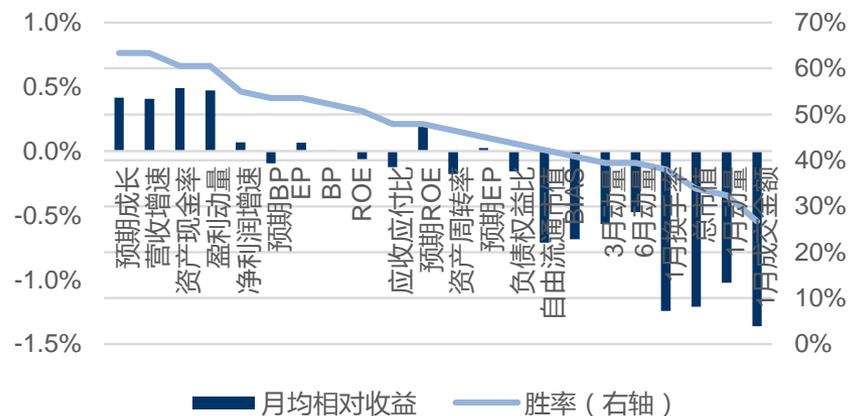


资料来源:申万研究

3.1.3 小盘股票中1月成交金额非常有效

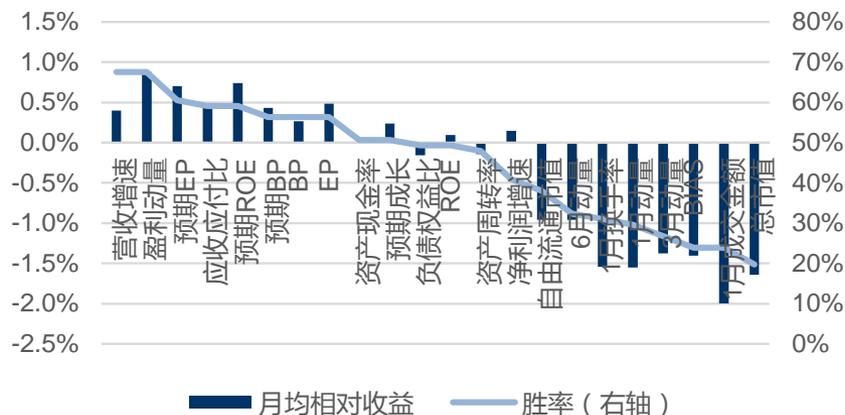
- 小盘股中前期活跃的股票后续表现往往较差，且效应显著
- 预期类因子在小盘股中效果不明显，主要是因为分析师对相关股票的覆盖度较低，数据缺失较多或预期数据可靠性较弱

图15：小盘低估中1月成交金额、1月动量最显著



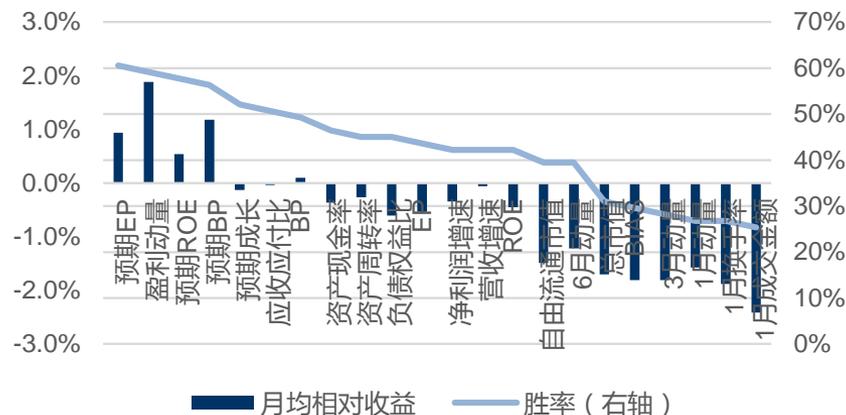
资料来源:申万研究

图16：小盘中估中总市值、1月成交金额最显著



资料来源:申万研究

图17：小盘高估中1月成交金额、1月换手率最显著



资料来源:申万研究

3.2 挑选因子，构造板块内精选组合

■ 挑选各板块相对有效的因子，构造板块内精选组合

- 根据每个风格板块中因子分析结果，综合挑选稳定性和收益均较显著的因子作为每个板块的精选选股因子
- 每个月分板块按照各因子进行综合打分，分别考虑挑选10-50只股票构造组合的表现

表4：各风格板块精选选股因子

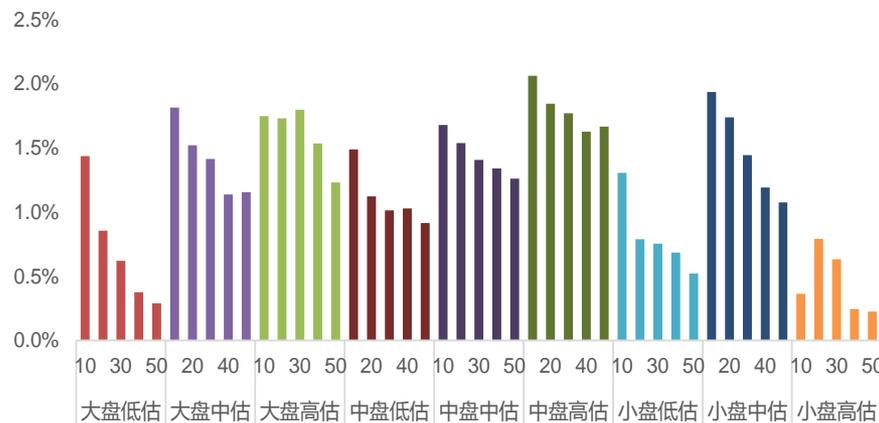
风格板块	精选选股因子
大盘低估	预期成长、净利润增速、PE、1月动量、1月成交金额、BIAS
大盘中估	预期成长、盈利动量、预期ROE、自由流通市值、总市值、1月成交金额
大盘高估	盈利动量、营业收入增速、PE、1月成交金额、总市值、1月换手率
中盘低估	1月成交金额、总市值、1月换手率、预期成长、净利润增速、预期ROE
中盘中估	预期成长、营业收入增速、PE、1月成交金额、1月换手率、1月动量
中盘高估	预期PE、预期ROE、盈利动量、1月成交金额、1月换手率、1月动量
小盘低估	预期成长、营业收入增速、资产现金率、1月成交金额、1月动量、总市值
小盘中估	营业收入增速、盈利动量、预期PE、总市值、1月成交金额、BIAS
小盘高估	预期PE、盈利动量、1月成交金额、1月换手率、1月动量

资料来源:申万研究

3.2 除大盘低估、小盘高估外有效性均较高

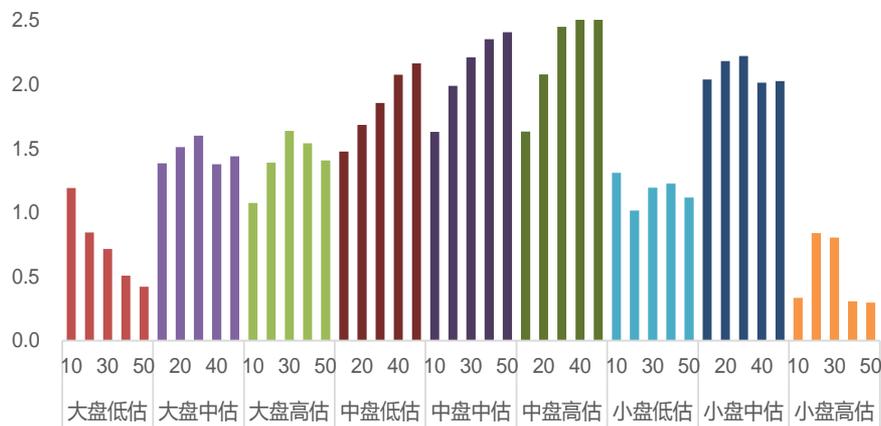
- 板块选股组合在除大盘低估、小盘高估外的板块均有效
- 不同板块下组合股票数量越少，月均超额收益越高，但稳定性也相对更弱
- 综合来看，选择20只股票相对更优

图18：不同股票数量下板块内组合的月均超额收益



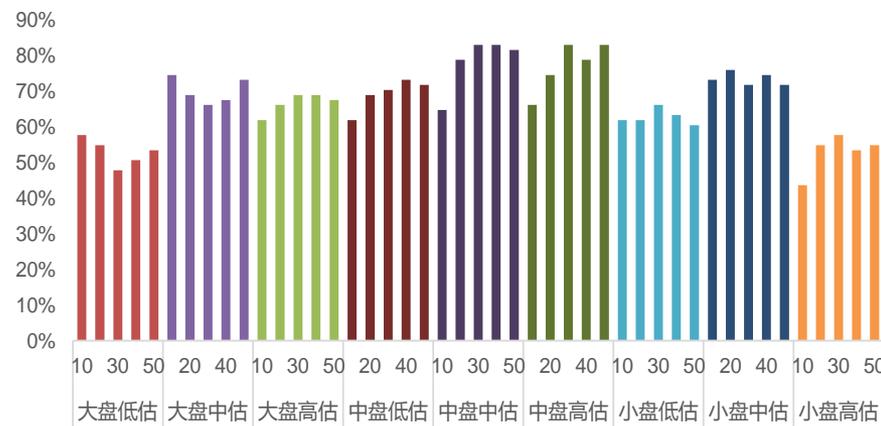
资料来源:申万研究，比较基准为各板块整体表现

图19：不同股票数量下各板块选股组合的信息比率



资料来源:申万研究，比较基准为各板块整体表现

图20：不同股票数量下各板块选股组合的胜率



资料来源:申万研究，比较基准为各板块整体表现

3.3 矛：风格动量策略叠加精选组合表现更“锋利”



- 矛：对于激进型投资者，可以在选定优势风格后，以风格板块内的优选组合作为代表，进行投资
- 以风格动量策略为例，在此基础上叠加板块内精选组合，表现十分抢眼
 - 风格动量叠加选股组合后表现大幅提升，相对申万A指的累计超额收益达1242.82%
 - 组合年化信息比率2.03，但年化跟踪误差也较高，达18%
 - 叠加策略稳定性也较高，过去六年均跑赢申万A指，月度胜率为70%

图21：风格动量叠加选股组合后表现大幅提升

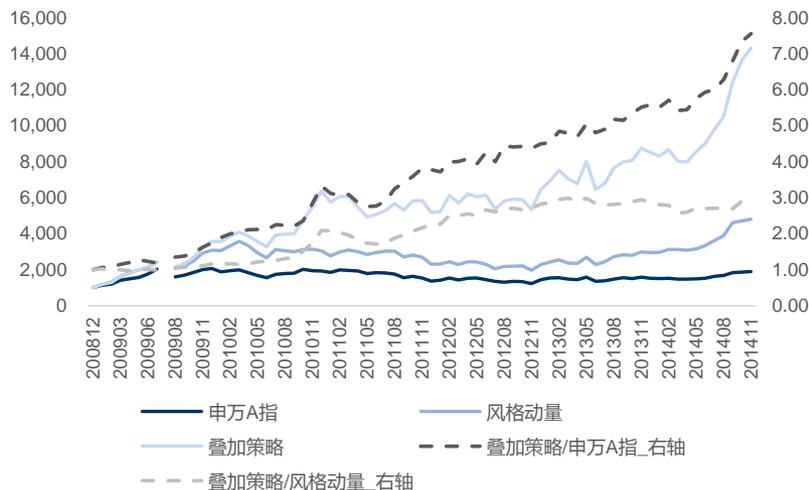


表5：叠加策略每年均跑赢申万A指

年份	绝对涨幅			超额收益	
	申万A指	风格动量	叠加策略	风格动量	叠加策略
2009年	105.63%	207.83%	257.83%	102.20%	152.19%
2010年	-6.82%	-0.93%	78.01%	5.90%	84.83%
2011年	-28.63%	-24.61%	-18.75%	4.01%	9.88%
2012年	4.91%	-0.68%	24.60%	-5.59%	19.69%
2013年	6.30%	29.27%	32.05%	22.97%	25.75%
2014年	24.24%	62.85%	68.19%	38.62%	43.96%
累计收益	89.46%	380.73%	1332.28%	291.27%	1242.82%

资料来源:申万研究

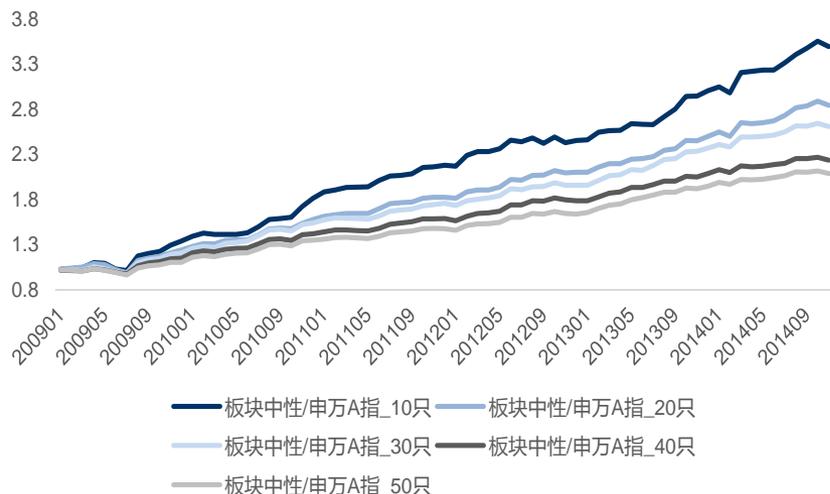
资料来源:申万研究

3.4.1 盾：风格中性策略能稳健的跑赢申万A指



- **盾：结合各风格板块的优选策略，全市场A股为标的，构造风格板块中性策略，防御市场风格变化**
 - 每月按照风格板块划分，每个板块内部根据优选因子挑选10-50只股票入选组合，板块内采用自由流通市值加权，板块间权重与指数的板块权重分布一致
- **每个板块内入选的股票数量不影响风格中性策略持续稳定跑赢申万A指**
 - 对于不同的各板块入选的股票数量，风格中性策略均持续稳定跑赢申万A指
 - 当各板块入选股票为10只时，信息比率及胜率最高

图22：风格中性策略均持续稳定跑赢申万A指



资料来源:申万研究

表6：每板块挑选10只股票时信息比率及胜率均最高

	10只	20只	30只	40只	50只
月均超额收益	1.80%	1.48%	1.35%	1.12%	1.03%
累计超额收益	472.97%	349.63%	305.02%	234.92%	207.06%
信息比率	2.25	2.25	2.24	2.10	2.07
月度胜率	81.69%	78.87%	76.06%	67.61%	71.83%
年化跟踪误差	9.57%	7.90%	7.21%	6.43%	5.96%
月最大跑赢	12.66%	10.69%	10.00%	7.58%	6.09%
月最大跑输	-6.50%	-5.84%	-3.24%	-2.63%	-3.21%

资料来源:申万研究

3.4.2 在中证800中风格中性依然有效

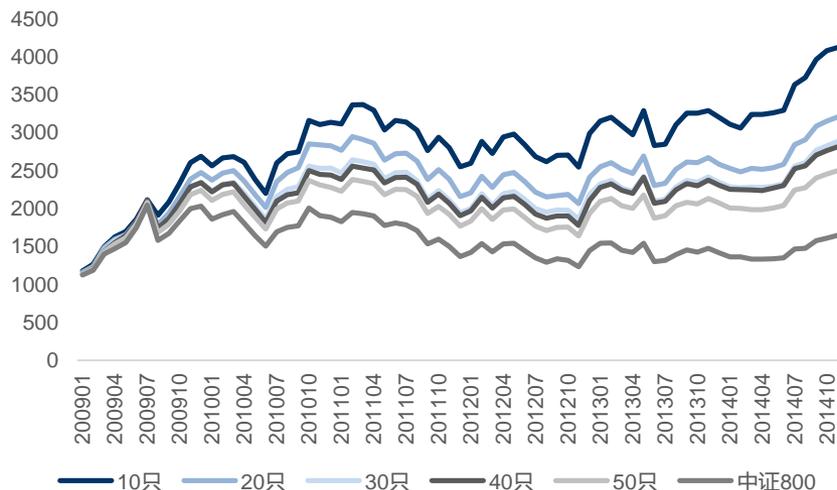
■ 考虑到市场的关注程度，研究在中证800中构造板块中性策略的效果

- 每月以中证800样本股为样本空间，划分大小盘-价值成长的风格板块
- 采用各风格板块内有效因子进行板块内选股，板块内股票自由流通市值加权，板块间权重与中证800权重一致

■ 在中证800中风格中性依然表现较好

- 当每个风格板块入选股票数量越少时，累计收益越高
- 从信息比率角度来看，40只时最好，稳定性最高

图23：每板块选10只股票长期收益最高



资料来源:申万研究

表7：每板块挑选40只股票时信息比率和胜率均最高

	10只	20只	30只	40只	50只
月均超额收益	1.28%	0.91%	0.76%	0.74%	0.57%
累计超额收益	203.04%	129.60%	106.87%	101.98%	73.69%
信息比率	1.81	1.62	1.74	2.22	2.00
月度胜率	76.06%	70.42%	73.24%	76.06%	73.24%
年化跟踪误差	8.45%	6.74%	5.22%	4.01%	3.44%
月最大跑赢	13.01%	9.64%	6.64%	4.89%	3.63%
月最大跑输	-3.48%	-4.01%	-3.67%	-1.92%	-2.15%

资料来源:申万研究

主要内容

1. 风格的划分：大小盘-价值成长
2. 从经济、市场、交易看风格强弱
3. 寻找更好的“矛”与“盾”
4. 结论与建议

4.1 结论与建议



- 风格是股票特质的一种，认识市场离不开风格。长期看小盘低估风格往往占优，但分年看风格强弱不断变化
- 在市场涨幅较大的市场阶段，小盘低估表现往往最好，而在市场跌幅较大的市场阶段，大盘低估表现往往较好；经济周期对风格的影响相对较小，小盘、中低估风格在个区域内持续领先；加息周期、降息周期内，大盘股表现均靠后。风格动量在趋势市中效果更明显，而在震荡市中较难延续
- 在各风格板块内挑选有效因子构造组合，除大盘低估、小盘高估外的板块均有效。不同板块下组合股票数量越少，月均超额收益越高，但稳定性也相对更弱
- 风格动量策略叠加精选组合表现更好，从2009年以来已累计跑赢申万A指1242%，但同时年化跟踪误差也较高，达18%
- 结合风格板块的优选策略，构建以防御风格切换为主的风格中性策略表现稳健
 - 每个板块内入选的股票数量不影响风格中性策略持续稳定的跑赢申万A指，当每板块入选股票数量为10只时，信息比率及胜率最高，信息比率2.25，月度胜率达81.69%。
 - 当样本空间从全市场切换到中证800后，风格中性策略表现依然较好，从信息比率角度来看，每个板块入选40只股票时稳定性最高，信息比率2.22，月度胜率76.06%

4.2 最新组合名单



表8：各板块优选组合最新名单

风格	股票代码	股票简称	A股总市值 (亿元)	PB	风格	股票代码	股票简称	A股总市值 (亿元)	PB	风格	股票代码	股票简称	A股总市值 (亿元)	PB
大盘低估	002440	闰土股份	130.93	2.46	中盘低估	002206	海利得	39.12	1.93	小盘低估	300153	科泰电源	23.73	2.56
大盘低估	600352	浙江龙盛	225.82	2.06	中盘低估	600969	郴电国际	42.11	2.48	小盘低估	300240	飞力达	23.31	2.45
大盘低估	002078	太阳纸业	92.17	1.75	中盘低估	600858	银座股份	43.74	1.47	小盘低估	002494	华斯股份	27.88	2.04
大盘低估	000600	建投能源	147.09	1.72	中盘低估	002062	宏润建设	41.27	1.89	小盘低估	002208	合肥城建	28.65	2.09
大盘低估	002004	华邦颖泰	124.86	2.19	中盘低估	002187	广百股份	42.73	1.85	小盘低估	002026	山东威达	37.50	2.41
大盘低估	000581	威孚高科	223.40	2.54	中盘低估	601011	宝泰隆	46.67	1.62	小盘低估	002682	龙洲股份	21.49	1.98
大盘低估	600674	川投能源	370.22	2.56	中盘低估	000418	小天鹅A	52.84	1.78	小盘低估	002291	星期六	29.36	1.80
大盘低估	600548	深高速	89.29	1.17	中盘低估	600361	华联综超	41.08	1.32	小盘低估	000421	南京中北	26.45	2.40
大盘低估	601808	中海油服	507.13	1.76	中盘低估	002543	万和电气	49.06	1.85	小盘低估	000756	新华制药	25.72	2.12
大盘低估	601238	广汽集团	344.49	1.53	中盘低估	000525	红太阳	80.75	2.14	小盘低估	300117	嘉寓股份	25.51	1.95
大盘中估	002203	海亮股份	162.54	5.16	中盘中估	002436	兴森科技	64.90	3.83	小盘中估	002654	万润科技	26.42	4.79
大盘中估	002002	鸿达兴业	88.64	3.24	中盘中估	300032	金龙机电	62.28	7.32	小盘中估	000838	国兴地产	20.45	5.03
大盘中估	000732	泰禾集团	132.33	3.63	中盘中估	002514	宝馨科技	40.97	4.36	小盘中估	300184	力源信息	26.18	4.44
大盘中估	002032	苏泊尔	112.45	3.12	中盘中估	002020	京新药业	55.86	4.03	小盘中估	300218	安利股份	25.45	2.85
大盘中估	000829	天音控股	90.90	3.92	中盘中估	002447	壹桥苗业	74.79	3.73	小盘中估	300192	科斯伍德	22.39	3.50
大盘中估	002431	棕榈园林	87.78	3.18	中盘中估	002664	信质电机	63.70	5.01	小盘中估	002553	南方轴承	23.86	3.91
大盘中估	300004	南风股份	98.28	3.33	中盘中估	300269	联建光电	60.06	4.00	小盘中估	002492	恒基达鑫	27.58	3.13
大盘中估	600612	老凤祥	101.32	4.63	中盘中估	002462	嘉事堂	57.96	4.63	小盘中估	002427	尤夫股份	32.73	3.13
大盘中估	002271	东方雨虹	125.98	3.76	中盘中估	002589	瑞康医药	69.79	4.00	小盘中估	002098	浔兴股份	22.92	3.39
大盘中估	600185	格力地产	101.54	3.48	中盘中估	600613	神奇制药	74.01	4.32	小盘中估	300141	和顺电气	25.28	3.76
大盘高估	600201	金宇集团	104.68	6.57	中盘高估	002555	顺荣股份	46.90	6.57	小盘高估	002587	奥拓电子	36.77	6.25
大盘高估	002572	索菲亚	99.88	5.40	中盘高估	300012	华测检测	68.54	6.65	小盘高估	000673	当代东方	36.08	251.76
大盘高估	300202	聚龙股份	157.71	14.11	中盘高估	002364	中恒电气	51.13	5.29	小盘高估	300121	阳谷华泰	29.06	6.23
大盘高估	300001	特锐德	86.41	6.28	中盘高估	002158	汉钟精机	50.11	5.37	小盘高估	600136	道博股份	19.35	14.46
大盘高估	002373	千方科技	127.89	14.82	中盘高估	002624	金磊股份	39.52	8.40	小盘高估	002669	康达新材	31.78	5.32
大盘高估	300147	香雪制药	103.34	6.08	中盘高估	600715	松辽汽车	45.91	(1214.46)	小盘高估	600355	精伦电子	21.77	5.45
大盘高估	002131	利欧股份	97.88	5.98	中盘高估	300009	安科生物	52.24	7.45	小盘高估	000430	张家界	26.40	5.28
大盘高估	000555	神州信息	205.30	10.02	中盘高估	600217	秦岭水泥	52.34	(35.47)	小盘高估	002458	益生股份	37.70	5.73
大盘高估	300115	长盈精密	109.34	5.84	中盘高估	000603	盛达矿业	76.51	12.32	小盘高估	002633	申科股份	30.90	5.88
大盘高估	000035	中国天楹	84.10	5.41	中盘高估	002568	百润股份	67.60	10.58	小盘高估	300286	安科瑞	37.04	7.56

资料来源:申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。

申万研究 · 拓展您的价值

SWS Research • CHINA Value Revealed



申万研究微信订阅号



申万研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司

夏祥全

xiaxq@swsresearch.com