



Research and
Development Center

为何今年价值股也不会缺席？

——论牛初风格的决定因素

2023年4月24日

证券研究报告

策略研究

策略深度报告

樊继拓 策略首席分析师
执业编号: S1500521060001
联系电话: +86 13585643916
邮箱: fanjitu@cindasc.com

张颖锐 联系人
联系电话: +86 18817655507
邮箱: zhangyingrui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

为何今年价值股也不会缺席？

——论牛初风格的决定因素

2023年4月24日

核心结论：

决定价值成长、大盘小盘风格表现的关键因素。1) 对于价值成长风格而言，风格的盈利优势差异是核心影响因素，相对估值偏高、牛熊市切换会影响成长价值风格切换的时间点。2) 对于大小盘风格而言，投资者结构变化是核心影响因素，成长价值风格的表现是次要影响因素。

牛市第一年的宽基指数表现存在很大共性。结合历史复盘，我们发现即使每一轮经济的复苏节奏、复苏强度不同，但股票资产的表现却存在不少共同点。1) 宽基指数自低点的累计涨幅通常在20%以上。2) 全区间涨幅大多由见底后的第一个季度贡献。3) 结合盈利与估值来看，牛市第一年的大盘走势可大致分为估值抬升、估值回撤、盈利驱动三个阶段。

牛市第一年价值成长、大小盘风格的决定因素。

1) 从投资时点来看，熊转牛之后，市场风格大概率出现切换。具体来看，2012年初市场风格由价值转为成长，2016年初市场风格由成长转为价值，由小盘转为大盘，2019年初市场风格由价值转为成长，这些风格切换的时点均与牛熊市切换的时点吻合。

2) 估值处于低位的风格最容易成为年度最强风格。2012年初成长风格、小盘风格的相对估值均偏低；2016年初价值板块相对估值修复空间大，大盘相对估值处于历史低位；2019年初成长风格相对估值偏低，大盘风格相对估值偏高。

3) 成长价值风格的变化取决于盈利相对优势，与经济复苏强度的关系不稳定。成长价值风格与经济复苏强度关系不大的原因在于，某种风格的盈利优势既取决于需求，也取决于供给。而经济复苏强度仅能解释需求因素。2012年初成长风格跑赢时，计算机、电子行业供应完成出清；2016年初，价值风格跑赢时，家电行业供应完成出清；2019年初成长风格跑赢时，电子行业供应完成出清。

4) 大小盘风格主要取决于投资者结构的变化，与经济复苏强度、风格盈利优势的关系不大。2007年至2015年，机构投资者持仓比例持续下降，小盘风格跑赢；2016年至2021年，北上资金、公募基金、私募基金规模先后扩张，带动机构投资者持仓比例上行，大盘风格跑赢。

风险因素：报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能失效。

目 录

一、决定价值成长、大盘小盘风格表现的关键因素	5
二、牛市第一年的宽基指数表现存在很大共性	6
2.1 自低点的累计涨幅通常在 20%以上	6
2.2 全区间涨幅大多由见底后的第一个季度贡献	6
2.3 结合盈利与估值来看，牛市第一年的大盘走势可大致分为三个阶段	7
三、2012 年底至 2013 年底，小盘、成长占优	9
3.1 产能过剩&地产投资偏弱，宏观经济呈现弱复苏	9
3.2 成长风格、小盘风格的相对估值均偏低	10
3.3 移动互联网蓬勃发展推动成长股盈利向好	11
3.4 机构投资者持股比例走平，小盘风格随成长风格跑赢	13
四、2016 年初至 2017 年初，价值占优，大小盘均衡	15
4.1 地产松绑&供给侧改革，企业盈利明显改善	15
4.2 价值板块相对估值修复空间大，大盘相对估值处于历史低位	16
4.3 龙头集中度提升带动大盘价值股产生盈利优势	17
4.4 机构投资者持仓占比小幅下降，大小盘风格较为均衡	19
五、2019 年初至 2020 年初，大盘、成长占优	20
5.1 去杠杆转向稳杠杆，宏观经济在 2020 年复苏	21
5.3 成长风格相对估值偏低，大盘风格相对估值偏高	21
5.3 成长板块盈利优势回升，消费与科技领涨	22
5.4 机构化进程明显加快，大盘风格持续跑赢	24
六、牛市第一年风格的决定因素	26
风险因素	30

表 目 录

表 1：影响价值/成长风格、大盘/小盘风格的关键因素	5
表 2：最近四轮牛市启动后第一年的分季度表现	6
表 3：2010 年至 2014 年文化产业振兴政策频出	12

图 目 录

图 1：2008 年以来四次牛市第一年的上涨情况	6
图 2：最近三轮牛市第一年的涨幅都在 30%左右，且由第一个季度贡献	6
图 3：牛市第一年的大盘走势可大致划分为三个阶段	7
图 4：2008/10-2009/10 万得全 A 指数与净利润增速	7
图 5：2012/12-2013/12 万得全 A 指数与净利润增速	7
图 6：2016/1-2017/1 万得全 A 指数与净利润增速	8
图 7：2019/1-2020/1 万得全 A 指数与净利润增速	8
图 8：2012 年底至 2013 年底，高估值风格跑赢	9
图 9：高估值风格的跑赢大多发生在估值回撤阶段	9
图 10：2012 年底至 2013 年底，小盘风格跑赢	9
图 11：小盘风格的跑赢大多发生在估值回撤与盈利驱动阶段	9
图 12：2010 年前后，中国 GDP 增速下台阶	10
图 13：2012 年至 2013 年，基建投资大幅回升，地产投资则偏弱	10
图 14：2012 年至 2013 年经济仅呈现小复苏	10
图 15：全部 A 股 ROE 在 2012Q4-2014Q3 的上升幅度偏弱	10
图 16：2013 年高估值板块跑赢之前，板块的相对估值尚不极端	11
图 17：成长板块的相对估值处于 2008 年以来的较低水平	11
图 18：2013 年小盘股跑赢之前，大盘的相对估值偏高	11
图 19：成长板块在 2013 年至 2015 年具备盈利相对优势	12
图 20：2010 年至 2018 年，全 A 两非的资本密集度持续下行	13
图 21：2012 年至 2013 年，传媒行业资本密集度高位震荡	13
图 22：2012 年至 2013 年，计算机行业资本密集度在底部震荡回升	13
图 23：2012 年至 2013 年，通信行业资本密集度在高位震荡	13
图 24：2012 年至 2013 年，机构持仓占比被动下降	14
图 25：2007 年至 2011 年，产业资本的持股比例持续走高	14
图 26：2013 年成长风格的跑赢对小盘股风格利好	14
图 27：2016 年初至 2017 年初，低估值风格跑赢	15

图 28: 牛市开启之前, 风格已发生转变	15
图 29: 2016 年初至 2017 年初, 大小盘风格相对均衡	15
图 30: 2016 年初至 2017 年初, 大小盘风格相对均衡	15
图 31: 2016 年至 2017 年, PPI 大幅回升	16
图 32: 上市公司盈利增速出现明显改善	16
图 33: 2016 年初, 低估值指数的相对估值偏低	16
图 34: 成长板块的相对估值处于 2008 年以来的较低水平	16
图 35: 大盘指数市净率相对小盘指数市净率的比值处于过去五年来较低水平	17
图 36: 价值板块的跑赢领先于盈利优势的走高	17
图 37: 高端白酒价格在 2016 年触底回升	18
图 38: 家用电器销量增速于 2016 年上半年见底回升	18
图 39: 2012 年之后, 餐饮行业资本密集度与超额收益呈反比	18
图 40: 2016 年初, 家电行业资本密集度触底回升	18
图 41: 2016 年, 机构持仓占比小幅下降, 大小盘风格较为均衡	19
图 42: 2016 年, 产业资本的持股比例走高, 机构持仓被动下降	19
图 43: 2016 年价值风格跑赢时, 大小盘风格表现较为均衡	19
图 44: 2019 年初至 2020 年初, 成长板块跑赢	20
图 45: 2019 年初至 2020 年初, 成长板块在估值抬升与盈利驱动阶段跑赢	20
图 46: 2019 年初至 2020 年初, 大盘风格继续跑赢	20
图 47: 大盘风格在前两个阶段震荡, 在盈利驱动阶段跑赢	20
图 48: 2019Q1 社融有阶段性回升, 之后再次回落 (%)	21
图 49: 2019 年经济指标依然偏弱 (单位: %)	21
图 50: 2019 年初, 高估值指数的相对估值偏低	22
图 51: 成长板块的相对估值处于 2010 年以来的较低水平	22
图 52: 大盘指数市净率相对小盘指数市净率的比值处于历史较高水平	22
图 53: 成长板块的盈利优势从低位回升	23
图 54: 2019 年食品饮料行业受益于白酒批价的持续上涨	23
图 55: 2019 年出现“超级猪周期”, 农林牧渔行业大幅收涨	23
图 56: 2019 年电子行业超额收益的走高领先于全球半导体销量增速的回升	24
图 57: 2019 年计算机行业跑赢大盘时, 软件产业利润增速仍在底部震荡	24
图 58: 食品饮料的超额收益与资本密集度呈反比	24
图 59: 2019 年电子行业超额收益走高时, 资本密集度已处于偏低位置	24
图 60: 2019 年至 2020 年, 机构持仓占比持续走高	25
图 61: 2018 年至 2021 年, 北上资金持续净流入	25
图 62: 偏股型公募基金份额在 2020 年、2021 年大幅增加	25
图 63: 2020H2-2021 年, 私募基金规模快速扩张	25
图 64: 成长和价值风格切换多出现在牛熊转折点	26
图 65: 2000 年以来大小盘风格的三次大级别切换均发生在牛熊转折点	27
图 66: 成长价值风格比价和相对价值的关系	27
图 67: 大小盘风格和相对价值的关系	28
图 68: 成长价值风格的变化却决于盈利优势的变化	28
图 69: 成长价值风格的变化和宏观经济复苏强度的关系不稳定	29
图 70: 大小盘风格主要取决于投资者结构的变化	29
图 71: 当投资者结构变化不大时, 成长价值风格也会对大小盘风格产生影响	30

一、决定价值成长、大盘小盘风格表现的关键因素

在我们此前的专题报告《价值成长风格切换的规律和主要影响变量-20220329》、《大小盘风格轮动的核心决定因素-20220819》中，我们系统梳理了影响价值/成长风格、大盘/小盘风格的关键因素。核心结论如表 1 所示。

对于价值成长风格而言，1) 经济上行期关注盈利弹性最大的风格。2) 风格的估值差异达到较高水平时，大概率出现风格切换。3) 经济复苏强度对风格的影响不稳定，典型如 2019 年弱复苏的背景下价值股也有表现。2019 年全年，经济尚未出现实质性复苏，但消费、建材、工程机械的股价表现也不差。

对于大小盘风格而言，投资者结构变化是核心因素影响，成长价值风格的表现是次要影响因素。1) 投资者持股比例提升利好大盘，反之利好小盘。2) 成长风格跑赢时一般利好小盘，反之价值风格跑赢时一般利好大盘。

表 1：影响价值/成长风格、大盘/小盘风格的关键因素

		价值/成长风格	大盘/小盘风格
盈利	宽基指数ROE	★★★★★ 盈利上行期关注弹性，盈利下行期关注估值。具体来说，盈利上行期关注盈利弹性最大的风格，盈利下行期则容易出现风格切换。	☆ 宽基指数盈利变化和大小盘风格没有明显的关系。
	盈利相对优势	★★★★★ 在宽基指数盈利上行期，成长价值风格的盈利相对优势对风格表现有影响。	☆ 大小盘风格变化并不取决于盈利相对优势。
	经济复苏程度 大宗商品价格	★★★ 商品价格下跌时，成长风格整体占优。但商品价格走高时，成长或价值均有可能表现。	☆ GDP增速和大小盘风格没有明显的关系。
	科技周期	★ 半导体销售周期对美股成长风格有明显影响，但对A股影响有限。	
估值	相对估值	★★★★★ 风格的估值差异达到较高水平时，大概率出现风格切换。	★★★★★ 大小盘风格大级别切换一般发生在估值极端分化时期。
	利率	★ 长期利率下行利好成长，短期利率波动影响有限。	★★ 利率上行期风格比较极端，利率下行期市值风格偏均衡。
资金	☆ 居民资金大量流入时，对成长和价值风格没有固定偏好，但大概率会强化前期风格。	★★★★★ 机构增量资金流入提速时期大盘风格占优，机构增量资金流入放缓时期小盘风格占优。	
资产表现	A股牛熊拐点	★★★ 2006年以来，成长价值风格发生过六次大级别的切换，且这六次切换均发生于股市牛熊转换期。	★★★ 2000年以来大小盘的三次大级别切换均发生在牛市顶点。
	美股风格联动	★★★ 中美风格多数时间一致，历史上曾出现过三年左右的背离。	
其他	风格持续时长	2-3年	大级别行情为5-8年，期间可能出现1-1.5年的小级别转向。
	风格的相互影响	★★★ 由于成长价值风格 2-3 年切换一次，比大小盘风格 5-8 年的切换频率更高。成长价值风格切换虽然不会改变长期的大小盘风格，但可能会对大小盘风格的演绎节奏产生影响。具体来看，在长期的大盘风格中，如果叠加价值风格占优，大盘的风格演绎会较为极端；如果叠加成长风格占优，大盘的风格演绎会放缓，大小盘风格偏向均衡。反之，小盘+成长的组合下，小盘风格偏极端；小盘+价值的组合下，小盘演绎放缓。	

资料来源：信达证券研发中心整理

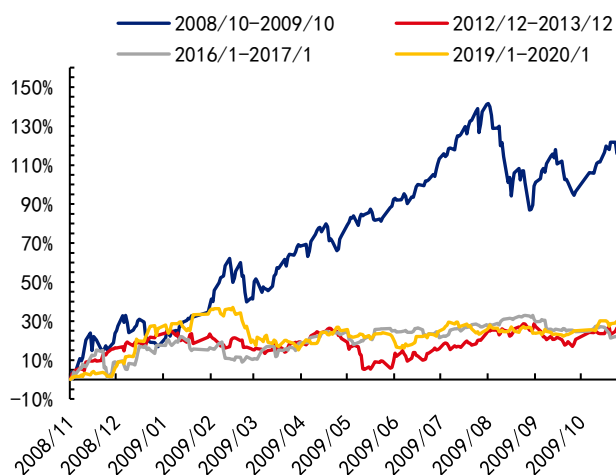
二、牛市第一年的宽基指数表现存在很大共性

2008年至今，A股已经出现四轮牛市。结合历史复盘，我们发现即使每一轮经济的复苏节奏、复苏强度不同，但股票资产的表现却存在不少共同点。在此基础上，我们将牛市第一年的表现划分为估值提升、估值回撤、盈利驱动三个阶段。详细复盘内容参见我们此前的专题报告《历次牛市第一年的特征分析-20230301》。

2.1 自低点的累计涨幅通常在 20%以上

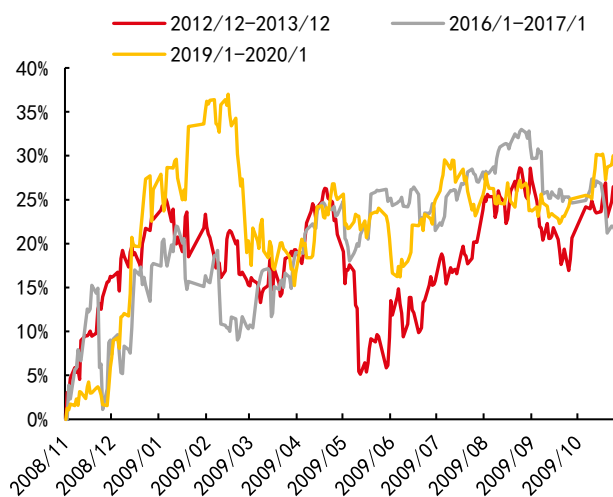
从累计涨幅来看，除 2008 年之外，其他牛市启动一年后的累计涨幅均在 20%以上。将前期熊市的大部分跌幅基本收复。具体来看，2008/10/30-2009/10/30 万得全 A 指数累计上涨 106.15%，2012/12/4-2013/12/4 万得全 A 指数累计上涨 26.47%，2016/1/28-2017/1/28 万得全 A 指数累计上涨 24.59%，2019/1/4-2020/1/4 万得全 A 指数累计上涨 33.74%。

图 1：2008 年以来四次牛市第一年的上涨情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：最近三轮牛市第一年的涨幅都在 30%左右，且由第一个季度贡献



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.2 全区间涨幅大多由见底后的第一个季度贡献

分阶段来看，牛市第一年的涨幅大多由第一个季度贡献（此阶段的上涨通常由估值驱动），而随后三个季度则偏向于震荡（此阶段的表现通常取决于估值与盈利的抗衡）。分季度来看，四轮牛市启动后一个季度的涨幅分别 39.33%/21.78%/15.53%/36.20%，涨幅中值为 28.99%。而随后的季度涨幅则在±10%以内，呈现窄幅震荡。考虑到 2008 年至 2009 年牛市的上涨较猛烈，与最近三次牛市表现存在较大差异，本文中我们主要研究最近三次的牛市情况。

表 2：最近四轮牛市启动后第一年的分季度表现

牛市启动时间	万得全A指数区间涨跌幅				
	牛市启动后一年	牛市启动后一个季度	第二个季度	第三个季度	第四个季度
2008/11/04	111.82%	39.33%	30.07%	39.21%	-6.43%
2012/12/05	26.47%	21.78%	3.63%	-2.01%	4.86%
2016/01/29	24.59%	15.53%	3.43%	5.58%	-1.95%
2019/01/05	33.74%	36.20%	-7.76%	-1.50%	8.60%
中位值	30.10%	28.99%	3.53%	2.04%	1.46%
中位值-剔除08年	26.47%	21.78%	3.43%	-1.50%	4.86%

资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 结合盈利与估值来看，牛市第一年的大盘走势可大致分为三个阶段

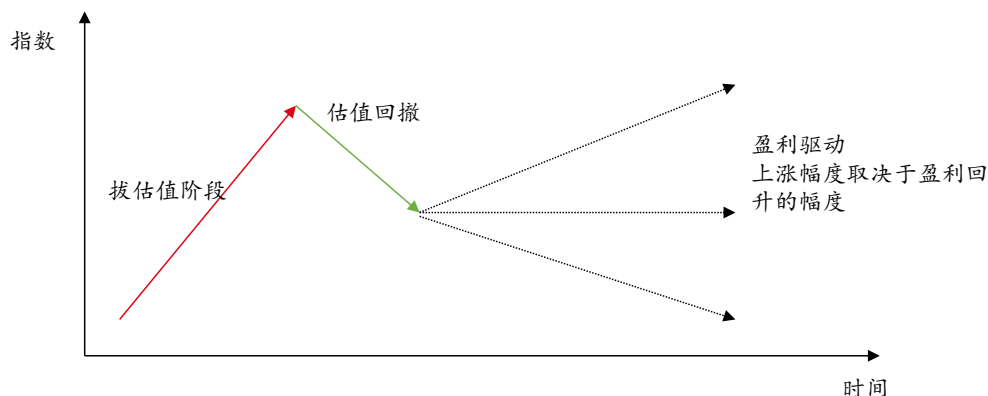
结合估值与盈利情况来看，我们将最近三次牛市第一年的上涨划分为三个阶段，分别是估值抬升（例外情况仅有 2012 年-2013 年的牛市）、估值回撤、盈利回升三个阶段。具体来看，除 2012 年牛市上涨滞后于股价表现之外，其他情况下牛市启动均领先于股价。

1) 估值回升驱动指数上涨行情较猛烈。涨幅 20% 以上，两到三个月完成上涨。

2) 仅由估值驱动指数较为脆弱，宏观刺激政策的边际转弱（或者政策的刺激力度没能持续加码）、经济的二次探底都有可能带来估值回撤。但除了 2013 年钱荒事件之外，这个阶段指数的回撤幅度比较有限，通常在 10% 左右，几乎不会突破前低。而且这段时期的回撤幅度，通常是整个牛市期回撤最大的阶段。

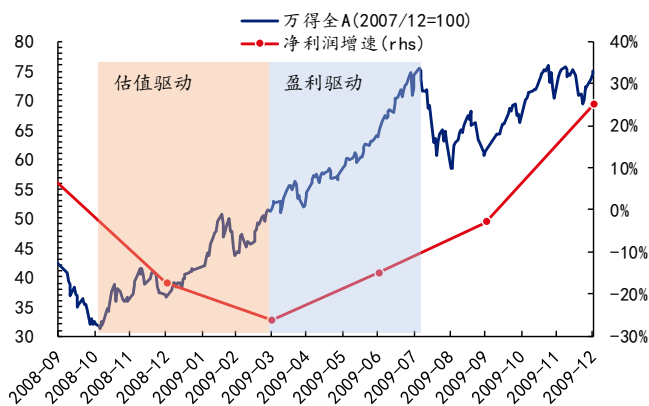
3) 盈利回升驱动的上漲行情较为扎实，在这个阶段即使监管政策趋严，股市调整幅度也较为有限（5% 左右）。

图 3：牛市第一年的大盘走势可大致划分为三个阶段



资料来源：信达证券研发中心

图 4：2008/10-2009/10 万得全 A 指数与净利润增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

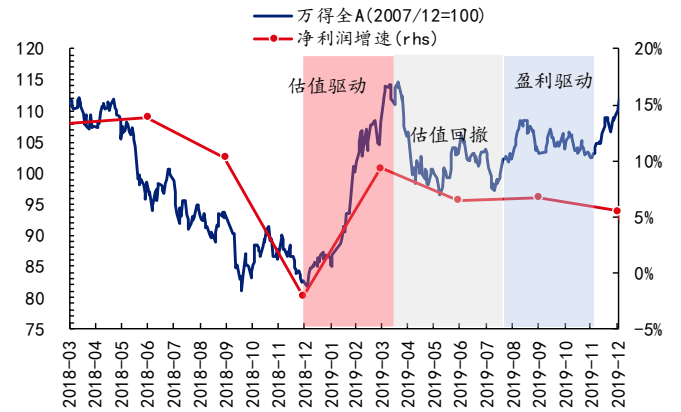
图 5：2012/12-2013/12 万得全 A 指数与净利润增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：2016/1-2017/1 万得全 A 指数与净利润增速


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：2019/1-2020/1 万得全 A 指数与净利润增速


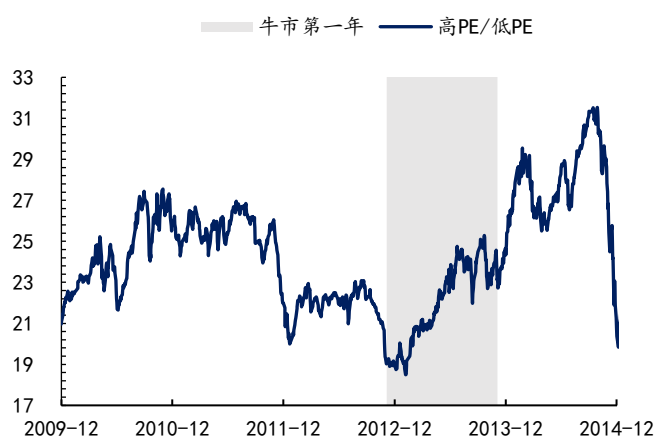
资料来源：万得，信达证券研发中心

三、2012 年底至 2013 年底，小盘、成长占优

2012/12/5-2013/12/5, 1) 申万高市盈率指数的绝对收益为 36.83%/相对万得全 A 指数的超额收益为 10.80pct, 申万低市盈率指数的绝对收益为 14.58%/相对万得全 A 指数的超额收益为-11.46pct。2) 申万大盘指数的绝对收益为 14.45%/相对万得全 A 指数的超额收益为-11.58pct, 申万小盘指数的绝对收益为 44.70%/相对万得全 A 指数的超额收益为 18.67pct。

从我们所划分的牛市三阶段来看, 1) 估值驱动阶段, 大盘、价值相对跑赢, 这延续了此前熊市期的风格。2) 进入估值回撤、盈利驱动阶段之后, 市场风格则快速转变为小盘、成长跑赢。

图 8: 2012 年底至 2013 年底, 高估值风格跑赢



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 9: 高估值风格的跑赢大多发生在估值回撤阶段



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 10: 2012 年底至 2013 年底, 小盘风格跑赢



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 小盘风格的跑赢大多发生在估值回撤与盈利驱动阶段



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

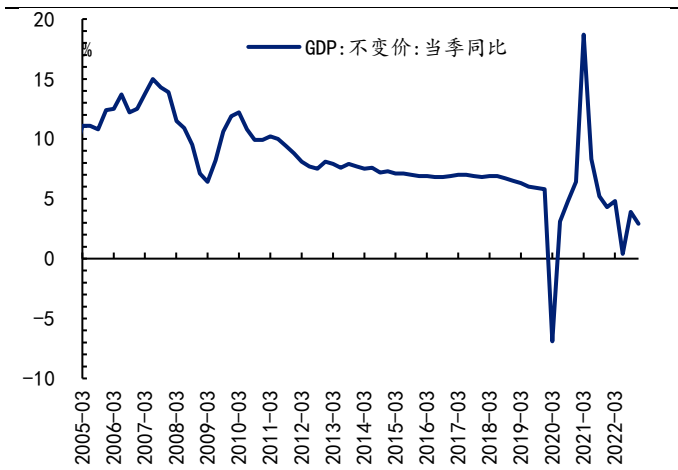
3.1 产能过剩&地产投资偏弱, 宏观经济呈现弱复苏

2012 年至 2013 年, 宏观经济呈现弱复苏, 产生这一现象的原因有三。其一, 2010 年之后人口结构的变化导致我国潜在经济增速下沉, 宏观经济存在“L 型探底”的压力。其二, 四万亿财政刺激后产能过剩克制了经济的复苏强度。其三, 地产投资回升力度不大。在“推进经济结构调整”的政策思路与房价回暖的背景下, 2013 年初地产调控政策再次

收紧。2013年2月26日，国务院常务会议出台楼市“新国五条”，标志着地产政策转向收紧。2013年两会《政府工作报告》中提出“加强”房地产市场调控，住建部多次表态一定严格执行“新国五条”。

事后来看，2012年至2013年的经济复苏强度是2008年之后最弱的一次，宏观层面上的PMI与微观层面上的上市公司ROE数据均是如此。

图 12：2010 年前后，中国 GDP 增速下台阶



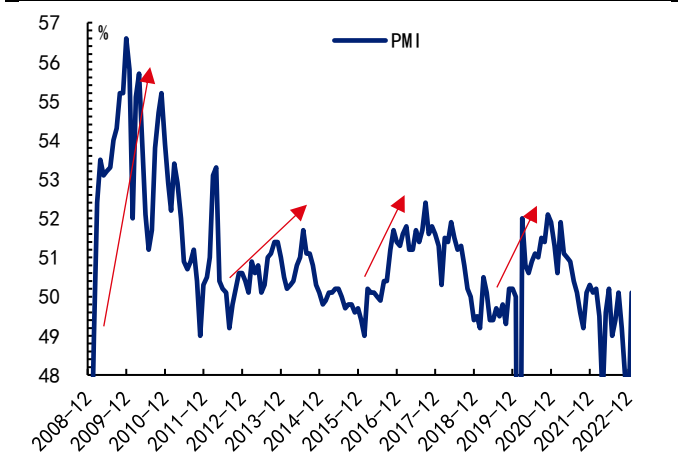
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：2012 年至 2013 年，基建投资大幅回升，地产投资则偏弱



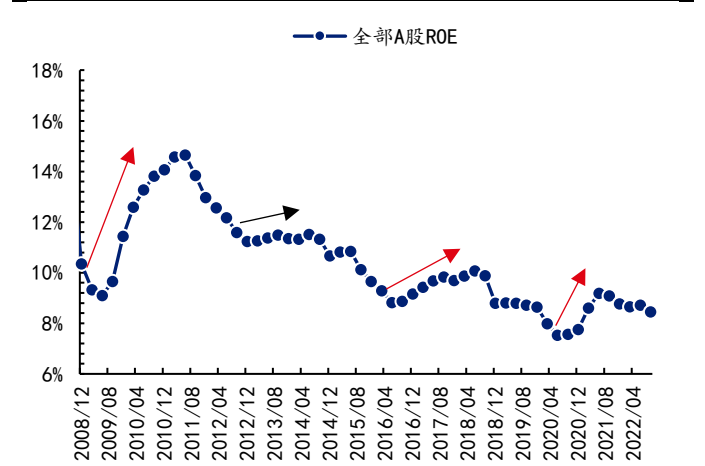
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：2012 年至 2013 年经济仅呈现小复苏



资料来源：万得，信达证券研发中心

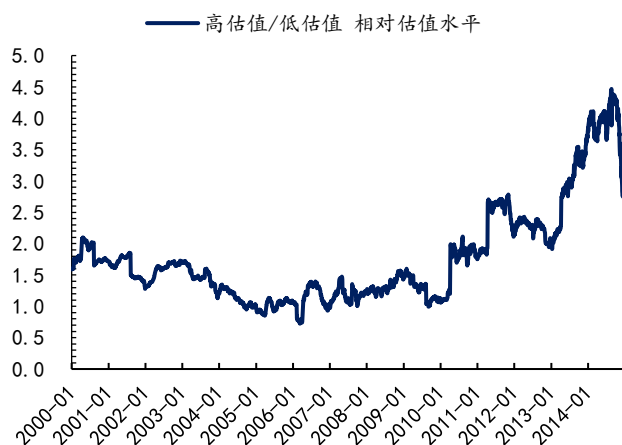
图 15：全部 A 股 ROE 在 2012Q4-2014Q3 的上升幅度偏弱



资料来源：万得，信达证券研发中心

3.2 成长风格、小盘风格的相对估值均偏低

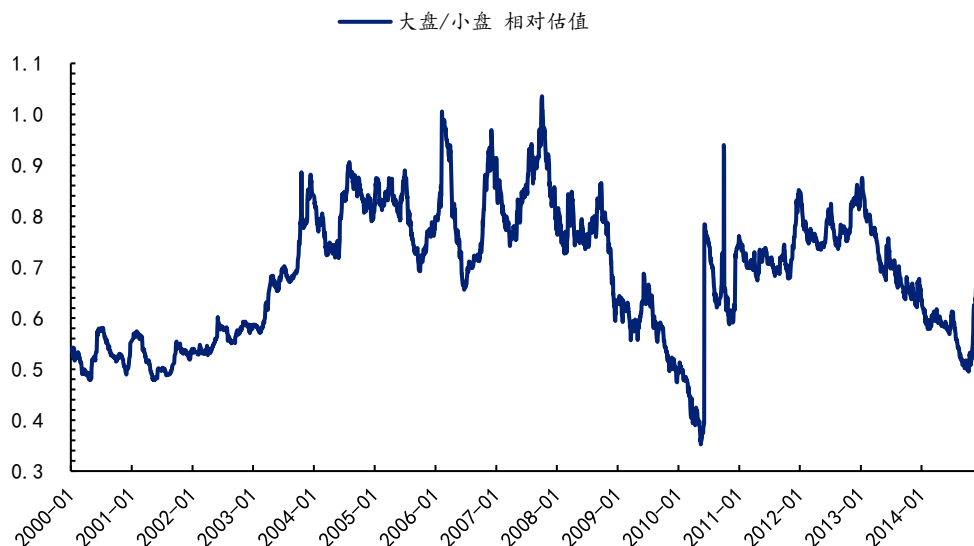
从风格指数的相对估值来看，在小盘、成长风格跑赢之前，其相对估值已处于历史偏低位置。1) 2013 年 2 月初，高估值指数的市净率为 3.31x，低估值指数的市净率为 1.73x，二者比值为 1.91，处于 2010 年 6 月以来的较低水平。2) 2013 年 2 月初，大盘指数的市净率为 1.97x，小盘指数的市净率为 2.26x，二者比值为 0.87，达到 2010 年 6 月以来的较高水平。

图 16: 2013 年高估值板块跑赢之前, 板块的相对估值尚不极端


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17: 成长板块的相对估值处于 2008 年以来的较低水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 2013 年小盘股跑赢之前, 大盘的相对估值偏高


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3.3 移动互联网蓬勃发展推动成长股盈利向好

在第一章节中, 我们提出在 A 股处于盈利上行周期时, 某个风格的盈利优势对其表现至关重要。事后来看, 2013 年全年成长板块的跑赢主要受到移动互联网蓬勃发展的影响。

从 ROE 数据来看, 成长板块 ROE 于 2012Q4 触底, 由 4.17% 上升到 2013Q4 的 5.66%, 增加 1.49pct。而同期万得全 A 指数的 ROE 则震荡走平, 成长板块的盈利优势在 2013 年全年逐季走高。

从需求视角来看, 这段时期涨幅最大的行业——游戏处于高景气状态。游戏行业景气度走高的催化因素有三。第一, 3G 周期上行, 智能手机渗透率提升。3G 通信技术的突破、智能手机渗透率的提升为下游应用的发展提供了硬件基础。手游行业在此背景下

面明显收益。第二，政策对文化产业的支持。2011年10月，十七届六中全会提出“推动文化产业成为国民经济支柱性产业”。2012年2月，《国家“十二五”期间文化产业发展规划纲要》发布。第三，股票市场对新兴产业大力支持，如创业板开板、二级市场并购重组繁荣等。

图 19：成长板块在 2013 年至 2015 年具备盈利相对优势

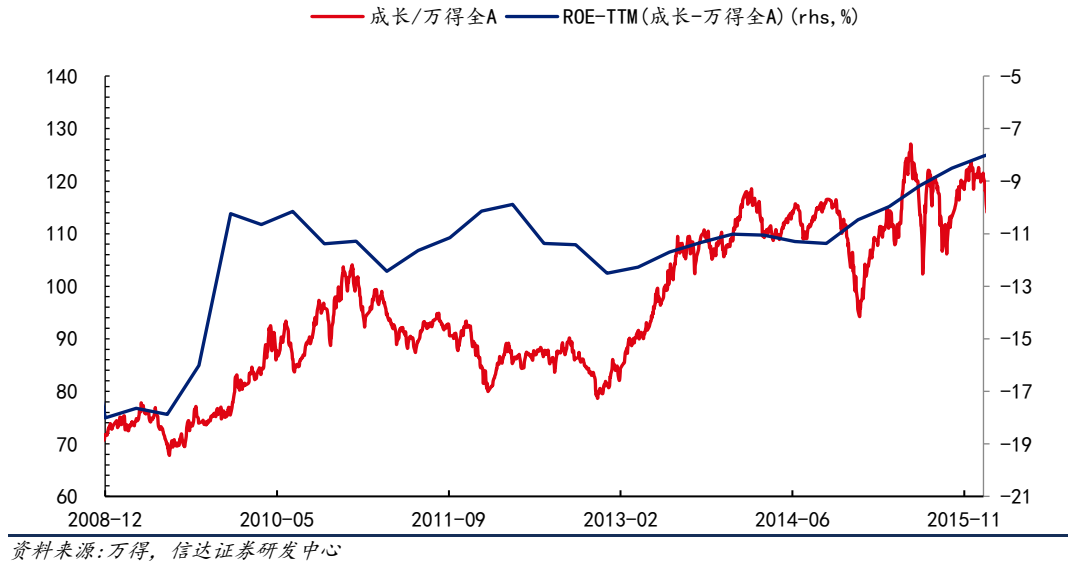
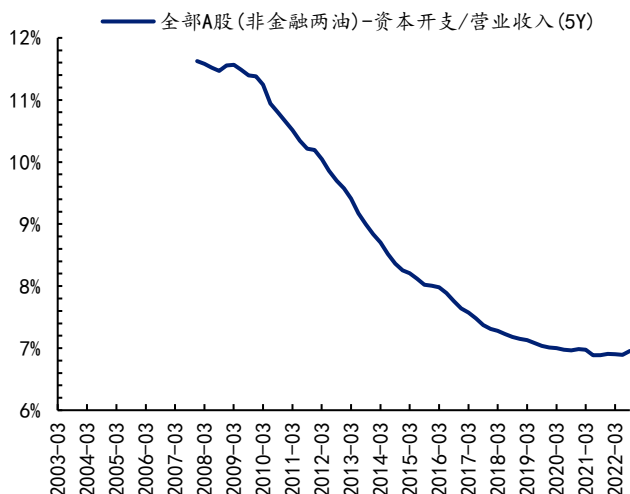


表 3：2010 年至 2014 年文化产业振兴政策频出

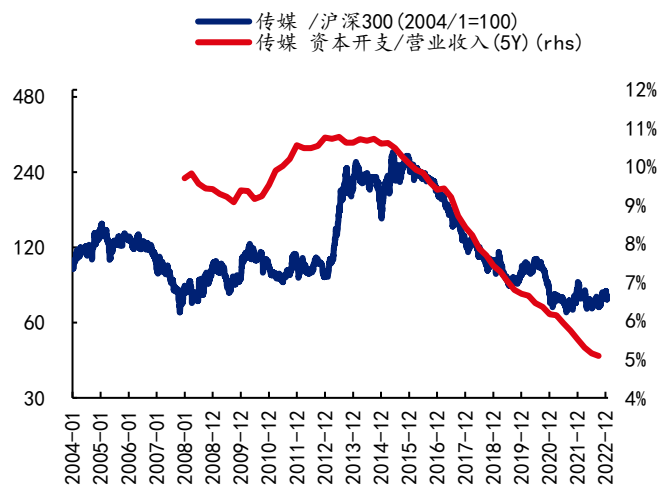
时间	政策
2010年	十二五规划建议：推动文化产业成为国民经济支柱性产业；深化文化体制改革，创新文化生产和传播方式，解放和发展文化生产力。在政府引导下发挥市场机制积极作用，培育骨干文化企业和战略投资者。
2011年	新闻出版“十二五”规划：打造10家左右跨地区、跨行业、跨媒体经营的大型国有报刊传媒集团；形成20家左右数字出版骨干企业，发行产业跨地区发展取得重大突破；建设三四个中央国有大型出版传媒公司。
2012年	“十二五”规划纲要：推动文化产业跨越式发展、增加值占国民经济比重显著提升、逐步成长为国民经济支柱性产业。将文化产业定义为经济结构战略性调整的重要支点、转变经济发展方式的重要着力点。
2013年	十八届三中全会《决定》提出“推进文化体制机制创新”，部署管理体制、市场体系、公共文化、文化开放四大方向，强调“办文化向管文化转变”，“降低社会资本进入门槛”，“鼓励市场主体公平竞争”。

资料来源：万得，信达证券研发中心

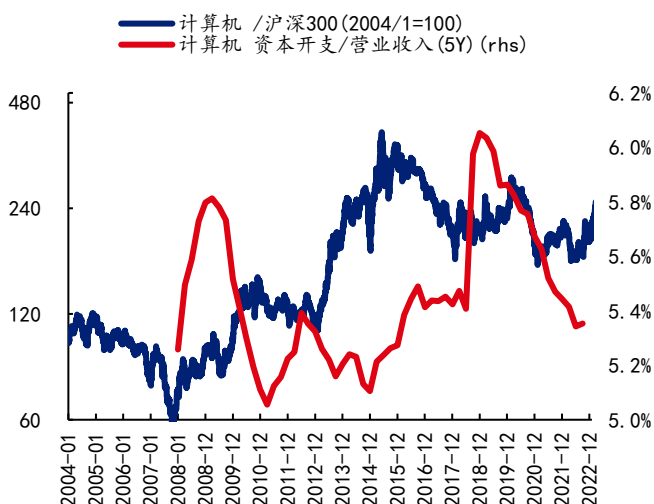
从供给视角来看，我们定义行业资本开支 5 年滚动累计值/营业收入 5 年滚动累计值为行业的长期资本密集度。1) 从全 A 两非的资本密集度在 2010 年至 2018 年均处于下行趋势，先后对应宏观经济层面上的产能过剩（2010 年至 2015 年）与供给侧改革（2016 年至 2018 年）。2) 在此背景下，成长风格的资本密集度反而逆势上升。通信、传媒、计算机行业的资本密集度先后在 2008Q3、2009Q3、2011Q1 止跌走高。在 3G 产业链景气度走高的情况下，上述行业的供给并未过剩，甚至供给是弱于需求的，换言之，行业呈现出需求驱动供给的格局。相对而言，这段时期成长性行业的供给格局是好于多数行业的。3) 对比成长性行业资本密集度和超额收益来看，TMT 板块的资本密集度通常提前或同步于超额收益。

图 20：2010 年至 2018 年，全 A 两非的资本密集度持续下行


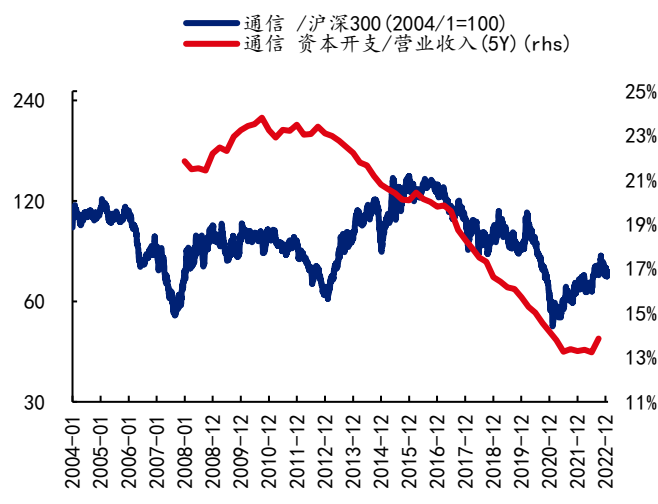
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：2012 年至 2013 年，传媒行业资本密集度高位震荡


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：2012 年至 2013 年，计算机行业资本密集度在底部震荡回升


资料来源：万得，信达证券研发中心

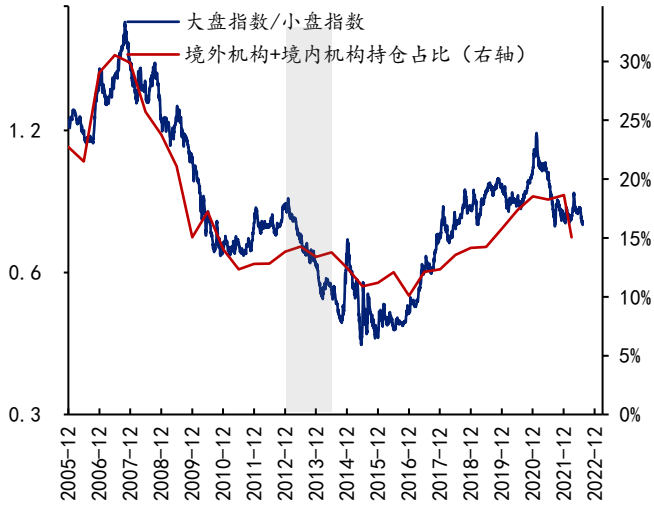
图 23：2012 年至 2013 年，通信行业资本密集度在高位震荡


资料来源：万得，信达证券研发中心

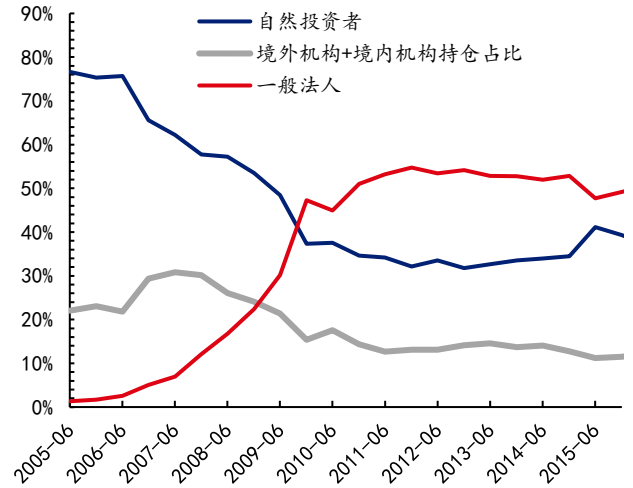
3.4 机构投资者持股比例走平，小盘风格随成长风格跑赢

在我们此前的专题报告中，我们指出影响大小盘风格的核心因素主要有二。一是，投资者持股比例的变化，即机构投资者持股比例提升利好大盘，反之利好小盘。二是，成长/价值风格的变化，即成长风格跑赢时一般利好小盘，反之价值风格跑赢时一般利好大盘。

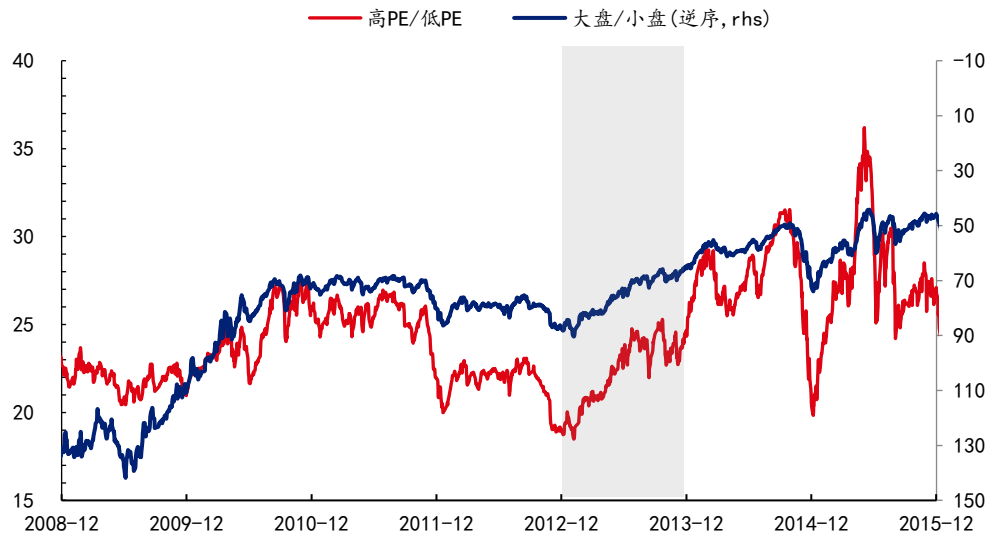
结合 2013 年的情况来看，1) 投资者结构方面，2013 年机构投资者的持仓占比由下降转为走平。对应的背景是，始于 2007 年的股权分置改革带来的限售股解禁使得产业资本持股比例走高，这一趋势从 2008 年持续到了 2018 年。2) 市场风格方面，2013 年成长风格明显跑赢，对大小盘风格产生影响。

图 24: 2012 年至 2013 年, 机构持仓占比被动下降


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 2007 年至 2011 年, 产业资本的持股比例持续走高


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 26: 2013 年成长风格的跑赢对小盘股风格利好


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

四、2016年初至2017年初，价值占优，大小盘均衡

2016/1/29 至 2017/1/29, 1) 申万高市盈率指数的绝对收益为-3.72% /相对万得全A指数的超额收益为-28.31pct, 申万低市盈率指数的绝对收益为 25.43% /相对万得全A指数的超额收益为 0.84pct。2) 申万大盘指数的绝对收益为 19.11% /相对万得全A指数的超额收益为-5.48pct, 申万小盘指数的绝对收益为 13.71% /相对万得全A指数的超额收益为-10.88pct。

从具体的时间区间来看，低估值风格早在 2015 年 6 月之后就开始跑赢，2016 年初至 2017 年初是此前熊市期风格的延续。在 2016 年之前，小盘风格相对跑赢，进入 2016 年之后，大小盘风格虽然没有发生明显切换，但较为均衡。事后来，大盘指数在 2017 年至 2018 年持续跑赢。总结来说，这个事后的牛市三阶段对风格的影响不大。

图 27: 2016 年初至 2017 年初，低估值风格跑赢



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 牛市开启之前, 风格已发生转变



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 2016 年初至 2017 年初，大小盘风格相对均衡



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 30: 2016 年初至 2017 年初，大小盘风格相对均衡



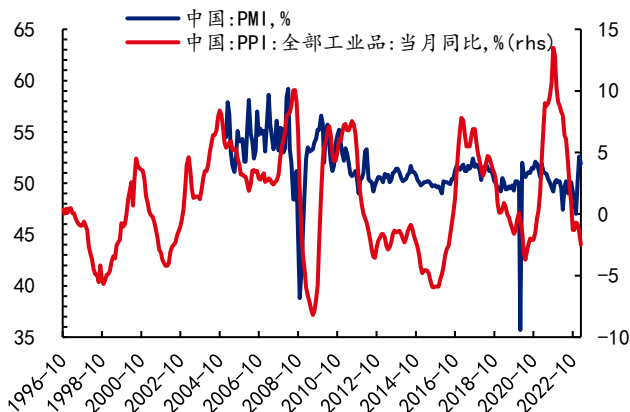
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

4.1 地产松绑&供给侧改革，企业盈利明显改善

2016 年至 2017 年经济回升的推力在于地产。2014 年 6 月之后，地产政策边际转松，先后有限购城市解限、房贷利率松绑等利好政策。随后三四线居民加杠杆，带动地产去库存。2015Q1 上市公司盈利增速出现短暂回升，但是复苏的力度很弱。经济真正

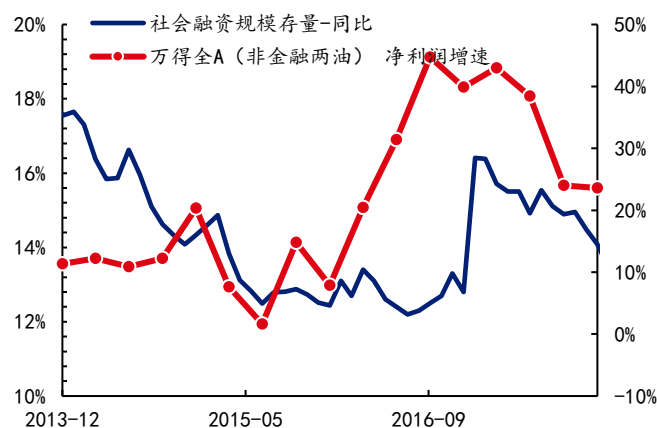
的企稳回升是到了 2016 年年中，上市公司盈利也是如此。而且这一轮名义 GDP 增速明显高于实际 GDP，主要源于 2015 年底监管层提出的“供给侧改革”推动了通胀的上行。

图 31：2016 年至 2017 年，PPI 大幅回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：上市公司盈利增速出现明显改善



资料来源：万得，信达证券研发中心

4.2 价值板块相对估值修复空间大，大盘相对估值处于历史低位

从风格指数的相对估值来看，大盘、价值风格的相对估值均处于历史较低位置。

1) 2016 年 1 月底，高估值指数的市净率为 5.72x，低估值指数的市净率为 1.43x，二者比值为 4。高估值指数/低估值指数的相对估值在 2015 年上半年快速抬升，又在 2015 年三季度大幅回落。截至 2016 年 1 月底，虽然高估值指数/低估值指数的相对估值低于 2015 年年中的极高水平（比值为 6）。但如果看 2012 年至 2016 年的情况，两种风格指数的相对估值仍处于中等偏高的水平，换言之，低估值风格仍有较大的估值修复空间。此外，如果看成长板块相较万得全 A 的相对估值，该比值在 2016 年 1 月底处于 2014 年以来的中位值，处于 2012 年以来的较高水平。

2) 2016 年 1 月底，大盘指数的市净率为 1.60x，小盘指数的市净率为 3.08x，二者比值为 0.51，处于 2010 年以来的历史低位。

图 33：2016 年初，低估值指数的相对估值偏低



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 34：成长板块的相对估值处于 2008 年以来的较低水平



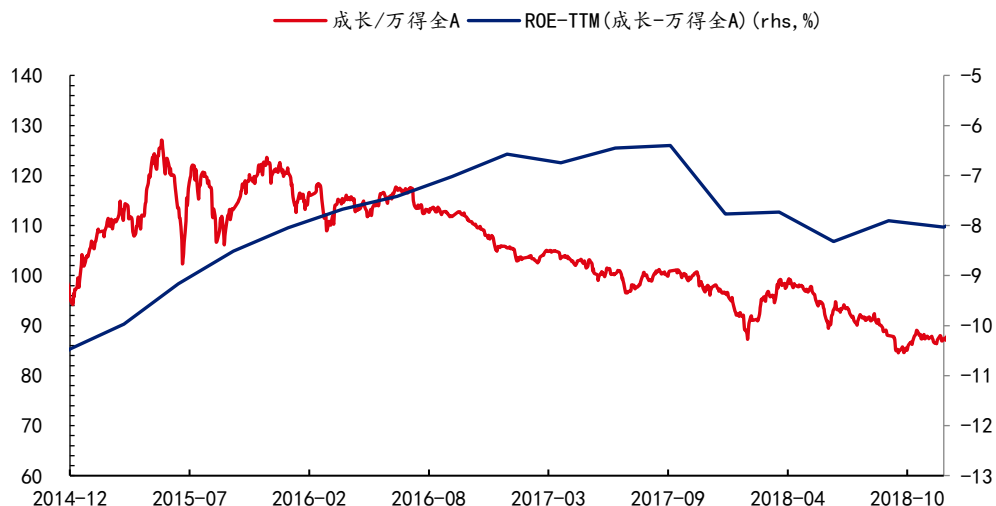
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 35：大盘指数市净率相对小盘指数市净率的比值处于过去五年来较低水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

4.3 龙头集中度提升带动大盘价值股产生盈利优势

从 ROE 数据来看, 成长板块相较万得全 A 的盈利优势在 2016Q4-2017Q3 上升斜率放缓, 在 2017Q3 至 2018Q2 转为下降。虽然成长板块超额收益的走低领先于盈利优势的走低, 价值板块超额收益的走高领先于盈利优势的走高, 但事后来看, 价值板块的跑赢是有基本面因素的支撑的。

图 36：价值板块的跑赢领先于盈利优势的走高


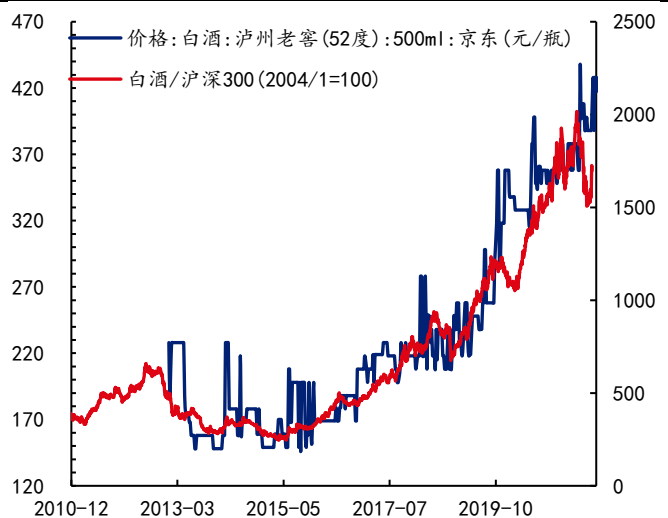
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

这段时期价值风格中涨幅最大的行业集中在消费板块中, 尤其以食品饮料行业和家用电器行业的表现最为突出。

从需求视角来看, 食品饮料行业与家电行业的需求均有触底回升。1) 白酒行业转涨的产业逻辑是, 白酒行业需求端转为大众消费、高端白酒价格抬升、龙头企业份额提升, 白酒行业进入新一轮的复苏周期。从行业盈利能力的角度来看, 食品饮料行业超额

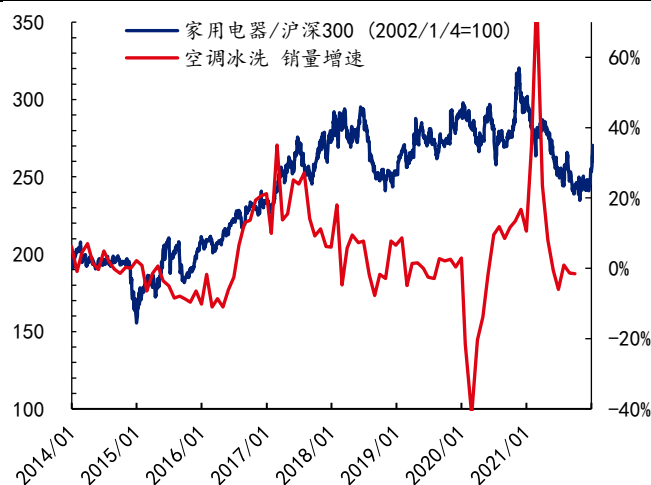
收益大幅攀升与 ROE 的企稳回升基本一致。2) 2016 年初，家电行业下游需求触底回升。此前，2014 年至 2015 年，家电行业因库存问题出现价格战，进入 2016 年之后，终端销售价格企稳、家电企业库存回补相继出现，家电行业产业格局逐步改善。

图 37: 高端白酒价格在 2016 年触底回升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

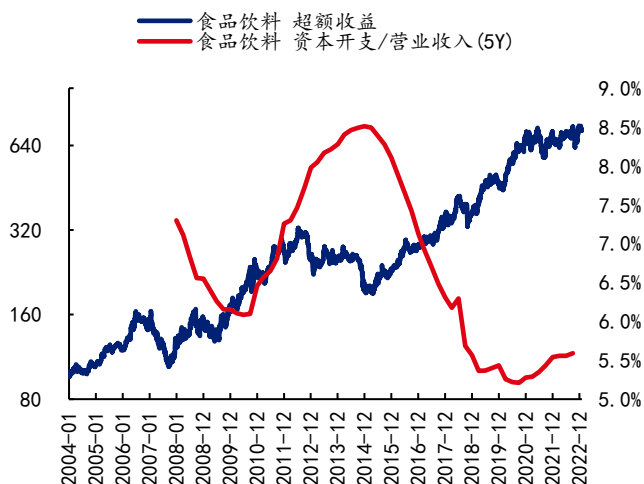
图 38: 家用电器销量增速于 2016 年上半年见底回升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

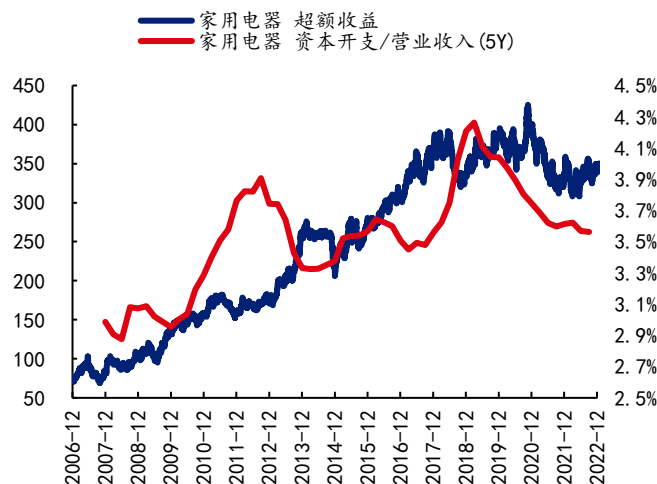
从供给视角来看, 1) 从全 A 两非的资本密集度在 2016 年至 2018 年仍处于下行趋势, 主要原因在于供给侧改革、环保限产等导致周期板块资本密集度持续下降。2) 在此背景下, 引领价值板块股价上涨得行业或是资本密集度逆势上升, 或是通过提价改善盈利。对于家电行业来说, 高库存逐渐消化、下游需求改善共同促使家电企业增加供应, 家电行业步入量价齐升的阶段。对于食品饮料行业来说, 高端酒需求增加、白酒企业供应克制, 高端酒价格提升带动白酒行业景气度回升。3) 对比上述行业资本密集度和超额收益来看, 2012 年之后, 食品饮料行业资本密集度与超额收益呈反比; 家电行业资本密集度则与超额收益呈正比。

图 39: 2012 年之后, 食品饮料行业资本密集度与超额收益呈反比



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 40: 2016 年初, 家电行业资本密集度触底回升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

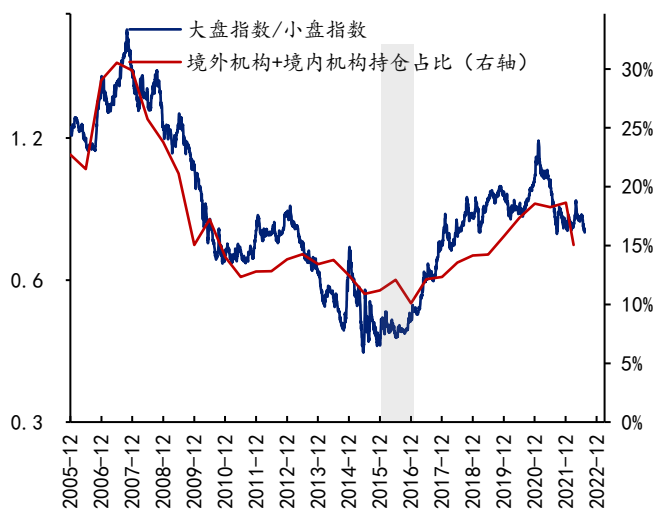
4.4 机构投资者持仓占比小幅下降，大小盘风格较为均衡

2016 年全年，投资者结构的变化利好小盘，价值风格的跑赢利好大盘，市场最终表现为大小盘均衡。

1) 投资者结构方面，2016 年机构投资者的持仓占比小幅下降。对应的背景是，始于 2007 年的股权分置改革带来的限售股解禁使得产业资本持股比例走高，这一趋势从 2008 年持续到了 2018 年。

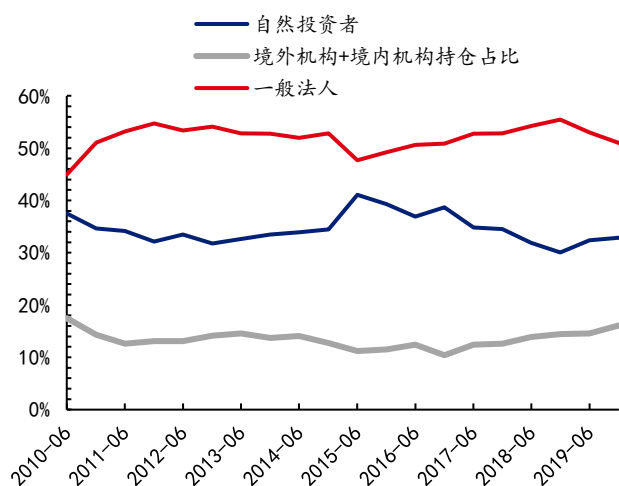
2) 市场风格方面，2016 年价值风格明显跑赢，对大盘风格产生利好。

图 41：2016 年，机构持仓占比小幅下降，大小盘风格较为均衡



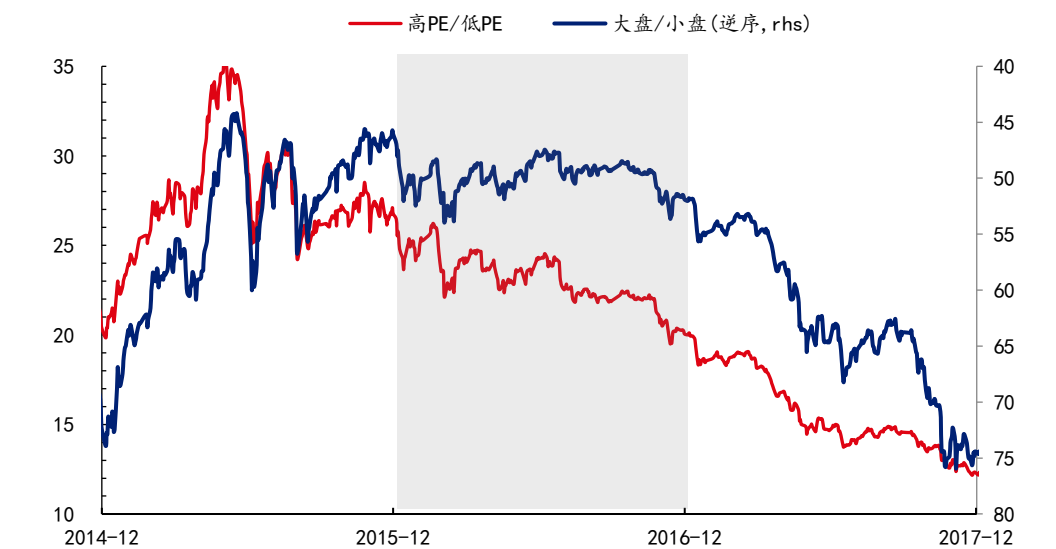
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42：2016 年，产业资本的持股比例走高，机构持仓被动下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43：2016 年价值风格跑赢时，大小盘风格表现较为均衡



资料来源：万得，信达证券研发中心

五、2019年初至2020年初，大盘、成长占优

2019/1/5至2020/1/5，1) 申万高市盈率指数的绝对收益为37.65%/相对万得全A指数的超额收益为3.92pct，申万低市盈率指数的绝对收益为26.07%/相对万得全A指数的超额收益为-7.67pct。2) 申万大盘指数的绝对收益为38.38%/相对万得全A指数的超额收益为4.65pct，申万小盘指数的绝对收益为25.23%/相对万得全A指数的超额收益为-8.50pct。

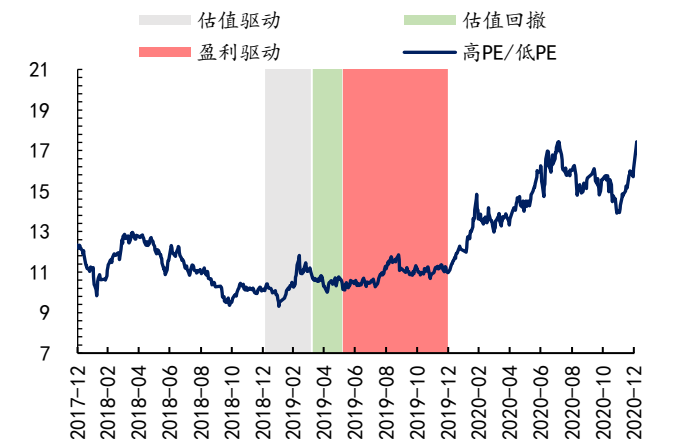
从日度数据来看，1) 成长风格在2015年下半年至2018年10月持续价值风格。进入2019年之后，成长风格相较价值风格的比价在牛市前两个阶段（估值抬升、估值回撤阶段）窄幅震荡，进入盈利驱动阶段之后，两种风格表现的差距拉大，成长风格占优。2) 大盘风格在2016年下半年之后持续跑赢小盘风格。2019年之后，大盘风格相较小盘风格的比价在牛市前两个阶段（估值抬升、估值回撤阶段）宽幅震荡，进入盈利驱动阶段之后，大盘风格稳定跑赢小盘风格。

图 44：2019年初至2020年初，成长板块跑赢



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 45：2019年初至2020年初，成长板块在估值抬升与盈利驱动阶段跑赢



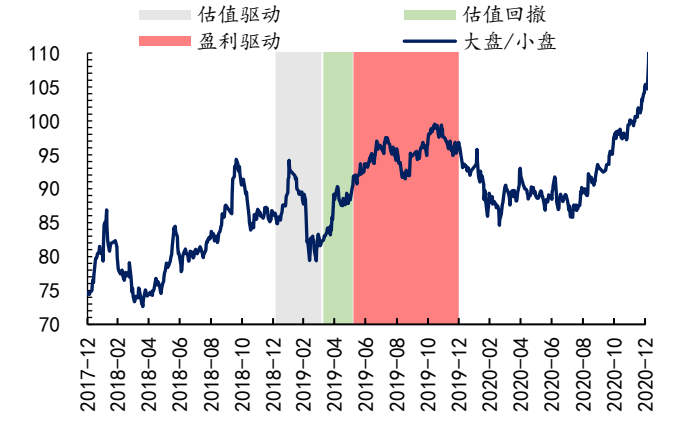
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 46：2019年初至2020年初，大盘风格继续跑赢



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 47：大盘风格在前两个阶段震荡，在盈利驱动阶段跑赢



资料来源：万得，信达证券研发中心

5.1 去杠杆转向稳杠杆，宏观经济在 2020 年复苏

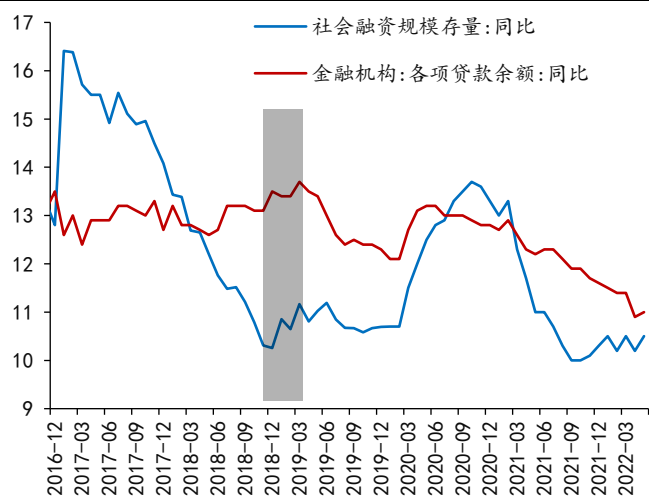
2018 年 7 月监管层对金融去杠杆的严厉程度开始缓解，2019 年初信用见底。

1) 监管政策方面，2018 年 7 月政治局会议提出，“坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏。允许在在外部环境变化、内部风险酝酿的情况下阶段性放宽去杠杆政策转为稳杠杆”。虽然市场对此的解读存在分歧，但一系列宽信用的政策确实是在此之后开始落地了。随后，10 月、12 月的政治局会议均未提及“房地产和去杠杆”。

2) 信用扩张方面，2019 年初信用重启扩张。这一轮信用修复的过程也比较曲折。金融数据曾在 2018 年 7 月、8 月企稳，引发债市一度出现调整。但是 2018 年四季度的融资数据又不及预期。事后来看，这一轮宽信用的效果直到 2019 年初才见效。但金融数据见底后的回升也是比较曲折的，1 月、3 月的金融数据偏好，2 月的金融数据偏弱。

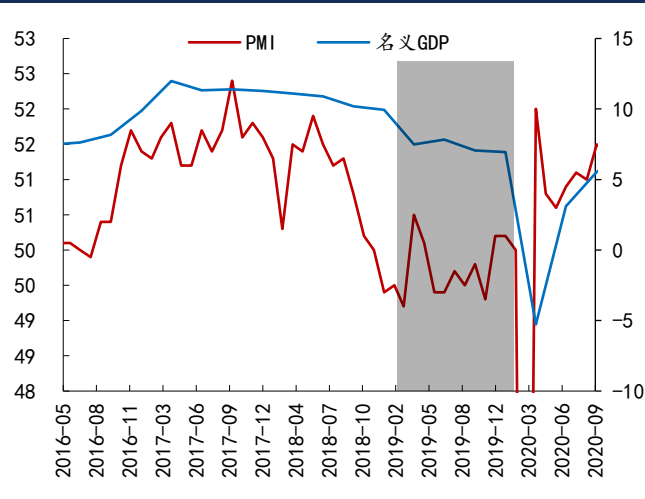
3) 宏观经济增速方面，2019 年全年的经济指标依然偏弱，直到 2020Q2 才出现复苏。

图 48：2019Q1 社融有阶段性回升，之后再次回落（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 49：2019 年经济指标依然偏弱（单位：%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

5.3 成长风格相对估值偏低，大盘风格相对估值偏高

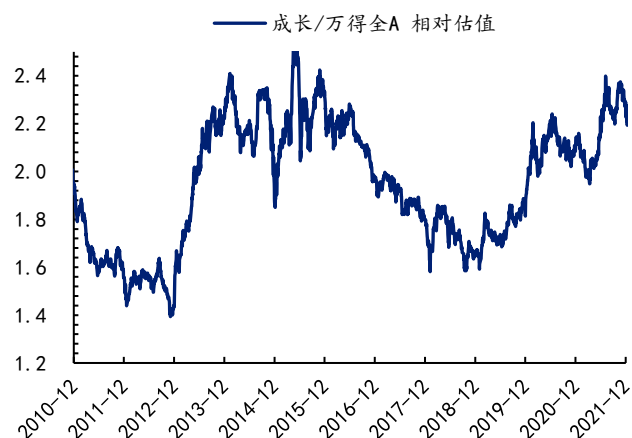
从风格指数的相对估值来看，成长风格的相对估值偏低、大盘风格的相对估值偏高。

1) 2019 年 1 月初，高估值指数的市净率为 3.39x，低估值指数的市净率为 1.03x，二者比值为 3.29。高估值指数/低估值指数的相对估值在 2015 年下半年至 2018 年 2 月持续下降，降至过去五年来的最低水平。如果看成长板块估值除以万得全 A 估值的比值，该比值在 2015 年下半年至 2019 年初持续下降，降至 2013 年以来最低水平。

2) 2019 年 1 月初，大盘指数的市净率为 1.40x，小盘指数的市净率为 1.50x，二者比值为 0.93，处于 2010 年以来的较高水平。

图 50: 2019 年初, 高估值指数的相对估值偏低


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 51: 成长板块的相对估值处于 2010 年以来的较低水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 52: 大盘指数市净率相对小盘指数市净率的比值处于历史较高水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

5.3 成长板块盈利优势回升, 消费与科技领涨

从 ROE 数据来看, 成长板块相较万得全 A 的盈利优势在 2018Q4-2022Q1 走高, 同期成长板块超额收益也从低位回升。

图 53：成长板块的盈利优势从低位回升


这段时间，成长板块中涨幅较好的行业是食品饮料和电子。

从需求视角来看，1) 2019 年全年宏观经济增速、上市公司盈利增速都未见明显回升，很多板块的 ROE 出现了持续下行，而消费板块的业绩稳定性较高。在这样的背景下，消费板块产生了较大的业绩相对优势。从产业层面上来，白酒行业仍处于复苏周期，高端白酒批价持续上涨；农林牧渔行业受益于“超级猪周期”而大涨。2) 电子行业的上涨明显领先于全球半导体销量增速的回升，电子行业上涨的产业背景是中美贸易摩擦、国产芯片自给率提升迫在眉睫，政策支持叠加国内企业切入华为产业链，电子行业超额收益大幅走高。事后来看，国产替代的逻辑确实在 2020 年、2021 年得到兑现，但电子行业却在 2019 年提前跑赢。这本质上还是源于，股市见底大幅领先于盈利见底，此时投资者会选择盈利预期好、产业空间广阔的成长股作为进攻方向。

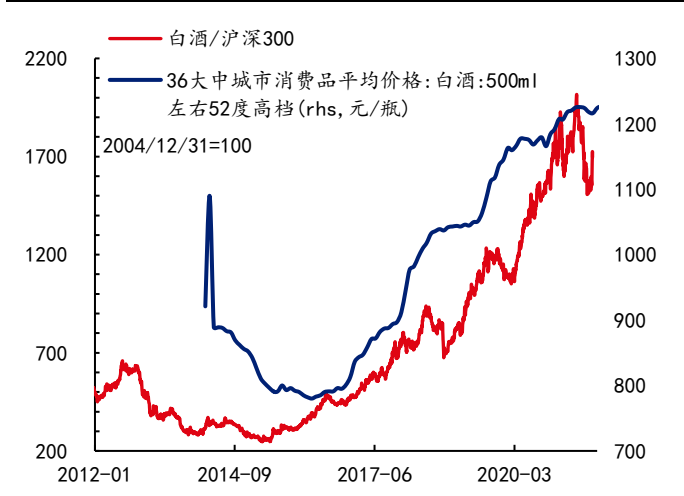
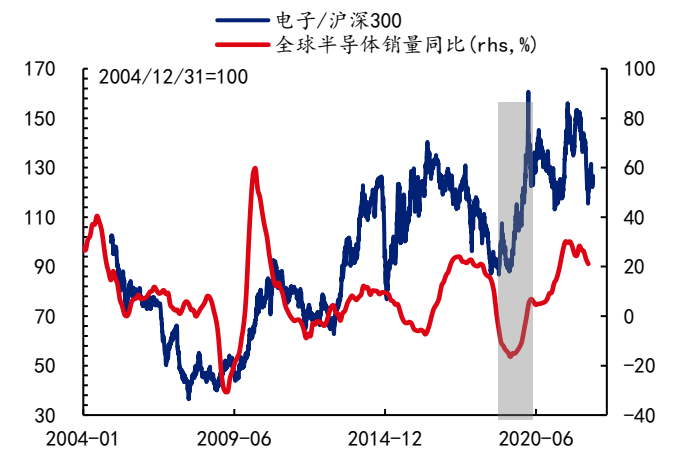
图 54：2019 年食品饮料行业受益于白酒批价的持续上涨

图 55：2019 年出现“超级猪周期”，农林牧渔行业大幅收涨


图 56：2019 年电子行业超额收益的走高领先于全球半导体销量增速的回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

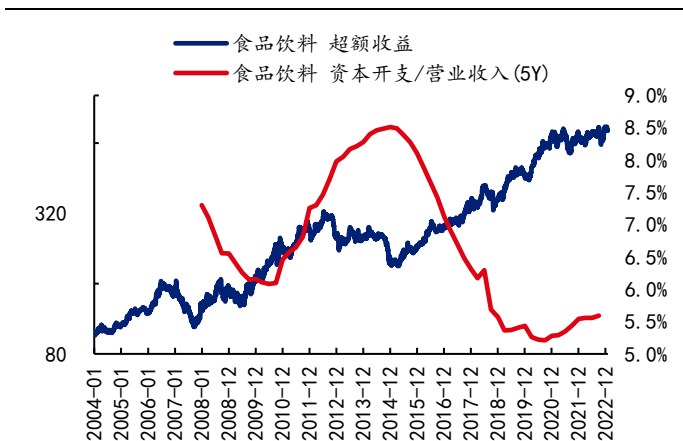
图 57：2019 年计算机行业跑赢大盘时，软件产业利润增速仍在底部震荡



资料来源：万得，信达证券研发中心

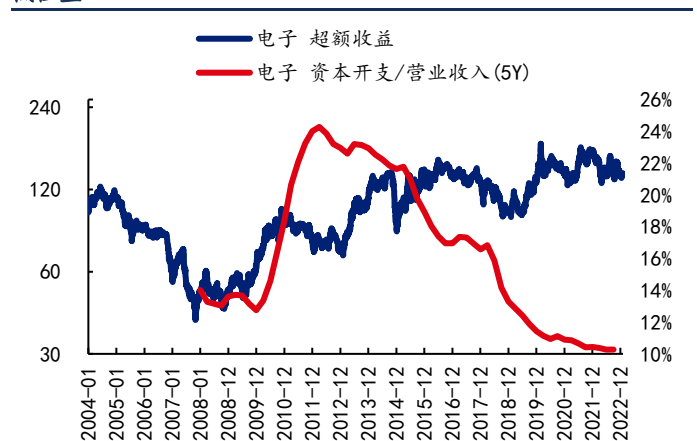
从供应视角来看，1) 食品饮料行业超额收益与资本密集度呈反比，2019 年食品饮料行业的上涨依然是涨价逻辑。资本密集度依然处于在下降的状态。2) 电子行业超额收益走高时，资本密集度已经处于历史较低水平。

图 58：食品饮料的超额收益与资本密集度呈反比



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 59：2019 年电子行业超额收益走高时，资本密集度已处于偏低位置



资料来源：万得，信达证券研发中心

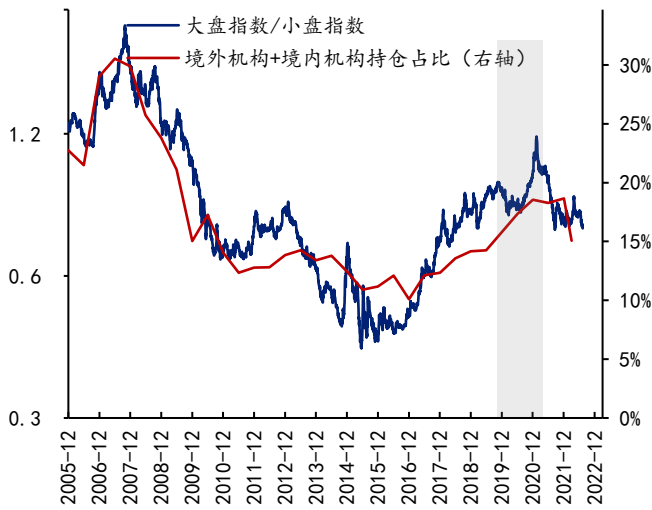
5.4 机构化进程明显加快，大盘风格持续跑赢

2017 年至 2021 年，机构投资者持仓比例持续走高，先后由外资、公募、私募所推动。1) 随着沪深股通的相继开通，外资持仓占比快速提升，成为机构资金的主要增量。外资持仓占比从 2015 年底的 1.44% 快速提升到 2020 年底的 5.3%。外资更倾向于配置消费和金融板块中高 ROE、盈利确定性强的白马龙头股，市场表现为持续的大盘风格。2) 2019 年-2021 年居民资金更多的通过公募基金流入市场，公募基金持仓占比迅速扩张，内外资形成抱团，进一步强化了大盘风格走强。3) 2020 年下半年至 2021 年全年，私募基金规模也实现快速扩张。

总结来看，机构投资者持仓占比的快速抬升构成这段时期影响大小盘风格的主要因素。2019 年初大盘风格相对估值偏高、成长风格好于价值风格，这些因素未能扭转大盘

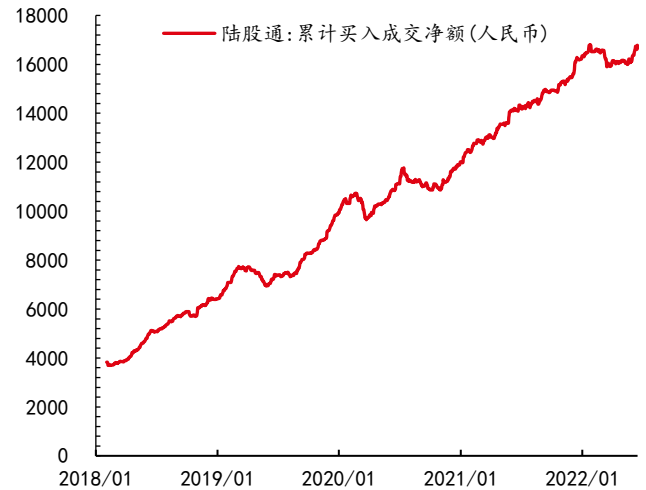
风格的跑赢。

图 60：2019 年至 2020 年，机构持仓占比持续走高



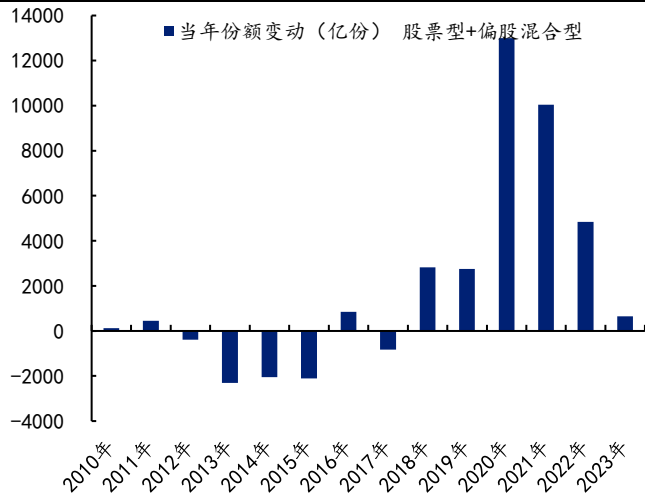
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 61：2018-2021 年，北上资金持续净流入（单位：亿元）



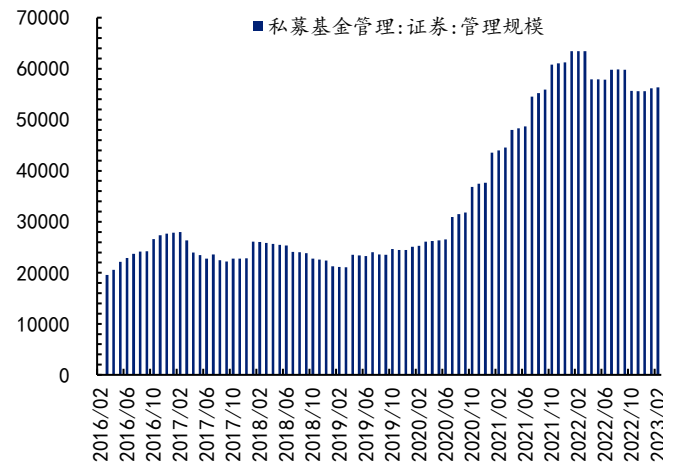
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 62：偏股型公募基金份额在 2020 年、2021 年大幅增加



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 63：2020H2-2021 年，私募基金规模快速扩（单位：亿元）



资料来源：万得，信达证券研发中心

六、牛市第一年风格的决定因素

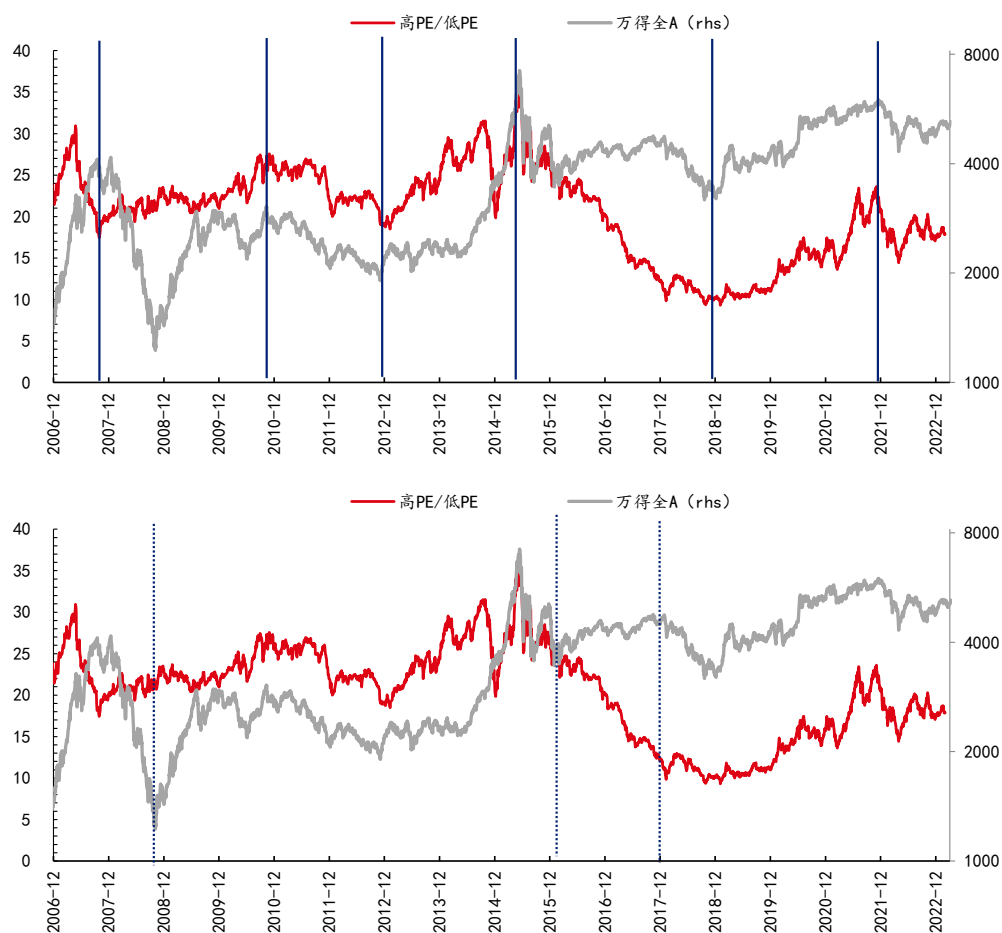
1、从投资时点来看，熊转牛之后，市场风格大概率出现切换。

先看成长价值风格与股市表现的关系。

1) 2006 年以来，成长价值风格发生过六次大级别的切换，且这六次切换均发生于股市牛熊转换期，如图 64 中蓝色实线所示。具体来看，2007 年底价值转向成长（股市牛转熊），2010 年底成长转向价值（股市牛转熊），2012 年底价值转成长（股市熊转牛），2015 年中成长转向价值（股市牛转熊），2018 年底价值转成长（股市熊转牛），2021 年底价值转成长（股市牛转熊）。

2) 2006 年以来，股市牛熊转换发生过九次，其中有三次牛熊转换期间风格切换持续的时间不久，如图 64 中蓝色虚线所示。具体来看，2008 年底股市熊转牛，此后价值风格小幅跑赢了半年，但成长风格又在 2009 年下半年至 2010 年全年反攻。事后来看 2007 年年中至 2010 年全年是成长风格持续跑赢的时期。再如，2016 年初股市熊转牛、2017 年底股市牛转熊，但在 2015 年下半年至 2018 年底价值风格持续跑赢。

图 64：成长和价值风格切换多出现在牛熊转折点



资料来源：万得，信达证券研发中心

再看大小盘风格与股市表现的关系。

1) 2000 年以来，大小盘风格曾发生过三次大级别切换，这三次切换均发生于股市牛熊转换期，如图 65 中蓝色实线所示。具体来看，2000 年至 2007 年小盘风格跑赢七年，2007 年至 2015 年 6 月大盘风格跑赢七年半，2015 年中至 2020 年底大盘风格跑赢五年半。这三次市值风格的大级别切换分别发生于 2007 年底（与此同时股市牛转熊），2015 年 6 月（与此同时股市牛转熊），2020 年底（与此同时股市由上涨转为高位震荡）。

2) 在某个市值风格长期占优的情况下，风格也可能会发生小级别切换，这些小级别切换也通常发生在牛熊转换期，如图 65 中蓝色虚线所示。如 2005 年年中、2008 年底、2010 年底、2012 年底、2015 年底（由小盘跑赢转变为大小盘均衡）、2018 年底（由大盘跑赢转变为大小盘均衡）。

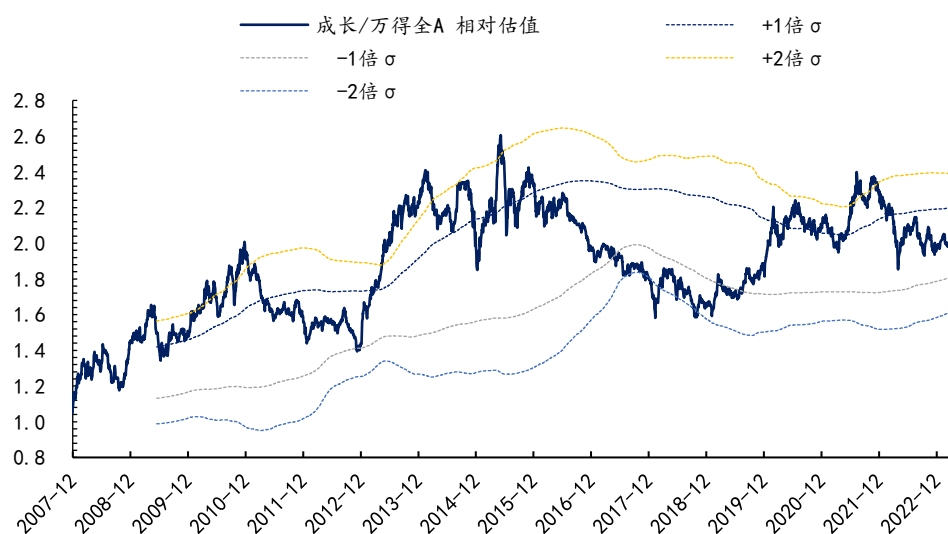
图 65：2000 年以来大小盘风格的三次大级别切换均发生在牛熊转折点



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

2、估值处于低位的风格最容易成为年度最强风格。

图 66：当成长板块相对万得全 A 指数的估值偏高时，价值风格通常跑赢



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 67：当大盘指数相对小盘指数的估值偏高时，小盘风格通常跑赢


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

3、成长价值风格的变化取决于盈利相对优势，和宏观经济复苏强度的关系不稳定。

成长风格的跑赢通常都对应着盈利相对优势的改善，如成长风格在 2009 年下半年至 2010 年全年跑赢，成长板块 ROE 相较万得全 A ROE 的差值在 2009Q2-2010Q2 走高；成长风格在 2012 年底至 2015 年 6 月跑赢，成长板块 ROE 相较万得全 A ROE 的差值在 2012Q4-2017Q3 走高；成长风格在 2018 年 10 月至 2021 年底跑赢，成长板块 ROE 相较万得全 A ROE 的差值在 2018Q2-2022Q1 走高。

图 68：成长价值风格的变化取决于盈利优势的变化


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

但成长风格能否跑赢则与宏观经济复苏强度的关系不稳定，或者说弱复苏不一定成长跑赢，强复苏也不一定价值跑赢。我们以 2005 年以来历次 PMI 的上行斜率来看，最近四轮经济复苏强度排序是 2009 年>2020 年>2016 年>2013 年。2009 年宏观经济

实现了 V 型反转，经济复苏程度较强，但成长风格是好于价值风格的。2020 年经济的复苏强度好于 2016 年，但 2020 年股市风格则是偏向于成长，2016 年股市风格则偏向于价值。2019 年上半年，宏观经济尚未企稳，但成长风格与价值风格的比价则走平，以建筑材料、工程机械为代表的价值型行业涨幅也不小。

我们认为产生这一现象的主要原因在于，某个行业的盈利能力既受需求影响，也受供给影响，而宏观经济的复苏强度只能影响需求。具体来看，2012 年初成长风格跑赢时，计算机、电子行业供应完成出清；2016 年初，价值风格跑赢时，家电行业供应完成出清；2019 年初成长风格跑赢时，电子行业供应完成出清。

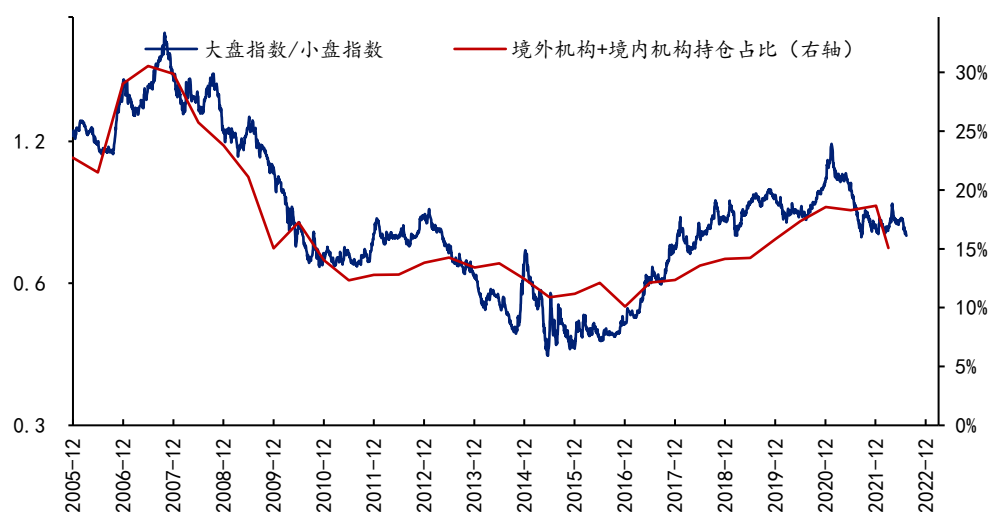
图 69：成长价值风格的变化和宏观经济复苏强度的关系不稳定



资料来源：万得，信达证券研发中心

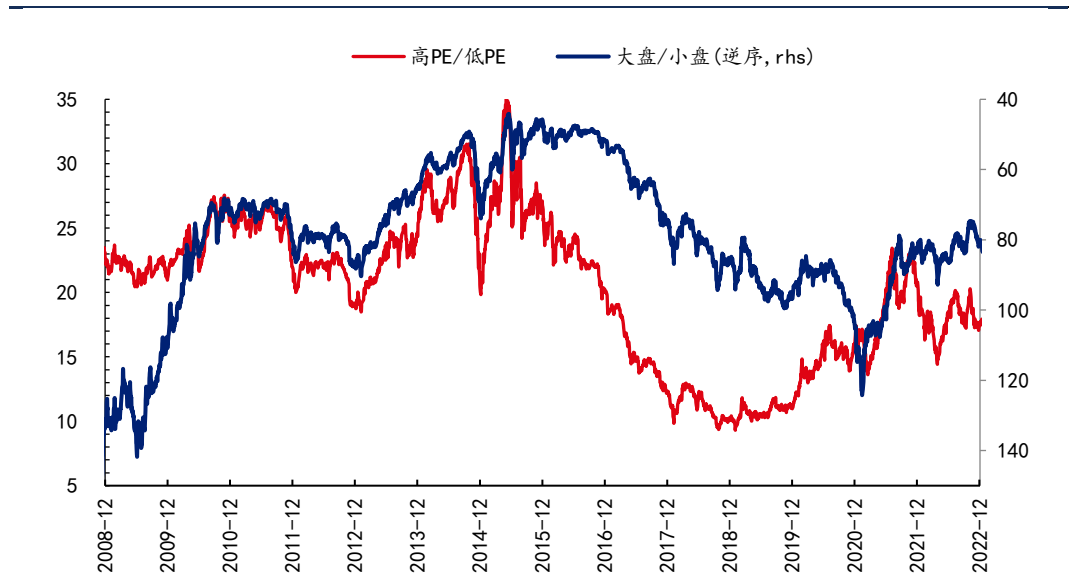
4、大小盘风格主要取决于相对估值与投资者结构的变化。

图 70：大小盘风格主要取决于投资者结构的变化



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 71：当投资者结构变化不大时，成长价值风格也会对大小盘风格产生影响



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

报告基于对历史规律的总结，历史规律在未来可能失效。

研究团队简介

樊继拓，信达证券策略首席分析师，8年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018第一财经年度最佳新人奖。2018-2021年代表观点：2018年6月《全面对比2011年熊市》，2019年3月《3月震荡，4月决断》，2019年8月《战略性看多A股》，2020年6月《增量资金已是趋势》。

李畅，华东师范大学世界经济硕士，4年宏观策略研究经验，2021年6月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

张颖锐，上海财经大学应用统计硕士，4年宏观策略研究经验，2021年9月加入信达证券研发中心，从事策略研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张瀚夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。