2020 年 08 月 30 日

顺周期确立，PB/ROE 回归

——投资策略周报

策略研究团队

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

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

相关研究报告

《投资策略周报-“复苏交易”的信号与噪声》-2020.8.23

《投资策略专题-如何交易“潜在的”欧洲复苏》-2020.8.19

《投资策略周报-主线明确，不必纠结》-2020.8.16

● 8 月市场回顾：顺周期占优，创业板反复

8 月（截止至 8 月 28 日）上证指数延续了 7 月的上涨趋势（+2.83%），然而创业板指则出现了明显的回调（-1.34%）。从板块表现上看，顺周期明显占优，而科技+医药生物和部分消费板块出现了明显的回调。风格切换已经发生，顺周期投资已经出现了市场的右侧信号。然而本周创业板跑赢上证指数，部分投资者担心风格会出现类似于 7 月的反复，但我们认为当下创业板反弹主要来源于对于低价股、低位股与低估值股票的博弈型买入，这意味着：一方面承认前期强势资产估值水平已经过高，另一方面在博弈改革后监管层不会放任创业板出现大幅下跌。这种博弈性的交易行为在监管降温下，已经开始出现了弱化信号，市场将大概率重回“经济复苏”+“利率上行”这一核心主线。

● 对于自下而上的投资者，宏观环境变化后也应调整选股策略

重视风格切换并非忽视投资的“Alpha”，恰恰相反，这正是对微观选股的一种思维映射，即不同“好的公司”成为“好的股票”需要部分系统性条件：货币宽松+信用扩张下，市场风格均衡，优质公司均有表现；货币收紧+信用扩张，投资者久期变短，但经济回暖下市场重视当期弹性；货币收紧+信用收紧下，公司面临外部融资环境收缩，安全性很重要；货币重新宽松但信用较弱时期，成长性则是最重要的属性。上述选股思路正好对应着均衡配置、PB-ROE、PS-CF、PEG 这几种选股策略，我们基于历史数据的回测证实了上述逻辑推论的成立。

● 当下：紧货币+宽信用下 PB/ROE 选股策略将强势回归

我们前期反复强调的资金脱虚入实已成为当下重要趋势，6 月以来宏观环境完成了从疫情中的宽货币、宽信用向紧货币、宽信用过渡，风格切换也因此发生。2017 年种曾大放异彩的 PB-ROE 策略可能会因为宏观环境变化而强势回归。这同时也从另外一个自下而上的角度提供了对于顺周期这一概念的理解：较为合理的估值水平匹配以经济复苏时期较好的盈利弹性都可能成为当下较好的选择。当然，大量周期性价值股确实更符合上述逻辑，同时我们认为前期有一定涨幅的周期龙头或优势行业（建材+工程机械等），只要未来 1-2 年业绩弹性匹配估值水平，仍可以成为优质选择。同时从历史经验来看，“紧货币”+“宽信用”时期，境外资本往往呈现大幅流入，并一定程度强化上述特征。

● 调整策略，应对彷徨

我们建议投资者回归紧货币、宽信用的宏观环境下的投资思维：自上而下把握顺周期，自下而上注意估值与近期业绩弹性的匹配，我们推荐：第一，布局低估值+顺周期的大金融：**房地产、银行、保险**；第二，经济复苏下需求回暖，后续可能叠加全球通胀预期升温：**化工，煤炭、有色**，下一阶段可新增布局外需受益领域（非受益于疫情）；第三，经济复苏过程中，股价弹性与行情持续性兼备的：**建材、工程机械、建筑**；第四，顺周期消费可适当布局：**家电、汽车**。

● 风险提示：国内经济下行超预期；信用超预期收紧；中美摩擦加剧

目 录

1、 8 月市场回顾：顺周期占优，创业板反复 3
2、 宏观环境变化，系统性调整投资策略变得必要 6
2.1、 宏观环境下的微观选股思路 6
2.2、 当下：紧货币宽信用下的 PB-ROE 策略明显占优 8
3、 紧信用+宽货币的另一面：海外热钱涌动 10
4、 调整策略，应对彷徨 12
5、 风险提示 12

图表目录

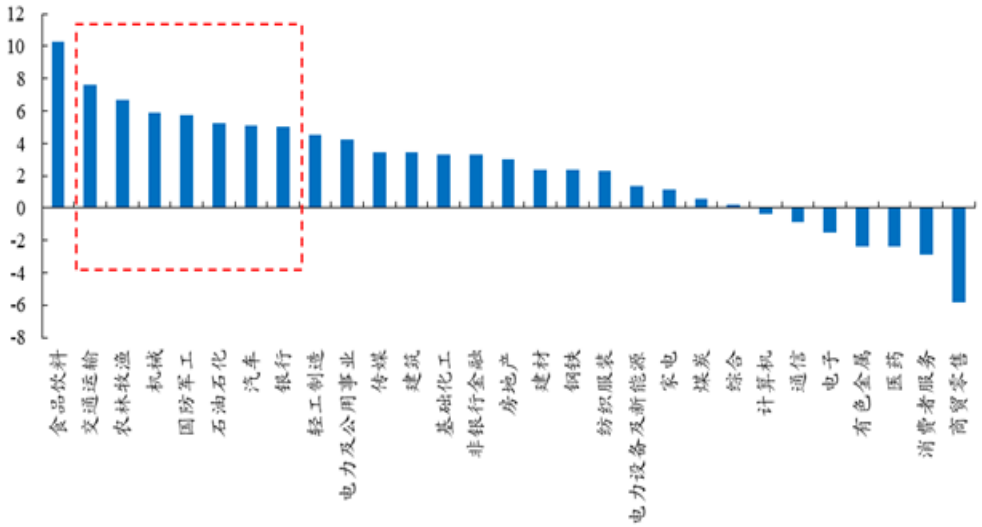
图 1： 8 月以来以银行、建筑、化工为代表的顺周期板块涨幅居前 3
图 2： 7 月 M2 同比增速下降，新增人民币贷款同比回落 3
图 3： 市场风格在创业板注册制改革落地后才发生变化 3
图 4： 8 月 24 日当天，创业板低估值成分股表现更为强势 4
图 5： 本周市场成交额整体缩量，资金从主板分流至创业板 5
图 6： 北上交易型资金仅在 8 月 27 日出现对创业板大幅净买入，而其他时间并无明显偏好 5
图 7： 北上配置型资金在 8 月 28 日也开始卖出创业板，大幅买入主板 5
图 8： 不同的宏观环境背后其实对应着不同货币信用组合 6
图 9： 非标融资从 2017 年 9 月出现下滑 7
图 10： 2017 年 9 月新增中长期贷款同比转负 7
图 11： 不同货币信用组合下占优选股策略均有所区别 7
图 12： 从更高频的 Shibor-DR007 看，信用并没有收紧 8
图 13： 2017 年 1-9 月在紧货币宽信用的条件下 PB-ROE 策略取得超额收益 9
图 14： 2017 年食品饮料、家电、煤炭等板块具备低估值、高 ROE 的特征 9
图 15： 图 16：2017 年低估值高 ROE 的板块表现居前 9
图 16： 大部分顺周期板块具有明显的低估值-高 ROE 10
图 17： 8 月初至 24 日低 PB-高 ROE 组合表现更好 10
图 18： 当前仍有不少顺周期行业的龙头企业处于低 PB-高 ROE 的状态 10
图 19： 5 月以来人民币升值、美元指数走弱、资本净流出大幅减少 11
图 20： 8 月 28 日美元指数下跌 0.78%，同时伴随着北上资金近一个多月的最大净流入 11
图 21： 历次热钱流入时期往往也是我国从经济复苏走向过热的时期 11
图 22： 历次热钱流入时大多是我国货币政策收紧之时，而信用基本也处于扩张期 11
图 23： 周期板块的表现往往在热钱流入时期比流出时期更好（2015 年除外） 12
图 24： 本周北上资金仍主要买入顺周期板块，比如建筑材料、机械设备、房地产 12

表 1： 低价股大幅跑赢其他策略，创业板指跑输其他策略 4
表 1： 从 7 月信贷结构上看，中长期贷款仍保持较高增速 8

1、 8 月市场回顾：顺周期占优，创业板反复

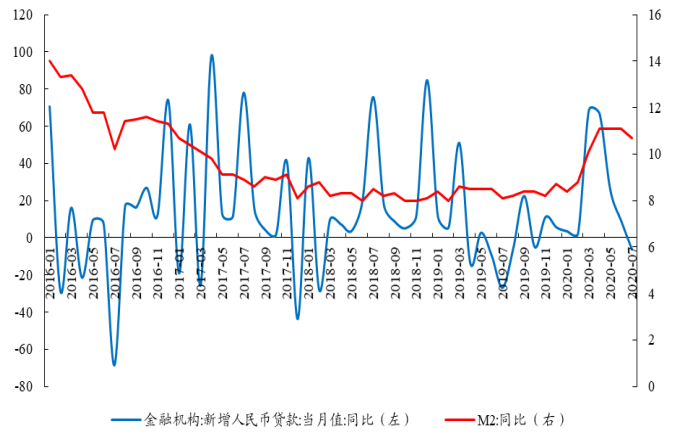
8 月（截止至 8 月 28 日）市场出现了明显的分化，上证指数延续了 7 月的上涨趋势（+2.83%），然而创业板指则出现了明显的回调（-1.34%）。从板块表现上看，顺周期明显占优，**如交通运输（+7.65%）、机械（+5.89%）、石油石化（+5.26%）**等顺周期板块涨幅居前；而科技+医药生物和部分消费板块出现了明显的回调，如**电子（-1.52%）、生物医药(-2.41%)、消费者服务（-2.89%）**等。上述市场表现特征说明了经济复苏仍是主线，即便是 8 月 11 日央行公布的 7 月金融数据显示货币政策边际收紧以及人民币新增贷款回落，部分投资者产生了对于货币、信用双收紧的担忧，从而怀疑经济复苏的持续性，然而我们可以看到的是市场风格并未因此发生明显的变化，而是在创业板注册制改革落地后才开始转向：本周（2020 年 8 月 24 日至 8 月 28 日，下同）创业板相对于上证指数取得了 4.08%的相对收益，国证价值—国证成长的累计收益率也转向下行。

图1：8 月以来以银行、建筑、化工为代表的顺周期板块涨幅居前



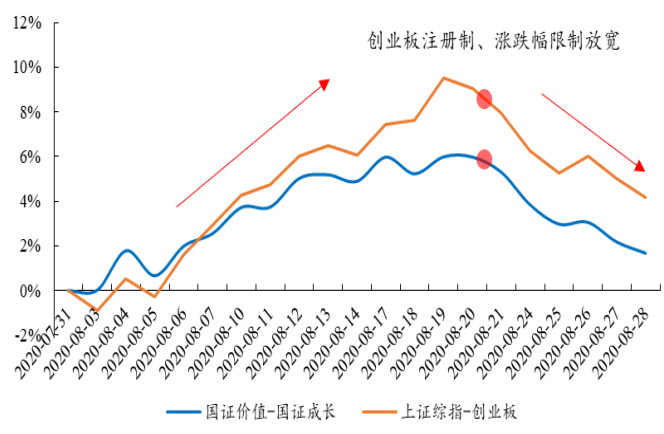
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7 月 M2 同比增速下降，新增人民币贷款同比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：市场风格在创业板注册制改革落地后才发生变化

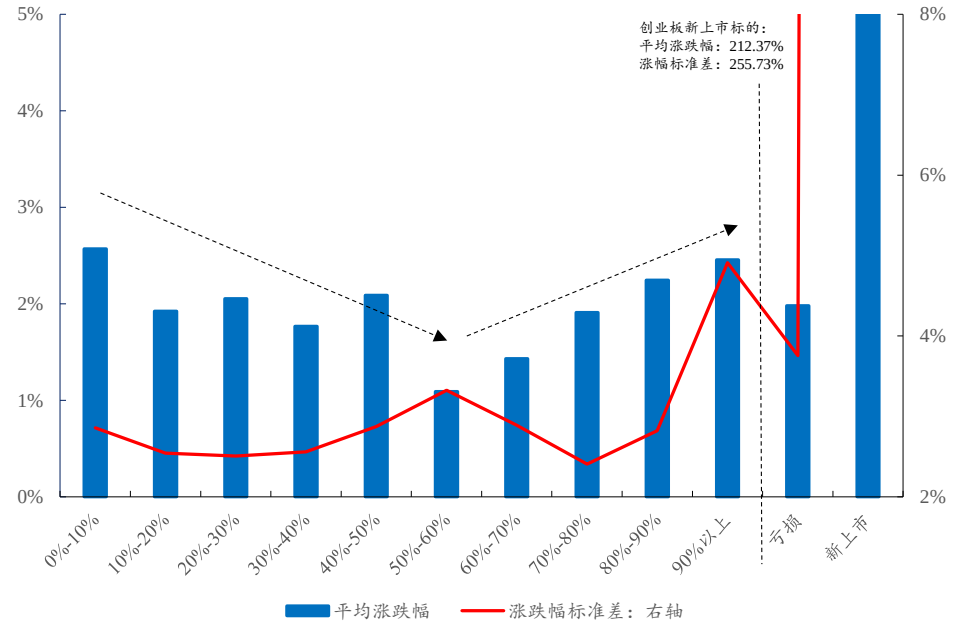


数据来源：Wind、开源证券研究所

部分投资者担心风格会出现类似于 7 月的反复，但我们认为，在核心假设（经济复苏、利率上行）并未出现明显变化的情况下，创业板注册制改革的落地并不能改变经济复苏的主线，本周创业板的行情更多是由制度改革带来的预期博弈的兑现和交易层面的反弹。

看似风格转向，但“新”创业板也更喜欢低估值。8 月 24 日，创业板注册制正式实施，同时创业板单日涨跌幅限制由 10%放宽至 20%。我们按照 8 月 21 日收盘价市盈率对创业板标的进行分组（亏损及新股单独分组）发现：8 月 24 日当天最高市盈率组与最低市盈率组的组的平均涨幅靠前。值得一提的是最高市盈率组的组内涨跌幅标准差较大，而最低市盈率组的标准差较小，**创业板内部开始向低估值板块迁移，受注册制预期压制的高估值板块可能出现了博弈性反弹，并且存在一定的分歧。**

图4：8 月 24 日当天，创业板低估值成分股表现更为强势



数据来源：Wind、开源证券研究所

本周以来，“新”创业板对于低估值的偏好仍在继续，甚至转向了对于低价股的偏好，这可能意味着创业板注册制改革之后市场对于创业板的偏好具有一定的投机性质。我们选择创业板全部标的按股价最低的 100 只个股，计算得到其整体涨跌幅为 13.53%，大幅跑赢创业板综（5.31%）。同时，低估值、低股价分位数以及亏损个股也相对于创业板整体取得了相对收益，而代表创业板中优质资产的创业板指却未能跑赢其他任何一种策略。即使在创业板内部也出现了明显的切换，前期强势的标的整体走弱，这背后可能隐含有一种潜在的博弈情绪：**一方面承认前期强势资产估值水平已经过高，另一方面在博弈改革后监管层不会放任创业板出现大幅下跌。**

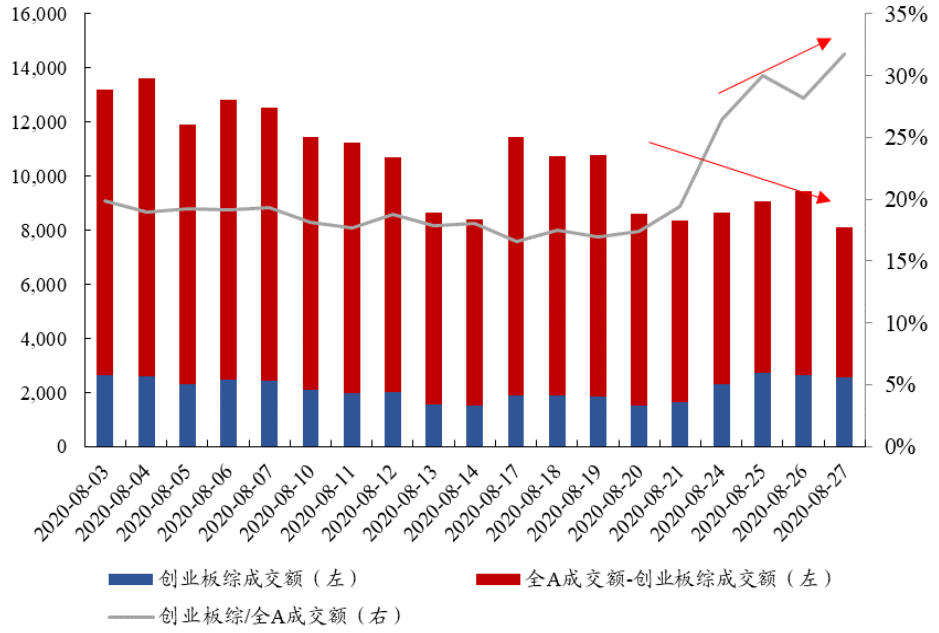
表1：低价股大幅跑赢其他策略，创业板指跑输其他策略

	创业板综	创业板指	低价股	低估值	低股价分位数	亏损个股
本周涨跌幅	5.31%	4.76%	13.53%	7.24%	6.28%	7.87%
8 月 28 日表现	1.78%	2.25%	-0.60%	0.78%	-0.54%	0.59%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：以上涨跌幅均为自由流通市值加权计算。低估值指在标的所处行业 PE 最低前 10%的个股；亏损指所有 EPS 为负的标的；低价股指全部标的按股价排序最低的 100 只个股；低股价分位数指全部标的按股价历史分位数排序最低的 100 只个股。

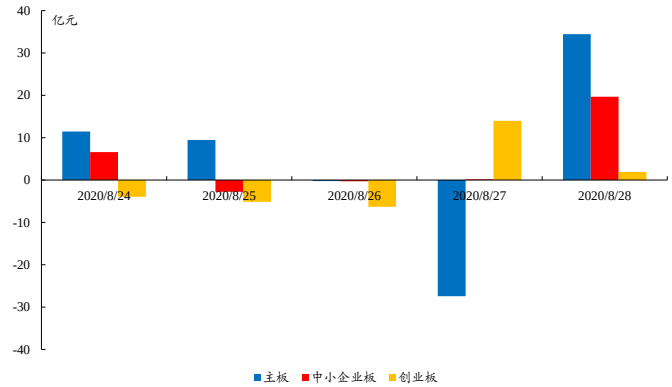
我们认为，对于创业板改革的博弈情绪，一定程度分流了市场资金，但这种博弈在监管环境下持续性又存疑。第一，我们在《回不去的 2015》中提到，当下监管政策越来越“超前”。8 月 28 日，监管层时隔 17 个月再发“特停”公告，前期涨幅居前的创业板低价股、亏损标的出现明显回落，**对于前期市场的“不冷静”行为起到了明显的降温作用**。第二，本周 Wind 全 A 成交额并未出现明显放量，创业板的火热可能来源于资金从主板向创业板的转移。当市场由于监管降温而重回理性之后，对于低价股、亏损股的“炒作”行为将被修正，**创业板可能面临资金短期获利了结的压力**，我们从本周北上资金的交易行为来看，北上交易型资金仅在 8 月 27 日出现对创业板大幅净买入，而其他时间并无明显偏好，在 8 月 24-26 日甚至持续净卖出；而北上配置型资金在 8 月 28 日也开始卖出创业板，大幅买入主板。**因此，随着资金重新以风险收益比衡量当下板块投资机会时，我们认为本周前被暂时“冷落”的经济复苏主线将重新回归，其实周五顺周期板块出现集体上行已经是最好的信号。**

图5：本周市场成交额整体缩量，资金从主板分流至创业板



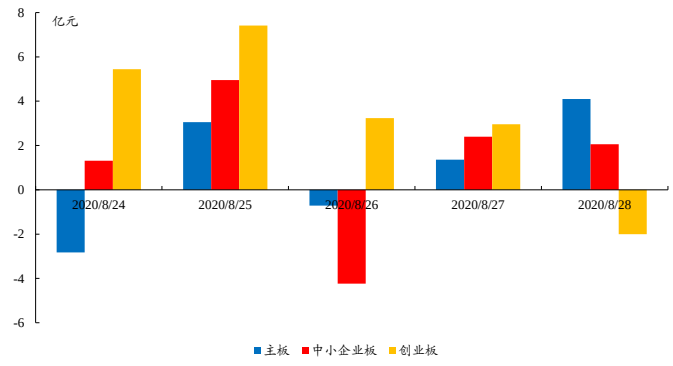
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：北上交易型资金仅在 8 月 27 日出现对创业板大幅净买入，而其他时间并无明显偏好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：北上配置型资金在 8 月 28 日也开始卖出创业板，大幅买入主板



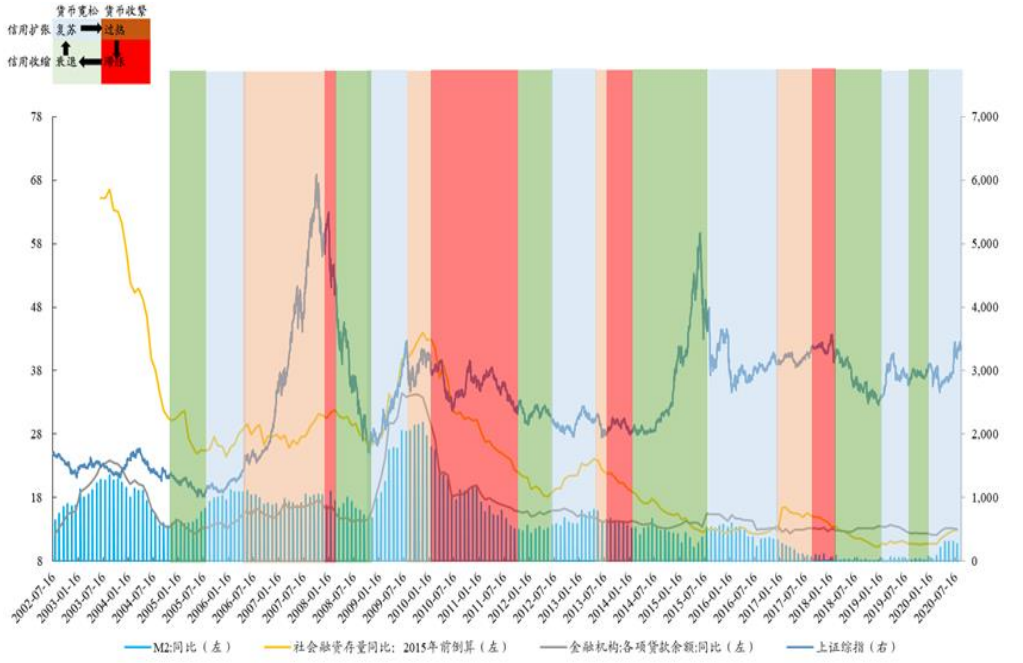
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 宏观环境变化，系统性调整投资策略变得必要

2.1、 宏观环境下的微观选股思路

风格切换已经发生，即使对于自下而上投资者而言，调整策略也应该是当下最重要的工作。我们对于风格切换是基于“利率上行+经济复苏”宏观环境的判断，但风格切换并非只有自上而下的意义，其实对于微观的个股选择，也有很好的思路借鉴：**公司在“优质”上的能力属性是不同的，**例如有的公司有很好的当期盈利能力，有的公司有很好的安全性，而有的公司有很好的远期成长能力。**所有公司的优质属性，都应该有一个合理的价格，而不同宏观环境下，投资者最终给出不同优质属性的定价是不同的，这构成了风格切换对于微观选股上的映射。**

图8：不同的宏观环境背后其实对应着不同货币信用组合



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们分别构建了 PB-ROE、PEG、PS-CFS（低 PS、高经营性现金流/营业收入）三种选股策略[1]在不同的货币信用组合阶段进行回测，发现：

（1）在货币宽松、信用扩张受阻（弱信用）时期，市场给予成长性更多估值：因为对于投资者而言，对于远期有更低的贴现率，而近期资产信用较弱，弹性不足。此时占优的投资策略是 PEG：合理估值与高成长性。典型的时期便是 2019 年 8 月-12 月。

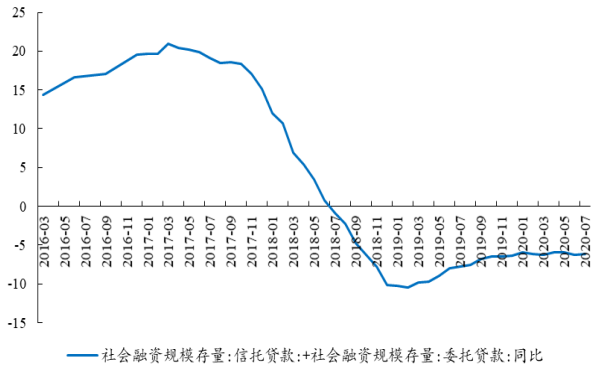
（2）在货币宽松、信用也开始扩张（宽信用）时，市场风格往往均衡，在 2016 年 PB/ROE 是占优策略，而到了 2019 年 1-8 月则是 P/CF 与 PEG，在这种环境下策略占优取决于哪一种因素占据主导，如果是货币比信用更为宽松，则注重未来成长的 PEG 策略更可能占优，而如果信用比货币更为宽松，则可能 PB/ROE 更可能占优。

[1] 注：PB-ROE 策略为行业内剔除负值后，PB 处于行业内前 30%低且 ROE 处于行业前 30%高的标的。PS-CFS 策略为行业内剔除负值后，经营现金流/营业收入处于行业内前 30%高且 PS 处于行业前 30%低的标的。PEG 策略为行业内剔除负值后，PE 处于行业内前 30%低且预测净利润两年复合增长率处于行业前 30%高的标的。

（3）在货币收紧、信用扩张时期，市场重视当期盈利，PB/ROE 成为占优策略。典型的例证便是 2017 年 1-9 月，宏观环境处于紧货币、宽信用的组合；

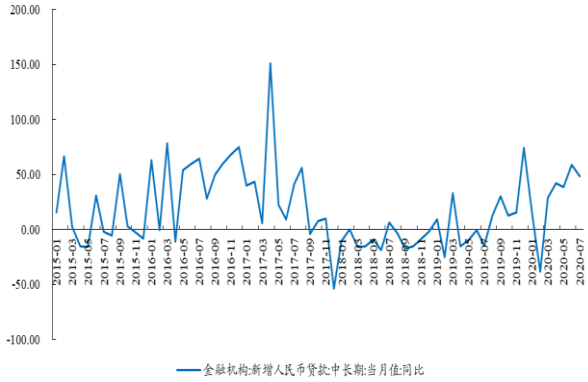
（4）在货币和信用双紧时期，投资者重视当下，公司面临信用环境收缩，以公司现金流为代表的安全性指标变得尤为重要，此时占优策略是 P/CF。典型的例证便是 2017 年 9 月之后我们看到非标融资同比下降以及新增人民币贷款同比转负带来的紧货币、弱信用组合。

图9：非标融资从 2017 年 9 月出现下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

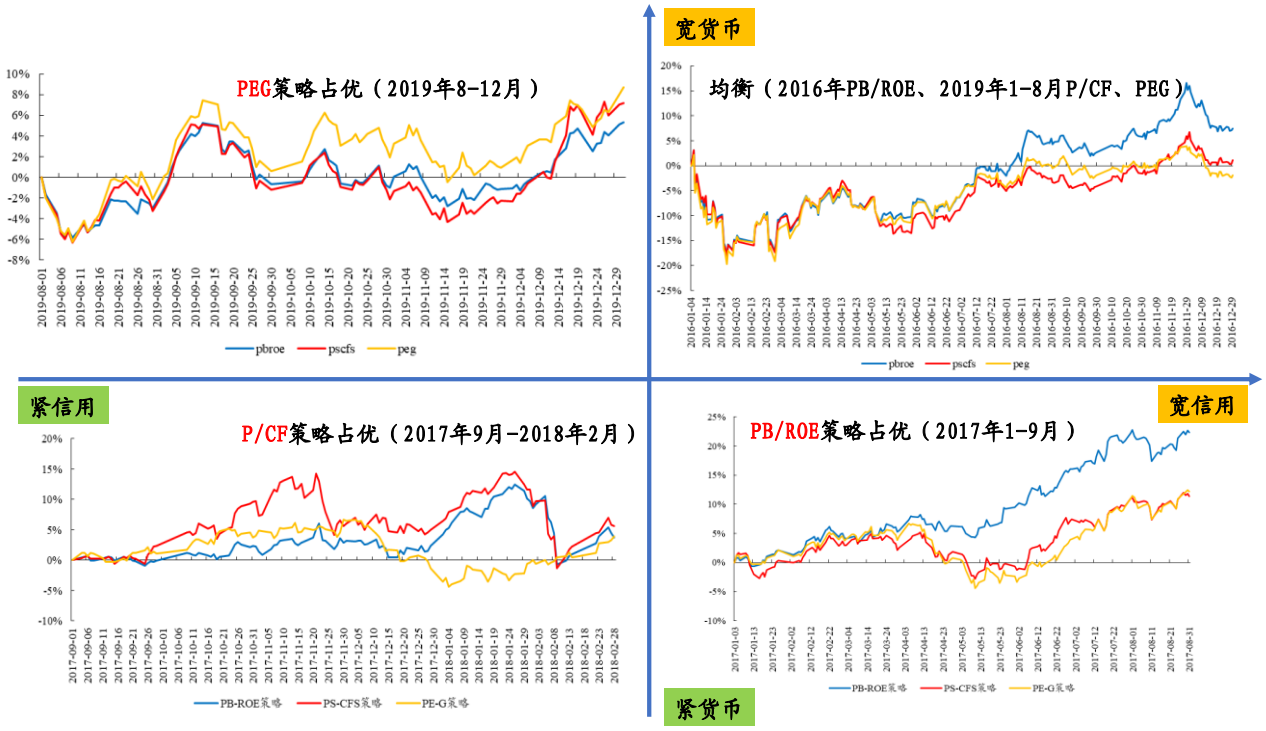
图10：2017 年 9 月新增中长期贷款同比转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

基于此，其实是宏观环境变化给微观选股时赋予不同“优质公司属性”的权重分配提出了新的视角：货币宽松+信用扩张下，市场风格均衡，优质公司均有表现；货币收紧+信用扩张，近期盈利能力很重要；货币收紧+信用收紧下，公司的安全性很重要；货币重新宽松但信用较弱时期，成长性则是最重要的属性。

图11：不同货币信用组合下占优选股策略均有所区别



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 当下：紧货币宽信用下的 PB-ROE 策略明显占优

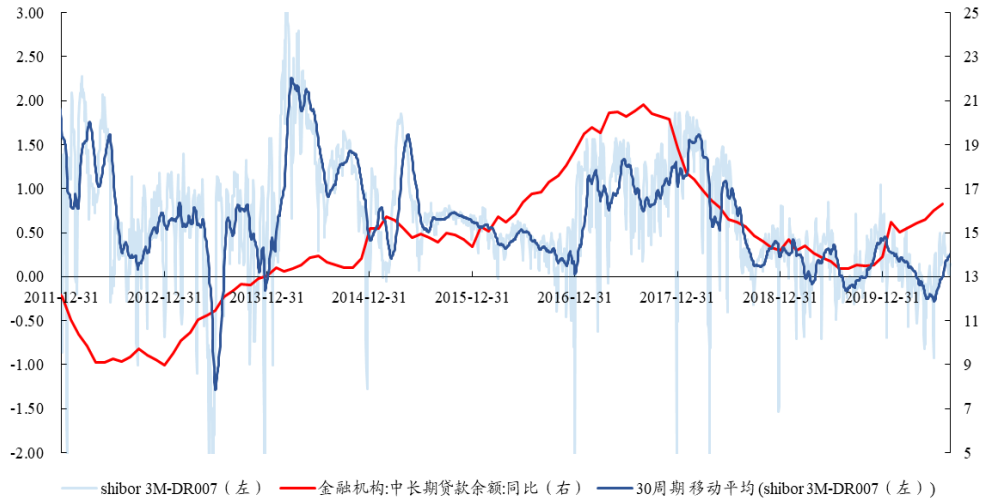
当下资金脱虚入实的趋势不改，货币信用环境已经从疫情中的宽货币、宽信用向紧货币、宽信用过渡：从 7 月金融数据上看货币政策已经有所收紧，利率中枢维持高位；但当下货币的收紧并未带来信用的收缩，信贷仍在继续扩张，我们可以看到相反从信贷结构以及 Shibor-DR007 的利差来看信用仍处于扩张阶段，因此经济复苏的信号将进一步得到验证。

表1：从 7 月信贷结构上看，中长期贷款仍保持较高增速

7 月（亿元）	新增人民币贷款:当月值	住户部门:短期贷款	住户部门:中长期贷款	非金融性公司:短期:当月值	非金融性公司:中长期:当月值	非金融性公司:票据融资:当月值	非银行业金融机构贷款
	9927	1510	6067	-2421	5968	-1021	-270
2019 年同期（亿元）	10558	695	4417	-2195	3678	1284	2328
YoY（%）	-6.0%	117.3%	37.4%	-10.3%	62.3%	-179.5%	-111.6%
上期（亿元）	9749	3400	6349	4051	7348	-2104	-790
MoM（%）	1.8%	-55.6%	-4.4%	-159.8%	-18.8%	51.5%	65.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

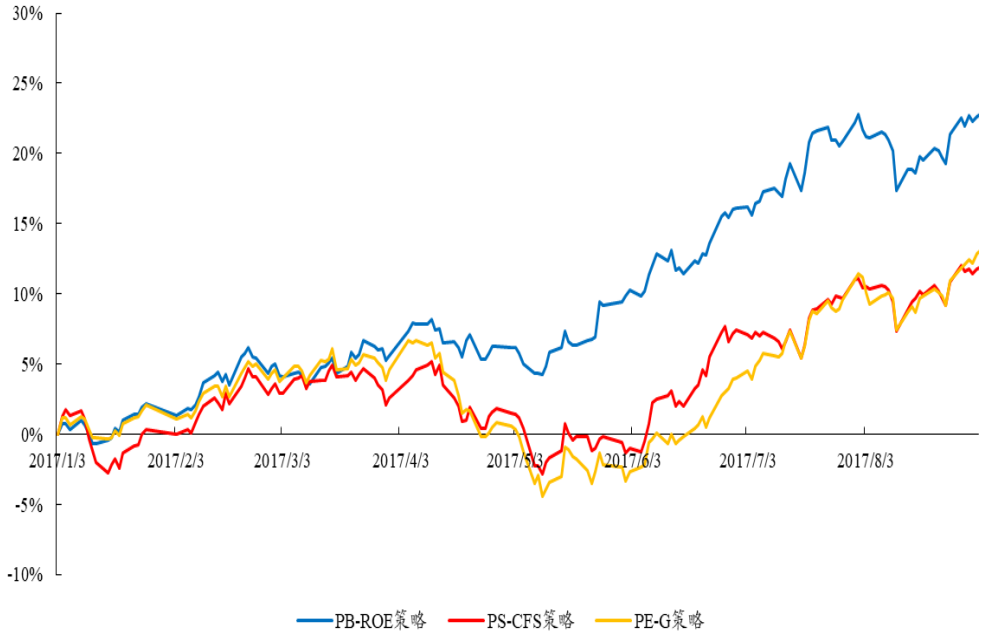
图12：从更高频的 Shibor-DR007 看，信用并没有收紧



数据来源：Wind、开源证券研究所

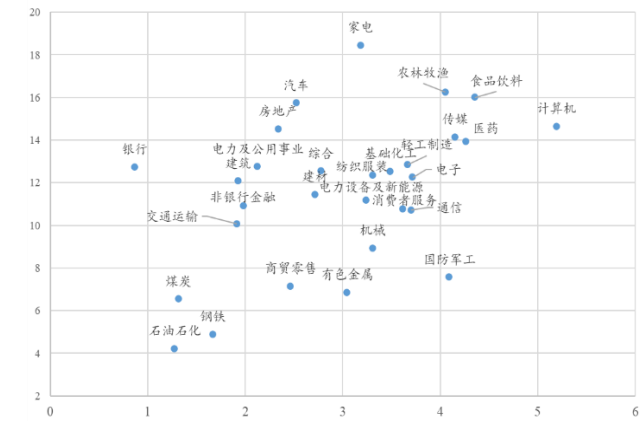
紧货币+宽信用组合下，PB-ROE 策略显著占优。我们发现在 2017 年的紧货币+宽信用时期，PB-ROE 策略取得了显著的超额收益，这可能由于货币收紧带来的利率上行导致企业近期的盈利在进行折现时被赋予更大的权重，而 ROE 作为近期盈利能力的体现就显得尤为重要。分行业表现来看，在紧货币+宽信用的组合下，2017 年具有低估值、高 ROE 特征的板块表现居前，例如食品饮料（+54.57%）、家电（+44.94%）、煤炭（+19.31%）、非银金融（+18.93%）。而 PB 较高同时 ROE 相对较低的板块则表现一般，如计算机（-18.81%）、国防军工（-17.44%）。这同时也从另外一个自下而上的角度提供了对于顺周期这一概念的理解：**并非仅仅只是传统的购买具有周期性的资产，而是如果在当下宏观环境中行业具有较为合理的估值水平，同时匹配以短期的盈利弹性，则都可能获得不错的收益。只是我们从行业分布上看，顺周期行业更具有上述特征。**

图13：2017 年 1-9 月在紧货币宽信用的条件下 PB-ROE 策略取得超额收益



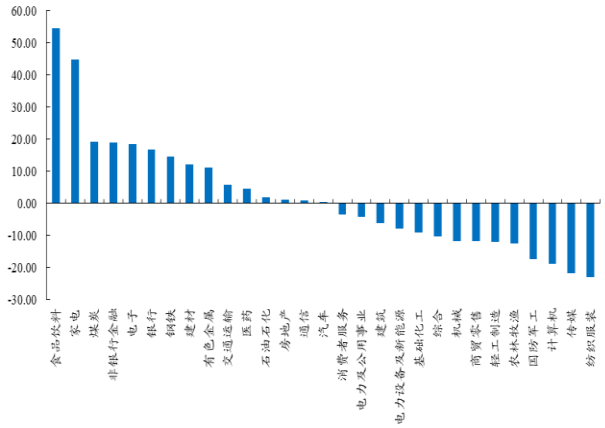
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2017 年食品饮料、家电、煤炭等板块具备低估值、高 ROE 的特征



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：横轴为 PB，纵轴为 ROE，其中 ROE 取 2017 年 1 月的一致预期平均 ROE。

图15：图 16：2017 年低估值高 ROE 的板块表现居前



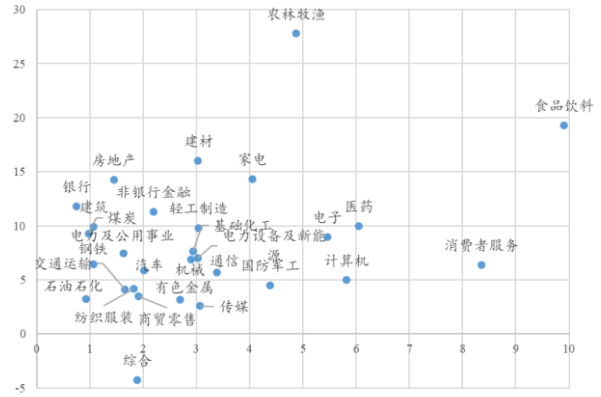
数据来源：Wind、开源证券研究所

当前大部分顺周期板块具有低 PB-高 ROE 的特征，在紧货币+宽信用的组合下更占优。根据前述分析，我们认为在经济走出疫情后，当下正处于新一轮的宽货币、宽信用转变至紧货币、宽信用组合的过程之中，而未来的焦点将从前期的货币和信用的供给端转向需求端。我们确实也发现在 8 月初至 24 日低 PB-高 ROE 组合整体表现比高 PB-高 ROE 组合更好。因此站在当前来看，部分顺周期板块的盈利预期改善明显，但它们仍处于估值低位，2017 年的紧货币+宽信用环境下 PB-ROE 策略依旧具有很好的参考意义，这意味着随着经济继续复苏，利率维持高位，顺周期仍然是性价比最高的选择。

市场的一个困惑是，部分更能接受的周期性龙头已经有了一定涨幅，是否仍具有配置价值。策略研究员无意在个股选择上越俎代庖，但是我们提供一种视角：只要

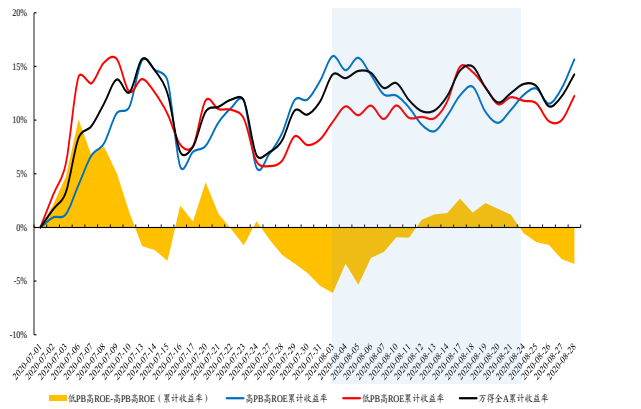
当下在顺周期盈利复苏中，**龙头企业的盈利弹性足够大并可以匹配自身的估值水平，仍然可以成为较好的选择。**我们以营业收入为标准筛选出各个顺周期的细分行业龙头企业，发现仍有不少以三一重工、海螺水泥、万科 A 为代表的企业处于低 PB-高 ROE 的状态，这意味着即便是顺周期行业的龙头企业也能具有很高的弹性，只是市场对于这些企业的定价仍将滞后于基本面的改善信号。

图16：大部分顺周期板块具有明显的低估值-高 ROE



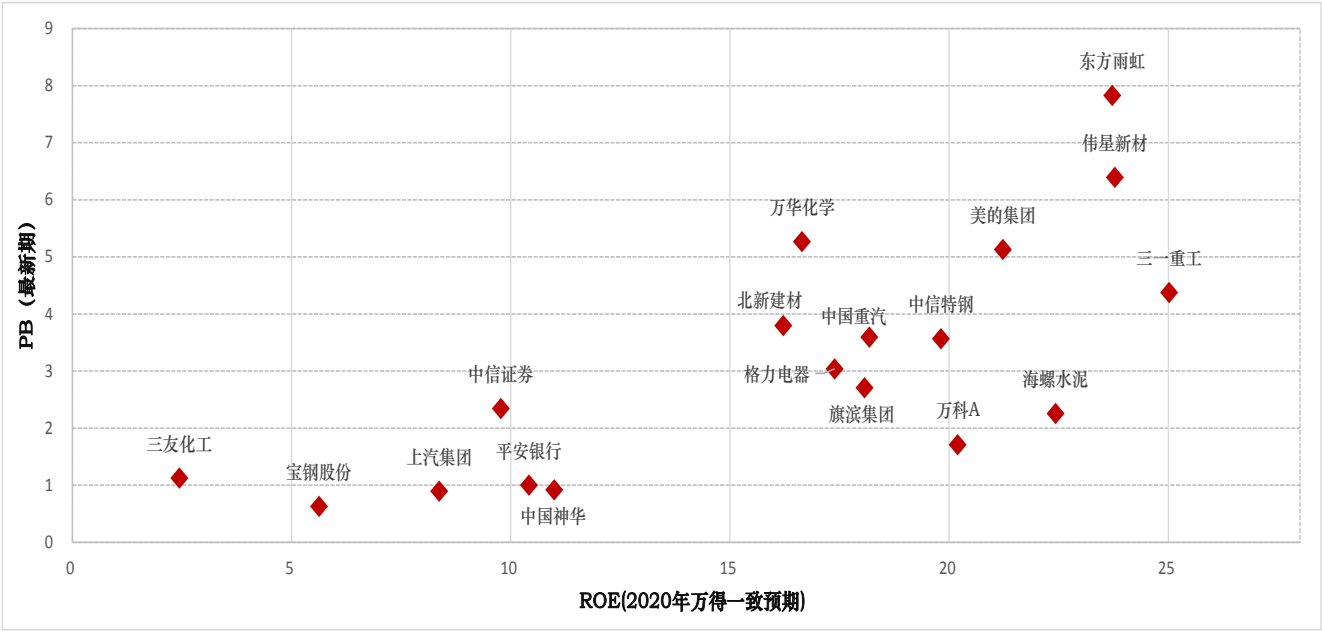
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：横轴为 PB，纵轴为 ROE，其中 ROE 采用截至 8 月 28 日的一致预期平均 ROE。

图17：8 月初至 24 日低 PB-高 ROE 组合表现更好



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：这里的高 PB-高 ROE 组合中包括食品饮料、医药、电子行业；而低 PB-高 ROE 组合中包括建材、家电、房地产、银行、非银金融、煤炭、化工、建筑。

图18：当前仍有不少顺周期行业的龙头企业处于低 PB-高 ROE 的状态



数据来源：Wind、开源证券研究所

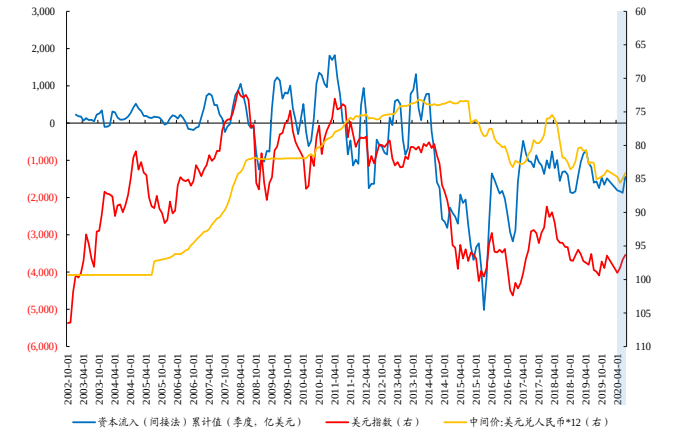
3、 紧信用+宽货币的另一面：海外热钱涌动

周五（8 月 28 日）的北上资金涌入只是冰山一角，背后可能意味着国际资本在美元指数走弱预期下开始了新一轮的流入。我们在《重构的博弈》系列第一篇报告《北上“暗涌”：谁主沉浮》中提到了美元指数[2]可以作为指示国际资本流动的重要指

[2] 本文的美元指数是指 UDSX，以全球各主要国家与美国之间的贸易结算量为基础，目前构成指数的 6 种汇率权重固定不变，分别为

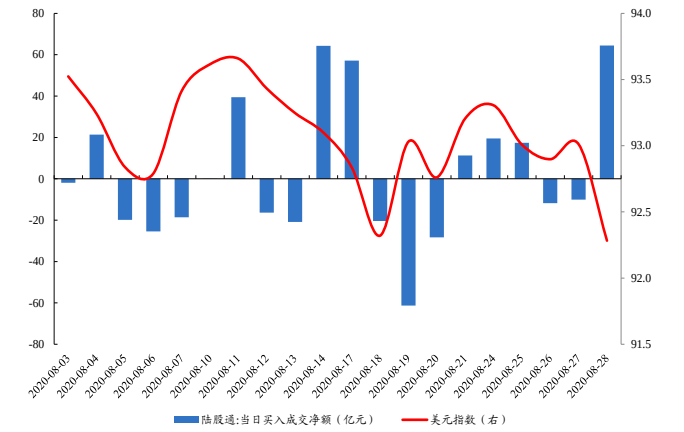
标，而这也对应着 7 月以来北上资金的大幅波动背后其实是国际热钱涌动。而本周五（8 月 28 日）美元指数下跌 0.78%，创 6 月以来的最大当日跌幅，同时当天伴随着北上资金近一个多月的最大净流入（64.43 亿元），这可能意味着 8 月 27 日美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表的重要讲话之后，货币政策继续宽松的预期使得美元在历经将近一个月的震荡走势之后继续走弱，国际热钱再次涌动。

图19：5 月以来人民币升值、美元指数走弱、资本净流出大幅减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

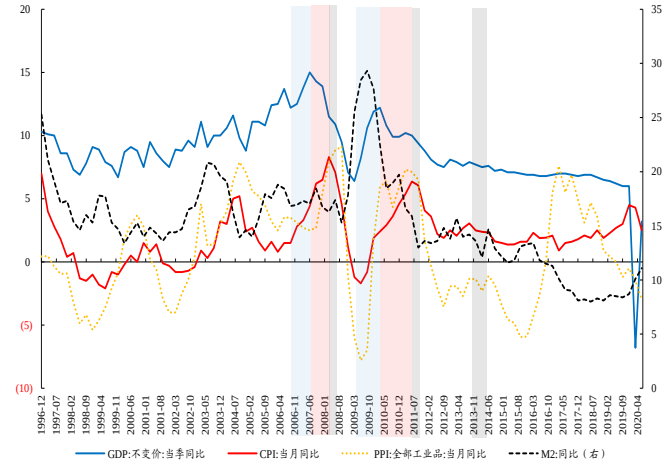
图20：8 月 28 日美元指数下跌 0.78%，同时伴随着北上资金近一个多月的最大净流入



数据来源：Wind、开源证券研究所

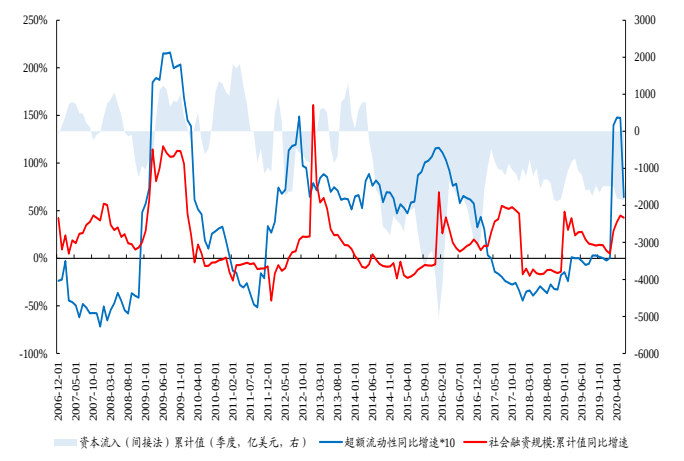
从历史上看，历次热钱流入时期往往也是我国从经济复苏走向过热的时期，主要集中在 2006-2007 年、2009-2011 年与 2016-2017 年（热钱流出大幅放缓），而在这期间也是由宽货币、宽信用走向紧货币、宽信用再到紧货币、紧信用的时期。背后的逻辑其实是我国经济基本面随着从宽货币+宽信用到由于货币政策常态化、信用继续扩张而大幅改善，实际利率在经济复苏时期不断提升，相比于美国而言经济优势更为明显，体现在汇率上即人民币强而美元弱，因此也吸引国际资本流入中国。站在当下，由于我国目前处于紧货币、宽信用的复苏初期，跨境资本流动可能成为下一阶段 A 股市场的重要变量。

图21：历次热钱流入时期往往也是我国从经济复苏走向过热的时期



数据来源：Wind、开源证券研究所

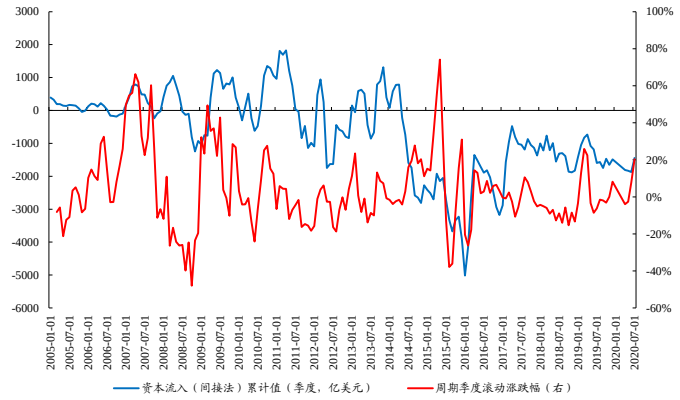
图22：历次热钱流入时大多是我国货币政策收紧之时，而信用基本也处于扩张期



数据来源：Wind、开源证券研究所

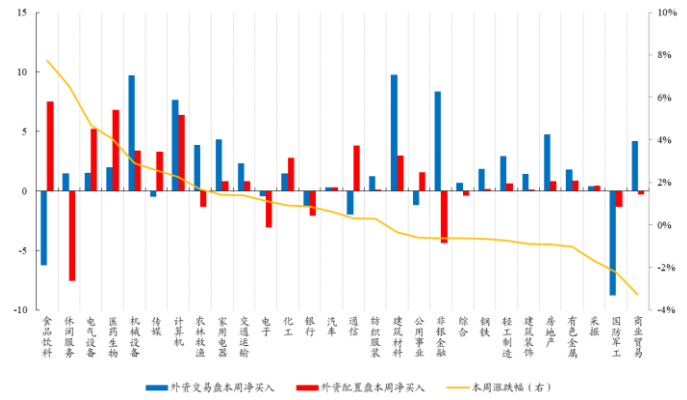
欧元 57.60%、日元 13.60%、英镑 11.90%、加拿大元 9.10%、瑞典克朗 4.20%、瑞士法郎 3.60%。

图23：周期板块的表现往往在热钱流入时期比流出时期更好（2015 年除外）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：本周北上资金仍主要买入顺周期板块，比如建筑材料、机械设备、房地产



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 调整策略，应对彷徨

创业板注册制改革落地之后，市场对于创业板的交易热情我们可以理解，然而我们认为更为重要的是这次改革背后肩负着的使命之一便是促使股票资产定价更为充分、有效，让资本市场更为有效地服务于实体经济。市场上涨并不是改革的真正目的，自然也不是评判标准。我们建议投资者不要被宏大叙事的情绪所影响，即使国家、民族和产业的伟大可以从“资产泡沫”中诞生，但是对于投资者而言，结局可能是恰恰相反的。衡量当下资产的风险收益比才是真正重要的事情。

我们在此前的研究报告中反复强调了当下顺周期板块正迎来 U 型复苏，基建投资及其产业链是当下经济基本面复苏的主要驱动力，外需对总需求带来的改善也不容忽视。更重要的是，当前周期+金融集中的价值板块的隐含增长率仍较低，但预期的盈利改善（ROE 水平）处于高位，市场已经为周期型行业提供了较高的收益率补偿。

当下处于货币收缩与盈利回暖的赛跑期，总量方向并不明确，但是结构思路却已经十分清晰，我们建议投资者回归紧货币，宽信用的宏观环境下的投资思维：**自上而下把握顺周期，选股上注重估值与当期盈利的匹配（PB/ROE），系统性调整布局思路，**我们推荐：第一，考虑攻守兼备，布局低估值+顺周期的大金融：**房地产、银行、保险**；第二，经济复苏下商品价格有望继续上行，周期品种景气有支撑：**化工，煤炭、有色**，下一阶段可新增布局外需受益领域（非受益于疫情）；第三，经济复苏过程中，股价弹性与行情持续性兼备的：**建材、工程机械、建筑**；第四，顺周期消费可适当布局：**家电、汽车**。

5、 风险提示

国内经济下行超预期；信用超预期收紧；中美摩擦加剧

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