

# 策略专题

## “慢长牛”在途，怎么追，怎么切？

### 核心观点

**从一轮流动性牛市拆解加速段与高低切。**2014-2015年是典型的流动性牛，指数斜率存在四轮系统性提升过程，但行业的“花期”越来越短。2014年3月-10月期间，市场整体涨速相对平稳，成长风格和周期风格均有所表现，6、7、8月内部都出现了结构性的“高低切”，2014年10月末至2015年2月，非银金融上涨超过83%，1月下旬至2月上旬指数震荡整理完成后，非银开始快速跑输，2月10日至5月8日仅上涨24.24%、5月至6月市场加速赶顶期间更是仅有个位数涨幅。从2014年Q2到2015年赶顶期间，存在较为明显的行业轮动，具体看到二级行业，历次指数斜率抬升期间的领涨品种下一段斜率抬升期间超额收益大幅跑输。地面兵装作为1Q14-3Q14期间唯一涨幅翻倍的二级行业，在4Q14-1Q15排名全部二级行业的倒数前三，前期涨幅排名第三、超过50%的摩托车，同样在14年10月下旬至15年2月回调超过10%。

**加速模式探索：基本面重要吗？估值能透支多少？**1)流动性牛市途中对基本面并不敏感，仅有赚钱效应较差的阶段ROE相对重要。2)从终局天花板和“外延式并表”看估值透支幅度，2013-2015年创业板指内生增速大约在19-22%之间，即“15年15倍”到“15年20倍”去计价，那么创业板指在牛市期间折现率8%的假设下，合理前向估值水平在81.0x到102，赶顶期间前向估值至少透支15%；3)对于板块内“无法精确算估值”的赛道或典型企业，终局往往是高度泡沫化。2015年4月乐视市值一度突破千亿，在移动互联网概念下不断完成股价和预期的自我强化，但以卖智能电视为创收来源的乐视实质上更像是制造业，具体到股价表现和动态估值，创业板交投情绪火热的情况下，“生态化反”助力乐视快速突破创业板80-100x前向PE壁，实现终局高度泡沫化。

**兑现模式剖析：前置兑现与连续超额形成。**1)前置兑现往往需要事件驱动，典型案例是南北车合并和兵工集团改革涨停潮。从轨交设备超额的节点看，14年12月末、15年3月初、15年4月初伴随重要公告进展有过加速，但合并后仅有集团规模扩大、营收体量提升，ROE并未上行，后续股价也快速调整。对于轨交设备这样的龙头权重占比极高，且其余组分与龙头上涨逻辑关联度较低的板块而言，板块成分容易出现“超额错位的情形”，最终形成部分个股有超额，但板块提前熄火的状态。地面兵装在2014年7月的涨停潮也类似，板块内部核心标的北方导航连板，驱动地面兵装第一段超额冲顶，但由于板块内个股成分较少且概念接续效应差，2014年下半年相对大盘显著跑输；2)高振幅品种连续超额形成一定程度依赖于振幅带来的日内交易机遇，降波反而意味着“降超额”。取指数成分数量大于10、日均振幅大于3%的二级行业，对他们全区间的日均振幅和任意时间点买入并持有20个交易日相对全A的超额概率进行比较，能够得到日均振幅越高的标的，在指数趋势向上且上涨天数占比远大于50%的时候，振幅越高超额概率也随之增加；3)指数共振向上，既需要依赖于结构性切的过程中轮动补涨对指数带来的贡献，也需要依赖于“高位品种”不降波不降超额。

**风险提示：**部分上市企业中报业绩低于预期；文中所列指数及个股仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

### 策略研究·策略专题

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

S0980523090002

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

#### 基础数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 中小板/月涨跌幅(%)   | 7326.99/7.09  |
| 创业板/月涨跌幅(%)   | 2595.47/13.00 |
| AH股价差指数       | 124.34        |
| A股总/流通市值(万亿元) | 91.70/83.93   |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《策略展望-聚焦反内卷投资主线》——2025-08-20
- 《ESG热点周聚焦(8月第3期)-多部门发力守护长江流域生态》——2025-08-17
- 《策略周思考-何缘新高，指数贵吗？》——2025-08-17
- 《底仓再审视(一)-红利与现金流：买在无人问津处》——2025-08-14
- 《投资管理职能委外业务对比-如何兼顾经济性与高水平》——2025-08-12

## 内容目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 微观赚钱效应：加速段与高低切 .....       | 4  |
| 加速模式：基本面重要吗？估值能透支多少？ ..... | 7  |
| 兑现模式：前置兑现与连续超额 .....       | 11 |
| 风险提示 .....                 | 15 |

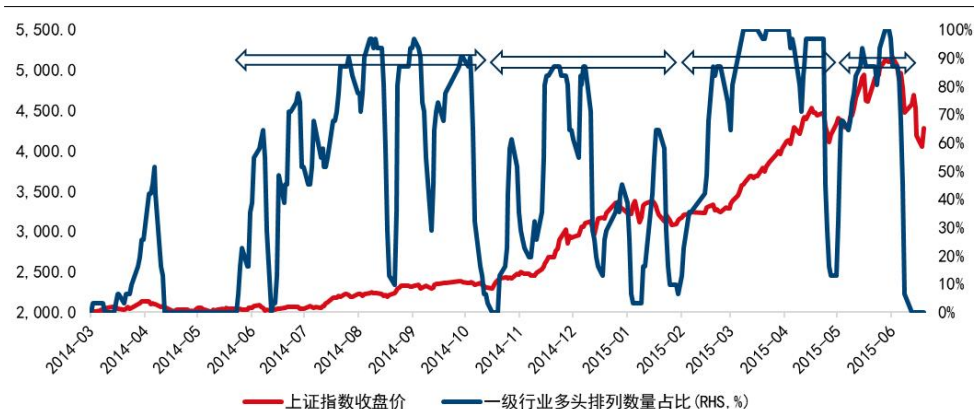
## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 四轮多头排列“冲顶回落”，持续时间不断缩短 .....              | 4  |
| 图 2: 二级行业多头排列数量占比整体规律一致 .....                 | 4  |
| 图 3: 2014-2015 年行业轮动规律 .....                  | 5  |
| 图 4: 四轮指数斜率提升对应的行业切换规律 .....                  | 6  |
| 图 5: 非银金融快速完成多头排列并加速上涨 .....                  | 6  |
| 图 6: 轨交设备多头排列结束后快速下跌 .....                    | 6  |
| 图 7: 日股过去 30 年来营收增速与当年涨跌幅之间的关系 .....          | 7  |
| 图 8: 日股过去 30 年来净利润增速与当年涨跌幅之间的关系 .....         | 7  |
| 图 9: 营收增速因子与全部个股四阶段涨幅 .....                   | 7  |
| 图 10: 净利润增速因子与全部个股四阶段涨幅 .....                 | 7  |
| 图 11: ROE 因子与全部个股四阶段涨幅 .....                  | 8  |
| 图 12: 现金流利息保障倍数因子与全部个股四阶段涨幅 .....             | 8  |
| 图 13: 微利股指数、绩优股指数相对强弱 .....                   | 8  |
| 图 14: 06-07 年加速段期间，亏损股大幅跑赢绩优股 .....           | 8  |
| 图 15: 终局天花板对应“稳态前向估值水平” .....                 | 9  |
| 图 16: 创业板最后一轮加速赶顶期间，透支乐观假设对应合理前向估值 15%+ ..... | 9  |
| 图 17: 乐视营收增速>归母净利润>扣非利润增速 .....               | 10 |
| 图 18: 乐视投资性现金流流出速度加剧 .....                    | 10 |
| 图 19: 乐视资产负债率 .....                           | 10 |
| 图 20: 乐视 PE Band .....                        | 10 |
| 图 21: 中国南车、中国北车并购重组进程与轨交设备超额 .....            | 11 |
| 图 22: 北方导航占地面兵装板块市值比 .....                    | 11 |
| 图 23: 北方导航连板数与地面兵装板块超额 .....                  | 11 |
| 图 24: 对于高振幅品种，振幅高并不意味着超额概率走弱 .....            | 12 |
| 图 25: 通信设备日均振幅与相对全 A 20 日滚动超额 .....           | 12 |
| 图 26: 创新药日均振幅与相对全 A 20 日滚动超额 .....            | 12 |
| 图 27: 高低切期间，赚钱效应难以进一步走强 .....                 | 13 |
| 图 28: “切”的迹象开始显露头角 .....                      | 13 |
| 图 29: 二级行业除少量强势品种外，整体也开始切换 .....              | 14 |

## 微观赚钱效应：加速段与高低切

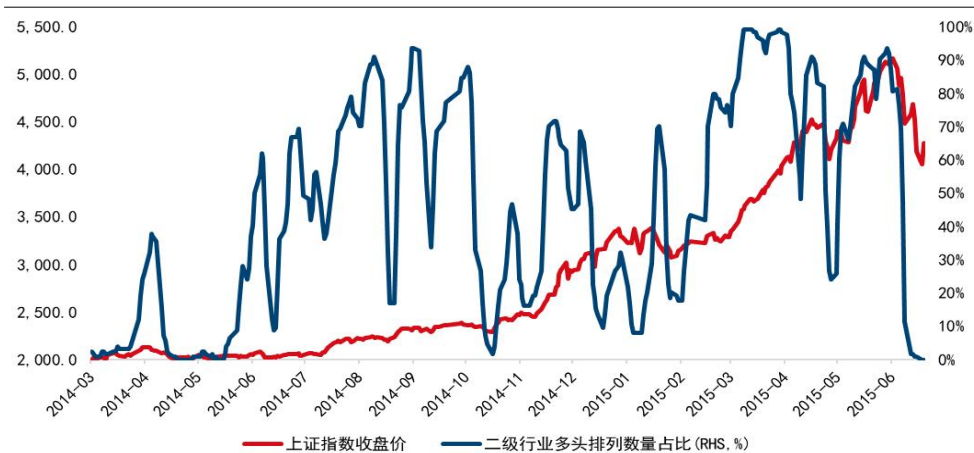
从几轮牛市的核心驱动因素看，2014-2015 年是典型的流动性牛，指数斜率存在四轮系统性提升过程，但行业的“花期”越来越短。1) 宏观环境层面，2014-2015 年中国基本面相对承压，名义增速回落至 6.5%、实际 GDP 降至 7% 以内。4 月人民银行定向降准、开启一轮货币政策宽松周期，分母端成为该轮牛市的核心驱动力。2) 具体到赚钱效应与行业多头排列形态上看，我们不难发现，在指数加速赶顶的过程中，经历了 4 轮行业多头排列数量占比冲顶回落的过程，持续时间不断缩短，其中第一轮出现在 2014 年 3 月末至 2014 年 10 月末，指数在 140 余个交易日最大涨幅达到 20%；第二轮出现在 2014 年 10 月末至 2015 年 2 月中，指数在 70 个交易日上涨 44%，赚钱效应斜率进一步上升；第三轮出现在 2015 年 2 月 10 日至 5 月 8 日，指数在 57 个交易日内上涨 48%，赚钱效应斜率进一步上升；最后一轮出现在 2015 年 5 月 11 日至 6 月 14 日，指数在 25 个交易日内上涨 23%，赚钱效应达峰。

图1：四轮多头排列“冲顶回落”，持续时间不断缩短



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：二级行业多头排列数量占比整体规律一致



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



从 2014 年 Q2 到 2015 年赶顶期间，存在较为明显的行业轮动，具体看到二级行业，历次指数斜率抬升期间的领涨品种下一段斜率抬升期间超额收益大幅跑输。2014 年 3 月-10 月期间，市场整体增速相对平稳，成长风格和周期风格均有所表现，6、7、8 月内部都出现了结构性的“高低切”，如 6 月录得负收益的非银金融、房地产在 7 月涨幅均排名前 4，7 月录得负收益的传媒 8 月上涨近 8%、7 月整体超额为负的社服、环保、电子 8 月领涨，在不断“高低切”的过程中，多头排列行业占比快速提升，指数赚钱效应放大。

2014 年 10 月末至 2015 年 2 月领涨的主要包括券商、银行、地产及地产后周期，2014 年底非对称降息超市场预期，非银 11 月 21 日单日上涨近 5%，行业快速完成多头排列并开启加速上涨。2014 年 10 月末至 2015 年 2 月，非银金融上涨超过 83%，1 月下旬至 2 月上旬指数震荡整理完成后，非银开始快速跑输，2 月 10 日至 5 月 8 日仅上涨 24.24%、5 月至 6 月市场加速赶顶期间更是仅有个位数涨幅。

如果进一步将筛选范围放到二级行业或细分赛道，基于多头排列划分市场加速段的思路下，一段加速完成后，继续“追”领涨行业的赔率不佳。1) 地面兵装作为 1Q14-3Q14 期间唯一涨幅翻倍的二级行业，在 4Q14-1Q15 排名全部二级行业的倒数前三，前期涨幅排名第三、超过 50%的摩托车，同样在 14 年 10 月下旬至 15 年 2 月回调超过 10%；2) 14 年 10 月至 15 年 2 月受流动性宽松驱动的证券、保险在 2015 年 2-5 月位于全部二级行业涨幅倒数前 6；3) 15 年 2-5 月补涨的轨交设备在最后一轮赶顶期间提前熄火，2015 年 5 月 11 日至 6 月 12 日下跌近 20%。

图3：2014-2015 年行业轮动规律

|      | 2014年4月 | 2014年5月 | 2014年6月 | 2014年7月 | 2014年8月 | 2014年9月 | 2014年10月 | 2014年11月 | 2014年12月 | 2015年1月 | 2015年2月 | 2015年3月 | 2015年4月 | 2015年5月 | 2015年6月 | 全程     |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 计算机  | -3.10   | 8.72    | 4.95    | 0.19    | 6.76    | 13.68   | 0.55     | 7.63     | -7.13    | 18.08   | 18.07   | 28.15   | 14.84   | 34.56   | 8.97    | 306.51 |
| 建筑装饰 | 0.02    | 0.75    | -0.13   | 8.09    | 1.93    | 12.30   | 4.70     | 13.07    | 36.42    | -6.12   | 10.41   | 24.22   | 32.18   | -1.17   | 10.59   | 274.13 |
| 国防军工 | -0.13   | 3.67    | 11.04   | 8.33    | 4.96    | 20.36   | 1.99     | -3.07    | 9.73     | 5.28    | 5.63    | 12.62   | 24.99   | 30.68   | 5.62    | 268.73 |
| 钢铁   | -3.29   | 1.89    | 2.25    | 10.23   | 5.92    | 11.26   | 6.16     | 10.59    | 23.51    | -0.37   | 5.85    | 18.17   | 19.94   | 3.57    | 19.48   | 251.01 |
| 交通运输 | -0.90   | -1.09   | -0.64   | 7.51    | 3.94    | 15.57   | 7.15     | 12.08    | 12.34    | 0.42    | 5.41    | 20.53   | 27.04   | 4.49    | 18.43   | 240.41 |
| 纺织服饰 | -3.28   | -0.92   | 2.18    | 7.68    | 6.41    | 13.48   | 2.49     | 4.91     | -3.52    | 9.82    | 7.77    | 24.02   | 20.09   | 23.76   | 17.21   | 237.73 |
| 通信   | 0.93    | 5.26    | 4.88    | 2.45    | 2.96    | 14.36   | -0.87    | 3.91     | -0.68    | 7.41    | 13.82   | 16.29   | 20.92   | 27.62   | 11.04   | 234.96 |
| 机械设备 | -3.36   | 0.38    | 5.15    | 6.48    | 5.28    | 14.40   | 3.41     | 6.27     | 0.92     | 6.79    | 4.62    | 22.81   | 23.66   | 22.55   | 7.36    | 223.91 |
| 商贸零售 | 0.10    | -0.17   | -1.62   | 7.44    | 3.78    | 12.72   | 1.66     | 6.87     | 4.94     | 5.44    | 6.93    | 23.97   | 14.54   | 18.87   | 18.93   | 218.85 |
| 轻工制造 | -1.43   | 0.87    | 3.79    | 5.06    | 4.20    | 11.39   | 1.10     | 4.29     | -7.16    | 8.81    | 8.17    | 23.14   | 18.79   | 29.89   | 15.33   | 217.70 |
| 综合   | -2.05   | 1.31    | 3.47    | 6.32    | 8.10    | 12.62   | 1.36     | 6.30     | -5.03    | 5.08    | 8.28    | 17.56   | 16.28   | 24.84   | 18.47   | 212.85 |
| 传媒   | -0.94   | 1.97    | 5.04    | -3.82   | 7.49    | 6.09    | -1.44    | 6.50     | -3.86    | 15.68   | 16.31   | 16.98   | 24.88   | 21.41   | 10.20   | 208.83 |
| 非银金融 | 3.48    | 0.51    | -0.20   | 13.82   | -2.23   | 4.56    | 5.15     | 31.44    | 51.76    | -9.61   | 6.07    | 10.68   | 10.69   | -3.44   | 7.09    | 207.73 |
| 电力设备 | -3.30   | 0.26    | 4.82    | 8.26    | 4.42    | 11.57   | -1.00    | 3.31     | -3.37    | 8.58    | 5.79    | 24.10   | 17.93   | 23.49   | 14.12   | 200.15 |
| 公用事业 | -1.01   | 0.54    | 2.13    | 5.48    | 6.10    | 11.79   | 2.92     | 7.37     | 16.84    | -0.91   | 2.88    | 15.03   | 20.58   | 11.40   | 15.45   | 198.60 |
| 房地产  | -1.76   | 0.75    | -0.66   | 13.00   | 0.26    | 7.70    | 2.73     | 14.30    | 15.60    | 0.29    | 2.82    | 19.40   | 16.51   | 8.63    | 17.49   | 198.16 |
| 农林牧渔 | -1.94   | 2.63    | 1.51    | 10.00   | 4.26    | 13.25   | -0.79    | 6.12     | -5.46    | 10.73   | 2.42    | 21.02   | 12.30   | 24.52   | 17.24   | 197.13 |
| 社会服务 | 0.27    | 1.53    | 2.14    | 2.85    | 8.75    | 13.13   | -2.30    | 5.59     | -4.80    | 7.42    | 5.45    | 25.37   | 13.83   | 20.61   | 14.27   | 187.91 |
| 基础化工 | -3.75   | 0.54    | 3.22    | 7.75    | 4.41    | 10.35   | 0.90     | 4.07     | -1.15    | 7.53    | 5.97    | 17.43   | 16.62   | 19.91   | 16.41   | 180.37 |
| 环保   | -2.39   | -1.95   | 5.54    | 2.25    | 8.63    | 8.59    | 0.82     | 5.17     | 8.60     | 1.68    | 7.81    | 17.45   | 17.00   | 18.89   | 11.19   | 179.35 |
| 电子   | 1.16    | 4.10    | 4.27    | 1.55    | 9.07    | 7.12    | -0.86    | 0.92     | -9.87    | 9.99    | 7.36    | 20.39   | 12.13   | 30.12   | 14.21   | 178.31 |
| 汽车   | 1.75    | 0.45    | 5.57    | 11.08   | 2.96    | 8.08    | 1.88     | 3.04     | -1.12    | 8.45    | 8.11    | 14.25   | 13.27   | 15.28   | 14.33   | 176.85 |
| 建筑材料 | -0.79   | -0.73   | 0.98    | 9.13    | 2.51    | 10.49   | 2.24     | 6.15     | 8.65     | -0.99   | 3.59    | 20.31   | 13.61   | 14.29   | 14.95   | 166.92 |
| 有色金属 | -1.23   | 2.99    | 4.60    | 16.01   | 0.47    | 6.71    | -0.99    | 5.75     | 3.25     | 4.37    | 3.91    | 16.32   | 15.53   | 9.27    | 14.11   | 159.99 |
| 家用电器 | 0.00    | 0.85    | 0.87    | 6.93    | 0.24    | 3.62    | 2.74     | 4.71     | 8.09     | 10.33   | 6.45    | 14.12   | 18.63   | 12.54   | 10.14   | 158.93 |
| 煤炭   | -1.18   | 2.74    | -0.52   | 14.24   | 0.51    | 10.11   | 0.03     | 7.00     | 11.55    | -4.60   | 0.98    | 12.15   | 20.62   | 1.32    | 24.04   | 149.72 |
| 医药生物 | -3.08   | 1.83    | 2.83    | 3.62    | 2.63    | 9.74    | 2.92     | -0.05    | -4.41    | 7.50    | 5.77    | 19.16   | 17.00   | 19.88   | 12.55   | 149.12 |
| 石油石化 | -3.62   | 2.36    | 1.88    | 5.76    | 5.01    | 4.08    | -2.93    | 0.83     | 9.11     | 0.86    | 3.82    | 11.36   | 23.05   | 0.79    | 15.59   | 107.43 |
| 食品饮料 | 1.13    | -3.26   | -0.02   | 9.98    | 0.92    | 2.87    | -3.47    | 3.06     | 10.74    | -0.65   | 3.27    | 11.56   | 16.56   | 11.14   | 12.93   | 106.06 |
| 银行   | 1.66    | -0.67   | 0.09    | 7.84    | -4.72   | 1.32    | 4.73     | 15.19    | 33.00    | -10.30  | -0.95   | 9.84    | 12.92   | -5.40   | 13.00   | 98.89  |
| 美容护理 | 1.85    | -5.73   | 9.40    | 0.43    | 1.37    | 7.42    | -0.52    | -0.90    | -4.35    | 8.25    | 2.99    | 17.65   | 10.51   | 10.71   | 14.18   | 98.46  |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

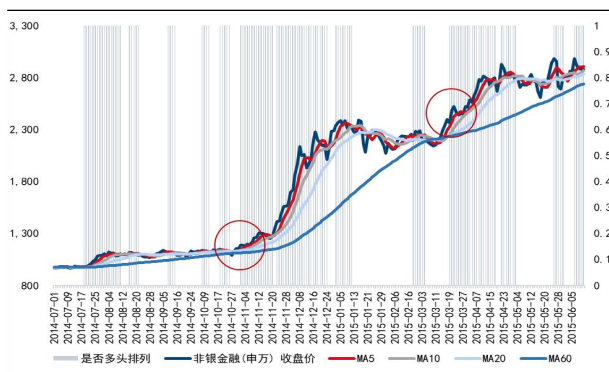
注：2015 年 6 月数据截至 6 月 12 日市场顶

图4：四轮指数斜率提升对应的行业切换规律

| 2014/3/26<br>2014/10/27 | 2014/10/30<br>2015/2/8 | 2015/2/10<br>2015/5/8 | 2015/5/11<br>2015/6/14 | 2014/3/26<br>2014/10/27 | 2014/10/30<br>2015/2/8 | 2015/2/10<br>2015/5/8 | 2015/5/11<br>2015/6/14 |
|-------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|
| 行业                      | 涨幅 (%)                 | 行业                    | 涨幅 (%)                 | 行业                      | 涨幅 (%)                 | 行业                    | 涨幅 (%)                 |
| 国防军工                    | 48.45                  | 非银金融                  | 83.32                  | 计算机                     | 78.17                  | 综合                    | 52.03                  |
| 汽车                      | 27.44                  | 建筑装饰                  | 41.67                  | 建筑装饰                    | 69.18                  | 农林牧渔                  | 51.30                  |
| 钢铁                      | 24.89                  | 银行                    | 38.11                  | 传媒                      | 67.31                  | 轻工制造                  | 49.82                  |
| 机械设备                    | 24.74                  | 钢铁                    | 34.95                  | 机械设备                    | 63.16                  | 纺织服饰                  | 48.51                  |
| 计算机                     | 24.57                  | 房地产                   | 28.25                  | 通信                      | 61.25                  | 电子                    | 47.18                  |
| 综合                      | 23.59                  | 交通运输                  | 23.00                  | 轻工制造                    | 59.89                  | 电力设备                  | 43.37                  |
| 农林牧渔                    | 23.46                  | 计算机                   | 23.00                  | 纺织服饰                    | 59.61                  | 基础化工                  | 43.08                  |
| 有色金属                    | 22.65                  | 家用电器                  | 22.57                  | 电力设备                    | 57.98                  | 通信                    | 42.18                  |
| 通信                      | 22.26                  | 传媒                    | 22.42                  | 商贸零售                    | 55.00                  | 商贸零售                  | 41.68                  |
| 交通运输                    | 21.15                  | 公用事业                  | 19.53                  | 交通运输                    | 54.21                  | 国防军工                  | 40.76                  |
| 纺织服饰                    | 20.78                  | 商贸零售                  | 17.31                  | 国防军工                    | 52.55                  | 社会服务                  | 40.52                  |
| 电子                      | 20.35                  | 建筑材料                  | 12.14                  | 环保                      | 52.54                  | 煤炭                    | 37.86                  |
| 社会服务                    | 19.94                  | 煤炭                    | 11.02                  | 社会服务                    | 50.41                  | 建筑材料                  | 36.88                  |
| 公用事业                    | 19.41                  | 食品饮料                  | 0.51                   | 医药生物                    | 49.84                  | 交通运输                  | 36.77                  |
| 建筑装饰                    | 19.34                  | 通信                    | 10.41                  | 电子                      | 49.70                  | 计算机                   | 36.77                  |
| 基础化工                    | 18.54                  | 纺织服饰                  | 10.26                  | 公用事业                    | 46.66                  | 钢铁                    | 35.91                  |
| 建筑材料                    | 17.60                  | 环保                    | 10.17                  | 综合                      | 46.64                  | 医药生物                  | 35.82                  |
| 轻工制造                    | 16.26                  | 有色金属                  | 10.02                  | 基础化工                    | 45.85                  | 环保                    | 35.37                  |
| 医药生物                    | 15.77                  | 机械设备                  | 9.59                   | 家用电器                    | 43.39                  | 房地产                   | 34.87                  |
| 电力设备                    | 15.65                  | 汽车                    | 9.20                   | 房地产                     | 42.73                  | 汽车                    | 34.63                  |
| 煤炭                      | 15.60                  | 石油石化                  | 8.24                   | 钢铁                      | 41.81                  | 公用事业                  | 34.50                  |
| 环保                      | 15.30                  | 基础化工                  | 7.95                   | 农林牧渔                    | 41.00                  | 机械设备                  | 33.84                  |
| 美容护理                    | 14.94                  | 社会服务                  | 6.93                   | 建筑材料                    | 40.51                  | 传媒                    | 32.10                  |
| 房地产                     | 14.65                  | 轻工制造                  | 6.35                   | 石油石化                    | 40.42                  | 美容护理                  | 30.78                  |
| 非银金融                    | 14.45                  | 农林牧渔                  | 5.63                   | 有色金属                    | 39.13                  | 有色金属                  | 30.78                  |
| 商贸零售                    | 13.92                  | 国防军工                  | 5.19                   | 汽车                      | 38.94                  | 家用电器                  | 28.83                  |
| 家用电器                    | 9.78                   | 综合                    | 4.93                   | 食品饮料                    | 34.78                  | 食品饮料                  | 25.95                  |
| 传媒                      | 5.77                   | 电力设备                  | 4.39                   | 美容护理                    | 32.13                  | 石油石化                  | 22.08                  |
| 石油石化                    | 5.41                   | 医药生物                  | 0.77                   | 煤炭                      | 31.46                  | 建筑装饰                  | 20.63                  |
| 银行                      | 3.76                   | 美容护理                  | -0.02                  | 非银金融                    | 24.24                  | 银行                    | 11.65                  |
| 食品饮料                    | 2.27                   | 电子                    | -2.09                  | 银行                      | 21.77                  | 非银金融                  | 5.59                   |

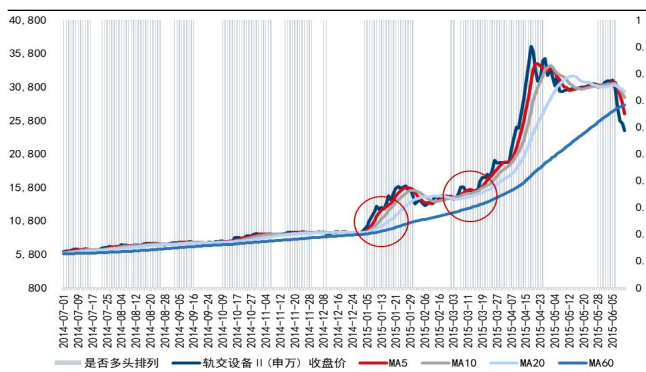
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：非银金融快速完成多头排列并加速上涨



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：轨交设备多头排列结束后快速下跌



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



## 加速模式：基本面重要吗？估值能透支多少？

流动性牛市途中对基本面并不敏感，仅有赚钱效应较差的阶段 ROE 相对重要。对于 A 股市场而言，从单因子的角度看，收入和利润是相对有效的一阶指标，当然不仅仅针对 A 股，发达国家(如美国、日本)都是如此。长期看，日本营收高增策略相对奏效，当年增最高的组别长期收益远高于增速较低的组别，但存在例外的情况，“营收高增策略”赔率被反超主要发生在 2000-2001 年，2006-2008 年；以利润增速衡量成长性得到的策略长期有效性更强，利润增速前 30%的组别相较于利润增速后 30%的组别在 1990-2013 年之间年均超额达到 13.18%。但对于 A 股而言，在主要由流动性驱动的牛市中，我们验证最近一个季度的营收增速、净利润增速、ROE 水平和现金流利息保障倍数发现，不论是将全部 A 股分成 5 组还是 10 组，计价程度最高的季报期对应的基本面因子在各组别之间的单调性不明显，仅有在赚钱效应极度集中（即指数强于个股、权重强于边角料品种）的 2014 年 10 月至 2015 年 2 月，ROE 因子展现出了较强的有效性，高 ROE 的个股在此期间占弹性相对较大。

图7：日股过去 30 年来营收增速与当年涨跌幅之间的关系

|       | 高      | 第2组    | 第3组    | 第4组    | 第5组    | 第6组    | 第7组    | 第8组    | 第9组    | 低      |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1990年 | -29.64 | -34.17 | -37.81 | -30.90 | -33.59 | -36.19 | -38.75 | -40.25 | -42.38 | -41.64 |
| 1991年 | -6.89  | 2.72   | -0.45  | 0.34   | -1.12  | -2.36  | -0.04  | 2.67   | 0.28   | -4.43  |
| 1992年 | -26.26 | -18.86 | -25.23 | -21.30 | -24.82 | -24.10 | -20.22 | -26.47 | -29.07 | -30.08 |
| 1993年 | 19.72  | 12.21  | 12.92  | 5.97   | 2.75   | 8.63   | 4.82   | 5.45   | 3.24   | 2.33   |
| 1994年 | 10.86  | 6.26   | 7.07   | 13.41  | 16.29  | 20.48  | 23.71  | 22.73  | 21.89  | 24.25  |
| 1995年 | 1.27   | -2.11  | 0.34   | -2.89  | -0.33  | -3.21  | -2.77  | -4.19  | -4.00  | -5.43  |
| 1996年 | -13.63 | -4.77  | -5.66  | -6.57  | -6.97  | -10.49 | -6.33  | -10.10 | -8.25  | -8.21  |
| 1997年 | -23.92 | -28.71 | -35.50 | -33.02 | -43.03 | -36.61 | -41.69 | -39.21 | -47.47 | -41.52 |
| 1998年 | 18.41  | 5.53   | 3.87   | 8.66   | 6.33   | 5.18   | 6.31   | 4.43   | 3.65   | 5.22   |
| 1999年 | 245.98 | 84.95  | 62.55  | 15.47  | 29.07  | 15.40  | 21.18  | 8.33   | 14.37  | 47.85  |
| 2000年 | -16.54 | -12.17 | 0.47   | -1.61  | 1.48   | -0.45  | -2.51  | 4.80   | -4.42  | -5.35  |
| 2001年 | -8.38  | -7.82  | -6.34  | -7.22  | -6.12  | 0.05   | -1.81  | -1.25  | -6.91  | -10.11 |
| 2002年 | -4.08  | -6.82  | -10.39 | -5.50  | -5.72  | -3.87  | -13.09 | -10.14 | -13.35 | -15.74 |
| 2003年 | 121.43 | 61.19  | 47.88  | 41.63  | 39.83  | 37.43  | 42.48  | 44.62  | 48.33  | 58.90  |
| 2004年 | 55.73  | 30.73  | 45.30  | 26.94  | 29.85  | 22.31  | 22.86  | 26.24  | 26.60  | 34.37  |
| 2005年 | 91.32  | 39.78  | 62.81  | 67.99  | 60.49  | 54.73  | 49.39  | 48.96  | 57.87  | 51.03  |
| 2006年 | -23.11 | -12.19 | -1.18  | -7.86  | -6.00  | -9.48  | -8.76  | -9.36  | -10.19 | -22.69 |
| 2007年 | -19.79 | -14.06 | -11.00 | -15.83 | -17.17 | -14.35 | -15.95 | -13.33 | -20.28 | -20.10 |
| 2008年 | -35.81 | -42.00 | -36.38 | -29.15 | -28.76 | -30.70 | -23.19 | -29.78 | -29.74 | -42.04 |
| 2009年 | 29.35  | 7.04   | 4.58   | 7.03   | 6.88   | 7.55   | 19.38  | 24.12  | 32.49  | 32.49  |
| 2010年 | 8.24   | 9.14   | 7.21   | 0.31   | 1.63   | 2.98   | 2.36   | 7.65   | 13.02  | 22.94  |
| 2011年 | -5.44  | -3.53  | -5.85  | -4.02  | -5.50  | -2.53  | -3.95  | -5.39  | -5.34  | -7.59  |
| 2012年 | 51.93  | 28.94  | 23.94  | 21.09  | 19.27  | 14.69  | 16.72  | 14.41  | 23.63  | 16.56  |
| 2013年 | 129.30 | 73.23  | 64.44  | 59.44  | 51.53  | 43.21  | 41.43  | 44.21  | 44.48  | 59.37  |
| 2014年 | 11.20  | 21.86  | 23.02  | 18.38  | 21.77  | 22.41  | 16.32  | 14.47  | 8.13   | 12.49  |
| 2015年 | 36.17  | 14.88  | 19.49  | 12.33  | 17.06  | 12.91  | 12.38  | 9.25   | 11.14  | 4.69   |
| 2016年 | 22.10  | 8.46   | 6.34   | 8.82   | 8.04   | 5.23   | 2.63   | 4.37   | 5.14   | 4.41   |
| 2017年 | 81.64  | 55.69  | 48.63  | 38.12  | 36.76  | 33.33  | 32.85  | 23.62  | 29.35  | 22.66  |
| 2018年 | -20.58 | -20.91 | -19.38 | -18.82 | -21.47 | -17.77 | -17.16 | -18.75 | -21.58 | -23.64 |
| 2019年 | 49.35  | 30.90  | 19.06  | 20.89  | 18.87  | 12.62  | 16.55  | 11.47  | 12.36  | 20.91  |
| 2020年 | 30.87  | 10.73  | 4.86   | 0.40   | -0.20  | -6.09  | -5.09  | -11.69 | -10.71 | -19.20 |
| 2021年 | 18.17  | 9.34   | 0.92   | 5.97   | 6.72   | 5.52   | 9.53   | 5.94   | 12.88  | 8.03   |
| 2022年 | 6.83   | -1.33  | -0.54  | -1.30  | -1.36  | -3.17  | 2.26   | -2.66  | -0.02  | -5.61  |
| 2023年 | 26.64  | 26.50  | 25.96  | 27.41  | 22.22  | 22.82  | 21.19  | 20.29  | 11.93  | 11.48  |

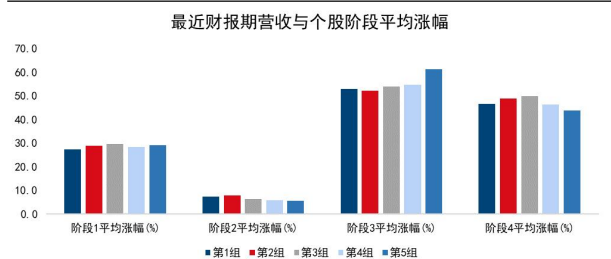
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图8：日股过去 30 年来净利润增速与当年涨跌幅之间的关系

|       | 高      | 第2组    | 第3组    | 第4组    | 第5组    | 第6组    | 第7组    | 第8组    | 第9组    | 低      |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1990年 | -33.73 | -28.25 | -33.49 | -35.47 | -36.98 | -37.70 | -36.37 | -41.50 | -39.79 | -42.48 |
| 1991年 | 4.19   | 3.50   | 3.02   | -0.89  | 1.22   | -1.11  | -1.80  | -2.12  | -3.04  | -6.21  |
| 1992年 | -22.26 | -21.23 | -20.06 | -23.51 | -22.37 | -26.54 | -22.88 | -27.29 | -26.77 | -33.34 |
| 1993年 | 13.29  | 12.26  | 14.02  | 6.75   | 7.47   | 8.68   | 6.62   | 2.27   | 3.96   | 3.05   |
| 1994年 | 25.04  | 27.14  | 13.11  | 8.35   | 9.30   | 9.31   | 11.65  | 12.64  | 20.21  | 29.56  |
| 1995年 | 0.99   | 3.85   | -0.50  | -2.18  | -5.08  | -3.13  | -4.75  | -6.16  | -3.17  | -4.03  |
| 1996年 | -12.26 | -8.28  | -5.98  | -4.11  | -4.14  | -8.21  | -7.42  | -8.97  | -8.18  | -13.21 |
| 1997年 | -37.41 | -36.62 | -31.53 | -27.34 | -25.18 | -34.52 | -37.93 | -41.73 | -45.36 | -52.91 |
| 1998年 | 10.38  | 19.09  | 5.12   | 11.14  | 5.23   | 2.99   | -2.72  | 5.86   | -0.17  | 3.06   |
| 1999年 | 134.54 | 103.03 | 80.03  | 50.60  | 20.63  | 33.50  | 36.42  | 21.33  | 19.83  | 25.09  |
| 2000年 | 3.77   | 2.43   | -4.63  | -9.27  | -12.69 | -3.55  | -9.19  | -3.66  | -3.04  | 4.67   |
| 2001年 | -9.19  | -11.70 | -9.57  | 0.76   | -2.32  | -0.95  | -2.02  | -6.74  | -5.52  | -8.10  |
| 2002年 | -3.45  | -2.39  | -5.30  | -10.78 | -5.77  | -8.23  | -9.03  | -13.47 | -16.39 | -13.62 |
| 2003年 | 76.79  | 71.17  | 72.93  | 63.79  | 54.13  | 27.86  | 24.32  | 31.35  | 39.57  | 71.46  |
| 2004年 | 40.85  | 31.99  | 32.83  | 37.54  | 32.09  | 34.98  | 28.38  | 26.00  | 23.99  | 28.78  |
| 2005年 | 97.38  | 75.69  | 78.60  | 64.37  | 59.05  | 57.92  | 39.93  | 54.02  | 44.52  | 50.53  |
| 2006年 | -14.10 | -10.17 | -8.26  | -8.71  | -6.31  | -7.66  | -7.66  | -11.69 | -12.42 | -23.60 |
| 2007年 | -7.28  | -7.71  | -14.13 | -16.80 | -14.46 | -16.85 | -18.06 | -17.67 | -22.58 | -25.31 |
| 2008年 | -21.81 | -34.27 | -36.50 | -29.09 | -32.71 | -30.83 | -34.61 | -33.30 | -36.46 | -37.85 |
| 2009年 | 37.75  | 18.27  | 4.57   | 8.44   | 9.93   | 18.26  | 22.00  | 23.20  | 14.72  | 15.32  |
| 2010年 | 11.15  | 7.55   | 8.07   | 13.50  | 11.68  | 8.57   | 5.37   | 0.97   | 3.12   | 6.66   |
| 2011年 | -2.72  | -2.87  | -2.59  | -1.22  | -2.83  | -2.55  | -5.21  | -7.50  | -10.15 | -10.00 |
| 2012年 | 37.66  | 41.76  | 29.37  | 26.53  | 23.10  | 19.49  | 12.68  | 13.72  | 12.08  | 12.17  |
| 2013年 | 84.55  | 79.41  | 74.20  | 63.39  | 62.54  | 51.84  | 45.01  | 43.59  | 47.19  | 50.09  |
| 2014年 | 23.85  | 21.86  | 18.94  | 19.25  | 20.91  | 20.69  | 14.57  | 14.22  | 9.70   | 6.81   |
| 2015年 | 25.66  | 20.65  | 18.46  | 20.15  | 17.92  | 18.75  | 11.67  | 12.52  | 6.32   | -1.59  |
| 2016年 | 17.24  | 14.79  | 9.25   | 5.28   | 8.25   | 4.25   | 3.96   | 1.36   | 1.27   | 4.02   |
| 2017年 | 58.34  | 48.28  | 57.92  | 47.12  | 41.33  | 37.58  | 28.86  | 26.51  | 25.14  | 23.79  |
| 2018年 | -22.10 | -20.31 | -18.98 | -16.36 | -15.25 | -17.93 | -18.04 | -21.63 | -24.77 | -24.98 |
| 2019年 | 37.62  | 31.90  | 31.73  | 23.47  | 18.61  | 12.84  | 12.73  | 12.12  | 13.31  | 12.38  |
| 2020年 | 17.34  | 16.56  | 10.88  | 4.09   | -1.53  | -4.56  | -7.30  | -5.42  | -8.94  | -19.19 |
| 2021年 | 17.67  | 20.56  | 9.81   | 8.56   | 4.82   | 6.51   | 4.14   | 3.46   | 4.33   | 2.91   |
| 2022年 | 6.55   | 7.75   | -0.73  | 5.18   | 0.61   | -2.55  | -4.99  | -3.23  | -6.48  | -8.84  |
| 2023年 | 28.14  | 26.41  | 26.78  | 29.20  | 24.82  | 20.52  | 23.02  | 11.93  | 12.53  | 13.37  |

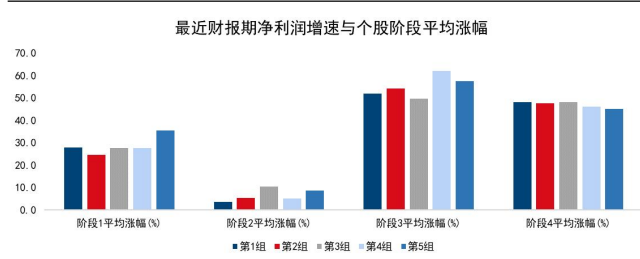
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图9：营收增速因子与全部个股四阶段涨幅



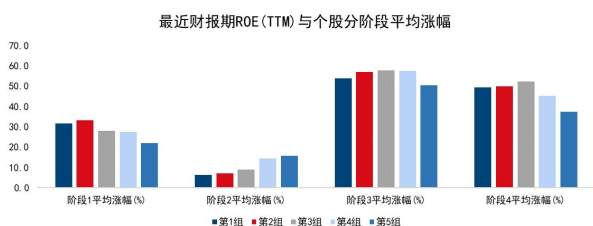
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：净利润增速因子与全部个股四阶段涨幅



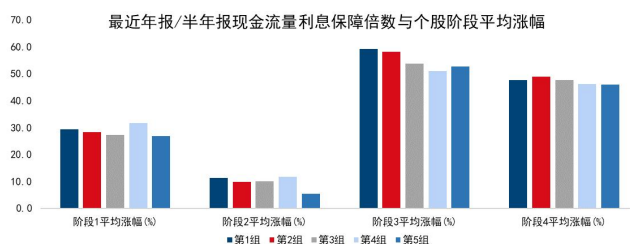
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11: ROE 因子与全部个股四阶段涨幅



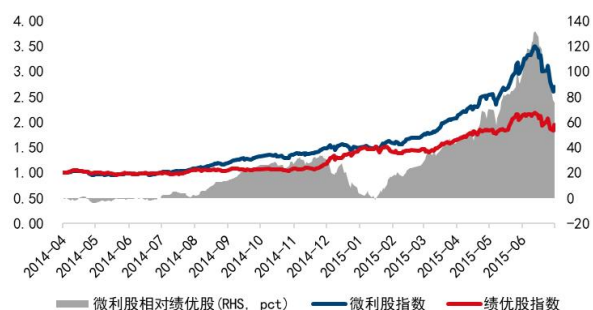
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 现金流利息保障倍数因子与全部个股四阶段涨幅



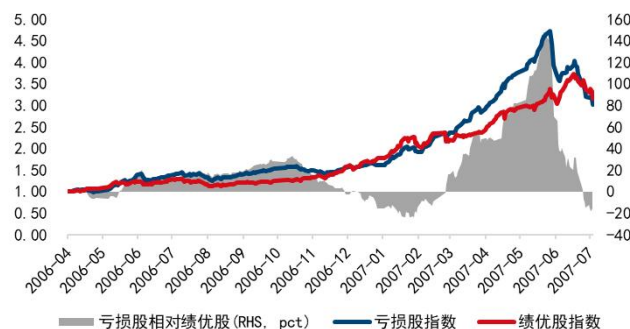
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 微利股指数、绩优股指数相对强弱



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 06-07 年加速段期间, 亏损股大幅跑赢绩优股



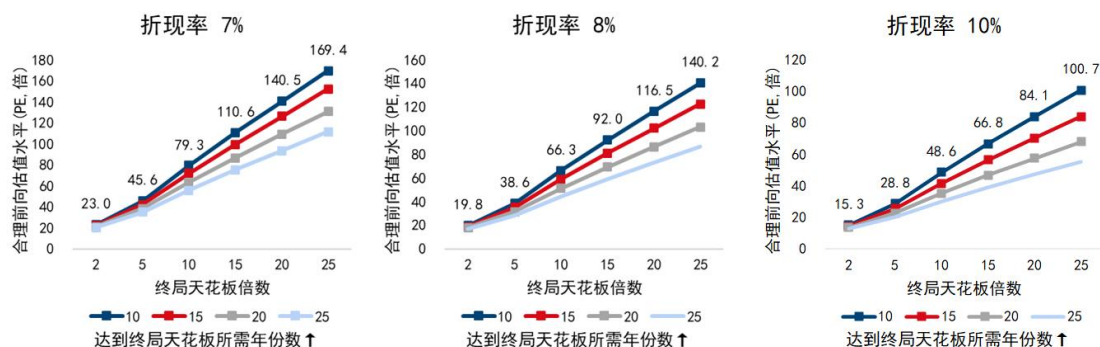
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从终局天花板和“外延式并表”看创业板估值透支幅度，创业板指内生增速对应整体动态估值水平应在 80x 至 100x，赶顶期间前向估值至少透支 15%。通常情况下，投资者更愿意给增速高的公司高 PE，如果按照极限思维假设某个板块/某个公司 k 年之后的业绩天花板是当前的 m 倍，并假设净利润近似等于权益现金流，考虑不同折现率对应的前向估值水平，我们可以近似对创业板为代表的高成长品种的合理估值天花板进行匡算。以跨越 2-3 个盈利周期(10 年)为考核标准，2013-2015 年创业板指内生增速大约在 19-22%之间，即“15 年 15 倍”到“15 年 20 倍”去计价，那么创业板指在牛市期间折现率 8%的假设下，合理前向估值水平在 81.0x 到 102x。

我们以创业板指的 PE (TTM) 和 20%的预期增速简单构建动态估值，从结果上看，创业板在 4 轮加速段中的前 2 段中相对核心宽基和大盘并未展现明显超额，在 2015 年初，创业板指快速上涨，动态估值加速突破 50x、70x、80x、100x，其中前向估值从 80x 到 100x 近用 15 个交易日完成，并于最终赶顶时达到 115x。



图15: 终局天花板对应“稳态前向估值水平”



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

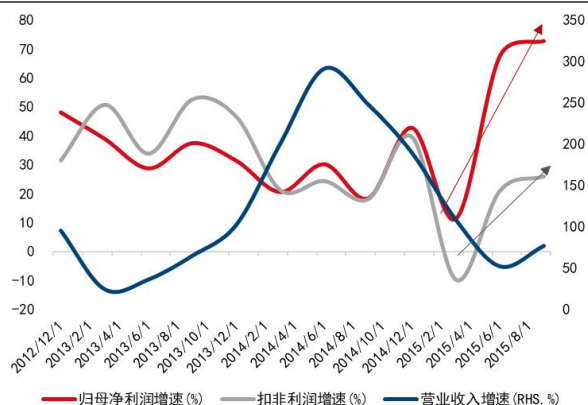
图16: 创业板最后一轮加速赶顶期间, 透支乐观假设对应合理前向估值 15%+



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

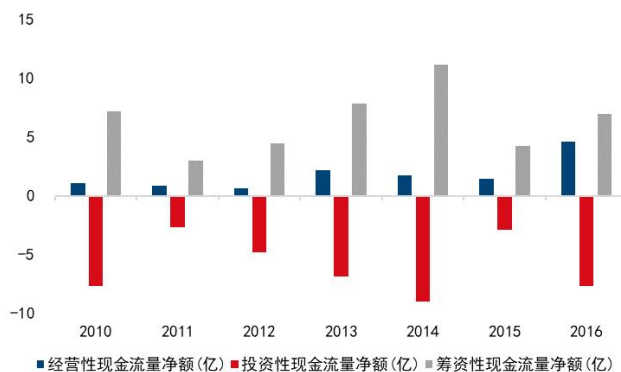
对于“无法精确算估值”的赛道或典型企业, 终局是高度泡沫化。2015年4月乐视市值一度突破千亿, 在移动互联网概念下不断完成股价和预期的自我强化, 但乐视从实质上说更像是制造业, 因其“生态化反”概念背后的核心载体是门槛不高的智能电视。从乐视的报表端看, 2012-2014年间, 乐视几乎实现了每年收入端的翻倍增长, 但归母净利润增速仅为收入的一半。与此同时扣非利润增速更是远低于归母净利润增速。快速扩张下乐视的投资性现金流流出速度加剧, 杠杆水平不断攀升。具体到乐视的股份表现和动态估值, 创业板交投情绪火热的情况下, “生态化反”助力乐视快速突破创业板 80-100x 前向 PE 壁, 实现终局高度泡沫化。

图17: 乐视营收增速>归母净利润>扣非利润增速



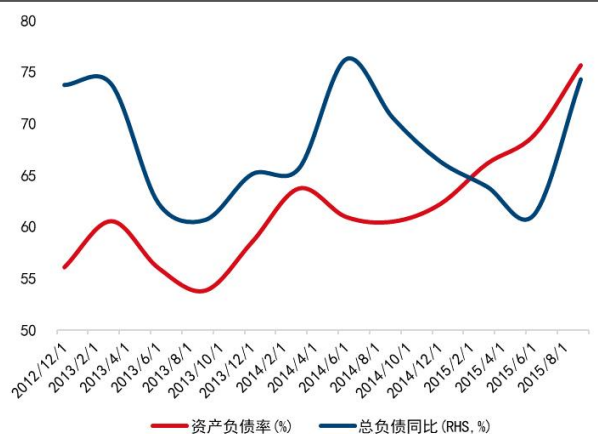
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 乐视投资性现金流流出速度加剧



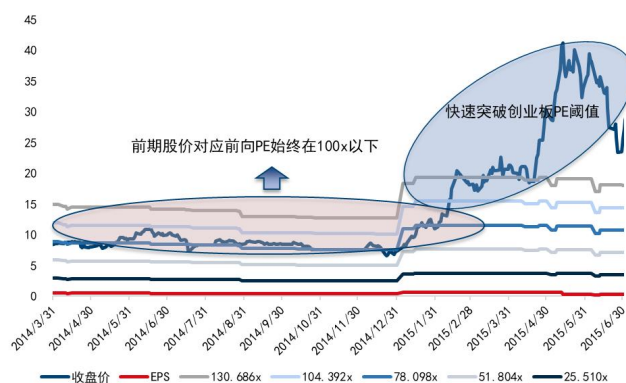
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 乐视资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 乐视 PE Band

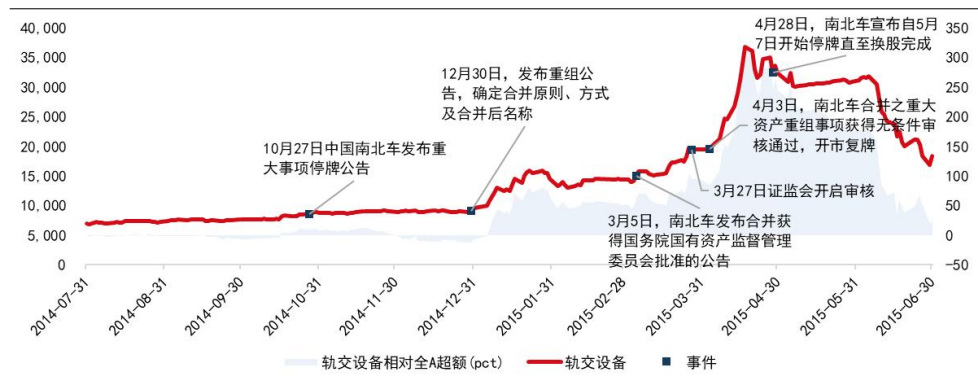


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 兑现模式：前置兑现与连续超额

轨交设备 2015 年初以来相对大盘加速上涨主要受重要“南北车合并”驱动，重大事件驱动后的超额快速走阔，面临前置兑现的情况。2014 年伴随加强互联互通及建设一带一路构想提出，轨交行业市场空间广阔，中国轨道交通三网融合（干线铁路、城际铁路网络、城市轨道交通系统）蕴涵较大市场空间。中国南车、中国北车作为我国轨交装备制造领军企业通过并购重组提升业务规模、增强盈利能力、打造以轨交装备为核心，跨国经营、全球领先的大型综合产业集团，进而提升全体股东权益。从轨交设备超额的节点看，14 年 12 月末、15 年 3 月初、15 年 4 月初伴随重要公告进展有过加速，但合并后仅有集团规模扩大、营收体量提升，ROE 并未上行，后续股价也快速调整。对于轨交设备这样的龙头权重占比极高，且其余组分与龙头上涨逻辑关联度较低的板块而言，板块成分容易出现“超额错位的情形”，最终形成部分个股有超额，但板块提前熄火的状态。

图 21：中国南车、中国北车并购重组进程与轨交设备超额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

地面兵装整体情况与轨交设备类似，2014-2015 年板块内部标的数量较少，2014 年 7 月航天军工产业利好频传，兵工集团推进“无禁区”改革、多款无人机亮相、中段导弹拦截试验等刺激相关概念股反复活跃，北方导航迎来涨停潮，地面兵装相对全 A 超额收敛于北方导航涨停结束后。2015 年时地面兵装冲顶超额相对全 A 的走阔则主要与小盘股的 beta 有关，除北方导航外其余成分股市值均在 200 亿内。

图 22：北方导航占地面兵装板块市值比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 23：北方导航连板数与地面兵装板块超额

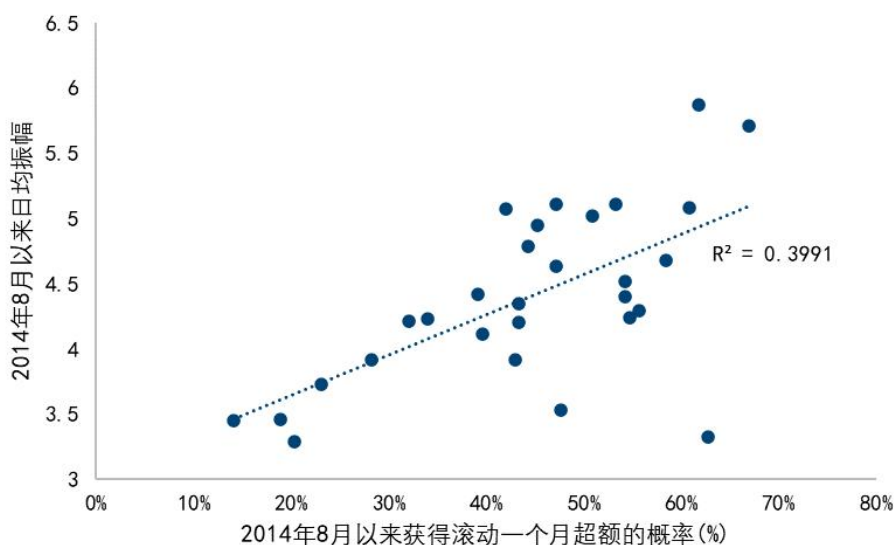


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



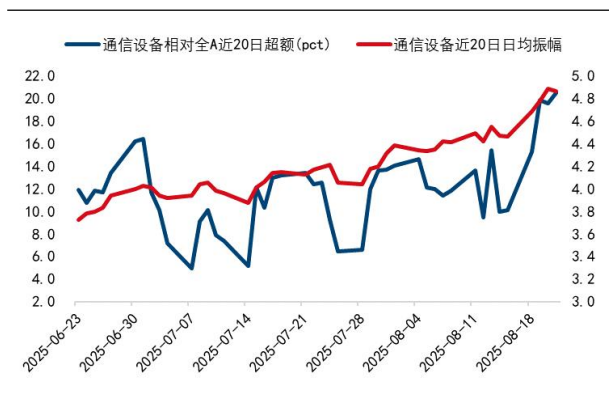
站在当下，对于部分“高位置，高振幅”的品种，投资者往往关注止盈的节点，以及往后的胜率赔率问题，我们认为，振幅高并不意味着超额稳定性走弱。我们取2014年8月至2015年6月12日指数冲顶的时间区间，为剔除单一个股影响，取指数成分数量大于10、日均振幅大于3%的二级行业，对他们全区间的日均振幅和任意时间点买入并持有20个交易日相对全A的超额概率进行比较，能够得到日均振幅越高的标的，在指数趋势向上且上涨天数占比远大于50%的时候，振幅越高超额概率也随之增加，其背后的原因来自于高振幅提供了日内交易的机遇，3%以上的振幅，对应低开后日内获得正收益的赔率更大。

图24: 对于高振幅品种，振幅高并不意味着超额概率走弱



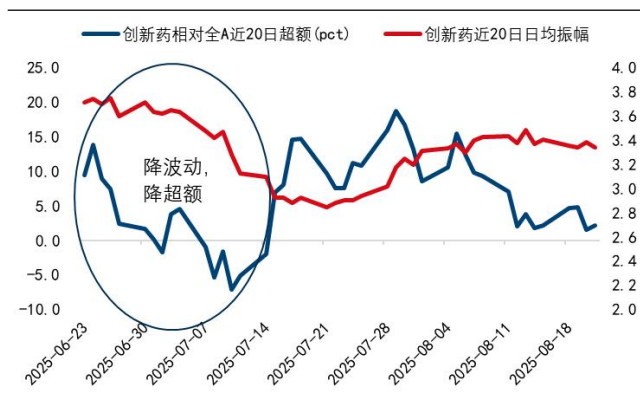
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 通信设备日均振幅与相对全A 20日滚动超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

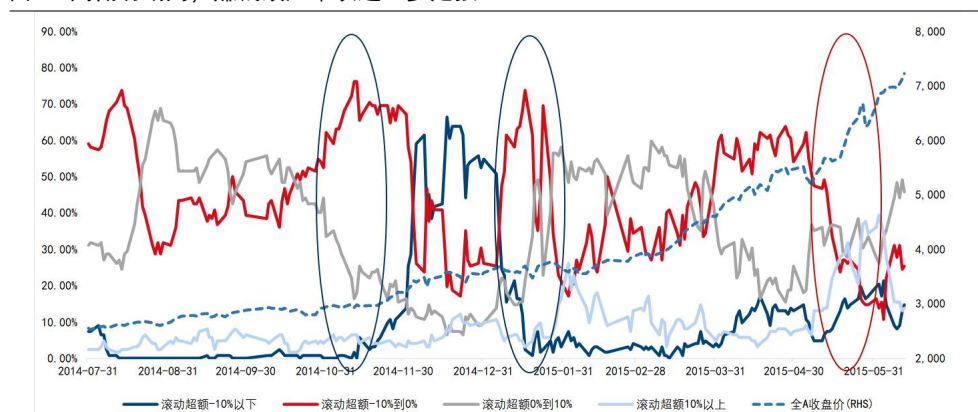
图26: 创新药日均振幅与相对全A 20日滚动超额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

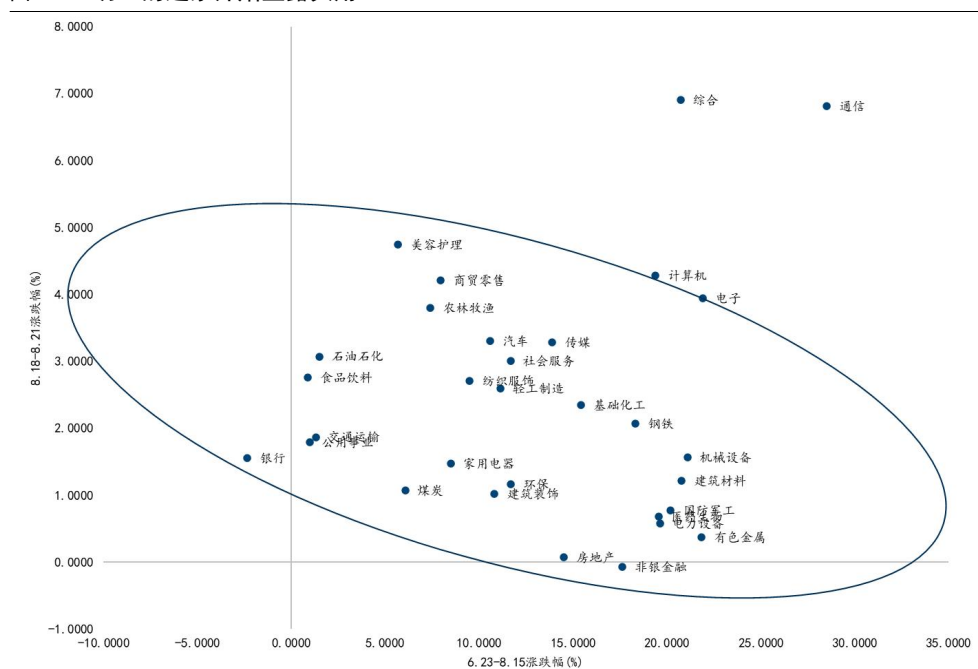
指数共振向上，既需要依赖于结构性切的过程中轮动补涨对指数带来的贡献，也需要依赖于“高位品种”不降波不降超额。截至8月21日收盘，6月23日以来相对强势的品种除了通信设备外其余大多开始收敛超额，从一级行业的层面看，高低切初现端倪。我们曾在7月末8月初的多篇报告中探讨过中报季“追”还是“切”，如果高位强势品种赚钱效应快速走弱，恰逢低位且策略容量大的品种完成资金承接，那么指数本身并不会看到明显回撤，但体感赚钱效应快速变差，且不断地高低切本身对单一板块上涨天数连续性形成破坏。在一轮“慢长牛”过程中，顺势而为固然重要，但“高位品种”不降波不降超额本身也能对风偏形成持续向上的正反馈。

图27：高低切期间，赚钱效应难以进一步走强



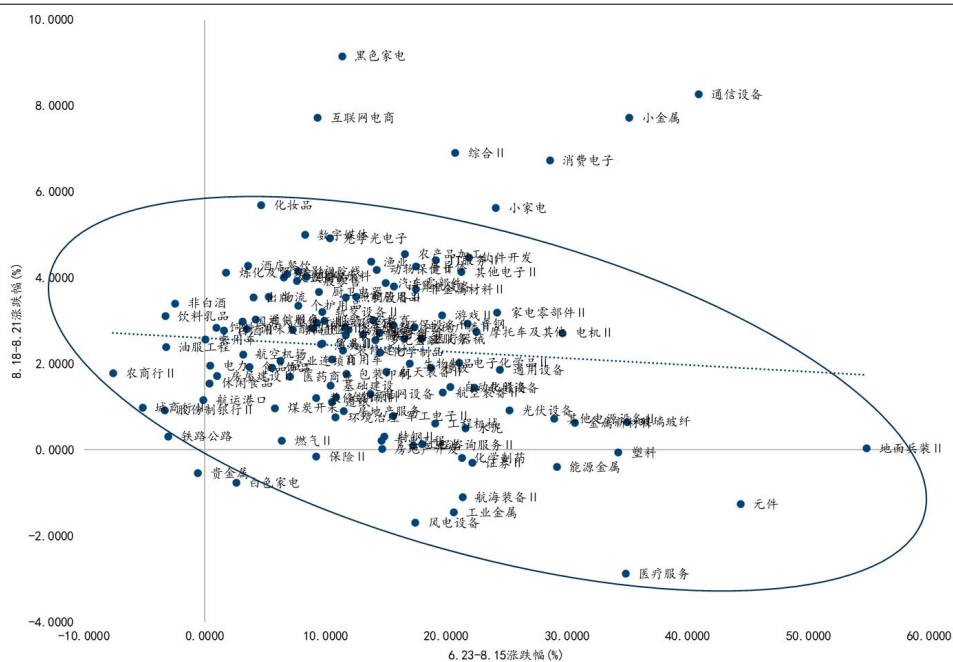
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：“切”的迹象开始显露头角



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：二级行业除少量强势品种外，整体也开始切换



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



## 风险提示

部分上市企业中报业绩低于预期

文中所列指数及个股仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准   | 类别         | 级别   | 说明                            |
|--|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|  |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|  |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|  | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|  |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|  |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032