2021 年 02 月 21 日

美股中没有“答案”

——投资策略周报

策略研究团队

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

相关研究报告

《投资策略专题-中小市值的现象与本质》-2021.2.18

《投资策略周报-新年也要开新局》-2021.2.17

《投资策略专题-没有合力的市场——资金跟踪系列之四》-2021.2.16

● **寻找“核心资产”的收益率之锚**

面对“核心资产”的调整，市场对于机构抱团是否松动的讨论也开始变得更加多元化。我们的观点是，投资本是主观对于客观世界的映照，核心资产的抱团是上述因素的共同结果，而上述因素在当下都出现了重要变化，投资者可以参考我们此前周报与专题。本期我们希望与市场交流的是，当下部分投资者认为核心资产的估值扩张有望延续，原因是：参考美股历史上出现较长时间的机构投资者抱团龙头与龙头战胜市场的历史，A 股机构投资者“拥抱”行业龙头也才不到 5 年时间；而中美龙头都具有优质赛道、高 ROE 的特性。宏观历史对比与微观个股分析其实同样讲求“第一性原理”，我们的视角将从股票的长期收益来源 ROE 出发，寻找龙头收益率的历史之锚，如此理解美国股市或能带给我们更好的启示。

● **中美龙头的收益率来源大相径庭**

如果我们从 ROE 和收益率视角出发，会发现中美两个市场中的龙头的定价逻辑截然不同：**美股龙头**过去长期稳定的高 ROE 被市场逐步认可，通过二级市场买入、公司回购等因素，逐步让长期收益率追赶上长期 ROE，一二级股东的收益率正在逐步被拉平；**A 股龙头**的核心资产地位被 A 股投资者不断认可，长期的美好愿景因为“优质资产的稀缺”等逻辑被提前计入资产价格，特别在机构化、北上资金涌入与居民入市等结构性因素下，配合宽松的流动性环境，长期的价值被极大发现。两地抱团龙头，都有其内在合理性，但逻辑不同显而易见：一个是对过去的纠偏，一个是对未来的提前兑现。

● **答案至少是“扩散”，寻找“新共识”**

美国的龙头抱团史的背后还是收益率向 ROE 水平的回归，ROE 仍然是收益率之锚。在收益率已经超跑自身长期 ROE 水平后，部分 A 股核心资产的上涨需要找到借鉴美股以外更多的理由。有意思的是，A 股部分周期类龙头反倒是在收益率与 ROE 关系上具有美股龙头股的特征，未来走势或跟随收益率之锚。值得注意的是，历史上在宏观环境（增长与贴现率）变化后，美股的龙头扩散也基本上遵循了上述两种路径：一种是龙头内部的扩散，即绝对的一线龙头向二三线龙头扩散；第二种是不同类别资产之间的龙头扩散，比如从科技消费转向周期。而上述两种扩散往往发生在美国国债利率大幅上行的时期。

● **极致的分化才刚刚开始，应积极调整布局**

投资是科学与艺术的结合，我们当下无法对艺术部分给出更多的建议，有关人性的判断我们决定交还给投资者自身。当然我们至少不建议押注在估值继续扩张一边。我们的配置建议与此前的观点并无二致：投资者应该充分重视全球经济复苏带来的再通胀的两面性，追求风险调整后的收益。具体的配置建议，请参考我们此前周报《新年也要开新局》。

● **风险提示：**测算误差；流动性超预期宽松；全球经济复苏不及预期。

目 录

1、 美股：长期收益率追赶 ROE 3
2、 中美龙头溢价：长期透支 VS 长期追赶 4
3、 龙头扩散：贴现率 VS 盈利增长 8
4、 当下的变化应该在配置上给予充分重视 10
5、 风险提示 11

图表目录

图 1： 美股主要指数和行业（除了金融和房地产）也从未有过连续三年出现过当年的收益率领跑 ROE 的情况发生 ..4
图 2： 从各个指数可测区间来看，美股长期收益率仍在追赶 ROE 4
图 3： 茅指数累计年化 ROE 长期维持在 20%以上 5
图 4： 美股龙头累计年化 ROE 中位数约 13%左右 5
图 5： A 股茅指数的年化收益率远远超过了年化 ROE 5
图 6： 美股龙头的年化收益率还在追赶 ROE 5
图 7： 大部分行业龙头的年化收益率-年化 ROE（即透支程度）都要比对应一级行业的要高 6
图 8： 历史上大部分 A 股龙头未实现收益率持续透支 ROE 7
图 9： 2007 年以来，龙头占优在美股确实存在，但大部分美股龙头的年化收益率也没有能够超跑年化 ROE 7
图 10： 美股龙头也并非一直持续透支 8
图 11： 长期高增长或稳定增长的资产对贴现率更为敏感 9
图 12： 美股龙头内部也会出现扩散，往往发生在美国国债利率大幅上行的时期 9
图 13： 美股不同行业之间的龙头也存在扩散的现象，往往也发生在美国国债利率上行时期 9
图 14： 近期 A 股的茅指数和美股的 FAAMG 出现了明显的调整 10
图 15： 近期 A 股的大盘价值和中小盘以及美股的中小盘表现较好 10
图 16： 2020 年 12 月以来北上资金在北上与公募的共同重仓股上的净买入行为开始“动摇”，并逐步净卖出公募的长期重仓股 10
图 17： 近期长期美债收益率大幅上行，导致实际利率也大幅上行 10

近期以 A 股的大盘成长股/茅指数和美股的科技龙头为代表的“核心资产”出现了明显的调整，背后的原因其实我们此前的报告中已经多次强调：全球经济复苏下的再通胀将会给名义利率带来很大的上行压力，这对于前期极致风格下“好又贵”的资产而言是十分不利的。而近期美债实际利率的大幅上行加剧了上述压力。

面对“核心资产”的调整，市场对于机构抱团是否松动甚至瓦解的讨论也开始变得更加多元化。投资本是主观对于客观世界的理解，对于投资者理念的变化、对于基本面出现的边际变化，我们在最新的周报与专题中已经做了充分讨论。我们对于市场风格与配置的建议暂无更新。在与市场的沟通中，我们发现了一类与美国对比从而指导当下投资的思路，即部分投资者认为，参考美股历史上机构投资者抱团龙头的行为，A 股机构投资者“拥抱”行业龙头也才不到 5 年时间；而且抱团龙头的背后逻辑其实在于看中龙头长期而又稳定的高 ROE 水平。因此他们认为短期的扰动不足以撼动 A 股机构抱团的长期趋势。

在当下以自下而上为主导的市场，投资者在个股挖掘时已经深刻理解了“第一性”原理，但是在宏观问题上有时候却往往忽视了这一点。作为策略分析师，我们将本周的目光聚焦于上述问题，试图理解背后的驱动，找到真正对于 A 股有意义的借鉴。

1、 美股：长期收益率追赶 ROE

此前我们在报告《回归 ROE——2021 年“新共识”系列（一）》中重点分析了 A 股的收益率与 ROE 之间的关系，核心的结论是：

（1）**从长期来看股票的年化收益率总是会向其年化 ROE 回归**；但各个行业均存在不同程度的 ROE 回归情况，而且动态回归过程存在明显的分化：**消费科技更喜欢“抢跑”，而金融周期明显滞后**。

（2）**从短期来看，主要指数以及绝大部分行业从未有过连续三年出现过当年的收益率领跑 ROE 的情况发生**。

既然投资者把美股看起来的“龙头抱团”用 ROE 的原因去解释，我们也同样从 ROE 入手，我们通过研究美股发现，美股基本上也满足上述两个规律，但与 A 股存在两个重要的差异：

（1）**美股长期收益率仍在追赶 ROE，还未“透支”**；然而 A 股的部分行业已经明显大幅透支了未来的增长预期；

（2）**美股行业中长期收益率追赶 ROE 速度较快的反而集中在周期行业（房地产、材料），科技和消费相对慢一些**。背后有一个可以讨论的原因是，在我们可得数据区间前曾是美股科技股的估值扩张行情，这导致了后期有大量的“还账”的需求，而经济转型后，部分周期性行业龙头的价值开始被重新定价。

图1：美股主要指数和行业（除了金融和房地产）也从未有过连续三年出现过当年的收益率领跑 ROE 的情况发生

当年收益率-当年ROE	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	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	2020-12-31
标普500能源	-1.42%	-5.72%	7.39%	-53.03%	1.91%	1.83%	-17.71%	-15.14%	7.75%	-22.31%	-19.67%	26.19%	-9.78%	-30.72%	4.93%	-12.17%
标普500材料	-3.99%	0.55%	3.89%	-43.53%	40.32%	3.54%	-26.72%	-0.77%	11.00%	-7.82%	-13.84%	7.02%	8.12%	-29.28%	14.68%	12.35%
标普500工业	-16.52%	-8.03%	-9.54%	-53.70%	5.69%	7.95%	-21.44%	7.90%	33.25%	-11.49%	-24.35%	-3.90%	-2.08%	-33.37%	4.77%	1.99%
标普500非必需消费	-23.87%	6.31%	-26.61%	-38.81%	24.82%	9.20%	-17.25%	18.65%	38.26%	-9.28%	-13.27%	-19.07%	-1.16%	-5.54%	3.87%	22.30%
标普500必需消费	-17.72%	-10.95%	-9.75%	-39.20%	-10.87%	-13.67%	-11.39%	-14.38%	0.36%	-8.23%	-18.01%	-20.11%	-12.90%	-28.89%	8.06%	-12.42%
标普500医疗	-19.34%	-13.92%	-12.15%	-42.82%	-4.74%	-14.53%	-7.04%	-2.46%	20.25%	4.88%	-12.82%	-23.08%	6.15%	-14.10%	-4.14%	-4.06%
标普500金融	-8.94%	-0.88%	-33.06%	-50.20%	12.60%	3.96%	-26.14%	19.05%	24.71%	4.86%	-12.42%	11.80%	11.69%	-24.06%	16.54%	-11.35%
标普500信息技术	-18.79%	-13.19%	-4.27%	-61.31%	43.89%	-15.69%	-23.66%	-7.40%	3.96%	-2.52%	-16.76%	-8.30%	17.69%	-28.88%	20.71%	16.14%
标普500通信设备	-20.00%	23.47%	-0.54%	-43.93%	-6.34%	0.80%	-2.54%	8.03%	-7.61%	-11.56%	-23.34%	1.82%	-37.69%	-30.15%	20.43%	17.66%
标普500公共事业		5.41%	3.81%	-43.96%	-3.49%	-9.80%	4.26%	-9.88%	0.82%	15.43%	-14.74%	6.90%	0.04%	-9.25%	11.54%	-10.38%
标普500房地产				-54.79%	18.58%	24.38%	1.94%	10.36%	-8.35%	19.04%	-6.80%	-10.12%	-1.26%	-14.40%	14.99%	-10.60%
标普500							-14.30%	0.27%	15.09%	-2.28%	-12.64%	-2.98%	5.93%	-20.97%	13.56%	5.01%
道琼斯工业指数	-19.49%	-4.48%	-14.51%	-52.68%	1.87%	-7.75%	-14.03%	-12.15%	7.95%	-11.75%	-21.10%	-4.81%	6.54%	-28.49%	-1.55%	-15.30%
纳斯达克指数	-17.88%	-1.36%	-2.24%	-46.82%	35.18%	2.59%	-15.76%	3.25%	20.84%	-0.03%	-6.40%	-4.01%	14.21%	-17.11%	21.55%	25.60%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注释：红色底色代表当年收益率-当年 ROE＞0，绿色底色代表＜0。限于数据的可得性，不同指数的分析区间不一致。

图2：从各个指数可测区间来看，美股长期收益率仍在追赶 ROE

指数	年化收益率	年化ROE	透支程度（年化收益率-年化ROE）	动态回归迷你图
标普500信息技术	12.88%	21.71%	-8.82%	
标普500	11.56%	13.48%	-1.91%	
标普500非必需消费	10.11%	13.76%	-3.65%	
标普500医疗	8.66%	18.49%	-9.83%	
纳斯达克指数	8.61%	13.19%	-4.58%	
标普500必需消费	6.97%	21.22%	-14.25%	
道琼斯工业指数	6.74%	19.79%	-13.05%	
标普500材料	6.15%	9.59%	-3.45%	
标普500工业	6.12%	15.43%	-9.31%	
标普500公共事业	4.72%	9.25%	-4.53%	
标普500通信设备	3.44%	11.62%	-8.17%	
标普500房地产	3.14%	6.77%	-3.63%	
标普500金融	1.11%	8.06%	-6.95%	
标普500能源	-0.05%	10.23%	-10.29%	

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：不同指数由于数据可得性测算的区间不一样；动态回归迷你图表示的是累计年化收益率-累计年化 ROE 的时间序列。

2、 中美龙头溢价：长期透支 VS 长期追赶

映射到抱团龙头同样所看重的 ROE 上，我们发现同样地 A 股的龙头在长期享受“抢跑”给予的溢价，而美股龙头反而长期仍处于追赶 ROE 的状态。在长期收益率向 ROE 回归的分析框架下，**理论上年化 ROE 高的资产长期来看应当享受更高的年化收益率（只不过不同的资产回归的速度不一样），而我们发现对于龙头而言更是如此，**这也是 A 股与美股两个市场投资者共同“抱团龙头”的逻辑共识。但我们发现 A 股、美股最大的不同在于：长周期视角看，**A 股的茅指数一直处于收益率透支 ROE 的状态，而美股龙头（二级行业营收第一个股）的年化收益率还在追赶历史上留下的 ROE 回报。**

因此，我们从数据上看出了两个市场投资者买入龙头逻辑的不同：

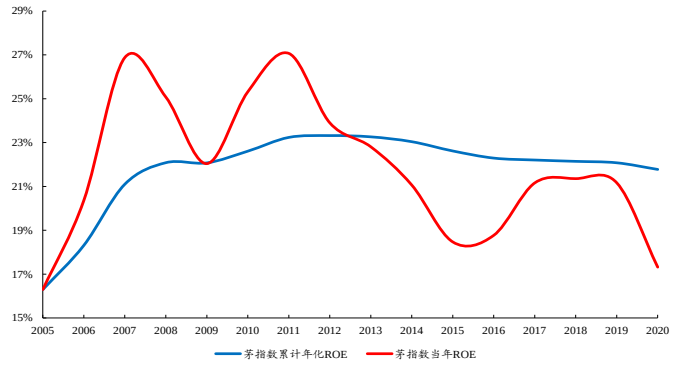
美股龙头过去长期稳定的 ROE 被市场逐步认可，通过二级市场买入、公司回购等因素，逐步让长期收益率追赶上长期 ROE，一二级股东的收益率正在逐步被拉平。

A 股龙头的核心资产地位被 A 股投资者不断认可，长期的美好愿景因为“优质资产的稀缺”等逻辑被提前计入资产价格。特别是在机构化、北上资金涌入与居民入市等结构性因素下，配合宽松的流动性环境，龙头的长期价值被极大发现。

两地抱团龙头，没有对错。但是，**逻辑不同显而易见：一个是对过去的纠偏，一**

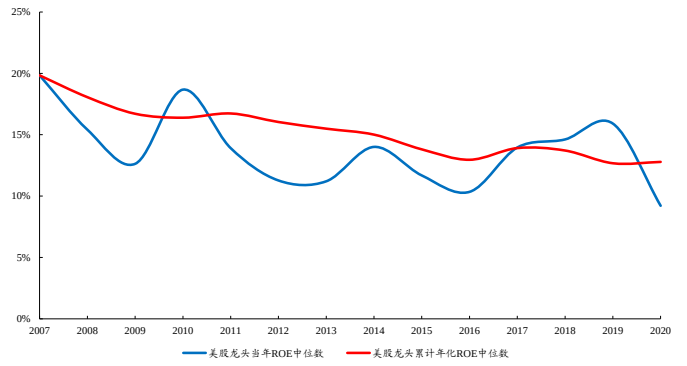
个是对未来的提前兑现。因此，不能简单类比。有意思的是，中国周期类龙头反倒是某种程度具有美股龙头股的特征。关于中国周期类龙头的成长性重构请参见我们此前报告《还周期以成长，看金融以当下》。

图3：茅指数累计年化 ROE 长期维持在 20%以上



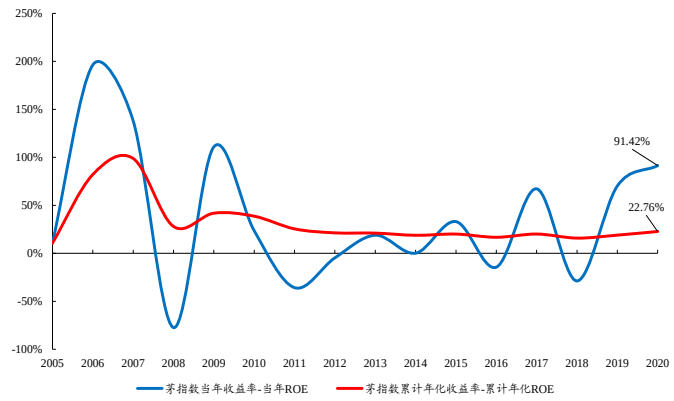
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：美股龙头累计年化 ROE 中位数约 13%左右



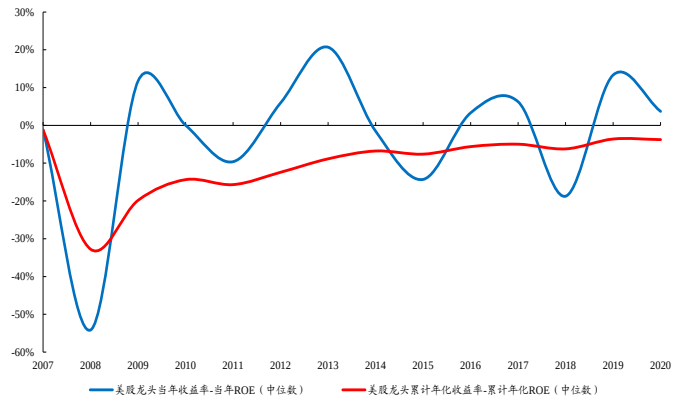
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：由于美股个股数据可得性原因，此处数据从 2007 年起始。

图5：A 股茅指数的年化收益率远远超过了年化 ROE



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美股龙头的年化收益率还在追赶 ROE



数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到个股层面来看，我们发现龙头之间的差异化也十分明显。以 A 股的茅指数成分股为研究对象，我们可以得到以下几点关于 A 股龙头收益率与 ROE 之间的关系：

第一，大部分行业龙头的年化收益率都要高于对应行业的年化收益率，年化 ROE 亦是如此；

第二，大部分行业龙头的年化收益率-年化 ROE（即透支程度）都要比对应一级行业的要高，仅有海尔智家、格力电器、万华化学、中国平安、海康威视以及中芯国际的要低；即龙头估值溢价明显扩张。

第三，上市日期越近的龙头其年化收益率基本上也越高，透支程度也越高；

第四，仅从历史上当年收益率-当年 ROE 的视角来看，大部分龙头也很难实现收益率持续透支 ROE。2021 之后的投资世界是否和历史不一样，不得而知。

图7：大部分行业龙头的年化收益率-年化 ROE（即透支程度）都要比对应一级行业的要高

代码	简称	所属行业	上市日期	年化收益率	与对应行业年化收益率之差	年化ROE	与对应行业年化ROE之差	年化收益率-年化ROE	与对应行业年化收益率-年化ROE之差
600690.SH	海尔智家	家用电器	1993-11-19	24.89%	3.74%	20.08%	7.04%	4.82%	-3.30%
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	1994-05-09	39.11%	14.48%	27.14%	9.61%	11.96%	4.88%
600887.SH	伊利股份	食品饮料	1996-03-12	29.71%	5.08%	15.35%	-2.18%	14.35%	7.27%
600763.SH	通策医疗	医药生物	1996-10-30	36.75%	18.02%	18.26%	7.31%	18.49%	10.71%
000651.SZ	格力电器	家用电器	1996-11-18	35.63%	14.48%	29.88%	16.84%	5.76%	-2.36%
000661.SZ	长春高新	医药生物	1996-12-18	41.10%	22.37%	15.93%	4.98%	25.17%	17.39%
000858.SZ	五粮液	食品饮料	1998-04-27	32.46%	7.83%	21.04%	3.50%	11.42%	4.33%
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	2000-10-18	40.95%	22.22%	22.86%	11.92%	18.08%	10.30%
600309.SH	万华化学	化工	2001-01-05	27.35%	18.01%	30.74%	20.76%	-3.39%	-2.75%
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	2001-08-27	41.15%	16.53%	33.13%	15.60%	8.02%	0.93%
600585.SH	海螺水泥	建筑材料	2002-02-07	23.57%	9.53%	18.76%	7.20%	4.81%	2.32%
600036.SH	招商银行	银行	2002-04-09	21.24%	8.92%	19.77%	1.98%	1.47%	6.94%
600436.SH	片仔癀	医药生物	2003-06-16	36.80%	18.07%	19.32%	8.37%	17.48%	9.71%
600031.SH	三一重工	机械设备	2003-07-03	33.04%	20.22%	22.27%	12.61%	10.77%	7.61%
600900.SH	长江电力	公用事业	2003-11-18	12.82%	7.95%	13.94%	4.93%	-1.12%	3.02%
601318.SH	中国平安	非银金融	2007-03-01	11.51%	-2.22%	16.68%	4.32%	-5.17%	-6.54%
002241.SZ	歌尔股份	电子	2008-05-22	29.09%	16.73%	17.81%	13.59%	11.28%	3.14%
002271.SZ	东方雨虹	建筑材料	2008-09-10	37.85%	23.81%	19.12%	7.57%	18.73%	16.24%
601888.SH	中国中免	休闲服务	2009-10-15	34.81%	15.89%	17.32%	8.90%	17.49%	6.99%
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	2009-10-30	36.45%	17.73%	16.66%	5.71%	19.79%	12.01%
300014.SZ	亿纬锂能	电气设备	2009-10-30	34.00%	17.43%	15.23%	5.08%	18.77%	12.35%
002352.SZ	顺丰控股	交通运输	2010-02-05	22.73%	18.29%	11.51%	2.71%	11.21%	15.59%
300059.SZ	东方财富	非银金融	2010-03-19	33.84%	20.11%	9.23%	-3.13%	24.61%	23.24%
002415.SZ	海康威视	电子	2010-05-28	25.77%	13.41%	30.92%	26.70%	-5.15%	-13.29%
002475.SZ	立讯精密	电子	2010-09-15	42.00%	29.64%	17.62%	13.40%	24.38%	16.24%
300122.SZ	智飞生物	医药生物	2010-09-28	28.79%	10.06%	17.56%	6.62%	11.22%	3.44%
300124.SZ	汇川技术	电气设备	2010-09-28	28.94%	12.37%	18.07%	7.92%	10.87%	4.45%
002594.SZ	比亚迪	汽车	2011-06-30	22.78%	9.47%	5.60%	-1.25%	17.18%	10.72%
601100.SH	恒立液压	机械设备	2011-10-28	31.94%	19.12%	11.99%	2.33%	19.96%	16.80%
601012.SH	隆基股份	电气设备	2012-04-11	52.85%	36.28%	14.57%	4.41%	38.28%	31.87%
000333.SZ	美的集团	家用电器	2013-09-18	34.64%	13.49%	25.76%	12.73%	8.88%	0.76%
002714.SZ	牧原股份	农林牧渔	2014-01-28	61.64%	47.79%	27.43%	19.75%	34.21%	28.04%
603288.SH	海天味业	食品饮料	2014-02-11	46.21%	21.59%	33.09%	15.55%	13.12%	6.03%
603899.SH	晨光文具	轻工制造	2015-01-27	46.72%	38.03%	24.63%	17.58%	22.09%	20.45%
603501.SH	韦尔股份	电子	2017-05-04	118.92%	106.55%	14.08%	9.86%	104.84%	96.69%
603259.SH	药明康德	医药生物	2018-05-08	104.64%	85.91%	14.00%	3.05%	90.64%	82.86%
300750.SZ	宁德时代	电气设备	2018-06-11	113.50%	96.93%	11.74%	1.59%	101.76%	95.35%
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	2018-10-16	83.09%	64.37%	29.72%	18.77%	53.38%	45.60%
688111.SH	金山办公	计算机	2019-11-18	80.45%	65.81%	11.64%	2.43%	68.82%	63.37%
688981.SH	中芯国际-U	电子	2020-07-16	-30.35%	-42.72%	3.49%	-0.73%	-33.84%	-41.98%
300999.SZ	金龙鱼	农林牧渔	2020-10-15	93.43%	79.58%	8.95%	1.27%	84.48%	78.31%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：与行业之差底色为粉红色的代表其中的负值；为与行业指数测算区间保持一致，个股的测算时间区间起点最早为 2005 年，最晚为 2020 年。

图8：历史上大部分 A 股龙头未实现收益率持续透支 ROE

代码	简称	所属行业	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	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	2020-12-31
000568.SZ	泸州老窖	白酒	57.19%	468.42%	160.45%	-100.99%	75.94%	-37.80%	-52.65%	-54.15%	-72.46%	-0.57%	22.53%	6.68%	84.45%	-58.79%	91.54%	138.44%
600887.SH	伊利股份	乳制品	50.50%	151.82%	11.64%	-19.08%	210.22%	24.20%	-28.56%	-16.94%	52.38%	-11.28%	-7.07%	-15.95%	64.15%	-51.55%	12.82%	22.48%
600436.SH	片仔癀	中成药	38.37%	51.34%	64.73%	-68.61%	96.08%	66.70%	-20.11%	21.87%	-25.13%	-21.87%	81.53%	-15.69%	17.53%	12.65%	3.86%	123.24%
600519.SH	贵州茅台	白酒	26.62%	313.53%	123.88%	-91.48%	23.92%	-21.43%	-23.52%	-35.17%	-75.99%	34.98%	2.39%	32.01%	78.94%	-48.67%	70.36%	41.53%
600585.SH	海螺水泥	水泥	12.18%	238.05%	116.58%	-78.93%	80.48%	0.93%	-49.29%	7.00%	-24.35%	15.03%	-31.47%	-9.42%	58.04%	-26.21%	68.39%	-24.40%
600276.SH	恒瑞医药	化学制剂	4.64%	241.31%	102.20%	-42.23%	35.07%	12.27%	-48.75%	-10.02%	17.74%	-12.38%	46.33%	-11.81%	59.17%	-23.62%	75.75%	31.46%
600309.SH	万华化学	聚氨酯	4.21%	142.14%	74.54%	-107.91%	125.10%	-46.14%	-38.77%	-3.89%	5.57%	-14.04%	-31.71%	-5.81%	62.38%	-57.94%	84.59%	49.02%
600036.SH	招商银行	全国性股份制银行Ⅲ	3.53%	205.49%	118.68%	-97.55%	72.65%	-46.63%	-29.38%	-4.62%	-37.45%	42.86%	-4.61%	-14.47%	54.60%	-26.12%	37.01%	5.61%
600031.SH	三一重工	工程机械Ⅲ	-1.69%	361.79%	213.13%	-86.42%	134.97%	27.25%	-68.61%	-40.10%	-49.63%	55.74%	-34.41%	-8.02%	40.58%	-27.87%	78.95%	81.67%
000858.SZ	五粮液	白酒	-3.01%	256.55%	162.63%	-87.95%	112.73%	-17.12%	-34.30%	-49.30%	-66.29%	27.42%	14.52%	14.35%	117.20%	-58.03%	140.72%	98.49%
000651.SZ	格力电器	白色家电Ⅲ	-11.17%	101.10%	287.35%	-70.74%	91.92%	-40.47%	-37.16%	17.72%	-2.23%	-16.54%	-0.43%	-10.94%	48.39%	-51.73%	67.15%	-19.00%
600900.SH	长江电力	水电	-13.87%	31.05%	87.83%	-34.81%	-14.91%	-25.31%	-24.39%	-2.32%	-15.25%	62.31%	17.47%	-22.94%	12.26%	-10.37%	5.49%	-6.63%
600690.SH	海尔智家	白色家电Ⅲ	-19.22%	143.36%	135.45%	-70.80%	162.86%	-12.24%	-71.50%	18.64%	17.46%	-29.39%	-10.58%	-18.86%	70.50%	-46.04%	25.26%	37.94%
000661.SZ	长春高新	生物医药Ⅲ	-20.72%	89.96%	194.11%	-45.07%	175.95%	109.49%	-61.46%	36.10%	51.55%	-43.83%	15.73%	-9.90%	48.91%	-24.70%	129.58%	73.58%
600763.SH	通策医疗	医疗服务	-28.47%	49.64%	170.42%	-67.89%	90.84%	68.55%	-18.42%	-26.51%	33.81%	30.68%	77.82%	-48.19%	-27.02%	18.19%	86.12%	146.56%
002714.SZ	牧原股份	畜牧养殖										22.63%	92.30%	-50.99%	106.73%	-4.71%	174.54%	-12.57%
300122.SZ	智飞生物	生物医药Ⅲ						-27.77%	-32.17%	14.65%	40.15%	-22.77%	75.06%	-10.46%	54.68%	-2.32%	-18.01%	157.79%
603288.SH	海天味业	调味品										-15.51%	30.34%	-45.71%	54.49%	-4.44%	22.86%	93.54%
601100.SH	恒立液压	基础件							-47.47%	-6.11%	2.39%	9.24%	22.96%	-4.75%	61.26%	-18.10%	127.95%	210.29%
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械														21.27%	39.94%	108.15%
002415.SZ	海康威视	安防						-13.54%	-31.92%	18.19%	17.99%	-37.05%	21.25%	-27.99%	115.01%	-66.57%	0.18%	25.39%
002475.SZ	立讯精密	消费电子组件						28.17%	-20.66%	-1.86%	66.14%	-2.06%	52.10%	-16.07%	55.94%	-41.00%	211.86%	73.87%
601012.SH	隆基股份	太阳能								-34.96%	124.19%	26.17%	85.22%	-21.26%	144.48%	-49.35%	52.89%	250.37%
603899.SH	晨光文具	文娱轻工Ⅲ											100.13%	-33.81%	13.39%	-2.14%	34.61%	59.31%
002271.SZ	东方雨虹	其他装饰材料				50.40%	112.45%	44.51%	-47.31%	9.40%	49.79%	4.98%	-1.90%	-10.99%	63.88%	-65.31%	82.84%	99.32%
603501.SH	韦尔股份	集成电路													299.36%	-39.42%	379.82%	37.76%
601888.SH	中国中免	旅游零售					9.00%	37.41%	-30.52%	-14.64%	11.01%	13.47%	20.38%	-41.19%	84.47%	19.37%	23.09%	196.79%
000333.SZ	美的集团	白色家电Ⅲ									-4.18%	14.22%	-5.77%	7.01%	76.88%	-57.77%	36.01%	51.79%
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务					-18.77%	72.47%	-22.39%	-44.07%	70.16%	16.04%	53.00%	-26.10%	36.76%	10.38%	74.14%	125.57%
300014.SZ	亿纬锂能	锂电池					-20.67%	-12.22%	-35.83%	-32.62%	207.74%	-29.73%	125.67%	-24.68%	18.48%	-36.56%	191.70%	190.50%
300124.SZ	汇川技术	电力电子及自动化						34.51%	-36.01%	-31.60%	129.20%	-19.06%	42.31%	-33.90%	23.54%	-49.96%	40.60%	186.51%
601318.SH	中国平安	保险Ⅲ			108.10%	-75.27%	90.94%	-14.67%	-53.96%	18.92%	-23.12%	65.51%	-19.81%	-17.32%	80.66%	-38.34%	31.55%	-11.91%
300059.SZ	东方财富	产业互联网综合服务						-15.47%	-52.17%	-23.56%	224.73%	222.67%	124.12%	-48.11%	-12.60%	5.96%	46.64%	120.54%
002352.SZ	顺丰控股	快递						-7.04%	-38.69%	-3.40%	14.87%	-3.67%	102.45%	121.46%	3.53%	-47.84%	-0.44%	122.95%
002241.SZ	歌尔股份	消费电子组件				-48.40%	121.64%	175.49%	-40.15%	32.90%	45.12%	-52.43%	27.28%	-39.39%	14.79%	-65.79%	184.89%	73.24%
603259.SH	药明康德	医疗服务														121.89%	62.78%	92.60%
688111.SH	金山办公	云软件服务															18.68%	138.79%
300750.SZ	宁德时代	锂电池														92.12%	31.62%	219.82%
300999.SZ	金龙鱼	农产品加工Ⅲ																84.48%
002594.SZ	比亚迪	乘用车Ⅲ							-17.41%	-11.13%	82.58%	-0.50%	59.01%	-34.37%	23.77%	-26.38%	-9.08%	300.56%
688981.SH	中芯国际-U	集成电路																-33.84%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注释：红色底色代表当年收益率-当年 ROE＞0，绿色底色代表＜0；为与行业指数测算区间保持一致，个股的测算时间区间起点最早为 2005 年，最晚为 2020 年。

对于美股龙头我们同样也进行了类似的分析，核心结论是：

第一，如果从营收的角度而非市值的角度去定义美股中各个二级行业的龙头，**我们发现龙头收益率战胜行业是普遍存在的，但即便是苹果、谷歌这样优秀的公司，其 2007 年以来的年化收益率也没有超跑年化 ROE，仍在追赶长期 ROE，这与 A 股龙头存在明显的差别。**

图9：2007 年以来，龙头占优在美股确实存在，但大部分美股龙头的年化收益率也没有能够超跑年化 ROE

注册地	代码	简称	上市时间	所属行业（一级）	所属行业（二级）	年化收益率	与一级行业年化收益率之差	年化ROE	与一级行业年化ROE之差	年化收益率-年化ROE	与一级行业年化收益率-年化ROE之差
美国	AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	1997-05-14	可选消费	零售业	37.06%	26.95%	16.53%	2.77%	20.53%	24.17%
美国	AAPL.O	苹果公司(APPLE)	1980-12-12	信息技术	技术硬件与设备	32.38%	19.50%	38.60%	16.89%	-6.22%	2.60%
美国	UNH.N	联合健康集团(UNITEDHEALTH)	1984-10-17	医疗保健	医疗保健设备与服务	15.73%	7.07%	19.85%	1.36%	-4.12%	5.71%
美国	GOOGL.O	谷歌(ALPHABET)-A	2004-08-19	信息技术	软件与服务	15.59%	2.71%	16.55%	-5.16%	-0.95%	7.87%
美国	SBUX.O	星巴克(STARBUCKS)	1992-06-26	可选消费	消费者服务Ⅱ	15.17%	5.06%	22.98%	9.22%	-7.81%	-4.16%
美国	CMCSA.O	康卡斯特(COMCAST)	1972-06-01	可选消费	媒体Ⅱ	11.69%	1.58%	13.52%	-0.24%	-1.82%	1.82%
美国	WMT.N	沃尔玛	1970-10-01	日常消费	食品与主要用品零售Ⅱ	11.00%	4.03%	18.82%	-2.40%	-7.82%	6.43%
美国	JPM.N	摩根大通(JPMORGAN CHASE)	1969-03-05	金融	银行	9.94%	8.83%	9.73%	1.68%	0.21%	7.15%
加拿大	BAM.N	布鲁克菲尔德资产管理	1997-08-11	房地产	房地产Ⅱ	9.81%	6.67%	7.74%	0.97%	2.07%	5.70%
美国	INTC.O	英特尔(INTEL)	1971-10-21	信息技术	半导体与半导体生产设备	9.80%	-3.08%	19.86%	-1.85%	-10.06%	-1.23%
美国	PEP.O	百事公司(PEPSICO)	1919-12-18	日常消费	食品、饮料与烟草	9.46%	2.49%	40.96%	19.74%	-31.50%	-17.24%
美国	UPS.N	联合包裹服务	1999-11-10	工业	运输	9.16%	3.04%	101.90%	86.47%	-92.74%	-83.43%
美国	PG.N	宝洁公司	1950-03-22	日常消费	家庭与个人用品	8.85%	1.88%	17.55%	-3.67%	-8.70%	5.55%
美国	BRK_B.N	伯克希尔哈撒韦(BERKSHIRE)	1996-05-09	金融	多元金融	8.57%	7.46%	8.55%	0.49%	0.02%	6.97%
美国	BRK_A.N	伯克希尔哈撒韦	1987-11-05	金融	保险Ⅱ	8.57%	7.46%	8.55%	0.49%	0.02%	6.97%
瑞士	NVS.N	诺华制药	1995-05-11	医疗保健	制药、生物科技与生命科学	8.09%	-0.57%	15.48%	-3.01%	-7.39%	2.44%
日本	SNE.N	索尼	1980-07-28	可选消费	耐用消费品与服装	7.03%	-3.08%	3.46%	-10.30%	3.58%	7.22%
美国	T.N	美国电话电报(AT&T)	1983-11-21	电信服务	电信服务Ⅱ	3.96%	0.52%	11.42%	-0.20%	-7.45%	0.72%
美国	EXC.O	爱克斯龙电力(EXELON)	1980-07-27	公用事业	公用事业Ⅱ	1.20%	-3.53%	12.79%	3.54%	-11.59%	-7.06%
爱尔兰	JCI.N	江森自控国际(JOHNSON)	1964-10-02	工业	商业和专业服务	0.94%	-5.18%	7.66%	-7.77%	-6.72%	2.59%
日本	HMC.N	本田汽车	1977-02-11	可选消费	汽车与汽车零部件	-1.07%	-11.18%	7.97%	-5.79%	-9.04%	-5.39%
美国	GE.N	通用电气	1899-12-31	工业	资本货物	-5.48%	-11.60%	1.27%	-14.16%	-6.75%	2.56%
中国	PTR.N	中石油	2000-04-06	能源	能源Ⅱ	-7.12%	-7.06%	8.80%	-1.43%	-15.92%	-5.63%
卢森堡	MT.N	安赛乐米塔尔	1997-08-07	材料	材料Ⅱ	-9.99%	-16.14%	2.37%	-7.22%	-12.37%	-8.92%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：与行业之差底色为粉红色的代表其中的负值；限于数据可得性，分析时间区间起点为 2007 年。

第二，从当年收益率-当年 ROE 的视角来看，美股与 A 股是类似的，即大部分龙头也很难实现收益率持续透支 ROE。**即美股即使龙头长期跑赢，也不是估值持续扩张。**

图10：美股龙头也并非一直持续透支

代码	简称	所属行业（一级）	所属行业（二级）	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	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	2020-09-30
AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	可选消费	零售业	76.29%	-77.99%	139.57%	14.80%	-12.46%	45.42%	55.91%	-19.82%	112.84%	-3.57%	43.05%	0.16%	1.08%	56.77%
AAPL.O	苹果公司(APPLE)	信息技术	技术硬件与设备	104.95%	-84.10%	123.56%	16.01%	-16.12%	-10.27%	-22.57%	7.01%	-49.26%	-24.42%	11.60%	-54.75%	33.04%	27.34%
UNH.N	联合健康集团(UNITEDHEALTH)	医疗保健	医疗保健设备与服务	-14.39%	-68.83%	-2.47%	1.16%	23.18%	-9.99%	23.28%	19.06%	0.73%	18.94%	15.30%	-9.58%	-5.32%	-0.23%
GOOGL.O	谷歌(ALPHABET)-A	信息技术	软件与服务	29.00%	-72.11%	81.22%	-24.88%	-9.91%	-7.02%	42.18%	-20.45%	32.07%	-13.16%	24.24%	-19.42%	10.06%	18.77%
SBUX.O	星巴克(STARBUCKS)	可选消费	消费者服务Ⅱ	-72.02%	-67.00%	129.65%	13.10%	14.45%	-10.87%	47.93%	-36.17%	-1.52%	-54.29%	-45.54%	-121.78%	181.27%	31.40%
CMCSA.O	康卡斯特(COMCAST)	可选消费	媒体Ⅱ	-41.57%	-12.85%	-7.11%	24.77%	1.39%	47.86%	27.92%	-3.13%	-16.63%	8.61%	-19.62%	-29.44%	17.12%	10.66%
WMT.N	沃尔玛	日常消费	食品与主要用品零售Ⅱ	-15.29%	-0.63%	-23.66%	-20.32%	-8.61%	-6.04%	-2.84%	-8.89%	-44.78%	-1.20%	33.89%	-12.30%	15.26%	3.33%
JPM.N	摩根大通(JPMORGAN CHASE)	金融	银行	-19.73%	-29.01%	27.31%	-7.87%	-30.47%	25.20%	28.10%	0.06%	-1.82%	24.68%	17.17%	-19.30%	33.19%	-11.92%
BAM.N	布鲁克菲尔德资产管理	房地产	房地产Ⅱ	-88.48%	-130.94%	132.60%	-50.51%	-35.14%	28.72%	-2.51%	17.18%	-13.74%	1.64%	28.47%	-23.00%	44.02%	10.78%
INTC.O	英特尔(INTEL)	信息技术	半导体与半导体生产设备	16.67%	-56.44%	33.09%	-18.90%	-7.75%	-34.68%	12.74%	23.90%	-21.45%	-7.23%	16.85%	-24.84%	3.13%	-34.45%
PEP.O	百事公司(PEPSICO)	日常消费	食品、饮料与烟草	-10.83%	-61.01%	-26.51%	-22.60%	-26.10%	-22.42%	-4.30%	-13.96%	-28.39%	-47.20%	-26.37%	-103.33%	-22.54%	-25.65%
UPS.N	联合包裹服务	工业	运输	-6.26%	-51.41%	-22.10%	-14.42%	-46.83%	-9.95%	-32.06%	-61.72%	-221.03%	-215.96%	-691.79%	-253.77%	-116.99%	-57.24%
PG.N	宝洁公司	日常消费	家庭与个人用品	0.69%	-31.53%	-19.09%	-11.14%	-11.26%	-11.21%	6.44%	-1.54%	-20.66%	-8.19%	-14.55%	-14.57%	31.87%	-7.90%
BRK_B.N	伯克希尔哈撒韦(BERKSHIRE)	金融	多元金融	17.66%	-36.48%	-4.46%	12.90%	-11.12%	9.15%	22.66%	18.04%	-21.78%	14.49%	7.38%	1.85%	-10.12%	0.78%
BRK_A.N	伯克希尔哈撒韦	金融	保险Ⅱ	17.21%	-36.12%	-4.01%	12.43%	-11.09%	8.41%	23.19%	18.44%	-22.19%	14.48%	7.67%	1.67%	-10.07%	0.83%
NVS.N	诺华制药	医疗保健	制药、生物科技与生命科学	-29.96%	-21.96%	-1.37%	-4.00%	-12.97%	1.63%	18.81%	5.15%	-28.58%	-20.88%	8.46%	-10.56%	10.81%	-8.82%
SNE.N	索尼	可选消费	耐用消费品与服装	16.53%	-56.12%	35.45%	33.59%	-28.85%	-38.70%	62.11%	24.70%	14.04%	10.94%	42.40%	-19.89%	26.49%	26.30%
T.N	美国电话电报(AT&T)	电信服务	电信服务Ⅱ	10.26%	-40.21%	-7.97%	-7.00%	5.39%	10.15%	-10.18%	-6.36%	-4.45%	19.32%	-26.32%	-34.17%	38.00%	-26.21%
EXC.O	爱克斯龙电力(EXELON)	公用事业	公用事业Ⅱ	7.95%	-55.71%	-31.27%	-30.03%	-8.41%	-33.81%	-11.21%	33.43%	-31.46%	28.34%	1.53%	11.70%	-5.05%	-8.80%
JCI.N	江森自控国际(JOHNSON)	工业	商业和专业服务	-60.13%	-54.30%	81.71%	10.45%	2.89%	25.11%	32.37%	-29.07%	-38.50%	47.90%	-12.34%	-30.24%	13.18%	16.69%
HMC.N	本田汽车	可选消费	汽车与汽车零部件	-27.65%	-37.15%	54.47%	6.38%	-25.64%	16.20%	3.79%	-34.71%	3.20%	-17.35%	2.84%	-29.92%	3.13%	-5.65%
GE.N	通用电气	工业	资本货物	-16.81%	-69.27%	-11.80%	15.40%	-10.69%	9.86%	27.56%	-18.44%	32.94%	-5.53%	-34.66%	-8.45%	64.81%	-12.70%
PTR.N	中石油	能源	能源Ⅱ	7.21%	-62.66%	26.15%	-0.70%	-15.15%	9.26%	-32.24%	-4.33%	-42.27%	12.77%	-4.94%	-14.05%	-18.78%	-35.97%
MT.N	安赛乐米塔尔	材料	材料Ⅱ	50.84%	-83.96%	90.51%	-19.45%	-54.62%	7.45%	8.76%	-35.01%	-37.54%	66.56%	34.28%	-48.61%	-8.36%	35.78%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注释：红色底色代表当年收益率-当年 ROE＞0，绿色底色代表＜0；限于数据可得性，分析时间区间起点为 2007 年。

上述分析给了我们一个讨论龙头问题的定量视角，一个估值的锚：**即龙头跑赢需要长期稳定的高 ROE 作为支撑，但是当收益率已经远远超过了自身 ROE 水平时，面临的约束条件就会变多。我们想说的是，当下部分核心资产还能不能继续涨，并不能从美股的过去的“抱团史”或者“龙头跑赢史”中得到答案，因为美股给出的 ROE 之锚已经被偏离。**我们的建议是至少不押注在估值扩张这一边。当然对于部分周期龙头，尚处在重定价过程中，以长期 ROE 为锚即可。

3、 龙头扩散：贴现率 VS 盈利增长

宏观从来不是因素的加总，它更多表现了不同主体之间的某种关系。如果我们把 ROE、贴现率等与定价相关的因素放到经济周期中去理解，我们将会得到更丰富的答案。

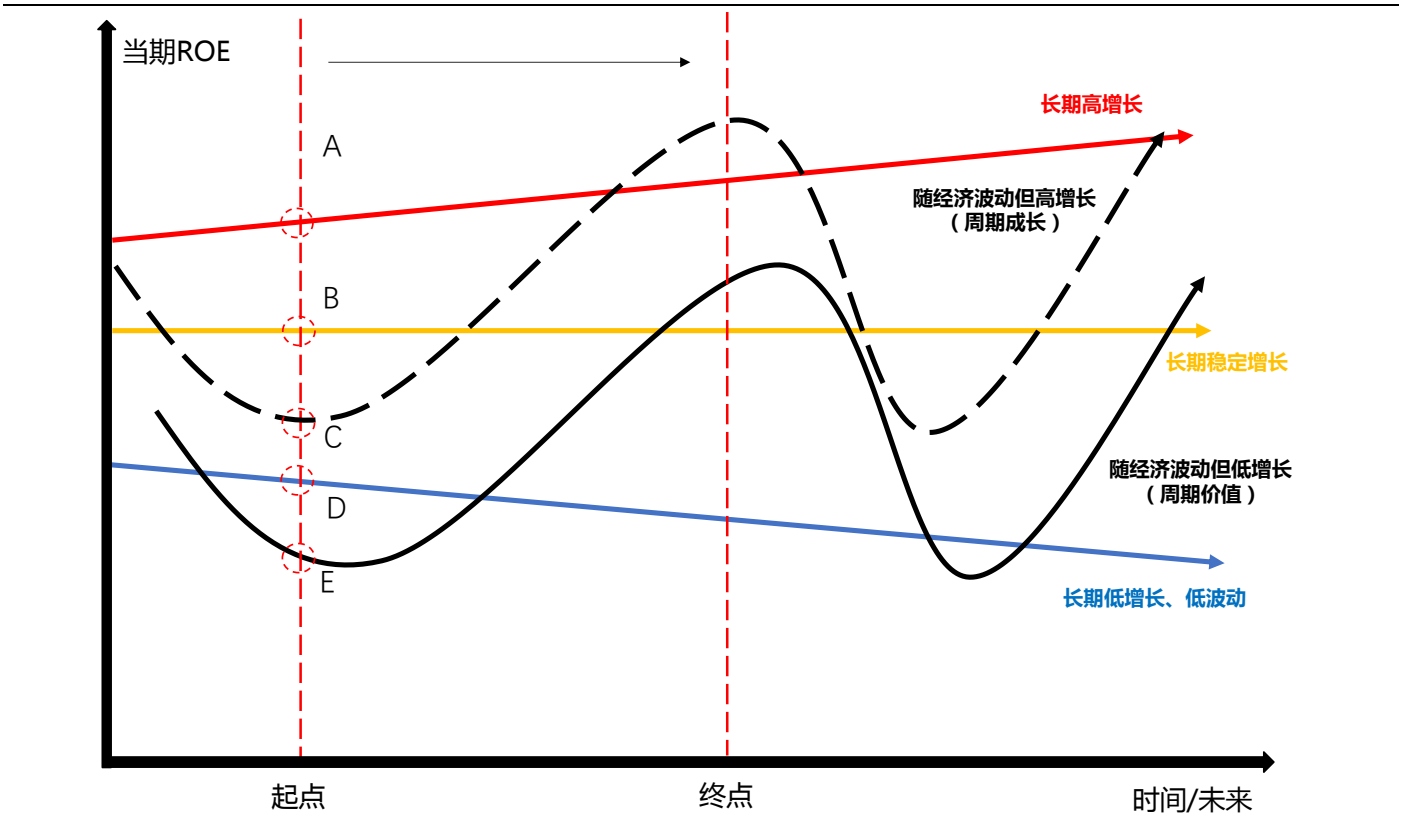
贴现率其实影响的是估值模型中对于不同时期的现金流折现价值，即赋予长短端盈利以不同的权重；而如果我们把不同行业之间的盈利增长大致分为与经济波动强相关、与经济波动弱相关或不相关，同时进一步地在上述两个分类中可以继续将资产分为高增长、低增长或稳定增长，则我们可以对不同的宏观环境对估值模型假设造成的冲击进行一一分析。

长期高增长或稳定增长的资产（下称第一类资产）其实与当下被抱团的龙头/核心资产基本相对应，而与经济波动强相关且高增长的资产（下称第二类资产，周期成长）其实正在向第一类资产过渡，波动性强但低增长的资产称为第三类资产（周期价值），当然还有低增长、低波动的资产（第四类资产）。**则我们很容易发现第一类资产的估值其实对于贴现率而言更为敏感，而第二类资产的估值其实对于经济增长更为敏感**，因此从经济底部到顶部以及经济回落（滞胀）的半个经济周期中，贴现率总在上行，则：

（1）如果一开始两类资产的 ROE 水平差距过大，这会导致即便贴现率上行，第二类资产的盈利仍不如第一类资产，此时第二类资产的收益率可能会因短端盈利的预期改善和权重变大而有一定的修复，但更好的机会可能在于在第一类资产中寻找更具性价比的标的，即所谓的龙马扩散，而非两类资产之间的切换；

（2）但如果一开始两类资产的 ROE 水平其实差距并不大，则第二类资产有可能在 ROE 占优时迎来戴维斯双击（周期龙头），而第一类资产面临估值收缩的压力。在这种情形下有可能先出现上述两类资产之间的龙头扩散，后出现第三类资产（周期价值）的价格修复。

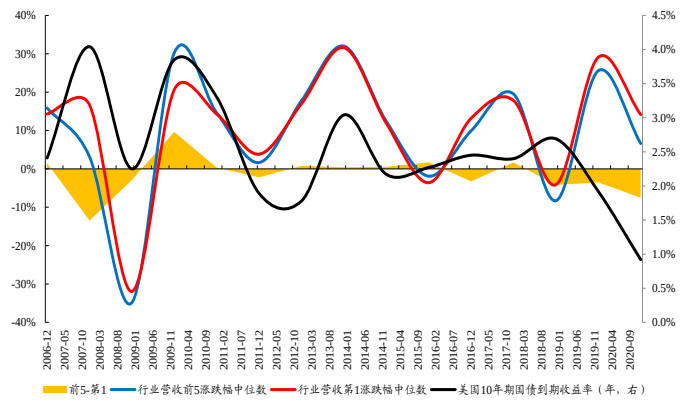
图11：长期高增长或稳定增长的资产对贴现率更为敏感



资料来源：开源证券研究所

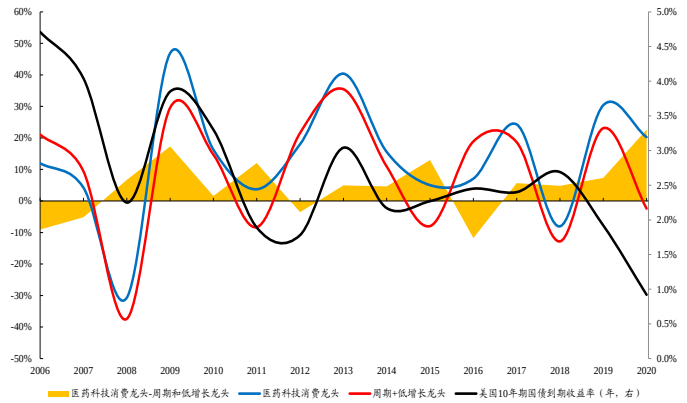
我们通过历史回测发现，历史上美股的龙头扩散也基本上遵循了上述两种路径：**一种是龙头内部的扩散，即绝对的一线龙头向二三线龙头扩散；第二种是不同类别资产之间的龙头扩散，比如从科技消费转向周期**。而上述两种扩散往往发生在美国国债利率大幅上行的时期。

图12：美股龙头内部也会出现扩散，往往发生在美国国债利率大幅上行的时期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：美股不同行业之间的龙头也存在扩散的现象，往往也发生在美国国债利率上行时期

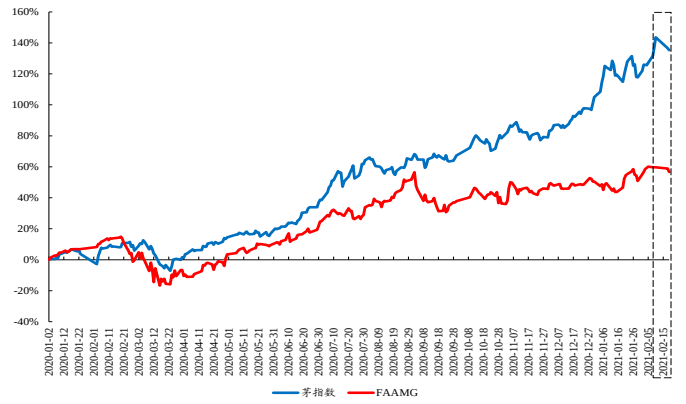


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 当下的变化应该在配置上给予充分重视

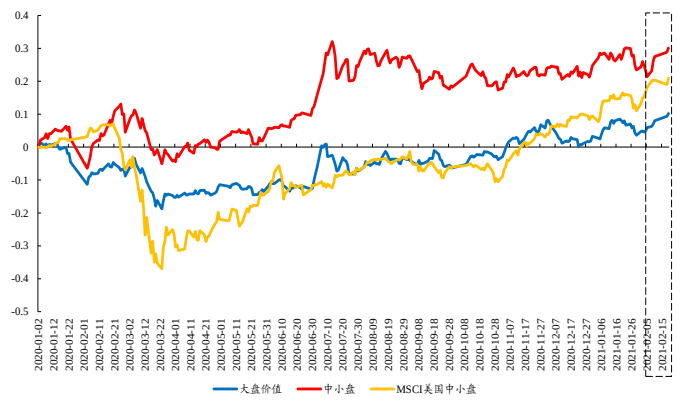
近期我们也能够观察到的迹象是 A 股的茅指数以及美股以 FAAMG 为代表的科技龙头出现了明显的调整，而 A 股的大盘价值以及中小盘股和美股的中小盘股正在崛起。用长期的抱团趋势去解释短期的收益率与 ROE 之间背离的合理性明显并不合理，投资者应该充分重视全球经济复苏带来的再通胀的两面性：一方面带给第二类资产的高 ROE 弹性；另一方面又带来对第一类资产更为不利的贴现率上行风险。

图14：近期 A 股的茅指数和美股的 FAAMG 出现了明显的调整



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：FAAMG 指数采用等权计算

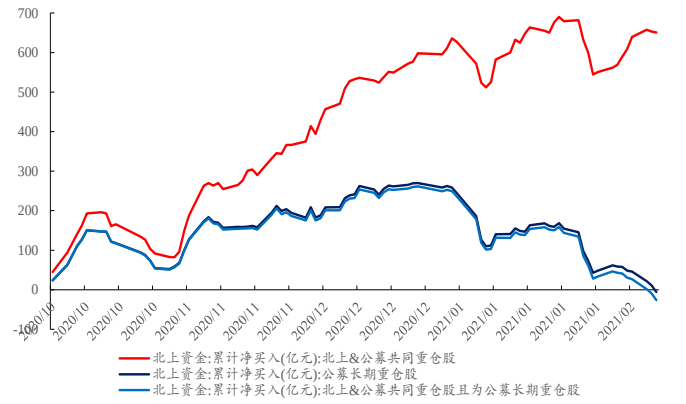
图15：近期 A 股的大盘价值和中小盘以及美股的中小盘表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

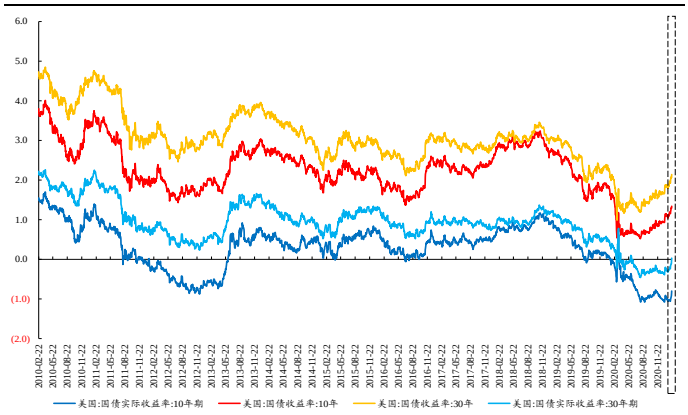
同时我们也观察到 2020 年 12 月以来北上资金在北上与公募的共同重仓股上的净买入行为开始“动摇”，逐步净卖出公募的长期重仓股，于此同时美国的实际利率上行速度和幅度均超出市场预期，**公募持有的核心资产特别是长期持有的核心资产的性价比正在下降**。

图16：2020 年 12 月以来北上资金在北上与公募的共同重仓股上的净买入行为开始“动摇”，并逐步净卖出公募的长期重仓股



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：1、北上与公募的共同重仓股指的是持仓市值排名均在各自前 100 的标的；2、公募长期重仓股指的是连续 3 年及以上持仓排名位于前 100 的标的；3、北上与公募共同重仓股且为公募长期重仓股组合则为前面两个条件的交集部分。

图17：近期长期美债收益率大幅上行，导致实际利率也大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

面对上述中美龙头“抱团”背后的本质与困境，我们在此前的报告《新年也要开新局》中明确提出了如何应对——**投资者应该积极求变，利用通胀的两面性，追求风险调整后收益：**

一、对于通胀交易本身而言，基于我们构建的通胀交易组合：“欠债”少+议价能力强+需求拉动，我们推荐：透支程度相对于议价能力被低估的行业：**钢铁（板材）、大炼化、动力煤、油服、纺织制造**，以及估值仍在合理区间，具备高景气基础的：**化工（钛白粉、化纤、氟化工）**以及**有色金属（铜、铝）**。

二、考虑到通胀终将对宽松的货币环境形成的制约，并由此对“高估值”带来压制，我们建议调整思路，寻找更好风险收益比的标的：以**银行、保险、地产**为代表的低估值、高 ROE 板块；同在“积极防御”象限中的**电子、农林牧渔及“高赔率”的通信板块。**

主题投资推荐左侧布局具有低估值+主题投资期权的“一带一路”板块：（1）受益于贸易往来持续高景气的**交通运输（铁路和海运、港口、集装箱）**；（2）受益于“一带一路”的基础设施建设需求的**建筑**板块；（3）与“数字经济”强相关的**通信（5G、卫星导航）**以及与“绿色发展”强相关的风电和光伏项目建设（**国有电力企业、对外承包工程业务企业、风电和光伏设备制造企业**）。

5、 风险提示

测算误差；流动性超预期宽松；全球经济复苏不及预期。

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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn