2021 年 01 月 07 日

一致预期中的有限理性

——投资策略专题

策略研究团队

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

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

● **从历史上看，机构“扎堆”推荐的行业并不意味着必然的高胜率或高收益率**

2021 年，机构行业配置观点出现“扎堆现象”，“再通胀”与产业升级成为一致的推荐主线：（1）“再通胀”主线，有色金属，机械设备等；（2）产业升级主线，电气设备、汽车、电子等。然而从历史情况来看，“扎堆”推荐的行业并不意味着必然的高胜率或高收益率，那么投资者应该如何看待和利用机构的行业配置观点呢？我们尝试通过结合业绩预测的准确度与次年的期望收益率表现来给出 2021 年机构集中推荐的组合中置信度更高的行业，供投资者参考。

● **业绩预测：“真理”既不在少数人手中，也不会被所有人认同**

从第二年业绩表现看，集中推荐组合的业绩增长确定性相对较高，而一致推荐组合的业绩并不能稳定兑现。我们按照机构推荐的集中度将行业分为：“一致推荐”、“集中推荐”、“离散推荐”三档，从 2015-2020 年年度展望来看，集中推荐组合的年净利润增速往往大于离散推荐组合与全部 A 股；一致推荐组合集中于科技，医药等成长性板块，它们所具备的“长期逻辑”恰恰要求投资者要求放眼未来而不是关注当下，**因为长期趋势不一定能够在短期内业绩中兑现，这也是一致预期组合净利润增速无法稳定高于离散推荐组合和全部 A 股的根本原因。**

● **市场表现：集中推荐也未必有稳定收益**

从推荐年度股价表现来看，机构一致推荐或集中推荐的行业组合并没有显著战胜离散推荐的行业组合与指数。我们计算了上述三类推荐组合在来年第一季度，上半年度以及全年度三个时间区间的平均收益率，发现在绝大部分年份里，三个行业组合的平均收益率均没有出现稳定差异，也无法战胜当年表现强势的市场指数。推荐组合无法稳定跑赢当年强势组合背后有两大因素：一方面是**突发事件的干扰，**如 2018 年的“中美贸易摩擦”，2020 年的“新冠疫情”；另一方面，**组合风格均衡，表现稳健，但难以超越强势指数。**我们发现各年集中推荐组合往往呈现“成长+”的风格，如 2015 年成长风格主导市场，而集中推荐组合的风格为“成长+金融”，尽管录得较高的正向收益，然而却逊于创业板指；而在 2017 年周期价值风格占优时，“成长+周期”的组合表现差于沪深 300。**此外，投资者对景气行业“抢跑”后的“还账”会对集中推荐组合的收益率产生制约。**

● **在机构 2021 年终展望行业配置观点中，非银金融与汽车置信度更高**

从业绩可预测性视角看，整体而言，各个行业业绩预测的难度普遍偏大，但是相对而言，在 2021 年机构推荐度较高的行业中，**银行、非银金融、家电与汽车的预期业绩偏差较小**；而从股价期望收益率视角看，在过往机构集中推荐程度较高的行业中，能够在一季度，上半年，全年均录得正向期望收益的行业为**非银金融、计算机、汽车、电子与电气设备。**综合上述两个视角，**在 2021 年机构集中推荐的行业配置组合中，非银金融与汽车的置信度更高。**

● **风险提示：**资料收集不全面，测算误差。

相关研究报告

《投资策略月报-1 月策略：不得贪胜，不可不胜》-2021.1.3

《投资策略专题-2020 年的十大决断时刻》-2021.1.1

《投资策略专题-开源金股，1 月推荐》-2020.12.30

目 录

1、 2021 年的机构年终展望中行业配置观点梳理 3
2、 历史上机构推荐行业组合的来年表现 6
2.1、 业绩预测：“真理”既不在少数人手中，也不会被所有人认同 7
2.2、 市场表现：集中推荐也未必有稳定收益 8
3、 从两种视角判断行业推荐置信度 10
3.1、 消费与金融业绩预期相对偏差较小且稳定 10
3.2、 期望收益率视角下，TMT、电气设备、汽车与非银录得期望收益较大，置信度较高 12
4、 展望 2021，非银与汽车推荐置信度较高 13
5、 风险提示 14

图表目录

图 1: 2021 年经济复苏成为机构一致预期 4
图 2: 美元流动性泛滥是“再通胀”预期的货币基础 4
图 3: 11 月制造业投资当月同比大幅上行，超越房地产开发和基建投资 4
图 4: 高端制造相关行业景气度较高 4
图 5: 过往每年推荐配置消费行业的机构数目相对较少（汽车，医药除外） 5
图 6: 2021 年机构推荐行业分布及推荐家数 5
图 7: 2014 年至 2021 年机构推荐行业组合分类 6
图 8: 2015 年至 2021 年，各行业入选集中推荐组合次数（剔除未曾入选过的行业） 6
图 9: 一致推荐组合净利润增速并没有稳定高于离散推荐组合和全部 A 股 7
图 10: 科技与医药板块的累计净利润增速波动较大（单位：%） 8
图 11: 机构一致推荐或集中推荐的行业组合均无法显著战胜离散推荐的行业组合与当年强势指数（单位：%） 9
图 12: A 股市场上“抢跑现象”较为明显，“来年还账”成为了制约收益率的重要因素 9
图 13: 2010 年至 2019 年行业分析师对于来年行业营业收入一致预期的偏差 11
图 14: 金融与建筑的营收一致预期相对较为准确，且波动性相对较小 11
图 15: 2010 年至 2019 年行业分析师对于来年行业净利润一致预期的偏差 12
图 16: 行业分析师对来年净利润预期偏差普遍较大，且稳定性较营收也较差 12
图 17: 机构集中推荐视角下，科技，新能源车与非银录得期望收益较大，置信度较高（单位：%） 13
图 18: 结合机构行业推荐程度与业绩预测偏离程度，金融与消费推荐置信度较高 14

表 1: 集中推荐组合风格倾向均衡 9

主流机构投资者对于 A 股年度的配置展望往往反应了市场投资者对于第二年的预期。这种“预期”的意义远胜过“靠谱”和“不靠谱”两种简单的判断。其实面对未来的不确定性，投资者往往只能在有限信息下给出抉择。这些抉择的过程往往能够为我们认知未来提供更多参考，但前提是我们能够正确“使用”它们。

通过收集近些年来多家机构有关来年的年度展望报告，梳理其每一年的行业配置（2013 年前收集到的报告过少，因此统计梳理的区间定为 2014 年至 2021 年），可以发现近两年来，出现了众多机构观点“扎堆”，一致看好某些行业或板块的现象，如 2020 年市场普遍看好以电子为代表的科技板块，紧随其后的是同样属于科技板块的计算机，通信；而在稍早些年份，各机构间观点分歧较大，并没有明显的一致预期主线，如 2017 年，排名靠前的行业中既有有色金属、化工、机械设备为代表的周期板块，也有医药生物，计算机这样的成长性行业。

当前，根据对已公开发表的 2021 年度展望报告中行业配置观点的梳理，“观点扎堆”现象依然得以延续：电气设备与汽车基于光伏与新能源汽车板块的高景气分别获得了 20 家与 19 家机构的行业配置推荐（共 27 家样本机构）。有一个值得思考的问题是，在机构观点“扎堆”下，这些一致看好的行业来年能否取得高收益或者高胜率？在刚刚过去的 2020 年，曾在 2019 年底被主流机构投资者一致看好的：电子，计算机和通信行业的涨跌幅分别为 36.05%/9.75%/-8.33%，排名第 7/16/27 名，可见机构观点“扎堆”看好的行业来年表现并不一定出色。而上述行业的特征其实又很难以 “黑天鹅事件”（疫情）为股价表现作完全解释。

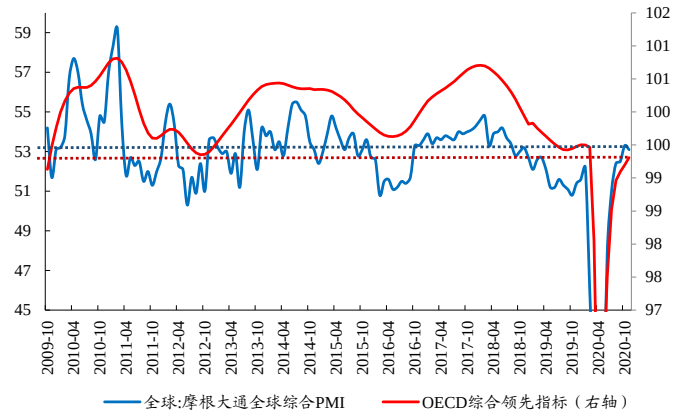
我们在本文中，将尝试分析并得出一种并不简单基于结果评判，也不一味强求“第一性”的结论，寻找行业推荐的置信度。

1、 2021 年的机构年终展望中行业配置观点梳理

疫情下半场，全球经济复苏与产业升级成为 2021 年行业配置的共识，机构“扎堆”推荐相关高景气行业。随着 2020 年底疫苗的问世，交易全球经济复苏成为了 2021 年终展望中机构行业配置观点的一致预期，包括景气度有望持续的出口产业链与受益于“再通胀”的工业品（美元流动性泛滥是“再通胀”预期的货币基础），机构推荐配置数目较高的相关行业有**有色金属、家用电器、电子、机械设备、交通运输、轻工制造**；而随着制造业投资的“强势回归”，国家产业政策的不断出台，以新能源汽车，高端制造为代表的产业升级成为另一个共识，机构推荐配数目较高的相关行业有**电气设备、汽车、机械设备、电子、计算机。**

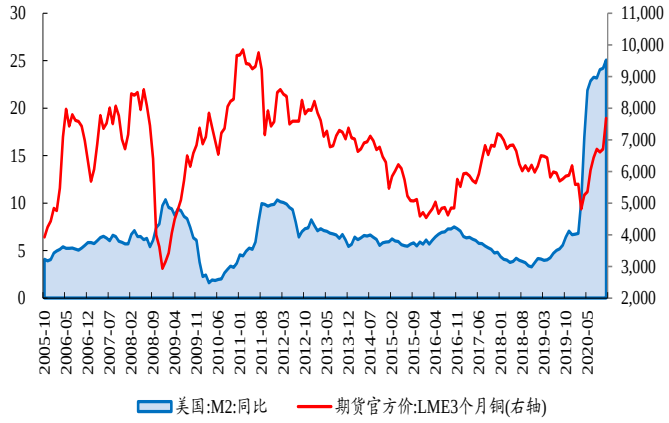
预期“内循环”政策支持下的消费升级与线下消费的持续复苏是消费板块获得多家机构推荐配置的主要理由。我们发现食品饮料与休闲服务均获得了 12 家机构的 2021 年行业配置推荐，占样本数的四成。与直觉相悖的是，在过往除汽车，医药以外的消费板块似乎并不受机构青睐，而以食品饮料，家用电器为代表的部分消费行业在过去几年表现却极为优异。我们认为，这与机构固有的对消费板块防御属性的认知有关，往往在对第二年经济前景预期悲观或偏中性的情况下，才会大幅推荐配置业绩确定性强，防御属性强的消费板块，如 2015 年与 2018 年。然而 2021 年机构大幅推荐配置消费板块的逻辑与以往不同，本次集中推荐的主要逻辑为：（1）在发展“内循环”的背景下，消费板块得到政策的大力支持，预期 2021 年将会有更多刺激政策出台，助力消费升级；（2）疫情过后，相较于供给端与出口的恢复，消费相对落后，2021 年有望持续复苏，业绩确定性较强。

图1：2021 年经济复苏成为机构一致预期



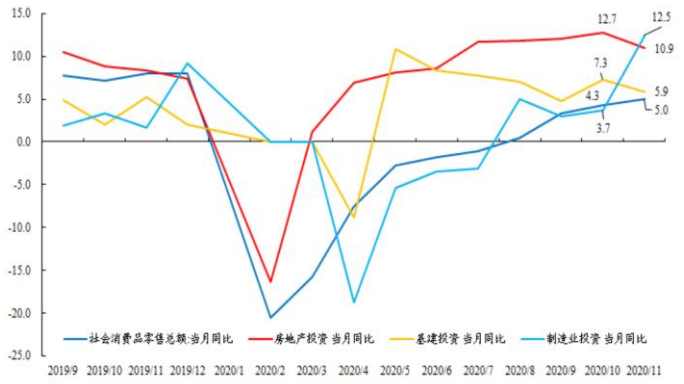
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：美元流动性泛滥是“再通胀”预期的货币基础



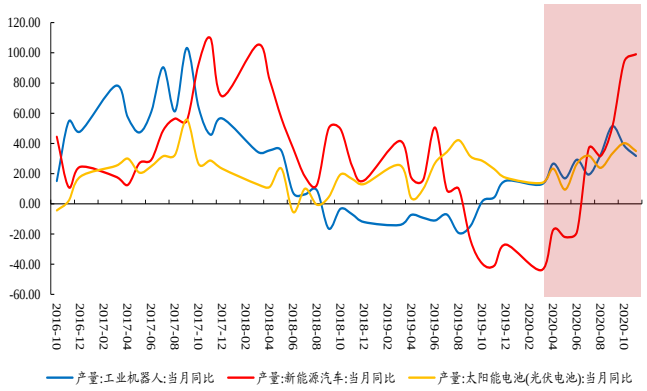
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：11 月制造业投资当月同比大幅上行，超越房地产开发和基建投资



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：高端制造相关行业景气度较高



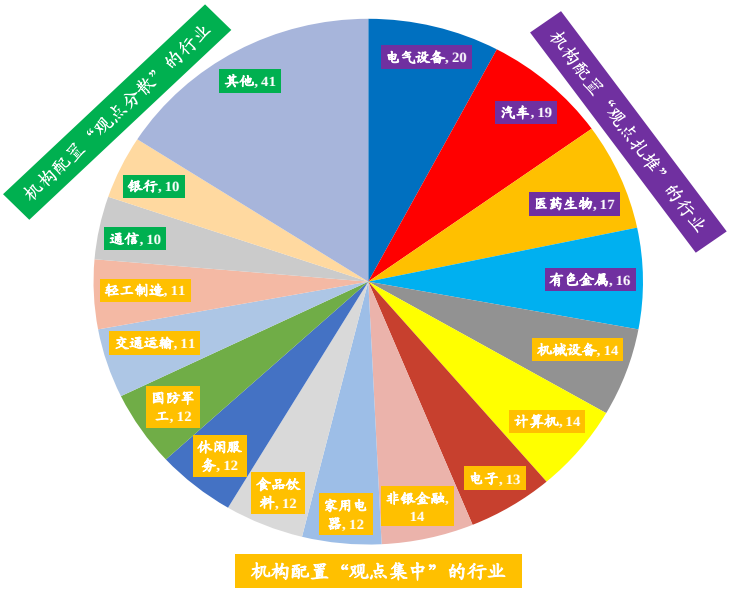
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：过往每年推荐配置消费行业的机构数目相对较少（汽车，医药除外）

行业	推荐家数						
	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
电子	13	11	6	8	2	1	3
计算机	14	10	9	4	5	6	3
通信	10	9	14	6	4	2	
汽车	19	9	5	5	2	1	3
银行	10	6	7	4	3	1	3
传媒	8	6	8	3	1	6	1
电气设备	20	5	5	4	1	1	3
医药生物	17	5	4	6	6	7	2
非银金融	14	5	9	2	2	7	4
家用电器	12	4	1	3	1	2	2
建筑材料	4	4	2	2		2	1
房地产	1	4	7			3	2
商业贸易	5	3	1	2		1	
公用事业	1	3	5	4	3	2	2
建筑装饰	2	3	7	2	4	2	1
轻工制造	11	3	1		1		1
国防军工	12	2	8	3	3		1
有色金属	16	2	3	1	6	3	
机械设备	14	2	5	4	5	6	3
农林牧渔	1	2	3	1	3	1	
采掘	7	1		3	5	2	
交通运输	11	1	1	2	3	1	3
休闲服务	12	1	4	1			1
食品饮料	12	1	4	4	3	2	1
化工	8	1		1	5	3	
综合			1				
钢铁	1			2	2	1	1
纺织服装	3			1			

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021 年机构推荐行业分布及推荐家数



数据来源：Wind、开源证券研究所 备注：总机构样本数为 27 家

2、 历史上机构推荐行业组合的来年表现

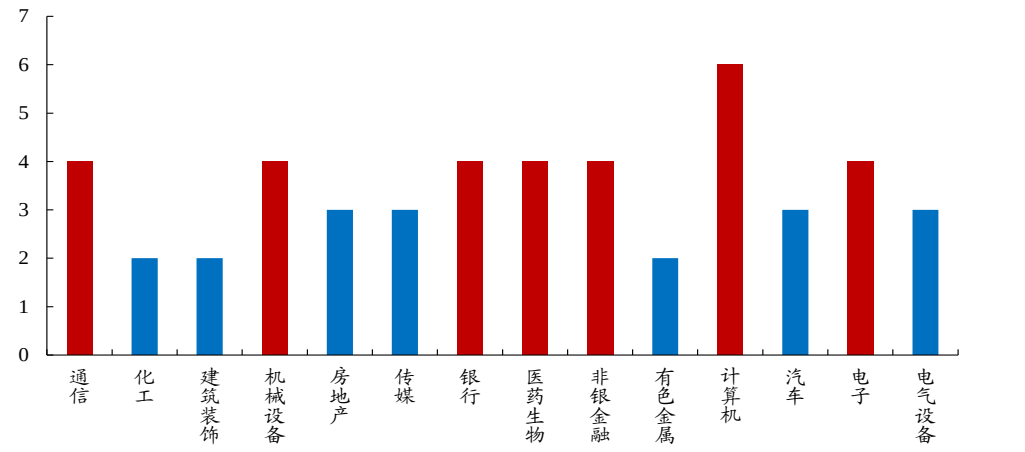
行业推荐整体呈现分散格局，“观点扎堆”现象主要集中于 TMT、医药生物、机械设备与非银金融。我们将当年有机构给予推荐的行业作为目标行业池，按推荐家数进行降序排序，依次划分机构一致推荐行业组合、机构集中推荐行业组合和机构离散推荐行业组合。我们发现从平均推荐家数看，集中推荐组合与离散推荐组合的平均推荐家数之差有扩大趋势，反应的是每年某些行业“观点扎堆”现象的愈发明显。2021 年以前，TMT、医药生物、机械设备与非银金融是机构观点中较为集中推荐配置的行业，这背后主要原因为国家政策对医药科技行业的支持不断，产业升级与资本市场制度的不断完善，机构对行业长期维持高景气的判断。

图7：2014 年至 2021 年机构推荐行业组合分类

年份	组合	包含行业														平均推荐家数	总样本数
2015年	一致推荐	非银金融														4.00	6
	集中推荐	银行	交通运输	电气设备	汽车	计算机	电子	机械设备	非银金融							3.13	
	离散推荐	房地产	公用事业	医药生物	家用电器	建筑材料	休闲服务	传媒	建筑装饰	食品饮料	国防军工	钢铁	轻工制造			1.33	
2016年	一致推荐	非银金融	医药生物													7.00	11
	集中推荐	传媒	计算机	机械设备	有色金属	房地产	化工	非银金融	医药生物							5.13	
	离散推荐	建筑装饰	建筑材料	家用电器	采掘	公用事业	通信	食品饮料	商业贸易	交通运输	电子	电气设备	农林牧渔	钢铁	银行	汽车	1.47
2017年	一致推荐	医药生物	有色金属													6.00	10
	集中推荐	化工	机械设备	计算机	采掘	通信	建筑装饰	医药生物	有色金属							5.00	
	离散推荐	农林牧渔	交通运输	国防军工	公用事业	食品饮料	银行	钢铁	电子	汽车	非银金融	传媒	电气设备	家用电器	轻工制造		2.14
2018年	一致推荐	电子	医药生物	通信												6.67	10
	集中推荐	汽车	银行	电气设备	食品饮料	机械设备	计算机	公用事业	电子	医药生物	通信					4.90	
	离散推荐	家用电器	传媒	国防军工	采掘	交通运输	非银金融	建筑材料	商业贸易	建筑装饰	钢铁	休闲服务	纺织服装	有色金属	农林牧渔	化工	1.93
2019年	一致推荐	通信	计算机	非银金融												10.67	18
	集中推荐	传媒	国防军工	房地产	银行	建筑装饰	电子	通信	计算机	非银金融						8.33	
	离散推荐	机械设备	汽车	公用事业	电气设备	医药生物	休闲服务	食品饮料	农林牧渔	有色金属	建筑材料	交通运输	综合	家用电器	商业贸易	轻工制造	3.00
2020年	一致推荐	电子	计算机	通信	汽车											9.75	13
	集中推荐	银行	传媒	电气设备	医药生物	非银金融	家用电器	建筑材料	房地产	电子	计算机	通信	汽车			6.50	
	离散推荐	商业贸易	公用事业	建筑装饰	轻工制造	国防军工	有色金属	机械设备	农林牧渔	采掘	交通运输	休闲服务	食品饮料	化工		1.92	
2021年	一致推荐	电气设备	汽车	医药生物	有色金属											18.00	27
	集中推荐	机械设备	计算机	电子	非银金融	家用电器	食品饮料	休闲服务	国防军工	电气设备	汽车	医药生物	有色金属			14.58	
	离散推荐	交通运输	轻工制造	通信	银行	传媒	化工	采掘	商业贸易	建筑材料	纺织服装	建筑装饰	钢铁	房地产	公用事业	农林牧渔	5.53

资料来源：开源证券研究所 备注：三类组合划分标准：由于每年样本数目并不一致，因此三类组合划分标准受每年样本数目而定，通用标准为三类组合平均推荐家数要有一定区分度，相同推荐家数的行业须在同类组合中。由于在某些年份，集中推荐组合与一致推荐组合区分度相对没有那么明显，为防止主观划分带来的分析误差，集中推荐行业组合中包括一致推荐行业组合。

图8：2015 年至 2021 年，各行业入选集中推荐组合次数（剔除未曾入选过的行业）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、 业绩预测：“真理”既不在少数人手中，也不会被所有人认同

从第二年业绩表现看，集中推荐组合的业绩增长确定性相对较高，而一致推荐组合的业绩并不能稳定兑现。除 2016 年外，集中推荐组合的年净利润增速往往大于离散推荐组合与全部 A 股，行业景气能够得到兑现。而一致推荐组合的业绩表现往往波动较大，在 2015 年与 2019 年业绩表现远高于市场（84.86%/-9.22%，51.46%/-3.83%），机构的一致预期正确；而在 2016 年，2018 年表现却是远逊于市场（-22.23%/25.70%，-19.18%/-8.79%），一致预期并没有得到兑现。

长期景气在短期内业绩上兑现的不确定是一致预期组合净利润增速无法稳定高于离散推荐组合和全部 A 股的根本原因。我们认为，一致推荐组合包含的行业较少，且集中于科技与医药等成长性板块，业绩本身波动性就相对较高；其次，我们梳理机构观点过程中发现，科技与医药板块在经济增速整体下台阶，人口老龄化与产业结构升级的大背景下具备长期的高景气，是机构愿意长期在年终展望中予以推荐的逻辑来源，从而使得科技与医药能在大多数年份里被纳入到一致推荐组合中。然而长期的高景气在业绩上的兑现时间却是不确定的，外部环境的变化，产业政策的出台和退出等多方面因素均会影响整个过程的进展速度，这是一致预期组合净利润增速无法稳定高于离散推荐组合和全部 A 股的根本原因。

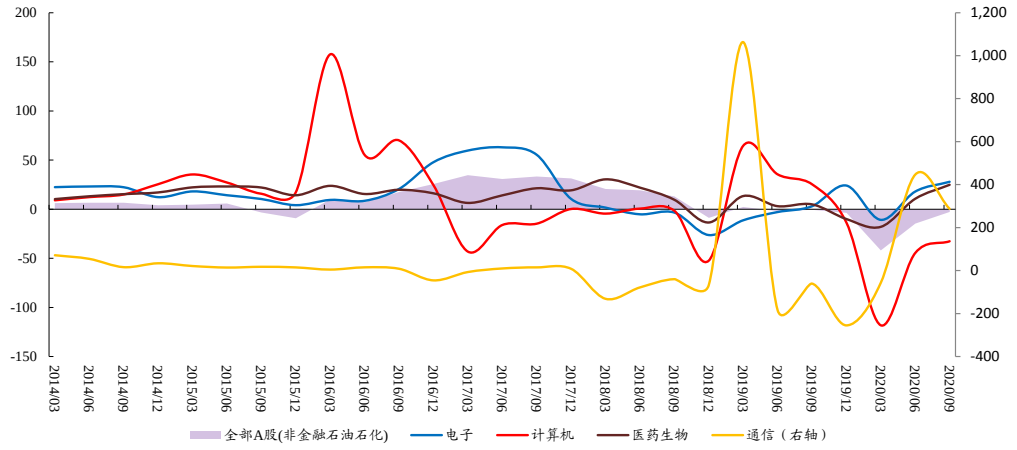
相较之下，集中推荐组合中的行业推荐观点中除景气因素外机构还考虑了大量当时的供需格局、货币环境等基本面信息，因此往往判断相对准确。

图9：一致推荐组合净利润增速并没有稳定高于离散推荐组合和全部 A 股

年份	区间	一致推荐组合	集中推荐组合	离散推荐组合	全部A股（剔金融石油石化）
2015年	第一季度	124.65%	15.17%	10.99%	4.62%
	上半年	167.59%	20.74%	13.74%	5.78%
	前三季度	102.27%	13.03%	3.92%	-3.37%
	全年	84.86%	13.08%	-0.37%	-9.22%
2016年	第一季度	-26.17%	-2.23%	-0.07%	9.83%
	上半年	-37.92%	-19.53%	1.49%	7.11%
	前三季度	-25.36%	-4.73%	4.83%	17.43%
	全年	-22.23%	-0.06%	8.93%	25.70%
2017年	第一季度	34.60%	109.63%	10.37%	34.58%
	上半年	36.59%	64.58%	9.81%	30.72%
	前三季度	44.90%	61.66%	12.01%	33.32%
	全年	41.78%	56.34%	12.59%	31.36%
2018年	第一季度	6.55%	8.11%	24.36%	20.62%
	上半年	3.96%	7.97%	25.35%	19.18%
	前三季度	0.84%	6.66%	17.70%	12.91%
	全年	-19.18%	-0.69%	-2.51%	-8.79%
2019年	第一季度	78.52%	16.55%	6.38%	2.25%
	上半年	59.43%	13.81%	4.83%	-2.10%
	前三季度	61.78%	14.30%	6.46%	-0.60%
	全年	51.46%	13.89%	4.99%	-3.83%
2020年	第一季度	-61.02%	-10.52%	-57.64%	-41.91%
	上半年	0.10%	-10.67%	-34.09%	-14.65%
	前三季度	13.80%	-3.82%	-10.78%	-2.73%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：科技与医药板块的累计净利润增速波动较大（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 市场表现：集中推荐也未必有稳定收益

从第二年股价表现来看，机构一致推荐或集中推荐的行业组合并没有显著战胜离散推荐的行业组合与指数。我们分别计算了三个行业组合在来年第一季度，上半年度以及全年度三个时间区间的平均收益率，发现在绝大部分年份里，三个行业组合的平均收益率均没有出现稳定差异，也无法战胜当年表现强势的市场指数。

突发事件的干扰、组合风格均衡是集中推荐行业组合表现无法稳定跑赢当年强势宽基指数的主要原因。2018 年的“中美贸易摩擦”，2020 年的“新冠疫情”等黑天鹅事件极大干扰了经济的正常运行，如果市场预期集中推荐组合中的相关行业景气兑现期延后，那么股价也将进行调整。除此以外，我们发现各年集中推荐组合往往呈现“成长+”的风格，这使得其市场表现往往会逊于当年强势风格的代表指数，如 2015 年成长风格主导市场，而集中推荐组合的风格为“成长+金融”，尽管录得较高的正向收益，然而逊于创业板指；而在 2017 年周期价值风格占优时，“成长+周期”的组合表现差于沪深 300。

投资者对景气行业往往存在“抢跑”行为，“还账”因素往往会对集中推荐组合的收益率产生制约。我们在年度报告《回归 ROE》中提到，A 股市场上除少量行业外，绝大部分行业均无法连续三年收益率大于 ROE，而对于高景气行业的“抢跑”现象是普遍的，集中推荐组合中往往存在大量来年高景气的行业，“抢跑”过后，来年景气的兑现能否超预期成了来年收益率高低的关键，也对集中推荐组合的收益率产生了制约。

图11：机构一致推荐或集中推荐的行业组合均无法显著战胜离散推荐的行业组合与当年强势指数（单位：%）

年份	区间	一致推荐组合	集中推荐组合	离散推荐组合	上证指数	沪深300	创业板指
2015年	第一季度	6.12	33.23	30.90	15.87	14.64	58.66
	上半年	0.88	61.02	65.01	32.23	26.58	94.23
	全年	-16.90	42.59	42.50	9.41	5.58	84.41
2016年	第一季度	-16.62	-17.95	-15.58	-15.12	-13.75	-17.53
	上半年	-16.96	-17.65	-15.55	-17.22	-15.47	-17.92
	全年	-14.08	-17.34	-8.76	-12.31	-11.28	-27.71
2017年	第一季度	2.77	1.77	3.62	3.83	4.41	-2.79
	上半年	-0.27	-3.29	1.57	2.86	10.78	-7.34
	全年	9.48	-1.95	6.16	6.56	21.78	-10.67
2018年	第一季度	-0.80	-2.68	-3.99	-4.18	-3.28	8.43
	上半年	-15.01	-14.99	-15.86	-13.90	-12.90	-8.33
	全年	-33.79	-29.66	-30.15	-24.59	-25.31	-28.65
2019年	第一季度	41.46	33.20	30.64	23.93	28.62	35.43
	上半年	33.16	22.24	24.34	19.45	27.07	20.87
	全年	37.84	31.03	30.32	22.30	36.07	43.79
2020年	第一季度	-0.96	-5.25	-7.35	-9.83	-10.02	4.10
	上半年	13.44	8.43	4.29	-2.15	1.64	35.60
	全年	17.58	20.89	25.37	11.36	23.08	57.99

数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：集中推荐组合风格倾向均衡

年份	集中推荐组合风格	市场风格
2015 年	金融+成长	成长
2016 年	成长+周期	成长+周期
2017 年	成长+周期	周期
2018 年	消费+成长+稳定	周期
2019 年	金融+成长+周期	成长
2020 年	金融+成长	成长+周期
2021 年	成长+周期+消费	?

资料来源：开源证券研究所

图12：A 股市场上“抢跑现象”较为明显，“来年还账”成为了制约收益率的重要因素

所属行业	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
农林牧渔	-13.0%	81.7%	154.5%	-51.0%	82.1%	12.6%	-40.9%	-11.3%	11.9%	11.1%	59.2%	-21.9%	-20.8%	-26.8%	30.2%	-10.8%
采掘	-27.5%	43.1%	241.6%	-85.9%	154.5%	-22.9%	-43.5%	-17.4%	-42.4%	15.9%	-2.5%	-7.5%	-5.8%	-40.5%	1.6%	-4.3%
化工	-22.6%	74.9%	169.0%	-69.8%	98.0%	-37.6%	-44.7%	-8.9%	-2.5%	21.2%	48.7%	-14.5%	-13.0%	-41.9%	18.0%	25.3%
钢铁	-32.8%	96.2%	159.0%	-76.6%	93.6%	-35.0%	-32.0%	-3.3%	-18.6%	76.8%	13.6%	-11.1%	5.6%	-45.7%	-10.4%	0.9%
有色金属	-19.2%	120.1%	241.5%	-82.8%	175.8%	11.7%	-54.7%	9.0%	-34.9%	38.4%	15.3%	-9.8%	8.1%	-45.0%	22.1%	18.8%
电子	-19.6%	44.6%	125.1%	-62.0%	147.3%	32.9%	-49.2%	-5.6%	35.1%	11.5%	66.1%	-20.0%	5.0%	-49.2%	66.7%	21.2%
家用电器	-7.4%	69.4%	194.0%	-64.6%	138.1%	-16.9%	-41.0%	1.0%	21.3%	2.6%	27.7%	-18.2%	24.6%	-46.0%	40.0%	11.1%
食品饮料	-0.1%	159.7%	110.5%	-70.2%	89.6%	0.1%	-34.4%	-27.4%	-28.1%	-0.7%	11.0%	-8.0%	35.8%	-42.5%	52.3%	37.7%
纺织服装	-26.4%	58.4%	174.9%	-68.7%	109.2%	-3.6%	-36.6%	-18.2%	-0.1%	22.5%	79.3%	-23.2%	-32.1%	-40.0%	2.7%	-10.0%
轻工制造	-22.7%	67.6%	159.3%	-71.7%	111.6%	-5.5%	-37.1%	-8.5%	16.4%	23.2%	81.8%	-23.6%	-23.9%	-42.1%	13.2%	7.0%
医药生物	-16.6%	62.2%	176.4%	-54.2%	86.3%	14.7%	-44.2%	-3.8%	24.4%	3.8%	44.6%	-25.2%	-8.6%	-37.4%	28.4%	21.6%
公用事业	-24.8%	44.8%	163.8%	-54.9%	43.4%	-20.8%	-29.7%	-4.9%	-2.9%	42.4%	9.9%	-27.8%	-13.8%	-36.4%	-1.7%	-8.4%
交通运输	-20.5%	58.7%	150.8%	-73.5%	73.1%	-27.2%	-41.7%	-12.0%	-1.3%	55.4%	23.4%	-30.4%	-3.9%	-38.1%	9.2%	-2.6%
房地产	-9.9%	144.1%	152.2%	-75.4%	103.7%	-38.1%	-35.6%	17.9%	-25.6%	53.2%	33.7%	-30.1%	-12.5%	-42.3%	10.3%	-21.0%
商业贸易	-7.5%	120.9%	178.6%	-70.5%	98.2%	-8.7%	-47.1%	-21.3%	2.6%	25.1%	40.9%	-20.1%	-21.0%	-41.3%	1.8%	1.4%
休闲服务	2.3%	100.8%	109.8%	-75.4%	124.4%	-1.3%	-34.1%	-5.5%	11.4%	31.2%	69.6%	-30.2%	-14.2%	-20.2%	18.6%	51.1%
综合	-23.7%	70.9%	196.8%	-77.5%	119.2%	4.4%	-40.3%	-13.1%	7.3%	39.2%	67.5%	-18.9%	-26.5%	-43.4%	23.2%	5.8%
建筑材料	-23.6%	103.0%	178.5%	-72.7%	116.9%	-1.5%	-50.3%	-4.1%	-19.1%	34.0%	22.7%	-7.4%	-6.6%	-47.9%	34.9%	10.3%
建筑装饰	-14.5%	90.8%	143.6%	-61.3%	22.1%	-9.5%	-48.6%	2.1%	-29.8%	70.6%	2.8%	-11.1%	-17.0%	-39.4%	-11.3%	-10.5%
电气设备	-10.9%	72.8%	191.5%	-58.1%	56.1%	0.3%	-52.0%	-20.4%	35.3%	22.8%	52.8%	-24.4%	-16.2%	-38.6%	19.0%	53.3%
国防军工	2.6%	116.2%	204.5%	-97.5%	116.9%	7.8%	-44.1%	-10.3%	30.1%	51.3%	30.6%	-20.2%	-19.2%	-31.9%	24.5%	28.9%
计算机	-23.6%	56.7%	129.9%	-65.4%	91.7%	15.0%	-43.9%	-14.1%	56.8%	28.5%	88.2%	-40.8%	-18.8%	-28.3%	44.4%	1.7%
传媒	-8.1%	72.2%	101.9%	-60.1%	67.1%	-14.9%	-33.9%	-16.6%	95.4%	6.0%	65.3%	-43.4%	-29.4%	-35.2%	22.5%	1.3%
通信	-14.0%	68.4%	112.5%	-73.7%	71.9%	-14.6%	-32.6%	-27.8%	29.1%	34.2%	66.1%	-18.7%	-6.0%	-33.2%	20.4%	-7.3%
银行	-2.9%	159.2%	71.7%	-87.8%	84.5%	-43.1%	-26.1%	-6.4%	-29.4%	44.6%	-17.3%	-19.2%	0.0%	-27.3%	11.0%	-13.5%
非银金融	-23.7%	282.3%	152.8%	-75.7%	86.1%	-40.0%	-42.8%	20.5%	-15.2%	108.2%	-34.2%	-24.5%	6.7%	-33.6%	33.7%	-7.4%
汽车	-21.8%	99.0%	202.9%	-90.4%	229.3%	-26.7%	-27.3%	12.1%	10.6%	23.0%	32.3%	-23.7%	-13.7%	-43.6%	7.9%	41.2%
机械设备	-23.4%	139.0%	150.8%	-75.4%	106.2%	11.5%	-51.2%	-14.4%	2.7%	36.4%	42.0%	-21.8%	-17.8%	-39.6%	18.9%	14.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所 备注：红色代表偏离度大于 0，绿色代表偏离度小于 0，大于 0 意味着行业当年收益率大于 ROE，小于 0 意味着 ROE 大于当年收益率。其中 2020 年 ROE 数据为分析师一致预期数据。

3、 从两种视角判断行业推荐置信度

接下来尝试解决第二个问题，即投资者应该如何看待和利用机构的行业配置观点。我们从推荐行业的业绩可预测性与股价期望收益率两个视角进行分析：**（1）如果推荐行业的业绩可预测性相对越高，确定性越强，那么其景气得到兑现的可能性也就越大，行业推荐置信度越高；（2）既然短期内无法得出整个集中推荐组合收益率稳定战胜离散推荐组合与强势指数，那么通过比较长区间内集中推荐组合中的行业期望收益率来得到部分推荐置信度较高的行业**。如果推荐行业的业绩可预测性较强，同时期望收益率也较高，那么我们判断其行业推荐的置信度也较高。

3.1、 消费与金融业绩预期相对偏差较小且稳定

2013 年至 2016 年各行业分析师对未来营收预期偏差倾向于高估，2017 年至今预期偏差则走向分化。我们统计了 2010 年至 2019 年每年末行业分析师对于下一年的一致预期营收的高低估情况，在 2010 年至 2012 年绝大部分行业的分析师一致预期偏悲观，而 2013 年至 2016 年却过于乐观，2017 年至今则行业预期偏差走向分化。通过计算近十年每个行业营收预期与实际值偏差的均值后发现，**以 TMT，国防军工为代表的科技行业普遍存在高估现象**（计算机行业偏差均值为正的主要原因为 2010 年预期值低估过多，在随后的九年内仅有 2012 年为低估，其余年份均为高估）；**而以汽车、家用电器、食品饮料为代表的消费类行业与金融类行业预测偏差均值相对较小。**我们接着统计每个行业营收预期与实际值偏差的波动情况，整体而言，行业偏差均值与行业波动均较为分化，且相关性并不大。预期偏差波动率较高，即行业的预测结果偏差稳定性较差。**金融与建筑的营收一致预期相对较为准确，且预测准确度相对稳定。**我们通过设定营收偏差波动不大于 8%，营收偏差均值绝对值不大于 4%两个筛选条件，得出银行、非银金融、建筑装饰三个行业，可以认为有关行业的营业收入，分析师的一致预期较为准确，且预测准确度相对稳定。我们接着设置营收偏差均值大于 4%，波动大于 10%两个筛选条件，作为判断行业营收预测难度较大的依据，筛选出的行业为计算机、采掘、有色金属、交通运输、纺织服装、国防军工、农林牧渔和综合。

图13：2010 年至 2019 年行业分析师对于来年行业营业收入一致预期的偏差

行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
交通运输	0.2626	0.0231	0.0891	-0.0699	-0.0448	0.0664	0.0225	0.2187	0.0553	-0.0201
休闲服务	0.1219	0.1036	0.1832	-0.1706	-0.0995	-0.0355	-0.0589	0.0501	0.0701	-0.1145
传媒	0.0299	-0.1160	0.2280	-0.0320	-0.0590	0.0885	-0.0298	-0.1454	-0.1625	-0.1748
公用事业	0.1491	0.0755	0.1158	-0.0425	-0.0906	-0.1355	-0.1309	0.0736	0.0525	0.0576
农林牧渔	-0.0816	0.1743	0.0772	-0.1797	-0.1636	-0.2492	-0.1555	-0.1306	-0.0420	0.0128
化工	0.2502	0.3211	0.1728	0.0168	-0.1438	-0.2935	-0.1874	0.1374	0.1268	-0.0710
医药生物	0.0131	0.0038	0.2093	-0.0212	-0.0804	-0.0655	-0.0357	0.0080	0.0033	-0.0456
商业贸易	0.1612	-0.0110	0.0573	-0.0835	-0.1426	-0.2019	-0.0534	0.0967	-0.0338	-0.1004
国防军工	0.0175	0.1740	-0.0750	-0.0573	0.0389	-0.1118	-0.2259	-0.1833	-0.1295	-0.1118
家用电器	0.2561	0.0485	0.0822	-0.0076	-0.0493	-0.1895	0.0065	0.2021	0.0130	-0.0439
建筑材料	0.0181	0.0626	-0.0201	0.0103	-0.0966	-0.2651	-0.0453	0.1496	0.2073	0.1190
建筑装饰	0.0996	-0.0490	0.0441	0.0291	-0.0133	-0.0804	-0.0462	-0.0285	-0.0271	0.0518
房地产	-0.0522	-0.0966	0.2582	0.0854	-0.0574	-0.2225	-0.0015	-0.0889	-0.1066	-0.0791
有色金属	0.2918	0.2357	0.1970	0.0407	0.0813	-0.0281	-0.0162	0.0538	-0.0547	0.0487
机械设备	0.2012	-0.0111	-0.0288	-0.1186	-0.1053	-0.0693	-0.1669	-0.0350	-0.0565	-0.0589
汽车	0.4958	-0.0020	0.0533	0.0407	-0.0217	-0.0864	0.0882	0.0287	-0.0769	-0.1381
电子	0.1175	-0.1234	0.1684	-0.0497	-0.0418	-0.1094	-0.0644	-0.0159	-0.0398	-0.1231
电气设备	0.0064	-0.1516	0.0317	-0.0315	-0.1165	-0.1076	-0.0777	-0.0460	-0.1132	-0.0143
纺织服装	0.0864	-0.0510	0.1150	-0.1606	-0.1934	-0.1099	-0.1777	0.0280	-0.0486	-0.1386
综合	-0.1950	-0.3685	-0.0832	-0.2108	-0.0685	-0.0678	-0.3184	-0.1469	0.0298	-0.0831
计算机	1.2568	-0.0555	0.1223	-0.1115	-0.0543	-0.0998	-0.1352	-0.0949	-0.1558	-0.1429
轻工制造	0.0249	-0.0483	0.0653	-0.0746	-0.1582	-0.1336	-0.0946	0.0352	-0.0601	-0.1123
通信	-0.0180	0.0653	0.1374	-0.0624	-0.1328	-0.1234	-0.0389	-0.0911	-0.0939	-0.1470
采掘	0.2515	0.3095	0.1687	-0.0547	-0.1290	-0.2861	-0.0314	0.1883	0.1041	-0.0248
钢铁	0.1587	0.0425	-0.1007	-0.0875	-0.1313	-0.2900	-0.0338	0.4828	-0.0520	0.0332
银行	-0.0076	0.0305	0.1755	0.0649	0.0387	0.0267	-0.0188	-0.0580	0.0044	0.0208
非银金融	-0.0564	-0.0733	0.0633	0.0044	0.0664	0.1782	-0.0223	0.0515	-0.0720	-0.0279
食品饮料	0.0186	0.0131	0.1913	-0.1697	-0.1354	-0.1048	-0.0773	0.0212	-0.0069	0.0017

数据来源：Wind、 开源证券研究所 备注：一致预期偏差 = （实际值 – 预期值）/ 预期值，偏差大于 0 意味着当前行业分析师一致预期相较实际过于悲观，小于 0 则为过于乐观。下同。

图14：金融与建筑的营收一致预期相对较为准确，且波动性相对较小

行业	营业收入高低估次数	营业收入偏差-均值	营业收入偏差-波动	营业收入偏差-均值排名	营业收入偏差-波动排名
有色金属	3	8.50%	11.78%	28	17
交通运输	3	6.03%	10.76%	27	12
计算机	8	5.29%	43.04%	26	28
采掘	5	4.96%	18.63%	25	25
汽车	5	3.82%	17.55%	24	24
化工	4	3.29%	20.19%	23	26
家用电器	4	3.18%	12.73%	22	20
银行	3	2.77%	6.21%	21	3
建筑材料	4	1.40%	13.50%	20	23
公用事业	4	1.25%	10.37%	19	11
非银金融	5	1.12%	7.93%	18	5
休闲服务	5	0.50%	11.70%	17	15
钢铁	6	0.22%	20.66%	16	27
医药生物	5	-0.11%	8.07%	15	6
建筑装饰	6	-0.20%	5.59%	14	1
食品饮料	5	-2.48%	10.30%	13	10
电子	8	-2.81%	9.82%	12	8
商业贸易	7	-3.11%	11.12%	11	14
房地产	8	-3.61%	12.97%	10	21
传媒	7	-3.73%	12.64%	9	19
机械设备	9	-4.49%	9.83%	8	9
通信	8	-5.05%	9.13%	7	7
轻工制造	7	-5.56%	7.54%	6	4
电气设备	8	-6.20%	6.04%	5	2
纺织服装	7	-6.50%	11.07%	4	13
国防军工	7	-6.64%	11.71%	3	16
农林牧渔	7	-7.38%	13.03%	2	22
综合	9	-15.12%	12.31%	1	18

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们同样对预测净利润与次年实际净利润数据进行分析，**发现行业分析师对于未来净利润预期偏差高于营收，且长期倾向于高估。**除 2013 年外，其余年份绝大部分行业分析师对于净利润预期均偏向乐观，2011 年，2012 年与 2014 年这三年内甚至全部行业均乐观，这与营收预期大不相同。从具体预期准确度与稳定性看，净利润的预期偏差较营收更大，且稳定性也更低。相对而言，金融与消费是偏差较小与更稳

定的板块。

图15：2010 年至 2019 年行业分析师对于来年行业净利润一致预期的偏差

行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
交通运输	0.3935	-0.5407	-0.5500	0.0681	-0.2312	-0.2369	-0.4771	-0.1635	-0.3624	-0.3380
休闲服务	-0.3667	-0.4211	-0.3570	-0.0769	-0.4114	-0.3056	-0.4031	-0.1953	-0.2332	-0.4971
传媒	-0.0794	-0.1824	-0.3975	0.2404	-0.3253	-0.2612	-0.2963	-0.3979	-1.1105	-0.8430
公用事业	-0.3818	-0.4456	-0.0212	0.9208	-0.1991	-0.3013	-0.4428	-0.4443	-0.4497	-0.3598
农林牧渔	-0.3546	-0.2390	-0.6682	-0.2202	-0.5423	-0.7112	-0.3275	-0.5151	-0.5376	0.3493
化工	-0.2904	-0.3517	-0.5138	0.1638	-0.5861	-0.5502	-0.4792	-0.2194	-0.3302	-0.6334
医药生物	-0.2620	-0.3416	-0.3329	0.1725	-0.2771	-0.3080	-0.3009	-0.2255	-0.3858	-0.4165
商业贸易	-0.3086	-0.3994	-0.5760	-0.1075	-0.4757	-0.6667	-0.3981	-0.1534	-0.1611	-0.2109
国防军工	-0.3036	-0.4989	-0.6376	-0.1722	-0.4524	-0.8474	-0.7451	-0.6650	-0.6598	-0.5035
家用电器	-0.0406	-0.1949	-0.1910	0.4149	-0.1696	-0.3725	-0.1783	-0.1371	-0.3338	-0.2317
建筑材料	-0.1259	-0.0807	-0.6829	0.5841	-0.3273	-0.7378	-0.3229	-0.0693	0.0862	-0.2115
建筑装饰	-0.3077	-0.3340	-0.5017	0.3470	-0.2731	-0.3152	-0.2475	-0.2660	-0.2671	-0.2634
房地产	-0.3331	-0.4070	-0.3763	0.2256	-0.4220	-0.4692	-0.2809	-0.2232	-0.2340	-0.3223
有色金属	-0.3681	-0.3229	-0.7687	-0.2971	-1.1016	-0.8729	-0.2470	-0.1705	-0.7064	-0.8088
机械设备	0.0222	-0.3218	-0.5783	-0.2446	-0.4673	-0.4121	-0.5330	-0.2982	-0.5654	-0.3737
汽车	0.3896	-0.1961	-0.3351	0.5348	-0.2382	-0.2791	-0.2003	-0.2669	-0.3902	-0.5173
电子	-0.1135	-0.3780	-0.4261	0.4976	-0.2785	-0.4427	-0.4407	-0.3317	-0.6295	-0.4526
电气设备	-0.2168	-0.5161	-0.7312	-0.0564	-0.3230	-0.3702	-0.3521	-0.3612	-0.6707	-0.4185
纺织服装	-0.1343	-0.1940	-0.4630	-0.0762	-0.4752	-0.4539	-0.4123	-0.3612	-0.4348	-0.5125
综合	-0.5993	-0.3232	-0.5773	-0.5438	-0.4107	-0.8636	-0.5659	-1.0367	-0.4666	-0.1401
计算机	-0.1523	-0.2799	-0.4187	0.0390	-0.3086	-0.3981	-0.4092	-0.4187	-0.6176	-0.5661
轻工制造	-0.3223	-0.5460	-0.6757	0.2290	-0.3912	-0.2248	-0.2748	-0.2465	-0.4644	-0.4215
通信	-0.6539	-0.6163	-0.7655	1.6107	-0.4131	-0.4561	-0.7302	-0.5694	-0.7183	-0.6986
采掘	-0.2006	-0.2902	-0.4139	0.0679	-0.3933	-0.7990	-0.4106	-0.0700	-0.2960	-0.4628
钢铁	-0.4459	-0.7245	-1.0178	0.4786	-0.6328	-2.5336	1.1956	1.4109	-0.0556	-0.5701
银行	-0.1559	-0.1553	-0.2521	0.1637	-0.2604	-0.2988	-0.2131	-0.2011	-0.2186	-0.2255
非银金融	-0.1156	-0.4429	-0.5186	0.5355	-0.0928	0.0745	-0.4496	-0.2776	-0.4142	-0.1601
食品饮料	-0.2738	-0.2658	-0.2533	-0.0356	-0.4352	-0.3224	-0.3036	-0.1725	-0.2232	-0.2515

数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：行业分析师对来年净利润预期偏差普遍较大，且稳定性较营收也较差

行业	净利润高低估次数	净利润偏差-均值	净利润偏差-波动	净利润偏差-均值排名	净利润偏差-波动排名
家用电器	9	-14.35%	21.75%	28	12
汽车	8	-14.99%	33.83%	27	23
银行	9	-18.17%	12.92%	26	3
非银金融	8	-18.62%	31.79%	25	21
建筑材料	8	-18.88%	37.80%	24	25
公用事业	9	-21.25%	42.12%	23	26
建筑装饰	9	-24.29%	21.99%	22	13
交通运输	8	-24.38%	29.24%	21	18
食品饮料	10	-25.37%	10.32%	20	1
医药生物	9	-26.78%	16.47%	19	5
房地产	9	-28.42%	19.63%	18	9
钢铁	7	-28.95%	114.11%	17	28
电子	9	-29.96%	31.03%	16	20
休闲服务	10	-32.68%	12.58%	15	2
采掘	9	-32.68%	23.58%	14	15
轻工制造	9	-33.38%	24.26%	13	16
商业贸易	10	-34.57%	19.03%	12	7
纺织服装	10	-35.17%	15.73%	11	4
计算机	9	-35.30%	19.16%	10	8
传媒	9	-36.53%	37.78%	9	24
农林牧渔	9	-37.66%	30.60%	8	19
机械设备	9	-37.72%	18.13%	7	6
化工	9	-37.91%	23.48%	6	14
通信	9	-40.11%	71.64%	5	27
电气设备	10	-40.16%	19.97%	4	10
国防军工	10	-54.86%	20.47%	3	11
综合	10	-55.27%	25.48%	2	17
有色金属	10	-56.64%	32.14%	1	22

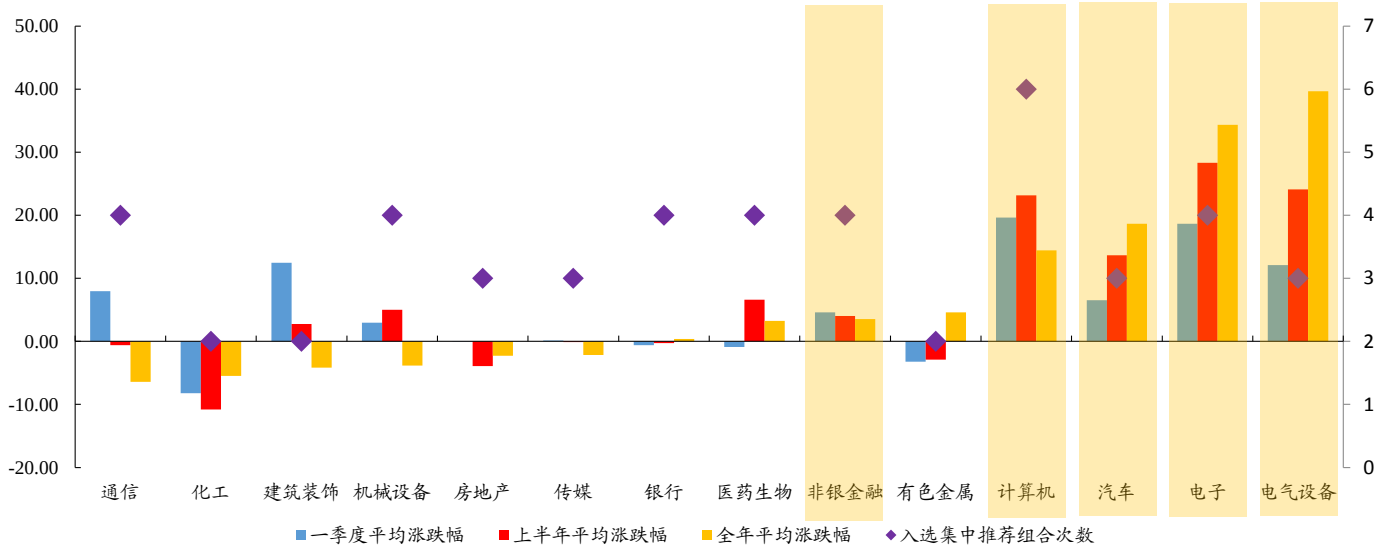
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 期望收益率视角下，TMT、电气设备、汽车与非银录得期望收益较大，置信度较高

在机构集中推荐组合中，TMT、电气设备、汽车与非银金融录得期望收益较高，

置信度较高。通过前文统计已经发现，机构一致推荐或集中推荐的行业组合并没有显著战胜离散推荐的行业组合与当年的强势指数，主要原因为突发事件的干扰与集中推荐组合风格的过度均衡。然而拉长区间看，筛选出近 6 年来曾经两次以上入选机构集中推荐组合的行业，计算其期望收益率，**能够在一季度，上半年，全年均录得正向收益的行业为非银金融、计算机、汽车、电子与电气设备；**而在短期内（第一季度）能够取得较为较高期望收益的行业还有通信，建筑装饰。

图17：机构集中推荐视角下，科技，新能源车与非银录得期望收益较大，置信度较高（单位：%）



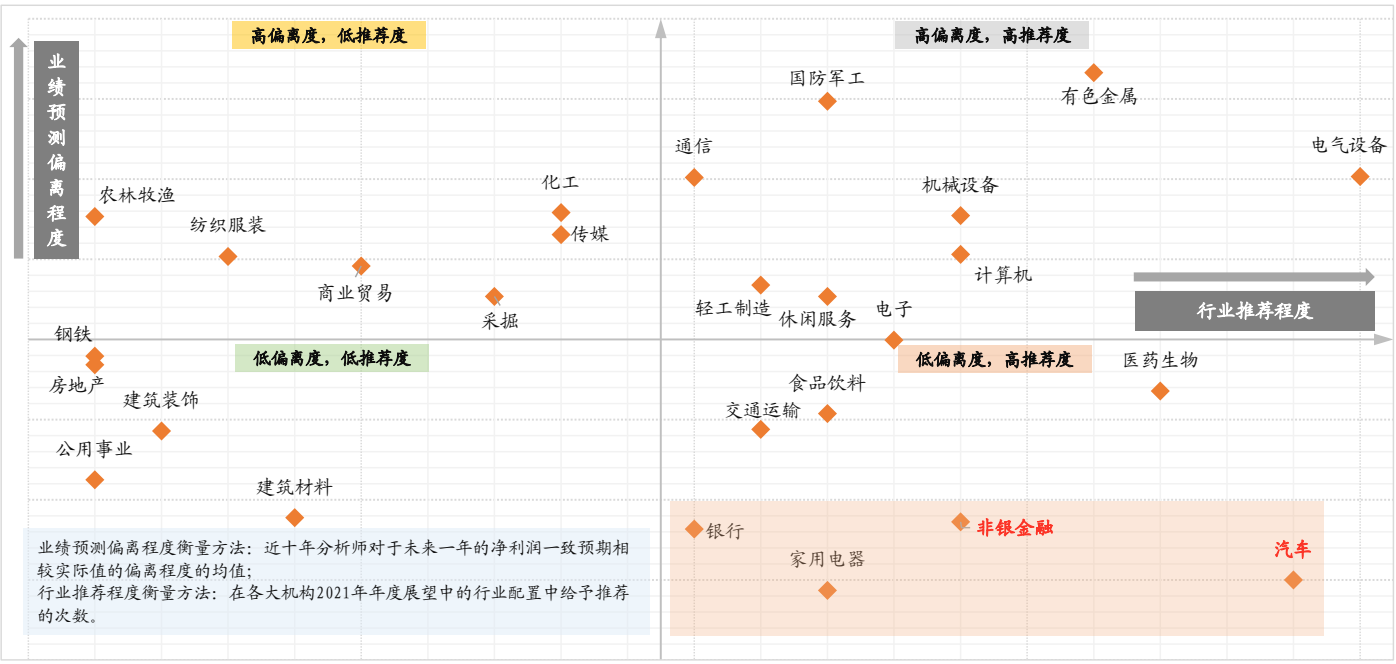
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：期望收益率：假设 2015-2020 年中同期收益率为 6 种可能的情形，计算等概率下的期望收益。

4、 展望 2021，非银与汽车推荐置信度较高

将行业分析师对于来年的业绩预期偏差均值大小作为衡量行业业绩预测的难易指标，同时将 2021 年机构年度展望中行业配置观点的推荐次数作为行业推荐程度指标，划分“高偏离度，低推荐度”、“高偏离度，高推荐度”、“低偏离度，低推荐度”、“低偏离度，高推荐度”四个象限。可以发现，在“低偏离度，高推荐度”象限中，除交运外，其余均属于消费与金融板块。整体而言，尽管各个行业业绩预测的难度普遍偏大，但是相对而言，**在 2021 年度展望里，机构推荐程度较高的行业组合中，银行、非银金融、家电与汽车的预期业绩偏差较小。而通过前文计算，非银金融与汽车能够在一季度、上半年、全年均录得正向期望收益，因此可以认为，以上两个行业的推荐置信度相对较高。**

图18：结合机构行业推荐程度与业绩预测偏离程度，金融与消费推荐置信度较高



资料来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

资料收集不全面，测算误差。

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