

# 策略 · 2020 年中期策略（上）

证券研究报告

2020 年 06 月 21 日

## 少部分公司牛市的延续 OR 全面牛市的开启？

### 1、年初以来的上涨，脱离了基本面吗？

2020 年 1-5 月，涨幅的高低与 2020Q1 的 ROE、ROE 变化率、利润增速、营收增速，呈现单调正相关性，与年初 PE、年初 PB 分位数，关系不显著。这一点与过去每一年的情况都类似：中期超额收益取决于景气度的相对高低，大部分时候与估值无关。详见前期深度《中期行业配置的制胜策略：如何应对板块加速轮动？》。

### 2、行业间的 PE 分化并不严重，也意味着市场情绪并没有过热。

历史上，当行业间 PE 的离散程度达到一个比较高的位置时，往往对应了牛市的顶点，比如 07 年、10 年、15 年的三次波峰，都伴随了市场情绪的顶峰。背后是过度狂热的情绪，导致估值波动较大的行业，出现了远超过基本面的估值抬升，于是牛熊转折点也随即到来。但是，当前位置上，行业 PE 离散的程度并不大，甚至是在历史较低的位置上，也意味着市场情绪还相对理性，没有出现过热的状态。

### 3、但行业 PB 历史分位数的离散程度的确是过去 15 年的高位，背后是盈利能力和景气度趋势的严重分化。

凡是当前 PB 分位数较高的行业，都对应了要么较强的盈利能力（高且稳定的 ROE），要么较好的景气度趋势（业绩增速较快的）。少数盈利能力较强的行业，其估值水平已至历史相对高位，被给予了更高的溢价。而盈利差的行业，多数估值也处历史低位水平，被给予了更多的折价。盈利能力的两极化，使得好资产的 PB 估值与其余资产的 PB 估值分道扬镳。

### 4、历史上有 3 次估值的严重分化以全面熊市的形式收敛，但现在大概率不会。

历史上五次极端的 PB 估值分化，有 3 次（10 年下半年之后、15 年下半年之后、18 年年初之后）是以熊市高估值全面杀跌的形式，完成了估值的收敛。这 3 次全面熊市的共同特点都有盈利开始走弱的情况发生。但从我们的盈利预测模型出发，不管是非金融 A 股、沪深 300、还是创业板指，未来盈利都大概率是持续环比改善的。因此，根据这一“基本要素”的判断，未来出现类似此前的 3 次熊市估值收敛的可能性较低。

### 5、历史上还有 2 次估值的严重分化以全面牛市的形势收敛，当前全面牛市的开启还需要等待哪些触发条件？

一次是 06 年经济从复苏到全面过热推动的盈利牛，导致了低估值的全面补涨。另一次是 14 年的各种高杠杆资金，在并没有很强盈利改善的逻辑下快速推升了金融地产的估值，形成了牛市的估值收敛。考虑这两次经验和当前的情况，低估值板块出现大规模整体性上涨、即全面牛市的触发条件可能包括：①增量资金的属性发生变化，不仅仅来自于外资和国内公募基金。可持续跟踪观察融资融券等杠杆资金、产业资本等。②出现政策力度和经济形式的错配，比如在经济数据持续大幅好转的情况下，政策仍然没有收缩的意图。

### 6、在此之前，少部分公司的牛市仍将延续，那么下半年如何配置？

考虑到增量资金比较理性的投资选择和相对固化的投资风格，低估值板块估值修复的机会可能更多的存在于部分细分龙头——即被行业属性长期压制了估值、但又具备  $\alpha$  属性的周期类核心资产，这个可能是下半年性价比相对比较高的部分，即便整个低估值板块的  $\beta$  没有想象中好，那么这些具备  $\alpha$  属性的公司，在较低估值买入时，拉长来看，也至少不会跑输。

历史回溯表明，即便出现全面牛市的估值收敛：第一，高位估值（估值分位 > 80%）持续的时间可以很长，半年甚至一年以上。当前 PB 分位在 80% 以上的行业仅有食品饮料（目前维持 2 个月）。第二，低估值板块补涨的过程中，高估值行业通常并未跑输低估值行业。估值分化峰值之后，低估值行业可能有抬估值的补涨行情，但高估值行业由于有更高的增速，即使估值抬升幅度较小，但涨幅并不比低估值行业差。——因此，不管是短期还是长期，对于核心仓位，我们仍然建议保持对消费和科技龙头的超配，下半年如果由中美关系反复、疫情反复、美股波动导致的情绪式下跌，都是对消费和科技核心公司再配置的机会。

风险提示：宏观经济风险，国内外疫情风险，业绩不达预期风险等。

### 作者

**刘晨明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516090006  
liuchenming@tfzq.com

**李如娟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518030001  
lirujuan@tfzq.com

**许向真** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070006  
xuxiangzhen@tfzq.com

**赵阳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090002  
zyang@tfzq.com

**吴黎艳** 联系人  
wuliyang@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200608-20200612）-资金利率波动逐步放缓，基金发行份额重回高位，但 ETF 持续赎回》 2020-06-16
- 2 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200601-20200605）-公募爆款发行，北上持续流入，但资金利率中枢上移》 2020-06-09
- 3 《投资策略：策略一周资金面及市场情绪监控（20200525-20200529）-资金利率波动加大，一度重回 2%，但北上仍持续流入》 2020-06-02

## 内容目录

1. 当前的估值分化有何特点？股价是否脱离了基本面？ .....	4
1.1. 行业间的 PE 分化其实并不严重，意味着市场情绪没有过热 .....	4
1.2. 但行业 PB 历史分位数的离散程度已至过去 15 年的高位 .....	5
1.3. PB 估值显著分化的背后是盈利能力的分化，高的盈利能力和景气度被给予了更高的估值溢价 .....	6
1.4. 引领估值分化的行业，均是各时代的主导产业 .....	9
2. 历次严重的 PB 估值分化，最终如何收敛？ .....	10
3. 这次是否不一样？估值分化的中继还是收敛的开始？ .....	13
3.1. 未来会不会出现类似此前 3 次的熊市估值收敛？ .....	13
3.1.1. 沪深 300 盈利预测 .....	13
3.1.2. 创业板指盈利预测 .....	15
3.2. 未来会不会出现类似 2006 年全面经济过热后的牛市估值收敛？ .....	15
3.3. 未来会不会出现类似 2014 年大水漫灌后的牛市估值收敛？ .....	16
3.3.1. 关于外资：全球极低的利率环境，促使外资加配 A 股的核心资产，反过来又支撑了这些公司的估值 .....	17
3.3.2. 关于国内公募基金：爆款基金的发行可能成为常态，与少部分公司牛市的演绎形成正向循环 .....	18
3.3.3. 结论：增量资金属性的差异，导致低估值的修复是理性的，是更具 $\alpha$ 特性的。全面牛市的启动仍需更多触发条件 .....	19

## 图表目录

图 1：行业间 PE 估值分化程度与指数走势 .....	4
图 2：行业间 PB 历史分位数分化程度与指数走势 .....	5
图 3：行业间 PB 历史分位数分化程度与指数净利润增速 .....	5
图 4：年初以来的复盘 .....	6
图 5：中短期市场走势取决于盈利水平的相对高低，与市场环境无关 .....	7
图 6：高景气度但增速下滑的公司，仍然有很多超额收益。 .....	7
图 7：高景气度可以提升估值的容忍度。但是 0-30% 的增长区间，估值高低对超额收益排名影响较大。 .....	8
图 8：一级行业的 ROE 及 PB 历史分位数（05 至今） .....	8
图 9：二级行业的 ROE 及 PB 历史分位数（05 至今） .....	9
图 10：主导产业的超额盈利，引导各阶段估值分化程度的变化 .....	10
图 11：历史上 PB 显著分化的六次行情及相应的高估低估行业 .....	10
图 12：历史严重的 PB 估值分化的复盘 .....	11
图 13：历史上 5 次分化高点前后 6 个月，各行业的涨跌幅（%） .....	11
图 14：07 年，地产靠更高的盈利增速来收敛估值 .....	12
图 15：14 年，电子靠更高的盈利增速来收敛估值 .....	12
图 16：电子与地产在牛市行情中的估值收敛方式 .....	12
图 17：计算机与银行在熊市行情中的估值收敛方式 .....	13

图 18: 2020 年沪深 300 盈利趋势预测（中性假设） .....	14
图 19: 2020 年沪深 300 盈利趋势预测（乐观及悲观假设） .....	14
图 20: 2020 年非金融 A 股与全部 A 股盈利趋势预测（中性假设） .....	14
图 21: 创业板指（剔除温氏）实际利润比预期利润的折扣值 .....	15
图 22: 创业板指（剔除温氏）实际利润比预期利润的折扣值 .....	15
图 23: 信用周期的扩张不同于以往的“大开大合”，这一轮更多是“小心翼翼”的 .....	16
图 24: 台股 MSCI 纳入比例提升期间，外资持续流入 .....	17
图 25: 贴现率下行，将支撑优质蓝筹估值的抬升 .....	18
图 26: 2020 年上半年发行权益类基金份额已经超过 2018、2019 年 .....	18
图 27: 市场情绪一般是，也能有爆款基金发行 .....	19

“结构性严重高估”已是当前 A 股的一大困扰, 表现为: 新兴经济的估值多数在历史高位, 交易拥挤; 传统经济的估值多数在历史低位, 性价比高。展望未来, 估值分化继续趋势性走阔, 还是趋于收敛? ——即少部分公司牛市的延续 OR 全面牛市的开启?

我们从几个角度进行讨论:

- 1、当前的估值分化有何特点?
- 2、估值的极端分化后是否意味着中枢回归? 可能的触发因素是什么?
- 3、这次是否不一样? 分化的中继还是收敛的开始?

## 1. 当前的估值分化有何特点? 股价是否脱离了基本面?

### 1.1. 行业间的 PE 分化其实并不严重, 意味着市场情绪没有过热

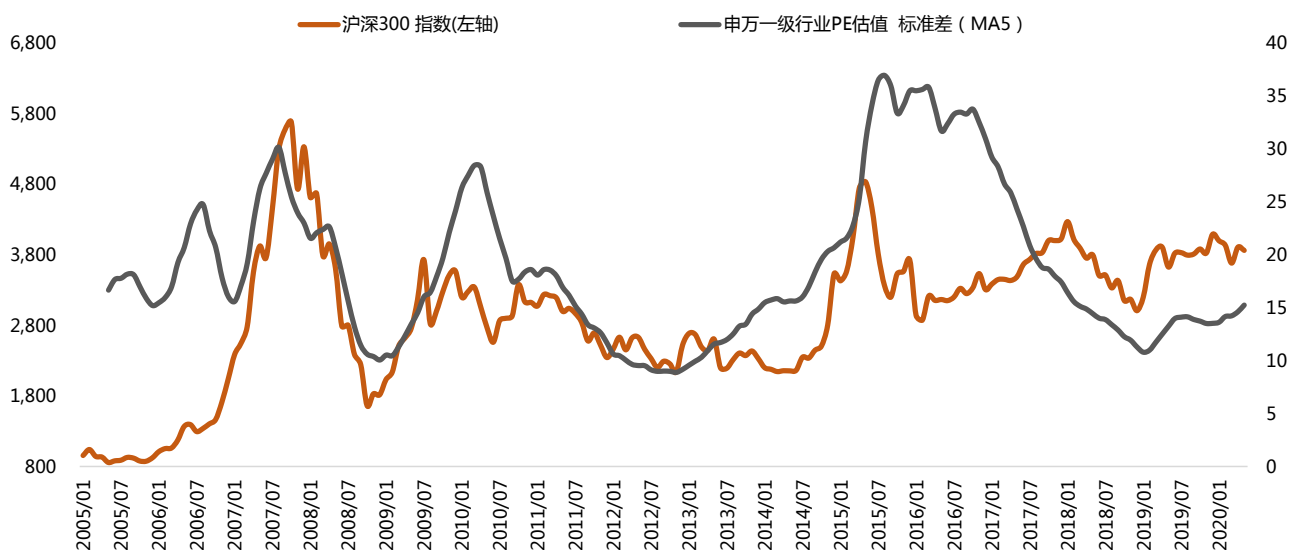
我们用申万一级行业估值的标准差 (滚动 5 个月平均) 来表示行业估值的分化程度。

从 PE 的角度看, 当前行业间的估值分化程度并不严重。历史走势看, 行业间 PE 分化的程度与指数走势, 在趋势上表现一致。即, 指数向上时, 估值分化程度扩大; 而在指数从高位回落时, 估值分化有可能进一步扩大, 待指数回落一段时间后, 估值才开始收敛。

例外的情况: 2016-2017 年, 指数走高, 但行业 PE 估值分化程度持续收敛。主要由于 16-17 年是蓝筹股盈利和估值双击、科技股盈利和估值双杀的行情。典型估值修复的行业, 如: 家电 PE 由 16 年初的 15 倍到 17 年底的 20 倍, 食品饮料由 25 倍到 37 倍, 银行由 6 倍到 7.4 倍。而杀估值的行业, 如计算机估值由 16 年初的 71 倍到 17 年底的 57 倍, 军工由 152 倍到 71 倍, 传媒由 54 倍到 34 倍。

从市场整体的角度来看, 行业 PE 估值较低的离散程度, 也意味着市场情绪没有过热。历史上, 当行业间 PE 的离散程度达到一个比较高的位置时, 往往对应了牛市的顶点, 比如下图中 07 年、10 年、15 年的三次波峰, 都伴随了市场情绪的顶峰。背后是过度狂热的情绪, 导致估值波动较大的行业, 出现了远超过基本面的估值抬升, 于是牛熊转折点也随即到来。但是, 当前位置上, 行业 PE 离散的程度并不大, 甚至是在历史较低的位置上, 也意味着市场情绪还比较理性, 没有出现过热的状态。

图 1: 行业间 PE 估值分化程度与指数走势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 1.2. 但行业 PB 历史分位数的离散程度已至过去 15 年的高位

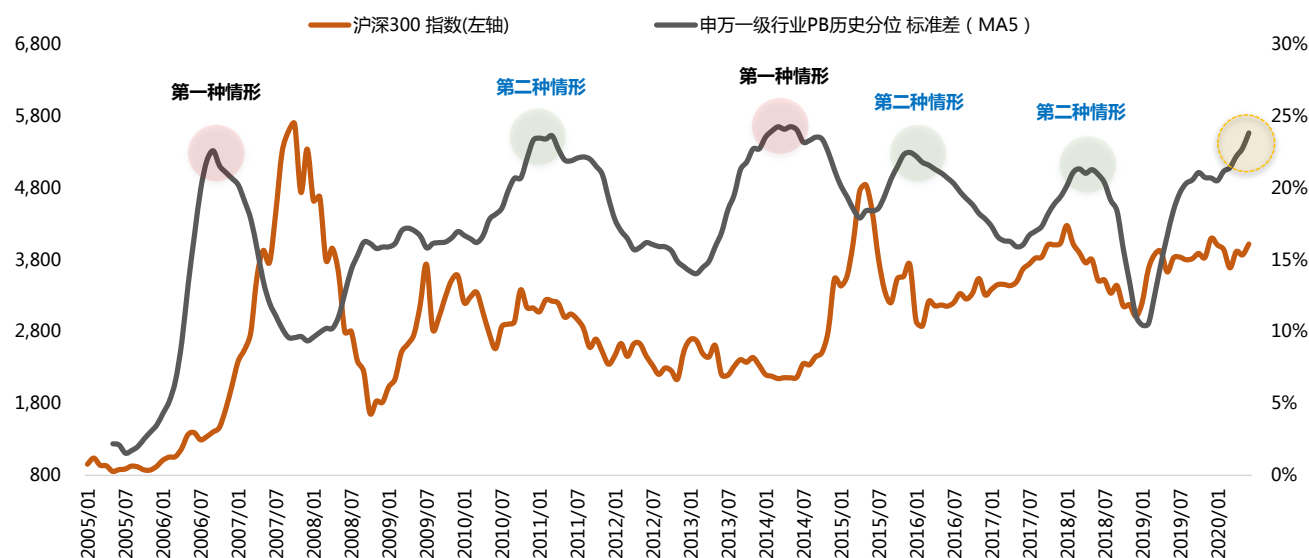
从 PB 历史分位的角度来看，当前行业间的估值分化程度上行至历史高位。

历史上，行业间 PB 分位数严重分化的情况，主要发生在两种情形：

**第一种情形：行情底部启动的前期。**此时市场盈利一般刚从低位向上走，如 06 年中（全面繁荣）、13 年底-14 年初（中小创盈利和指数均率先回升）；

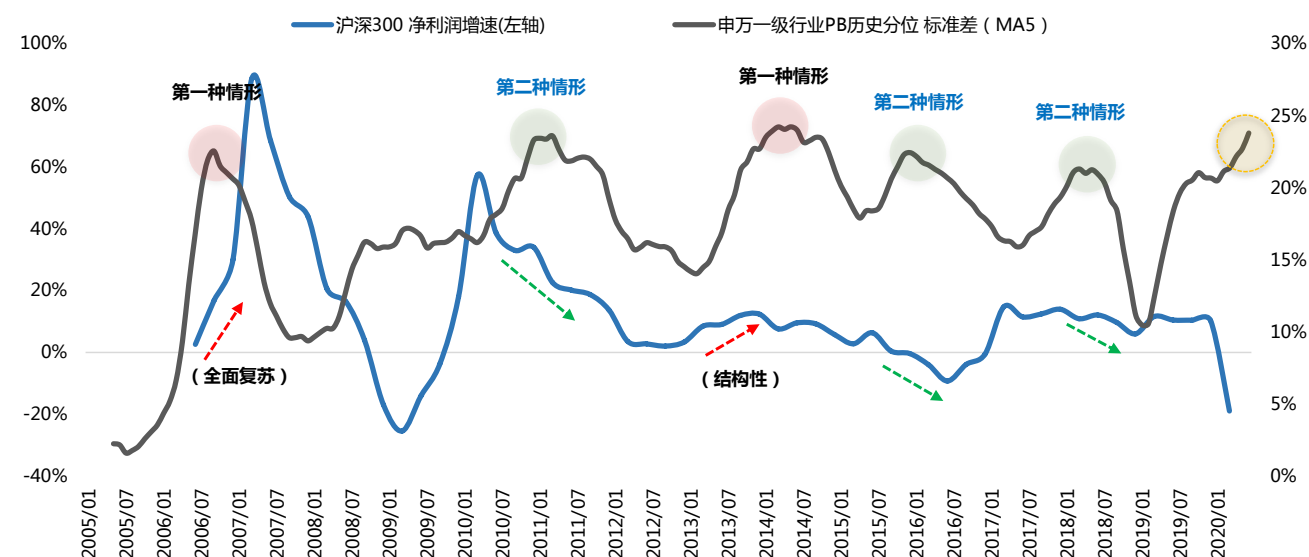
**第二种情形：行情见顶回落的前期。**此时市场盈利一般整体性走弱，如 10 年中下、15 年中下、18 年初。

图 2：行业间 PB 历史分位数分化程度与指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：行业间 PB 历史分位数分化程度与指数净利润增速



资料来源：Wind，天风证券研究所



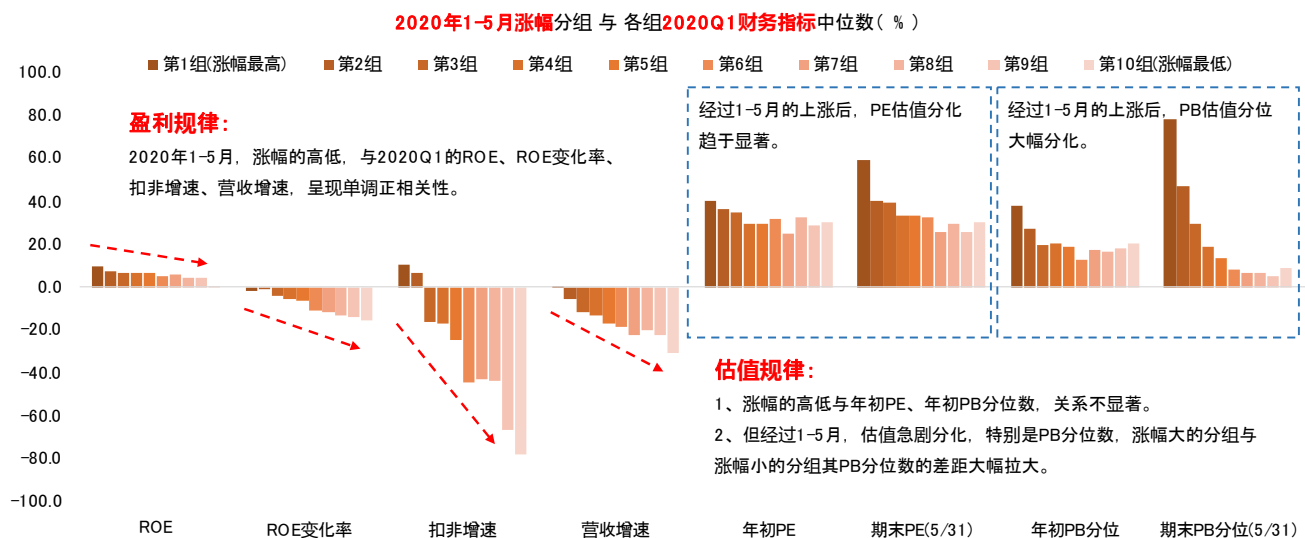
### 1.3. PB 估值显著分化的背后是盈利能力的分化，高的盈利能力和景气度被给予了更高的估值溢价

通过年初以来市场表现的简单复盘，我们可以看到几个结论：

**(1) 盈利规律：**2020 年 1-5 月，涨幅的高低，与 2020Q1 的 ROE、ROE 变化率、扣非增速、营收增速，呈现单调正相关性。

**(2) 估值规律：**①涨幅的高低与年初 PE、年初 PB 分位数，关系不显著。②但经过 1-5 月，估值急剧分化，特别是 PB 分位数，涨幅大的分组与涨幅小的分组其 PB 分位数的差距大幅拉大。

图 4：年初以来的复盘



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年年初至今所发生的事情，与过去 15 年没有什么两样：

(1) A 股的中期超额收益高低，核心取决于未来一年景气度水平的相对高低（扣非利润增速或者营收增速）。

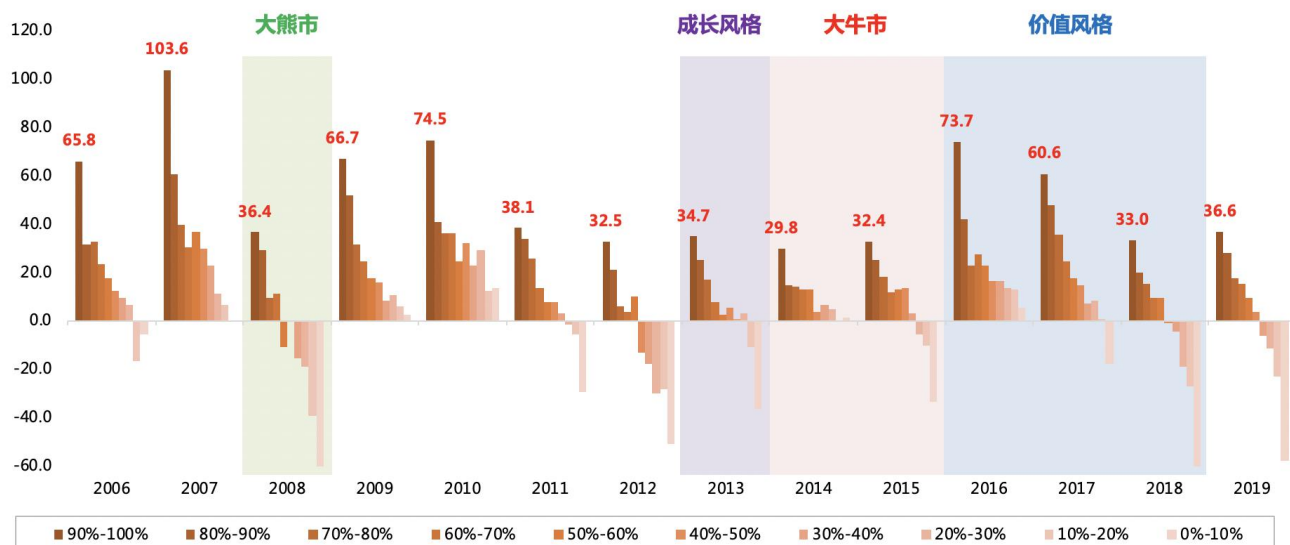
(2) 扣非增速虽然下滑，但仍然是全部 A 股中相对更高的，那么这类公司和行业大概率仍然能够跑赢（比如去年增速 100%，今年 80%）

(3) 股票中短期的超额收益与买入估值无关。但是平稳增长的行业或者个股，比如 20% 增速上下，必须买的便宜，如果买入估值太高，则无法获得超额收益。

详细内容可以参考我们前期的深度报告《中期行业配置的制胜策略：如何应对板块加速轮动？》、《再议 Q2 配置策略：估值和盈利哪个更重要？》。

图 5：中短期市场走势取决于盈利水平的相对高低，与市场环境无关

图 5：中短期市场走势取决于盈利水平的相对高低，与市场环境无关



注：1、每个年份的涨幅分组，由左到右（颜色由深到浅），涨幅分别由高到低；2、各组的财务指标取中位数；3、涨幅统计的是当年的涨幅，财务指标来自当年年报，如 20180101-20181231，对应的财务指标归属 2018 年年报。

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：高景气度但增速下滑的公司，仍然有很多超额收益。

分组涨幅中位数 (10-19 年平均)		扣非增速分 10 组，第 1 组到第 10 组，增速由高到低									
		第 1 组	第 2 组	第 3 组	第 4 组	第 5 组	第 6 组	第 7 组	第 8 组	第 9 组	第 10 组
增 速 变 化 率 分 10 档	>100%	9.4	3.5	3.7	2.1	6.9	1.7	-1.0	-0.3	5.9	-4.2
	50%~100%	15.4	13.2	10.9	21.3	19.2	10.5	-1.1	-7.5	2.6	-1.2
	30%~50%	14.7	8.1	12.0	14.8	-6.3	21.0	-12.4	-7.2	1.6	-3.5
	20%~30%	14.9	35.9	-7.8	9.8	-23.3	7.0	10.0	5.2	-3.0	-3.0
	10%~20%	13.1	19.3	38.0	-5.7	-21.5	-13.4	2.6	-	-23.8	-1.7
	0%~10%	14.4	11.3	3.0	-16.4	-1.2	-6.8	-7.2	-27.7	-5.1	-7.9
变 化 率=当 期/上 期-1	-10%~0%	16.6	11.0	5.2	-6.4	0.4	2.2	-16.4	18.3	-	-1.0
	-20%~-10%	16.4	5.4	47.4	3.0	-9.0	-	-5.0	1.9	18.0	-6.5
	-50%~-20%	16.2	6.4	3.2	6.3	20.4	19.5	-2.1	18.1	4.1	-5.6
	<-50%	11.6	11.2	5.9	5.6	-4.3	8.3	1.5	-0.9	2.6	-5.4

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：高景气度可以提升估值的容忍度。但是 0-30% 的增长区间，估值高低对超额收益排名影响较大。

分组涨幅中位数 (05-19 年平均)		期初 PE 分 10 组，第 1 组到第 10 组，PE 由高到低									
		第 1 组	第 2 组	第 3 组	第 4 组	第 5 组	第 6 组	第 7 组	第 8 组	第 9 组	第 10 组
扣非 增速 分 10 档	>100%	33.1	34.6	37.6	46.1	46.7	48.4	48.0	55.3	38.5	35.0
	50%~100%	24.3	28.0	31.8	37.2	41.3	49.2	49.0	37.3	30.1	20.8
	30%~50%	25.1	30.9	27.8	31.9	41.1	33.7	47.1	43.1	35.6	21.5
	20%~30%	4.0	23.2	21.4	15.7	26.2	23.9	30.9	26.7	40.3	25.9
	10%~20%	22.2	21.5	17.0	16.0	20.5	20.0	27.6	31.2	26.3	22.2
	0%~10%	6.2	15.4	16.8	13.4	14.2	22.0	15.2	28.5	32.5	25.6
	-10%~0%	10.2	16.9	10.8	8.4	10.9	34.3	18.7	18.2	31.0	18.7
	-20%~-10%	11.8	15.1	10.1	25.3	9.3	13.0	9.7	18.4	12.4	12.9
	-50%~-20%	20.2	15.9	9.8	8.5	13.7	11.3	9.5	10.6	18.5	24.2
	<-50%	12.5	11.2	12.4	6.9	4.1	9.6	4.6	5.1	15.6	17.9

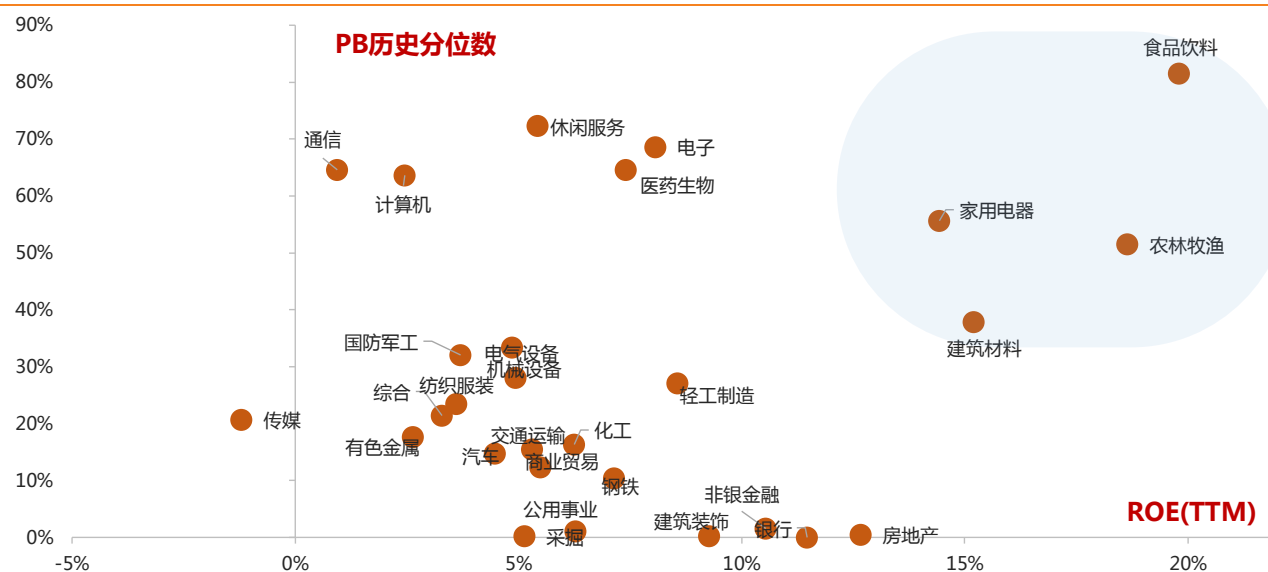
资料来源：Wind，天风证券研究所

因此，当前，PB 分化程度已至历史高位，造成这种情况的原因在于：行业间的盈利能力同样也分化了。PE=PB/ROE，高 PB 分位数的行业同时拥有较高的 ROE，这样使得其 PE 水平显得没那么高，甚至 PE 分位数的分化程度，也没有 PB 分位数的来得显著。

绝对估值角度，目前一级行业、二级行业，PB 估值分位数在历史 50%分位以上的行业分别为 8 个、19 个，占比 28%和 18%，整体的估值水平看起来似乎不高。

但从盈利匹配的角度，盈利能力高的行业（高且稳定的 ROE）或者是景气度趋势好的行业（业绩增速较快的），多数也都对应着高的估值水平。比如医疗器械 PB 位于历史 96%分位（数据截至 20200617），电子元件 95%分位，医疗服务 82%，饮料制造 82%分位。由下方两图 ROE-PB 的散点图也可看出，少数盈利能力较强的行业，其估值水平已至历史相对高位，而盈利差的行业，多数估值也处历史低位水平。换言之，盈利能力的两极化，使得好资产的 PB 估值与其余资产的 PB 估值分道扬镳。

图 8：一级行业的 ROE 及 PB 历史分位数（05 至今）



资料来源：Wind，天风证券研究所。数据截至 20200617。

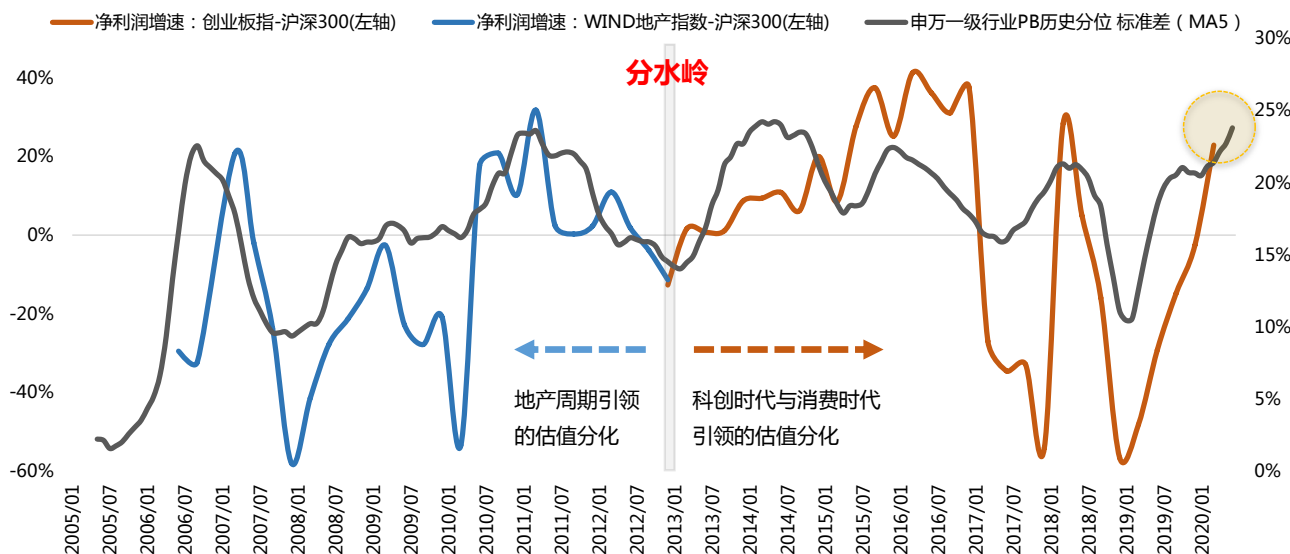


100% **PB历史分位数**



说明了代表时代趋势的行业，能够享受估值溢价，特别是在其盈利向上（相对市场整体）的阶段。比如 2019 年以来，创业板指盈利增速相对沪深 300 持续回升，相对业绩的变化，引导着估值分化程度持续走阔。

图 10：主导产业的超额盈利，引导各阶段估值分化程度的变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：历史上 PB 显著分化的六次行情及相应的高估低估行业

PB 显著分化的六次	第一次	第二次	第三次	第四次	第五次	第六次
时间区间	2006 年中下	2010 年中下	13 年底-14 年初	2015 年中下	2018 年初	19 年底-20 年上
盈利表现	盈利向上	盈利向下	中小创转好	盈利向下	盈利向下	结构性向好
指数走势	全面牛市	全面熊市	中小创走牛到全面牛市	全面熊市	全面熊市	结构性牛市
PB 分位数 前六的行业	国防军工	医药生物	传媒	计算机	家用电器	食品饮料
	食品饮料	食品饮料	计算机	通信	通信	休闲服务
	非银金融	有色金属	电子	轻工制造	电子	电子
	电气设备	电子	轻工制造	综合	钢铁	医药生物
	商业贸易	农林牧渔	医药生物	纺织服装	食品饮料	通信
	有色金属	计算机	家用电器	休闲服务	建筑材料	计算机
PB 分位数 后六的行业	计算机	采掘	交通运输	有色金属	电气设备	公用事业
	通信	公用事业	钢铁	建筑装饰	商业贸易	非银金融
	交通运输	钢铁	非银金融	非银金融	银行	房地产
	采掘	交通运输	建筑装饰	食品饮料	采掘	建筑装饰
	公用事业	非银金融	采掘	银行	传媒	银行
	钢铁	银行	银行	采掘	综合	采掘

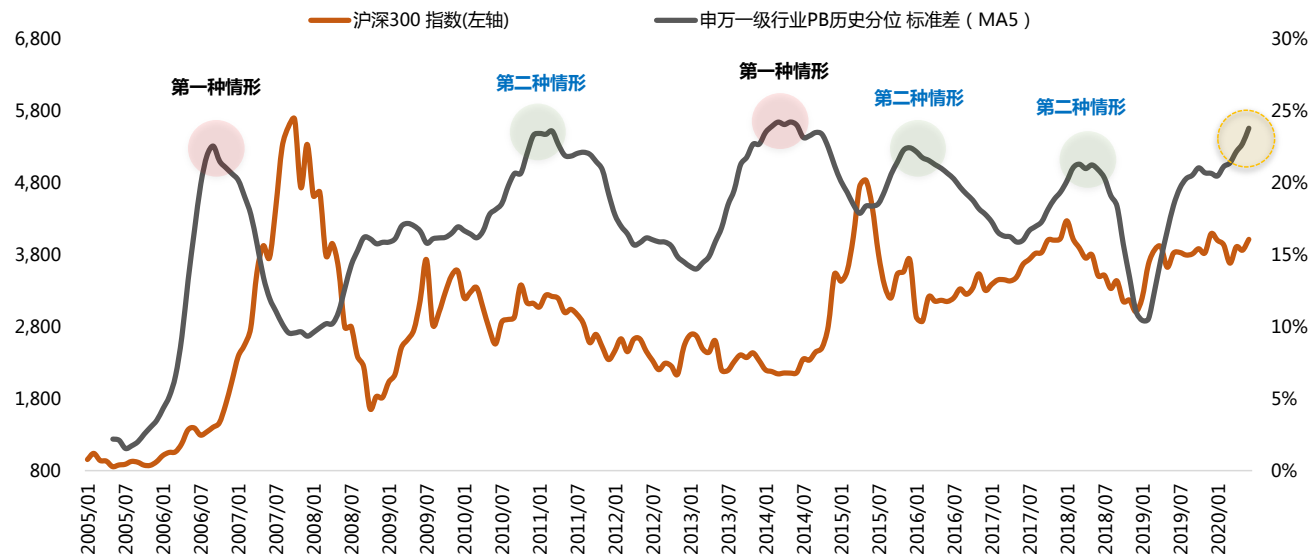
资料来源：Wind，天风证券研究所。注：所列行业，为历次估值标准差最大月份对应的数据。

## 2. 历次严重的 PB 估值分化，最终如何收敛？

历史上的几次估值极致分化，最终是如何收敛的？熊市和牛市表现有何差异？

从历史上 5 次分化高点前后 6 个月，各行业的涨跌幅来看：在牛市或结构牛市行情中（第 1 次、第 3 次），高估值的行业在估值分化高点之后的 6 个月的平均涨幅与低估值行业基本相当；在熊市行情中（第 2 次、第 4 次、第 5 次），高估值的行业在估值分化高点之后的 6 个月的平均下跌幅度高于或持平低估值行业。

图 12: 历史严重的 PB 估值分化的复盘



资料来源: Wind, 天风证券研究所

可见，在估值分化峰值之前，高估值行业均跑赢低估值行业；但在估值分化峰值之后，牛市中高估值行业并未跑输低估值行业，而在熊市中高估值行业通常跑输低估值行业。

图 13: 历史上 5 次分化高点前后 6 个月，各行业的涨跌幅 (%)

区间	第 1 次(06 年中下)			第 2 次(10 年中下)			第 3 次(13 年底-14 年初)			第 4 次(15 年中下)			第 5 次(18 年初)		
涨幅	行业	前 6 个月	后 6 个月	行业	前 6 个月	后 6 个月	行业	前 6 个月	后 6 个月	行业	前 6 个月	后 6 个月	行业	前 6 个月	后 6 个月
PB 分位数前 10 的行业	国防军工	124.1	49.3	医药生物	37.3	-11.4	传媒	-14.9	14.7	计算机	-2.2	-21.7	家用电器	10.3	-22.0
	食品饮料	54.6	72.7	食品饮料	43.2	0.0	计算机	5.7	34.4	通信	2.2	-19.3	通信	-11.4	-23.3
	非银金融	88.2	140.3	有色金属	64.7	-2.3	电子	3.2	29.8	轻工制造	-4.5	-18.9	电子	-4.5	-28.3
	电气设备	53.7	68.3	电子	46.2	-12.9	轻工制造	7.9	25.3	纺织服装	0.1	-18.9	钢铁	-8.4	-8.3
	商业贸易	62.3	90.0	农林牧渔	40.7	-9.4	医药生物	-2.6	17.9	休闲服务	6.6	-22.6	食品饮料	8.6	2.1
	休闲服务	46.3	63.0	计算机	32.9	-16.7	家用电器	9.6	13.8	传媒	-2.5	-26.4	建筑材料	-3.6	-18.7
	有色金属	22.1	101.6	国防军工	11.1	-14.4	通信	-12.9	31.7	电子	-5.3	-16.4	休闲服务	-14.7	-26.7
	传媒	41.0	119.0	家用电器	27.7	-7.1	休闲服务	2.8	22.5	医药生物	-33.3	-22.0	轻工制造	-14.2	-17.3
	房地产	34.0	113.1	电气设备	18.4	1.7	纺织服装	-5.0	19.1	国防军工	-7.0	-17.8	计算机	-12.3	-15.7
	建筑装饰	31.6	84.3	机械设备	12.3	5.1	汽车	-1.8	27.4	公用事业	-9.9	-24.6	医药生物	-6.8	-16.0
平均		55.8	90.2	平均	33.5	-6.7	平均	-0.8	23.7	平均	-5.6	-20.9	平均	-5.7	-17.4
PB 分位数后 10 的行业	家用电器	22.1	101.6	传媒	11.1	-14.4	有色金属	-12.9	31.7	电气设备	-5.3	-16.4	有色金属	-14.7	-26.7
	汽车	41.0	119.0	汽车	27.7	-7.1	建筑材料	2.8	22.5	钢铁	-33.3	-22.0	建筑装饰	-14.2	-17.3
	建筑材料	34.0	113.1	化工	18.4	1.7	房地产	-5.0	19.1	建筑材料	-7.0	-17.8	国防军工	-12.3	-15.7
	计算机	31.6	84.3	房地产	12.3	5.1	公用事业	-1.8	27.4	商业贸易	-9.9	-24.6	农林牧渔	-6.8	-16.0
	电子	31.7	62.0	采掘	42.8	1.3	交通运输	-1.9	24.1	有色金属	-13.2	-5.7	非银金融	-7.4	-9.8
	通信	13.1	87.9	公用事业	10.3	-2.4	钢铁	-5.4	30.3	建筑装饰	-14.8	-20.5	电气设备	-10.8	-26.0
	交通运输	30.3	88.9	钢铁	15.3	9.9	非银金融	-8.9	20.1	非银金融	-11.0	-18.0	商业贸易	-8.6	-21.0
	采掘	7.7	73.6	交通运输	11.7	-5.5	建筑装饰	-9.8	23.9	食品饮料	-7.4	0.4	银行	-0.2	-4.4
	公用事业	23.2	93.6	非银金融	0.7	-5.8	采掘	-18.5	22.1	银行	-2.6	-8.5	采掘	-16.8	-8.6
	钢铁	15.0	135.0	银行	-0.2	3.5	银行	-10.0	4.6	采掘	-27.3	-14.9	传媒	-11.2	-30.1
平均		25.0	95.9	平均	15.0	-1.4	平均	-7.1	22.6	平均	-13.2	-14.8	平均	-10.3	-17.6

资料来源: Wind, 天风证券研究所

那么，在估值分化峰值之后，高估值行业和低估值行业是如何收敛的？

(1) 首先，在牛市中，估值的收敛，通常靠低估值行业更大的估值抬升幅度（补涨行情）以及高估值行业相对较小的估值抬升幅度（但盈利增速更高）来收敛。

以地产和电子为例：

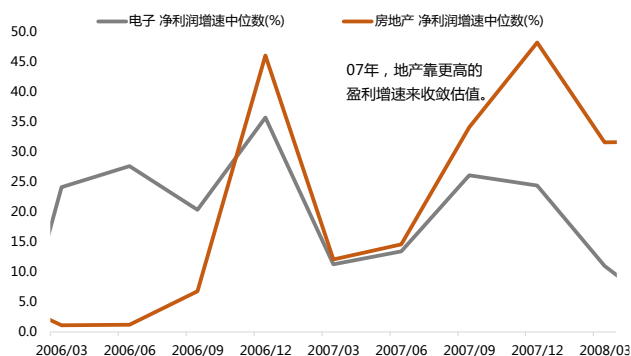
06 年 9 月，行业估值分化达到极值，此时估值分位：电子 16%、地产 40%。到了 07 年 8

月，估值分化回落至阶段低位，此时估值分位：电子 80%、地产 100%。期间（06-07 年），地产增速更高但估值抬升幅度较小，而电子增速更低但估值抬升幅度更明显。

14 年 3 月，行业估值分化达到极值，此时估值分位电子 59%、地产 9%。到了 15 年 5 月，估值分化回落至阶段低位，此时估值分位：电子 100%、地产 80%。期间（14-15 年），电子增速更高但估值抬升幅度较小，而地产增速更低但估值抬升幅度更明显。

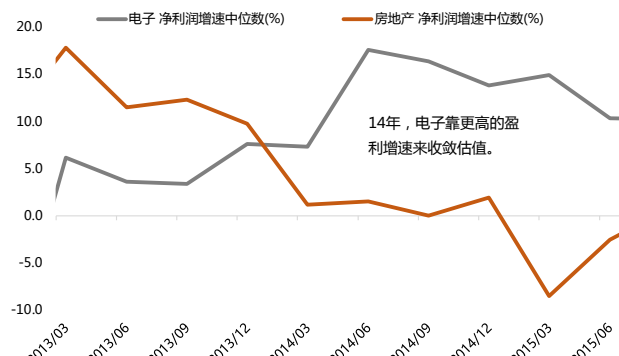
总的来说，牛市中，估值分化峰值之后，低估值行业可能有抬估值的补涨行情，但高估值行业由于有更高的增速，即使估值抬升幅度较小，但涨幅并不比低估值行业差。另外，高位估值持续的时间可以很长：07 年地产 80%以上的 PB 分位持续了 11 个月，15 年电子 80%以上的估值分位持续了 5 个月，计算机 14-16 年在 80%以上的估值分位持续了 21 个月。

图 14：07 年，地产靠更高的盈利增速来收敛估值



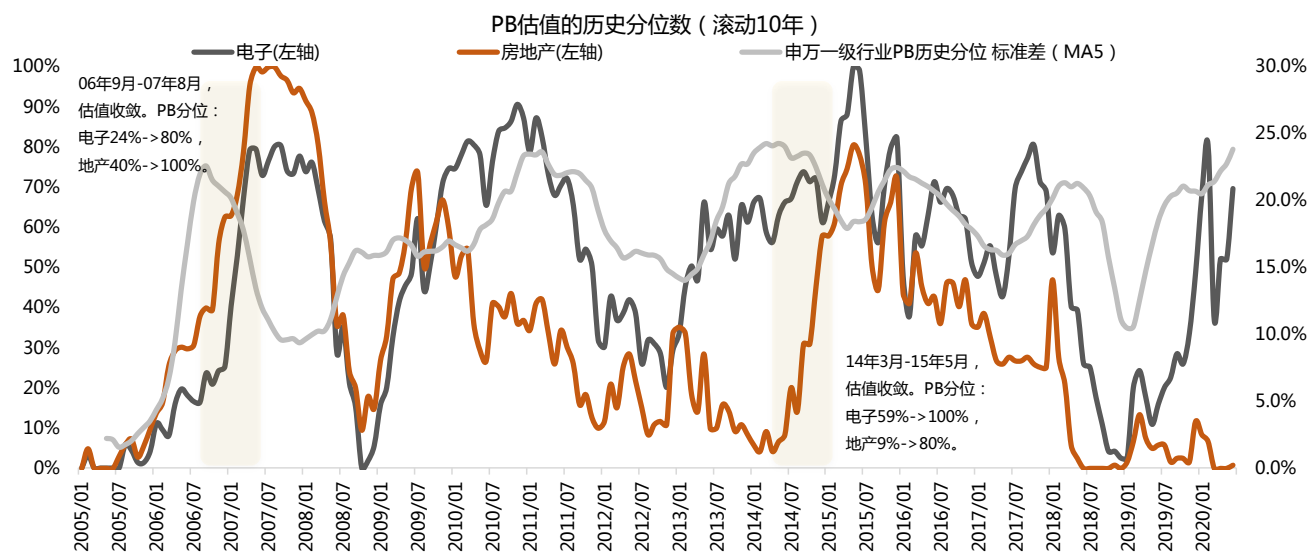
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：14 年，电子靠更高的盈利增速来收敛估值



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：电子与地产在牛市行情中的估值收敛方式



资料来源：Wind，天风证券研究所

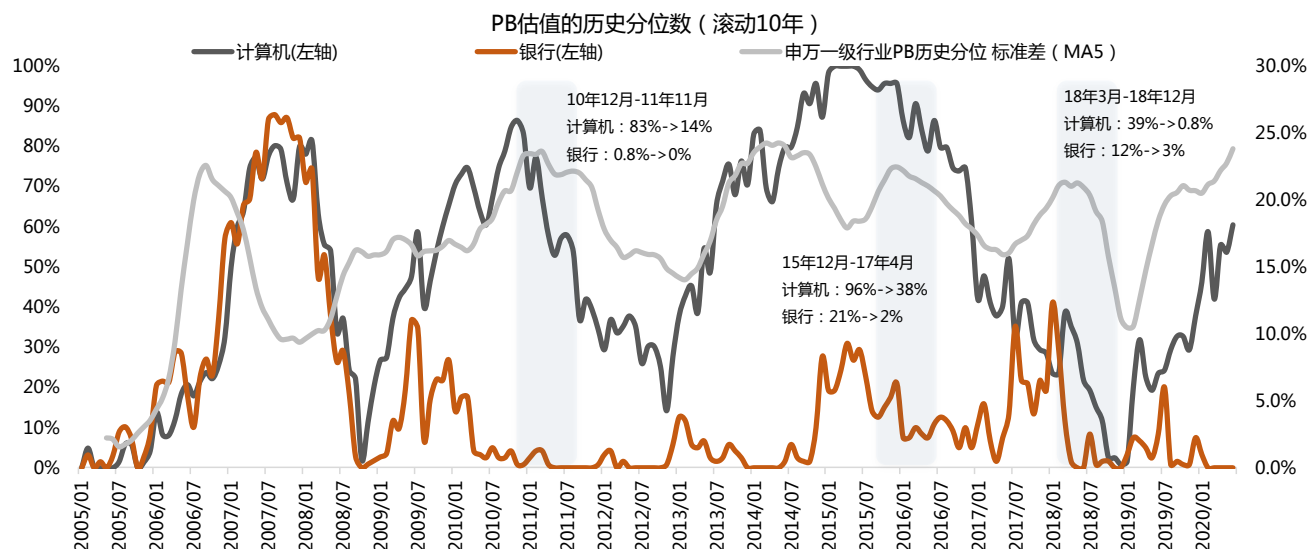
（2）其次，在熊市中，通常靠高估值行业承受更大的下跌幅度来收敛。

10 年 12 月-11 年 11 月，计算机 PB 历史分位数由 83% 到 14%，银行由 0.8% 到 0%。

15 年 12 月-17 年 4 月，计算机 PB 历史分位数由 96% 到 38%，银行由 21% 到 2%。

18 年 3 月-18 年 12 月，计算机 PB 历史分位数由 39% 到 0.8%，银行由 12% 到 3%。

图 17：计算机与银行在熊市行情中的估值收敛方式



资料来源：Wind，天风证券研究所

综合来看，我们可以得出三个结论：

- （1）牛市中，估值分化峰值之后，高估值行业通常并未跑输低估值行业。估值的收敛，通常靠低估值行业更大的估值抬升幅度（补涨行情）以及高估值行业较小的估值抬升幅度来收敛。换言之，牛市中，估值分化峰值之后，低估值行业可能有估值的补涨行情，但高估值行业由于有更高的增速，即使估值抬升幅度较小，但涨幅并不比低估值行业差。
- （2）熊市中，估值分化峰值之后，高估值行业通常跑输低估值行业。估值的收敛，通常靠高估值行业承受更大的下跌幅度来收敛估值。
- （3）牛市中，高位估值（估值分位 > 80%）持续的时间可以很长，半年甚至一年以上。

### 3. 这次是否不一样？估值分化的中继还是收敛的开始？

当前行业间的估值分化程度是仅次于 14 年初的历史次高水平。往前看，高估值行业还能持续在高位多长时间？行业间的估值分化能否收敛？估值处历史低位的资产能否有估值的修复预期？触发估值收敛的因素可能有什么？

#### 3.1. 未来会不会出现类似此前 3 次的熊市估值收敛？

前文中我们提到，历史上五次极端的 PB 估值分化，有 3 次（10 年下半年之后、15 年下半年之后、18 年年初之后）是以熊市高估值全面杀跌的形式，完成了估值的收敛。

那么当前估值的极端分化后，会不会重蹈这 3 次情况的覆辙？

站在事后来，这 3 次全面熊市的情况，都有着各自不同的背景，比如 11 年滞胀情况下的政策收缩、15 年下半年开始的汇率贬值、资金脱虚入实等多方面因素导致的熔断、18 年信用收缩叠加贸易战等等。但是这 3 次全面熊市的共同特点中，都有盈利开始走弱的情况发生。

从我们的盈利预测模型出发，不管是非金融 A 股、沪深 300、还是创业板指，未来盈利都大概率是持续环比改善的。因此，根据这一“基本要素”的判断，未来出现类似此前的 3 次熊市估值收敛的可能性较低。

##### 3.1.1. 沪深 300 盈利预测

沪深 300 的盈利预测采用宏观自下而上的方法来实现。具体预测过程参见《当前估值隐含



了怎么样的增长预期——A 股盈利趋势展望》。今年一季度在疫情冲击之下，GDP 同比下滑 6.8%，出现了自 1992 年有季度统计数据以来的首次负增长。上市公司一季报，全部 A 净利润下滑 24%；剔除金融净利润下滑 52.5%；剔除金融/两油/四大航，净利润下滑 36.5%。一季报披露后，我们对沪深 300 全年的盈利预测也进行了调整。最新预测结果如下：

中性假设下（全年 GDP 增速 2.8%），2020 年，沪深 300 的营收增速和净利润增速分别为 -0.7%和-5.9%。趋势上，增速逐季抬升，Q1、Q2、Q3、Q4 累计净利润增速分别为-18.3%、-15.8%、-11.0%、-5.9%。

图 18：2020 年沪深 300 盈利趋势预测（中性假设）

<b>GDP 同比</b>	6.40	6.20	6.08	6.00	-6.80	3.50	6.50	6.50	
<b>PPI 同比</b>	0.40	0.50	-0.77	-1.17	-0.60	-5.80	-4.56	-3.84	
<b>营收单季同比</b>	12.8%	11.1%	8.7%	9.5%	-6.8%	-10.3%	0.0%	1.2%	
<b>净利润单季同比</b>	10.8%	10.8%	10.9%	8.1%	-18.3%	-13.8%	-1.0%	14.6%	
<b>营收累计同比</b>	12.8%	11.9%	10.8%	10.5%	-6.8%	<b>-2.2%</b>	<b>-1.5%</b>	<b>-0.7%</b>	
<b>净利润累计同比</b>	10.8%	10.8%	10.9%	10.7%	-18.3%	<b>-15.8%</b>	<b>-11.0%</b>	<b>-5.9%</b>	

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：2020 年沪深 300 盈利趋势预测（乐观及悲观假设）

预测项目	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12
<b>GDP 同比</b>	6.00	-6.80	4.50	7.50	7.50	6.00	-6.80	2.50	5.50	5.50
<b>PPI 同比</b>	-1.17	-0.60	-5.12	-3.50	-2.79	-1.17	-0.60	-6.47	-5.62	-4.90
<b>营收单季同比</b>	9.5%	-6.8%	-6.4%	4.5%	5.7%	9.5%	-6.8%	-14.2%	-4.5%	-3.3%
<b>净利润单季同比</b>	8.1%	-18.3%	-10.1%	3.5%	27.3%	8.1%	-18.3%	-25.0%	-14.5%	2.6%
<b>营收累计同比</b>	10.5%	-6.8%	-0.2%	1.4%	2.6%	10.5%	-6.8%	-4.2%	-4.3%	-4.0%
<b>净利润累计同比</b>	10.7%	-18.3%	-13.9%	-8.3%	<b>-1.2%</b>	10.7%	-18.3%	-21.7%	-19.3%	<b>-15.0%</b>

资料来源：Wind，天风证券研究所

另外，在中性假设下：

2020 年，非金融 A 股的营收增速和净利润增速分别为-1.8%和-7.0%。Q1、Q2、Q3、Q4 累计净利润增速分别为-52.5%、-28.4%、-17.5%、-7.0%。

2020 年，全部 A 股的营收增速和净利润增速分别为-1.2%和-2.9%。Q1、Q2、Q3、Q4 累计净利润增速分别为-29.5%、-15.4%、-9.0%、-2.9%。

图 20：2020 年非金融 A 股与全部 A 股盈利趋势预测（中性假设）

<b>非金融 A 股</b>	9.5%	8.4%	7.6%	7.9%	-12.3%	<b>-6.9%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>-1.8%</b>	
<b>营收累计同比</b>									
<b>非金融 A 股</b>	1.4%	-2.6%	-2.2%	-2.5%	-52.5%	<b>-28.4%</b>	<b>-17.5%</b>	<b>-7.0%</b>	
<b>净利润累计同比</b>									
<b>全部 A 股</b>	11.0%	9.3%	8.7%	8.3%	-10.6%	<b>-5.8%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>-1.2%</b>	
<b>营收累计同比</b>									
<b>全部 A 股</b>	9.4%	6.5%	6.8%	1.4%	-29.5%	<b>-15.4%</b>	<b>-9.0%</b>	<b>-2.9%</b>	
<b>净利润累计同比</b>									

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.1.2. 创业板指盈利预测

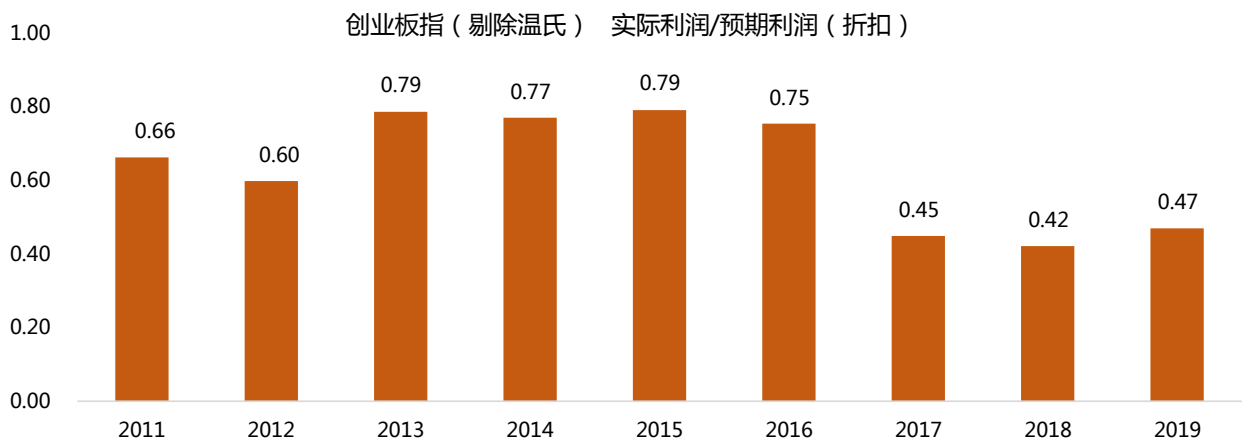
创业板指的盈利预测通过市场一致预期及历史平均折扣来推算。即基于有效期在 180 天内的个股的预测值（卖方的盈利预测），通过历史上实际利润与预测利润的偏差（折扣=实际利润/预测利润），进一步推算盈利增速。

取 2010-2019 年平均折扣值（0.63）作为中性假设，相应地，2020 年创业板指（剔除温氏）净利润增速为 8.1%。

另外，我们对折扣值进行情形假设：当折扣值取 0.55、0.60、0.63（历史平均）、0.70、0.75 时，相应的创业板指增速为 -6.3%、2.2%、8.1%、19.3%、27.8%，与沪深 300 的增速差（创业板指-沪深 300）为 -0.4%、8.1%、14.0%、25.2%、33.7%。可见，即使今年创业板指的实际利润折扣低于历史平均折扣一定幅度，其增速仍小幅高于沪深 300 增速。

随着近两年创业板指成份股的优化以及商誉减值等包袱逐步出清，我们预计市场一致预期利润与实际利润的偏差有望趋于收敛。总的来说，从相对业绩来看，今年创业板指相比沪深 300 仍然占优。

图 21：创业板指（剔除温氏）实际利润比预期利润的折扣值



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：创业板指（剔除温氏）实际利润比预期利润的折扣值

折扣假设	0.50	0.55	0.60	0.63 (中性假设)	0.70	0.75	0.80
创业板指增速	-14.8%	-6.3%	2.2%	8.1%	19.3%	27.8%	36.3%
沪深 300 增速	-5.90%	-5.90%	-5.90%	-5.90%	-5.90%	-5.90%	-5.90%
增速差：创业板指-沪深 300	-8.9%	-0.4%	8.1%	14.0%	25.2%	33.7%	42.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.2. 未来会不会出现类似 2006 年全面经济过热后的牛市估值收敛？

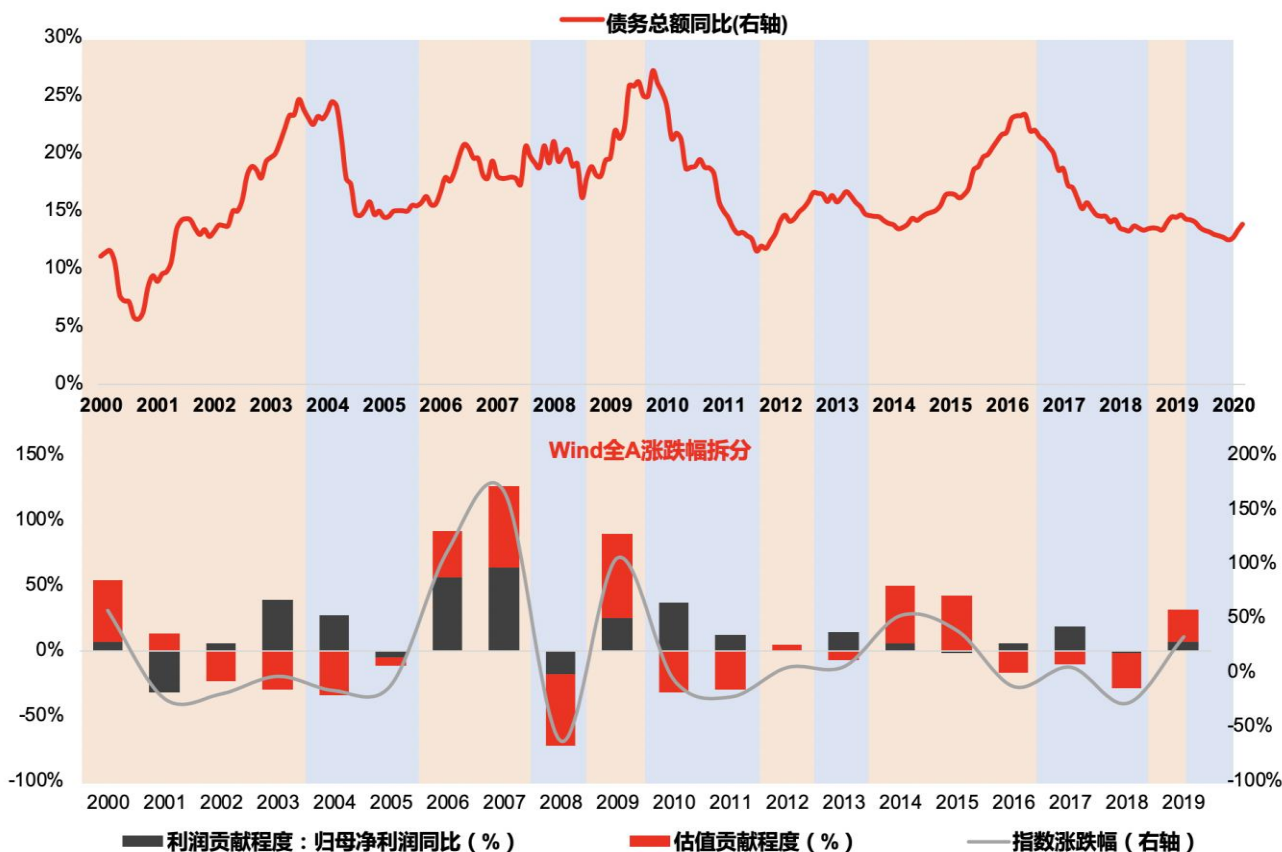
今年的弱复苏环境不同于 06 年的强投资周期环境，上市公司整体盈利也较难出现全面的回升，这就制约了经济从复苏到过热所带来的低估值滞涨行业的大幅补涨逻辑。另外，06 年引领估值分化的行业是当时的强周期行业，低估值的是科技消费行业，而当前引领估值分化的行业是科技和消费，低估值的是周期金融，与 06 年相比，当前低估值行业的补涨可能需要更强的逻辑。

同时这一轮的政策刺激包括货币和财政，相比于以往任何一次都是更克制的，在房住不炒、杠杆不能上天的总体基调下，货币和财政的发力都要在稳增长和防风险之间寻求平衡，不

会“大动干戈”。(如下图,以往的粉色背景或者扩张周期,都是大开大合式的刺激,但这一次是脉冲式的扩张,政策的调整频率更快)

总的来说,往前看,如果国内政策一直是“小心翼翼”的放松、同时不断加强“预调微调”、防止“政策力度和经济形势之间的错配”,那么经济和盈利的修复可能是缓慢和曲折的,全面经济过热可能在目前的经济内生动能和政策基调下,几乎很难发生。

图 23: 信用周期的扩张不同于以往的“大开大合”,这一轮更多是“小心翼翼”的



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.3. 未来会不会出现类似 2014 年大水漫灌后的牛市估值收敛?

今年的宏观情况,与 2014 年有很多相似之处,比如:

- (1) 2013 年和 2019 年,都是成长股的结构牛市;
- (2) 2014 年初和 2020 年初,都有春季躁动,导致成长股估值的快速提升,随后进入震荡和阿尔法的机会;
- (3) 同时,金融、地产、周期等板块的估值水平都相对较低,但是没有看到盈利能够很快大幅改善的迹象。

但是,有一个重要的、也是最核心的不同点在于:增量资金的属性与 2014 年截然不同。

2014 年,从定向降准、到全面降息,同时实体经济回报率极低,造成了“水漫银行间”的情况越来越严重,于是各种场外资金,通过配资、伞形信托、融资融券等高杠杆的形式,快速进入到股票市场,这是一批希望在短期博取高额回报的资金。

于是,前期低估值的金融地产,在没有很强盈利改善的逻辑下,估值能够在短时间提升到非常高的水平上,形成了 14 年牛市的估值收敛。

2020 年,市场的增量资金,主要来自外资和国内头部公募基金的产品发行。这些增量资金

更加理性、资金体量决定了投资视角往往也更长、同时投资风格也较为固化。

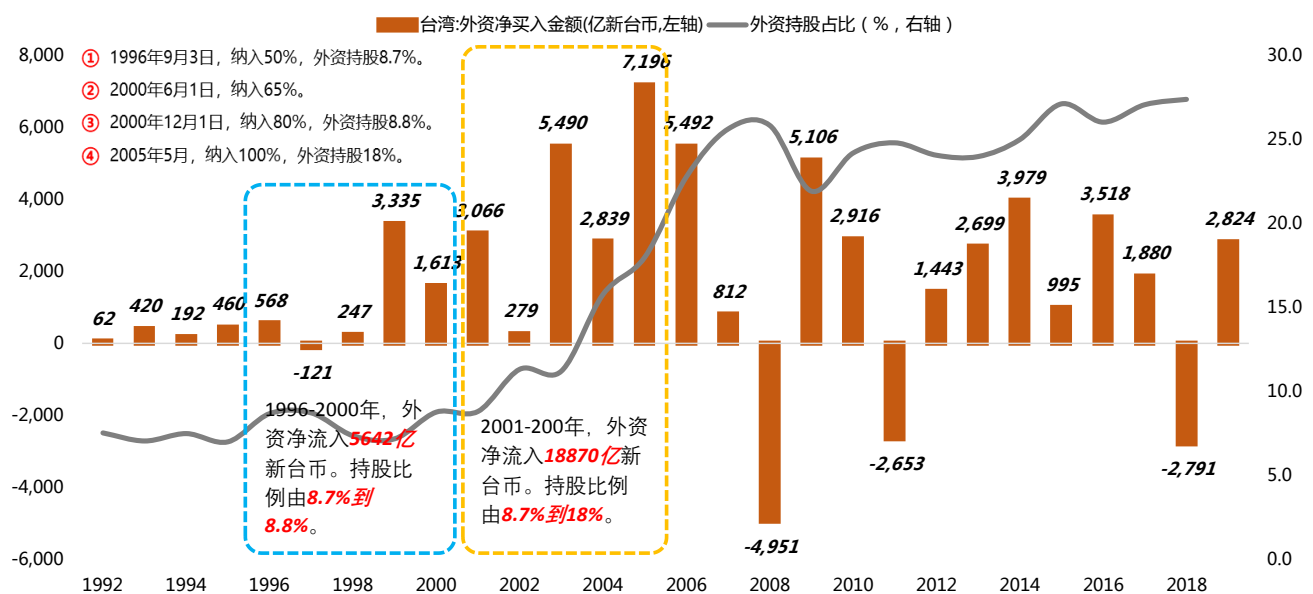
向前看，这两种类型的增量资金的属性强化了头部公司的估值溢价，与少部分公司的牛市形成循环共振。

### 3.3.1. 关于外资：全球极低的利率环境，促使外资加配 A 股的核心资产，反过来又支撑了这些公司的估值

一方面，外资是近两年 A 股重要的增量资金，我们在《MSCI 纳入空档期，外资流入趋势和投资风格会否生变？》中，对外资的流入趋势和投资风格做了推演，产业趋势和个股行业地位，是外资配置首要考虑因素，当前的消费（中国优势产业）和未来的科技（新的产业趋势）将更受青睐。

外资增配 A 股是长期趋势，且与 MSCI 纳入比例是否提升关系并不大。当前外资持有中国上市资产（A 股、港股中资股、美股中概股）的、占比为 5.8%（截至 2019 年底）；远低于韩国的 34.7%、中国台湾的 38.3%、日本的 29.1%。另外，以中国台湾和韩国市场经验，MSCI 纳入“空档期”，外资大概率持续流入，且 100% 纳入之后，外资还将持续流入 2-3 年。

图 24：台股 MSCI 纳入比例提升期间，外资持续流入



资料来源：Wind，天风证券研究所

同时，在全球继续维持宽松的货币和极低的利率水平之下，A 股的核心资产仍然是外资需求加配的重要方向，并持续对这些公司的估值形成支撑。三月下旬以来，外资的持续流入，并不断买入这些中报并不太好的白马龙头，背后是外资在全球 0 利率和低增长的环境下，不断降低预期回报目标，且把视角放在公司更长期的业绩稳定性和可持续性上的结果。

更低的预期回报目标，意味着更低的贴现率水平，而贴现率本身对合理估值的判断影响很大。我们用三阶段增长模型模拟蓝筹股未来的理论估值水平，以茅台为例，在其他假设条件一样的情况下，若将贴现率从当前 9% 的假设降至 8%，则理论估值由 28 倍提升至 35 倍，若贴现率进一步降至 7%，则理论估值提升至 46 倍。

图 25：贴现率下行，将支撑优质蓝筹估值的抬升

股票	一阶段				二阶段				三阶段			贴现率	理论PE
	ROE	分红率	增长率	年限	ROE	分红率	增长率	年限	ROE	分红率	增长率		
茅台	30%	50%	15%	5	25%	70%	8%	10	20%	85%	3.0%	9%	28.0
	30%	50%	15%	5	25%	70%	8%	10	20%	85%	3.0%	8%	35.3
	30%	50%	15%	5	25%	70%	8%	10	20%	85%	3.0%	7%	46.3
海天	32%	60%	20%	5	30%	60%	12%	10	25%	85%	3.8%	9%	51.0
	32%	60%	20%	5	30%	60%	12%	10	25%	85%	3.8%	8%	67.2
	32%	60%	20%	5	30%	60%	12%	10	25%	85%	3.8%	7%	94.1
长江电力	16%	60%	6%	5	15%	70%	5%	10	13%	80%	2.6%	9%	15.2
	16%	60%	6%	5	15%	70%	5%	10	13%	80%	2.6%	8%	18.5
	16%	60%	6%	5	15%	70%	5%	10	13%	80%	2.6%	7%	23.3
上海机场	16%	30%	11%	5	16%	45%	9%	10	16%	80%	3.2%	9%	22.0
	16%	30%	11%	5	16%	45%	9%	10	16%	80%	3.2%	8%	28.5
	16%	30%	11%	5	16%	45%	9%	10	16%	80%	3.2%	7%	38.8
美的集团	20%	50%	10%	5	16%	60%	6%	10	13%	80%	2.6%	9%	18.6
	20%	50%	10%	5	16%	60%	6%	10	13%	80%	2.6%	8%	23.1
	20%	50%	10%	5	16%	60%	6%	10	13%	80%	2.6%	7%	29.6

资料来源：Wind，天风证券研究所

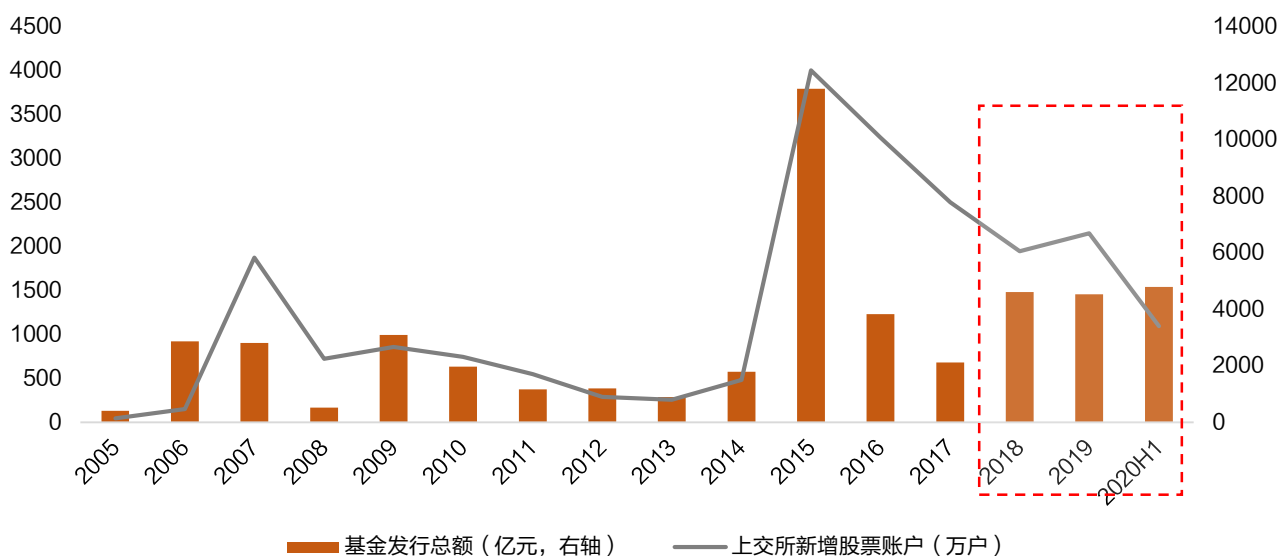
### 3.3.2. 关于国内公募基金：爆款基金的发行可能成为常态，与少部分公司牛市的演绎形成正向循环

今年以来大资管市场出现了一些历史上较为罕见的变化：

- ①受债市调整影响，部分理财产品开始跌破净值出现亏损；
- ②个人投资者开户炒股开始放缓，哪怕是春季躁动赚钱效应很好的时候；
- ③取而代之的是，爆款基金频出，目前公募基金的发行规模已经超过 19 年全年。

总结而言，在银行理财净值化、股票市场二八分化的情况下，爆款公募基金对住户部门的吸引力正在显著提升。

图 26：2020 年上半年发行权益类基金份额已经超过 2018、2019 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

历史上，影响基金发行规模的有两大因素：市场情绪的  $\beta$  与爆款基金的  $\alpha$ 。

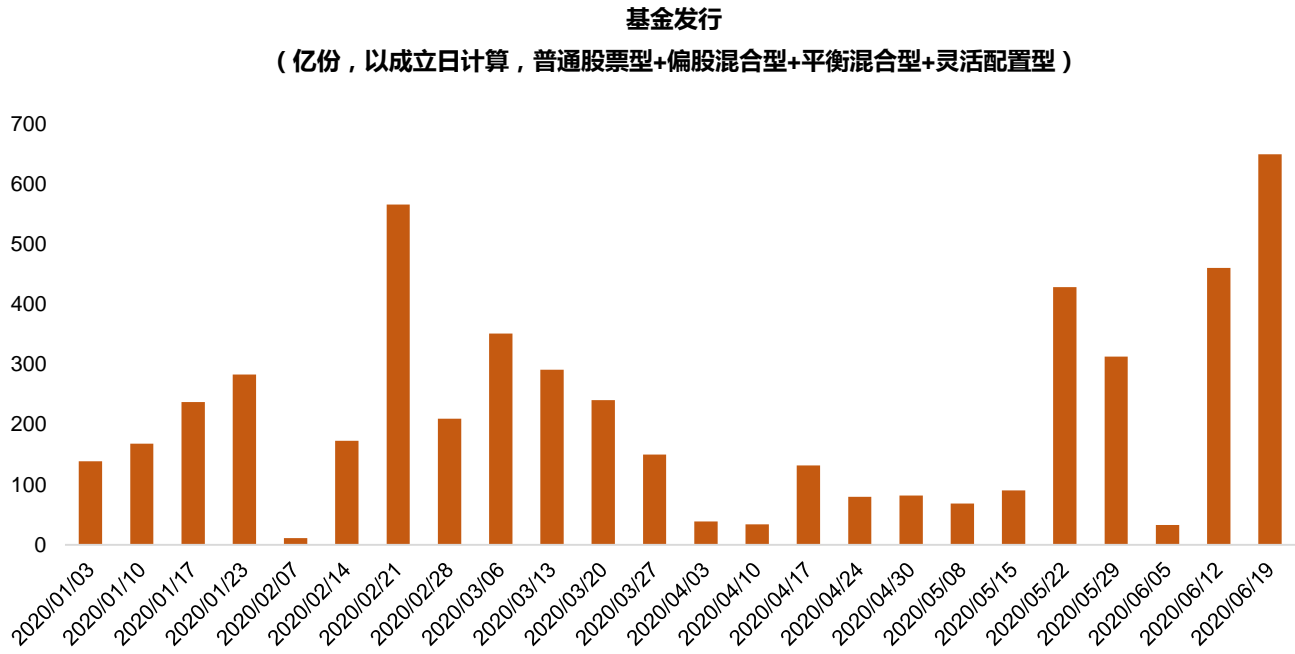


一方面，市场情绪较好时，不管是金融机构发行产品还是居民资金入市，都有较强的动力，此时公募基金会放量发行；比如今年 Q1。

另一方面，在市场情绪一般时，明星基金经理凭借着过往产品优秀的收益，同样可以吸引大量资金，这也是爆款基金产生的原因。比如今年 5 月下旬。

因此，超大规模基金的发行，可能不再像以往，成为市场情绪过热或者牛市见顶的标志。

图 27：市场情绪一般时，也能有爆款基金发行



资料来源：Wind，天风证券研究所

从近几年来看，在市场缺乏全面牛市的基础上，这种超额收益（历史业绩好的基金产品）对基金发行规模的影响越来越强。我们通过比较权益类公募基金发行规模、区间回报率中位数以及相对于上证综指的超额收益率发现，基金发行规模往往和区间回报率中位数同步变化，但自 2016 年以来，基金发行规模和基金超额收益率变化更加一致。

向前看，少部分公司牛市与爆款基金发行继续形成正向循环：

①在“少部分公司”牛市趋势下，公募基金超额收益显著，同时可以帮助个人投资者有效分散风险，这也成为了吸引个人投资者持续基金入市的重要原因。而个人投资者基金入市往往选择过往收益率优秀的产品，而这又反过来进一步强化了“少部分公司”的牛市。

②这种“少部分公司”的牛市与居民资金基金入市的相互作用趋势将进一步延续。我们构建的“核心 100 指数”（外资消费持仓 50+科技龙头 50）09 年以来年化回报 15.3%、ROE 中枢长期维持在接近 20%，16 年以来上涨 99%。中短期来说，这些核心公司仍然是外资和公募增量资金的主要配置方向。长期来说，少部分公司牛市的长期基础是经济中枢下台阶和结构转型的宏观背景：美股自 70 年代经济增长中枢开始下台阶后，科技和消费行业指数的年化收益率大多在 9%-11%，远超过资源品和传统制造。未来随着中国经济中枢下台阶和结构转型，我们也可能复制这样的情况。

**3.3.3. 结论：增量资金属性的差异，导致低估值的修复是理性的，是更具  $\alpha$  特性的。全面牛市的启动仍需更多触发条件**

(1) 对于低估值板块来说：

低估值板块出现大规模整体性上涨、即全面牛市的触发条件可能包括：

①增量资金的属性发生变化，不仅仅来自于外资和国内公募基金。可持续跟踪观察融资融券等杠杆资金、产业资本等。

②出现政策力度和经济形式的错配，比如在经济数据持续大幅好转的情况下，政策仍然没有收缩的意图。

考虑到增量资金比较理性的投资选择和相对固化的投资风格，低估值板块估值修复的机会可能更多的存在于部分细分龙头

——即被行业属性长期压制了估值、但又具备  $\alpha$  属性的周期类核心资产，这个可能是下半年性价比相对比较高的部分，即便整个低估值板块的  $\beta$  没有想象中好，那么这些具备  $\alpha$  属性的公司，在较低估值买入时，拉长来看，也至少不会跑输。（前期的报告中，我们曾对长周期持股中，买入估值对超额收益的有效性做过论述）

## （2）对于当前高景气，但也高估值的板块来说：

当前引领估值分化是科技和消费，目前高估值的行业多数具有较强的盈利能力，长期的产业趋势，以及中短期的相对业绩变化（相比沪深 300），均支撑其估值维持相对高位。

增量资金的属性（外资及公募）强化了优质蓝筹股估值维持较高水平的能力。

历史经验表明，如果未来是全面牛市：

第一，高位估值（估值分位  $>80\%$ ）持续的时间可以很长，半年甚至一年以上。当前 PB 分位在  $80\%$  以上的行业仅有食品饮料（目前维持 2 个月）。

第二，低估值板块补涨的过程中，高估值行业通常并未跑输低估值行业。估值的收敛，通常靠低估值行业更大的估值抬升幅度（补涨行情）以及高估值行业较小的估值抬升幅度来收敛。换言之，牛市中，估值分化峰值之后，低估值行业可能有抬估值的补涨行情，但高估值行业由于有更高的增速，即使估值抬升幅度较小，但涨幅并不比低估值行业差。

——因此，不管是短期还是长期，对于核心仓位，我们仍然建议保持对消费和科技龙头的超配，下半年仍然由中美关系反复、疫情反复、美股波动，导致的情绪式下跌，都是对消费和科技核心公司再配置的机会。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com