2020 年 10 月 28 日

周期成长：转型中的变迁

——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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

● **定义周期成长：何为周期，因何成长**

市场认知中周期成长股应该是属于周期性行业，但是自身具备长期增长属性的一类公司的股票。我们用定量分析的方法去刻画上述特征：个股经营范围以及营收与名义 GDP 的相关性进行进一步筛选出所谓广义和狭义的“周期性”；至于对成长的定义，我们一方面用成长指数的筛选方法定义财务成长性，而更重要的是用市场的定价去刻画投资者是否在定价层面同时予以认同。整体从广义的周期成长股来看，2011 年开始传统周期行业的成长因子开始见顶回落，2014 年之后房地产、建筑装饰、采掘以及汽车的周期成长股大幅减少，但化工、机械设备以及有色金属的分布较为广泛。

● **传统周期成长的收益来源：成长性与顺周期属性兼备**

在宽货币+宽信用阶段，传统周期成长股往往能取得较好的绝对收益，这背后蕴含的逻辑是在宽信用更有利于顺周期股，同时由于周期成长股的 “长久期”属性，市场也愿意在宽货币环境下为其成长性进行定价。从相对收益的角度上看，宽货币往往是周期成长跑赢周期价值的核心因素，而当经济复苏逐步深入，货币政策收紧预期使得周期成长的表现不如周期价值；周期成长跑赢广义成长的核心逻辑在于盈利的顺周期属性，在宽信用的环境下周期成长的盈利更具弹性，而即便在紧货币+紧信用的杀估值阶段，周期成长的盈利也能够提供安全垫的作用。**这意味着在经济复苏初期，强度和持续性不足以支撑全面风格切换时，周期成长成为一种相对占优选择，如果随后经济出现强复苏，仍然可以是次优选择。**

● **周期股的成长性来源：认知改变，延续与验证**

我们认为周期成长股的演变是市场认知和基本面演绎共同发生变化的漫长过程。动态来看，周期成长股的“前身”可以是周期价值、周期成长或者不属于周期价值/成长，这背后其实对应着三种演变路径：即认知的改变、成长性的延续以及成长预期的逐步验证。我们发现从周期价值向周期成长蜕变的难度最大，背后反映了当前市场上的一种思维定势：一旦市场对周期行业个股的盈利持续性不再认可，短期内想要扭转这种悲观预期的难度很大，但是当认知发生转变时也是巨大弹性的来源。而后两种个股的演绎路径则相对容易，因为它们在演变过程中就已经包含了投资者对其成长性不同程度的定价，因此从价值因子的角度来看它们不存在明显的低估，但存在唯一的问题就在于这种成长性的持续性。

● **周期成长的未来：市场认知的不断改变与验证**

目前，周期成长股最主要的演绎路径为对个股成长预期的不断验证，在这个演绎过程中，投资者逐渐对其成长性定价，从而使其市场表现摆脱所谓赛道的限制。而当下完成向周期成长演变的个股多数集中于**化工、建筑、交运、家电**等行业当中，投资者应该关注这些领域中已经开始体现成长属性但还未被充分定价的资产。

● **风险提示：**国内经济超预期下行；信贷超预期收缩；测算误差

相关研究报告

《投资策略周报-金融成为当下市场的最优解》-2020.10.25

《投资策略周报-为全球风格共振做好准备》-2020.10.18

《投资策略专题-三季报预告：复苏交易的加速器》-2020.10.17

目　录

1、 何为周期，因何成长 3
2、 传统周期成长股的收益来源 6
2.1、 宽货币+宽信用环境下周期成长往往表现较好 8
2.2、 宽货币是周期成长相对于周期价值占优的有利因素 9
2.3、 周期成长的顺周期属性是其相对整体成长股占优的关键 10
3、 周期成长的前身与演变 12
3.1、 从价值走向成长：蝴蝶虽美，难越沧海 13
3.2、 周期成长的延续：青山常在，绿水长流 15
3.3、 成长预期的逐步验证：花若盛开，清风自来 17
4、 周期成长的演绎路径：一个认知被不断改变与验证的过程 20
5、 风险提示 21

图表目录

图 1: 按后验的视角来看 2014 年是周期成长股纳入数量的一个分水岭 4
图 2: 周期成长的十年变迁：化工、机械设备以及有色金属依旧高产，房地产、建筑装饰、采掘以及汽车没落 4
图 3: 周期成长个股平均入选次数最多的行业是食品饮料、建筑装饰、汽车、房地产 5
图 4: 从胜率上讲，市场还是更为“偏爱”入选周期成长概率高的个股 5
图 5: 区间收益率＞500%的周期成长股集中于行业的龙头股 6
图 6: 家用电器、建筑材料、食品饮料等行业的集中度不断提升，而有色金属、机械设备、化工不断降低 6
图 7: 在剔除与经济周期弱相关个股后，周期成长股与 GDP 增速（前推三年）吻合 7
图 8: 传统周期成长股的行业变迁，有色金属与机械设备的股票个数也在不断下降 7
图 9: 周期成长较周期价值占优的区间里，宽松的流动性提升周期成长的估值 10
图 10: 近两月周期成长已经跑赢国证成长 11
图 11: 2011 年上半年 CPI 当月同比增速与固定投资累计同比增速均达到高点 12
图 12: 近些年来同时存在于国证成长与国证价值中的个股越来越集中于房地产、化工、钢铁等传统周期性行业 13
图 13: 从周期价值向周期成长蜕变的难度较大，出现的案例集中于化工行业 14
图 14: 从目前看，完成过周期价值向周期成长蜕变的股票并没有普遍获得成长性溢价 15
图 15: 3 年前后能够实现长期稳定盈利增速的周期个股分布行业差异较大 16
图 16: 从成长预期逐步验证的路径完成蜕变的个股主要集中于房地产，化工，建筑装饰，汽车 18
图 17: 从成长预期逐步验证的路径完成蜕变的股票收益来源 19
图 18: 周期成长股的演绎路径 20

表 1: 在宽信用环境里，经济增长预期的上行更有利于周期成长股的行情表现 8
表 2: 宽货币+宽信用环境里，周期成长指数胜率与绝对收益较高。 9
表 3: 宽货币是周期成长指数能较周期价值指数占优的有利环境 9
表 4: 在宽货币+宽信用的环境下，周期成长股的交易逻辑中除流动性外还含有一定经济复苏预期 11
表 5: 化工行业从周期价值向周期成长蜕变的成分股与其细分行业 14
表 6: 从周期价值向周期成长蜕变的股票收益来源 15
表 7: 近十年来周期成长向周期成长的延续个股数 16
表 8: 能够实现周期成长向周期成长的延续的个股收益来源 17
表 9: 自 2014 年之后，每个阶段从预期逐步验证的路径完成蜕变的股票个数长期在[8，16]区间内波动 18
表 10: 当下财务指标体现一定周期成长属性，但是估值仍然较低的个股 21

正如我们在《周期价值：身在灰暗，心向光明》中提到的，成长相对于价值而言，更依赖于投资者的主观认知，财务指标上反映出来的“高增长”可能并不会为市场所“买账”，因此以财务指标为编制基础的成长股指数（比如国证成长指数）在某种意义上是一个对于成长股投资滞后而又偏客观的刻画，所以当我们讨论周期成长时，自上而下的系统性分析可能就会失效，这是由于周期成长个股往往会超越行业的属性，展现出自身的成长性，从而实现重估，这也是周期成长股重要的收益来源。因此本文将在第一篇周期价值的基础上进一步探究市场对于周期成长的认知变迁以及重估过程中的收益来源，这也将有助于我们更为全面地理解顺周期的内涵，为当前投资顺周期提供参考与借鉴。

1、 何为周期，因何成长

正是因为成长的主观性，本文无意给出什么是周期成长的标准答案，我们则是用定量筛选的方法，进一步去逼近市场对于周期成长股的定性认知：我们第一步是在国证风格指数的基础上进行调整，以捕捉不同阶段成长股的特征以及市场的认知，在此基础之上总结出相应的特征。

如果直接从国证成长的原始成分股中筛选周期成长股，会存在两个问题：

其一，国证成长的成分股纳入标准主要依赖于前三年的财务指标，因此存在一定的滞后性，比如白酒板块的盈利增速其实自 2016 年便开始触底反弹，逐步开始被市场以成长进行定价，但是到了 2018-2019 年才正式纳入国证成长。可以说财务指标的成长性是对市场认知的成长性的事后证真。

其二，国证成长的纳入标准并不能反映市场的认知，即不能被交易，因此会存在同时纳入国证成长与价值的个股，比如典型的房地产、化工等行业，这意味着财务指标的成长属性仍然未在估值水平上有所体现。

因此为了解决上述两个问题，我们对周期成长的筛选在国证成长的基础上进行了调整：首先将考察期提前三年，从后视镜的角度去看周期成长，比如 2019 年才正式纳入到国证成长的周期股我们认为 2016 年就可以是周期成长；其次我们将同时存在于国证成长和价值的个股剔除，只留下仅存在于国证成长的周期股。剔除同属于价值股的个股同样是考虑了市场的认知，如果市场给与低估值，起码在当时个股成长性是未被市场所认知的（有价值向成长切换的情况，详见我们此前报告《周期价值：身在灰暗，心向光明》）。

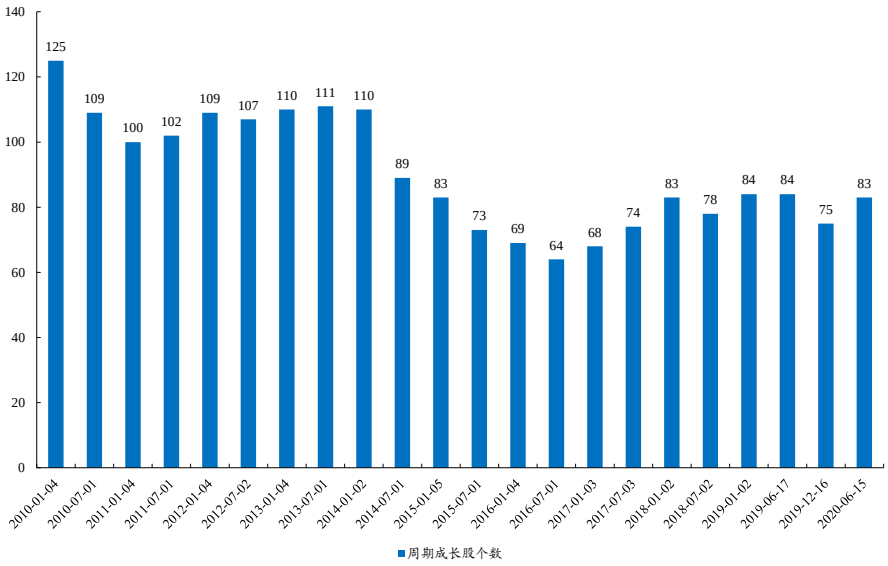
在上述筛选标准下，我们分别从行业和个股角度分析近 10 年来周期成长的特征。

首先从周期成长股的纳入数量来看，按后验的视角来看 2014 年是一个明显的分水岭，而这也恰好与我国经济的转型期相对应，**但如果按照前推三年的视角来看其实 2011 年不少周期成长股的成长因子就已经开始见顶回落了**，这也就意味着不少依赖于前期经济高速发展的周期成长股在转型的过程中成长性确实出现了问题，只有很少的一部分能够持续成长。相应的，价值股中周期股的占比开始明显增多。

其次，从周期成长的十年行业变迁来看，随着投资驱动力的逐步减弱，与传统经济周期相关的周期成长股越来越少。如果以前推三年的角度来看，2014 年之前周期成长股的行业分布十分广泛，典型的以房地产、化工、建筑装饰、机械设备、采掘、白酒以及汽车为代表，而 2014 年之后，房地产、建筑装饰、采掘以及汽车的周

期成长股大幅减少，化工、机械设备以及有色金属依旧高产，一方面这与经济在经历了滞胀之后自 2014 年开始逐步下台阶有关，基建与地产的投资增速也逐步趋缓，市场对于相应行业的未来增长预期不断下调，因此即便有业绩改善也会认为只是短期暂时的，不会给予成长定价；另一方面，2016-2017 年的行业供给出清也确实影响了部分行业的增长预期，比如钢铁、化工以及建筑材料的周期成长股个数明显增加；此外，机械设备主要以其它专用机械为主，有色金属主要以稀土以及锂和钴等与新能源电池更相关的细分行业为主，与传统经济周期相关性并不强，因此仍有许多个股入选。

图1：按后验的视角来看 2014 年是周期成长股纳入数量的一个分水岭



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：周期成长的十年变迁：化工、机械设备以及有色金属依旧高产，房地产、建筑装饰、采掘以及汽车没落

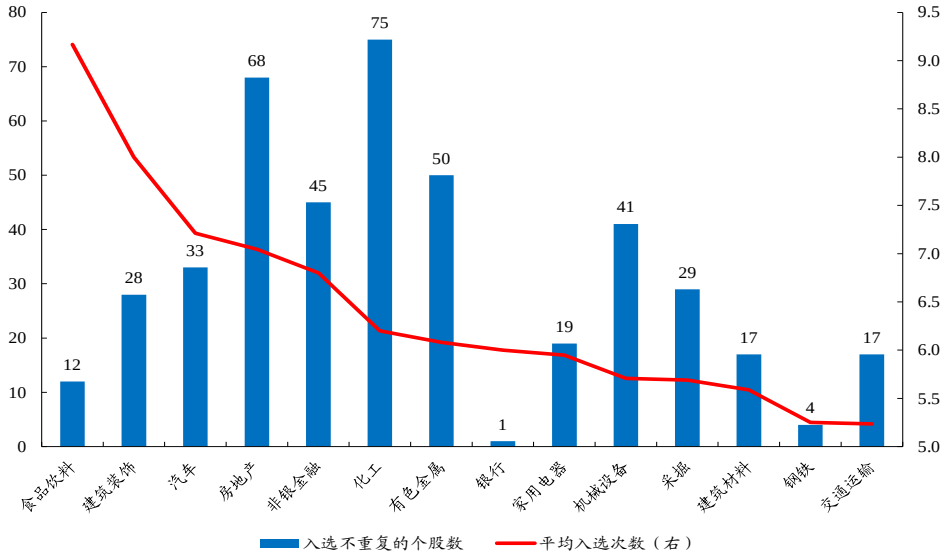
周期成长指数中各顺周期行业中成分股个数变动															
纳入日期	前推三年	交通运输	化工	家用电器	建筑材料	建筑装饰	房地产	有色金属	机械设备	汽车	采掘	钢铁	银行	非银金融	白酒
2010/1/4	2007/1/4	3	17	4	6	5	29	9	14	11	10	1		14	2
2010/7/1	2007/7/1	1	12	5	5	6	31	8	12	11	8			7	3
2011/1/4	2008/1/4		10	5	2	8	18	6	13	13	11	1		7	6
2011/7/1	2008/7/1	2	11	2	4	9	18	7	14	8	15			6	6
2012/1/4	2009/1/4	2	17		3	10	19	10	12	9	14			6	7
2012/7/2	2009/7/1	4	17		3	8	18	16	13	9	7			4	8
2013/1/4	2010/1/4	4	14	4	2	12	19	21	12	7	3			3	9
2013/7/1	2010/7/1	3	21	2		12	15	23	8	6	6			5	10
2014/1/2	2011/1/4	4	19	4	1	12	16	21	8	6	5			4	10
2014/7/1	2011/7/1	3	19	6	1	12	14	14	5	6	3			3	3
2015/1/5	2012/1/4	1	18	4	1	11	11	15	5	6	4			5	2
2015/7/1	2012/7/2	3	11	1	1	9	6	14	5	7	3			12	1
2016/1/4	2013/1/4	4	6		1	10	6	9	4	6	3			19	1
2016/7/1	2013/7/1	4	6		1	9	6	9	4	1	2			21	1
2017/1/3	2014/1/2	4	7	2	1	7	8	5	6	5	1			22	
2017/7/3	2014/7/1	5	8	1	1	4	10	8	6	4				27	
2018/1/2	2015/1/5	5	12	1	1	7	6	11	6	4				29	1
2018/7/2	2015/7/1	5	10	2	1	7	8	15	6	3				20	1
2019/1/2	2016/1/4	5	14	3		5	5	17	10	4	1	1		17	2
2019/6/17	2016/7/1	4	15	1	1	3	2	15	12	6	4	2		15	4
2019/12/16	2017/1/3	4	13	3	3	3	1	17	12	5	3	1	1	3	6
2020/6/15	2017/7/3	6	15	6	4	3	1	18	11	5	3	1		4	6

数据来源：Wind、开源证券研究所

最后，从个股的角度来看，市场“偏好”入选概率高的个股，同时往往是行业的龙头股更容易成为周期成长股。截止最新一期（2020 年 6 月 15 日）的调整，近 10 年共有 439 只不重复的个股入选周期成长（不包括已经退市的股票），占全部周期股（1722 只）的 25.49%，其中个股平均入选次数最多的行业是食品饮料、建筑

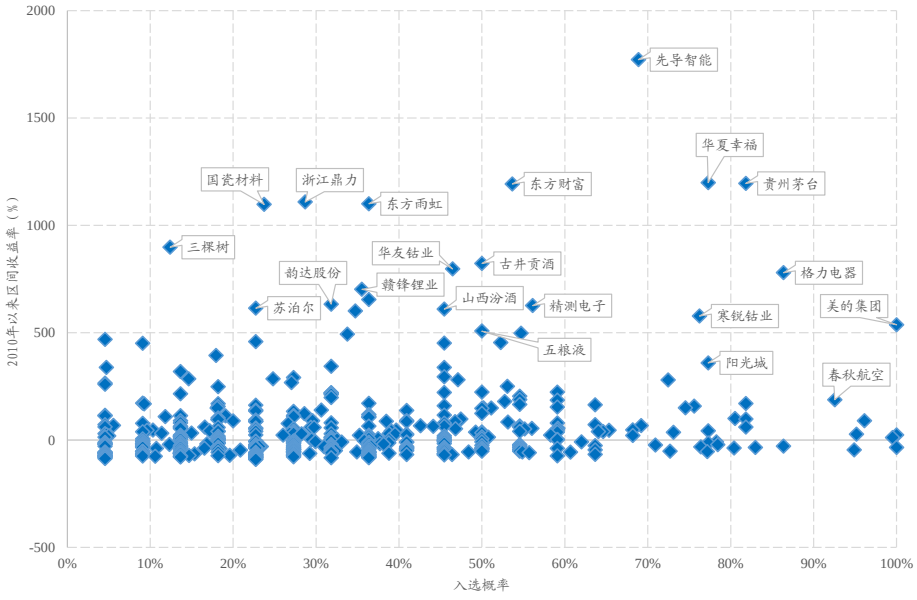
装饰、汽车以及房地产。从入选概率和区间收益率的分布上看，入选概率的高低与区间收益率之间并不存在很明显的对应关系，即入选概率高的个股表现不一定比入选概率低的好，但是从胜率上讲，市场还是更为“偏爱”入选概率高的个股，因为入选概率在 70%以上的个股中区间收益率＞500%的个股占比为 15.63%，而在入选概率在 70%以下的个股中占比仅为 3.93%。同时我们发现这些区间收益率＞500%的个股有如下明显的特征：在一级行业集中度（以营业收入 CR4 指数作为判断标准）提升的行业，龙头企业就越容易成为周期成长，典型的如家用电器中的美的集团和格力电器、食品饮料中的贵州茅台与五粮液；而在一级行业集中度较低的行业，往往是细分领域的三级行业——比如化工、有色金属以及机械设备——龙头股容易成为周期成长股，比如恒立液压、赣锋锂业、三棵树等。

图3：周期成长个股平均入选次数最多的行业是食品饮料、建筑装饰、汽车、房地产



数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：周期成长剔除了同时存在于国证价值中的个股，下同。

图4：从胜率上讲，市场还是更为“偏爱”入选周期成长概率高的个股



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：区间收益率＞500%的周期成长股集中于行业的龙头股

代码	简称	所属行业	上市时间	区间收益率	入选次数	入选概率	营业收入占比
000333.SZ	美的集团	家用电器	2013-09-18	536.4540	14	100.00%	25.05%
000651.SZ	格力电器	家用电器	1996-11-18	779.3630	19	86.36%	17.84%
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	2001-08-27	1,195.0453	18	81.82%	12.22%
000858.SZ	五粮液	食品饮料	1998-04-27	507.5691	11	50.00%	7.17%
600340.SH	华夏幸福	房地产	2003-12-30	1,199.2060	17	77.27%	4.18%
002271.SZ	东方雨虹	建筑材料	2008-09-10	1,100.7716	8	36.36%	3.02%
002032.SZ	苏泊尔	家用电器	2004-08-17	614.4070	5	22.73%	1.79%
600809.SH	山西汾酒	食品饮料	1994-01-06	609.9145	10	45.45%	1.70%
000596.SZ	古井贡酒	食品饮料	1996-09-27	822.1479	11	50.00%	1.49%
002120.SZ	韵达股份	交通运输	2007-03-06	632.1975	7	31.82%	1.27%
603799.SH	华友钴业	有色金属	2015-01-29	797.0814	5	46.46%	1.11%
601100.SH	恒立液压	机械设备	2011-10-28	601.3492	6	34.73%	0.44%
300450.SZ	先导智能	机械设备	2015-05-18	1,772.0744	7	68.87%	0.38%
002460.SZ	赣锋锂业	有色金属	2010-08-10	702.3097	7	35.52%	0.32%
600705.SH	中航资本	非银金融	1996-05-16	654.2809	8	36.36%	0.29%
603338.SH	浙江鼎力	机械设备	2015-03-25	1,108.6702	3	28.68%	0.19%
300567.SZ	精测电子	机械设备	2016-11-22	626.0476	4	56.11%	0.16%
603737.SH	三棵树	化工	2016-06-03	898.1300	1	12.39%	0.12%
300618.SZ	寒锐钴业	有色金属	2017-03-06	577.6987	5	76.23%	0.11%
300285.SZ	国瓷材料	化工	2012-01-13	1,097.3865	4	23.73%	0.04%
300059.SZ	东方财富	非银金融	2010-03-19	1,192.7725	11	53.66%	0.04%

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：区间收益率为上市时间至 2020-06-15。

图6：家用电器、建筑材料、食品饮料等行业的集中度不断提升，而有色金属、机械设备、化工不断降低

	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
采掘	78.98%	79.37%	79.95%	80.10%	81.84%	82.64%	83.53%	81.81%	80.97%	80.92%
传媒	27.26%	23.20%	21.11%	18.57%	17.47%	13.99%	15.25%	15.52%	15.51%	18.61%
电气设备	23.31%	21.76%	20.41%	24.62%	30.03%	31.73%	34.30%	34.97%	35.96%	40.28%
电子	40.73%	44.60%	46.59%	39.11%	46.14%	30.14%	32.81%	32.76%	32.57%	36.64%
房地产	45.17%	44.28%	43.23%	43.19%	45.73%	38.28%	37.33%	36.98%	33.03%	30.60%
纺织服装	28.47%	27.35%	29.12%	29.34%	28.21%	26.84%	27.80%	29.97%	30.38%	32.86%
非银金融	78.97%	80.24%	78.02%	76.75%	70.15%	77.34%	79.72%	80.37%	78.54%	80.87%
钢铁	25.42%	34.66%	35.68%	27.43%	27.43%	33.33%	33.08%	33.73%	34.85%	36.10%
公用事业	30.79%	30.54%	29.79%	29.80%	33.81%	35.35%	38.15%	39.54%	41.60%	41.06%
国防军工	33.61%	36.45%	34.98%	39.52%	48.89%	52.71%	49.57%	54.92%	56.31%	52.51%
化工	64.45%	64.81%	63.68%	65.27%	68.95%	75.78%	77.52%	79.53%	79.49%	80.87%
机械设备	34.52%	34.38%	35.20%	41.18%	45.49%	37.16%	35.64%	35.99%	35.11%	36.59%
计算机	30.86%	30.79%	27.81%	33.58%	36.30%	39.91%	42.10%	47.58%	50.02%	57.57%
家用电器	68.94%	68.09%	67.49%	65.21%	64.89%	67.11%	66.20%	65.75%	67.51%	66.11%
建筑材料	51.35%	50.47%	44.08%	42.89%	42.38%	44.26%	46.03%	46.64%	46.84%	45.50%
建筑装饰	64.32%	65.21%	66.30%	67.60%	67.65%	67.65%	68.00%	66.38%	67.47%	70.19%
交通运输	40.86%	38.42%	37.78%	34.52%	37.27%	34.39%	34.43%	36.19%	37.41%	40.35%
农林牧渔	51.85%	52.81%	53.44%	55.70%	45.33%	45.65%	44.86%	60.20%	62.61%	54.91%
汽车	50.97%	51.89%	51.39%	50.63%	50.07%	52.50%	51.64%	50.98%	48.86%	47.88%
轻工制造	24.91%	24.12%	23.85%	23.40%	24.09%	25.55%	27.45%	28.49%	28.63%	31.45%
商业贸易	39.40%	38.05%	36.32%	31.42%	29.31%	34.12%	39.79%	38.81%	40.59%	41.22%
食品饮料	40.60%	39.54%	38.50%	37.81%	38.57%	39.70%	38.34%	37.04%	38.00%	43.49%
通信	64.87%	63.34%	65.53%	69.60%	73.79%	76.39%	80.06%	81.10%	82.95%	84.72%
休闲服务	62.75%	61.33%	56.79%	59.82%	62.50%	62.25%	60.49%	60.71%	60.77%	61.91%
医药生物	22.77%	21.16%	21.46%	23.13%	22.58%	22.26%	21.86%	22.84%	23.26%	22.56%
银行	54.21%	55.34%	56.25%	55.84%	57.47%	60.13%	61.71%	62.95%	64.80%	67.03%
有色金属	37.65%	37.01%	38.49%	40.57%	40.79%	42.12%	43.76%	44.11%	42.91%	44.64%
综合	57.08%	58.01%	55.24%	52.92%	47.11%	42.38%	53.27%	46.12%	42.70%	42.79%

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：标注黄色的行业为近年来行业集中度不断提升的行业。

2、传统周期成长股的收益来源

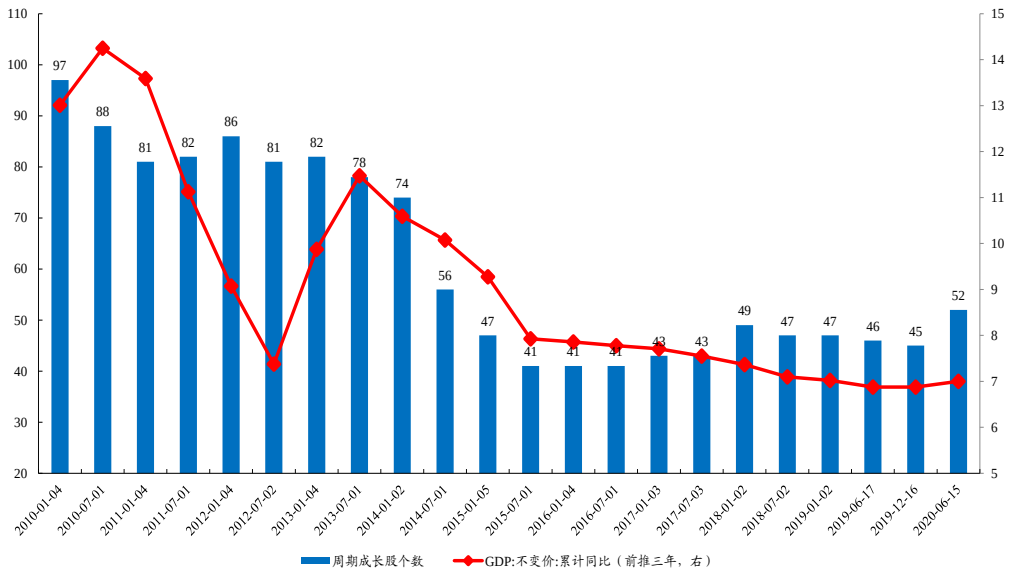
本文分析的重点是与传统经济周期更为相关的传统周期成长股，因此需要在上述筛选方法上进行进一步调整：

（1）以考察区间所有曾经纳入到国证成长指数成分股作为标的股票池，挑选出属于顺周期行业[1]的个股作为周期成长的初始股票池；

（2）同时考虑个股营收增速与名义 GDP 增速的相关性（2007 年以来）以及主营业务范围，剔除与传统经济周期并不十分相关的股票；

筛选后的周期成长指数成分股数目变动与经济增长整体吻合，并且有色金属与机械设备行业的传统周期成长股个数同样跟随投资驱动下降而下降。

图7：在剔除与经济周期弱相关个股后，周期成长股与 GDP 增速（前推三年）吻合



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：传统周期成长股的行业变迁，有色金属与机械设备的股票个数也在不断下降

调整期	交通运输	采掘	化工	家用电器	房地产	建筑材料	建筑装饰	机械设备	汽车	钢铁	银行	非银金融	白酒	有色金属
2010/1/4	3	10	9	4	29	6	5	10	11	1	0	6	2	1
2010/7/1	1	8	7	5	31	4	4	9	11	0	0	2	3	3
2011/1/4	0	11	6	5	18	1	7	9	13	1	0	2	6	2
2011/7/1	2	15	8	2	18	3	7	10	8	0	0	2	6	1
2012/1/4	2	14	13	0	19	3	8	9	9	0	0	1	7	1
2012/7/2	4	7	14	0	18	2	7	9	9	0	0	1	8	2
2013/1/4	4	3	11	4	19	1	11	8	7	0	0	1	9	4
2013/7/1	3	6	13	2	15	0	11	5	6	0	0	1	10	6
2014/1/2	4	5	9	4	16	0	11	4	6	0	0	0	10	5
2014/7/1	3	2	5	6	14	1	12	1	6	0	0	0	3	3
2015/1/5	1	3	4	4	11	1	11	1	6	0	0	0	2	3
2015/7/1	2	2	4	1	6	1	9	2	7	0	0	3	1	3
2016/1/4	3	2	2	0	6	1	10	2	6	0	0	5	1	3
2016/7/1	3	1	4	0	6	1	9	3	1	0	0	9	1	3
2017/1/3	3	0	5	2	8	1	7	3	5	0	0	8	0	1
2017/7/3	5	0	5	1	10	1	4	2	4	0	0	9	0	2
2018/1/2	5	0	7	1	6	1	7	2	4	0	0	11	1	4
2018/7/2	5	0	5	2	8	1	7	2	3	0	0	9	1	4
2019/1/2	5	1	8	3	5	0	5	3	4	1	0	7	2	3
2019/6/17	4	4	8	1	2	1	3	4	6	2	0	5	4	2
2019/12/16	4	3	9	3	1	3	3	3	5	1	1	2	6	1
2020/6/15	6	3	11	6	1	4	3	3	5	1	0	1	6	2

数据来源：Wind、开源证券研究所

[1] 顺周期行业主要包含钢铁，采掘，机械设备，建筑装饰，建筑材料，银行，非银金融，食品饮料（白酒），家用电器，交通运输，有色金属，化工。

2.1、 宽货币+宽信用环境下周期成长往往表现较好

宽货币+宽信用环境里，周期成长的胜率与收益率较高。从货币信贷组合角度看，在宽货币+宽信用[2]阶段，周期成长股往往能取得较大的正向绝对收益，在过去22个考察区间里，整个区间内均处于宽货币+宽信用的货币信贷组合内共有6个，其中4个区间收益率为正，平均收益率为10.33%。即使在仅有的录得负向收益的阶段（2012年下半年和2016年上半年），周期成长股录得的负向收益分别为-5.63%与-5.68%。

这背后蕴含的逻辑为信贷周期往往领先于经济周期，在**宽信用环境里更有利于顺周期股的行情表现。**同时由于周期成长股具有一定成长性，对货币政策宽松带来的流动性与利率下行也较为敏感，其**“长久期”的属性也同样使得市场愿意在宽货币环境下为其成长性进行定价**，使得周期成长股的估值得到抬升，因此估值对收益的贡献往往能够超过盈利的贡献。

表1：在宽信用环境里，经济增长预期的上行更有利于周期成长股的行情表现

区间起始日	区间截止日	周期成长指数区间收益率	PE TTM	估值贡献	盈利贡献	经济状态	货币信贷组合
2010-01-04	2010-06-30	-33.95%	37.27	-53.39%	19.44%	过热→类滞胀	紧货币，紧信用
2010-07-01	2010-12-31	43.52%	17.37	49.29%	-5.77%	类滞胀	宽货币，宽信用
2011-01-04	2011-06-30	1.24%	25.94	-14.42%	15.66%	类滞胀	紧货币，紧信用
2011-07-01	2011-12-30	-26.71%	22.20	-34.35%	7.64%	衰退	紧货币，紧信用
2012-01-04	2012-06-29	14.89%	14.57	29.25%	-14.36%	衰退	宽货币，宽信用
2012-07-02	2012-12-31	-5.63%	18.84	-10.16%	4.53%	衰退→复苏	宽货币，宽信用
2013-01-04	2013-06-28	-18.51%	16.92	-19.38%	0.87%	衰退	宽货币，宽信用→紧货币，紧信用
2013-07-01	2013-12-31	-7.51%	13.64	-3.39%	-4.12%	复苏→衰退	紧货币，紧信用
2014-01-02	2014-06-30	-5.68%	13.18	3.24%	-8.92%	衰退	紧货币，紧信用→宽货币，宽信用
2014-07-01	2014-12-31	43.84%	13.61	54.28%	-10.44%	衰退	紧货币，紧信用
2015-01-05	2015-06-30	51.15%	20.99	30.52%	20.63%	衰退	紧货币，紧信用→宽货币，弱信用
2015-07-01	2015-12-31	-23.00%	27.40	-30.72%	7.72%	衰退	宽货币，弱信用
2016-01-04	2016-06-30	-8.99%	18.98	0.28%	-9.27%	复苏	宽货币，宽信用
2016-07-01	2016-12-30	1.50%	19.04	34.91%	-33.41%	复苏	宽货币，宽信用
2017-01-03	2017-06-30	-2.10%	25.68	-4.69%	2.59%	过热	紧货币，紧信用
2017-07-03	2017-12-29	-2.93%	24.48	-3.73%	0.81%	过热→类滞胀	紧货币，宽信用→紧货币，紧信用
2018-01-02	2018-06-29	-22.24%	23.56	-33.05%	10.81%	类滞胀	紧货币，紧信用
2018-07-02	2018-12-28	-14.46%	15.78	0.74%	-15.20%	类滞胀→衰退	紧货币，紧信用
2019-01-02	2019-06-14	32.19%	15.89	66.88%	-34.69%	衰退	宽货币，宽信用→紧货币，宽信用
2019-06-17	2019-12-13	17.30%	26.52	7.08%	10.22%	衰退	宽货币，弱信用
2019-12-16	2020-06-12	16.71%	28.40	6.39%	10.32%	衰退→复苏	宽货币，宽信用

[2] 货币松紧的判断标准主要以M2同比增速为主，信贷松紧的判断标准以M2-社融存量的同比增速差为主。

区间起始日	区间截止日	周期成长指数区间收益率	PE TTM	估值贡献	盈利贡献	经济状态	货币信贷组合
2020-06-15	2020-10-15	30.38%	30.22	33.01%	-2.63%	复苏	紧货币，宽信用

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：表中黄底代表区间收益率为正。

表2：宽货币+宽信用环境里，周期成长指数胜率与绝对收益较高。

货币与信贷状态	区间数	录得正向收益区间数	胜率	平均收益率
宽货币，宽信用	6	4	66.67%	10.33%
紧货币，紧信用	8	2	25.00%	-7.74%
宽货币，弱信用	2	1	50.00%	-2.85%
紧货币，宽信用	1	1	100.00%	30.38%

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：剔除在考察时间内货币与信贷状态发生切换的区间。

2.2、 宽货币是周期成长相对于周期价值[3]占优的有利因素

在宽货币的环境下，市场对周期成长股给予的估值溢价是其跑赢周期价值的重要收益来源。在 22 个考察区间内，周期成长较周期价值能够获得相对收益的区间共有 7 个，其中除 2020 年下半年外，其余区间内均是在宽货币的环境里，估值贡献差均相对较大。在宽货币环境里，利率下降（2010 年下半年除外）与充足的流动性，市场倾向于对周期成长股按其“长久期”的成长属性进行交易，因此估值的提升贡献了较多相对收益。

在经济早周期阶段[4]，周期成长的表现能与周期价值接近，然而进入经济复苏“深水区”之后，周期成长表现明显逊于周期价值。我们以 2016-2017 年的经济复苏为例，受益于 2015 年中的房地产政策放松与 2015 末的供给侧改革，我国宏观经济于 2016 年行至经济复苏的早周期阶段，周期成长与周期价值表现并未有明显差异；而在 2016 年下半年与 2017 年上半年，经济复苏进入“深水区”，周期价值显著跑赢周期成长。这背后蕴含的是在经济复苏的早周期阶段，市场对复苏预期的脆弱性和对未来货币政策宽松预期的加强使得市场风格在成长和价值中反复切换，对于周期成长股依然按其成长属性进行交易；而当经济复苏的趋势确立后，货币政策收紧预期使得周期成长股的估值受到抑制，市场表现往往不及低估值的周期价值股。

表3：宽货币是周期成长指数能较周期价值指数占优的有利环境

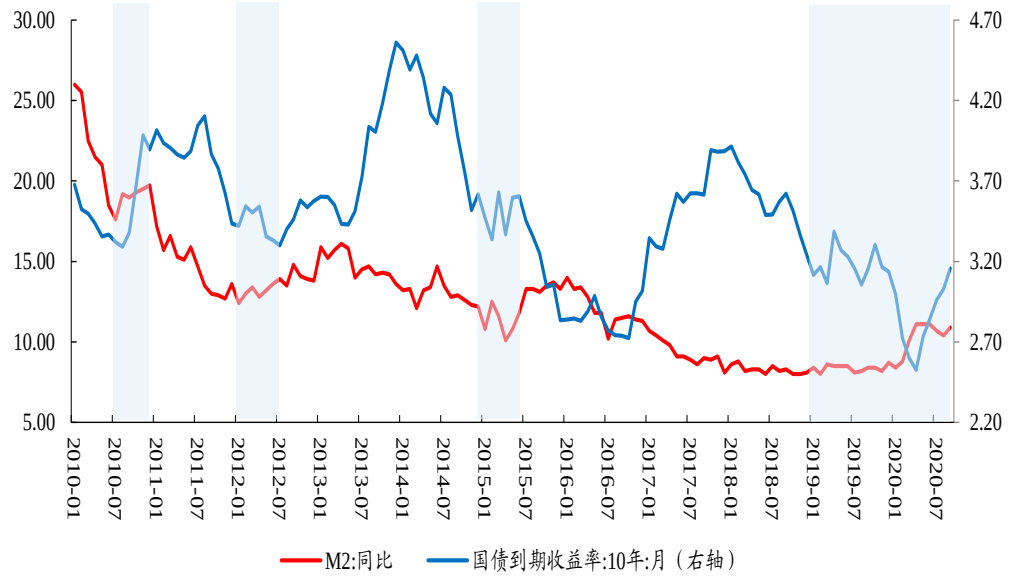
区间起始日	区间截止日	周期成长	周期价值	周期成长-周期价值	估值贡献之差	盈利贡献之差	经济状态	货币信贷组合
2010-01-04	2010-06-30	-33.95%	-20.04%	-13.91%	-10.73%	-3.18%	过热，类滞胀	紧货币，紧信用
2010-07-01	2010-12-31	43.52%	14.69%	28.83%	45.54%	-16.71%	类滞胀	宽货币，宽信用
2011-01-04	2011-06-30	1.24%	4.51%	-3.27%	-4.08%	0.81%	类滞胀	紧货币，紧信用
2011-07-01	2011-12-30	-26.71%	-15.08%	-11.62%	-16.47%	4.85%	衰退	紧货币，紧信用
2012-01-04	2012-06-29	14.89%	3.94%	10.95%	36.47%	-25.52%	衰退	宽货币，宽信用
2012-07-02	2012-12-31	-5.63%	6.93%	-12.56%	-15.17%	2.61%	衰退，复苏	宽货币，宽信用
2013-01-04	2013-06-28	-18.51%	-8.31%	-10.20%	1.40%	-11.59%	衰退	宽货币，宽信用→紧货币，紧信用
2013-07-01	2013-12-31	-7.51%	7.22%	-14.73%	0.31%	-15.04%	复苏，衰退	紧货币，紧信用

[3] 周期价值指数的构建方式与周期成长类似，只不过成分股为国证价值指数中属于顺周期板块的个股。
[4] 即经济状态进行到衰退后期、复苏前期的拐点阶段，

区间起始日	区间截止日	周期成长	周期价值	周期成长-周期价值	估值贡献之差	盈利贡献之差	经济状态	货币信贷组合
2014-01-02	2014-06-30	-5.68%	-1.34%	-4.34%	5.23%	-9.58%	衰退	紧货币，紧信用→宽货币，宽信用
2014-07-01	2014-12-31	43.84%	46.22%	-2.38%	-15.00%	12.62%	衰退	紧货币，紧信用
2015-01-05	2015-06-30	51.15%	11.92%	39.23%	21.23%	17.99%	衰退	紧货币，紧信用→宽货币，弱信用
2015-07-01	2015-12-31	-23.00%	-13.27%	-9.73%	-12.02%	2.29%	衰退	宽货币，弱信用
2016-01-04	2016-06-30	-8.99%	-8.92%	-0.06%	7.02%	-7.08%	复苏	宽货币，宽信用
2016-07-01	2016-12-30	1.50%	8.45%	-6.94%	28.72%	-35.67%	复苏	宽货币，宽信用
2017-01-03	2017-06-30	-2.10%	6.81%	-8.91%	-6.95%	-1.96%	过热	紧货币，紧信用
2017-07-03	2017-12-29	-2.93%	6.41%	-9.34%	-8.88%	-0.47%	过热，类滞胀	紧货币，宽信用→紧货币，紧信用
2018-01-02	2018-06-29	-22.24%	-8.36%	-13.88%	-15.26%	1.39%	类滞胀	紧货币，紧信用
2018-07-02	2018-12-28	-14.46%	-6.07%	-8.39%	11.51%	-19.90%	类滞胀、衰退	紧货币，紧信用
2019-01-02	2019-06-14	32.19%	8.37%	23.82%	57.39%	-33.57%	衰退	宽货币，宽信用→紧货币，宽信用
2019-06-17	2019-12-13	17.30%	3.23%	14.07%	10.63%	3.44%	衰退	宽货币，弱信用
2019-12-16	2020-06-12	16.71%	-9.15%	25.86%	14.56%	11.30%	衰退，复苏	宽货币，宽信用
2020-06-15	2020-10-15	30.38%	7.32%	23.06%	15.03%	8.03%	复苏	紧货币，宽信用

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：表中黄底代表（周期成长-周期价值）的区间收益率为正。

图9：周期成长较周期价值占优的区间里，宽松的流动性提升周期成长的估值



数据来源：Wind、开源证券研究所

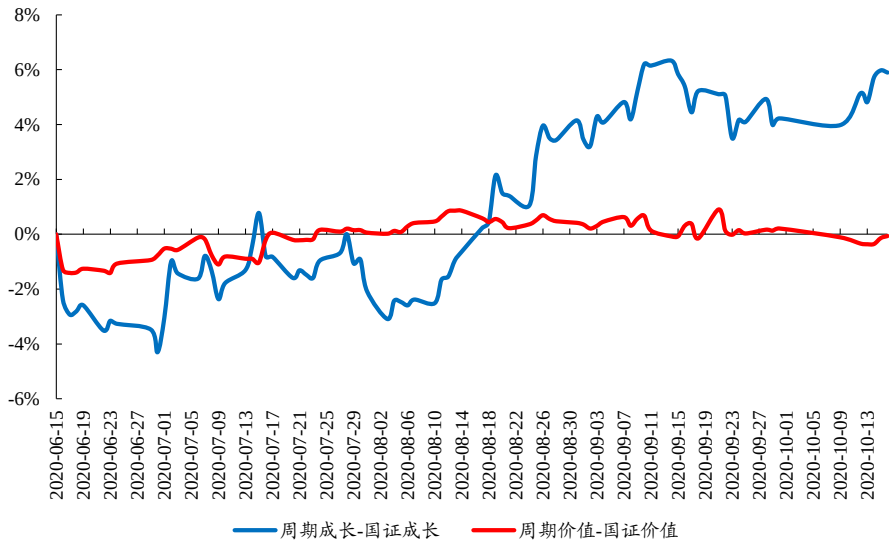
2.3、 周期成长的顺周期属性是其相对整体成长股占优的关键

在 22 个考察区间内，周期成长较国证成长占优的区间共有 12 个，大部分发生在宽货币+宽信用与紧货币+紧信用的环境下，这与周期成长的顺周期属性息息相关。

在宽货币+宽信用的环境下，尽管都是基于成长性的逻辑进行交易，周期成长

跑赢广义成长的胜率较高。我们认为，这背后的原因在于**市场在宽货币+宽信用的环境下对周期成长股除了对其成长性进行定价外，部分“抢跑交易者”基于未来经济增长的预期，会对周期成长股的顺周期性也会进行部分定价。**这个现象在 2020 年体现得尤为明显：为应对新冠疫情带来的经济衰退风险，央行向市场投放了足量流动性，同时利率也维持在历史低位，A 股市场的成长风格演绎到极致；然而随着经济逐步开始回暖，因为较为强烈的经济复苏预期使得投资者往往对顺周期也会参与布局，这部分投资者的额外定价使得周期成长在 8 月下旬开始表现优于国证成长。

图10：近两月周期成长已经跑赢国证成长



数据来源：Wind、开源证券研究所

在部分紧货币+紧信用的环境下，周期成长也能较国证成长占优，核心原因在于在紧货币+紧信用的杀估值阶段，周期成长的顺周期性使得其盈利能够提供一定安全垫。以 2011 年上半年为例，在经济类滞胀时期，央行采取了紧货币+紧信用来抑制通货膨胀和投资过热，市场进入“杀估值”阶段，国证成长整体估值下跌 17.89%，而周期成长下跌 14.42%，但由于盈利的增长为周期成长提供了一定的安全垫，因此周期成长相对于国证成长的收益为+7.56%。

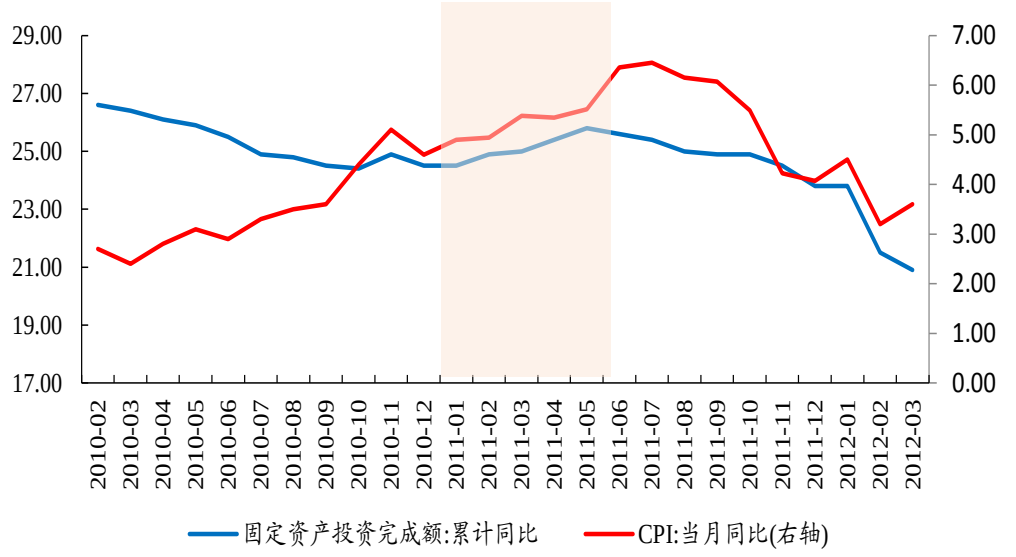
表4：在宽货币+宽信用的环境下，周期成长股的交易逻辑中除流动性外还含有一定经济复苏预期

区间起始日	区间截止日	周期成长	国证成长	周期成长-国证成长	周期成长估值贡献	国证成长估值贡献	经济状态	货币信贷状态
2010-01-04	2010-06-30	-33.95%	-28.35%	-5.60%	-53.39%	-49.94%	过热，类滞胀	紧货币，紧信用
2010-07-01	2010-12-31	43.52%	32.97%	10.55%	49.29%	30.97%	类滞胀	宽货币，宽信用
2011-01-04	2011-06-30	1.24%	-6.32%	7.56%	-14.42%	-17.89%	类滞胀	紧货币，紧信用
2011-07-01	2011-12-30	-26.71%	-26.57%	-0.14%	-34.35%	-32.04%	衰退	紧货币，紧信用
2012-01-04	2012-06-29	14.89%	13.03%	1.86%	29.25%	2.48%	衰退	宽货币，宽信用
2012-07-02	2012-12-31	-5.63%	1.08%	-6.72%	-10.16%	13.07%	衰退，复苏	宽货币，宽信用
2013-01-04	2013-06-28	-18.51%	-6.40%	-12.11%	-19.38%	-19.93%	衰退	宽货币，宽信用→紧货币，紧信用
2013-07-01	2013-12-31	-7.51%	5.98%	-13.49%	-3.39%	-0.97%	复苏，衰退	紧货币，紧信用
2014-01-02	2014-06-30	-5.68%	-4.45%	-1.23%	3.24%	-9.76%	衰退	紧货币，紧信用→宽货币，宽信用

区间起始日	区间截止日	周期成长	国证成长	周期成长-国证成长	周期成长估值贡献	国证成长估值贡献	经济状态	货币信贷状态
2014-07-01	2014-12-31	43.84%	42.58%	1.26%	54.28%	39.85%	衰退	紧货币，紧信用
2015-01-05	2015-06-30	51.15%	31.68%	19.47%	30.52%	37.79%	衰退	紧货币，紧信用→宽货币，弱信用
2015-07-01	2015-12-31	-23.00%	-13.43%	-9.57%	-30.72%	0.75%	衰退	宽货币，弱信用
2016-01-04	2016-06-30	-8.99%	-9.11%	0.12%	0.28%	-7.24%	复苏	宽货币，宽信用
2016-07-01	2016-12-30	1.50%	1.36%	0.14%	34.91%	22.01%	复苏	宽货币，宽信用
2017-01-03	2017-06-30	-2.10%	2.28%	-4.38%	-4.69%	5.05%	过热	紧货币，紧信用
2017-07-03	2017-12-29	-2.93%	4.79%	-7.72%	-3.73%	0.15%	过热，类滞胀	紧货币，宽信用→紧货币，紧信用
2018-01-02	2018-06-29	-22.24%	-17.95%	-4.29%	-33.05%	-22.41%	类滞胀	紧货币，紧信用
2018-07-02	2018-12-28	-14.46%	-21.17%	6.71%	0.74%	-20.60%	类滞胀、衰退	紧货币，紧信用
2019-01-02	2019-06-14	32.19%	23.83%	8.36%	66.88%	25.11%	衰退	宽货币，宽信用→紧货币，宽信用
2019-06-17	2019-12-13	17.30%	14.94%	2.35%	7.08%	11.65%	衰退	宽货币，弱信用
2019-12-16	2020-06-12	16.71%	10.91%	5.80%	6.39%	22.78%	衰退，复苏	宽货币，宽信用
2020-06-15	2020-10-15	30.38%	23.53%	6.84%	33.01%	22.75%	复苏	紧货币，宽信用

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：表中黄底代表（周期成长-国证成长）的区间收益率为正。

图11：2011 年上半年 CPI 当月同比增速与固定投资累计同比增速均达到高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 周期成长的前身与演变

我们通过前文分析发现，2014 年之后每一次调整期入选周期成长的股票数整体趋势是逐渐减少的，这背后反映的是周期性行业内部能够获得连续三年的高盈利增长且获得市场认可而定价的股票越来越稀缺。

这种周期成长股“稀缺性”的根本原因是传统周期股的**蜕变过程越来越困难，除了宏观经济的趋势性下行、投资驱动力越来越弱等改变周期行业整体景气的系统性因素外，投资者对周期股的认知变化也是不可忽视的重要因素。**在过去的十年间，

房地产行业的盈利能力不可谓不强，从2020年疫情后的修复速度上看韧性也很强，然而在本轮复苏行情中房地产板块表现一般，除了政策调控的因素之外，背后其实就是市场早已不愿意为地产的高增长而给予成长股的定价。这样的现象还发生在钢铁、采掘、化工等传统周期行业中，这些行业的有些个股即使在财务上表现出预期外的高增长，但是估值依然较低，因此它们同时存在于国证成长与国证价值指数中。

图12：近些年来同时存在于国证成长与国证价值中的个股越来越集中于房地产、化工、钢铁等传统周期性行业

股票池	交通运输	化工	家用电器	建筑材料	建筑装饰	房地产	有色金属	机械设备	汽车	采掘	钢铁	银行	非银金融	食品饮料	总个数
2010/1/4	8	12		4	2	5	3	1	8	13	6	5	2	1	70
2010/7/1	6	11	1	6	4	11	2	2	10	13	4	6	3	2	81
2011/1/4	6	8	1	6	4	20	1	2	9	13	2	5	3	1	81
2011/7/1	6	10	4	4	5	20	1	4	14	9	3	5		1	86
2012/1/4	8	10	4	5	5	16		4	14	5	4	5	1	1	82
2012/7/2	10	13	3	8	6	16		4	12	5	5	5	2		89
2013/1/4	8	14	1	9	5	10		4	12	5	5	3	4		80
2013/7/1	8	12	3	7	4	12		5	10	2	4	7	3		77
2014/1/2	7	14	3	5	4	11		5	7	2	3	9	3	1	74
2014/7/1	3	6	2	5	4	16	3	4	6	3	1	9	3	6	71
2015/1/5	2	7	2	6	4	14	4	3	3	3		9	3	5	65
2015/7/1	2	11	2	5	3	17	2	1	2	1		9	2	2	59
2016/1/4	3	10	3	4	3	12	3	2	4			5	2	1	52
2016/7/1	1	6	3	2	2	12	3	3	7			4	8		51
2017/1/3	1	6	2	2	1	9	2	2	5	1		2	10		43
2017/7/3	1	7	3	2	2	10	1	2	6	1		2	5		42
2018/1/2	1	9	3	2	2	12		1	6		1	3	3		43
2018/7/2	1	10	3	1	2	12	1	1	6		6	2	3		48
2019/1/2	1	13	4	2	3	11	1	2	5	4	7	2	3		58
2019/6/17		14	5	4	3	17		3	6	7	10	2	3		74
2019/12/16		16	5	5	4	18		2	7	9	12	1	2		81
2020/6/15	1	14	2	7	2	17		3	5	8	11	1	2		73

数据来源：Wind、开源证券研究所

然而依旧有部分个股在宏观环境与市场认知的变化之中完成了向周期成长的演变，接下来我们将重点研究这种演变的过程。

以财务指标构建的成长因子考察的是个股过去三年的盈利情况，因此在这里我们尝试将考察期前推三年，观察当期纳入周期成长的股票三年前市场对它们的风格定位，刻画它们逐渐从在财务数据上展现出的成长性到真正演变为市场愿意给予成长性定价的周期成长股的变化过程。一般而言，周期成长股的风格演变路径总共有三条：**认知改变路径，即个股在过去三年内完成了从周期价值向周期成长蜕变；成长延续路径，即三年前已经处于周期成长股中，当期依然被纳入，实现了成长性的延续；预期逐步验证路径，即个股在三年前既属于周期成长也不属于周期价值，当期被纳入周期成长。**接下来我们对每一条演变路径进行详细分析。

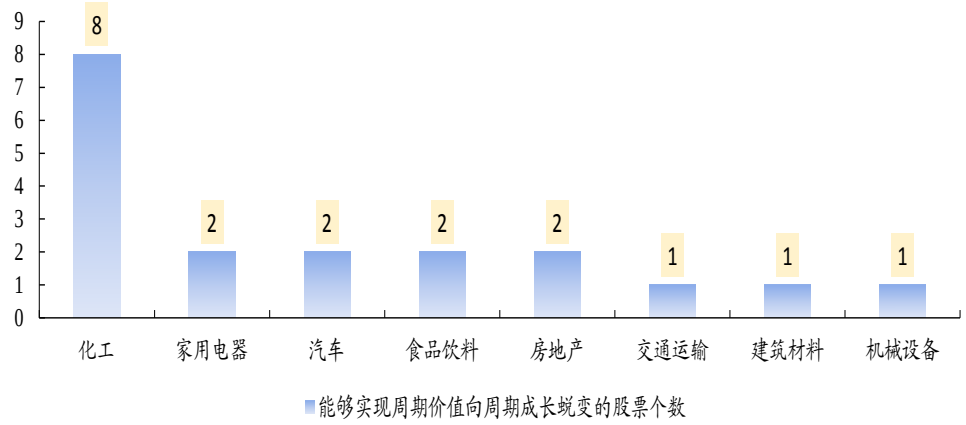
3.1、 从价值走向成长：蝴蝶虽美，难越沧海

我们发现，能够在三年的区间内实现从周期价值向周期成长转变的股票个数极少，这也就意味着市场的定价很大程度上其实是有效的，很难逾越。但值得注意的是一旦这种个股被发现，则回报十分丰厚，比如典型的2016年的五粮液与山西汾酒。在过去十年的考察区间里，三年前同期位于周期价值中而在当期被纳入周期成长的个股数目极少，仅有19只。除了经济下行的宏观背景之外，这背后也同样反映了一种思维定势：投资者对于周期行业的个股盈利持续性的怀疑，短期内想要扭转这种悲观预期的难度是很大的，即使在未来三年内展现出了优异的盈利能力，投资者依然缺乏对该股票定价的动力。

然而化工行业似乎是个例外。化工行业在多个细分子行业中都有个股实现过从周期价值向周期成长的转变，包括氟化工中的巨化股份，纯碱中的三友化工，染料

中的浙江龙盛等。其原因可能为化工行业内部子行业众多，专业性强，行业景气存在较大差异，因此投资者容易**在前期囿于全行业景气的下行而对其潜在成长性错误定价，然而投资者对化工行业部分细分赛道的宽容度高于地产，钢铁等行业，因此能在其展现出成较好的盈利能力后快速修复定价。**

图13：从周期价值向周期成长蜕变的难度较大，出现的案例集中于化工行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：化工行业从周期价值向周期成长蜕变的成分股与其细分行业

股票代码	股票名称	所属细分行业
600160.SH	巨化股份	氟化工及制冷剂
600409.SH	三友化工	纯碱
000059.SZ	华锦股份	石油加工
600230.SH	沧州大化	聚氨酯
600367.SH	红星发展	无机盐
600352.SH	浙江龙盛	纺织化学用品
000703.SZ	恒逸石化	涤纶
002408.SZ	齐翔腾达	聚氨酯

资料来源：Wind、开源证券研究所

周期价值股在向周期成长股蜕变过程中，往往能录得正收益，相较于成长性，投资者更愿意对其盈利进行定价，估值抬升并不明显。理论上，前身为周期价值属性的股票向周期成长蜕变时，因在起始时期估值相较业绩被低估，在蜕变过程中，随着市场对其成长性的不断定价，估值贡献应该更大，即市场在对其收益定价的同时对其成长性也将逐渐恢复定价。然而事实并非如此。在 11 个有股票完成蜕变的考察区间中，区间收益为正的时间段为 7 个，但仅有 2015 年 6 月至 2018 年 6 月，恒逸石化在从周期价值向周期成长蜕变过程中，估值对收益的贡献远远大于盈利的贡献；而其他时间段，盈利对收益的贡献都大于估值，甚至有多个阶段估值是负贡献，这也就意味着股票的成长性有可能是前期低基数带来的盈利大幅增长，财务上的优异表现使其被认定为成长股，**然而市场似乎并不完全认可这种成长性，对盈利的定价远高于对其成长性的定价**。有意思的是尽管估值贡献为负，但是股价的抬升却使价值因子的其他特征不再满足[5]，从而不再被纳入周期价值股。

[5] 我们在报告《周期价值：身在灰暗，心向光明》中提到，周期价值因子包括四个变量：每股收益与价格比率（ E/P）、每股经营现金流与价格比率（CF/P）、股息收益率（D/P）以及每股净资产与价格比率（B/P），尽管 E/P 整体抬升（即 E 比 P 跑得更快），但是 P 的上升使得剩余三个变量下降，使得周期价值因子整体排名反而下降，从而从国证价值中被剔除。

而在区间收益率为负的时间段，这一类周期成长股估值下降的幅度往往较大。除 2010 年 6 月至 2013 年 6 月盈利贡献为正外，其余均为反向贡献，也就意味着在周期价值向周期成长蜕变过程中，如果股票表现不佳，估值将是主要的拖累因素，而盈利则提供安全垫。

站在当前时点，对过去十年间曾经实现过从周期价值向周期成长蜕变的个股的涨跌幅表现和估值水平进行重新审视，**即使曾经凭借优异的财务上的成长性一度松动了投资者对它们的思维定势，但是从长期视角看，能彻底扭转投资者对他们的认知的股票数目依然不多。**有 8 只股票从财务数据上看没能维持较高的成长性，但是市场对它们依然进行了成长性定价，因此在当前处于非成长非价值的状态；有 8 只股票同时处于国证成长与国证价值或回归了周期价值中，可见市场对它们的认知被打回“原形”。另外 4 只位于周期成长的股票则真正完成了蜕变。

表6：从周期价值向周期成长蜕变的股票收益来源

起始日期	终止日期	指数收益变动	PE_TTM 变动	估值贡献率	盈利贡献率	估值贡献	盈利贡献	估值与盈利贡献差
2009-12-28	2012-12-28	0.1378	-0.7332	-5.3220	6.3220	-0.7332	0.8710	-1.6042
2010-06-25	2013-06-27	-0.1301	1.3427	11.3219	-10.3219	-1.4728	1.3427	-2.8155
2010-12-30	2013-12-30	-0.5344	-1.8543	-2.4701	3.4701	1.3200	-1.8543	3.1743
2011-06-27	2014-06-27	0.1021	-0.7724	-7.5644	8.5644	-0.7724	0.8745	-1.6469
2012-12-28	2015-12-30	3.0609	-0.1361	-0.0444	1.0444	-0.1361	3.1970	-3.3331
2014-06-27	2017-06-29	2.6409	0.3010	0.1140	0.8860	0.3010	2.3398	-2.0388
2015-06-26	2018-06-28	0.7601	1.2032	1.5830	-0.5830	1.2032	-0.4431	1.6463
2015-12-25	2018-12-27	-0.0530	-0.8090	-14.2773	15.2773	0.7560	-0.8090	1.565
2016-06-13	2019-06-13	1.7973	-0.0093	-0.0052	1.0052	-0.0093	1.8065	-1.8158
2016-12-12	2019-12-12	2.2761	0.3850	0.1691	0.8309	0.3850	1.8911	-1.5061
2017-06-09	2020-06-11	-0.5814	-0.8133	-0.3989	1.3989	0.2319	-0.8133	1.0452

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：表中黄底代表区间收益率为正。

图14：从目前看，完成过周期价值向周期成长蜕变的股票并没有普遍获得成长性溢价

股票代码	股票名称	完成蜕变区间起始日	完成蜕变区间截止日	所属行业	考察区间涨跌幅(%)	股票最新估值	行业最新估值	最新期的风格
600367.SH	红星发展	2011/1/4	2014-01-03	化工	-24.24	749.14	31.75	不存在于国证成长或国证价值
600230.SH	沧州大化	2010/7/1	2013-07-01	化工	-24.11	-28.16	31.75	不存在于国证成长或国证价值
600352.SH	浙江龙盛	2013/1/4	2016-01-04	化工	206.81	10.05	31.75	不存在于国证成长或国证价值
601238.SH	广汽集团	2014/7/1	2017-06-30	汽车	85.16	26.53	30.06	不存在于国证成长或国证价值
600007.SH	中国国贸	2011/7/1	2014-07-01	房地产	25.03	14.40	9.38	不存在于国证成长或国证价值
000755.SZ	山西路桥	2010/1/4	2013-01-04	交通运输	-61.73	-22.86	23.89	不存在于国证成长或国证价值
600218.SH	全柴动力	2010/1/4	2013-01-04	机械设备	11.96	24.58	31.14	不存在于国证成长或国证价值
600291.SH	西水股份	2010/7/1	2013-07-01	非银金融	-53.86	-0.25	19.74	不存在于国证成长或国证价值
600160.SH	巨化股份	2010/1/4	2013-01-04	化工	182.97	89.52	31.75	同时存在于国证成长与国证价值
000059.SZ	华锦股份	2010/7/1	2013-07-01	化工	-49.80	-38.43	31.75	同时存在于国证成长与国证价值
000703.SZ	恒逸石化	2015/7/1	2018-06-29	化工	394.94	11.26	31.75	同时存在于国证成长与国证价值
001979.SZ	招商蛇口	2016/1/4	2019-01-04	房地产	-22.99	9.24	9.38	同时存在于国证成长与国证价值
002408.SZ	齐翔腾达	2017/1/3	2020-01-03	化工	80.48	18.99	31.75	**周期成长**
600809.SH	山西汾酒	2016/7/1	2019-07-01	食品饮料	1057.67	79.25	46.25	**周期成长**
000858.SZ	五粮液	2017/1/3	2020-01-03	食品饮料	829.04	49.43	46.25	**周期成长**
002302.SZ	西部建设	2017/7/3	2020-07-03	建筑材料	27.29	18.96	15.63	**周期成长**
600409.SH	三友化工	2010/7/1	2013-07-01	化工	63.55	699.55	31.75	周期价值
600839.SH	四川长虹	2010/1/4	2013-01-04	家用电器	-13.46	-53.58	24.44	周期价值
600690.SH	海尔智家	2010/1/4	2013-01-04	家用电器	342.51	25.03	24.44	周期价值
000581.SZ	威孚高科	2010/1/4	2013-01-04	汽车	166.37	11.07	30.06	周期价值

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：考察区间为 2010 年 1 月至 2020 年 10 月，黄底代表股票最新市盈率高于行业均值，绿底代表最新市盈率低于行业均值。

3.2、 周期成长的延续：青山常在，绿水长流

正如前文分析，周期成长股本质上依然处于顺周期赛道中，其盈利或多或少都

受到经济周期的影响而出现较大的波动。因此，想要实现从周期成长向周期成长的延续，需要满足以下两个条件：

（1）能够维持较长时间稳定和优秀的盈利能力，体现出较好的成长性；

（2）市场愿意对这种成长性给予定价。

以 2013 年为分界点（区间起始日），可以明显发现**分界点前后能够实现长期稳定盈利增速的周期个股分布行业存在较大差异。**在 2013 年前，能够实现长期稳定盈利增速的行业以房地产，采掘，食品饮料（白酒），建筑装饰为主；而在 2013 年后，能够实现长期稳定盈利增速的行业则集中在了建筑装饰，有色金属，交通运输和非银金融。

表7：近十年来周期成长向周期成长的延续个股数

区间起始日	区间截止日	每期周期成长向周期成长延续个股数
2010-01-04	2013/1/4	18
2010-07-01	2013/7/1	2
2010-12-31	2014/1/2	14
2011-07-01	2014/7/1	5
2012-01-05	2015/1/5	3
2012-06-29	2015/7/1	4
2013-01-04	2016/1/4	4
2013-07-01	2016/7/1	7
2014-01-03	2017/1/3	1
2014-07-03	2017/7/3	5
2014-12-31	2018/1/2	0
2015-07-02	2018/7/2	5
2015-12-31	2019/1/2	5
2016-06-17	2019/6/17	4
2016-12-16	2019/12/16	3
2017-06-15	2020/6/15	4

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：3 年前后能够实现长期稳定盈利增速的周期个股分布行业差异较大

区间起始日	区间截止日	房地产	建筑装饰	食品饮料	交通运输	机械设备	化工	采掘	有色金属	汽车	非银金融	家用电器	建筑材料	银行	钢铁
2010-01-04	2013/1/4	6	1	2	0	5	2	1	0	1	0	0	0	0	0
2010-07-01	2013/7/1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2010-12-31	2014/1/2	2	4	3	0	0	0	3	0	1	0	1	0	0	0
2011-07-01	2014/7/1	2	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
2012-01-05	2015/1/5	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
2012-06-29	2015/7/1	0	0	0	1	0	0	0	1	2	0	0	0	0	0
2013-01-04	2016/1/4	1	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2013-07-01	2016/7/1	3	0	0	0	0	1	1	2	0	0	0	0	0	0
2014-01-03	2017/1/3	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2014-07-03	2017/7/3	1	2	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0
2014-12-31	2018/1/2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
2015-07-02	2018/7/2	0	2	0	0	0	0	0	1	0	2	0	0	0	0
2015-12-31	2019/1/2	0	1	1	2	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
2016-06-17	2019/6/17	0	1	0	0	1	0	0	0	0	2	0	0	0	0
2016-12-16	2019/12/16	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1	0	0
2017-06-15	2020/6/15	0	0	0	3	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：Wind、开源证券研究所

在周期成长向周期成长延续的过程中，稳定的盈利能力贡献了大部分的区间收益，然而市场正在对这种能力的稀缺性给予越来越高的成长性定价。在过去 15 个

有成分股数据的考察区间里，区间收益为正的阶段共有 9 个。在 2012 年 6 月（区间起始日）之前，市场对周期成长股依然按其顺周期属性进行交易，收益来源主要来自盈利的贡献，估值反而是拖累因素；而在 2012 年 6 月（区间起始日）以后，随着能够实现长期稳定盈利的周期成长股数目越来越少，市场逐渐改变了过去对周期成长股的认知，逐渐对这种能力的稀缺性给予一定成长性溢价，股票实现了戴维斯双击，虽然整体上贡献程度不如盈利，但是在差值正在逐阶段减小，并在 2016 年末至 2019 年末第一次实现估值贡献对盈利贡献的反超。

从这里可以看出，随着具备稳定盈利能力的周期成长股越来越稀缺，前文两个条件中的第二个条件变得越来越容易实现，即**投资者越来越愿意对能够实现周期成长向周期成长延续的个股成长性给予定价，投资者开始相信这些股票能够在周期赛道中拥有长期稳定的盈利能力并不是偶然，而是可能公司所具备某种独特优势使其脱颖而出，而这种优势的稀缺性将是其成为周期成长股的基石，应当给予不同于行业的定价。**

以上认知的改变同样可以在区间收益为负的阶段中估值与盈利贡献变化中窥见端倪。在 2015 年 6 月（区间起始日）以前，区间收益率为负的阶段，周期成长股的估值为主要拖累，盈利贡献安全垫；而在之后得两个阶段（2016 年 6 月至 2019 年 6 月与 2017 年 6 月至 2020 年 6 月），收益率下降主要是盈利拖累，反而估值提供了另一种支撑，即在其盈利增速有所波动或出现偶然下行的情况时，市场依然看好其长期的增长性，从而愿意对其成长性给予定价。

表8：能够实现周期成长向周期成长的延续的个股收益来源

区间起始日	区间终止日	指数收益变动	PE_TTM 变动	估值贡献率	盈利贡献率	估值贡献	盈利贡献	估值与盈利贡献差
2009-12-28	2012/12/28	0.1690	-0.5896	-3.4887	4.4887	-0.5896	0.7587	-1.3483
2010-06-25	2013/6/27	0.2101	-0.7195	-3.4248	4.4248	-0.7195	0.9296	-1.6492
2010-12-30	2013/12/30	-0.4949	-0.6781	-0.3702	1.3702	0.1832	-0.6781	0.8613
2011-06-27	2014/6/27	-0.2240	-0.4316	-0.9267	1.9267	0.2076	-0.4316	0.6392
2011-12-30	2014/12/30	0.4480	2.1256	4.7443	-3.7443	2.1256	-1.6776	3.8033
2012-06-29	2015/6/29	2.0873	-0.4812	-0.2305	1.2305	-0.4812	2.5685	-3.0497
2012-12-28	2015/12/30	1.3977	0.0903	0.0646	0.9354	0.0903	1.3074	-1.2171
2013-06-28	2016/6/29	1.1063	0.8879	0.8026	0.1974	0.8879	0.2184	0.6696
2013-12-27	2016/12/29	-0.5100	-1.9233	-2.7715	3.7715	1.4133	-1.9233	3.3366
2014-06-27	2017/6/29	1.4578	0.0914	0.0627	0.9373	0.0914	1.3664	-1.2751
2015-06-26	2018/6/28	-0.3402	-0.5873	-0.7266	1.7266	0.2472	-0.5873	0.8345
2015-12-25	2018/12/27	0.8184	0.3782	0.4620	0.5380	0.3782	0.4403	-0.0621
2016-06-13	2019/6/13	-0.4033	1.5148	4.7559	-3.7559	-1.9181	1.5148	-3.4330
2016-12-12	2019/12/12	0.0815	0.0595	0.7296	0.2704	0.0595	0.0220	0.0374
2017-06-09	2020/6/11	-0.1472	0.0838	1.5689	-0.5689	-0.2310	0.0838	-0.3148

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：表中黄底代表区间收益率为正。

3.3、 成长预期的逐步验证：花若盛开，清风自来

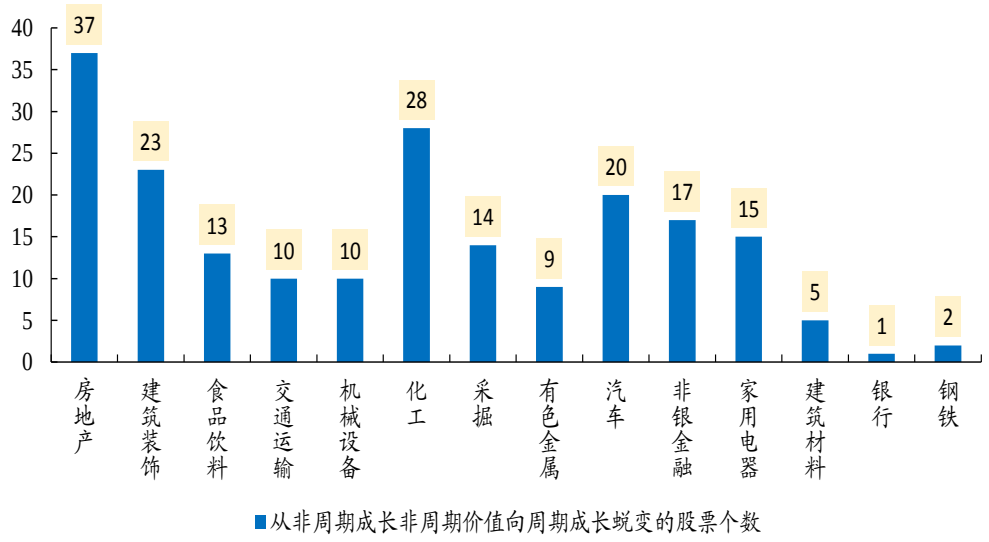
成长预期逐步验证的路径[6]相对前两者而言较为容易，这也是周期成长指数成分股演绎的主要路径。这背后反映的是周期行业盈利增长的弹性，同时包含了投资者对其在向周期成长蜕变过程中已经率先进行了一定程度上的成长性定价，因此从

[6] 即指个股从非周期成长非周期价值向周期成长转变。

价值因子的角度来看也不存在明显的低估。

这类股票的特征是因为一些特有属性，投资者已经先验的拜托了传统行业的周期行业的认知，其主要行业分布相对分散，房地产，化工，建筑装饰，汽车，非银金融，家用电器等均有相对较多的股票曾经从预期逐步验证的路径完成蜕变为周期成长股。自 2014 年之后每个阶段实现“预期验证”的股票个数长期在[8，16]区间内波动。在宏观经济波动大幅减弱且趋势向下的背景下，周期股想要兑现市场对它成长性的提前定价难度越来越大。能维持三年稳定且优异的盈利增速从而满足财务上的成长性特征的周期股数目始终维持在低位，也正是在这样的过程中，市场对房地产、建筑等传统周期行业的认知越来越倾向于给予低估值。

图16：从成长预期逐步验证的路径完成蜕变的个股主要集中于房地产，化工，建筑装饰，汽车



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：自 2014 年之后，每个阶段从预期逐步验证的路径完成蜕变的股票个数长期在[8，16]区间内波动

区间起始日	区间终止日	从预期逐步验证的路径完成蜕变的股票个数
2009/12/28	2012/12/28	58
2010/6/25	2013/6/27	18
2010/12/30	2013/12/30	10
2011/6/27	2014/6/27	14
2011/12/30	2014/12/30	4
2012/6/29	2015/6/29	8
2012/12/28	2015/12/30	7
2013/6/28	2016/6/29	8
2013/12/27	2016/12/29	11
2014/6/27	2017/6/29	8
2014/12/26	2017/12/28	12
2015/6/26	2018/6/28	9
2015/12/25	2018/12/27	16

区间起始日	区间终止日	从预期逐步验证的路径完成蜕变的股票个数
2016/6/13	2019/6/13	12
2016/12/12	2019/12/12	10
2017/6/9	2020/6/11	16

数据来源：Wind、开源证券研究所

在有成分股的 16 个考察区间中，从成长预期逐步验证的路径完成蜕变的股票胜率为 75%，**明显高于从另外两条路径完成演变的胜率（前者为 60%，后者为 63%）。**我们认为，背后的原因在于不属于周期成长/价值的个股相比于仅属于周期成长或周期价值的个股而言处于更为“中庸”的状态，即业绩不是太差同时成长性也部分被市场所认知。

从成长预期逐步验证的路径完成蜕变的股票收益主要来源于盈利贡献，估值的抬升与否取决于市场在盈利兑现过程中对成长性持续的预期，即是否愿意进一步定价。在区间收益为正的阶段，盈利贡献仅在 2016 年 6 月至 2019 年 6 月区间内为负，其余均为正向贡献。估值贡献则有正有负，且负向的区间（8 个）高于正向区间（4 个）。在 2015 年 6 月以前（区间起始日），估值仅在 2011 年 6 月至 2014 年 12 月两个连续区间内变动为正，其余均为负。这背后蕴含着一个估值消化的过程，即投资者在每个区间伊始，对这类股票已经包含了一定的成长预期，设置了一个预期天花板，而随后其盈利增速逐渐兑现预期后，投资者并没有相应地将成长预期天花板抬高，使得这类股票的估值逐渐被消化。而自 2016 年我国经济新一轮的复苏与供给端的改善使得部分周期股的成长性打开了想象空间，使得估值变动为正的区间数明显增多，即这一类股票中的某些个股盈利表现超出了投资者的成长预期，投资者也开始抬高对其增长的预期天花板，使得盈利能力表现优异的同时，估值也一步步上行。

然而我们也需要提醒投资者，在对从成长预期逐步验证的路径完成蜕变的股票分析时，需要警惕股票被剔除周期价值的原因是由于业绩恶化的情形，这类股票向周期成长蜕变的过程，财务数据上体现出来的成长性很可能是因为前期低基数的原因，市场往往不愿意参与定价，典型的比如东方园林与岭南股份。

图 17：从成长预期逐步验证的路径完成蜕变的股票收益来源

区间起始日	区间终止日	指数收益变动	PE_TTM 变动	估值贡献率	盈利贡献率	估值贡献	盈利贡献	估值与盈利贡献差
2009-12-28	2012/12/28	-0.0083	-0.7979	-94.6409	95.6409	0.7896	-0.7979	1.5875
2010-06-25	2013/6/27	0.2726	-0.3947	-1.4479	2.4479	-0.3947	0.6673	-1.0620
2010-12-30	2013/12/30	-0.3107	-0.5264	-0.6945	1.6945	0.2158	-0.5264	0.7422
2011-06-27	2014/6/27	0.2720	-0.4490	-1.6510	2.6510	-0.4490	0.7210	-1.1700
2011-12-30	2014/12/30	1.2829	0.9908	0.7723	0.2277	0.9908	0.2921	0.6987
2012-06-29	2015/6/29	3.2810	0.1402	0.0427	0.9573	0.1402	3.1408	-3.0007
2012-12-28	2015/12/30	2.0149	-0.7256	-0.3601	1.3601	-0.7256	2.7406	-3.4662
2013-06-28	2016/6/29	1.5013	-0.6062	-0.4038	1.4038	-0.6062	2.1076	-2.7138
2013-12-27	2016/12/29	1.2235	-0.5526	-0.4517	1.4517	-0.5526	1.7761	-2.3287
2014-06-27	2017/6/29	3.6450	-0.7982	-0.2190	1.2190	-0.7982	4.4431	-5.2413
2014-12-26	2017/12/28	-0.2928	-0.5013	-0.7122	1.7122	0.2085	-0.5013	0.7098
2015-06-26	2018/6/28	0.0182	-0.3563	-19.5892	20.5892	-0.3563	0.3745	-0.7308
2015-12-25	2018/12/27	-0.1109	1.0508	10.4721	-9.4721	-1.1617	1.0508	-2.2125

区间起始日	区间终止日	指数收益变动	PE_TTM 变动	估值贡献率	盈利贡献率	估值贡献	盈利贡献	估值与盈利贡献差
2016-06-13	2019/6/13	0.0443	1.7233	38.8688	-37.8688	1.7233	-1.6789	3.4022
2016-12-12	2019/12/12	1.5555	0.3576	0.2299	0.7701	0.3576	1.1979	-0.8403
2017-06-09	2020/6/11	0.2867	-0.9426	-3.2872	4.2872	-0.9426	1.2293	-2.1719

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：表中黄底代表区间收益率为正。

4、 周期成长的演绎路径：一个认知被不断改变与验证的过程

如果按照我们此前的分析，把个股纳入国证/中证成长指数认为是对客观的财务数据所体现的成长性一种滞后的描述，把个股纳入到国证/中证价值指数认为是市场认知在资产价格上的体现，那么结合三种可能的演变路径，我们认为一般周期成长股完整的演变过程可以大致划分为以下几个阶段：

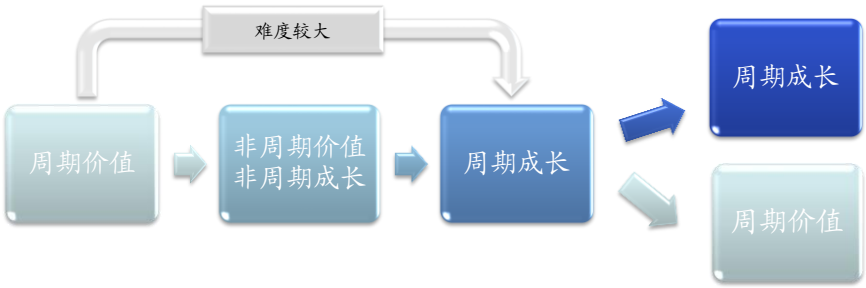
首先，**市场通过挖掘周期股存在的某种独立于行业的潜在特性（比如稳定的盈利能力或者细分领域的更高的天花板），从而对其给予一定的成长性溢价，该股票逐渐摆脱周期价值的估值压制**，即从周期价值成分股中脱离，但是由于这种成长性并未在财务上得到验证，因此也未被纳入周期成长，处于“双非”[7]的状态，此时往往是定价逻辑改变最大的阶段；

其次，市场的提前认知被财务数据逐步兑现，因其优异的盈利能力，该股票从财务上被定义为成长股，在该阶段**市场对股票的该种特性能否带来更长期的成长性进行重新审视**，如果未来成长性再次不被市场认可，股票重新则回归价值，这也是为什么国证成长指数与国证价值指数有大量股票重合的原因。如预期乐观，那么估值将有望进一步抬升（以白酒为例）；

最后，**该股受益于其独立于行业的特性，对经济周期的依赖大大减弱，展现出长期而稳定的成长能力**，股票将长期符合周期成长的特征，市场认知被进一步验证。

对于低估值本身，大量的历史经验表明扭转市场这种既有的思维定势的难度是相当大的，既需要公司基本面的不断验证，也需要行业景气度回升带来更广市场投资者的关注，仅有**少量的白酒、化工的细分行业龙头曾经实现过周期价值的重估**。从这个意义上来看，“便宜有便宜的道理”在整体上成立，但是对于个体未必成立；同样的，静态来讲是成立的，但是动态来讲是不成立的。。

图18：周期成长股的演绎路径



资料来源：开源证券研究所

对当下而言，刚刚完成从向周期成长演变的股票多数集中于**化工、建筑、交运、家电**等行业当中，从概率上看，该类行业属于周期成长股聚集地。我们同时梳理了

[7] 指既不属于周期成长也不属于周期价值的个股。

该类行业中，当下财务指标体现一定周期成长属性，但是估值仍然较低的个股（仅供参考，不作为投资建议）。

表10：当下财务指标体现一定周期成长属性，但是估值仍然较低的个股

Wind 代码	证券名称	所属行业	当前 PE/当前行业 PE（TTM）	当前估值历史分位数	ROE（TTM）	2020 年净利润增速（当季/前三季度）	当前营业收入增速(当季/前三季度)	年初至今涨幅（%）
000333.SZ	美的集团	家用电器	23.16/24.39	0.99	21.86	0.65/-8.29	3.17/-9.56	33.49
000703.SZ	恒逸石化	化工	10.56/30.95	0.33	16.12	23.22/38.09	6.99/-1.42	12.10
000830.SZ	鲁西化工	化工	11.37/30.95	0.22	12.24	128.00/-46.58	21.76/-12.12	2.24
000921.SZ	海信家电	家用电器	12.45/24.39	0.40	15.39	-14.56/-47.56	31.54/11.27	2.21
001872.SZ	招商港口	交通运输	23.87/23.31	0.72	3.51	-67.46/-72.48	-3.03/1.51	-8.40
002002.SZ	鸿达兴业	化工	14.06/30.95	0.15	9.03	65.60/20.64	-18.38/-8.01	-9.06
002061.SZ	浙江交科	建筑装饰	10.99/9.970	0.40	8.55	-28.21/-5.52	28.33/21.20	-2.95
002064.SZ	华峰氨纶	化工	13.39/30.95	0.23	25.78	16.22/-8.27	13.35/-1.80	27.25
002440.SZ	闰土股份	化工	11.45/30.95	0.26	10.48	-74.43/-54.64	-23.49/-30.69	-15.13
002597.SZ	金禾实业	化工	22.23/30.95	0.68	16.83	-7.19/-11.11	-9.15/-7.53	37.69
002601.SZ	龙蟒佰利	化工	19.56/30.95	0.36	19.53	-39.43/1.84	2.00/17.98	72.73
600160.SH	巨化股份	化工	88.99/30.95	0.77	1.65	-98.85/-97.77	-5.26/-8.40	-5.15
600256.SH	广汇能源	化工	14.42/30.95	0.15	8.94	14.93/-17.53	14.54/4.91	-6.34
600309.SH	万华化学	化工	32.13/30.95	0.97	17.25	10.35/-32.28	7.79/1.43	42.15
600426.SH	华鲁恒升	化工	20.64/30.95	0.68	12.24	-35.96/-32.52	-13.72/-14.77	33.26
600477.SH	杭萧钢构	建筑装饰	11.83/9.970	0.16	19.57	132.40/131.95	26.50/4.22	48.11
601233.SH	桐昆股份	化工	11.68/30.95	0.40	12.27	-32.88/-27.23	5.36/-13.36	7.30
603225.SH	新凤鸣	化工	15.28/30.95	0.70	8.29	-55.59/-65.70	-1.96/-16.93	-13.05

数据来源：Wind、开源证券研究所。备注：倘若 2020 年三季报数据还未更新，则选择用 2020 年中报数据填补。

5、 风险提示

国内经济超预期下行；信贷超预期收缩；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