

2020 年 06 月 09 日

走向价值：势能与切换

策略研究团队

——投资策略专题

牟一凌（分析师）

mouyiling@kysec.cn

证书编号：S0790520040001

方智勇（联系人）

fangzhiyong@kysec.cn

证书编号：S0790120040049

● 定义风格切换：成长与价值之辩

自 5 月底我们的月度观点《脱虚入实，风格切换》发布以来，市场对风格切换的方向和持续性进行了较多讨论，我们试图通过本篇报告，基于历史数据，展示我们判断的框架依据，同时更加明确风格切换的含义：即从成长走向价值。成长与价值的区分并非简单等同于行业的划分，相反风格切换的结果可能导致行业板块表现的不同。我们将运用更能表征风格的国证成长与价值指数进行风格分析，同时与其他市场传统认知的衡量风格的指数比较认知差异。

● 树不能长到天上：风格切换的几个大周期

投资者总在一些时段，极度认可某种长期趋势，导致成长/价值的风格达到极致。我们发现，对长期趋势的认知，其实市场很少犯错，以国证成长指数为例，其成分股的行业权重也经历了较大的变迁，从金融、机械、地产等顺周期行业主导转向如今的消费、医药生物与 TMT 主导。但我们同样发现，在考虑了这种趋势变迁后的国证指数，反而更清晰地刻画出了风格切换的周期。我们认为背后隐含的可能是金融学中永恒的“均值反转”定理，当我们为“成长性”付出太高或者太低代价时，估值的分布可能就存在大幅变迁的可能。从当下借鉴意义看，历史上风格切换从成长转向价值风格的时间点为：2009 年 2 月下旬、2011 年 1 月初、2012 年 10 月中旬、2013 年 11 月中旬、2016 年 2 月以及 2018 年 11 月初。

● 从成长到价值切换的核心驱动力：盈利优势、利率环境与风险溢价水平

股票永远是对未来增长的定价，所谓价值与成长的风格切换，其实就是对于增长定价的再平衡。一般而言成长相对于价值的永续增长率 g 的优势能够解释大部分的风格切换，但无风险利率的预期与风险偏好的大幅变化也同样重要。从盈利增速的相对优势来看，往往成长与价值的盈利增速之差领先于成长向价值风格的切换。从无风险利率的角度，我们可以看到往往在国债期限利差收敛时成长风格向价值风格切换。从风险溢价的角度看，历史上五次从成长切换到价值时均处于风险溢价上行或者阶段性顶部的时期，如果确定性得不到验证，则在风险溢价上行的阶段极有可能发生风格切换。

● 风格切换趋势下的行业配置：低估值+盈利早复苏板块

在经济复苏、无风险利率上行+利率曲线变平的组合下，风格切换将有利于价值板块，建议提前布局低估值+盈利早复苏的板块：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：建筑、建材、工程机械；第二，环比改善，逐级向上：房地产及其后周期行业，家电、家居；第三，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：化工、煤炭、航空；第四，仍在行业景气向上周期中、未来盈利复苏斜率仍有望改善的：汽车。

● 风险提示：国内经济下行超预期；中美摩擦、海外疫情超预期恶化

相关研究报告

《投资策略周报-风格大切换：和而不同》-2020.6.7

《投资策略专题-利率上行，加速风格切换》-2020.6.4

《投资策略专题-风格切换：隐藏于交易结构与投资者行为中》-2020.6.3

目 录

1、 市场风格之辨：成长与价值	3
2、 树不能涨到天上：从成长到价值	7
2.1、 风格切换的区间划分：4 次大切换，3 次小切换.....	9
2.2、 风格切换的核心驱动力：盈利增长、无风险利率与风险溢价	10
2.3、 历次风格切换复盘：驱动力验证与主题行业表现.....	12
2.3.1、 第一次成长到价值的切换：2011 年 1 月	12
2.3.2、 第二次成长向价值切换：2012 年 10 月	13
2.3.3、 第三次成长向价值切换：2013 年 11 月	14
2.3.4、 第四次成长向价值的切换：2016 年 2 月	15
2.3.5、 第五次成长向价值切换：2018 年 11 月	15
3、 对当下的启示：切换的势能正在聚集	16
4、 风险提示	18

图表目录

图 1： 不同分类方法下在某些时期界定风格切换时存在较大差异.....	4
图 2： 中证全指成长和价值中金融行业占比过高	5
图 3： 创业板指涉及的行业不多，以 TMT+医药生物为主.....	5
图 4： 可以在个股维度上增加行业维度进行更为全面的划分.....	7
图 5： 国证成长指数的行业构成一开始也不是以 TMT 等行业为主，体现了不同经济发展时期行业成长性的分化.....	8
图 6： 国证价值指数行业分布较为稳定，金融服务+传统周期行业占比 70%以上	8
图 7： 2003 年以来大的风格切换一共发生了 4 次，其中 2008-2013 年间发生了 3 次小的风格切换.....	9
图 8： 从盈利增速相对优势来看，成长-价值的下行往往领先于成长向价值风格切换.....	10
图 9： 国债期限利差收敛时往往成长风格向价值风格切换（2013/2018 年除外）	11
图 10： 如果确定性得不到验证，则在风险溢价上行的阶段极有可能发生风格切换（虚线为成长向价值切换时间点）	12
图 11： 前期强势板块在风格切换之后大部分表现垫底.....	13
图 12： 从经济下行、货币宽松到经济复苏、货币收紧时的风格切换板块表现.....	14
图 13： 2013 年-2014 年从互联网金融到极致的价值风格	14
图 14： 2015 年中-2018 年年初极致成长的落幕到极致价值的开启	15
图 15： 中美贸易摩擦使得 2018 年的成长风格并不明显.....	16
图 16： 国证成长指数相对于价值指数的累计收益率之差仍处于上行，但其斜率（边际贡献）已经处于下行	17
表 1： 不同分类标准下的成长和价值风格	3
表 2： 2015.03.10-2015.06.03 成长板块和价值板块都大幅上涨，对于各自风格指数的累计收益率贡献都很突出	6

5月下旬以来美股航空股开始出现强劲反弹，道琼斯指数和标普 500 指数表现均好于纳斯达克指数，而 FAAMG 的表现弱于非 FAAMG。正如我们 6 月月报《脱虚入实，风格切换》中提到的，美股在股指期货贴水逐步收窄时，前期抱团确定性（FAAMG）的风格出现了明显的转换，即在经济复苏的预期下转向更为全面的反弹，我们认为这对于 A 股市场具有一定的指示意义。从 6 月 1 日以来，A 股市场的表现也确实开始体现“确定性”的扩散，股指期货贴水也开始收窄，同时在海外扰动的担忧仍未消退的环境下，上述两个因素共同构成了 A 股市场风格切换的基础：即由确定性、高估值的成长转向处于周期底部、盈利复苏快、低估值的价值。

风格切换意味着市场将开始改变其原来一段时间内的交易逻辑和特征，从而在个股选择或者行业配置上有较大的变化，这种转变背后的核心驱动力可能在不同时期有所不同，因此我们认为有必要回顾历史上的风格切换，包括其核心驱动力、切换的节奏以及对应不同的交易逻辑下板块表现的特征，从而为当前的风格切换提供借鉴。

1、市场风格之辨：成长与价值

“风格”一词在投资者的认知中有不同的理解，比如周期与消费和成长，或者大小市值，抑或是高估值和低估值等。为了避免不必要的误解，我们将在本文中只讨论主流的价值与成长风格问题。目前市场上关于成长和价值风格的划分标准主要有以下三种：

（1）以个股市值大小作为划分标准，即认为大市值公司代表了价值风格，而中小市值公司代表成长风格，典型的做法便是将上证 50 作为价值风格的代表指数，而创业板指作为成长风格的代表指数。

（2）以个股成长因子和价值因子的得分排名（风格 Z 值）作为划分标准，其中成长因子主要包括主营业务收入增长率、净利润增长率、净资产收益率以及内部增长率等能够反映个股业绩成长性的指标，而价值因子主要包括股息收益率、每股经营现金流与价格比率、每股收益与价格比率等能够反映个股业绩稳定性的指标。典型代表便是国证 1000 风格指数中的成长和价值指数、中证风格指数中的全指成长和 value 指数。

（3）根据细分行业板块的特征将它们进一步归类为周期、消费和成长三大类，在这里成长风格就不再与上述所说的按照个股的成长因子进行筛选，而是判断细分行业的成长性，主要集中在 TMT、医药生物、国防军工等行业。

表1：不同分类标准下的成长和价值风格

分类标准	成长风格	价值风格	例子
个股市值大小	中小市值公司	大市值公司	将上证 50 作为价值风格的代表指数，而创业板指作为成长风格的代表指数
个股成长因子和价值因子	成长 Z 值排名靠前的公司	价值 Z 值排名靠前的公司	国证 1000 风格指数中的成长和价值指数、中证风格指数中的全指成长和 value 指数
行业特征	TMT/医药生物/国防军工等	金融地产建筑建材等	中信风格指数

资料来源：Wind、开源证券研究所

我们认为上述三类方法中，第二种以个股成长因子和价值因子作为分类标准的方法更贴近我们对价值与成长的理解，理由是：

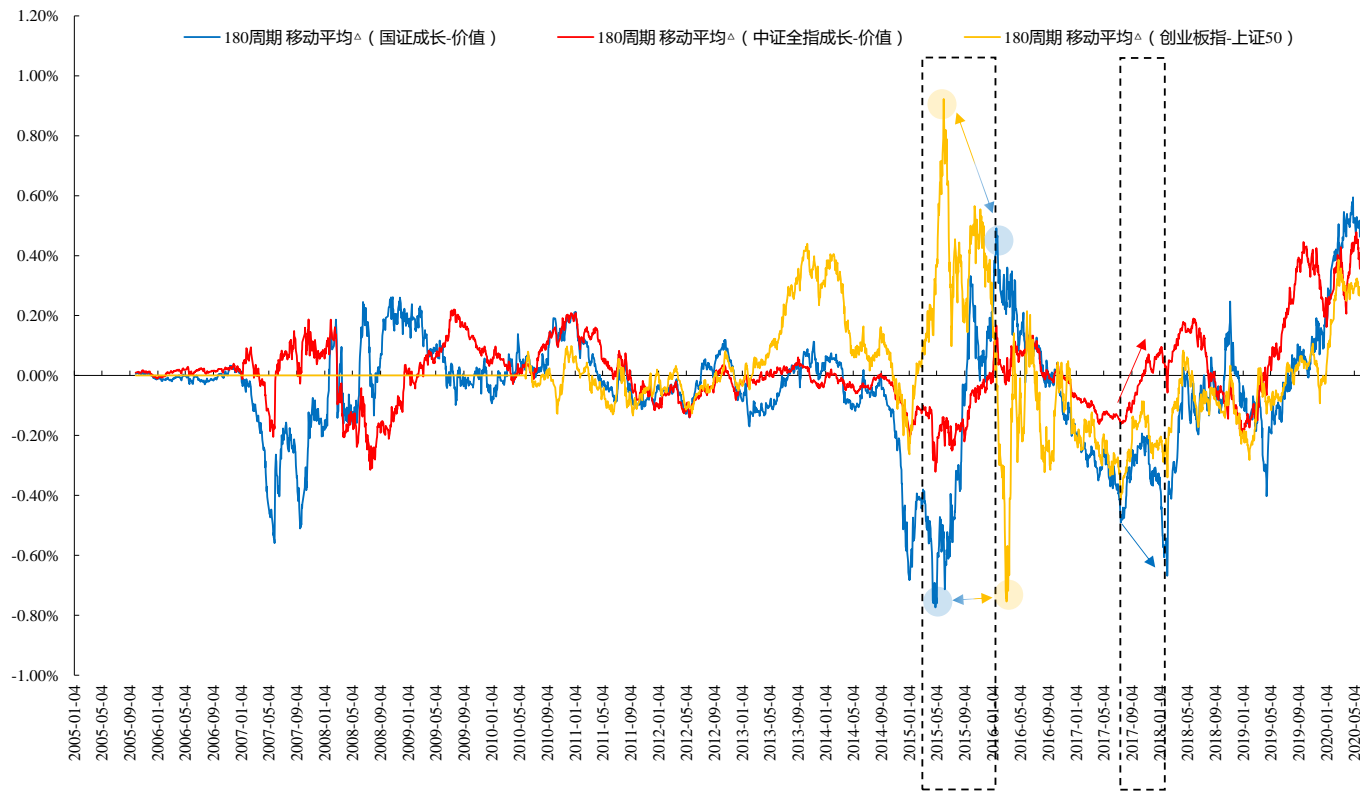
(1) 公司的市值大小并不能和其业绩的稳健和成长性混为一谈。最典型的例证便是：上证 50 中不乏有贵州茅台、恒瑞医药、中国国旅、伊利股份等代表成长的大市值公司，这一类公司我们认为可以称作“大盘成长股”，它们完全符合“稳定增长”的特征，同时估值绝对水平并不能完全与价值股相同。而创业板中其实也有大量的周期板块或者是消费板块，最典型的就是经常需要剔除的“温氏股份”。

(2) 细分行业的划分口径相比于个股而言更粗糙，诸如消费板块在历史上曾被认为是防御型的价值股，但是其中很多领域出现的龙头公司的稳定增长和长期的市场空间已被市场广泛认知，因此仅仅依赖于细分行业特征来判断成长和价值风格并不合理。板块划分往往基于历史经验，其认知改变速度可能较个股更慢。

因此，按照个股体现出的相对于全市场的估值程度的变化、成长性的变化，可能才能及时捕捉市场中真正意义上的成长与价值。国证指数将作为我们分析的重要依据，我们同时也会对比与传统认知划分方法中的不同。

我们分别以 180 周期 Δ （国证成长-价值）（累计收益率之差的曲线斜率，下同）的移动平均值、180 周期 Δ （中证全指成长-价值）的移动平均值以及 180 周期 Δ （创业板指-上证 50）的移动平均值分别来作为判断成长和价值风格切换的代理变量，界定标准如下：如果代理变量的曲线表现为上行趋势，则累计收益率对于成长风格的边际贡献在增大，则我们认为此时代表价值风格开始向成长风格切换，反之下行趋势则表示成长风格在向价值风格切换。我们发现不同分类方法在某些时刻界定风格切换时存在较大差异：

图1：不同分类方法下在某些时期界定风格切换时存在较大差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 国证成长-价值相比于中证全指成长-价值更为合理，原因是：从指数的行业构成上看（截止 2020 年 6 月 8 日的数据），中证全指成长中的非金融行业权重

过高，而 TMT 行业占比过低，中证全指价值中金融（银行和非银金融）占比过高，而消费和周期行业占比过低；除此之外，在 2017 年极致的白马行情下，中证全指成长-价值的波动并不大，而且在 2017 年年底到 2018 年年初的这段时间内，中证全指风格指数指示的是成长风格开启，但国证 1000 风格指数则仍在指示极致的价值风格。考虑到无论市场普遍认知还是从创业板与上证 50 得到的侧面印证，我们都认为国证指数对于风格的刻画可能更为准确。

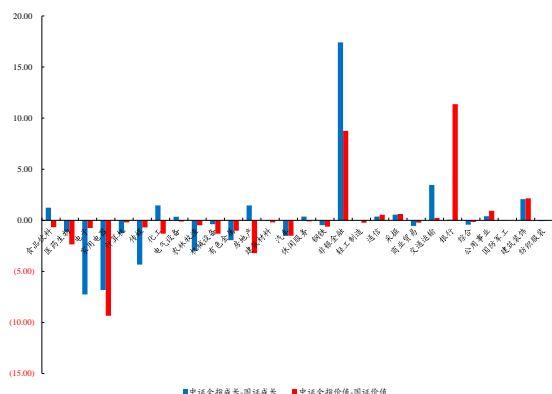
（2）国证成长-价值和创业板指-上证 50 在大部分时间里刻画的成长和价值风格基本一致，最大的区别在于 2015 年 Q1-2016 年 Q1，虽然在这个区间内国证 1000 风格指数和创业板指-上证 50 都指示了极致的成长风格，但其中斜率的波峰波谷以及界定风格切换的具体时间存在较大差异，原因在于：

第一，国证成长指数和创业板指在行业构成上有很大的差异。创业板指所涉及的行业很少，不包括金融、交运、建筑建材等传统行业，主要以信息技术行业为主。2013 年 1 月 4 日国证成长指数中信息技术行业的权重仅为 4.4%（2015 年 12 月 31 日才上升为 16.3%），创业板指的信息技术行业权重为 22.9%（2015 年 12 月 31 日为 44.6%），2013-2015 年信息技术指数的区间涨跌幅为 367.19%，所以行业权重的差异（尤其是信息技术行业）导致国证成长指数和创业板指所刻画的成长风格差异很大。

第二，在牛市阶段成长板块和价值板块都大幅上涨，对于各自风格指数的累计收益率贡献都很突出。通过拆分国证成长指数和国证价值指数的行业贡献，我们发现在 2015 年 3 月 10 日至 6 月 3 日创业板指-上证 50 的累计收益率之差曲线的斜率迅速攀升的阶段，国证价值指数仍相对于成长指数取得了 3.04% 的超额收益¹，价值-成长的行业贡献之差排名前五的是机械设备（+3.71%）、交通运输（+3.66%）、非银金融（+2.44%）、建筑装饰（+2.33%）、公用事业（+1.77%），贡献排名后五的是电气设备（-1.68%）、传媒（-1.75%）、电子（-2.49%）、计算机（-3.68%）、医药生物（-4.57%）。

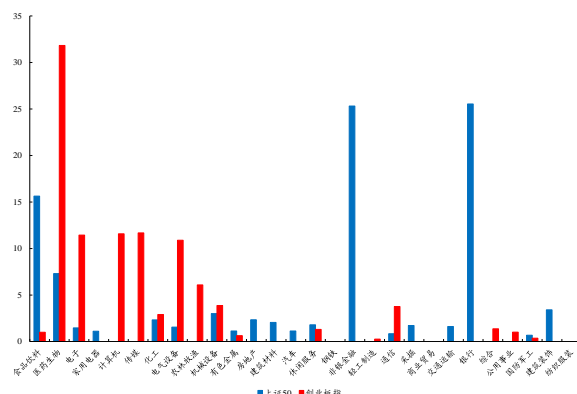
第三，在牛市阶段个股的选择相比于资产配置而言更重要。若以国证成长指数作为基准组合，则国证价值指数相对于国证成长指数的个股选择贡献为 8.22%，资产配置的贡献为 -2.08%，说明即使在资产配置上价值不如成长（从侧面印证了创业板指这种以信息技术行业为主的指数相对于其他指数超配成长的优势），但由于个股选择更好，因此国证价值指数的区间收益率反而更高。

图2：中证全指成长和价值中金融行业占比过高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：创业板指涉及的行业不多，以 TMT+医药生物为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 各个成分股的权重以 2015 年 3 月 10 日为基期，并假设在区间内保持不变，由于国证 1000 风格指数每半年调整一次成分股，因此不考虑中途因其他原因临时调整的情况。

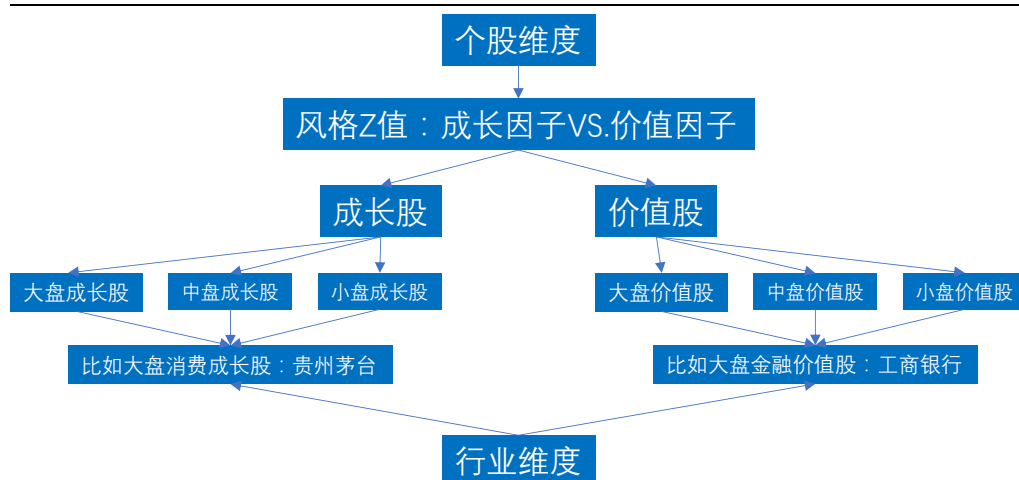
表2: 2015.03.10-2015.06.03 成长板块和价值板块都大幅上涨, 对于各自风格指数的累计收益率贡献都很突出

指数		国证成长指数				国证价值指数				对比: 价值-成长		
项目	行业贡献	行业权重	行业收益率	相对指数超额收益	行业贡献	行业权重	行业收益率	相对指数超额收益	行业贡献	行业权重	行业收益率	
银行	6.15%	21.57%	28.52%	2.48%	6.74%	26.74%	25.22%	-0.82%	0.59%	5.17%	-3.30%	
房地产	2.86%	8.93%	32.06%	-32.00%	3.64%	8.31%	43.76%	-20.30%	0.77%	-0.62%	11.70%	
食品饮料	0.85%	6.72%	12.66%	-37.26%	0.75%	2.05%	36.44%	-13.47%	-0.10%	-4.67%	23.79%	
家用电器	2.19%	4.83%	45.33%	-18.89%	1.54%	2.88%	53.43%	-10.79%	-0.65%	-1.95%	8.10%	
汽车	0.86%	2.02%	42.77%	-16.50%	1.36%	3.83%	35.38%	-23.90%	0.49%	1.81%	-7.39%	
建筑装饰	2.52%	4.26%	59.13%	-21.25%	4.85%	5.84%	82.97%	2.58%	2.33%	1.58%	23.83%	
建筑材料	0.58%	1.90%	30.62%	-30.04%	0.89%	1.99%	44.76%	-15.90%	0.31%	0.09%	14.14%	
有色金属	0.94%	4.04%	23.17%	-28.25%	0.89%	2.34%	37.99%	-13.43%	-0.05%	-1.70%	14.82%	
电气设备	1.86%	2.83%	65.65%	-23.21%	0.17%	0.58%	30.08%	-58.78%	-1.68%	-2.25%	-35.56%	
公用事业	1.69%	3.87%	43.58%	-19.75%	3.46%	5.83%	59.30%	-4.02%	1.77%	1.96%	15.72%	
医药生物	4.94%	8.70%	56.83%	-14.10%	0.38%	0.76%	49.42%	-21.50%	-4.57%	-7.94%	-7.40%	
计算机	3.76%	5.99%	62.82%	-47.45%	0.08%	0.08%	103.19%	-7.07%	-3.68%	-5.91%	40.38%	
电子	2.77%	4.00%	69.23%	-13.90%	0.28%	0.44%	64.60%	-18.54%	-2.49%	-3.56%	-4.63%	
化工	1.44%	4.24%	33.93%	-36.86%	1.92%	4.16%	46.19%	-24.59%	0.48%	-0.08%	12.27%	
传媒	2.16%	5.20%	41.49%	-47.95%	0.41%	0.52%	78.62%	-10.82%	-1.75%	-4.68%	37.13%	
机械设备	0.69%	1.06%	65.48%	-27.24%	4.40%	4.41%	99.82%	7.10%	3.71%	3.35%	34.34%	
采掘	0.84%	1.12%	74.59%	24.29%	1.46%	3.85%	37.92%	-12.37%	0.62%	2.73%	-36.67%	
商业贸易	1.15%	2.02%	56.69%	-18.26%	1.03%	2.40%	43.03%	-31.92%	-0.11%	0.38%	-13.66%	
通信	0.58%	1.20%	48.53%	-45.59%	0.87%	1.10%	79.09%	-15.03%	0.29%	-0.10%	30.55%	
交通运输	0.12%	0.50%	23.16%	-47.16%	3.78%	6.08%	62.15%	-8.18%	3.66%	5.58%	38.98%	
农林牧渔	1.08%	2.12%	50.81%	-23.03%	0.27%	0.45%	59.78%	-14.06%	-0.81%	-1.67%	8.97%	
休闲服务	0.01%	0.41%	3.13%	-71.93%	0.03%	0.07%	49.81%	-25.25%	0.02%	-0.34%	46.68%	
综合	0.37%	0.44%	83.91%	6.45%	0.17%	0.30%	57.89%	-19.57%	-0.20%	-0.14%	-26.03%	
轻工制造	0.37%	0.67%	55.19%	-40.58%	0.64%	0.84%	76.50%	-19.26%	0.27%	0.17%	21.31%	
非银金融	0.45%	0.93%	48.91%	18.29%	2.89%	11.40%	25.38%	-5.24%	2.44%	10.47%	-23.54%	
钢铁	0.00%	0.00%	NA	NA	0.98%	1.86%	52.78%	NA	0.98%	1.86%	NA	
国防军工	0.01%	0.12%	10.00%	-80.21%	0.00%	0.00%	NA	NA	-0.01%	-0.12%	NA	
纺织服装	0.09%	0.32%	27.28%	-61.86%	0.48%	0.86%	56.18%	-32.96%	0.40%	0.54%	28.90%	
合计	41.33%	——	——		44.37%	——	——		3.04%	——	——	

数据来源: Wind、开源证券研究所

我们可以看到, 成长风格按照个股维度和行业维度进行划分时产生的差异在牛市时尤为明显, 其背后的原因便是牛市的个股选择比行业选择更重要, 所以会产生行业表现呈现明显成长特征但总体收益率却仍然是价值占优的时期。因此, 我们可以在第二种关于成长和价值的分类方法基础上(选择国证 1000 风格指数作为风格刻画基准指数), 结合大中小盘风格、行业划分进行更为全面的成长和价值市场风格刻画, 具体如下所示: 先以个股的成长因子和价值因子区分成长股和价值股, 然后再根据市值区分大中小盘成长股、大中小盘价值股, 最后再结合行业分组进行分析, 比如贵州茅台属于“大盘成长消费股”、工商银行属于“大盘价值金融股”。

图4：可以在个股维度上增加行业维度进行更为全面的划分



资料来源：开源证券研究所

2、树不能涨到天上：从成长到价值

国证风格指数对于价值和成长的划分一定程度上刻画了经济运行过程中驱动力的变化：

(1) 在国证成长指数行业构成中，可以明显看到在 2018 年之前金融服务占比较高（均值为 22.26%），而到了 2019 年、2020 年，占比不到 3%；同时 2010-2012 年房地产、采掘、建筑建材以及化工等行业权重占比较高，而 TMT+电子行业占比较低，直到 2013 年其占比才提高到 10%以上；同时值得关注的是食品饮料在 2019/2020 年的权重大幅提升，排名第一。

(2) 在国证价值指数行业构成中，可以看到主要是以金融服务行业为主，占 1/3 以上，而 TMT+电子+医药生物的占比不到 6%，相比于国证成长指数而言其行业分布很稳定，金融服务+传统周期行业的占比一直保持在 70%以上。

上述国证成长和价值的行业构成的变迁其实回答了部分投资者的一个观点：我们经济增长模式不断改变，于是一些盈利模式和行业需要抛弃，而一些长期向好的资产就应该得到资金的追捧。但遗憾的是，当考虑了这些因素之后，国证指数指示历史上的风格切换反而更为清晰的发生。“树不能长到天上”，其实就是风格切换的一个更通俗的解释。

图5：国证成长指数的行业构成一开始也不是以 TMT 等行业为主，体现了不同经济发展时期行业成长性的分化

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-06-08
金融服务	20.47%	14.17%	23.60%	22.75%	28.05%	25.47%	25.85%	22.00%	17.98%	2.77%	2.26%
机械设备	10.16%	9.74%	6.94%	5.58%	3.42%	3.55%	5.72%	7.14%	5.61%	7.17%	7.85%
房地产	9.66%	8.11%	8.14%	5.92%	9.68%	8.83%	6.71%	5.05%	4.90%	3.96%	3.14%
采掘	9.19%	7.96%	3.02%	0.95%	1.03%	0.77%	0.42%	0.24%	0.00%	1.56%	1.15%
医药生物	7.91%	8.12%	5.57%	7.58%	7.35%	10.13%	8.51%	6.55%	6.73%	10.88%	13.41%
交运设备	7.71%	8.53%	6.77%	5.18%	3.79%	2.30%	3.03%	3.09%	2.78%	2.50%	2.29%
食品饮料	5.19%	10.37%	9.25%	7.44%	7.00%	4.50%	6.50%	4.87%	5.55%	17.64%	18.95%
建筑建材	5.05%	4.94%	7.53%	5.74%	6.15%	2.53%	2.15%	1.38%	1.31%	3.15%	3.26%
有色金属	4.32%	4.24%	6.86%	5.34%	3.71%	2.14%	1.99%	2.56%	3.25%	3.62%	3.14%
化工	4.15%	2.89%	3.36%	4.82%	3.79%	4.45%	3.56%	2.95%	4.65%	5.01%	4.22%
商业贸易	3.91%	3.78%	2.11%	1.59%	1.72%	1.92%	1.64%	1.09%	0.92%	1.04%	1.10%
公用事业	1.59%	2.34%	2.51%	2.51%	3.62%	3.53%	3.21%	2.96%	1.95%	0.45%	0.43%
家用电器	1.56%	3.78%	3.86%	5.59%	4.34%	3.76%	5.28%	9.00%	9.48%	9.01%	8.17%
TMT	3.58%	4.09%	2.77%	8.12%	8.17%	15.78%	14.39%	14.79%	14.52%	10.50%	11.16%
电子	1.05%	1.03%	1.97%	3.90%	3.50%	5.27%	5.57%	9.44%	11.63%	10.49%	9.76%
钢铁	0.76%	0.41%	0.40%	0.32%	0.34%	0.00%	0.00%	0.00%	0.65%	2.25%	1.74%
农林牧渔	0.72%	1.72%	1.55%	2.22%	1.34%	1.72%	1.22%	3.14%	4.47%	3.62%	3.44%
纺织服装	0.71%	1.15%	0.39%	0.47%	0.38%	0.90%	1.17%	0.86%	0.44%	0.08%	0.08%
交通运输	0.68%	0.98%	2.25%	1.82%	1.09%	0.96%	1.04%	1.06%	1.06%	1.02%	1.04%
轻工制造	0.67%	0.56%	0.36%	1.03%	0.68%	0.71%	1.02%	1.12%	1.22%	1.12%	1.18%
综合	0.61%	0.53%	0.64%	0.67%	0.56%	0.47%	0.68%	0.39%	0.23%	0.43%	0.43%
休闲服务	0.36%	0.56%	0.15%	0.41%	0.28%	0.31%	0.35%	0.32%	0.67%	1.73%	1.82%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：数据均为截面数据，而且由于 2013 年前后行业分类不同，为方便统计，以 2013 年之前的口径为准：其中金融服务为银行+非银、机械设备包括机械设备+电气设备+国防军工、TMT 为通信+计算机+传媒。

图6：国证价值指数行业分布较为稳定，金融服务+传统周期行业占比 70%以上

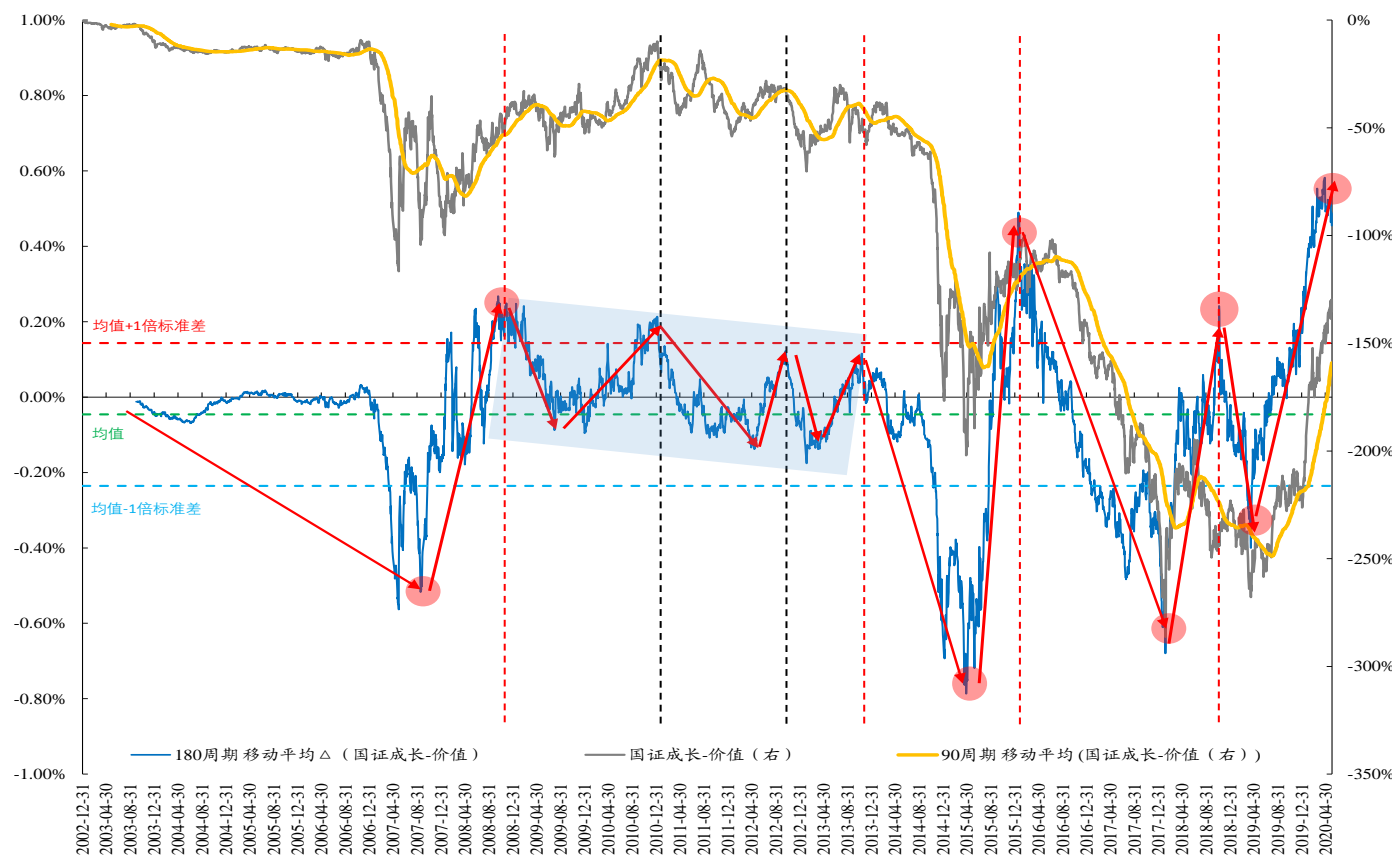
	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-06-08
金融服务	37.62%	43.49%	42.52%	41.82%	41.96%	36.43%	40.39%	40.73%	36.72%	39.05%	37.94%
采掘	6.85%	6.16%	4.28%	3.09%	3.53%	2.70%	2.66%	2.35%	3.47%	3.13%	2.85%
交通运输	6.02%	5.70%	5.53%	6.25%	5.85%	6.09%	3.85%	3.95%	3.75%	3.15%	2.88%
化工	5.59%	4.23%	3.33%	4.32%	3.05%	4.28%	4.33%	4.32%	4.20%	5.23%	5.13%
交运设备	5.57%	4.96%	4.95%	5.42%	3.44%	3.72%	5.00%	5.05%	5.05%	4.55%	4.32%
钢铁	4.67%	3.90%	2.97%	1.94%	2.09%	1.77%	1.54%	1.67%	3.17%	2.39%	2.30%
公用事业	4.17%	5.74%	4.92%	5.15%	5.85%	6.23%	5.59%	4.94%	6.23%	5.37%	5.54%
建筑建材	4.11%	4.69%	7.44%	5.99%	8.22%	7.21%	6.10%	5.72%	7.52%	7.54%	7.96%
医药生物	3.82%	1.38%	1.24%	1.27%	0.78%	0.91%	2.67%	2.65%	2.48%	2.22%	2.63%
商业贸易	3.28%	2.10%	1.88%	2.69%	2.07%	2.32%	1.72%	1.22%	1.21%	0.82%	1.01%
家用电器	2.76%	2.31%	2.88%	4.35%	2.45%	4.28%	4.88%	7.46%	5.11%	8.95%	9.54%
机械设备	2.58%	1.47%	2.80%	3.45%	3.91%	2.76%	2.94%	3.04%	2.91%	2.00%	2.16%
房地产	2.18%	6.30%	9.92%	6.87%	8.23%	10.47%	6.61%	7.18%	7.83%	9.88%	9.25%
电子	1.83%	0.88%	0.64%	1.11%	0.42%	0.59%	0.97%	0.58%	0.55%	0.73%	0.95%
轻工制造	1.80%	1.39%	0.96%	1.02%	0.80%	1.49%	0.97%	0.96%	0.94%	0.57%	0.54%
TMT	2.63%	2.03%	1.33%	2.39%	1.81%	2.12%	2.25%	1.47%	1.83%	1.43%	1.78%
纺织服装	1.41%	1.10%	0.82%	0.84%	0.89%	1.20%	0.76%	0.52%	0.30%	0.24%	0.22%
有色金属	1.35%	0.63%	0.30%	0.38%	2.06%	2.01%	2.43%	1.21%	1.77%	1.65%	1.59%
食品饮料	0.74%	0.36%	0.27%	0.69%	2.08%	2.39%	3.32%	3.42%	1.80%	0.53%	0.67%
休闲服务	0.50%	0.43%	0.36%	0.34%	0.07%	0.13%	0.00%	0.06%	0.06%	0.10%	0.10%
综合	0.48%	0.44%	0.25%	0.20%	0.30%	0.18%	0.24%	0.29%	0.30%	0.12%	0.16%
农林牧渔	0.06%	0.31%	0.42%	0.44%	0.15%	0.72%	0.78%	1.19%	2.81%	0.36%	0.48%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：数据均为截面数据，而且由于 2013 年前后行业分类不同，为方便统计，以 2013 年之前的口径为准：其中金融服务为银行+非银、机械设备包括机械设备+电气设备+国防军工、TMT 为通信+计算机+传媒。

2.1、风格切换的区间划分：4次大切换，3次小切换

我们选择国证1000风格指数作为界定风格切换的基准指数，则根据前述的方法，选择180周期 Δ （国证成长-价值）（即国证成长-价值累计收益率之差曲线的斜率，下称）移动平均值作为代理变量对风格的切换进行划分，我们会发现2003年来一共发生了4次大的风格切换（大幅超出 ± 1 倍标准差区间），其中2008-2013年间发生了3次小的风格切换（基本在 ± 1 倍标准差区间内）。

图7：2003年以来大的风格切换一共发生了4次，其中2008-2013年间发生了3次小的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

（1）第一次大的风格切换区间：2003年至2009年2月。2003年-2007年9月为价值风格（其中2007年5月到7月出现反复，当时正处于2007年牛市中的调整期间），2007年10月-2009年2月为成长风格。

（2）第二次大的风格切换区间：2013年11月中旬至2016年1月。2013年11月中旬-2015年4月为价值风格（其中2015年1月-3月上旬出现反复，当时也是2015年牛市中的调整期），2015年5月-2016年1月为成长风格。

（3）第三次大的风格切换区间：2016年2月至2018年11月。2016年2月-2018年2月初为价值风格（其中2017年7月-11月出现反复），2018年2月初至2018年11月初为成长风格。

（4）第四次大的风格切换区间：2018年11月初至今。2018年11月初-2019年4月中旬为价值风格，2019年4月下旬至今为成长风格。

（5）三次小的风格切换分别发生在：2009年3月-2011年1月初、2011年1月初-2012年10月中旬、2012年10月中旬-2013年11月中旬。

这一区间划分,与传统市场将 TMT 和创业板划分为成长的方式存在一定差异,但介于我们此前的分析,我们认为这种划分更能刻画风格变迁。历次风格切换从成长转向价值风格的时间点分别为:2009 年 2 月下旬、2011 年 1 月初、2012 年 10 月中旬、2013 年 11 月中旬、2016 年 2 月以及 2018 年 11 月初。由于当前是成长风格占优,同时出现了向价值切换的苗头,因此本文将只对上述成长风格切换到价值风格的时期进行复盘。需要说明的是,受限于数据可得性,国证指数盈利增速数据从 2011 年开始才有,因此本文复盘风格切换时均从 2011 年开始。

2.2、风格切换的核心驱动力:盈利增长、无风险利率与风险溢价

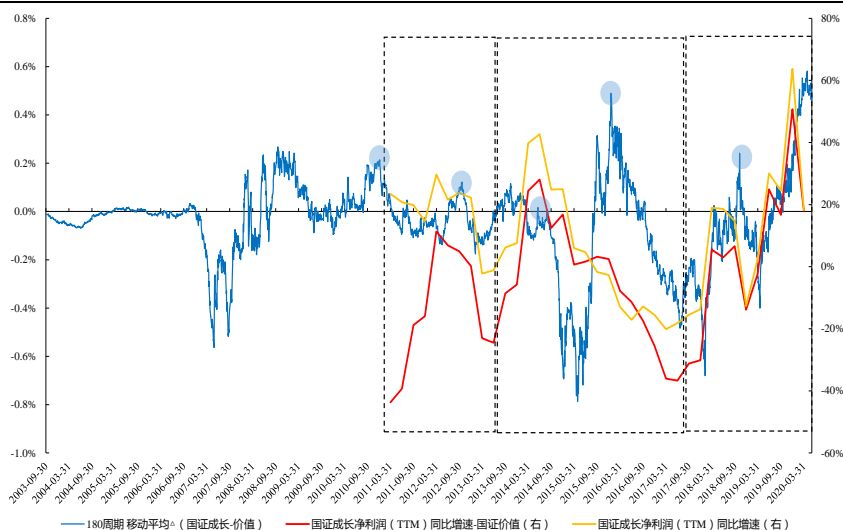
首先,我们在此前《利率上行,加速风格切换》的报告中曾提到如何从理论角度理解风格切换:股票永远是对未来增长的定价,所谓价值与成长风格切换,其实就是对于增长定价的再平衡。

$$\frac{1}{PE} - r_f + g = Riskpremium^2$$

如上述对于风险溢价的计算公式所示,等式两边任何一个因素的变化,如利率的大幅上行、风险偏好的下降或者行业永续增长率的变化,都会带来等式中其他因素相应的变化。由于不同板块在估值水平上的不一致,这种关系变化的斜率是不同的:比如当等式右边的风险溢价大幅上行,说明投资者的风险偏好恶化,此时由于成长相对于价值而言具有更高的估值,因此在估值、无风险利率保持不变的情形下,这就要求成长相对于价值的永续增长率 g 要比原来的更高;如果 g 没有发生变化,则此时成长的估值就要相应下降,即估值承压。

其次,从实际角度出发,一般而言成长相对于价值的永续增长率 g 的优势(反映为盈利预期较高)能够解释大部分的风格切换,但由于有时候促使风格切换的核心驱动力可能来自于估值驱动,比如若永续增长率 g 保持不变,则:在流动性宽松下,无风险利率大幅下行,估值驱动可能是贡献成长风格的主要力量;或者流动性收紧,无风险利率大幅上行,风险偏好恶化带来的估值下行可能使得风格切换。

图8:从盈利增速相对优势来看,成长-价值的下行往往领先于成长向价值风格切换



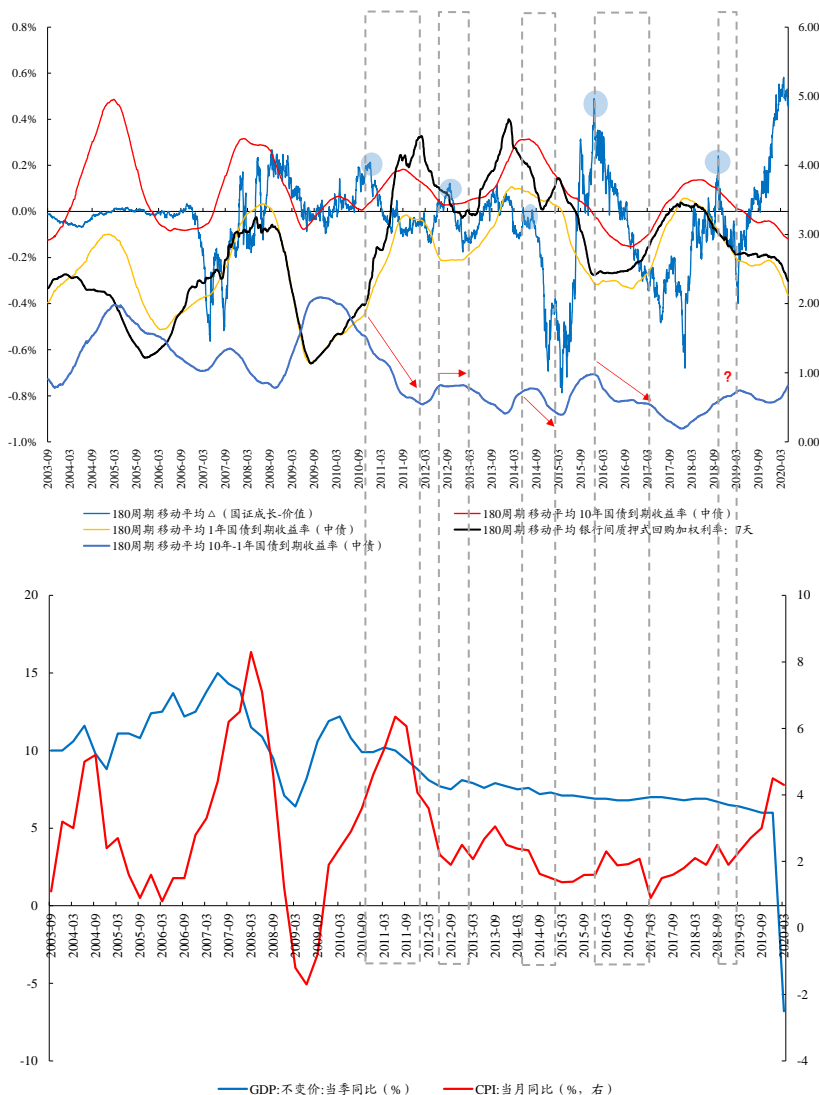
数据来源: Wind、开源证券研究所

² PE 为市盈率 (TTM), r_f 取 10 年期国债收益率, g 为永续增长率, 等式计算得出风险溢价。

从盈利增速的相对优势来看，往往国证成长与国证价值的盈利增速之差领先于成长向价值风格的切换，即当盈利增速之差出现下行趋势时，风格开始由成长转向价值，2011-2012 年除外，主要原因是 2011-2012 年国证成长的盈利同比增速在下行，即使相对于价值有优势，但此时绝对值的下行带来的负面影响要大于相对优势的积极影响。

从无风险利率的角度，我们可以看到：往往在国债期限利差收敛时成长风格向价值风格切换。从经济增长、通胀预期对企业盈利预期和货币政策预期的影响来分析，有两种情形：第一，10 年期国债到期收益率和 1 年期国债到期收益率同时上行，但 1 年期国债到期收益率上行速度更快，此时经济复苏但货币政策有所收紧，因此对于前期高估值、盈利具有相对优势的成长板块而言，估值承压的同时盈利相对优势在减弱，此时价值更具有性价比，这种情形在前三次成长向价值风格切换时（2011 年 1 月初、2012 年 10 月中旬、2013 年 11 月中旬）出现过；第二，10 年期国债到期收益率和 1 年期国债到期收益率同时下行，但 10 年期国债到期收益率下行速度更快，此时经济悲观但货币政策没有进一步放松，因此对于估值更不敏感的价值占优，这种情形出现在 2016 年 2 月。

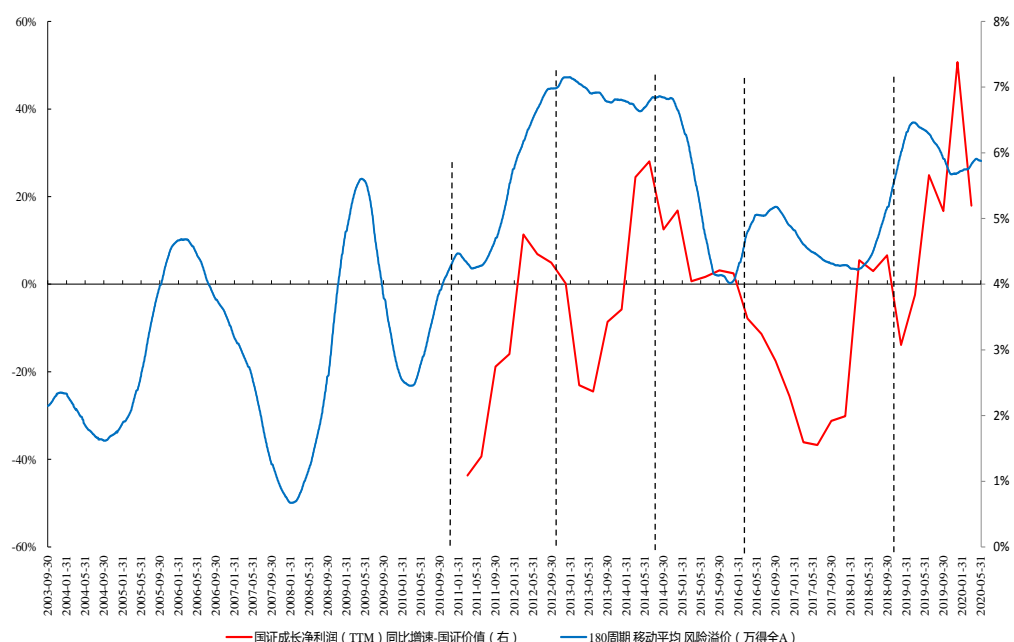
图9：国债期限利差收敛时往往成长风格向价值风格切换（2013/2018 年除外）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从风险溢价的角度看，这五次从成长切换到价值时均处于风险溢价上行或者阶段性顶部的时期。这里需要特别说明的是，部分投资者可能认为风险溢价与成长风格呈负相关，其实不然。历史上风险溢价处于高位时也会出现成长风格，比如 2013-2014 年，这是因为风险溢价衡量的是投资者对于风险的厌恶程度，溢价越高意味着投资者的风险厌恶越高，风险偏好越低，可能意味着投资者对于盈利的确定性更看重，而且对于坏消息十分敏感，而对于边际改善反应较为迟钝，因此若成长相对于价值更具有盈利的确定性，那么即使风险溢价很高，风险偏好很低，也有可能是成长风格占优。因此本文将成长和价值的盈利增速相对优势和风险溢价结合在一起看，会发现风格切换时往往是因为盈利相对优势不再而此时风险溢价又在上行，因此投资者将会改变此前对于“确定性板块”预期，所谓的确定性如果得不到验证，则极有可能发生风格切换。

图10：如果确定性得不到验证，则在风险溢价上行的阶段极有可能发生风格切换（虚线为成长向价值切换时间点）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、历次风格切换复盘：驱动力验证与主题行业表现

复盘时我们选择用 Wind 主题行业指数表现作为市场板块表现的代表，原因如前文提到的：细分行业的划分口径相比于个股而言更粗糙，主题行业相比于其他一级行业分类可能更接近风格刻画。而也正如我们在《风格大切换：和而不同》报告中提及的，部分投资者从一级行业分类上认为风格切换现象并不明显，主要也是由于一级行业粗糙的分类使得行业中细分领域之间的差异被忽视。

2.3.1、第一次成长到价值的切换：2011 年 1 月

在 2010 年年底到 2011 年 1 月初时 10 年期国债收益率率下行，然而短端利率 1 年期国债收益率以及代表银行间市场流动性的 DROO7 都迅速上升，主要原因在于当时经过“4 万亿”刺激之后，经济出现过热，通胀高企不落的同时经济增速开始由于货币政策的收紧而下行，2010 年 Q2 企业盈利见顶回落。我们认为在该阶段促使风格切换的核心驱动力是对企业盈利预期迅速恶化，同时货币政策收紧使得前期获

利板块的高估值承压，因此市场的板块表现从成长转向不依赖于估值驱动的价值板块。可以明显看到，前期成长风格占优时区间涨跌幅靠前的板块在风格转换为价值之后涨跌幅排名都基本靠后，大部分都几乎垫底；同时在经济下行、货币政策收紧的双重压力下，即使风格发生切换，市场整体表现不佳，大部分指数收益率均为负值，获得的绝对收益较少。

图 11：前期强势板块在风格切换之后大部分表现垫底

	2009.12-2010.12	排名	2011.01-2012.04	排名
环保指数	93.78%	1.00	-42.25%	62.00
软饮料指数	61.31%	2.00	-28.21%	48.00
医疗保健指数	58.40%	3.00	-28.26%	49.00
半导体指数	56.80%	4.00	-44.15%	65.00
航空指数	46.60%	5.00	-47.70%	67.00
电子元器件指数	43.40%	6.00	-30.01%	51.00
重型机械指数	35.80%	7.00	-20.17%	24.00
电脑硬件指数	35.04%	8.00	-34.57%	57.00
互联网指数	34.51%	9.00	-35.15%	59.00
工业机械指数	33.46%	10.00	-30.98%	53.00
多元金融指数	-20.96%	58.00	21.90%	1.00
酒类指数	20.74%	20.00	13.41%	2.00
银行指数	-19.28%	56.00	3.44%	3.00
房地产指数	-30.03%	65.00	-2.18%	4.00
券商指数	-34.43%	67.00	-5.62%	5.00
汽车指数	-16.15%	51.00	-6.66%	6.00
煤炭指数	-11.17%	49.00	-6.67%	7.00
机场指数	-17.62%	54.00	-7.51%	8.00
陆路运输指数	-22.51%	60.00	-7.89%	9.00
燃气指数	-30.56%	66.00	-8.35%	10.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2、第二次成长向价值切换：2012 年 10 月

2012 年 5 月社融见底，此时通胀已经从高处回落，而长短端利率以及资金利率在 2012 年 8 月之前都大幅下行，但随着 2012 年 Q3 经济见底之后有所复苏，通胀又有抬头的趋势，长短端利率不再进一步下行，利差走势较平之后又开始收窄，短端上行更快，体现通胀预期逐步增强。因此在 2012 年 5 月-10 月时市场下行，但由于流动性较为宽松，经济悲观，成长风格占优；而在 2012 年 11 月-2013 年年初，经济复苏预期占据主导，长端利率中枢开始先抬升，之后短端利率也迅速上行，期限利差逐步收窄，此时风格开始由成长切向价值。

图12: 从经济下行、货币宽松到经济复苏、货币收紧时的风格切换板块表现

	2012.05-2012.10	排名	2012.11-2013.01	排名
日用化工指数	18.74%	1.00	14.18%	18.00
环保指数	15.81%	2.00	16.57%	11.00
制药指数	12.57%	3.00	8.94%	44.00
软饮料指数	7.29%	4.00	2.73%	61.00
医疗保健指数	0.85%	5.00	9.73%	41.00
包装指数	-2.22%	6.00	8.03%	51.00
酒类指数	-2.39%	7.00	-22.05%	67.00
贵金属指数	-3.03%	8.00	2.28%	64.00
电子元器件指数	-3.73%	9.00	6.87%	53.00
休闲用品指数	-4.21%	10.00	9.80%	40.00
航天军工指数	-21.34%	57.00	44.01%	1.00
汽车指数	-18.19%	48.00	30.57%	2.00
券商指数	-13.07%	33.00	27.92%	3.00
银行指数	-10.69%	26.00	27.79%	4.00
多元金融指数	-20.89%	55.00	23.09%	5.00
办公用品指数	-11.05%	27.00	22.77%	6.00
保险指数	-9.15%	21.00	21.09%	7.00
房地产指数	-13.12%	34.00	21.00%	8.00
林木指数	-12.55%	32.00	19.81%	9.00
建材指数	-17.21%	46.00	19.52%	10.00

数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3.3、第三次成长向价值切换: 2013 年 11 月

2013 年-2014 年社融见顶下行但企业盈利开始逐步复苏上行, 此时通胀在 2013 年 Q3 也已经得到控制, 开始下行, 因此 2013 年的成长风格虽然处于国债期限利差下行的阶段, 但此时盈利复苏上行以及互联网金融等创新经济的出现提升了市场的风险偏好。这个时期导致成长风格向价值风格转换的核心驱动力是成长相对于价值的盈利增速的相对优势开始大幅下行。

图13: 2013 年-2014 年从互联网金融到极致的价值风格

	2013.02-2013.11	排名	2013.12-2014.12	排名
教育指数	169.79%	1.00	2.33%	62.00
互联网指数	150.87%	2.00	13.43%	22.00
文化传媒指数	83.93%	3.00	3.44%	59.00
医疗保健指数	76.30%	4.00	9.73%	41.00
软件指数	75.93%	5.00	8.57%	46.00
休闲用品指数	55.38%	6.00	9.80%	40.00
商业服务指数	55.14%	7.00	3.52%	58.00
水务指数	53.61%	8.00	12.34%	29.00
电脑硬件指数	51.26%	9.00	2.30%	63.00
软饮料指数	51.13%	10.00	2.73%	61.00
航天军工指数	32.43%	21.00	44.01%	1.00
汽车指数	13.92%	36.00	30.57%	2.00
券商指数	-14.41%	60.00	27.92%	3.00
银行指数	-16.07%	62.00	27.79%	4.00
多元金融指数	19.34%	31.00	23.09%	5.00
办公用品指数	20.57%	29.00	22.77%	6.00
保险指数	-16.10%	63.00	21.09%	7.00
房地产指数	-9.56%	58.00	21.00%	8.00
林木指数	33.06%	20.00	19.81%	9.00
建材指数	-9.38%	57.00	19.52%	10.00

数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3.4、第四次成长向价值的切换：2016 年 2 月

2015 年的极致成长风格主要驱动力是流动性宽松带来的估值驱动，国债期限利差大幅上行，而此时成长的盈利增速相对于价值也并无多少优势。这个时期从成长转向价值的核心驱动力同时来自于盈利增速相对价值的优势大幅下行并未被充分定价，同时金融监管趋严，流动性收紧，国债期限利差大幅收敛。同时，供给侧改革使得钢铁煤炭等价值板块的盈利大幅改善，因此在盈利优势大同时国债期限利差一直收敛的组合下，价值风格演绎到极致。

图14：2015 年中-2018 年年初极致成长的落幕到极致价值的开启

	2015.05-2016.01	排名	2016.02-2018.02	排名
生物科技指数	-11.18%	1.00	14.40%	37.00
办公用品指数	-11.31%	2.00	43.61%	10.00
包装指数	-12.61%	3.00	-10.85%	58.00
电子元器件指数	-17.18%	4.00	35.03%	18.00
机场指数	-17.90%	5.00	77.89%	4.00
通信设备指数	-19.23%	6.00	36.11%	17.00
餐饮旅游指数	-19.46%	7.00	11.63%	43.00
日用化工指数	-19.53%	8.00	0.14%	51.00
酒类指数	-19.77%	9.00	154.95%	1.00
银行指数	-19.89%	10.00	43.00%	12.00
酒类指数	-19.77%	9.00	154.95%	1.00
保险指数	-35.05%	36.00	110.87%	2.00
家用电器指数	-31.28%	30.00	101.46%	3.00
机场指数	-17.90%	5.00	77.89%	4.00
钢铁指数	-53.45%	63.00	58.73%	5.00
造纸指数	-20.71%	11.00	58.66%	6.00
建材指数	-36.07%	40.00	50.95%	7.00
精细化工指数	-33.15%	33.00	48.90%	8.00
基本金属指数	-43.32%	55.00	45.19%	9.00
办公用品指数	-11.31%	2.00	43.61%	10.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.5、第五次成长向价值切换：2018 年 11 月

2018 年 2 月受到美国股市暴跌的影响 A 股前期演绎极致的价值风格开始瓦解，前期抱团的白马股发生“踩踏式”下跌，此时风格开始逐步向成长切换，但由于 2018 年中美贸易摩擦的影响，从板块涨跌的情况来看此次的成长风格并不是十分明显，因此此次成长风格向价值风格的切换主要驱动力来自于风险偏好的持续恶化、盈利相对优势见顶下行，从利率的角度上看国债期限利差处于走阔的状态，长短端利率均在下行，但短端利率下行更快，即使有利于成长风格但并非核心变量。

图15: 中美贸易摩擦使得 2018 年的成长风格并不明显

	2018.03-2018.10	排名	2018.11-2019.04	排名
石油天然气指数	-3.91%	1.00	-4.40%	67.00
银行指数	-6.77%	2.00	10.77%	60.00
保险指数	-7.62%	3.00	31.82%	20.00
机场指数	-9.44%	4.00	41.34%	6.00
能源设备指数	-10.85%	5.00	6.76%	64.00
电力指数	-13.91%	6.00	15.38%	56.00
工程机械指数	-15.12%	7.00	42.66%	5.00
生物科技指数	-15.63%	8.00	18.78%	48.00
燃气指数	-15.63%	9.00	10.39%	62.00
农业指数	-16.12%	10.00	82.91%	1.00
农业指数	-16.12%	10.00	82.91%	1.00
酒类指数	-26.87%	36.00	76.12%	2.00
重型机械指数	-21.80%	25.00	42.82%	3.00
通信设备指数	-32.19%	50.00	42.72%	4.00
工程机械指数	-15.12%	7.00	42.66%	5.00
机场指数	-9.44%	4.00	41.34%	6.00
商业服务指数	-21.30%	23.00	40.57%	7.00
家用电器指数	-32.15%	49.00	40.18%	8.00
软件指数	-23.35%	27.00	39.01%	9.00
精细化工指数	-28.95%	44.00	38.53%	10.00

数据来源: Wind、开源证券研究所

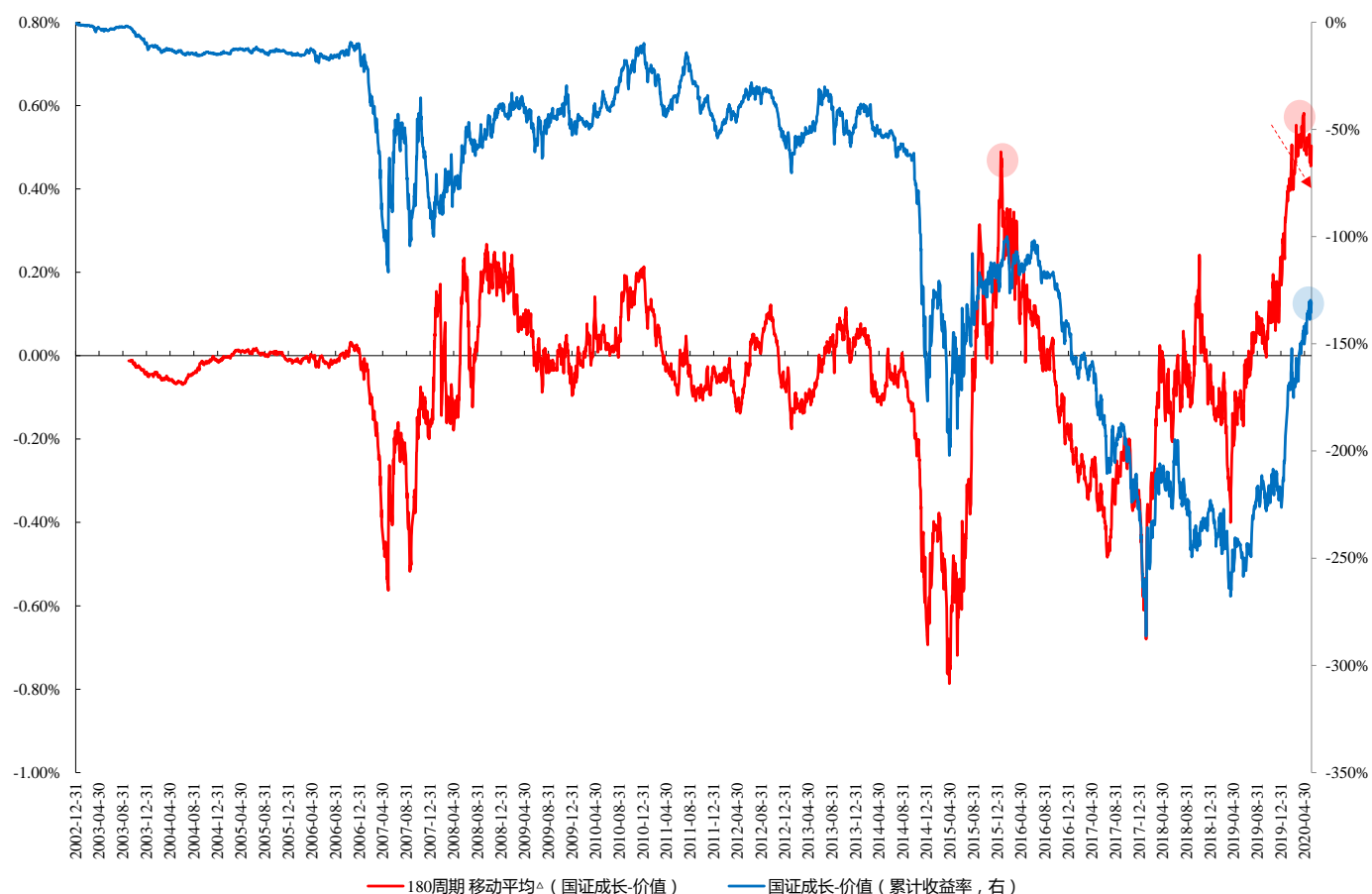
3、对当下的启示: 切换的势能正在聚集

站在当下, 目前仍处于 2019 年 4 月下旬以来开启的成长风格阶段 (即使中途因为中美贸易摩擦有所反复), 其背后的核心驱动力是成长相对于价值的盈利优势十分明显, 而且国债期限利差并未出现大幅收敛, 反而在疫情之后有所走阔。但对比历史来看, 这一次的成长风格的演绎已经超越了 2015 年, 因为从表征成长风格的累计收益率之差的边际贡献来看已经创造历史新高。这时候我们需要提醒投资者注意的是, 从核心驱动力来看成长风格出现切换的可能在逐步增大:

(1) 从最核心的盈利相对优势来看, 2020 年 Q1 成长相对于价值的盈利增速差已经见顶回落, 而此时风险溢价处于上行阶段, 因此参考历史上如果确定性得不到验证, 则在风险溢价上行的阶段极有可能发生风格切换。

(2) 从无风险利率的角度上看, 从 5 月下旬以来国债期限利差已经开始收窄, 说明流动性边际收紧的趋势快于对于经济复苏的预期, 这从历史经验来看也并不是一个很好的信号。

除此之外, 对于成长风格的累计收益率之差的边际贡献在近期有所回落, 虽然这并不意味着边际贡献一定会继续 “均值回归”, 但至少在上述核心驱动力有所放缓的趋势下, 能够说明切换的可能性在逐步抬升。

图16：国证成长指数相对于价值指数的累计收益率之差仍处于上行，但其斜率（边际贡献）已经处于下行


数据来源：Wind、开源证券研究所

在上述风格切换的趋势下，从成长与价值角度再看行业配置。参考国证成长和价值指数的行业分布来看，目前国证成长主要由食品饮料、医药生物、TMT 以及电子等稳定增长或高增长的行业构成，而国证价值的行业主要集中在金融服务、房地产、建筑建材、化工等与经济周期更相关的板块，同时我们发现家电在国证成长和价值指数中的权重都很高，说明其板块内个股成长性和价值特征都较为明显。因此在经济复苏、无风险利率上行+利率曲线变平的组合下，风格切换将有利于价值板块，建议提前布局**低估值+盈利早复苏**的板块：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建筑、建材、工程机械**；第二，环比改善，逐级向上：**房地产及其后周期行业，家电、家居**；第三，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：**化工、煤炭、航空**；第四，仍在行业景气向上周期中、未来盈利复苏斜率仍有望改善的：**汽车**。

4、风险提示

国内经济下行超预期；中美摩擦、海外疫情超预期恶化

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835