2021 年 02 月 03 日

复苏的“转牌”——2020 年度业绩预告解读

——投资策略专题

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王况炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **业绩分析结论有偏，寻找景气超预期或是更优角度**

截至 1 月 31 日，两市共有 2482 家公司公布了 2020 年业绩预告或快报数据，公布家数占全部 A 股的 59.5%。然而考虑到依然有四成的上市公司数据缺失，且受交易所业绩预告披露要求影响，当前样本公司业绩整体呈现两极分化的形态。因此即使披露率较 Q3 大幅抬高，代表性显著增强，以此推测各个行业或板块的整体业绩表现依然是有偏的，需要寻找新的角度对业绩预告进行解读。寻**找预期差将是一个不错的选择，即寻找前期因各种原因被市场所忽视，但业绩表现却大超预期的行业或板块。**我们相信在全球经济复苏走向共振的时刻，该部分行业或板块的高景气将被挖掘，估值也有望迎来系统性重估。

● **整体四季度业绩创今年新高，但分化也趋于扩大**

从上市板角度看，各板块四季度业绩修复力度明显加快，中小板 Q4 单季度业绩增速为 111.40%，中位数为 115.62%，两者均为 2018 年以来最高业绩增速。而在主要宽基指数中，创业板指维持了高景气，业绩增速为 75.42%，中位数为 49.41%，相较而言上证 50 业绩修复进度靠后。从主要风格角度来看，周期内部业绩表现更为均衡，2020 年 Q4 单季度整体增速与中位数分别为 85.56%与 87.13%，而消费与周期板块整体复苏强劲，但内部分化严重。从行业角度来看，除出行链与远距离消费外，多数行业四季度业绩增速均在 50%以上，整体修复力度较大。

● **从预期差角度看待业绩预告：金融与周期行业景气得到兑现或实现反转**

比较业绩预告中的各上市板净利润增速（整体法）与分析师一致预期的盈利增速，创业板整体业绩增速尽管较高却依然不及盈利预测的最小值，板块内的超预期个股占比也相对较低；与之相反，主板业绩增速整体符合预期。在主流宽基指数中，上证 50 与沪深 300 数整体预告净利润增速与分析师一致预期接近，且指数内部五成左右的个股业绩均高于市场预期，市场对其存在一定低估。而在风格指数之中，尽管金融与周期风格整体业绩增速低于消费与成长，但在风格内部却存在较高的超预期个股占比，反映的是市场对其的预期过于悲观。从各行业角度上看，**采掘、钢铁与银行**超出市场预期，实现了业绩的反转。

● **不再“选优”，而是选“超预期”，寻找被忽视的性价比**

通常意义上的“抱团”板块确实取得了较高的业绩增速，然而却已被充分计量在盈利预期之中，甚至略有不及，考虑到其估值已抬升至历史极值水平，投资者需要警惕“不达预期”下股价波动放大的风险。相较之下，前期被系统性低估的**银行、建材、钢铁与采掘此刻迎来业绩反转**，在经济持续复苏时，景气有望获得持续验证，上述板块内部大量业绩超预期个股的高性价比将逐渐凸显；另外，**景气得到如期兑现的机械设备、非银金融、公用事业、有色金属行业存在着较高的超预期个股占比，**行业估值处于历史中低水平，其中的细分品种值得投资者进一步挖掘。

● **风险提示：**测算误差，经济复苏不及预期。

相关研究报告

《投资策略点评-变化的负债端，分歧的对手盘——资金跟踪系列之二》-2021.2.1

《投资策略月报-黎明前的黑暗》-2021.1.31

《投资策略专题-开源金股，2 月推荐》-2021.1.30

目 录

1、 本次披露率高于 2020Q3，板块间差异也将造成了预告业绩代表性的差异 4
1.1、 创业板业绩预告披露近七成，主板相对较低 4
1.2、 披露率：科技较高、金融地产较低 5
2、 整体四季度业绩创三年新高，但分化也趋于扩大 6
2.1、 各板块四季度业绩修复力度明显加快 6
2.2、 创业板指全年维持高景气，沪深 300 四季度业绩持续修复 7
2.3、 成长与消费风格复苏强但分化严重，周期业绩修复更为均衡 8
2.4、 电子、机械实现 2020 年高速增长，出行及远距离消费业绩增速仍未转正 10
3、 换个角度看待业绩预告：预期差 11
3.1、 主板业绩符合预期，创业板不及预期 12
3.2、 上证 50 与沪深 300 业绩整体略超预期 13
3.3、 金融与周期风格大致符合预期，成长存在一定高估 14
3.4、 大量金融与周期行业景气得到兑现或实现反转 15
3.5、 银行的下一站：ROE 超预期 18
4、 不再“选优”，而是选“超预期”，寻找被忽视的性价比 18
5、 风险提示 19

图表目录

图 1： 不同方法计算的各上市板披露率情况 5
图 2： 各板块四季度业绩修复均较快 7
图 3： 创业板指全年维持高景气，沪深 300 四季度业绩持续修复 8
图 4： 主要风格指数累计净利润增速（整体法） 9
图 5： 主要风格单季度净利润增速（整体法） 9
图 6： 主要风格指数累计净利润增速（中位数法） 9
图 7： 主要风格指数单季度净利润增速（中位数法） 9
图 8： 消费板块内部业绩增速呈现出两极分化格局（%） 9
图 9： 成长板块内部业绩增速呈现出两极分化格局（%） 9
图 10： 各行业单季度业绩增速 10
图 11： 各行业累计增速 11
图 12： 在所有已披露业绩预告的公司中，业绩增速表现两极分化严重（%） 12
图 13： 各上市板内部各公司业绩增速表现同样呈现两级分化形态 12
图 14： 创业板尽管整体业绩高增长，然而超预期个股占比并不高 13
图 15： 上证 50 与沪深 300 内部个股超预期占比较高 14
图 16： 尽管金融风格整体业绩增速偏低，然而超预期个股占比较高 15
图 17： 各行业业绩预告净利润增速与 2020 年盈利预期增速排名匹配程度 16
图 18： 景气反转的行业，主要集中于消费与周期板块 17
图 19： 相较于高景气的消费与科技板块估值已至历史极值，周期与金融板块性价比明显 17

表 1： 各上市板业绩披露率情况（按公司个数计算，截至 2021 年 1 月 31 日） 4
表 2： 各行业业绩披露率情况（截至 2021 年 1 月 31 日） 5
表 3： 主板与科创板业绩符合预期，创业板不及预期 12
表 4： 上证 50 与沪深 300 业绩整体略超预期 13

表 5: 金融与周期风格大致符合预期，成长风格偏高估 14
表 6: 多家银行业绩超预期 18
表 7: 周期板块内部业绩超预期且估值抬升有限的个股筛选（仅作为方法展示，供参考，不构成投资建议） 19

截至 2021 年 1 月 31 日，共有 2375 家公司披露 2020 年度业绩预告，且有 132 家公司披露业绩快报，综合来看，共有 2482 家公司公布了 2020 年业绩预告或快报数据（归母净利润），公布家数占全部 A 股的 59.5%。

我们在三季报业绩预告分析中提到，就行业层面来看，业绩预告与正式报告之间的偏离度与该行业的披露率呈负相关，由于 2020 年中业绩预告披露规则的改变，2020 年 Q2 与 Q3 报告期的业绩披露率整体偏低，仅为 39.6%与 33.0%，因此年度业绩预告分析相较而言将更具代表性。尽管如此，由于业绩披露规则的设定（净利润为负或扭亏为盈或本年度业绩增速变动超过 50%的强制要求披露业绩预告），年度业绩预告的业绩分析依然是有偏的，为了进一步挖掘业绩预告或快报中的信息，我们转换思路，将分析重心落于业绩是否超预期的角度，在当下宏观数据空窗期，市场波动显著放大，大量投资者踌躇不定之际，提供来自基本面景气超预期兑现，却被前期市场极端行情演绎下所忽略的部分行业或风格的增量信息。

1、 本次披露率高于 2020Q3，板块间差异也将造成了预告业绩代表性的差异

1.1、 创业板业绩预告披露近七成，主板相对较低

为分析方便，我们将已披露业绩快报的个股也视作已披露业绩预告，**从各上市板披露率（按公司披露家数占比）来看，深市披露率高于上市：**其中创业板披露率最高，达到了 68.80%，其次为中小板，达到 64.46%；而相较而言，主板与科创板披露率偏低，分别为 53.60%与 54.50%。我们对主板进行进一步拆分，发现深市主板披露率达到了 60.35%，而上市主板仅为 47.13%。然而整体而言，各板块披露率均显著高于 2020 年 Q3。

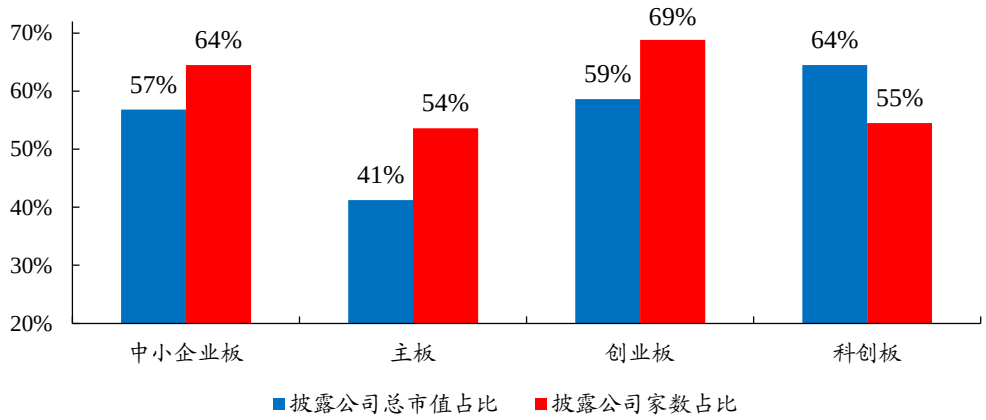
表1：各上市板业绩披露率情况（按公司个数计算，截至 2021 年 1 月 31 日）

上市板	业绩预告披露率(2020 年 Q4)	业绩预告披露率（2020 年 Q3）
创业板	68.80%	24.7%
深证主板	60.35%	58.3%
中小板	64.46%	53.9%
上证主板	47.13%	17.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

从披露市值占比角度看，科创板已披露业绩预告的公司市值占比最高，达到了 64.50%；其次为创业板与中小板的 58.61%与 56.81%；而主板依然偏低，仅为 41.23%。

图1：不同方法计算的各上市板披露率情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 披露率：科技较高、金融地产较低

整体而言，科技与部分消费的公司业绩预告披露较多：而以银行，家电，建筑装饰，钢铁为代表的金融地产链披露率相对较低。我们同样用两种方式分别计算各行业的披露率，一种是披露公司总市值占比，一种是披露公司家数占比。其中休闲服务几近充分披露，业绩分析代表性较强。而采掘行业尽管披露公司家数占比仅为 55.38%，其市值占比却达到了 73.3%，主要原因为行业市值分化较为严重，在已披露业绩预告的个股中，中国石油与中国神华两家企业市值占比超过整个行业的一半。两种方式计算出的业绩披露率均在 60%以上的行业为**休闲服务、综合、汽车、纺织服装、通信、传媒、电子，其业绩整体代表性相对较强。**而**家电、建筑、地产、银行，非银金融，食品饮料，农林牧渔，电气设备**的披露公司市值占比远低于以披露公司家数占比，我们认为这部分行业的业绩分析更容易代表行业内部的中小型企业的景气情况。

表2：各行业业绩披露率情况（截至 2021 年 1 月 31 日）

行业	披露公司总市值占比	披露公司家数占比
休闲服务	98.16%	91.89%
综合	74.00%	74.29%
采掘	73.30%	55.38%
汽车	68.83%	60.82%
纺织服装	65.93%	60.00%
通信	64.66%	66.96%
传媒	60.72%	75.00%
计算机	60.52%	58.85%
电子	60.49%	63.64%
有色金属	60.48%	56.92%
医药生物	55.56%	60.88%
建筑材料	54.56%	60.56%
交通运输	54.11%	60.00%
商业贸易	50.88%	56.70%
机械设备	50.64%	59.01%

行业	披露公司总市值占比	披露公司家数占比
公用事业	50.08%	50.27%
化工	48.98%	60.31%
电气设备	47.70%	66.37%
农林牧渔	45.99%	67.42%
钢铁	45.42%	36.11%
轻工制造	45.27%	57.34%
非银金融	37.56%	62.07%
国防军工	34.91%	47.50%
食品饮料	34.36%	52.25%
房地产	33.64%	48.44%
银行	26.99%	45.95%
建筑装饰	19.38%	45.19%
家用电器	16.88%	55.88%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 整体四季度业绩创三年新高，但分化也趋于扩大

2.1、 各板块四季度业绩修复力度明显加快

我们将已披露业绩预告与业绩快报的 2482 家上市公司作为分析样本，无论从整体角度还是中位数角度看，**尽管在四季度国内局部地区疫情有所抬头，各板块四季度的业绩修复力度依然较大：**中小企业板、主板与创业板 Q4 单季度业绩增速分别为 111.40%、2531.96%与 59.18%，中位数分别为 115.62%、95.14%与 19.81%，均为自 2018 年以来的单季度业绩增速高点。值得注意的是，已披露业绩预告的中小企业板企业 2020 年整体累计净利润增速达到 1498.05%，中位数为 17.93%，两者均为 2018 年以来最高业绩增速，考虑到中小企业板的整体披露率较高，因此该结果的代表性较强。而披露率最高的创业板 2020 年整体累计净利润增速为 446.28%，较 3 季度大幅改善，然而从中位数角度看，创业板累计净利润增速较 3 季度斜率并未抬升，依然处于负区间，创业板内部业绩修复的分化进一步加剧。

图2：各板块四季度业绩修复均较快

整体法								
上市板	中小企业板		主板		创业板		科创板	
年份	累计	单季度	累计	单季度	累计	单季度	累计	单季度
2018/3/31	15.76%	15.76%	9.78%	9.78%	37.93%	37.93%	-17.28%	-17.28%
2018/6/30	8.65%	4.30%	12.04%	14.01%	9.26%	-9.13%	2.44%	-98.81%
2018/9/30	1.77%	-9.69%	8.25%	1.31%	0.48%	-20.14%	-66.57%	351.41%
2018/12/31	-66.67%	-277.85%	-7.73%	-67.71%	-67.53%	-412.59%	1.04%	-233.38%
2019/3/31	-21.05%	-21.05%	9.03%	9.03%	-18.10%	-18.10%	-80.07%	-80.07%
2019/6/30	-17.51%	-15.29%	0.27%	-7.99%	-13.96%	-11.84%	18.59%	137.39%
2019/9/30	-7.35%	12.99%	-0.92%	-2.75%	-3.53%	17.23%	86.17%	179.51%
2019/12/31	-80.64%	-51.03%	-9.21%	-115.05%	-55.28%	-32.06%	69.90%	38.94%
2020/3/31	-23.35%	-23.35%	-46.17%	-46.17%	-31.38%	-31.38%	850.58%	850.58%
2020/6/30	23.44%	57.66%	-35.98%	-26.44%	21.05%	57.69%	227.31%	181.67%
2020/9/30	34.42%	50.65%	-13.68%	31.27%	31.31%	51.85%	191.58%	214.74%
2020/12/31	1498.05%	111.40%	-0.77%	2531.96%	446.28%	59.18%	153.25%	106.47%
中位数法								
上市板	中小企业板		主板		创业板		科创板	
年份	累计	单季度	累计	单季度	累计	单季度	累计	单季度
2018/3/31	3.65%	3.65%	2.39%	2.39%	24.00%	24.00%	72.77%	72.77%
2018/6/30	-1.43%	-8.45%	1.61%	6.47%	11.84%	1.23%	43.02%	-7.73%
2018/9/30	-6.62%	-15.31%	-2.93%	-12.74%	9.71%	4.11%	33.78%	159.70%
2018/12/31	-21.11%	-66.80%	-9.02%	-46.97%	-10.29%	-47.33%	33.38%	-8.52%
2019/3/31	-9.13%	-9.13%	-3.01%	-3.01%	-6.35%	-6.35%	73.28%	73.28%
2019/6/30	-9.99%	-14.55%	-9.76%	-27.72%	-14.42%	-13.40%	9.33%	65.09%
2019/9/30	-5.12%	-5.45%	-14.50%	-11.30%	-9.89%	-6.55%	37.84%	61.48%
2019/12/31	-7.76%	-7.82%	-11.77%	-14.21%	0.30%	-4.59%	45.13%	15.72%
2020/3/31	-65.36%	-65.36%	-84.87%	-84.87%	-62.31%	-62.31%	93.15%	93.15%
2020/6/30	-36.04%	-9.65%	-44.84%	11.63%	-13.54%	3.97%	54.40%	37.98%
2020/9/30	-19.61%	18.79%	-22.95%	17.89%	-7.11%	5.12%	48.82%	55.99%
2020/12/31	17.93%	115.62%	-4.20%	95.14%	-1.32%	19.81%	44.02%	55.63%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 创业板指全年维持高景气，沪深 300 四季度业绩持续修复

在主要宽基指数中，创业板指中有 70%的成分股已披露业绩预告或业绩快报，高于万得全 A（59.40%）、上证 50（46.00%）与沪深 300（46.00%），业绩代表性也相对最强。创业板指在 2020 年维持了较高的业绩增速，全年整体累计增速达到 75.42%，中位数为 49.41%；在第四季度受益于低基数与相关行业的高景气，单季度整体业绩增速达到了 278.76%，中位数为 88.39%。万得全 A 受益于四季度的大幅改善（Q4 单季度整体增速未 82.29%，中位数为 65.50%），全年累计增速转正，整体增速达到 68.79%，中位数为 5.38%。沪深 300 尽管全年整体尚未转正，四季度业绩修复明显加快，Q4 单季度净利润整体增速为 46.42%，中位数为 87.11%。

图3：创业板指全年维持高景气，沪深 300 四季度业绩持续修复

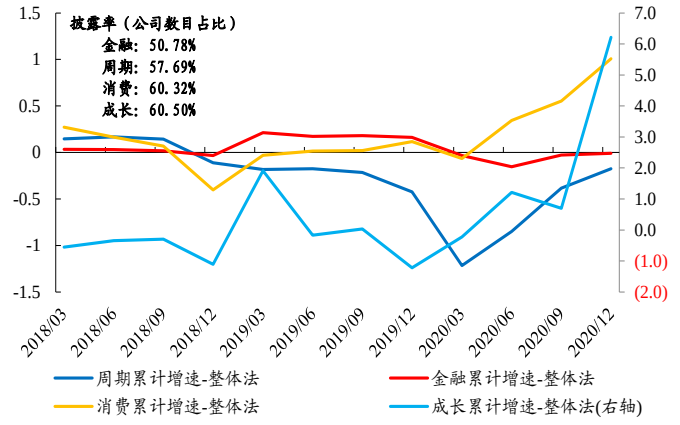
整体法								
宽基指数	上证50		沪深300		创业板指		万得全A	
年份	累计	单季度	累计	单季度	累计	单季度	累计	单季度
2018/3/31	22.21%	22.21%	20.25%	20.25%	66.00%	66.00%	19.91%	19.91%
2018/6/30	30.25%	37.89%	21.84%	23.92%	44.65%	27.64%	17.42%	15.09%
2018/9/30	37.48%	52.90%	17.10%	8.99%	34.37%	9.20%	9.11%	-5.47%
2018/12/31	23.35%	-16.26%	8.70%	-18.69%	5.64%	-63.57%	-33.25%	-196.97%
2019/3/31	-0.39%	-0.39%	-0.70%	-0.70%	-17.04%	-17.04%	-7.63%	-7.63%
2019/6/30	-2.33%	-4.44%	-3.34%	-6.07%	-8.30%	-0.33%	-16.14%	-24.10%
2019/9/30	-10.17%	-23.84%	-0.70%	3.63%	3.42%	27.08%	-14.68%	-11.60%
2019/12/31	-6.36%	3.48%	-2.63%	-14.71%	1.00%	-19.35%	-45.26%	-95.84%
2020/3/31	-98.17%	-98.17%	-68.61%	-68.61%	9.80%	9.80%	-77.37%	-77.37%
2020/6/30	-84.89%	-73.24%	-44.93%	-21.28%	54.88%	89.11%	-43.91%	-13.35%
2020/9/30	-33.77%	75.49%	-9.68%	51.54%	56.60%	59.10%	-7.56%	62.05%
2020/12/31	-27.74%	-2.02%	-0.69%	46.42%	75.42%	278.76%	68.79%	82.29%
中位数法								
宽基指数	上证50		沪深300		创业板指		万得全A	
年份	累计	单季度	累计	单季度	累计	单季度	累计	单季度
2018/3/31	23.57%	23.57%	34.69%	34.69%	21.26%	21.26%	6.19%	6.19%
2018/6/30	5.73%	23.18%	8.36%	-1.12%	49.40%	36.97%	7.42%	4.84%
2018/9/30	9.55%	-34.11%	16.49%	1.89%	50.95%	22.96%	0.46%	-13.03%
2018/12/31	-28.24%	-2.84%	-4.41%	-22.44%	35.31%	-6.27%	-13.43%	-55.55%
2019/3/31	12.54%	12.54%	13.91%	13.91%	15.56%	15.56%	-8.89%	-8.89%
2019/6/30	18.90%	33.33%	10.03%	-0.03%	-10.20%	-10.14%	-10.78%	-25.05%
2019/9/30	45.03%	92.51%	-0.71%	16.24%	3.88%	11.56%	-14.66%	-8.52%
2019/12/31	96.65%	46.69%	16.43%	42.72%	1.97%	-7.81%	-6.96%	-9.98%
2020/3/31	-20.77%	-20.77%	-24.05%	-24.05%	4.08%	4.08%	-74.99%	-74.99%
2020/6/30	-42.64%	-54.95%	2.01%	36.98%	2.50%	14.10%	-32.47%	1.76%
2020/9/30	-35.16%	-43.13%	41.90%	54.34%	5.95%	36.02%	-16.53%	18.00%
2020/12/31	-42.85%	-6.01%	30.35%	87.11%	49.41%	88.39%	5.38%	65.50%
披露率（市值占比）	35.68%		40.24%		53.42%		46.89%	
披露率（家数占比）	46.00%		46.00%		70.00%		59.40%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 成长与消费风格复苏强但分化严重，周期业绩修复更为均衡

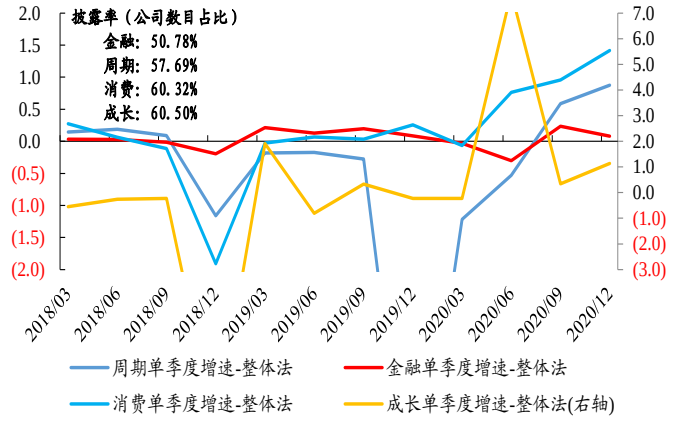
从风格角度来看，各主要风格整体披露率（以披露公司数目占比计）较为接近，其中成长，消费与周期板块的披露率较高，业绩代表性相对较强。整体而言，消费在四季度的业绩复苏力度最高，达到了 141.64%，其次为成长与周期，分别为 113.71%与 87.56%。然而从中位数角度看，除周期板块（87.13%）与整体法所得结果较为接近外，消费（47.11%）与成长（29.17%）的 Q4 业绩增速差距较大，意味着**在成长与消费板块，部分业绩优异的龙头企业带动了整体的业绩增速上行，而从行业中等水平来看，成长与消费四季度的复苏力度远不及周期，板块内部业绩表现也呈现出两极分化的态势。**

图4：主要风格指数累计净利润增速（整体法）



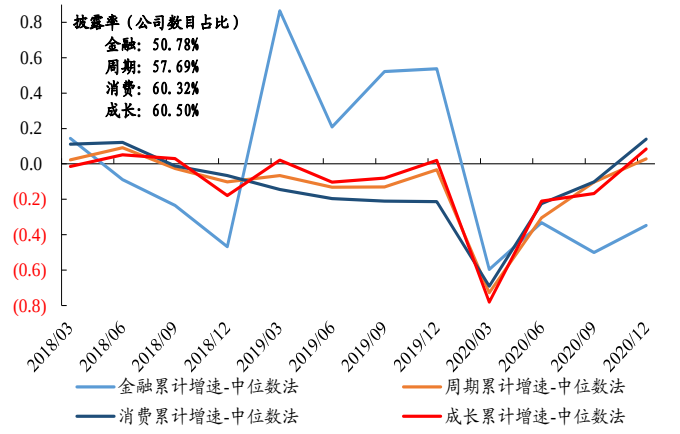
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：主要风格单季度净利润增速（整体法）



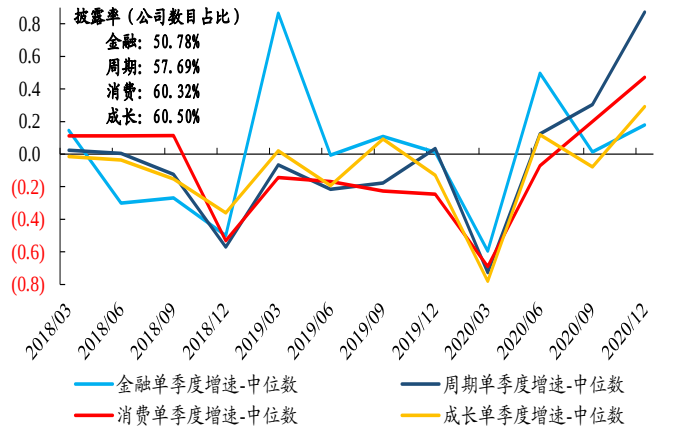
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：主要风格指数累计净利润增速（中位数法）



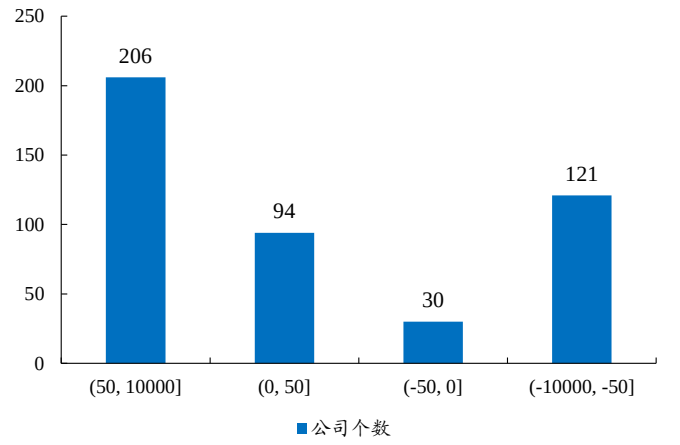
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：主要风格指数单季度净利润增速（中位数法）



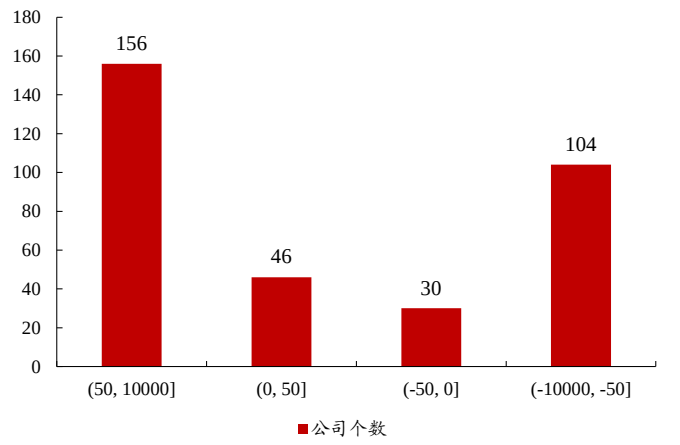
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：消费板块内部业绩增速呈现出两极分化格局（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：成长板块内部业绩增速呈现出两极分化格局（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、 电子、机械实现 2020 年高速增长，出行及远距离消费业绩增速仍未转正

在业绩披露率高于 50%的行业中，仅有休闲服务，综合，交通运输，商业贸易四个行业的四季度业绩增速小于 0，可见出行与远距离消费业绩修复进度相对较慢；除此以外，多数行业四季度业绩增速维持在 50%以上，电子、汽车、建筑材料、机械设备与有色金属行业的业绩增速甚至高于 100%，其中电子，机械设备 2020 年累计增速也达到 100%以上，行业景气度较高。

图10：各行业单季度业绩增速

所属行业	披露率（公司市值占比）	披露率（公司家数占比）	2020/12/31	2020/9/30	2020/6/30	2020/3/31	2019/12/31	2019/9/30	2019/6/30	2019/3/31	2018/12/31	2018/9/30	2018/6/30	2018/3/31
休闲服务	98.16%	91.89%	-40.28%	-25.01%	-89.96%	-151.30%	-234.13%	-10.24%	-2.28%	54.84%	-62.87%	20.54%	31.37%	47.23%
传媒	60.72%	75.00%	39.75%	-3.40%	-69.28%	-86.61%	20.52%	-25.35%	-33.97%	-32.92%	-1093.74%	-16.81%	0.69%	31.24%
综合	74.00%	74.29%	-2221.96%	793.82%	20.88%	-114.32%	-100.35%	-98.79%	48.73%	195.83%	453.13%	989.27%	-16.32%	-15.58%
农林牧渔	45.99%	67.42%	5.17%	214.33%	267.64%	1073.68%	11958.64%	23.18%	387.42%	-73.33%	-103.00%	33.44%	-155.15%	-29.53%
通信	64.66%	66.96%	66.49%	23.40%	115.72%	-75.03%	-262.39%	11.70%	-1685.33%	163.47%	-654.28%	-10.35%	-85.57%	-259.12%
电气设备	47.70%	66.37%	131.00%	115.17%	106.95%	0.55%	35.29%	31.97%	-21.03%	7.94%	-614.01%	-47.18%	-18.79%	3.00%
电子	60.49%	63.64%	148.61%	82.95%	72.02%	-4.25%	55.91%	7.94%	0.41%	-23.23%	-319.99%	-16.42%	-20.63%	-0.73%
非银金融	37.56%	62.07%	46.55%	150.52%	-119.84%	-20.32%	193.71%	70.56%	-8.27%	70.68%	-90.09%	-50.26%	-31.48%	-8.67%
医药生物	55.56%	60.88%	90.54%	105.19%	81.35%	-18.71%	-391.09%	-4.84%	-7.21%	-3.82%	-135.04%	-26.17%	14.83%	37.14%
汽车	68.83%	60.82%	131.76%	108.45%	92.66%	-105.30%	-274.48%	-39.63%	-56.35%	-36.94%	-107.46%	-29.78%	-5.56%	-11.25%
建筑材料	54.56%	60.56%	160.75%	33.22%	5.41%	-84.45%	-2.05%	28.73%	8.35%	358.74%	-4.77%	36.43%	85.83%	168.80%
化工	48.98%	60.31%	126.25%	43.78%	1.99%	-68.61%	-64337.98%	-28.57%	-32.91%	-27.06%	-108.09%	4.95%	47.98%	15.27%
交通运输	54.11%	60.00%	-361.32%	-63.34%	-151.22%	-174.62%	-4309.88%	-0.22%	4.49%	11.92%	-98.02%	-26.43%	-29.17%	14.34%
纺织服装	65.93%	60.00%	42.91%	35.38%	-106.28%	-146.45%	-6.05%	-43.25%	-77.28%	-26.58%	-374.08%	-0.54%	6.34%	8.56%
机械设备	50.64%	59.01%	118.77%	136.22%	112.30%	-57.80%	-84.53%	-30.99%	18.40%	0.30%	-249.65%	8.05%	-36.02%	35.99%
计算机	60.52%	58.85%	88.66%	-2.95%	-6.97%	-141.18%	-50.95%	6.93%	31.02%	78.18%	-189.40%	0.79%	42.00%	184.98%
轻工制造	45.27%	57.34%	100.18%	21.62%	-28.85%	-46.04%	44.47%	-18.66%	-24.17%	-47.44%	-422.51%	-25.80%	-14.31%	12.01%
有色金属	60.48%	56.92%	154.28%	34.61%	-9.63%	-42.28%	-35.27%	-15.52%	-26.09%	-57.69%	-303.80%	-35.36%	-3.15%	51.31%
商业贸易	50.88%	56.70%	-25.08%	-70.56%	-42.46%	-133.59%	-246.46%	205.54%	-51.29%	-2.94%	-39.99%	19.30%	198.87%	21.99%
家用电器	16.88%	55.88%	159.34%	98.36%	20.79%	-117.61%	58.29%	25.14%	10.46%	-24.16%	-236.99%	-27.85%	29.49%	13.46%
采掘	73.30%	55.38%	39.02%	105.90%	-105.35%	-117.10%	-4.04%	-28.36%	4.43%	4.83%	70.68%	110.69%	61.02%	33.41%
食品饮料	34.36%	52.25%	212.00%	36.46%	53.26%	6.87%	-46.18%	28.67%	25.51%	26.87%	50.83%	15.24%	54.83%	30.91%
公用事业	50.08%	50.27%	99.77%	48.87%	53.22%	-36.08%	-354.20%	21.63%	-6.28%	9.41%	-170.85%	-19.55%	20.61%	31.83%
房地产	33.64%	48.44%	-59.56%	1.24%	5.46%	-60.45%	-49.63%	-4.38%	21.07%	32.35%	-22.85%	32.05%	25.19%	18.42%
国防军工	34.91%	47.50%	112.69%	435.70%	-65.59%	586.38%	-73.53%	127.19%	118.07%	24.64%	-314.14%	-173.43%	36.63%	-13.01%
银行	26.99%	45.95%	35.24%	-2.73%	-19.91%	8.56%	2.60%	14.08%	11.52%	11.34%	4.02%	12.71%	8.54%	7.21%
建筑装饰	19.38%	45.19%	303.97%	21.78%	36.94%	-135.78%	-129.11%	-8.52%	-45.56%	-4.92%	-50.93%	-11.11%	23.78%	-6.65%
钢铁	45.42%	36.11%	118.15%	55.15%	-21.93%	-47.49%	-68.09%	-57.16%	-30.31%	-48.54%	10.69%	14.82%	136.64%	58.13%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：各行业累计增速

所属行业	披露率（公司市值占比）	披露率（公司家数占比）	2020/12/31	2020/9/30	2020/6/30	2020/3/31	2019/12/31	2019/9/30	2019/6/30	2019/3/31	2018/12/31	2018/9/30	2018/6/30
休闲服务	98.16%	91.89%	-101.41%	-89.14%	-122.71%	-151.30%	-8.20%	8.55%	21.85%	54.84%	11.81%	29.99%	37.99%
传媒	60.72%	75.00%	37.49%	-53.92%	-78.07%	-86.61%	10.91%	-31.22%	-33.30%	-32.92%	-189.44%	3.31%	13.83%
综合	74.00%	74.29%	-157.78%	47.67%	-36.21%	-114.32%	-62.19%	-6.19%	87.11%	195.83%	1215.83%	85.85%	-16.13%
农林牧渔	45.99%	67.42%	163.92%	289.42%	395.14%	1073.68%	177.74%	61.32%	202.03%	-73.33%	-43.71%	-30.12%	-85.27%
通信	64.66%	66.96%	105.02%	208.11%	126.26%	-75.03%	-439.42%	-4427.88%	-234.86%	163.47%	-136.52%	-99.85%	-139.27%
电气设备	47.70%	66.37%	235.38%	86.01%	67.40%	0.55%	141.19%	0.37%	-11.54%	7.94%	-82.50%	-25.20%	-11.06%
电子	60.49%	63.64%	134.47%	58.32%	41.36%	-4.25%	42.84%	-1.03%	-10.66%	-23.23%	-60.46%	-13.33%	-10.95%
非银金融	37.56%	62.07%	16.73%	16.00%	-42.49%	-20.32%	53.21%	46.58%	38.16%	70.68%	-44.13%	-29.67%	-17.84%
医药生物	55.56%	60.88%	201.96%	55.37%	34.36%	-18.71%	-49.82%	-7.46%	-5.62%	-3.82%	-25.71%	4.58%	24.23%
汽车	68.83%	60.82%	49.39%	15.50%	-23.96%	-105.30%	-52.05%	-44.91%	-46.33%	-36.94%	-40.43%	-14.84%	-8.51%
建筑材料	54.56%	60.56%	24.81%	3.37%	-14.25%	-84.45%	21.93%	27.51%	30.19%	358.74%	41.55%	67.43%	88.89%
化工	48.98%	60.31%	931.60%	-7.14%	-29.59%	-68.61%	-109.44%	-30.31%	-30.02%	-27.06%	9.14%	23.65%	31.06%
交通运输	54.11%	60.00%	-223.98%	-125.58%	-165.10%	-174.62%	-7.56%	5.18%	9.14%	11.92%	-23.13%	-15.45%	-6.98%
纺织服装	65.93%	60.00%	87.92%	-29.55%	-72.55%	-146.45%	-165.07%	-48.93%	-51.37%	-26.58%	-78.44%	4.91%	7.45%
机械设备	50.64%	59.01%	1355.96%	56.01%	33.49%	-57.80%	-136.17%	-0.08%	10.20%	0.30%	-74.32%	-5.87%	-9.86%
计算机	60.52%	58.85%	174.63%	-40.29%	-56.28%	-141.18%	-7.56%	30.62%	45.24%	78.18%	-83.54%	35.17%	71.01%
轻工制造	45.27%	57.34%	184.29%	-7.01%	-23.76%	-46.04%	280.76%	-28.40%	-33.87%	-47.44%	-95.41%	-12.48%	-3.67%
有色金属	60.48%	56.92%	412.89%	-1.42%	-22.37%	-42.28%	-257.43%	-35.91%	-43.31%	-57.69%	-82.89%	-2.84%	20.25%
商业贸易	50.88%	56.70%	-119.43%	-76.39%	-84.56%	-133.59%	-35.03%	13.76%	-36.72%	-2.94%	30.87%	79.90%	108.02%
家用电器	16.88%	55.88%	270.57%	4.00%	-33.42%	-117.61%	166.91%	1.09%	-6.42%	-24.16%	-126.79%	4.22%	20.70%
采掘	73.30%	55.38%	-35.95%	-44.30%	-110.41%	-117.10%	-7.80%	-8.29%	4.60%	4.83%	67.41%	66.99%	47.87%
食品饮料	34.36%	52.25%	48.01%	26.10%	21.99%	6.87%	9.91%	26.89%	26.38%	26.87%	35.22%	31.25%	38.25%
公用事业	50.08%	50.27%	68.37%	27.11%	11.56%	-36.08%	-13.20%	8.48%	0.57%	9.41%	-10.26%	3.53%	25.11%
房地产	33.64%	48.44%	-22.71%	-16.67%	-23.46%	-60.45%	-4.87%	15.88%	25.77%	32.35%	4.57%	25.17%	22.28%
国防军工	34.91%	47.50%	572.06%	82.62%	51.53%	586.38%	12.27%	231.53%	92.64%	24.64%	-144.10%	-56.44%	19.90%
银行	26.99%	45.95%	2.22%	-4.61%	-5.58%	8.56%	10.57%	12.31%	11.47%	11.34%	8.50%	9.44%	7.92%
建筑装饰	19.38%	45.19%	40.51%	-7.59%	-24.35%	-135.78%	-46.86%	-26.55%	-34.64%	-4.92%	-12.78%	5.61%	14.77%
钢铁	45.42%	36.11%	15.09%	-6.49%	-26.97%	-47.49%	-49.41%	-44.91%	-38.22%	-48.54%	39.65%	54.37%	94.70%

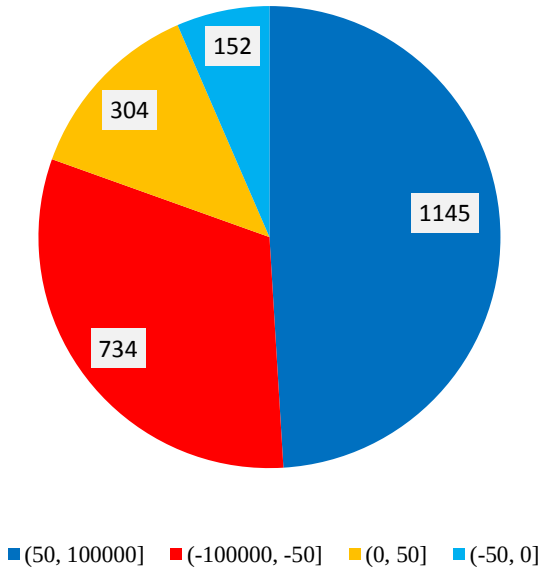
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 换个角度看待业绩预告：预期差

考虑到依然有四成的上市公司尚未披露业绩预告，且交易所要求净利润为负，或者净利润同比变动 50%以上，或扭亏为盈的上市公司应当披露业绩预告，这使得大量已披露的公司业绩带有一定的极端性，而整体则呈现两极分化的形态，因此即使披露率较 Q3 大幅抬高，代表性显著增强，基于此来推测各个行业或板块的整体业绩表现情况所得到的结果依然存在一定偏差，需要更多新的角度对业绩预告进行解读，我们认为预期差将是一个不错的选择。

如果业绩的增长仅是景气的如期兑现，那么市场对其并不会存在较大反应。我们需要警惕的是过去一年极端的行情演绎使得部分高景气板块的估值已经抬升至历史高位，一旦即使高增长的业绩仍不及苛刻的市场预期，那么其股价的波动将会显著放大。同样地，在部分前期由于各种原因被市场所忽视，但业绩表现却大超预期的板块，将有望迎来估值重估，具备较高的性价比。

图12：在所有已披露业绩预告的公司中，业绩增速表现两极分化严重（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：各上市板内部各公司业绩增速表现同样呈现两级分化形态

上市板	业绩增速表现区间（%）	公司家数
中小企业板	(50, 100000]	320
	(0, 50]	75
	(−50, 0]	37
	(−100000, −50]	186
主板	(50, 100000]	478
	(0, 50]	96
	(−50, 0]	60
	(−100000, −50]	353
创业板	(50, 100000]	281
	(0, 50]	111
	(−50, 0]	46
	(−100000, −50]	180
科创板	(50, 100000]	66
	(0, 50]	15
	(−50, 0]	9
	(−100000, −50]	22

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们将披露预告净利润，同时具有分析师盈利预期数据（作为市场预期数据）的1056只公司作为分析样本，尝试从景气兑现角度寻找超预期的线索。

3.1、 主板业绩符合预期，创业板不及预期

通过比较业绩预告中的各上市板净利润增速（整体法）与分析师一致预期的盈利增速，可以发现创业板整体业绩增速尽管高达 74.27%，依然不及盈利预测的最小值，具体板块内部的超预期个股占比也相对较低；相应的，主板业绩尽管略低于分析师预期中位数，然而板块内部超预期个股占比较高，考虑到分析师预期往往偏乐观，因此可以认为主板业绩增速整体符合预期。

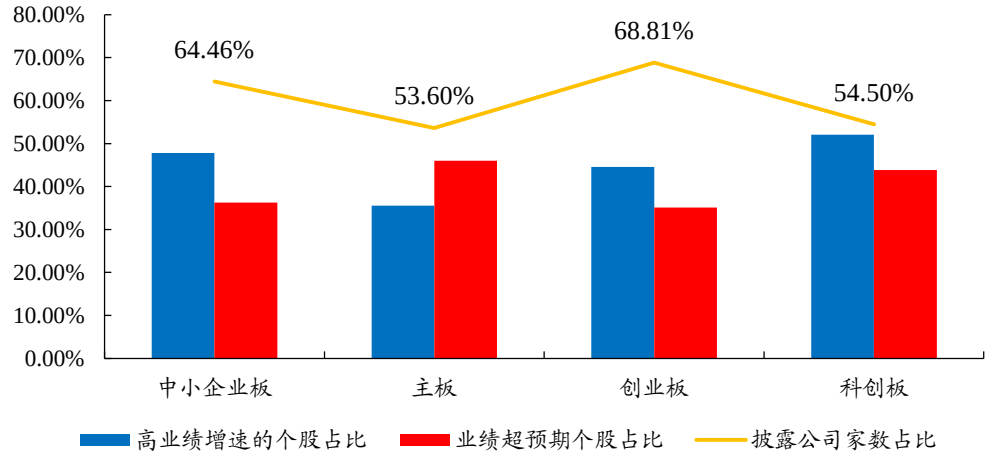
表3：主板与科创板业绩符合预期，创业板不及预期

上市板	业绩预告净利润增速	盈利预测中位数	超预期幅度（基于净利润）	是否超最小值	是否超最大值	是否超中位数
中小企业板	77.76%	115.44%	-17.49%	1	0	0
主板	0.48%	1.87%	-1.36%	1	0	0
创业板	74.27%	157.57%	-32.34%	0	0	0
科创板	166.14%	187.02%	-7.28%	1	0	0

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：“1”代表“是”；“0”代表“否”。盈利预测数据截止于 2020 年 12 月 31 日，下同。

图14：创业板尽管整体业绩高增长，然而超预期个股占比并不高



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：高业绩增速意为个股业绩增速大于样本中位数；超预期意为预告增速大于盈利预期增速中位数，下同。

3.2、 上证 50 与沪深 300 业绩整体略超预期

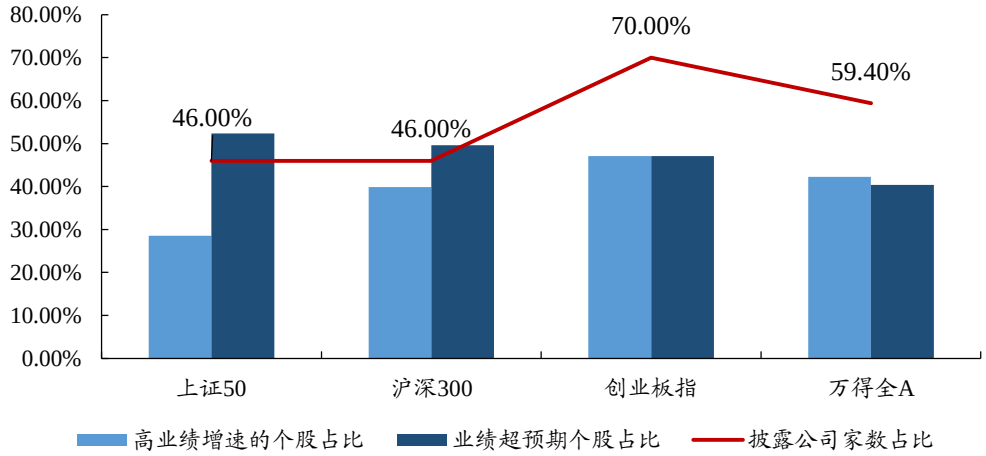
在主流宽基指数中，**市场对上证 50 与沪深 300 存在一定低估**，指数整体预告净利润增速虽然较低（上证 50 为-5.70%，沪深 300 为 3.17%），却与分析师一致预期中位数接近，上证 50 甚至略高于预期，且两个指数内部五成左右的个股业绩均高于市场预期中位数。而代表创业板最优秀个股的创业板指整体业绩增速为 77.53%，与创业板整体接近，相较市场对其的高期待依然偏低，指数内部业绩超预期个股占比也低于沪深 300 与上证 50。

表4：上证 50 与沪深 300 业绩整体略超预期

指数名称	业绩预告净利润增速	盈利预测中位数	超预期幅度（基于净利润）	是否超最小值	是否超最大值	是否超中位数
上证 50	-5.70%	-8.24%	2.76%	1	0	1
沪深 300	3.17%	4.29%	-1.08%	1	0	0
创业板指	77.53%	101.10%	-11.72%	1	0	0
万得全 A	11.75%	20.19%	-7.02%	1	0	0

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：上证 50 与沪深 300 内部个股超预期占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 金融与周期风格大致符合预期，成长存在一定高估

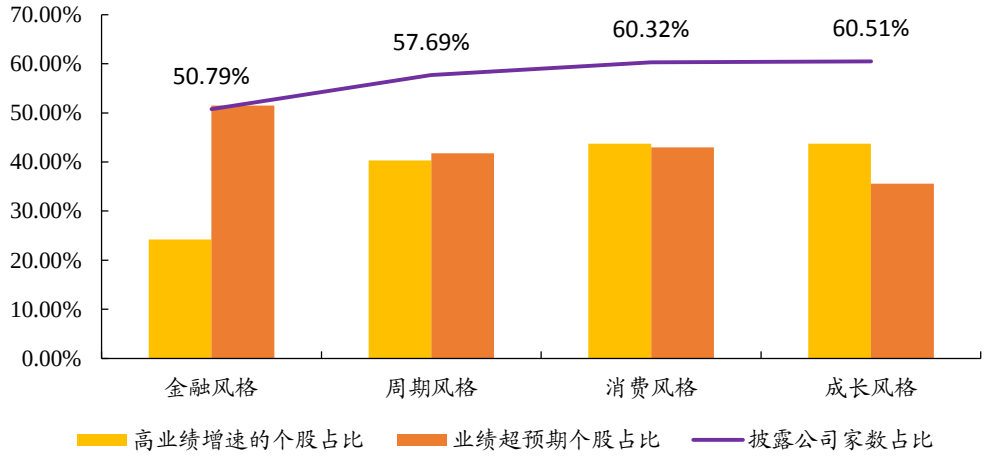
从各风格指数的预告业绩表现与市场预期比较来看，市场对于金融与周期的预期过于悲观，而对于成长板块的业绩增长却过于乐观。我们发现，尽管金融与周期风格整体业绩增速并不如消费与成长，却与市场预期中位数相接近，而在行业内部存在较高的超预期个股占比，可以认为市场对其存在较为广泛的低估。与此相反，成长风格预告净利润增速为 51.36%，表现低于市场预期最低值，而行业内部也有大量个股业绩不及预期，成长板块存在一定高估。

表5：金融与周期风格大致符合预期，成长风格偏高估

所属风格	业绩预告净利润增速	盈利预测中位数	超预期幅度（基于净利润）	是否超最小值	是否超最大值	是否超中位数
金融风格	6.94%	7.11%	-0.16%	1	0	0
周期风格	-18.45%	-16.63%	-2.18%	1	0	0
消费风格	72.07%	91.16%	-9.99%	1	0	0
成长风格	51.36%	90.33%	-20.48%	0	0	0

数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：尽管金融风格整体业绩增速偏低，然而超预期个股占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、 大量金融与周期行业景气得到兑现或实现反转

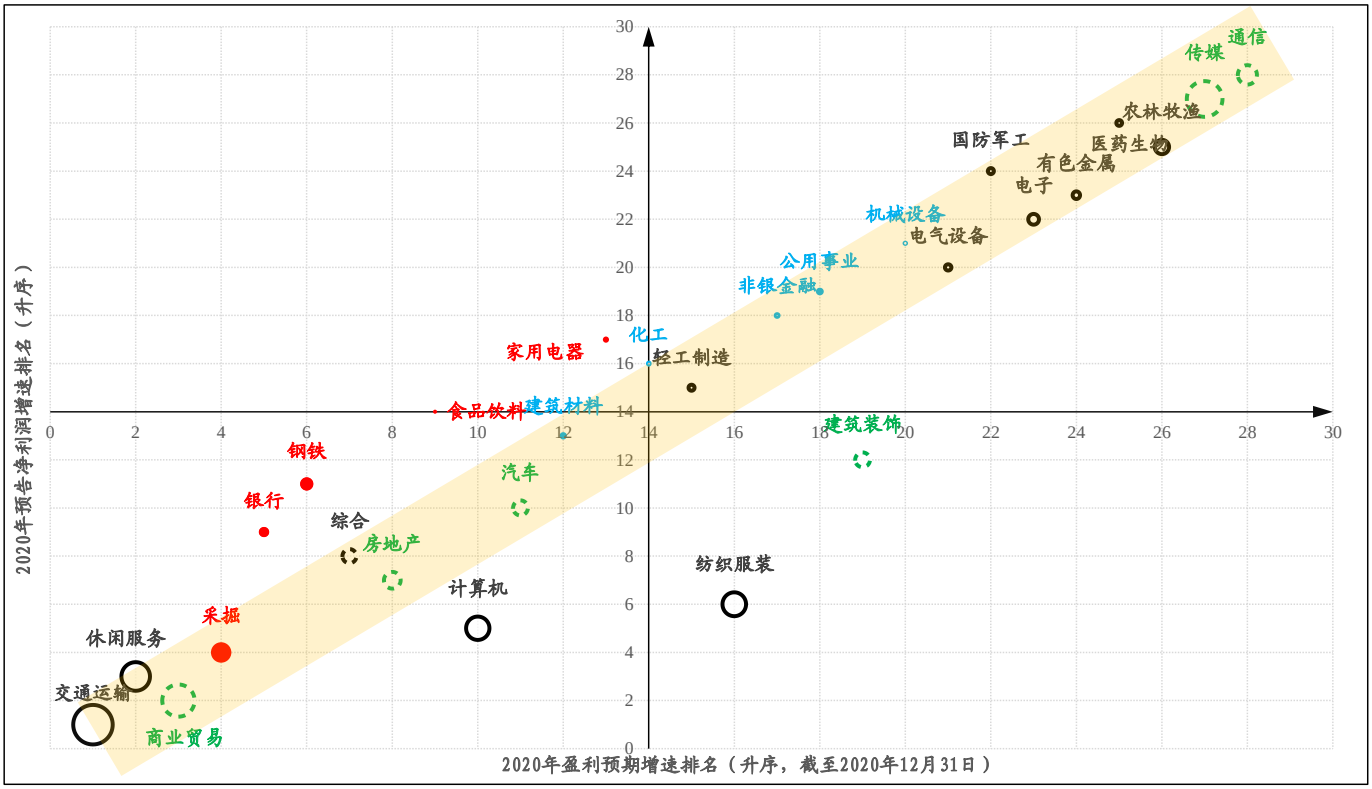
从各行业业绩预告净利润增速与 2020 年盈利预期增速排名匹配程度上看，大部分行业均位于“预告增速-预期增速”矩阵的对角线附近，排名匹配度较高；结合预告净利润增速与预期净利润增速之间的偏离程度后，我们发现：

（1） 第一象限属于“预期较高”，实际增速也较高的行业集合，在这些行业中存在三种情况：一类是如**传媒、通信业绩兑现程度较低**，整体法计算的业绩增速低于盈利预测的最低值；第二类是**电气设备，电子、医药生物、国防军工等行业预告业绩增速小于盈利预测的中位数，因此仅算是“基本符合预期”，甚至略有不及**；最后则是**机械设备、非银金融、公用事业、化工等行业**的预告业绩增速与分析师的盈利预测中位数差异小于 3%，**高景气得到了如期兑现**；

（2） 第二象限中的**家用电器**行业值得注意，其在预期业绩增速排名中相对靠后，然而实际预告增速却较高，实现了景气的超预期兑现；

（3） **第三象限中的采掘、钢铁与银行，**分析师对其预期已经足够“悲观”，因此尽管两者的预告增速排名仍然较低，却较大程度超过分析师在 2020 年末盈利预期中位数，**实现了业绩的“逆袭”与反转。**

图17：各行业业绩预告净利润增速与2020年盈利预期增速排名匹配程度



数据来源：Wind、开源证券研究所

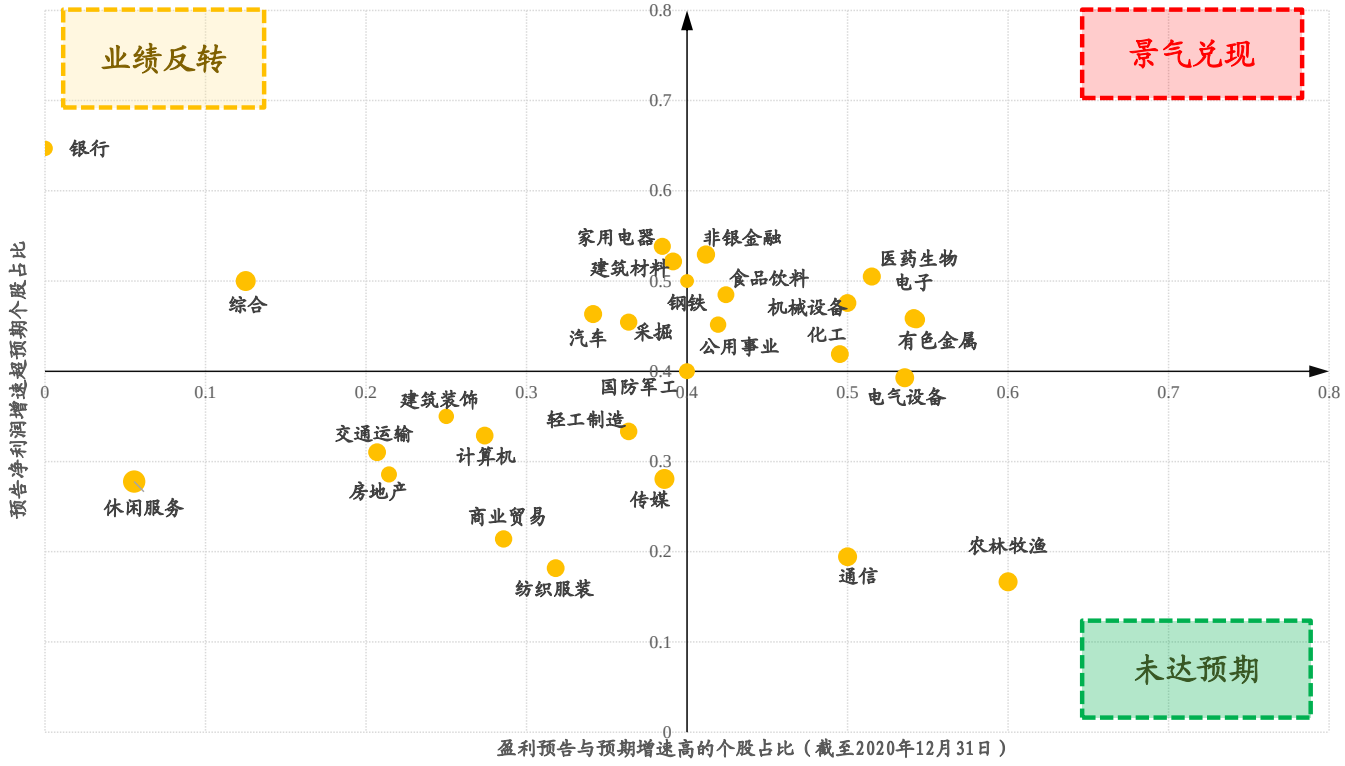
备注：圆圈面积代表景气兑现幅度，计算公式为（业绩预告净利润-盈利预期净利润）/盈利预期净利润

红色实圈代表着预告净利润大于盈利预测中位数，即超出预期；**蓝色实圈**代表着预告业绩增速略小于盈利预测增速的中位数（小于分析师预期中位数3%以内），即符合预期；**黑色空圈**代表着预告业绩增速小于盈利预测增速的中位数，即符合部分预期；**绿色空圈**代表着预告业绩增速不及盈利预期增速的最小值，即不及预期。

利用相同样本，我们从个股层面再次验证上述结论，选取两个维度的指标：第一，各行业超预期个股占比；第二，盈利预告及预期增速均位于中位数以上的个股占比。将矩阵分为四个象限，分析其中的第一、二、四象限，分别为景气兑现、业绩反转、未达预期。景气兑现行业为**医药生物、电子、食品饮料、非银金融、公用事业、机械设备、化工，与上文中基本重合；**业绩反转的行业，**主要集中于耐用品消费、金融与周期板块。**通信仍然属于不及预期的范围。

由于市场前期比较“极致”的风格，不论是景气兑现还是业绩反转的行业中，属于科技或者消费类的行业，估值都已经达到了历史的高位，例如消费中的家用电器、食品饮料估值历史分位数接近100%，“科技”属性的电子、电气设备都超过了80%分位数，而医药生物估值也高于历史上80%的时间。**具有明显性价比的是景气兑现和业绩反转中的金融、周期行业**，景气兑现中的**非银金融、有色金属**，以及业绩反转中的**银行、钢铁、采掘**，估值的历史分位数都不超过50%，甚至处于绝对低位。

图18：景气反转的行业，主要集中于消费与周期板块

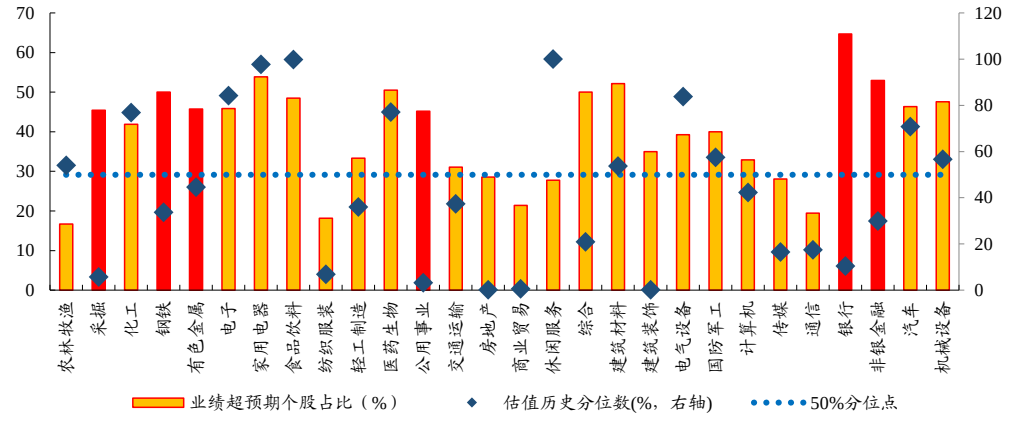


数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：黄色实圈的大小代表行业中已公布业绩预告的个股数量占比，用以衡量个股占比表现的置信度。

景气兑现判断标准为行业内部已披露业绩预告的个股中，预期与预告业绩增速均在市场中位数以上，同时预告业绩增速超预期的比例超过 40%；业绩反转则意味着尽管预期或预告的业绩增速在市场中位数以上的个股占比较低，然而其业绩超预期的个股较多；未达预期则与业绩反转的判断标准相反，预期和预告业绩增速高，却存在大于 40%的个股业绩均不及预期，景气度并没有得到充分兑现。

图19：相较于高景气的消费与科技板块估值已至历史极值，周期与金融板块性价比明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5、 银行的下一站：ROE 超预期

在上图中，我们发现银行的业绩增速虽然较低，然而内部却存在着大量业绩超预期的个股。截至 1 月 30 日，已有 17 家银行披露业绩快报。归母净利润增速均为正，15 家银行盈利增速超一致预期。我们前期报告《还周期以“成长”，看金融以“当下”》中论证了盈利能力回升是目前阶段银行 PB 改善的重要因子，而业绩快报中已经 9 家银行 ROE 超预期，下一宏观场景中信用收缩，同时经济仍有上行动力，这将增强银行议价能力，提振净息差，有利于 ROE 进一步回升。

表6：多家银行业绩超预期

股票代码	股票名称	业绩快报中利润总额（亿元）	归母净利润增速（%）	预期净利润（亿元）	ROE（%）	预期 ROE（%）
002807.SZ	江阴银行	11.15	4.34	10.19	8.85	8.65
002839.SZ	张家港行	10.06	4.93	10.01	9.14	9.48
002958.SZ	青农商行	31.09	4.78	29.65	11.58	11.64
600000.SH	浦发银行	666.82	-0.99	548.00	10.81	10.06
600036.SH	招商银行	1,224.78	4.82	935.66	15.73	15.10
600908.SH	无锡银行	14.91	4.96	13.06	10.87	11.32
600919.SH	江苏银行	167.48	3.06	148.00	11.91	12.26
600928.SH	西安银行	30.74	3.03	27.25	11.24	11.07
601128.SH	常熟银行	22.46	1.01	18.40	10.35	10.40
601166.SH	兴业银行	766.37	1.15	638.00	12.62	12.29
601187.SH	厦门银行	18.36	6.55	18.63	11.23	11.08
601229.SH	上海银行	224.10	2.89	189.38	12.09	11.39
601577.SH	长沙银行	67.73	5.08	52.85	14.57	13.87
601818.SH	光大银行	454.82	1.26	358.81	10.71	10.85
601860.SH	紫金银行	15.78	1.76	14.46	10.15	10.22
601998.SH	中信银行	578.57	2.01	440.00	10.11	9.63
603323.SH	苏农银行	10.34	4.71	9.78	8.07	8.37

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：盈利预期数据截至 2020 年 12 月 31 日

4、 不再“选优”，而是选“超预期”，寻找被忽视的性价比

在刚刚过去的 2021 年第一个月份中，指数涨而个股跌，价升而量不升的情况让市场对“抱团”讨论颇多，我们在报告《胜利者的“陷阱”》中提到，“抱团”背后可能的一个原因是投资者喜欢根据历史价格表现预测未来的收益，**但是遗憾的是这种方法并不可靠，历史数据告诉我们，诸如 ROE 这样的基本面财务指标才是更稳定的收益来源。**而刚刚结束的业绩预告则帮助我们进一步地去挖掘基本面的信息，我们发现了以下几个结论：

（1）随着经济复苏进程的不断推进，景气正在向更多板块扩散，绝大部分行业和板块在四季度的业绩修复力度均较大。

（2）成长与消费板块内部发生了较为明显的业绩分化，头部企业贡献了大量的

业绩表现。因此即使赛道正确，也并不是所有在赛道上奔跑的马匹均是良驹，投资者必须对择股引起重视。

（3）从业绩预告结果看，**通常意义上的“抱团”板块确实取得了较高的业绩增速，然而这已经被充分计量在盈利预期之中，甚至略有不及，**考虑到其估值已抬升至历史极值水平，我们认为投资者需要警惕“不达预期”下股价波动放大的风险。相较之下，**前期被系统性低估的银行、建材、钢铁与采掘此刻迎来业绩反转，**在经济持续复苏时，上述板块内部存在的大量业绩超预期个股的**高性价比将逐渐凸显**；另外，景气得到如期兑现，业绩表现基本符合市场预期的**机械设备、非银金融、公用事业、有色金属**行业存在着较高的超预期个股占比，而行业估值处于历史中低水平，其中的细分品种还值得投资者进行进一步挖掘。

（4）依据上述分析，我们从业绩超预期增长，但估值在过去一段时间内尚未显著抬升两个维度，筛选出 12 只具有“性价比”的个股，供投资者参考。

表7：周期板块内部业绩超预期且估值抬升有限的个股筛选（仅作为方法展示，供参考，不构成投资建议）

股票代码	股票名称	所属行业	预测盈利增速	预告盈利增速	股票最新市值（亿元）	市净率所处分位数（%）	市净率	近一个月市净率变化幅度（%）
000039.SZ	中集集团	机械设备	89.01	246.90	525.59	30.54	1.50	-2.47
000690.SZ	宝新能源	公用事业	82.18	103.81	164.93	14.83	1.57	3.84
002532.SZ	天山铝业	机械设备	1319.39	1342.16	307.49	0.00	1.65	-12.68
300919.SZ	中伟股份	化工	116.32	128.00	464.38	11.54	13.05	-0.24
600039.SH	四川路桥	建筑装饰	57.30	76.86	221.68	21.22	1.03	2.88
600549.SH	厦门钨业	有色金属	117.06	135.29	251.08	32.27	3.36	4.67
601375.SH	中原证券	非银金融	45.99	80.24	239.11	12.19	1.79	-26.64
601878.SH	浙商证券	非银金融	47.79	68.18	478.50	46.08	2.47	-16.14
601998.SH	中信银行	银行	-5.71	2.01	2559.29	4.81	0.56	2.35
601818.SH	光大银行	银行	-0.71	1.26	2188.29	6.73	0.65	1.50
000923.SZ	河钢资源	采掘	90.50	98.63	161.88	47.60	2.49	-0.36
000959.SZ	首钢股份	钢铁	-10.00	43.88	201.00	11.73	0.71	-0.78

数据来源：Wind 开源证券研究所

备注：筛选标准：市净率所处近十年分位数低于 50%且最近一个月抬升幅度小于 5%；预告业绩增速超过盈利预测增速最大值；市值在 100 亿以上。

5、 风险提示

测算误差，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