新时代证券 New Times Securities

# 复盘 2016-2017 年的周期牛市

## ——以史为镜：牛市主线启示录

行业深度

- **在周期股的牛市中，决定周期行情趋势的是经济的大趋势，投资者对于经济的预期决定了周期行情的节奏。通过对 2009-2010 年（详情参考我们前期发表的报告《复盘 2009-2010 年的周期牛市》）和 2016-2017 年两次周期牛市的复盘，我们将周期牛市大致分为三个大阶段：**

  1.经济上行拐点叠加政策宽松的阶段（2008 年末-2010 年初&2016Q1-2017Q1），经济总需求触底回升，货币环境较为宽松，股市及商品上涨。此阶段投资者对于经济的预期最稳定，估值扩张的难度较小，虽然利润尚未企稳，但上涨行情的级别可能更高，是所有投资者都应该积极参与的行情。

  2.经济恢复到一定程度后的政策收缩阶段（2010Q1-2010Q2&2017Q2），货币开始拐头，股市出现较大幅度的调整，商品的震荡幅度小于股市，但经济的总需求比较稳定。

  3.业绩兑现阶段（2010Q3-2010Q4&2017Q3），通胀上行，紧缩政策加码，但由于下游的需求转化为利润开始反映在报表上，伴随着商品价格的继续上涨周期股会有一轮业绩兑现行情，此时估值的贡献度大大降低。

- 2016-2017 年的周期牛市共经历了 4 轮上涨和 3 轮回调：

  **（1）四轮上涨：**2016 年 1 月底-2016 年 4 月中旬。点燃周期股行情的导火索源于政策端供给侧改革的推动。基本面最大的变化是经济上行拐点确立。2016 年 5 月中旬-2016 年 11 月底。市场短期流动性有所好转，股市开始企稳反弹。同时宏观经济指标在多个维度里朝着向好的方向持续改善，市场对于经济回升的分歧也渐渐减弱。2017 年 1 月中旬-2017 年 4 月中旬。央行定向降准，缓解流动性紧张，同时由于经济数据的短期波动造成的投资者关于经济预期的扰动在 2,3 月的中微观数据披露后得到了修复。2017 年 6 月初-2017 年 9 月中旬。这一阶段助推股价上涨的核心动力是预期的修复。

  **（2）三次回调：**2016 年 4 月中旬-5 月中旬。这段期间对市场影响最大的利空主要由两点：一是资金格局不理想：信贷数据不及预期以及从 4 月开始市场进入限售股解禁的小高峰。二是信用风险的持续暴露，使得投资者对于流动性及经济复苏的预期都有了负面的扰动。2016 年 11 月底-2017 年 1 月中旬。这一轮回调的主要利空主要来自资金层面：IPO 提速、相比 4-6 月份级别更大的解禁潮、央行连续净回笼资金等。2017 年 4 月中旬-2017 年 6 月初。调整原因主要是市场对于严监管预期不足，政策层面正式进入紧缩周期。

- **预期拉动，估值先行：**这主要是因为在周期牛市中，周期板块的大趋势于经济的趋势密切相关，一旦出现对于经济趋势的担忧，周期板块的回调幅度相对来说也会比较大。前两轮级别更高的上涨行情（均发生于 2016 年）中，估值的平均贡献度为 138.28%，即股价的上涨是由估值扩张推动的。而在周期板块 ROE 开始加速上行的 2017 年，政策环境在显著收紧，估值继续扩张的空间有限，行情的抓手开始转变为盈利的回升。这一时期估值贡献度出现了显著的回落。

- **风险提示：美债收益率超预期上行，美元指数大幅反弹。**

**推荐（维持评级）**

**樊继拓（分析师）**
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

**吕卓阳（联系人）**
证书编号：S0280120060010

**相关报告**

《只是技术性调整》2021-03-01
《复苏尚未充分 Price In》2021-02-17
《开始下注疫情后》2021-02-07
《复盘 2009-2010 年的周期牛市》2021-02-01
《调整已经充分》2021-01-31

# 目 录

1、 周期牛市的四轮上涨.....3
1.1、 第一轮上涨：2016 年 1 月底-2016 年 4 月中旬.....3
1.2、 第二轮上涨：2016 年 5 月中旬-2016 年 11 月底.....5
1.3、 第三轮上涨：2017 年 1 月中旬-2017 年 4 月中旬.....5
1.4、 第四轮上涨：2017 年 6 月初-2017 年 9 月中旬.....6
2、 周期牛市的三轮回调：.....7
2.1、 第一次回调：2016 年 4 月中旬-5 月中旬.....7
2.2、 第二次回调：2016 年 11 月底-2017 年 1 月中旬.....8
2.3、 第三次回调：2017 年 4 月中旬-2017 年 6 月初.....8
3、 预期拉动，估值先行.....8

# 图表目录

图 1: 2016-2017 年周期股行情轮动.....3
图 2: 房地产迅速回暖.....4
图 3: 工业企业利润增长加快.....4
图 4: 第一波上涨行情中周期板块表现最好.....4
图 5: “熔断底”后有色带领 A 股回升.....4
图 6: 2016 下半年经济活动强劲.....5
图 7: 价格持续抬升，PPI 增速 4 年多以来首次转正.....5
图 8: 第二波上涨行情中，周期股同样能表现优异.....5
图 9: 受益于房地产复苏的中游行业领涨.....5
图 10: 短期调整过后，经济的活力持续提升.....6
图 11: 周期股表现不错，但相对指数没有超额收益.....6
图 12: 多重利好刺激下的建材涨幅最高.....6
图 13: PMI 加速上行.....7
图 14: 工业品价格飙涨.....7
图 15: 周期股依然领涨.....7
图 16: 工业品价格飙涨，有色表现最强.....7
图 17: 2016 年 4-6 月和 10-12 月是解禁高峰期.....8
图 18: 信用风险事件频发，信用利差迅速扩大.....8
图 19: 这段时期资金层面的利空对市场影响较大.....8
图 20: 2016 年的周期股上涨行情级别更高.....9
图 21: 若经济预期变差，周期的调整幅度也可能加大.....9
图 22: 周期板块盈利修复滞后 1 个季度，但弹性更高，修复速度更快.....10
图 23: 2016-2017 年各周期行业的估值抬升幅度不及前两轮牛市.....10

表 1: 2016 年的上涨基本由估值扩张驱动，2017 年行情的抓手转变为盈利回升.....11

**在周期股的牛市中，决定周期行情趋势的是经济的大趋势，投资者对于经济的预期决定了周期行情的节奏。通过对 2009-2010 年（详情参考我们前期发表的报告《复盘 2009-2010 年的周期牛市》）和 2016-2017 年两次周期牛市的复盘，我们将周期牛市大致分为三个大阶段:**

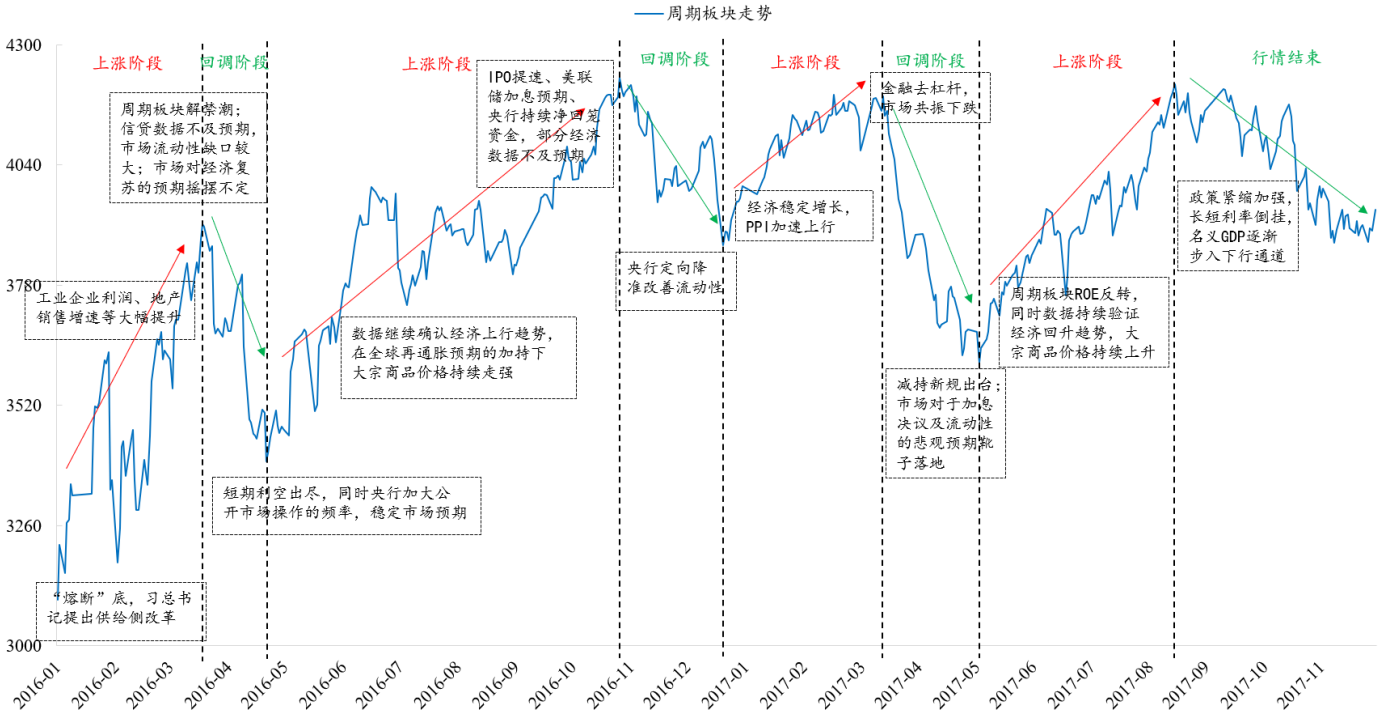
**1.经济上行拐点叠加政策宽松的阶段(2008 年末-2010 年初&2016Q1-2017Q1)，经济总需求触底回升，货币环境较为宽松，股市及商品上涨。此阶段投资者对于经济的预期最稳定，估值扩张的难度较小，虽然利润尚未企稳，但上涨行情的级别可能更高，是所有投资者都应该积极参与的行情。**

**2.经济恢复到一定程度后的政策收缩阶段（2010Q1-2010Q2&2017Q2），货币开始拐头，股市出现较大幅度的调整，商品的震荡幅度小于股市，但经济的总需求比较稳定。**

**3.业绩兑现阶段（2010Q3-2010Q4&2017Q3），通胀上行，紧缩政策加码，但由于下游的需求转化为利润开始反映在报表上，伴随着商品价格的继续上涨周期股会有一轮业绩兑现行情，此时估值的贡献度大大降低。**

2016-2017 年的周期牛市共经历了 4 轮上涨和 3 轮回调:

**图 1： 2016-2017 年周期股行情轮动**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

# 1、 周期牛市的四轮上涨

## 1.1、 第一轮上涨：2016 年 1 月底-2016 年 4 月中旬

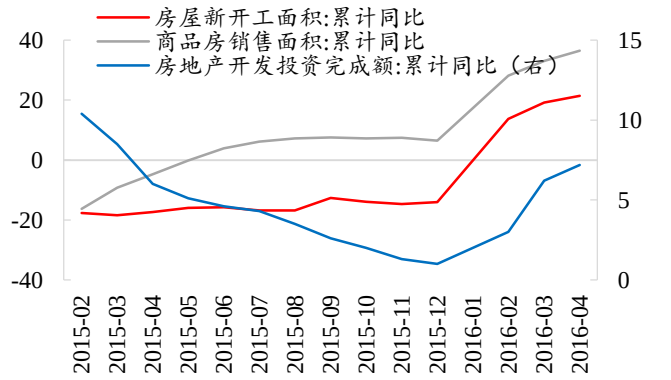
2016 年元旦后，市场遭遇“开年黑”，由于熔断的虹吸效应，市场频繁遭遇千股跌停，上证指数在短短 4 个交易日下跌了 11.7%，创业板指数下跌 16.9%，期间 A 股成普跌状态，总市值蒸发 5.4 万亿。“熔断”政策被紧急叫停后，投资者情绪和风险偏好短时间内难以修复，市场仍震荡下行了一段时间，一直到 1 月底才见底反转。

**在周期股的带领下，市场上涨了约一个季度，基本面最大的变化是经济上行拐点确立，尽管全 A（剔除金融两油）的 ROE 在 2016 年中才见底，但从各类宏观指标来看，经济在 2016 年初便已完成实质性触底，正式进入上行周期。**

**点燃周期股行情的导火索源于政策端供给侧改革的推动。**供给侧结构性改革最早于 2015 年 11 月 10 日中央财经领导小组第十一次会议时提出，此后预期不断强化。2016 年 1 月 26 日中央财经领导小组第十二次会议，习近平总书记强调，供给侧结构性改革的根本目的是提高社会生产力水平，落实好以人民为中心的发展思想。2016 年 1 月 27 日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经领导小组组长习近平主持召开中央财经领导小组第十二次会议，研究供给侧结构性改革方案。

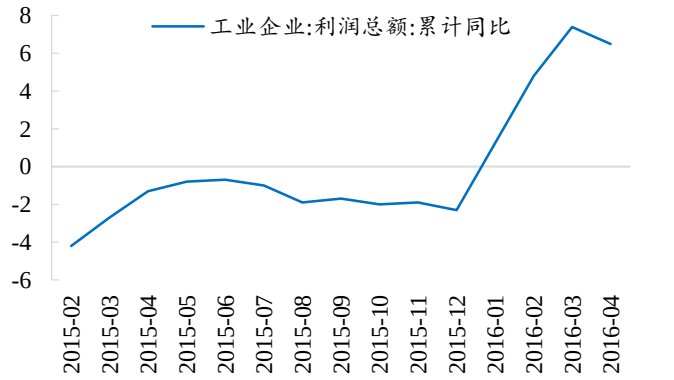
**除政策端的刺激之外，经济端也逐渐企稳，出现向上的拐点。**首先是房地产行业的复苏，房地产销售自 2015 年便迅速回暖，助推一线及核心二线城市的房价快速上涨。商品房销售面积增速自 2015 年年中转正，2016 年开年后更是加速上行，在这种情况下房地产投资及房屋新开工也迅速回暖。另一方面，这段时期工业品价格不断上行，PPI 同比降幅大幅收窄。价格的上扬也使得工业企业利润总额增速直线上升。**经济的回暖和供给侧改革的初步实施带来的是上游行业景气度的大幅提升。**

**图2： 房地产迅速回暖**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

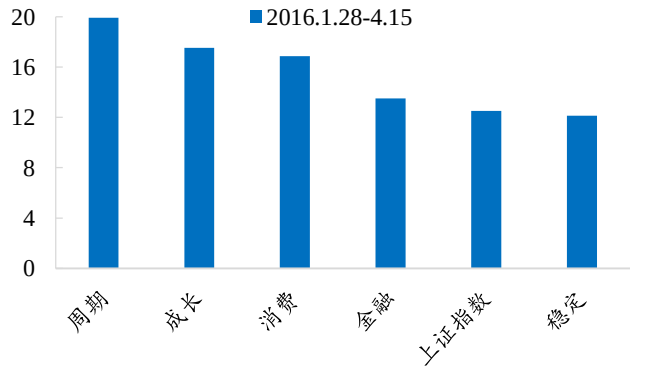
**图3： 工业企业利润增长加快**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

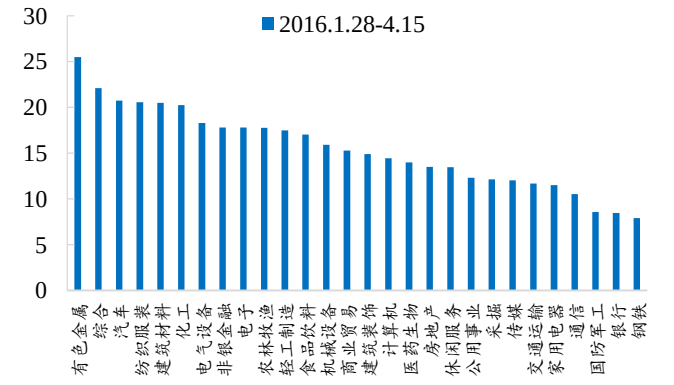
本轮上涨行情持续到了 2016 年 4 月中旬。这一时期全市场普涨，其中周期表现最好，但周期、成长和消费三大风格的涨幅差异不大，表现在伯仲之间。行业方面，受益于供给侧改革和房地产、工业生产景气度提升的有色涨幅最高。

**图4： 第一波上涨行情中周期板块表现最好**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图5： “熔断底”后有色带领 A 股回升**

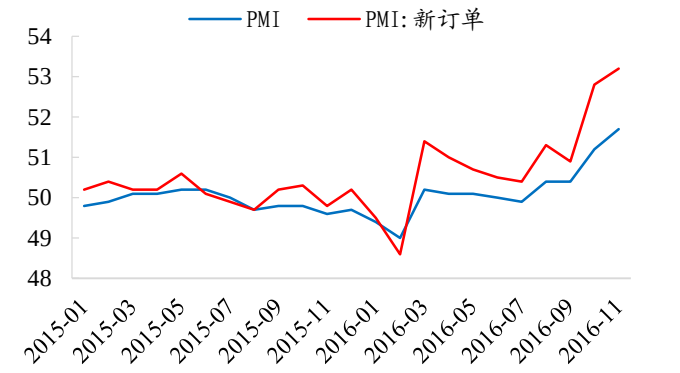



资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 1.2、 第二轮上涨：2016 年 5 月中旬-2016 年 11 月底

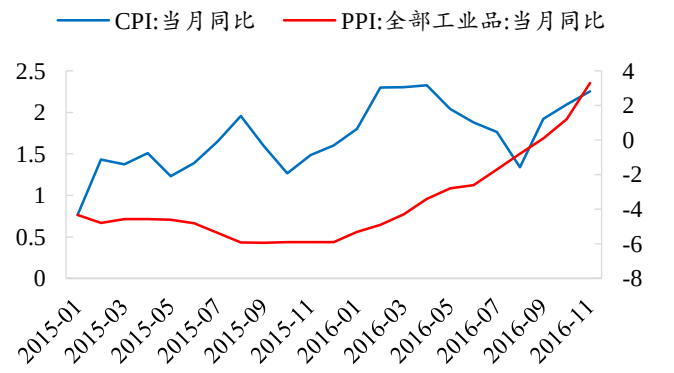
在经历一个月的短暂回调后，随着央行加大公开市场操作的频率，市场短期流动性有所好转，股市开始企稳反弹。同时**宏观经济指标在多个维度里朝着向好的方向持续改善，市场对于经济回升的分歧也渐渐减弱。**从 GDP 的各个拉动分项来看，房地产和服务业的复苏是带动 GDP 回升的主要动力。在这一时期，PMI 和新订单指数从 7 月份开始加速抬升，随后逐月上台阶，自 2016 年年初触底以来，连续 9 个月处于高景气区域，显示出企业经营和市场需求的持续改善。另一方面，价格是反映供需情况最直观的指标，价格指数的持续修复更是直观地反映出经济的基本面在持续复苏。其中改善最为明显的是与房地产复苏和供给侧改革直接相关的生产价格指数。PPI 增速全年都保持着上升的趋势，并于 2016 年 9 月实现了正增长，是自 2012 年 3 月份以来首次由负转正，结束了连续 54 个月的下降。

**图6： 2016 下半年经济活动强劲**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

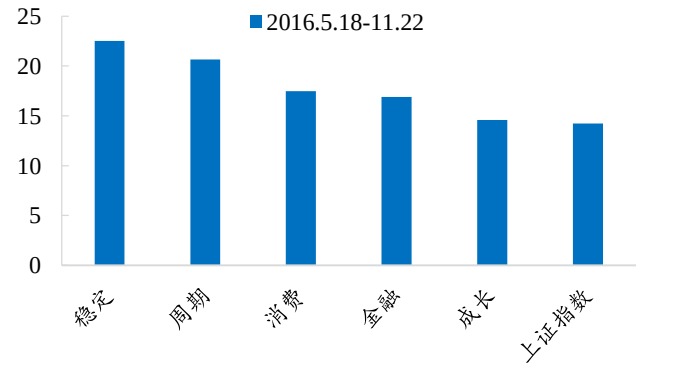
**图7： 价格持续抬升，PPI 增速 4 年多以来首次转正**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

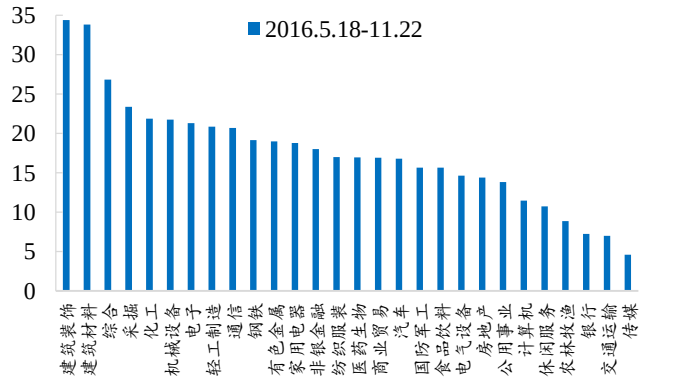
这一轮上涨持续到了 2016 年 11 月底，在这段行情中，周期和稳定风格表现最好，都取得了远超上证指数的收益。行业中，受益于房地产市场的复苏及下游投资旺盛，建筑装饰和建筑材料涨幅最高。

**图8： 第二波上涨行情中，周期股同样能表现优异**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图9： 受益于房地产复苏的中游行业领涨**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

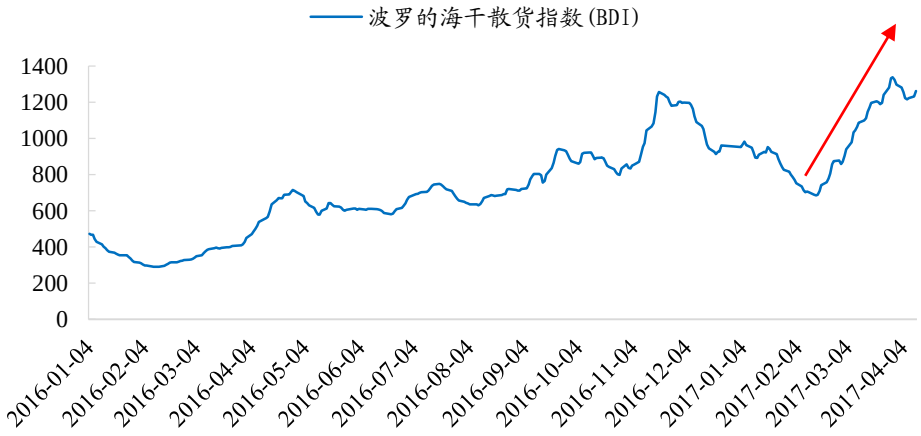
## 1.3、 第三轮上涨：2017 年 1 月中旬-2017 年 4 月中旬

由于春节前的提现走款规模平均要高达 1.5 万亿元人民币，为保障春节前现金投放的集中性需求，促进银行体系流动性和货币市场平稳运行，央行通过“临时流动性便利”操作为在现金投放中占比高的几家大型商业银行提供了临时流动性支持，操作期限 28 天，资金成本与同期限公开市场操作利率大致相同。这一操作缓解了

市场由于前期频繁 IPO、央行净回笼资金造成的流动性紧张的局面，股市开始企稳回升。

**另一方面，由于经济数据的短期波动造成的投资者关于经济预期的扰动在 2,3 月的中微观数据披露后得到了修复。**自 2017 年 2 月中旬开始，BDI 开始迅速回升，铁路货运量增速也维持在高位，电厂日均耗煤量 1-2 月同比好于去年 12 月，经济的活力仍在提升。4 月 1 日，雄安新区的设立则为周期股的上涨再添一把火。

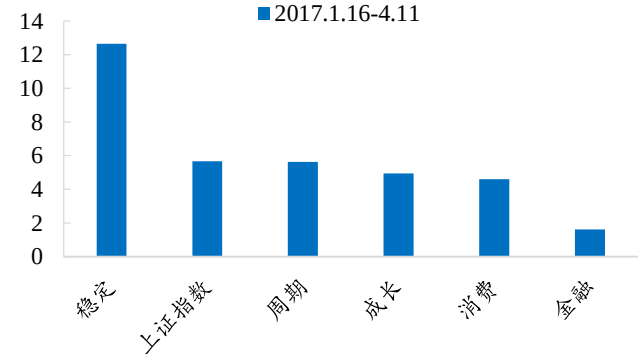
**图10： 短期调整过后，经济的活力持续提升**




资料来源：Wind、新时代证券研究所

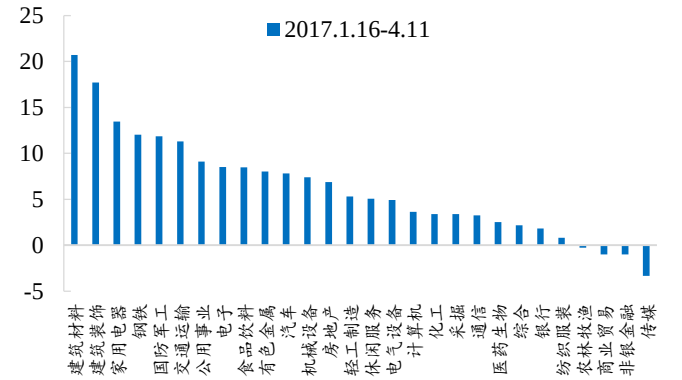
这一轮上涨持续到了 2017 年 4 月中旬。从各大类风格来看，这一时期的市场特点体现为稳定风格领涨，其他风格跟涨。分行业来看，受益于雄安新区设立、供给侧改革、环保巡查及错峰停产的的建材行业以 20.71%的涨幅独领风骚。

**图11： 周期股表现不错，但相对指数没有超额收益**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图12： 多重利好刺激下的建材涨幅最高**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

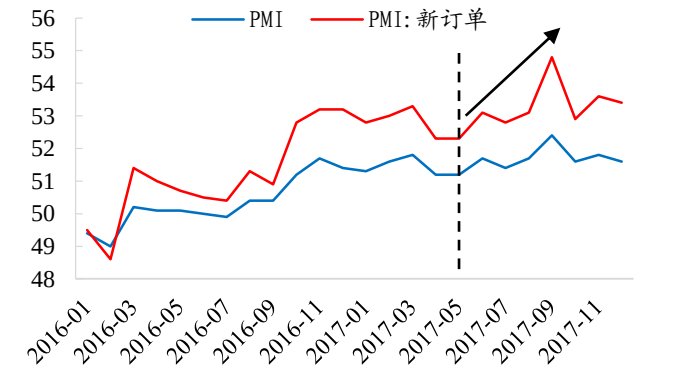
## 1.4、 第四轮上涨：2017 年 6 月初-2017 年 9 月中旬

在经历了一个半月的下跌之后，市场对于去杠杆等利空反应得比较充分了，减持新规的发布（专门重点针对减持制度做进一步完善，能够规范股东减持股份行为，避免集中、大幅、无序减持扰乱二级市场秩序、冲击投资者信心）后，市场的信心开始修复。随着美联储议息会议的召开，市场对于加息预期的靴子落地，周期股带领市场开始企稳反弹。

**这一阶段助推股价上涨的核心动力是预期的修复。**由数据波动造成的对经济过度悲观的预期和上游的库存预期均有所修复。PMI 和新订单指数在经过几个月的震

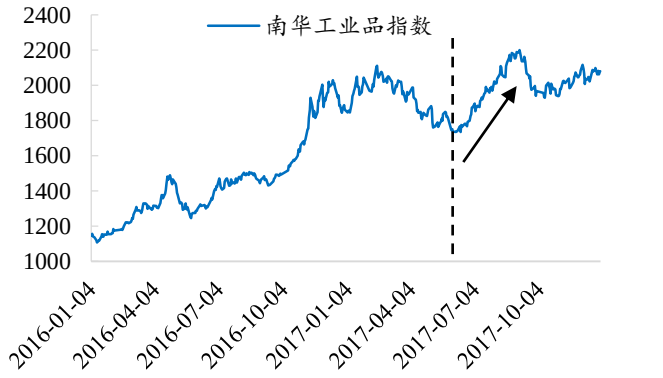
荡盘整后重新开始上涨，继续保持在较高的景气区间。同时，大宗商品反弹剧烈，库存的下滑反映了下游需求比较旺盛。钢铁社会库存自 3 月开始下降，并持续维持低位；铜库存也出现明显下降。南华工业品指数在这一时期也突破了近 4 年的新高。

**图 13： PMI 加速上行**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

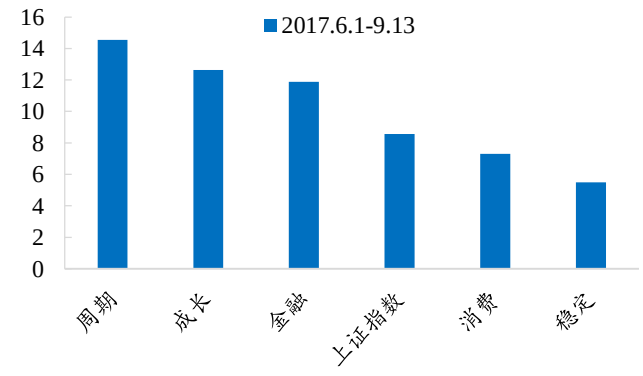
**图 14： 工业品价格飙涨**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

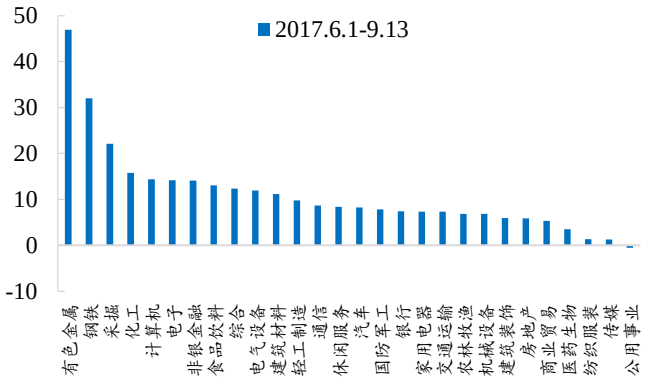
这一轮上涨持续到了 2017 年 9 月中旬。从各大类风格来看，周期板块表现最强。上游周期品（钢铁、煤炭、有色、化工）和中下游周期（银行、地产、航运、建筑）均有所表现。其中，受益于工业品品价格持续飙升的有色行业涨幅最高。

**图 15： 周期股依然领涨**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图 16： 工业品价格飙涨，有色表现最强**



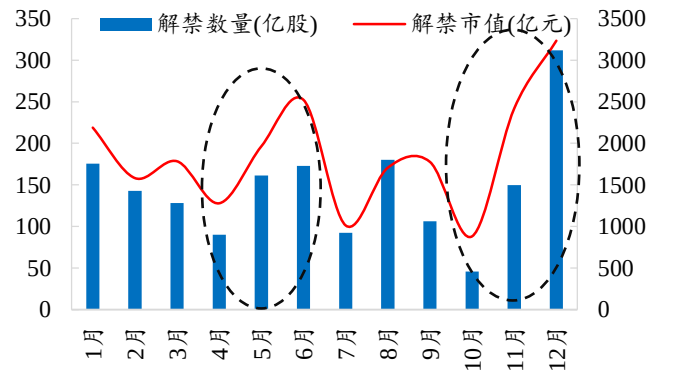

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、 周期牛市的三轮回调：

### 2.1、 第一次回调：2016 年 4 月中旬-5 月中旬

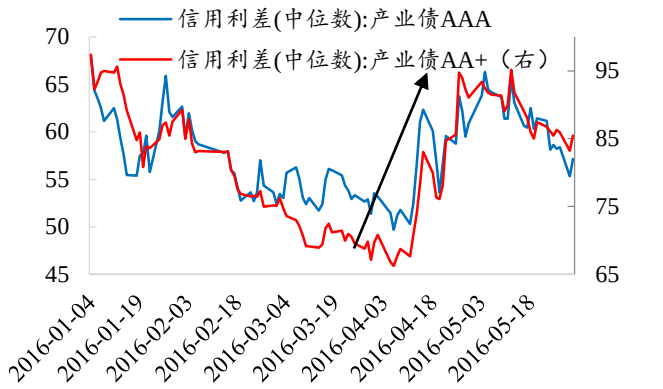
事后来看，4 月中旬开始的调整并非因为经济回升的趋势出现问题，这段期间对市场影响最大的利空主要由两点：一是资金格局不理想：信贷数据不及预期以及从 4 月开始市场进入限售股解禁的小高峰。二是信用风险的持续暴露，使得投资者对于流动性及经济复苏的预期都有了负面的扰动。随着 2016 年 4 月底上市公司年报披露完毕，企业评级下调的压力增大，再加上二季度是信用债兑付的高峰，4-5 月发生多起违约事件，信用利差成持续扩大的趋势。

图17： 2016 年 4-6 月和 10-12 月是解禁高峰期




资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 信用风险事件频发，信用利差迅速扩大

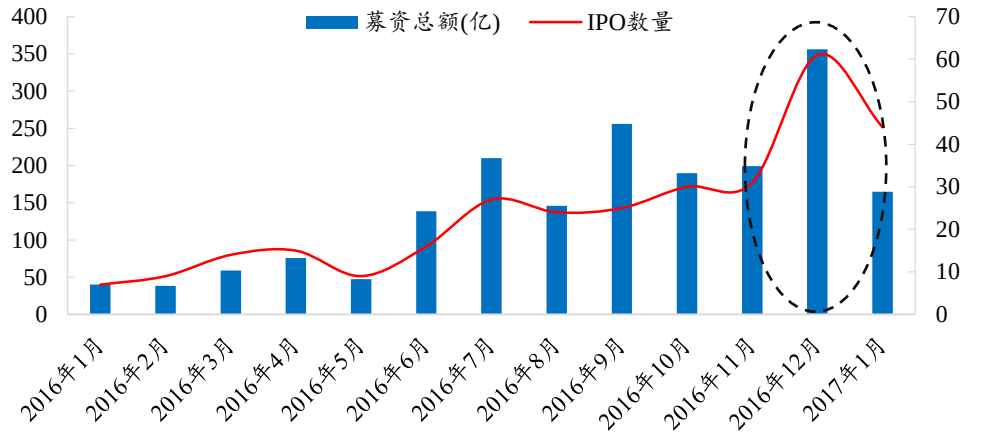



资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2.2、 第二次回调：2016 年 11 月底-2017 年 1 月中旬

市场经历了约 1 个半月的调整。这一轮回调的主要利空主要来自资金层面：IPO 提速、相比 4-6 月份级别更大的解禁潮、央行连续净回笼资金等。

图19： 这段时期资金层面的利空对市场影响较大




资料来源：Wind、新时代证券研究所

## 2.3、 第三次回调：2017 年 4 月中旬-2017 年 6 月初

**这一次的调整幅度较前次调整更大。调整原因主要是市场对于严监管预期不足，政策层面正式进入紧缩周期。**3 月底，央行行长周小川在参加博鳌亚洲论坛时表示，货币政策在经过多年的量化宽松之后，目前全球已经达到了这次周期的尾部，这意味着货币政策将不再是宽松的政策，需要变成比较审慎的货币政策。这是央行第一次明确了宽松周期结束；3 月底-4 月初银监会连续下发通知和指导意见，要求银行自查“三违反”、“三套利”和“四不当”，打击银行业市场乱象；5 月证监会约谈了各大券商，要求清理资金池类债券产品，意在禁止监管套利，同时银行理财必须穿透底层资产，一行三会联合监管。

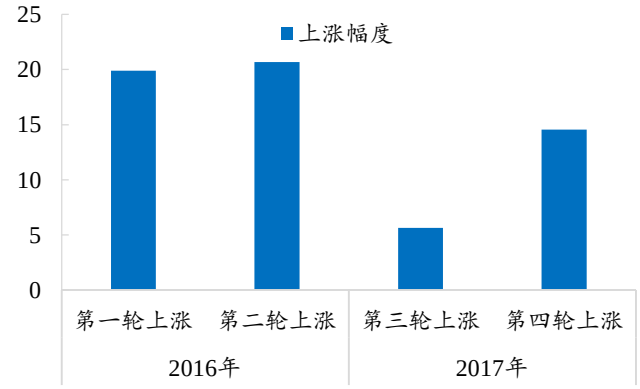
# 3、 预期拉动，估值先行

综合来看，2016-2017 年的周期股牛市是经济复苏与供给侧改革的共振，尽管周期股在 4 轮上涨的行情中涨幅基本都排在前列，但行情的级别有所不同。2016 年的两段上涨行情所面临的政策环境和经济状态较为友好（经济迅速复苏、供给侧

改革及其他经济支持政策等），涨幅也最高。而 2017 年的两轮上涨行情则面临的是紧缩的政策环境，从事后来看，经济增长的高点出现在 2017 年一季度（名义 GDP 增速于 2017 年 Q1 触顶），随后全年都成盘整的走势，最终的涨幅也较 2016 年要小的多，在调整过后也仅仅是回到了前期的高点，并未形成突破。

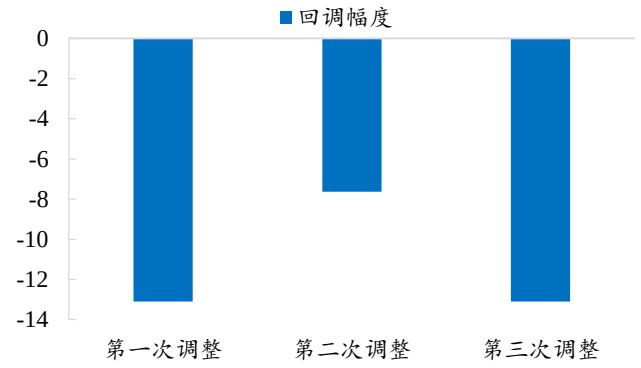
而从本轮周期牛市的三次调整来看，在第一次和第三次调整中，都有经济层面的隐忧扰动（信用风险持续爆发以及金融去杠杆及严监管政策对经济上行的负面影响）周期板块跌幅较高，第二次调整则主要受资金层面的影响较大，板块跌幅较小。这主要是因为在周期牛市中，周期板块的大趋势于经济的趋势密切相关，一旦出现对于经济趋势的担忧，周期板块的回调幅度相对来说也会比较大。

**图20： 2016 年的周期股上涨行情级别更高**




资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图21： 若经济预期变差，周期的调整幅度也可能加大**

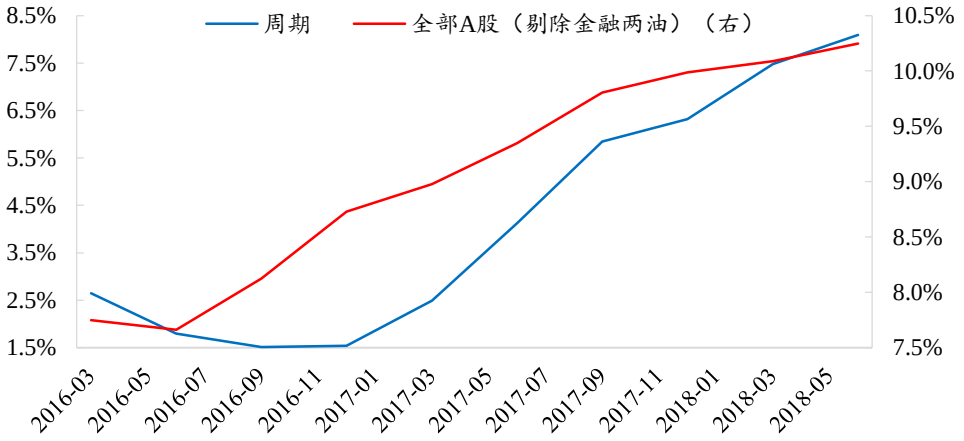



资料来源：Wind，新时代证券研究所

在 2016-2017 年的周期牛市中的 4 轮上涨行情中，除了 2017 年 1 月中旬-4 月中旬周期股的涨幅与上证指数涨幅基本持平之外，其余 3 轮行情周期股的表现都是显著强于市场的，且大部分时间是处于领涨地位。

**但从盈利的角度来看，前两轮级别更高的上涨行情并非由盈利推动：周期股的盈利修复滞后市场约 1 个季度，这种情况在 2009-2010 年的周期牛市中也同样存在。**全 A（剔除金融两油）ROE 于 2016 年年中触及拐点，随后进入上行通道，而周期板块的 ROE 则在 2016 年三季度才最终触底。但是由于供给侧改革的缘故，周期板块的盈利弹性则显著高于全 A，在进入上行拐点后，周期股的 ROE 迅速修复，从 2016 年三季度的 1.51%上升到 2019 年一季度的 10.26%，上升了 8.75 个百分点，而同期全 A（剔除金融两油）ROE 则只上升了 0.18 个百分点。

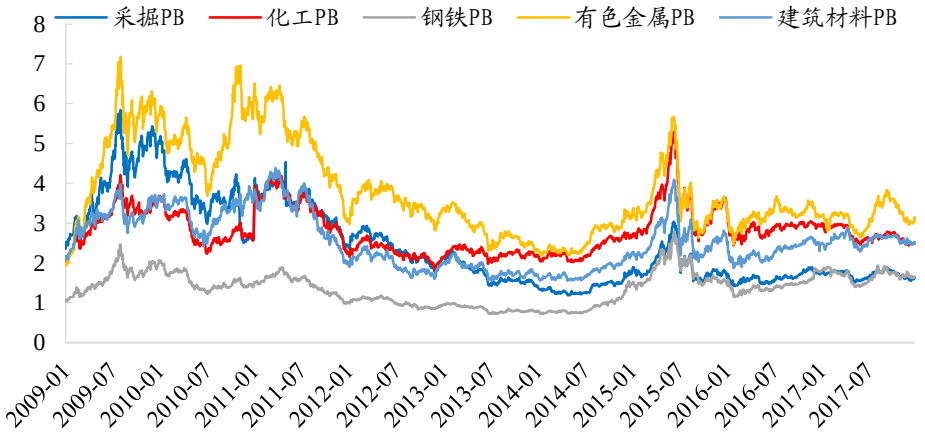
**图22： 周期板块盈利修复滞后 1 个季度，但弹性更高，修复速度更快**




资料来源：Wind、新时代证券研究所

从估值的角度来看，各周期行业估值波动比较平缓，煤炭、钢铁、有色的估值抬升略多，但整体估值抬升的空间相较于 2009-2010 年“四万亿”推动下的周期牛市和 2014-2015 年“疯牛”背景下的周期股补涨行情要小的多。

**图23： 2016-2017 年各周期行业的估值抬升幅度不及前两轮牛市**




资料来源：Wind、新时代证券研究所

另一方面，为进一步研究推动各轮行情上涨的驱动力，我们通过各周期行业估值扩张幅度与行业涨跌幅的比值来构建估值贡献度指标，用以衡量在这一时期中估值扩张对于股价上涨的贡献情况，结果发现，前两轮级别更高的上涨行情（均发生于 2016 年）中，估值的平均贡献度为 138.28%，即股价的上涨是由估值扩张推动的。而在周期板块 ROE 开始加速上行的 2017 年，政策环境在显著收紧，估值继续扩张的空间有限，行情的抓手开始转变为盈利的回升。这一时期估值贡献度出现了显著的回落。

**表1：2016 年的上涨基本由估值扩张驱动，2017 年行情的抓手转变为盈利回升**

| 行业 | 2016 年的上涨行情 | | | 2017 年的上涨行情 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 区间涨跌幅 | PB 扩张度 | 估值贡献度 | 区间涨跌幅 | PB 扩张度 | 估值贡献度 |
| 有色金属 | 40.83% | 42.68% | 104.55% | 35.64% | 25.57% | 71.75% |
| 建筑材料 | 41.82% | 42.25% | 101.03% | 12.86% | 15.02% | 116.83% |
| 化工 | 32.66% | 25.00% | 76.55% | 4.73% | 0.36% | 7.61% |
| 采掘 | 22.90% | 32.17% | 140.47% | 13.95% | 11.76% | 84.34% |
| 钢铁 | 13.35% | 35.90% | 268.83% | 29.10% | 3.28% | 11.27% |

资料来源：Wind、新时代证券研究所

**从上述复盘中我们可以发现，在周期股的牛市中，决定周期股节奏的是经济预期，政策和宏观数据都对节奏有影响（这一结论我们在前期的报告《复盘 2009-2010 年的周期牛市》中也有论述）。在政策宽松阶段，投资者对于经济的预期最稳定，估值扩张的难度较小，虽然利润尚未企稳，但上涨行情的级别可能更高，是所有投资者都应该积极参与的行情。在政策收缩阶段，经过时间的消化，上游的需求转化为利润开始反映在报表上，若经济预期企稳，则会有级别较小的业绩兑现行情，估值的贡献度大大降低。**

## 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，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），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。

## 分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

## 分析师介绍

**樊继拓，**新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

## 投资评级说明

**新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避**

| | |
|---|---|
| 推荐： | 未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。 |
| 中性： | 未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。 |
| 回避： | 未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。 |

市场基准指数为沪深 300 指数。

**新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避**

| | |
|---|---|
| 强烈推荐： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。 |
| 推荐： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。 |
| 中性： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。 |
| 回避： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。 |

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 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。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

| | | |
|---|---|---|
| **北京** | **梁　爽　销售总监** | |
| | 固话：010-69004647<br>邮箱：liangshuang@xsdzq.cn | |
| **上海** | **阎喜蒙　销售副总监** | |
| | 固话：021-68865595 转 255<br>邮箱：yanximeng@xsdzq.cn | |
| **广深** | **丁培培　销售经理** | |
| | 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn | |

## 联系我们

**新时代证券股份有限公司　研究所**

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/