

价值重估：“十分之一”的逆袭

2023年03月27日

► **成长性降低的时代，重估越来越重要。**在市场研究中，关于“十倍股”总能引发诸多讨论，然而，当我们反向地看待“十倍股”，就可以踏入一个鲜有人知的领域：本篇报告将系统性地回顾 A 股历史上那些股价曾经“大起大落”后又重新崛起的股票，我们将其代称为“十分之一”型股票，经过筛选共 101 只。我们试图总结出决定它们“重新崛起”的共通特性。而第一个特征就是：**2014 年之后，涨幅靠前的个股相对于此前更多地分布在了这些“十分之一”型股票的范畴中，原因在于 2014 年之后 A 股成长股的成长性下行——从“量价齐升”到依赖渗透率的量增，在这种情形下，投资者开始愿意去挖掘过去熟悉的“旧东西”是否能找回成长性。**

► **“逆袭”需要三要素：市场环境、个股质地、宏观环境。**（1）“逆袭”所需的 **市场环境**特征是具备高换手率的“牛市”，这是因为当市场交易活跃时，参与者也更愿意去挖掘和认可一些并非主流的个股；（2）能够“逆袭”的**个股更多是在 2008-2012 年间出现的“十分之一”型股票**，“新”经济相关的公司在 2008-2012 年经历了产业周期的达峰下行，而“传统”经济相关的公司则体验了需求扩张政策的加码和退出，**在这一过程中造就股票的是时代的贝塔，毁灭价值的也是时代的贝塔，并非是公司本身的“异质性”，这就使得它们在未来更容易随着宏观环境的好转而被重新认可**；（3）**从宏观环境上来看“十分之一”型股票的“重估”概率：供需双重扭转的环境>仅有需求恢复的环境>资本化运作广泛，公司向结构性景气的需求偏移的环境**，上述三类环境典型的代表分别是 2018 年以来、2016-2018 年和 2014-2016 年。

► **“逆袭”的催化剂：业绩改善、重大主题、第二增长曲线。**业绩改善可能是“十分之一”型股票重估的必要条件，据我们的统计，在不同时期中得到重估的股票其业绩实际改善与业绩预期改善的总发生率高达 80%以上；当然，业绩改善这一单一变量确实无法完全解释部分个股的“重估”，因此我们对上述的“例外”进行了个例研究，**能够发现的是这些未发生业绩改善的个股，其实很大程度上是乘上了当期重大主题的“东风”**；同时，在解释个股被“重估”的契机时，不能忽略的一点则是在资本化运作广泛的宏观环境下所出现的“第二增长曲线”，在我们研究的样本之中，不少个股都是由于扩展或改变上市公司的主业，创造新的业绩增长点的方式才获得了重估。

► **潜在的“逆袭”，捡起“池塘里的石子”。**从本文研究的时间起点 2000 年至今，有许多股票都经历了成为本文研究对象的前两步，但距离“逆袭”仍有一步之遥。当下，这些“沉淀在池塘中的石子”因几点原因更值得关注：**首先，2014 年以来 A 股成长性系统性下行的背景并未扭转，“新不如旧”的背景下“捡石头”或许是未来必不可少的一项投资工作；其次，2018 年以来供给端的持续改善已经在诸多曾经的“旧世界”行业中发生，而不少产业也在经历周期的低谷，等待重新上行；最后，2023 年以来市场对“中特股”和“数字经济”的探讨热烈，似乎已经形成了这一时代的不可忽视的两大重要主题，而这也如过去的许多“重大主题”一样将为个股的“重估”带来催化。**因此，我们按照“重估”催化剂的要求，在与“十分之一”型股票仅一步之遥的个股样本中，筛选了一些潜在的“逆袭”标的，这些“石子”的估值分位数也许并不属于“价值洼地”，但从业绩的潜在改善、主题投资相关性、第二增长曲线出现可能性来考虑，或许在未来需要一次“逆袭式”的价值重估。

► **风险提示：**1) 历史规律不代表未来 2) 个股的异质性特征。



分析师 牟一凌

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 王况炜

执业证书：S0100522040002

邮箱：wangkuangwei@mszq.com

相关研究

1.A 股策略周报 20230326：反高景气，反萧条与反脆弱-2023/03/26

2.策略专题研究：中证 500 价值：资源与国企的呼应-2023/03/24

3.行业信息跟踪（2023.03.13-2023.03.19）：三大航司运营数据优异，Copilot 面市引发 AI 热潮-2023/03/21

4.策略专题研究：资金跟踪系列之六十四：“趋势”力量的归来-2023/03/20

5.A 股策略周报 20230319：王牌对王牌-2023/03/19

目录

1 成长性降低的时代，重估越来越重要	3
1.1 时代的印记	3
1.2 2014 年之后，“逆袭”大量发生	5
2 “逆袭”的三要素	6
2.1 “逆袭”所需的市场环境：高换手率	7
2.2 “逆袭”的个股特征：“新经济”因产业周期切换浮沉，“传统经济”随政策加码和退出而起伏	8
2.3 “逆袭”的宏观环境：出现供需至少一端的扭转	12
3 变化的时代与“重估”的机遇	15
3.1 “重估”催化剂之一：业绩大幅改善	15
3.2 “重估”催化剂之二：与当期重大主题强相关	15
3.3 “重估”催化剂之三：剥离拖累的资产，开拓第二增长曲线	16
4 潜在的“逆袭”，池塘里的石子	17
5 风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

1 成长性降低的时代，重估越来越重要

1.1 时代的印记

在市场研究中，关于“十倍股”总能引发诸多讨论，在这些探讨的背后，实际上都是投资者对于如何甄别一个“好赛道”，如何选到一家“好公司”的疑问。然而，在理解过去的“成功典范”时，不能忽视的一个因素是时代的印记，在《消费：“新大陆”的召唤》中，我们复盘了“‘差赛道’中的‘好公司’”和“‘好赛道’中的‘差公司’”，从这些对比中发现了一个规律：“好公司”总是顺应时代的要求，而“差公司”可能仅仅是因为坚守就被“时代”所遗忘。

从这一角度去看待“十倍股”，我们可以反向地踏入一个鲜有人知的领域：如果时代能够造就“伟大公司”，那么一旦时代切换了韵脚，这些“伟大公司”是否会陷入沉寂？更重要的是，这些“遗失的美好”是否会在某一天重新随时代浪潮翻涌而来，回归到投资者的视野和持仓当中？

为了回答上述问题，本篇报告将系统性地回顾 A 股历史上那些股价曾经“大起大落”后又重新崛起的股票¹，简单而言就是寻找每个历史时期中先涨后跌（跌幅排名前 10%），并且在此后的周期中涨幅前 10% 的个股，筛选出的个股共 101 只，为叙述方便，我们将其代称为“十分之一”型股票，通过观察它们股价上涨、跌落谷底、再次崛起的历程，我们试图总结出各个关键时刻的宏观环境、市场环境上的统一规律，以及在个股的异质性之外找到决定其被重新认可的共通特性。

图1：根据阶段性高低点，将 A 股时期划分为 7 个区间



资料来源：wind，民生证券研究院注：具体划分方式见脚注

¹ 筛选方法：首先，按照万得全 A 的涨幅划分区间：从 2000 年 1 月 1 日起，“上涨——创阶段性高点——下跌——创阶段性低点”为一个周期，一共划分出 7 个周期：【2000/01/01-2005/7/19】【2005/7/19-2008/11/4】【2008/11/4-2012/12/4】【2012/12/4-2014/5/21】【2014/5/21-2016/1/18】【2016/1/18-2018/10/19】【2018/10/19-至今】；其次，在每个区间中，寻找：（1）涨幅超过了 50% 股票或到达最高点的时间超过了 50% 的股票，（2）在到达最高点后跌幅靠前 10%，（3）在此后的区间中至少一次涨幅靠前 10% 的个股，（4）再选择每个区间平均总市值大于中位数的股票，最后共筛选出 101 只个股。

图2：101 只符合筛选标准的“重估”股票明细

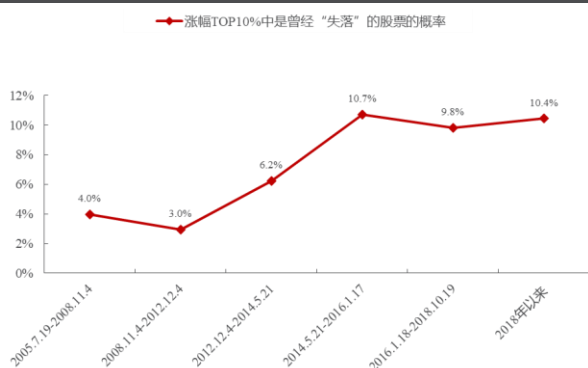
上海区间	2005.7.19-2008.11.4			2008.11.4-2012.12.4			2012.12.4-2014.5.21			2014.5.21-2016.1.17			2016.1.18-2018.10.19			2018年以来		
下跌区间	股票代码	股票简称	所属行业	股票代码	股票简称	所属行业	股票代码	股票简称	所属行业	股票代码	股票简称	所属行业	股票代码	股票简称	所属行业	股票代码	股票简称	所属行业
2000.01.01 - 2005.7.19	600127.SH	金健米业	粮油加工	000030.SZ	富奥股份	其他轻工制造—综合	600640.SH	国脉文化	通信运营—旅游综合	000034.SZ	神州数码	终端设备—饲料	600679.SH	上海凤凰	摩托车	000557.SZ	西部创业	农业综合—葡萄酒—铁路运输
	000908.SZ	景峰医药	机械基础件—小金属	600330.SH	大通股份	金属新材料				600767.SH	*ST运盛	房地产开发	600260.SH	*ST凯乐	其他塑料制品—终端设备	600199.SH	金种子酒	白酒
	600272.SH	开开实业	服装	000540.SZ	中天金融	房地产开发				600165.SH	宁科生物	金属制品	000957.SZ	中通客车	商用载客车	000957.SZ	中通客车	商用载客车
	000557.SZ	西部创业	农业综合—葡萄酒—铁路运输	600199.SH	金种子酒	白酒				000540.SZ	中天金融	房地产开发	000537.SZ	广宇发展	计算机设备—房地产开发—风力发电	000537.SZ	广宇发展	计算机设备—房地产开发—风力发电
	000505.SZ	京粮控股	房地产开发							000505.SZ	京粮控股	房地产开发						
2005.7.19 - 2008.11.4	000537.SZ	广宇发展	计算机设备—房地产开发—风力发电															
				000758.SZ	中色股份	铅锌	002095.SZ	生意宝	互联网信息服务	000410.SZ	*ST沈机	机床工具	600084.SH	中葡股份	葡萄酒	000831.SZ	中国稀土	铝—稀土
				000799.SZ	酒鬼酒	白酒	000829.SZ	天音控股	专业连锁	600072.SH	中航科技	船舶制造	000725.SZ	京东方A	显示器件	000301.SZ	东方盛虹	丝绸—涤纶
				002075.SZ	沙钢股份	钢—普钢	002019.SZ	亿帆医药	化学原料药	600115.SH	中国东航	航空运输	600531.SH	豫光金铅	铅锌	601919.SH	中远海控	航运
										600299.SH	安迪苏	其他化工新材料	600971.SH	恒源煤电	煤炭开采	000799.SZ	酒鬼酒	白酒
2008.11.4 - 2012.12.4										600029.SH	南方航空	航空运输	601318.SH	中国平安	保险	000807.SZ	云铝股份	铝
										002137.SZ	实益达	元件	000807.SZ	云铝股份	铝	000537.SZ	广宇发展	计算机设备—房地产开发—风力发电
										002095.SZ	生意宝	互联网信息服务	000617.SZ	中油资本	冶金矿采化工设备—多元金融			
										000150.SZ	*ST宜康	房地产开发—医疗服务			计算机设备—房地产开发—风力发电			
										000505.SZ	京粮控股	房地产开发	000537.SZ	广宇发展	计算机设备—房地产开发—风力发电			
2012.12.4 - 2014.5.21										002075.SZ	沙钢股份	钢—普钢						
										600061.SH	国投资本	涤纶	600810.SH	神马股份	其他纤维	600316.SH	洪都航空	航空航天设备
										300002.SZ	神州泰岳	软件开发及服务	000066.SZ	中国长城	计算机设备	600584.SH	长电科技	集成电路
										002384.SZ	东山精密	电子零部件制造	000158.SZ	常山北明	棉纺	002006.SZ	精功科技	电源设备
										002416.SZ	麦德德	专业连锁	002290.SZ	禾盛新材	家电零部件	300003.SZ	乐普医疗	医疗器械
2014.5.21 - 2016.1.17										300134.SZ	大富科技	通信传输设备	300001.SZ	特锐德	电气自控设备	600132.SH	重庆啤酒	啤酒
										600765.SH	中航重机	机械基础件	300033.SZ	同花顺	软件开发及服务	000460.SH	士兰微	LED
										600499.SH	科达制造	其它专用设备	002506.SZ	协鑫集成	电源设备	002056.SZ	横店东磁	其它专用设备
										300059.SZ	东方财富	互联网信息服务	002326.SZ	永太科技	冶金矿采化工设备—多元金融	600460.SH	士兰微	LED
										000829.SZ	天音控股	专业连锁	300059.SZ	东方财富	互联网信息服务	000615.SZ	奥园美谷	粘胶—房地产开发—医美服务
2016.1.18 - 2018.10.19										002019.SZ	亿帆医药	化学原料药	002075.SZ	沙钢股份	钢—普钢	000537.SZ	广宇发展	计算机设备—房地产开发—风力发电
										002280.SZ	联络互动	软件开发及服务—IT服务—跨境电商	002407.SZ	多氟多	氟化工及制冷剂			
													002280.SZ	联络互动	IT服务—跨境电商			
2018.10.19 - 至今																		

资料来源：wind，民生证券研究院 注：粉色底色为重复的股票，灰色底色表示在该股票在下跌区间和重估区间发生了行业变化

1.2 2014 年之后，“逆袭”大量发生

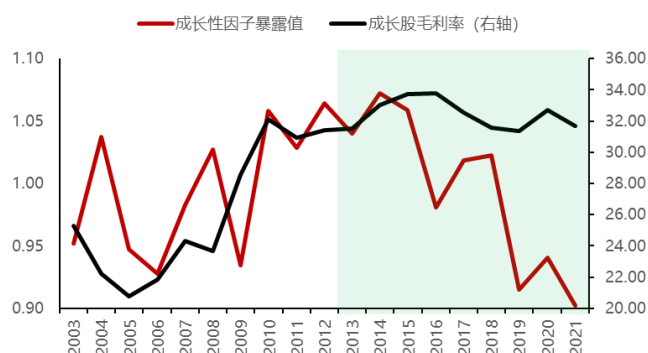
我们计算了上述 7 个区间中，涨幅前 10% 的股票中有多少是符合筛选规则的 101 只股票其中的一只，也就是衡量在每个区间中，涨幅名列前茅的股票有多少是被“重估”的，结果是：在 2014 至 2016 年这一时间区间及以后，涨幅前 10% 的股票，是曾经跌幅靠前 10% 的股票的概率显著地提升，本文标题中所提到的这种“十分之一”的“逆袭”在 2014 年后越来越普遍。

图3：2014 年-2016 年这一区间及之后，涨幅靠前 10% 的个股是“十分之一”型股票的概率显著提升



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2014 年之后，成长股的成长因子快速下行（右轴单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：成长因子暴露为当年所有成长股的成长因子的 Z 值中位数

为什么 2014 年后，市场更容易给予这些曾经“遗失的美好”重新表现的机会？“旧”的东西卷土重来回到人们的视野，往往是当下“新鲜”的事物不够多，或者是达不到人们的期望。我们在《变化的时代，变化的“成长”》中详细描述了过去 20 年中，A 股成长性来源的变化：2010 年之前大量处于被称为“周期性”的行业中，它们的成长性往往来自于量价齐升，是毛利率+量的共同成长；而在 2010 年之后，传统周期行业的量在已然达到一定的规模后，价的抬升并不尽如人意，反而出现了毛利率的长期下行，此时正逢通信、半导体技术的发展迈入关键节点与相关基础设施建设的完善，以移动互联网为代表的产业应用迎来大的扩散，TMT 才成为了成长股的主要聚集领域，但它们的特征是以更高和更稳定的毛利率为基础，成长性的亮点来自于量的增长而非价格，即对渗透率提升的依赖度更高，而这与 2010 年之前的“量价齐升”相比是略显逊色的，一个例证是，2014 年之后成长股的成长因子快速下行，而过去熟悉的“旧东西”却可能因产能周期或宏观需求的周期性，更容易找回相对的成长性，在这种情形下，不难理解为何投资者开始愿意去挖掘过去“遗失的美好”。

2 “逆袭”的三要素

将 101 只个股所在的区间进行一个简单的数量统计，我们就可以将图 2 转换为图 5 中的矩阵，表格中的数字代表在 a 时间下跌幅度排 10%，同时在 b 区间上涨幅度排前 10% 的股票只数。从矩阵中直观读取的信息是，表格中第三行——在 2008-2012 年这一区间中“跌落”的股票被“重估”的绝对数量是最多的，表格中最后一列——在 2018 年以来这一区间中，许多过去“大跌”的股票能够在这一个区间涨幅靠前 10%。

图5：在各个区间跌幅前 10%和涨幅前 10%的股票只数矩阵

涨幅前10% 区间 ↓\跌幅前10% 区间	2005.7.19- 2008.11.4	2008.11.4- 2012.12.4	2012.12.4- 2014.5.21	2014.5.21- 2016.1.17	2016.1.18- 2018.10.19	2018年以来
2000.01.01- 2005.7.19	6	4	1	6	4	4
2005.7.19- 2008.11.4	—	3	3	10	8	6
2008.11.4- 2012.12.4	—	—	11	12	10	15
2012.12.4- 2014.5.21	—	—	—	1	8	4
2014.5.21- 2016.1.17	—	—	—	—	4	12
2016.1.18- 2018.10.19	—	—	—	—	—	12

资料来源：wind，民生证券研究院 注：矩阵中红色底色越深则表示数量越多

当然，仅仅是绝对数值的比较并不公平，首先，越是在更早的区间下跌的股票，此后经历的时间区间就越多，也有更多的“重估机会”；其次，随着时间的推移，符合我们筛选条件的“十分之一”型股票也越来越多，因此越是靠后的时间区间会看到越多的被“重估”的个股；最后，由于 A 股市场上的总股票数量也在不断增加，因此涨幅靠前 10% 的难度也在变化。为了剔除掉上述变化的影响，我们需要做几个简单的标准化²，并最终得到图 6 中的矩阵：（1）矩阵中单元格描述的是在 i 区间“失落”的个股，在 j 区间“重估”的概率；（2）最后一列平均“重估”概率描述的是 i 区间“失落”的个股，在此后 n 个区间中被重估的平均概率；（3）最后一行“重估”发生率，描述的是在 j 区间中发生“重估”的概率。

²（1）为了解决上述的第一个问题，我们将每一个单元格中的数值除以其所在的 i 区间满足筛选条件（1）（2）的股票总数，得到的百分数描述的则是在 i 区间下跌的股票，最终能在 j 区间“逆袭”的概率；同时，为了各下跌区间能够纵向可比，我们在最右侧加入一行“平均重估概率”，计算的是所在行的平均值，衡量的是在 i 区间下跌靠前 10% 的股票中，在此后各个区间中能够“逆袭”的平均占比；（2）为了解决上述的第二、第三个问题，我们在最下方加入一行“重估发生率”，这是为了衡量哪个时间区间更容易发生这些“十分之一”型股票的重估，计算方法为用竖向该区间中得到重估的股票数量除以截至该区间满足（1）（2）条件的累计股票总数。

图6：在各个区间跌幅前 10%和涨幅前 10%的股票只数矩阵

涨幅前10% 区间 跌幅前10% 区间	2005.7.19- 2008.11.4	2008.11.4- 2012.12.4	2012.12.4- 2014.5.21	2014.5.21- 2016.1.17	2016.1.18- 2018.10.19	2018年以来	平均“重估”概率
2000.01.01- 2005.7.19	6.5%	4.3%	1.1%	6.5%	4.3%	4.3%	4.5%
2005.7.19- 2008.11.4	—	2.3%	2.3%	7.6%	6.1%	4.6%	4.6%
2008.11.4- 2012.12.4	—	—	7.1%	7.8%	6.5%	9.7%	7.8%
2012.12.4- 2014.5.21	—	—	—	1.0%	8.1%	4.0%	4.4%
2014.5.21- 2016.1.17	—	—	—	—	1.5%	4.6%	3.1%
2016.1.18- 2018.10.19	—	—	—	—	—	4.9%	4.9%
“重估”发生率	6.5%	3.1%	4.0%	6.1%	4.6%	5.4%	

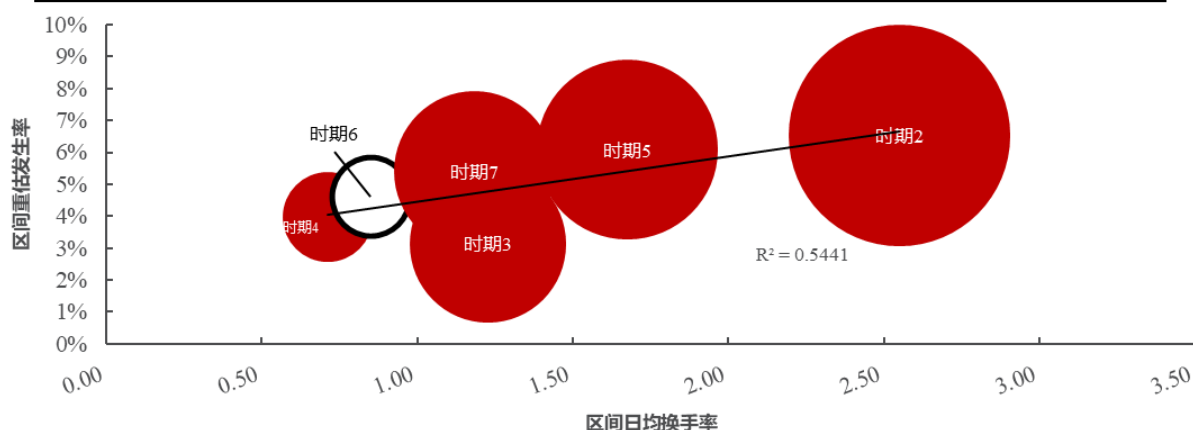
资料来源：wind，民生证券研究院 注：矩阵中底色越靠近红色表示数值越高，越靠近蓝色表示数值越低

2.1 “逆袭”所需的市场环境：高换手率

不难发现，“重估”发生率最高的三个时期是 2005-2008 年、2014-2016 年、2018 年以来，而这三个时期的共同特征则是区间涨跌幅在 7 个时期中靠前，且换手率在 7 个时期中靠前，具备“牛市”的特征。从相关性来看，确实也存区间日均换手率越高的时期，该时期的“重估”发生率也越高。从其中的机制来理解：当市场交易活跃时，参与者也更愿意去挖掘和认可一些并非主流的个股，而由于这类“十分之一”型股票在此前周期中的表现突出，也更容易引起投资者的重新关注。

图7：区间日均换手率越高、区间涨跌幅越高的时期，重估发生率也越高

万得全A	时期1	时期2	时期3	时期4	时期5	时期6	时期7
区间起始	2000/1/1	2005/7/19	2008/11/4	2012/12/4	2014/5/21	2016/1/17	2018/10/19
区间结束	2005/7/19	2008/11/4	2012/12/4	2014/5/21	2016/1/17	2018/10/19	2023/3/20
区间涨跌幅 (%)	-41.1	109.0	54.8	17.8	72.5	-14.9	57.3
区间日均换手率 (%)	1.22	2.55	1.23	0.71	1.67	0.85	1.18
区间重估发生率 (%)	—	6.52	3.14	3.98	6.09	4.62	5.41



资料来源：wind，民生证券研究院 注：矩阵中底色越靠近红色表示数值越高，越靠近蓝色表示数值越低

2.2 “逆袭”的个股特征：“新经济”因产业周期切换浮沉， “传统经济”随政策加码和退出而起伏

从图 6 的最后一列——平均“重估”概率来看，在 2008-2012 这一区间中大跌成为“十分之一”型股票的个股，在此后被重估的概率也是最高的。回顾 2008-2012 年，可能是过去 20 年中，国内产业动能切换的一个重要转折点：需求端上，通过“四万亿”的需求扩张对美国次贷危机所造成的萎缩效应进行了对冲，但同时信贷的宽松也导致了产业出现了投资热潮，并在 1-2 年后就进入了产能过剩。因此从宏观结果上来看，企业经历的是首先需求快速右移，激发投资热情，随后供给大幅右移，同时需求端因为政策退潮而左移，因此行业开始激烈竞争并降低价格和利润的过程。而在这一过程中造就股票的是时代的贝塔，毁灭价值的也是时代的贝塔，并非是公司本身的“异质性”（例如管理层经营能力、产业链地位、资本运作能力等等）导致了下跌，这就使得它们在未来更容易随着宏观环境的好转而重新认可。

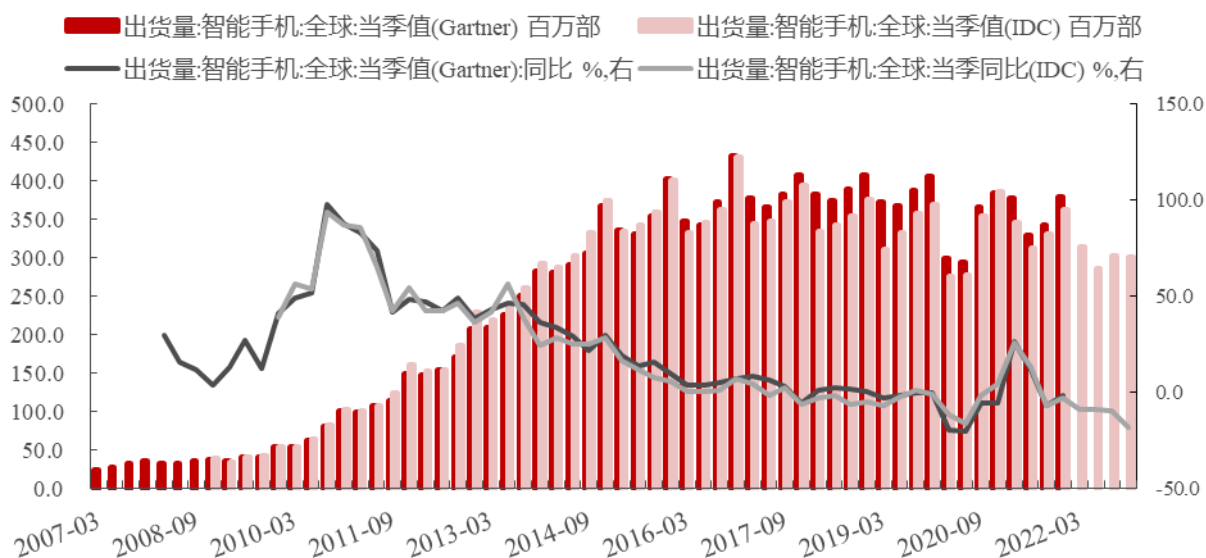
从个股上来看，也能验证上述的机制，2008-2012 年由盛转衰的产业主要分为三大类和六个领域：第一，代表新经济的消费电子、信息技术和新能源；第二，代表与总量经济增长密切相关的原材料、消费；第三，有资产注入预期的国企。不论是处于“新”还是“传统”经济板块，这些个股在上涨阶段均有盈利上行的支撑，而下跌往往由盈利证伪开启，除国企属性个股存在资产注入的预期以外，其余在上涨阶段往往都经历了盈利和估值的双重提升，对股价形成了正贡献，而在下跌阶段，又出现的是盈利的下滑甚至转亏。从中观上看，“新”经济在 2008-2012 年经历了产业周期的达峰下行，从宏观上来看，“传统”经济则体现了需求扩张政策的加码和退出。从新经济来看，消费电子所经历的智能换机潮在 2010 年见顶回落；信息技术领域中与通讯相关的领域同样在 2010 年经历用户增量的达峰和 3G 向 4G 的切换，此外依赖下游行业景气的 ERP 系统、金融 IT 都随着“旧经济”同起同落；新能源领域中的风电、光伏也随着海内外政策周期和需求周期在 2008-2012 年间新增装机剧烈波动。从传统经济的范畴来看，基建投资作为逆周期调控的代理变量，从 2008 年 Q1 开始大幅上行，到 2009 年 Q2 达峰回落，也拖累整体的固定资产投资增速下滑，将房地产开发投资考虑在内，三者 2012 年同时回落至阶段性的低位，整个固定投资的起伏反映了需求侧政策的加码和退出。

图8：2008-2012 年间出现的“十分之一”型股票估值盈利贡献拆分，在上涨阶段均有盈利贡献，而下跌往往由盈利证伪开启

分类	产业板块	证券代码	证券简称	所属行业明细	涨幅盈利贡献	涨幅估值贡献	跌幅盈利贡献	跌幅估值贡献
新经济	消费电子	600584.SH	长电科技	电子-半导体-分立器件-分立器件	0.11	0.71	转亏	——
		600460.SH	士兰微	电子-光学光电子-LED-LED	扭亏	——	(1.07)	0.51
		002384.SZ	东山精密	电子-元件-印制电路板-印制电路板	0.11	0.10	(0.51)	(0.15)
		000066.SZ	中国长城	计算机-计算机设备-其他计算机设备-其他计算机设备	0.92	0.03	(1.33)	0.74
		002416.SZ	爱施德	商贸零售-专业连锁II-专业连锁III-专业连锁III	0.08	0.05	转亏	——
		000829.SZ	天音控股	商贸零售-专业连锁II-专业连锁III-专业连锁III	0.32	0.45	(1.21)	0.49
	信息技术	002280.SZ	联络互动	计算机-IT服务II-IT服务III-IT服务III	(0.26)	0.57	(0.08)	(0.49)
		000997.SZ	新大陆	计算机-计算机设备-其他计算机设备-其他计算机设备	0.11	0.85	0.01	(0.56)
		300033.SZ	同花顺	计算机-软件开发-垂直应用软件-垂直应用软件	(0.18)	0.39	(0.42)	(0.23)
		300059.SZ	东方财富	非银金融-证券II-证券III-证券III	0.00	0.24	(0.39)	(0.35)
		300002.SZ	神州泰岳	计算机-IT服务II-IT服务III-IT服务III	0.04	0.27	(0.32)	(0.43)
		300134.SZ	大富科技	通信-通信设备-通信网络设备及器件-通信网络设备及器件	0.00	0.15	转亏	——
	新能源	002080.SZ	中材科技	建筑材料-玻璃玻纤-玻纤制造-玻纤制造	0.33	0.25	(0.70)	0.11
		002006.SZ	精功科技	机械设备-专用设备-工程机械	1.60	(0.37)	(1.38)	0.78
		002506.SZ	协鑫集成	电子-半导体-半导体材料-半导体材料	0.02	0.07	转亏	——
		300118.SZ	东方日升	电力设备-光伏设备-光伏电池组件-光伏电池组件	0.37	(0.10)	转亏	——
		002056.SZ	横店东磁	电子-其他电子II-其他电子III-其他电子III	0.20	0.73	(1.18)	0.52
		300001.SZ	特锐德	电力设备-电网设备-输变电设备-输变电设备	0.00	0.00	(0.17)	(0.31)
传统经济	传统周期	002075.SZ	沙钢股份	钢铁-特钢II-特钢III-特钢III	扭亏	——	(1.30)	0.74
		601003.SH	柳钢股份	钢铁-普钢-板材-板材	转亏	——	扭亏	——
		600061.SH	国投资本	基础化工-化学纤维-涤纶-涤纶	0.15	0.59	转亏	——
		000615.SZ	奥园美谷	基础化工-化学纤维-粘胶-粘胶	续亏	——	续亏	——
		600810.SH	神马股份	基础化工-化学纤维-其他化学纤维-其他化学纤维	0.25	0.51	转亏	——
		002407.SZ	多氟多	基础化工-化学制品-其他化学制品-其他化学制品	(0.18)	0.55	(0.23)	(0.33)
		002326.SZ	永太科技	基础化工-化学制品-氟化工-氟化工	0.09	0.29	(0.23)	(0.38)
		000537.SZ	广宇发展	房地产-房地产开发-住宅开发-住宅开发	0.07	0.79	0.19	(0.76)
	消费	600499.SH	科达制造	机械设备-专用设备-其他专用设备-其他专用设备	0.05	0.96	(0.07)	(0.52)
		002290.SZ	禾盛新材	家用电器-家电零部件II-家电零部件III-家电零部件III	0.04	0.32	(0.70)	0.11
		600298.SH	安琪酵母	农林牧渔-农产品加工-其他农产品加工-其他农产品加工	0.44	0.34	(0.05)	(0.52)
		600132.SH	重庆啤酒	食品饮料-非白酒-啤酒-啤酒	0.33	0.55	(0.33)	(0.47)
		002019.SZ	亿帆医药	医药生物-化学制药-原料药-原料药	(0.75)	1.47	转亏	——
		300003.SZ	乐普医疗	医药生物-医疗器械-医疗耗材-医疗耗材	0.00	0.00	(0.08)	(0.53)
		000158.SZ	常山北明	纺织服饰-纺织制造-棉纺-棉纺	0.21	0.47	转亏	——
资产注入	国企	600765.SH	中航重机	国防军工-航空装备II-航空装备III-航空装备III	(0.17)	0.79	(0.08)	(0.48)
		600316.SH	洪都航空	国防军工-航空装备II-航空装备III-航空装备III	(0.12)	1.05	(0.34)	(0.38)
		000617.SZ	中油资本	非银金融-多元金融-金融控股-金融控股	(0.66)	1.36	转亏	——

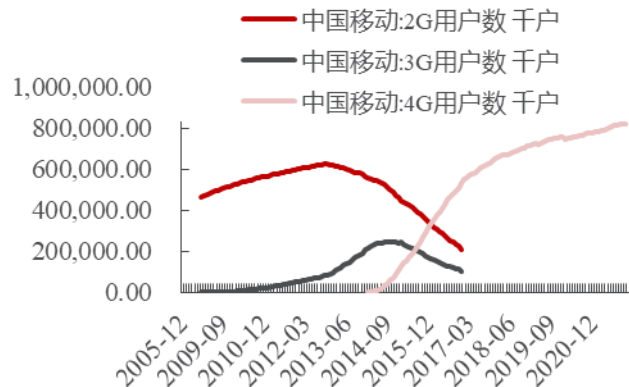
资料来源：wind，民生证券研究院 注：估值、盈利贡献为区间内 PE(TTM)和 EPS 的对数变化值

图9：2008-2012 年，消费电子领域的智能手机换机潮（出货量同比增速）达峰后下行



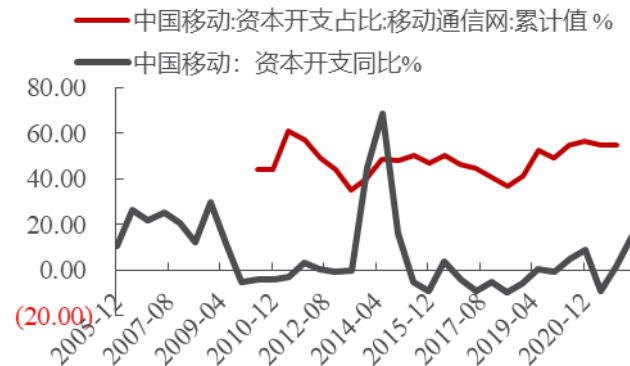
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2008-2012 年这一区间里通信经历了 2G、3G 最高速增长，2G 用户数从 2012 年末达峰下行



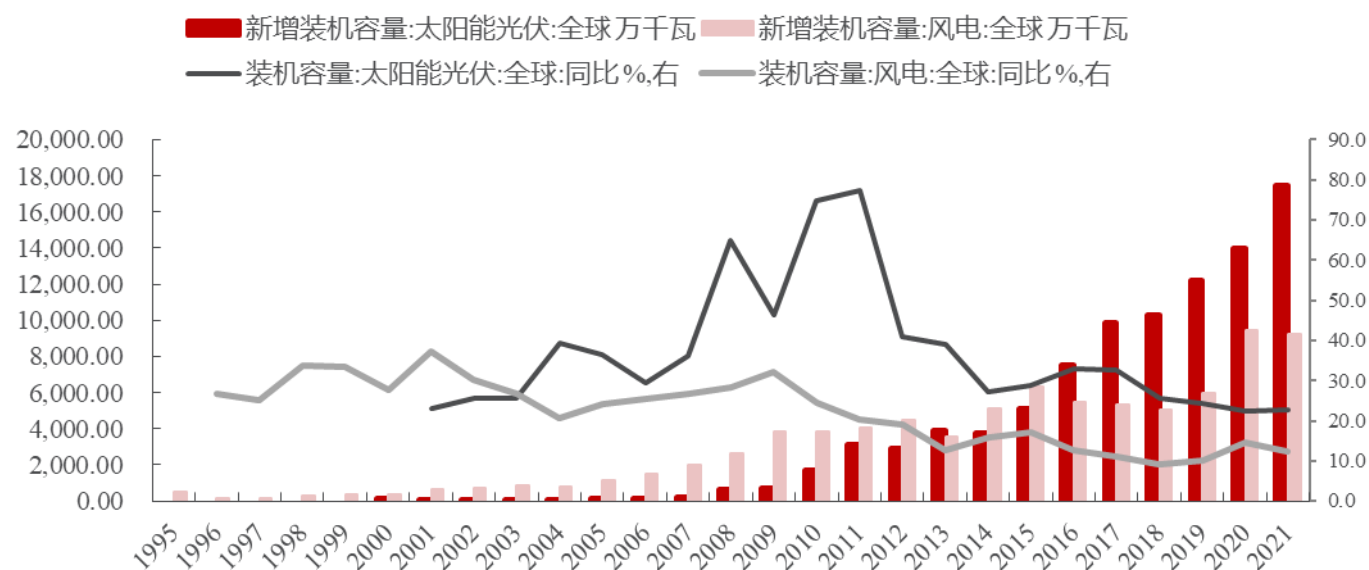
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2008-2012 年运营商资本开支高位回落至低谷



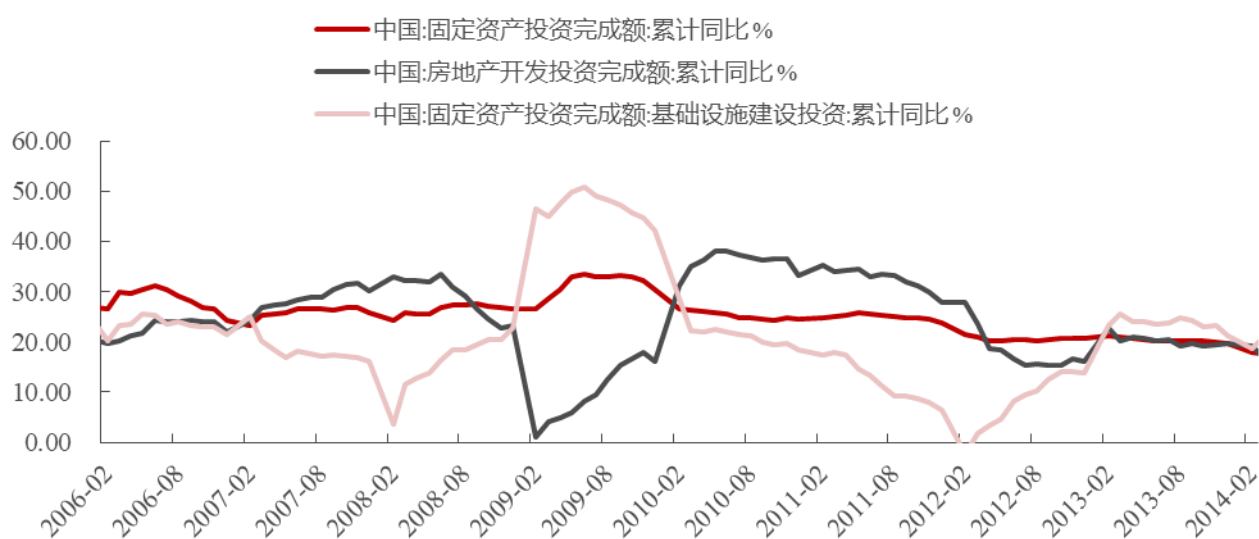
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：风电、光伏装机增速分别在 2009、2011 年达峰下行



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2009 年 Q2 基建投资增速的回落标志着主导“旧经济”的宏观需求扩张政策退坡



资料来源：wind，民生证券研究院

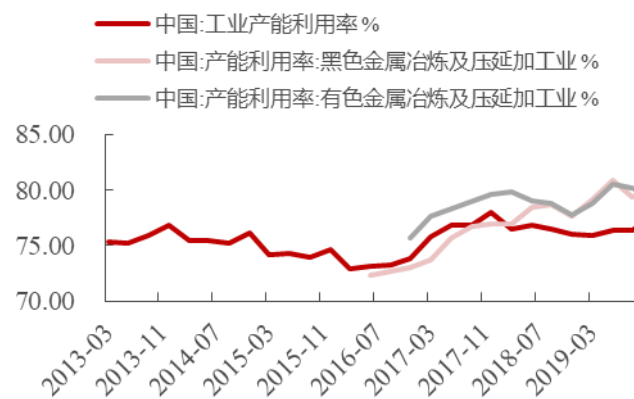
2.3 “逆袭”的宏观环境：出现供需至少一端的扭转

从宏观环境上来看“十分之一”型股票的“重估”概率：供需双重扭转的环境>仅有需求恢复的环境>资本化运作广泛，公司扭转下游需求的环境。

2.3.1 供需同时扭转：2008-2012 年与 2018 年以来的对比

从矩阵单元格来看，重估概率最高的区间组合是【2008-2012 年&2018 年以来】，这一区间的宏观背景是供给端、需求端都有所扭转，这也证明了上文中的猜想——2008-2012 年出现大量后来能够被重估的“十分之一”型股票的原因在于当时的产能快速增长至过剩，同时遭遇扩张性需求政策的退出；而这一场景在 2018 年后已经扭转：供给侧改革在 2016 年开始快速落实，以金属冶炼为代表的传统行业产能出清，2018 年开始产能利用率中枢稳定在合理水平。需求端来看，新、老经济的需求端都再次上行，新经济中的新能源板块，以光伏、风电为代表的新能源在 2019 年后重新步入装机上升期；在 2018 年中美贸易摩擦之后，“自主可控”的紧迫性增强，电子（尤其是半导体）产业从主要由消费电子驱动转为由“国产替代”驱动；旧经济领域，在 2020 年新冠疫情后的逆周期调控“对冲”下也迎来需求的阶段性升温，体现为房地产和基建投资的大幅上行。

图14：供给端出清，2016 年起中国工业产能利用率快速回升



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：需求端回升，2017-2018 年间，光伏及风电新增装机规模增速陆续触底回升



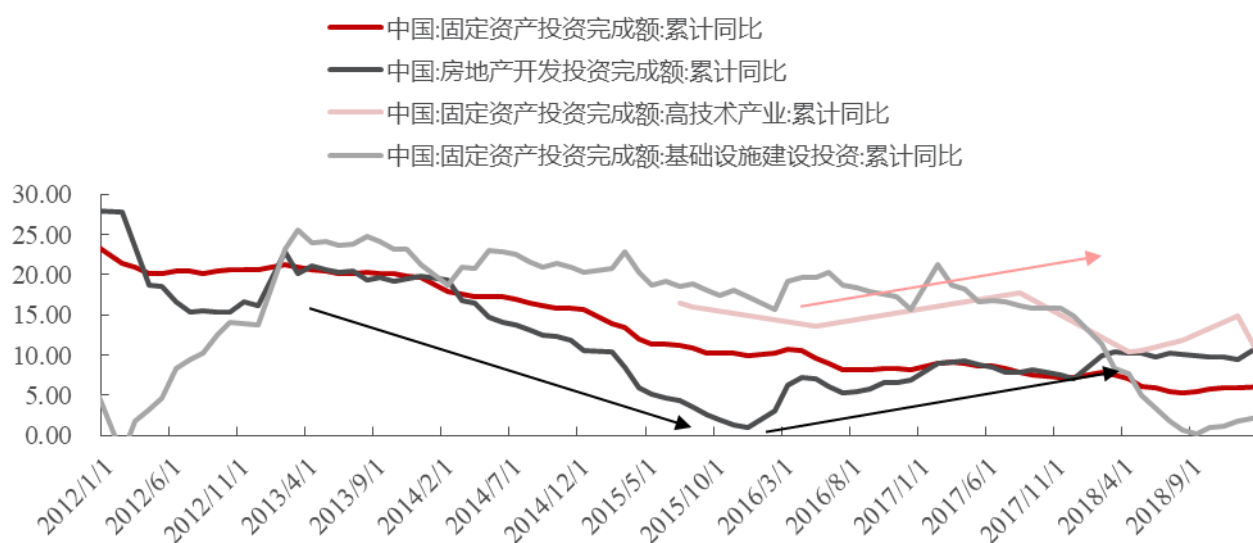
资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.2 需求扭转：2012-2014 年与 2016-2018 年的对比

重估概率其次的组合是【2012-2014 年&2016-2018 年】，这一组合体现的则是需求端的好转对相应股票“重估”的作用，2012-2014 年仍然面临“四万亿”所留下的产能过剩，但边际上更大的波动来自于需求端——新老动能切换进入深水区，2013 年的“国五条降温房地产”和“8 号文清理影子银行及非标”均表现了宏观经济政策上对“旧经济”的慎重态度，但“新经济”并未能实现快速接

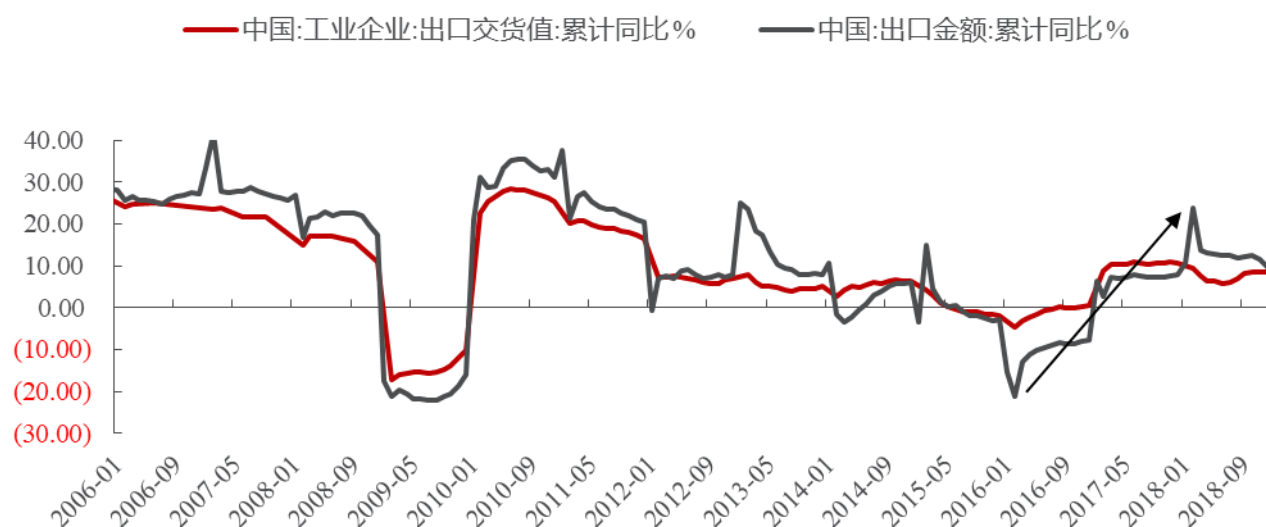
力，体现为在基建投资、房地产投资双双回落时，制造业投资尤其是高技术产业固定资产投资增速也大幅下行。而这一情况在 2016-2018 年得到了好转：尽管 2016-2018 年更容易被打上的标签是“供给侧改革”，但不能忽视的是此时需求端也有明显改善，国内代表“旧经济”的房地产在“房住不炒”的政策底线因城施策，迈入新的上行周期，而代表“新动能”的高技术产业也开始进入投资上行周期；而就国外需求来说，2016 年起中国出口迎来次贷危机后的首次改善。

图16：2012-2014 年时“旧经济”萎缩而“新经济”未能接力的状况，在 2016-2018 年得到改善



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2016 年起，中国出口增速迎来次贷危机后首次持续性的上行



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3.3 通过资本化运作向增量需求偏移：2014-2016 年

重估概率排在第三的组合是【2008-2012 年&2014-2016 年】：这一组合体现的是即使宏观上的供、需两端没有好转，但如果出现了有利于资本化运作的环境时，可以使公司有机会在主业疲软的时期进行资产负债表调整，向经济中结构性景气的领域偏移，以此打造或转移到“第二增长曲线”，这一区间中的个股：国投资本、中国长城、常山北明均具备国企改革的可能性，存在以资产置换来改善上市公司报表的预期；特锐德、永太科技、多氟多则切入电动车、智能车等新兴成长领域，以“第二增长曲线”拔高估值。

表1：2014-2016 年打造或转移至“第二增长曲线”的个股明细

证券代码	证券简称	“第二增长曲线” 详情
600061.SH	国投资本	2014 年 7 月，发行股份购买 安信证券 股权，构成借壳上市。公司主业由纺织变为证券业。
000066.SZ	中国长城	2014 年 7 月公告， 中国电子 将适时实施合并 长城集团 和 长城科技 ；待合并完成后，长城集团和长城科技将注销法人资格，中国电子将成为公司的控股股东。
000158.SZ	常山北明	2014 年 6 月公告，拟通过发行股份方式购买北京北明伟业控股有限公司控股的 北明软件股份有限公司 100%股权。公司将具备 纺织业、软件信息业 双主业。
300001.SZ	特锐德	2015 年 4 月公告，拟非公开发行股份购买 川开电气股份有限公司 股权项目，公司切入 汽车充电 领域。
002326.SZ	永太科技	2015 年 4 月公告增资 美赛达科技 ，5 月公告收购 上海浓辉化工有限公司 ，5 月公告拟收购 重庆和亚化医投资管理 有限公司 10%股权。公司通过外延收购延伸产业链范围，应用范围广泛，涉及 液晶材料、医药、农药、染料 等。
002407.SZ	多氟多	2014 年 10 月公告，拟在六个月内通过股权收购及货币投资方式获得 红星汽车 72.5%股权，通过此次收购将推进公司 新能源汽车 事业发展。

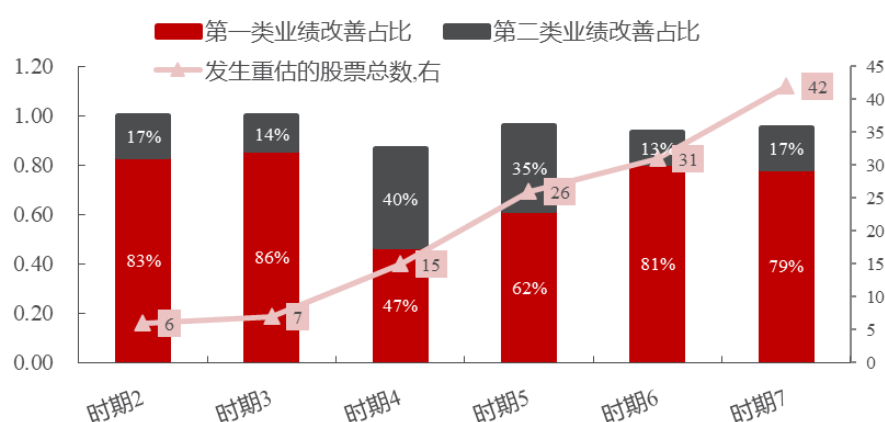
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 变化的时代与“重估”的机遇

3.1 “重估”催化剂之一：业绩大幅改善

在对时期 2 到时期 7 中发生“重估”的个股进行深入分析后，我们发现业绩的大幅改善可能是股价得到重估的一个必要条件。这种业绩改善可能表现为两种形式：一类是在股价重估至阶段性高点时，业绩已经较其股价最低点实现了较大程度的改善，**即涨幅的盈利贡献为正或公司实现扭亏或减亏**；另一类则是仍存在于预期之中、仍未实现的业绩改善，**即市场对当年的盈利一致预测增速明显高于最近一期已披露的年度报表利润增速，或最近一期已披露的年度报表利润增速极低，可能已经代表了业绩底**。根据我们的统计，在时期 2、时期 3、时期 6、时期 7 中，重估个股有高于或接近 80% 的比例都出现了第一类业绩改善，剩余的占比不足 20% 的个股也大部分都出现了第二类业绩改善，少数的例外具备下文中的催化剂二、三；在时期 4、时期 5 中，重估个股实现第一类业绩改善的比例较低，分别为 47% 和 52%，但若将第二类业绩改善考虑进去，则实现业绩改善的个股占比可以提升至 87% 和 96%。

图18：时期 2-时期 7 中，发生重估的股票绝大多数出现业绩改善（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院 注：具体划分方式见正文

3.2 “重估”催化剂之二：与当期重大主题强相关

业绩改善这一单一变量确实无法完全解释部分个股的“重估”，例如时期 4 到时期 7 这四个时间段中，都有得到重估的个股却未出现任何一类业绩改善的情况。因此我们对上述的“例外”进行了个例研究，**能够发现的是这些未发生业绩改善的个股，其实很大程度上是乘上了当期重大主题的“东风”**，我们统计了当期重估个股所涉及的概念主题，并将重复出现次数最多的概念主题列在表 2 中。在时期 4 中未发生业绩改善却得到重估的个股国脉文化、东山精密都属于“TMT”主题；在时期 5 中未发生业绩改善却得到重估的个股中天金融属于“融资融券标的”；在时期 6 中未发生业绩改善却得到重估的个股广宇发展、横店东磁分别涉及的概

念是标普道琼斯中国、国家队；时期 7 中未发生业绩改善却得到重估的个股朗姿股份、大港股份分别涉及的热门概念是行业龙头、TMT。

表2：时期 4-时期 7 的重大主题

时期	重大主题
时期 4：2012.12.4-2014.5.21	TMT、移动互联网
时期 5：2014.5.21-2016.1.17	融资融券标的、TMT、央企大盘
时期 6：2016.1.18-2018.10.19	标普道琼斯中国、TMT、地方国企、国家队、龙头
时期 7：2018 年以来	纳入富时罗素、标普道琼斯中国、陆股通重仓、纳入 MSCI、行业龙头、TMT

资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 “重估”催化剂之三：剥离拖累的资产，开拓第二增

长曲线

在解释个股被“重估”的契机时，不能忽略的一点则是在前文中提到的“第二增长曲线”，在不少得到“重估”的个股都是通过资本化运作的方式扩展或改变了上市公司的主业，使其通过新的增长点吸引到投资者的关注。

表3：101 只“十分之一”股在其重估前所进行的业务剥离或开拓明细

证券代码	证券简称	重估时期	业务剥离或开拓
000758.SZ	中色股份	2008-2012 年	剥离亏损的电力、煤炭业务，海外资源扩张（稀土）
000829.SZ	天音控股	2012-2014 年	原主业为手机分销，拓展移动互联网应用和移动通讯服务转售
300002.SZ	神州泰岳	2012-2014 年	原主业是“飞信”服务，收购游戏厂商打开第二增长曲线
002416.SZ	爱施德	2012-2014 年	原主业智能手机分销，收购互联网平台公司打开第二增长曲线
600499.SH	科达制造	2012-2014 年	原主业陶瓷制造，后收购清洁能源公司
600299.SH	安迪苏	2014-2016 年	由工业硅转型为动物营养品
002137.SZ	实益达	2014-2016 年	由电子 EMS 制造转型数字营销
000150.SZ	*ST 宜康	2014-2016 年	房地产开发转型网络医院
300001.SZ	特锐德	2014-2016 年	通过收购川开电气进入汽车充电领域
600298.SH	安琪酵母	2016-2018 年	拓展酵母提取物
300003.SZ	乐普医疗	2016-2018 年	大量并购丰富产品线，心血管器械、药品；
002612.SZ	朗姿股份	2018 年以来	原主业女装，后通过参股和收购电商平台、医美标的实现“泛时尚”战略
000707.SZ	双环科技	2018 年以来	聚焦主业，剥离亏损房地产业务
002291.SZ	遥望科技	2018 年以来	原主业女鞋，后收购遥望科技逐步转型为泛时尚运营平台

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 潜在的“逆袭”，池塘里的石子

从本文研究的时间起点 2000 年至今，有许多股票都经历了成为本文研究对象的前两步：（1）在某一时期涨幅超过 50% 个股或上涨时长超过 50% 个股；（2）在达到这一时期的股价高点后下跌幅度超过 90% 个股。但它们距离“逆袭”仍有一步之遥，这一步的差距可能在于缺乏第 2 节中所讨论的“三要素”，或者仅仅因为第 3 节中总结出的“催化剂”仍不具备。

但当下，这些“沉淀在池塘中的石子”因几点原因更值得关注：**首先，2014 年以来 A 股成长性系统性下行的背景并未扭转，“新不如旧”的背景下“捡石头”或许是未来必不可少的一项投资工作；其次，2018 年以来供给端的持续改善已经在诸多曾经的“旧世界”行业中发生，而不少产业也在经历周期的低谷，等待重新上行；最后，2023 年以来市场对“中特股”和“数字经济”的探讨热烈，似乎已经形成了这一时代的不可忽视的两大重要主题，而这也如过去的许多“重大主题”一样将为个股的“重估”带来催化。**

因此，我们按照“重估”催化剂的要求³，在与“十分之一”型股票仅一步之遥的个股样本中，筛选了一些潜在的“逆袭”标的，这些“石子”也许会如同本文分析的样本标的一样，迎来重估时刻并带来可观回报。

表4：具备催化剂的潜在“逆袭”标的

证券代码	证券简称	所属一级行业	所属二级行业	当前股价/历史最高价	市值(亿元)	市盈率十年分位数	业绩改善	具备的催化剂		
								热门概念	并购重组	机构覆盖数
000960.SZ	锡业股份	有色金属	小金属	21.8%	233.4	11.59	1	1	1	3
601600.SH	中国铝业	有色金属	工业金属	9.0%	919.9	18.61	1	1	1	6
601168.SH	西部矿业	有色金属	工业金属	19.1%	267.4	6.35	1	1	1	2
300677.SZ	英科医疗	医药生物	医疗器械	15.7%	165.3	37.33	1	1	0	1
300601.SZ	康泰生物	医药生物	生物制品	21.3%	365.5	33.09	1	1	0	12
300841.SZ	康华生物	医药生物	生物制品	21.7%	127.8	25.04	1	1	0	6
688185.SH	康希诺	医药生物	生物制品	15.4%	302.3	—	0	1	0	1
300199.SZ	翰宇药业	医药生物	化学制药	22.4%	102.3	93.97	1	1	0	1
600200.SH	江苏吴中	医药生物	化学制药	19.5%	58.4	—	1	0	0	7
002570.SZ	贝因美	食品饮料	饮料乳品	15.2%	50.9	40.89	1	1	0	5
300783.SZ	三只松鼠	食品饮料	休闲食品	21.9%	78.9	78.79	1	0	0	4
600158.SH	中体产业	社会服务	体育	23.6%	89.5	73.00	1	1	0	1
600880.SH	博瑞传播	社会服务	教育	24.8%	64.9	80.95	1	1	0	1
002607.SZ	中公教育	社会服务	教育	11.5%	310.2	—	1	1	0	7
603708.SH	家家悦	商贸零售	一般零售	25.7%	75.3	—	1	0	1	14
600811.SH	东方集团	商贸零售	贸易	12.4%	92.2	—	1	0	0	1

³ 筛选方法：（1）筛选 2000 年 1 月 1 日以来，满足脚注 1 中（1）、（2）、（4）的个股；（2）在这些个股中，判断其历史最高股价日的估值与当前估值的差异，若两个时刻估值均大于零，且当前估值高于历史最高股价日估值，则要求有业绩改善预期（未来一期盈利预测相对最近一期年报扭亏或 EPS 正增长），若当前估值小于历史最高股价日估值，则要求有业绩改善预期或热门概念（个股所属热门概念大于等于 2 个）、并购重组预期（个股最新一期财务报告中发生了重组费用或存在并购后备考估值）；若当前估值小于 0，历史最高股价日估值大于 0，则要求盈利能够扭亏；若历史最高股价日估值小于 0，则要求有热门概念或并购重组预期。

证券代码	证券简称	所属一级行业	所属二级行业	当前股价/历史最高价	市值(亿元)	市盈率十年分位数	业绩改善	具备的催化剂 热门概念	并购重组	机构覆盖数
002798.SZ	帝欧家居	轻工制造	家居用品	18.4%	30.9	——	1	0	0	2
603166.SH	福达股份	汽车	零部件	18.0%	42.2	72.02	1	1	0	3
601500.SH	通用股份	汽车	零部件	17.5%	54.9	94.68	1	0	0	2
300132.SZ	青松股份	美容护理	化妆品	25.4%	35.7	——	1	0	0	7
002713.SZ	东易日盛	建筑装饰	装修装饰	25.5%	33.5	——	1	0	0	2
300348.SZ	长亮科技	计算机	软件开发	24.3%	90.7	47.80	1	1	0	4
300766.SZ	每日互动	计算机	软件开发	22.7%	67.4	88.14	1	1	0	2
603528.SH	多伦科技	计算机	软件开发	22.2%	50.6	——	1	0	0	1
300248.SZ	新开普	计算机	设备	21.7%	53.7	55.86	1	1	0	2
000555.SZ	神州信息	计算机	IT 服务	21.6%	130.7	49.54	1	1	0	3
300440.SZ	运达科技	计算机	IT 服务	20.1%	35.8	60.33	1	1	0	1
300168.SZ	万达信息	计算机	IT 服务	13.5%	151.7	——	1	1	0	2
300448.SZ	浩云科技	计算机	IT 服务	21.3%	41.9	100.00	1	0	0	1
002073.SZ	软控股份	机械设备	专用设备	23.5%	67.0	16.82	0	1	0	2
601766.SH	中国中车	机械设备	轨交设备	18.4%	1,747.8	48.50	1	1	1	4
002625.SZ	光启技术	国防军工	航空装备	24.2%	365.4	20.86	1	1	0	3
600150.SH	中国船舶	国防军工	航海装备	18.5%	1,114.5	11.95	1	1	0	6
601718.SH	际华集团	纺织服饰	服装家纺	12.8%	145.8	100.00	1	0	0	1
002055.SZ	得润电子	电子	消费电子	12.6%	58.0	——	1	1	0	1
002456.SZ	欧菲光	电子	光学光电	19.8%	167.5	——	1	1	0	1
603160.SH	汇顶科技	电子	半导体	15.1%	266.4	100.00	1	1	0	1
600537.SH	亿晶光电	电力设备	光伏设备	24.6%	83.5	——	1	1	0	5
300444.SZ	双杰电气	电力设备	电网设备	15.5%	39.0	——	1	0	0	1
603026.SH	胜华新材	电力设备	电池	23.5%	165.5	0.21	1	1	0	5
000681.SZ	视觉中国	传媒	数字媒体	23.3%	119.2	75.46	1	1	0	4
600556.SH	天下秀	传媒	广告营销	24.2%	161.1	26.97	1	1	0	7

资料来源：Wind，民生证券研究院 注：当前股价指 2023 年 3 月 23 日收盘价，市盈率为负值的个股，分位数不显示，催化剂下的“1”和“0”代表存在该项催化剂和不存在该项催化剂。

5 风险提示

- 1) **历史规律不代表未来：**本文通过复盘和统计个股历史规律的方法不一定能够归纳出未来事情发展的确切走向。
- 2) **个股具有不可忽视的异质性特征：**个股之间存在难以完全准确度量的差异，这些差异可能造成了市场表现的不同。

插图目录

图 1: 根据阶段性高低点, 将 A 股时期划分为 7 个区间	3
图 2: 101 只符合筛选标准的“重估”股票明细	4
图 3: 2014 年-2016 年这一区间及之后, 涨幅靠前 10% 的个股是“十分之一”型股票的概率显著提升	5
图 4: 2014 年之后, 成长股的成长因子快速下行 (右轴单位: %)	5
图 5: 在各个区间跌幅前 10% 和涨幅前 10% 的股票只数矩阵	6
图 6: 在各个区间跌幅前 10% 和涨幅前 10% 的股票只数矩阵	7
图 7: 区间日均换手率越高、区间涨跌幅越高的时期, 重估发生率也越高	7
图 8: 2008-2012 年间出现的“十分之一”型股票估值盈利贡献拆分, 在上涨阶段均有盈利贡献, 而下跌往往由盈利证伪开启	9
图 9: 2008-2012 年, 消费电子领域的智能手机换机潮 (出货量同比增速) 达峰后下行	10
图 10: 2008-2012 年这一区间里通信经历了 2G、3G 最高速增长, 2G 用户数从 2012 年末达峰下行	10
图 11: 2008-2012 年运营商资本开支高位回落至低谷	10
图 12: 风电、光伏装机增速分别在 2009、2011 年达峰下行	11
图 13: 2009 年 Q2 基建投资增速的回落标志着主导“旧经济”的宏观需求扩张政策退坡	11
图 14: 供给端出清, 2016 年起中国工业产能利用率快速回升	12
图 15: 需求端回升, 2017-2018 年间, 光伏及风电新增装机规模增速陆续触底回升	12
图 16: 2012-2014 年时“旧经济”萎缩而“新经济”未能接力的状况, 在 2016-2018 年得到改善	13
图 17: 2016 年起, 中国出口增速迎来次贷危机后首次持续性的上行	13
图 18: 时期 2-时期 7 中, 发生重估的股票绝大多数出现业绩改善 (单位: %)	15

表格目录

表 1: 2014-2016 年打造或转移至“第二增长曲线”的个股明细	14
表 2: 时期 4-时期 7 的重大主题	16
表 3: 101 只“十分之一”股在其重估前所进行的业务剥离或开拓明细	16
表 4: 具备催化剂的潜在“逆袭”标的	17

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026