东兴证券 DONGXING SECURITIES

2021年能否再现春季躁动？—历史复盘与现状对比

2021 年 1 月 10 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

当前市场对 2021 年能否出现春季躁动行情讨论较多。A 股历史上曾出现过多次春季躁动行情，本文对自 2000 年到 2020 年的股票市场的春季表现进行回顾，分析春季躁动出现的前提条件以及行业结构偶，以期为理解当前市场提供一些参考。

历史上，春季躁动行情出现概率超过 70%，首周、首月效应均比较显著。2000 年-2020 年的 21 年中，上证综指或创业板指在 1-3 月上涨的年份共有 15 年，春季躁动行情出现的概率高达 71.4%。上证综指、创业板指发生首周效应（首周与当月同涨跌方向）的概率分别为 61.9%、70%；发生首月效应（首月与当季同涨跌）概率分别为 76.19%和 80%，首周及首月的表现对一季度整体行情有较强的指示效应。

决定股票市场方向的三要素：企业盈利、无风险利率和风险溢价，春季躁动行情的前提是至少要其中两个要素均出现正面变化。从历史经验来看，春季躁动行情的出现至少需要满足分子端盈利预期走强、分母端无风险利率下行和分母端风险溢价降低这三个条件中的两个。周期、金融股的春季躁动行情往往出现在盈利预期走强、风险溢价降低的环境下。成长股往往要在流动性极为宽松的环境下才会在春季躁动中走强。消费几乎在所有年份的春季躁动行情中都有出现，一定程度上可以理解为其兼具成长与周期的一些特性。

2021 年春季躁动有较大可能出现,且更可能集中于周期特别是上游资源品和疫情中受损严重的部分低端或可选消费。一方面，当前我国经济仍处疫情冲击后的复苏区间，企业盈利仍在持续回升；另一方面，2020 年 12 月的中央经济会议明确表示，宏观调控“不急转弯”，货币政策需“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”、“保持宏观杠杆率基本稳定”，大大降低市场对政策不确定性的担忧。预计 2021 年的春季躁动中，相对占优的行业集中在：1）周期板块特别是上游资源品如铜、螺纹钢、石油；2）消费板块中疫情冲击影响较大尚处于复苏区间的零售、国内旅游、公路、院线、餐饮等行业。

风险提示:行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

目 录

1. 首周及首月表现对首季行情有较强的指示效应 3
2. 春季躁动需盈利预期走强、无风险利率下行和风险溢价降低三具其二 6
3. 春季躁动行情 2021 年较大可能再现 16
风险提示 16

插图目录

图 1：上证综指 1-3 月上涨的年份占比 57.14% 3
图 2：创业板指 1-3 月上涨的年份占比 60% 4
图 3：2003 年一季度银行、非银、石油石化、钢铁等金融、周期行业表现最优 8
图 4：2004 年一季度春季躁动行情中消费者服务、计算机、电子等领涨 9
图 5：2004 年处于全球半导体周期高点，我国电子产品出口提升 9
图 6：2004 年消费者服务、商贸零售业绩显著回暖 9
图 7：2006 年一季度有色金属、房地产、非银行金融、机械等金融、周期板块领涨 10
图 8：2007 年一季度纺织服装、基础化工、轻工制造、建筑、家电等消费、周期板块领涨 11
图 9：周期、消费板块盈利增速在 2006 年底-2007 初达到峰值 11
图 10：2009 年一季度有色金属、汽车、建材、轻工制造、消费者服务等周期、消费板块领涨 12
图 11：2013 年一季度春季躁动行情中国防军工、医药、传媒、汽车等消费、成长行业领涨 13
图 12：2013 年一季度创业板指和上证综指出现显著分化 13
图 13：2015 年一季度春季躁动行情中计算机、传媒、轻工、电新等消费、成长行业领涨 14
图 14：2019 年一季度春季躁动行情中农林牧渔、计算机、食品饮料、电子等领涨 14
图 15：2018 年底股票市场估值跌至历史低位 15

表格目录

表 1：上证综指、创业板指 1 月、1-3 月涨跌幅统计 4
表 2：上证综指、创业板指首周、首月、首季同涨同跌情况统计 5
表 3：有较显著春季躁动行情的年份的经济环境总结 6
表 4：历史上春季躁动行情中消费、成长风格出现的最多 7

1. 首周及首月表现对首季行情有较强的指示效应

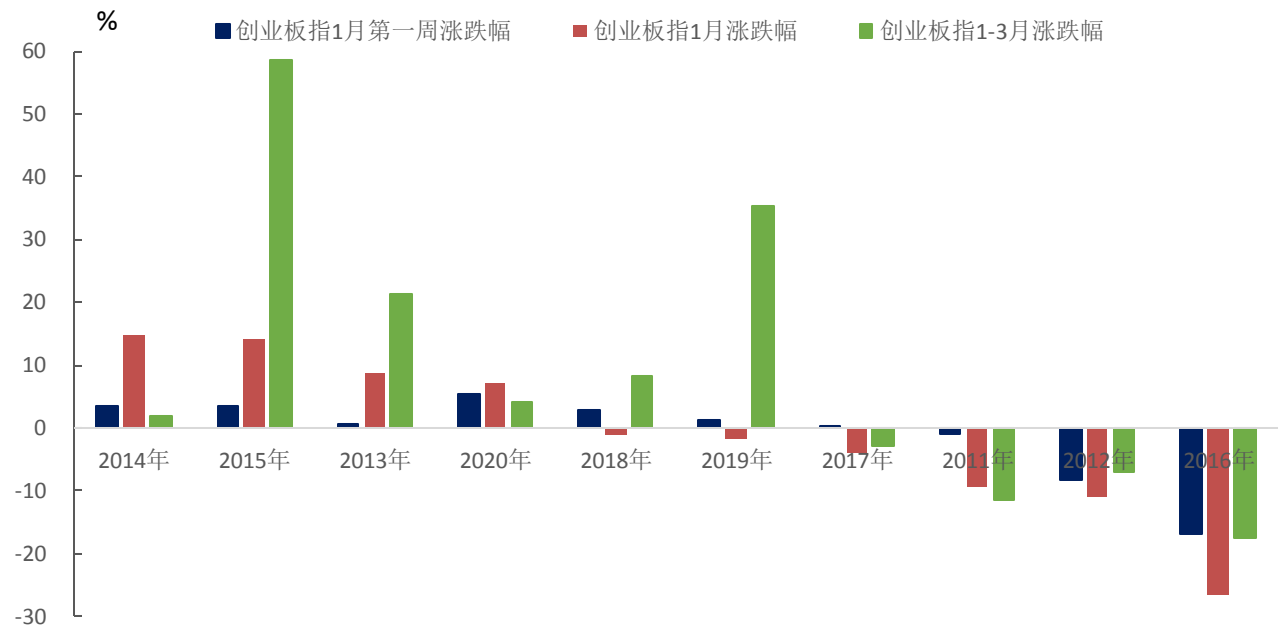
历史上指数春季躁动行情显著，单独来看，上证综指一季度上涨概率为 57%，创业板指一季度上涨概率为 60%，上证综指或创业板指上涨概率为 90%。从历史的角度看，上证综指在 2000 年-2020 年的 21 年间单独出现 1-3 月上涨的年份有 12 年，分别为 2000、2001、2003、2004、2006、2007、2009、2011、2012、2015、2017、2019 年，占比 57.14%；单独来看 1 月份上涨的年份有 11 年，分别为 2000、2003、2004、2006、2007、2009、2012、2013、2017、2018、2019 年，占比 52.38%；总体来看上证综指一月、一季度出现躁动的概率较大，均超过 50%。创业板指在 2011 年-2020 年 10 年间单独出现 1-3 月上涨的年份有 6 年，分别为 2013、2014、2015、2018、2019、2020 年，占比 60%；单独来看 1 月份上涨的年份有 4 年，分别为 2013、2014、2015、2020 年，占比为 40%；创业板指在 1-3 月出现春季躁动的情况发生概率相对高于 1 月份上涨的概率。对最近十年进行统计，我们发现上证综指或创业板指在一季度上涨的年份高达 9 年，占比 90%；仅 2016 年两个板块均在一季度没有出现上涨。

图 1：上证综指 1-3 月上涨的年份占比 57.14%



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：创业板指 1-3 月上涨的年份占比 60%



资料来源：wind、东兴证券研究所

表 1：上证综指、创业板指 1 月、1-3 月涨跌幅统计

年度	上证综指 1 月第一周涨跌幅（%）	上证综指 1 月涨跌幅（%）	上证综指 1-3 月涨跌幅（%）	创业板指 1 月第一周涨跌幅（%）	创业板指 1 月涨跌幅（%）	创业板指 1-3 月涨跌幅（%）
2000 年	10.98	12.32	31.73			
2001 年	2.50	-0.38	1.90			
2002 年	-2.99	-9.37	-2.56			
2003 年	-1.89	10.47	11.26			
2004 年	6.02	6.26	16.34			
2005 年	-1.72	-5.90	-6.73			
2006 年	4.17	8.35	11.82			
2007 年	-1.28	4.14	19.01			
2008 年	2.50	-16.69	-34.00			
2009 年	5.67	9.33	30.34			
2010 年	-2.57	-8.78	-5.13			
2011 年	1.09	-0.62	4.27	-0.98	-9.54	-11.37
2012 年	-1.64	4.24	2.88	-8.29	-11.08	-6.99
2013 年	0.72	5.13	-1.43	0.60	8.71	21.38
2014 年	-3.24	-3.92	-3.91	3.67	14.68	1.79

2015 年	4.31	-0.75	15.87	3.51	14.19	58.66
2016 年	-11.70	-22.65	-15.12	-16.86	-26.53	-17.53
2017 年	1.63	1.79	3.83	0.15	-3.86	-2.79
2018 年	2.56	5.25	-4.18	2.78	-1.00	8.43
2019 年	1.57	3.64	23.93	1.40	-1.80	35.43
2020 年	1.79	-2.41	-9.83	5.29	7.21	4.10

资料来源：wind、东兴证券研究所

上证综指、创业板指发生首周效应的概率分别为 61.9%、70%；首月效应发生概率分别为 76.19%和 80%，效应十分显著，对股票市场春季表现起到指示作用。首周效应、首月效应是指出现首周与首月、首月与首季出现同涨同跌的情况进而为股票市场提供指示的效应。对 2000 年-2020 年进行分析，我们发现上证综指 1 月首周上涨的年份有 13 年，其中首月同时上涨的年份有 8 年；首周下跌 8 年，其中首月同时下跌的年份 5 年，综合来看，首周首月同涨同跌的年份达 13 年，同涨同跌的概率达 61.90%；创业板指从过去 10 年的情况来看，在 2011 年-2020 年中首周上涨 7 年，其中首月同时上涨 4 年；首周下跌 3 年，其中首月同时下跌 3 年，首周首月同涨同跌的概率达 70%。上证综指、创业板指首周效应的发生概率分别为 61.9%和 70%。

2000 年-2020 年，上证综指首月首季同涨同跌年份合计 16 年，首月效应发生概率占比 76.19%；2011 年-2020 年，创业板指首月首季同涨同跌年份合计 8 年，首月效应发生概率占比 80%。整体来看，首周效应和首月效应发生概率均超 60%，市场有较大概率延续前期行情。

表 2：上证综指、创业板指首周、首月、首季同涨同跌情况统计

年度	上证综指		年度	创业板指	
	首周首月同涨同跌情况	首月首季同涨同跌情况		首周首月同涨同跌情况	首月首季同涨同跌情况
2000 年	↑	↑	2000 年		
2001 年			2001 年		
2002 年	↓	↓	2002 年		
2003 年		↑	2003 年		
2004 年	↑	↑	2004 年		
2005 年	↓	↓	2005 年		
2006 年	↑	↑	2006 年		
2007 年		↑	2007 年		
2008 年		↓	2008 年		
2009 年	↑	↑	2009 年		

2010 年	↓	↓	2010 年		
2011 年			2011 年	↓	↓
2012 年		↑	2012 年	↓	↓
2013 年	↑		2013 年	↑	↑
2014 年	↓	↓	2014 年	↑	↑
2015 年			2015 年	↑	↑
2016 年	↓	↓	2016 年	↓	↓
2017 年	↑	↑	2017 年		↓
2018 年	↑		2018 年		
2019 年	↑	↑	2019 年		
2020 年		↓	2020 年	↑	↑

资料来源：wind、东兴证券研究所

备注：红色箭头表示该年份出现同涨，绿色箭头表示出现同跌，空白表示不存在同涨或者同跌

2. 春季躁动需盈利预期走强、无风险利率下行和风险溢价降低三具其二

在历年春季躁动行情中，我们重点挑选一季度指数涨幅超过 10%的春季躁动行情比较显著的年份进行分析，总结和归纳其在宏观经济、流动性、盈利、通胀等方面的共性以及所呈现出的行业特征。

表 3：有较显著春季躁动行情的年份的经济环境总结

年份	宏观经济环境	流动性	当年全A企业盈利增速（%）	预测净利润增速（%）	预期差值占实际值的比例（%）	盈利情况	CPI 增速（%）	通胀情况
2003 年	经济环境较好	相对宽松	37.58	-	-	盈利良好，处于历史峰值	1.20	低通胀
2004 年	经济环境总体较好，下半年小幅走弱	趋紧	26.06	-	-	盈利略有下行，仍处历史高位	3.90	高通胀
2006 年	经济环境较好	相对宽松	49.17	-34.95	-16.03	盈利较上年显著改善	1.50	低通胀
2007 年	经济环境好，近 20 年中国经济增速顶点	趋紧	49.60	108.33	-28.23	盈利增速一季度达峰，其后小幅下行	4.80	高通胀

2009 年	经济增速前低后高，处于 08 年金融危机之后的恢复期	**相对宽松**	25.02	-3.89	71.39	盈利前低后高，持续改善	-0.70	轻度通缩
2013 年	经济微弱复苏	趋紧	13.99	-7.38	48.64	盈利较上年有所改善	2.60	相对稳定
2015 年	经济整体趋弱，跌破“7%”，主要经济指标全面下行	相对宽松	-1.00	-2.69	75.54	盈利较上年有所下滑	1.40	低通胀
2019 年	经济整体平稳，主要指标略有下行，但一季度经济数据比较亮眼	相对宽松	5.43	37.97	120.45	盈利处于周期底部	2.90	相对稳定

资料来源：wind、东兴证券研究所

备注：黄色表示上证综指一季度上涨、蓝色表示创业板指一季度上涨、橙色表示两者均上涨

2000 年-2020 年的 20 年时间里，共出现 8 次上证综指或创业板指指数收益率超过 10%的春季躁动效应比较显著的年份，其中 7 次包含消费或成长行情，特别是 2010 年以来，春季躁动行情中均为成长、消费风格。

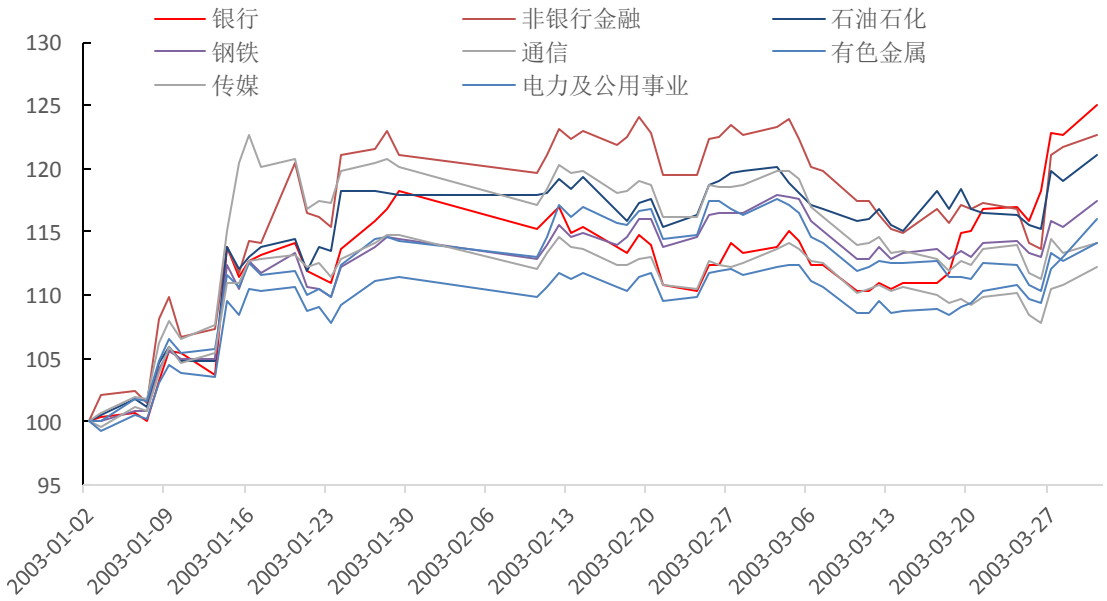
表 4：历史上春季躁动行情中消费、成长风格出现的最多

	历年 1 月 1 日至 3 月 31 日收益率 Top10							
年份	2003 年	2004 年	2006 年	2007 年	2009 年	2013 年	2015 年	2019 年
第一名	银行	消费者服务	有色金属	纺织服装	有色金属	国防军工	计算机	农林牧渔
第二名	非银行金融	计算机	房地产	基础化工	汽车	医药	传媒	非银行金融
第三名	石油石化	电子	非银行金融	轻工制造	房地产	银行	轻工制造	计算机
第四名	汽车	电力设备及新能源	机械	建筑	电子	基础化工	电力设备及新能源	食品饮料
第五名	钢铁	煤炭	食品饮料	家电	建材	传媒	机械	电子
第六名	电力及公用事业	房地产	煤炭	电子	国防军工	汽车	纺织服装	轻工制造
第七名	通信	通信	商贸零售	医药	轻工制造	家电	通信	家电
第八名	有色金属	商贸零售	汽车	非银行金融	消费者服务	计算机	基础化工	建材
第九名	国防军工	食品饮料	消费者服务	有色金属	纺织服装	建材	农林牧渔	国防军工
第十名	传媒	基础化工	银行	计算机	机械	通信	电子	通信
主要风格	**金融、周期**	**消费、成长**	**金融、消费、周期**	**消费、成长**	**周期、消费**	**成长、消费**	**成长、消费**	**成长、消费**

资料来源：wind、东兴证券研究所

2003 年一季度春季躁动行情中，银行、非银、石油石化、钢铁、电力及公用事业等金融、周期行业表现最优。2002-2003 年，国民经济处于持续较快增长区间，GDP 增速维持在 10%左右，随 GDP 高增，原材料、电力等出现供不应求，价格上行，企业盈利增速达到峰值。同时，2002 年 12 月的中央估计工作会议上指出："明年继续实施积极的财政政策，发行一定规模的建设国债。一要集中力量办大事，确保重大项目的投入和建设"，有效提振风险偏好。2 月的固定资产投资完成额数据确认了这一趋势，2003 年 2 月固定资产投资完成额数据累计完成额飙升至 30%以上，远高于 2012 年 12 月的 17%。重工业重投资的驱动模式带动周期、金融行情。2003 年一季度银行、非银、石油石化、钢铁等行业领涨，行情来源于分子端盈利的强势和分母端风险溢价的降低。

图 3：2003 年一季度银行、非银、石油石化、钢铁等金融、周期行业表现最优

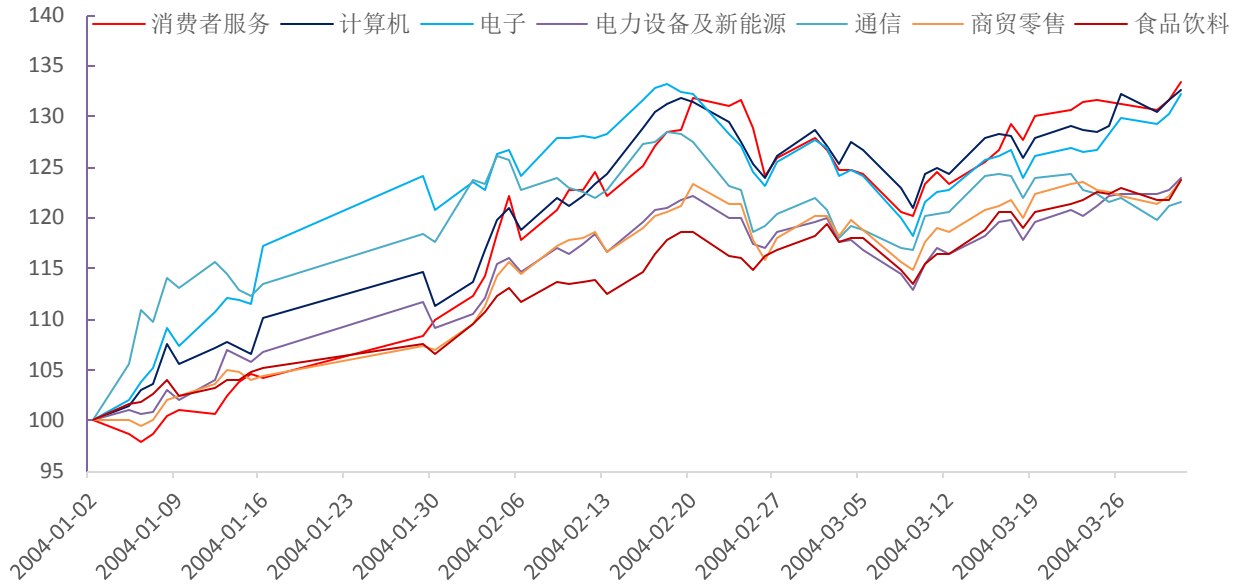


资料来源：wind、东兴证券研究所

2003 年底，CPI 已达到 3.2%，2004 年 1 月 CPI 同比延续 3.2%的高位，引发市场强烈的经济过热担忧，同时，2004 年 2 月 4 日，国务院召开电话会议，明确提出要制止钢铁、电解铝和水泥行业的过度投资，周期板块受到巨大冲击。2003-2004 年，处于全球半导体周期的高点，我国电子产品出口金额显著提升，利好计算机、电子行业。2003 年"非典"疫情中，消费者服务、商贸零售等行业盈利受冲击较大，2004 年这些行业逐步复苏，业绩回暖。半导体周期与疫情后消费复苏的确定性除了带来盈利的回升，也带来了风险溢价的降低。2004 年一季度春季躁动行情中消费者服务、计算机、电子等消费、成长板块领涨，行情来源于分子端

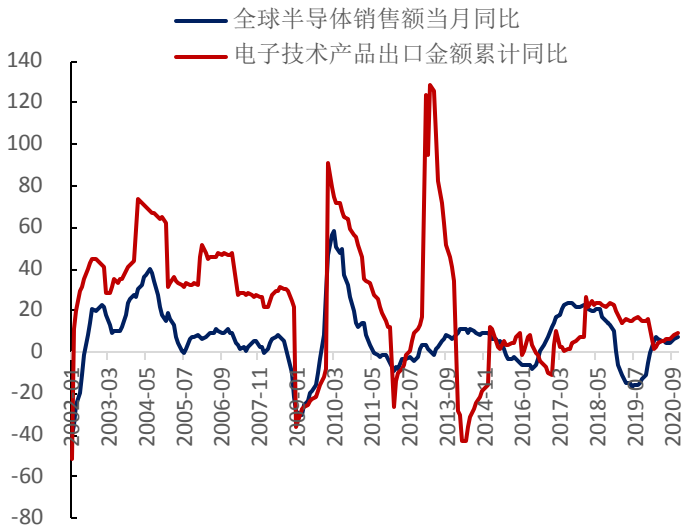
盈利预期的强势和分母端风险溢价的降低。

图 4：2004 年一季度春季躁动行情中消费者服务、计算机、电子等领涨



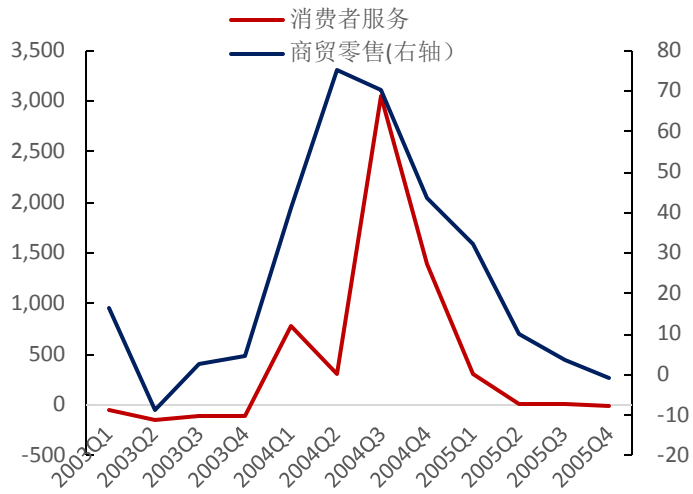
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5：2004 年处于全球半导体周期高点，我国电子产品出口提升



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：2004 年消费者服务、商贸零售业绩显著回暖

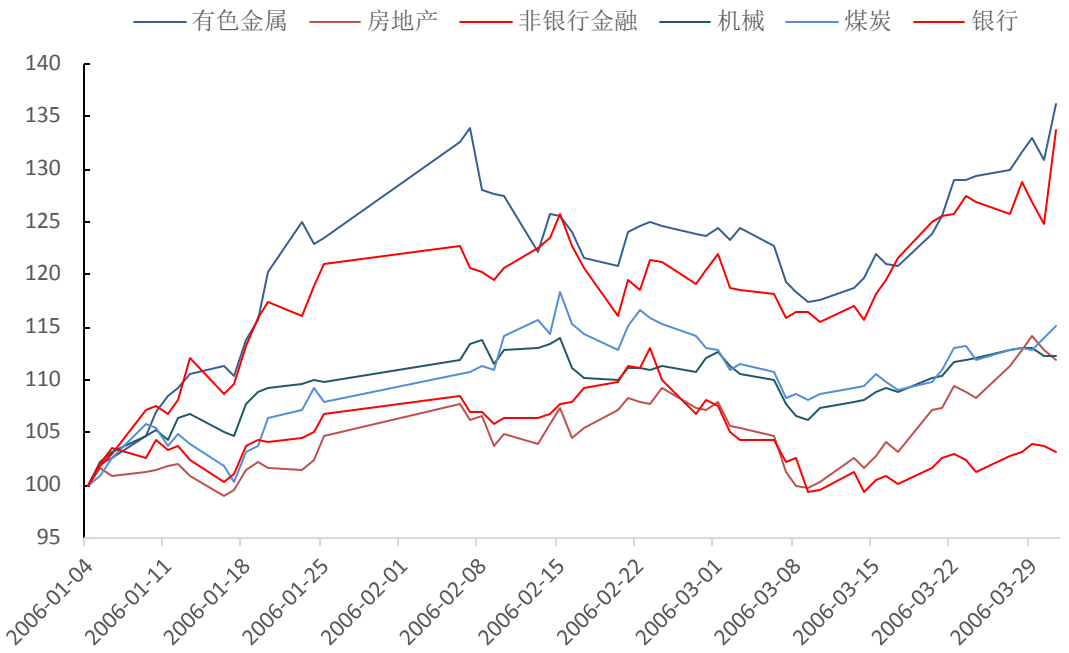


资料来源：wind、东兴证券研究所

2006 年初，经济处于高增长、低通胀的良好运行状态，春季行情受到“汇改”、“股改”的显著催化。2005 年 7 月 21 日，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。其后，人民币相对美元持续升值约 3 年时间。2015 年 9 月，证监会出台《上市公司股权分置改革管理办法》，

两大交易所等出台《上市公司股权分置改革业务操作指引》等，上市公司股改全面推开，市场情绪得到明显提振。2006 年初，受益于人民币持续升值，人民币资产价格获得强力支撑。“股改”、“汇改”双支撑下市场风险偏好显著提升，A 股持续上行走出春季躁动行情。金融、周期板块受益于经济良好运行、人民币升值大涨。2006 年一季度有色金属、房地产、非银行金融、机械等行业领涨，行情来源于分子端盈利预期的强势和分母端风险溢价的降低。

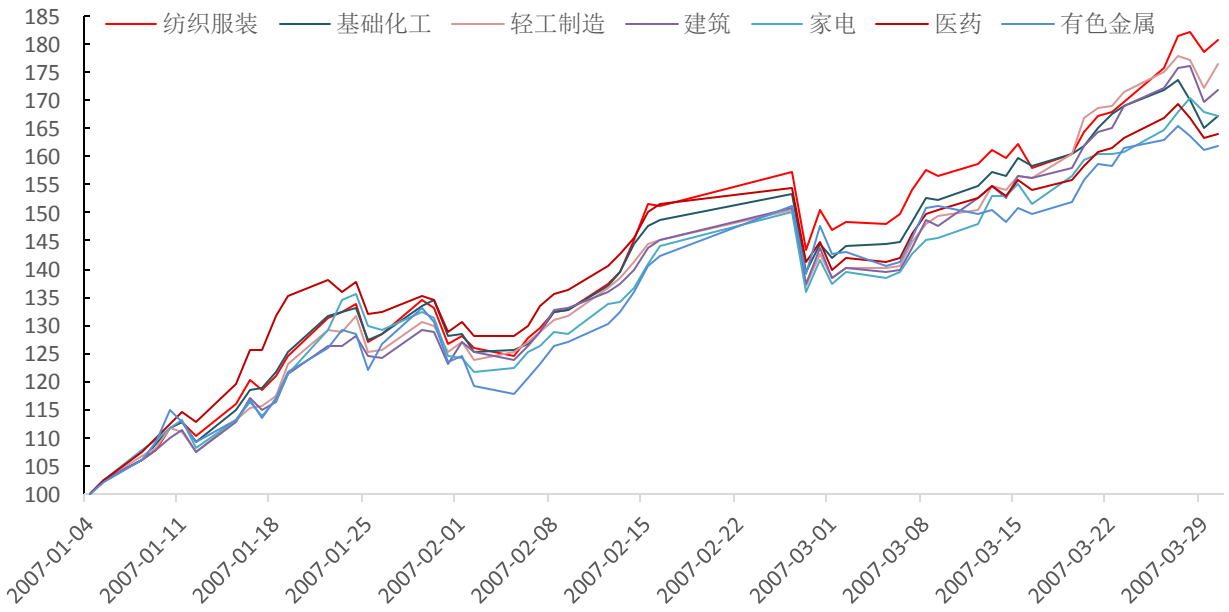
图 7：2006 年一季度有色金属、房地产、非银行金融、机械等金融、周期板块领涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

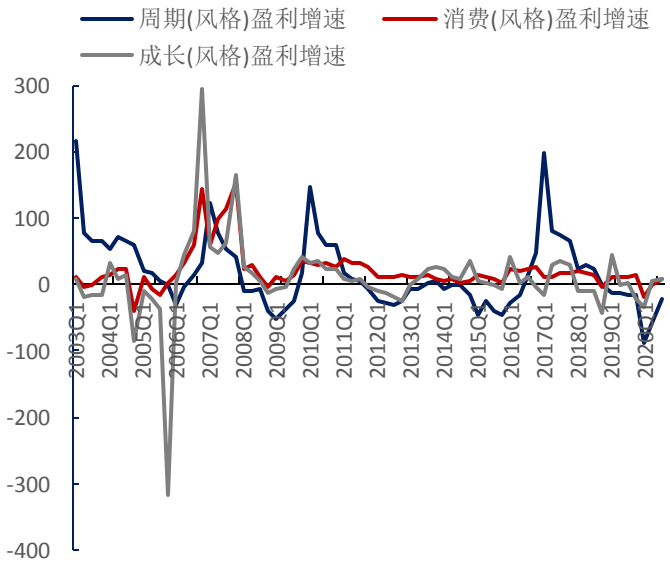
2007 年上半年是近 20 年中国经济增速的顶点，也是 2006-2007 年我国历史上最大的牛市的后半段，2006Q4-2007Q2，GDP 增速均维持在 12%以上，同期企业盈利增速也达到峰值，特别是消费、周期板块，成长板块增速虽然也比较高，但主要是受低基数效应影响较大，且 2007 年一季度 CPI 同比迅速上涨，自 1 月的 2.2%上升至 3 月的 3.3%，同期货币政策趋于收紧，2007 年 1 月-3 月，存款准备金率两次上调，合计上调 1 个百分点，存贷款基准利率上调一次，均上调 0.27 个百分点，打压成长股估值。同时，2007 年初，“股改”、“汇改”红利仍在持续释放，市场情绪达到高点。2007 年一季度，纺织服装、基础化工、轻工制造、建筑等消费、周期板块领涨，行情来源于分子端盈利预期的强势和分母端风险溢价的降低。

图 8：2007 年一季度纺织服装、基础化工、轻工制造、建筑、家电等消费、周期板块领涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

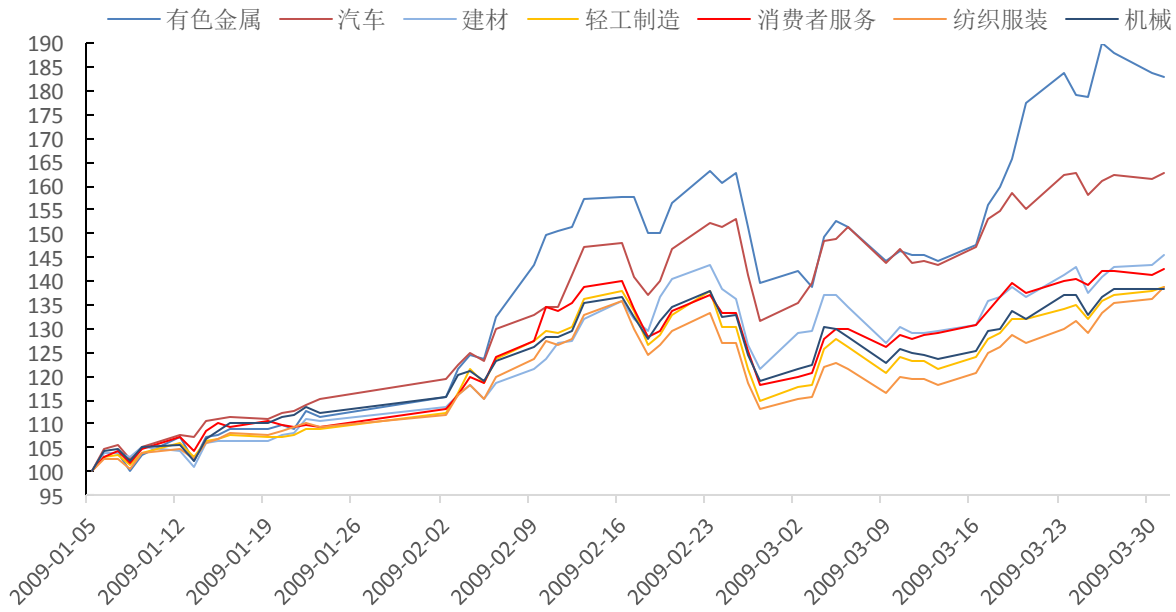
图 9：周期、消费板块盈利增速在 2006 年底-2007 初达到峰值



资料来源：wind、东兴证券研究所

2009 年处于金融危机后的快速复苏期。2008 年 11 月 5 日，政府出台十项措施刺激经济，11 月 10 日，“四万亿”刺激计划推出，有效提振市场信心，同时自 2008 年 9 月开始，央行 5 次下调存贷款基准利率、4 次下调存款准备金率，2008 年 12 月的中央经济工作会议提出“保持宏观经济政策的连续性和稳定性，继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策”确定了货币政策、财政政策的双宽松。2008 年底至 2009 年初的“家电下乡”、“汽车下乡”有力拉动消费。2009 年一季度经济与企业盈利虽仍较弱，但市场流动性比较充裕，政策拉动效应显著的周期、消费板块表现良好，有色金属、汽车、建材、轻工制造等领涨市场，行情来源于分子端盈利预期的复苏和分母端无风险利率的下行。

图 10：2009 年一季度有色金属、汽车、建材、轻工制造、消费者服务等周期、消费板块领涨

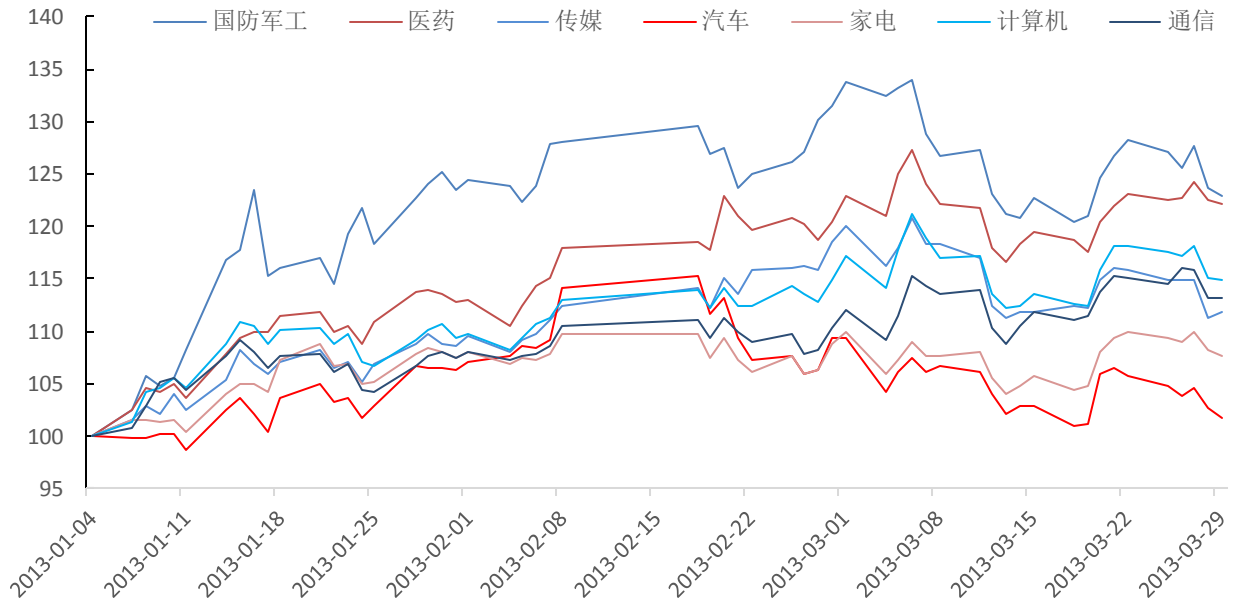


资料来源：wind、东兴证券研究所

2013 年的春季躁动行情呈现出比较显著的“前强后弱”趋势。2012 年 11 月中旬开始，IPO 基本处于暂停状态，其后 12 月 15 日的中央经济工作会议明确了 2013 年货币政策将要“适当扩大社会融资总规模，保持贷款适度增加，保持人民币汇率基本稳定，切实降低实体经济发展的融资成本”，传递了适度宽松的信号，股票市场由跌转升，上行趋势持续至 2013 年 2 月中旬，但随后 2 月 20 日 FOMC 会议传递 QE 或将结束消息冲击市场，3 月下旬，银监会“8 号文”发布，对银行理财资金投资“非标”进行限制，再度推动市场下行。2013 年春季躁动行情的另一特点是创业板指与上证综指的显著分化，2013.1.1-2013.3.31 创业板指上涨 21.38%，同期上证综指则下跌 1.43%，这与创业板中移动互联网普及拉动传媒与计算机板块以及医药企业盈

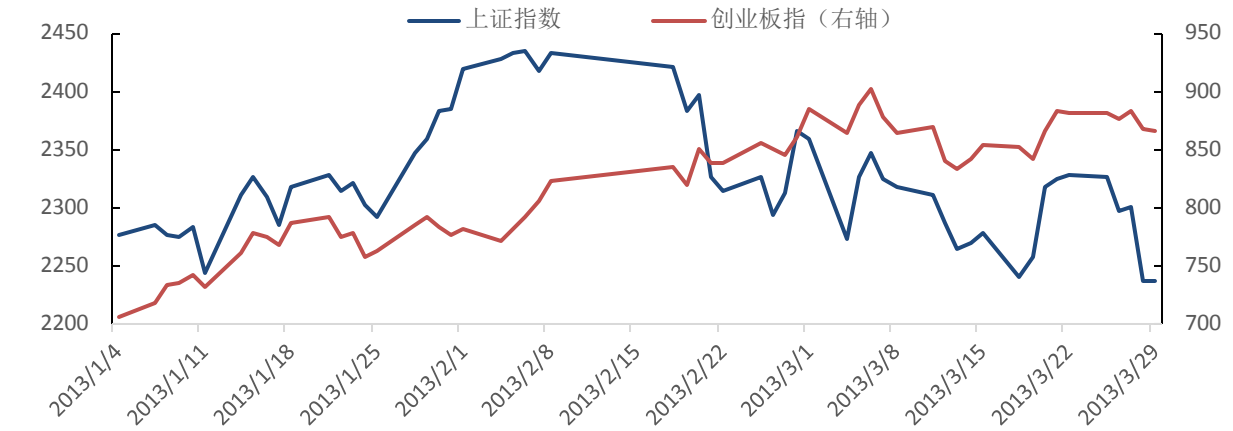
利回暖、股价回升密切相关。2013 年一季度春季躁动行情中国防军工、医药、传媒、汽车等领涨，行情来源于分子端盈利预期的强势和分母端无风险利率的下行。

图 11：2013 年一季度春季躁动行情中国防军工、医药、传媒、汽车等消费、成长行业领涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 12：2013 年一季度创业板指和上证综指出现显著分化

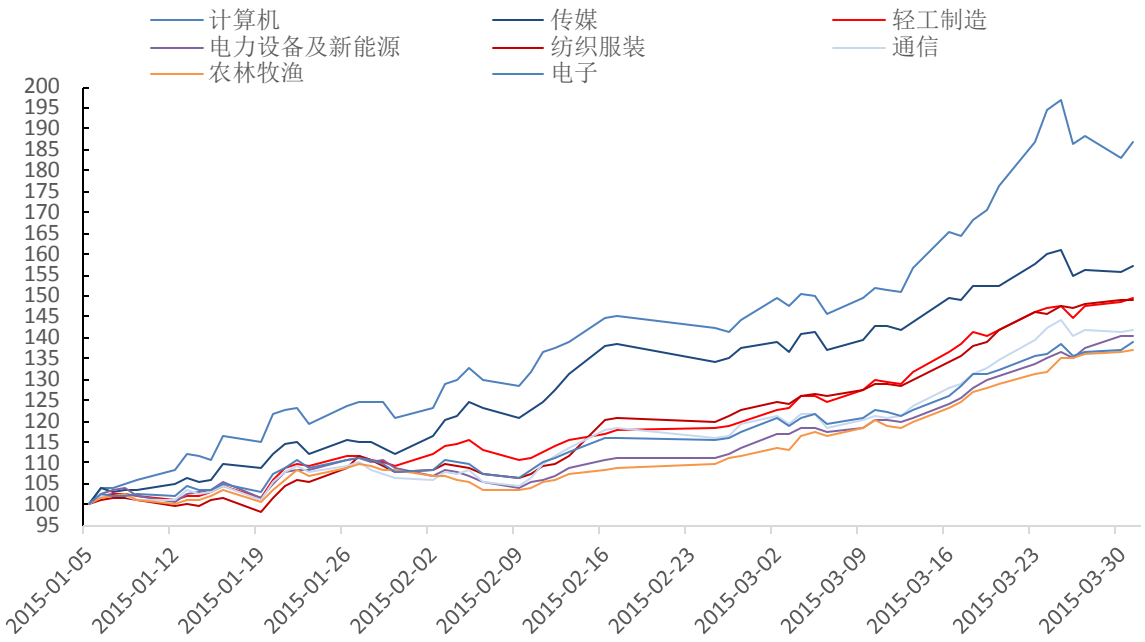


资料来源：wind、东兴证券研究所

2015 年 1 月，春季行情并不明显，市场表现相对平淡。2 月 5 日，存款准备金下调 0.5 个百分点，市场上行斜率才开始加大，随后 3 月 1 日，存贷款基准利率均下调 0.25 个百分点，3 月 3 日与 3 月 5 日，两会相继召开，“加强多层次资本市场体系建设”、“互联网+”等被提出，成为国家经济社会发展的重要战略，提振市场信心、利好科技板块，进一步助推春季躁动行情，计算机、传媒、轻工、电新等一季度领涨市场，

行情来源于无风险利率的下行及风险偏好的提升。

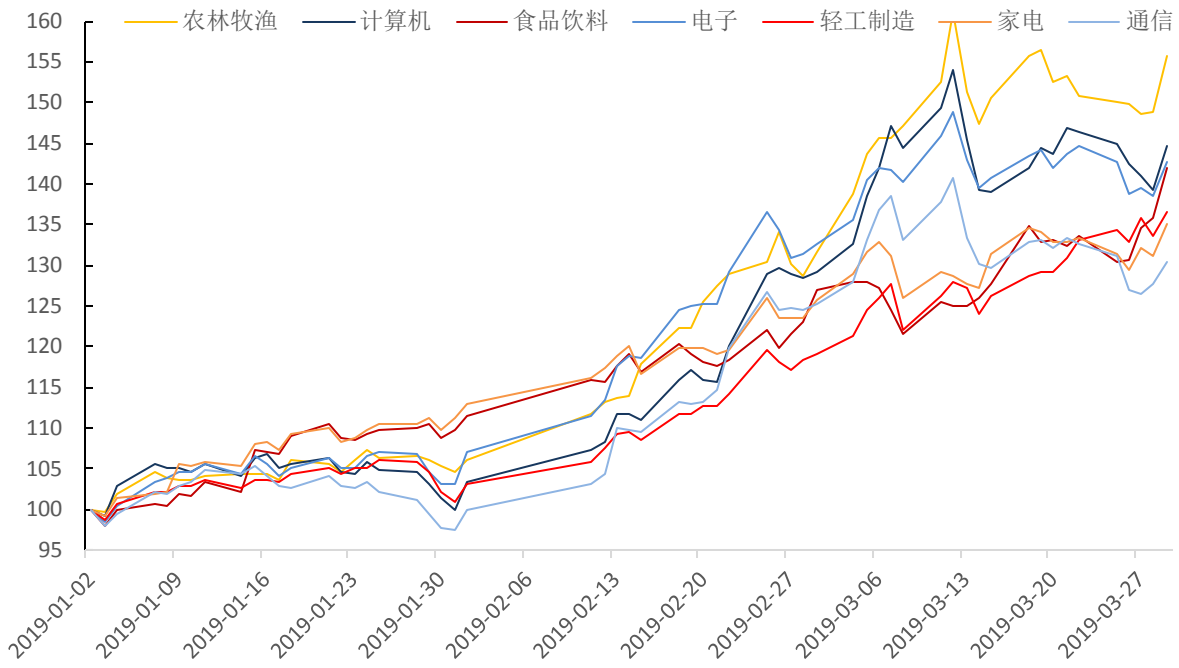
图 13：2015 年一季度春季躁动行情中计算机、传媒、轻工、电新等消费、成长行业领涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

经历过 2018 年下跌后股票市场估值处于历史低位。2019 年初，市场迎来货币政策、监管政策双宽松。货币政策方面，2019 年 1 月 4 日，央行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，奠定了宽松的基调。监管政策方面，2018 年 12 月召开的中央经济工作会议对资本市场描述字数达 114 字，创下过去 6 年的最高纪录，开启新一轮资本市场创新改革热潮。2019 年 1 月 14 日，国家外汇管理局将合格境外机构投资者（QFII）总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元。2018 年 11 月 5 日国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立科创板，至 2019 年 1 月 30 日，证监会即发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，进程十分迅速，2 月 14 日，再融资新规落地，政策松绑趋势显著。低估值基础上的流动性、政策双宽松推动春季躁动行情，农林牧渔、计算机、食品饮料、电子、轻工制造、家电、通信等消费、成长股表现优异，行情来源于无风险利率的下行及风险偏好的提升。

图 14：2019 年一季度春季躁动行情中农林牧渔、计算机、食品饮料、电子等领涨



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15：2018 年底股票市场估值跌至历史低位



资料来源：wind、东兴证券研究所

从历史经验来看，春季躁动行情的出现至少需要满足分子端盈利预期走强、分母端无风险利率下行和分母端风险溢价降低这三个条件中的两个。周期、金融股的春季躁动行情往往出现在盈利预期走强、风险溢价降低的环境下。成长股除非有比较明确的短期内盈利兑现，否则往往需要流动性宽松的环境才会出现春季躁动行情。消费几乎在所有年份的春季躁动行情中都有出现，某种意义上来讲其兼具成长与周期的一些特性，无论是分子端的影响还是分母端的因素都能够带来消费的行情。

3. 春季躁动行情 2021 年较大可能再现

2021 年春季躁动行情有较大可能出现,且更可能集中于周期特别是上游资源品和疫情冲击中受损严重的部分低端或可选消费。当前来看，一方面，我国经济仍处疫情冲击后的复苏区间，企业盈利仍在持续回升，另一方面，2020 年 12 月的中央经济会议明确表示，宏观调控“不急转弯”，明年货币政策需“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”、“保持宏观杠杆率基本稳定”，大大降低市场对政策不确定性的担忧，有效降低风险溢价。在这样的宏观经济环境下，预计周期板块特别是上游资源品如铜、螺纹钢、石油和消费板块中疫情冲击影响较大尚处于复苏区间的零售、国内旅游、公路、院线、餐饮等行业将有较大可能迎来春季躁动行情。

风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526