新时代证券-研究所晨报（20201229）

● 总量研究

宏观研究：商品价格与股价关系的演化

近期商品价格大幅上涨，其与股价的关系是讨论的热点。从历史来看，商品收益率和股票收益率的相关性一直在变化。1980 年代至 2008 年次贷危机之前，商品收益率和股票收益率时而正相关，时而负相关，整体上呈微弱的负相关关系，但次贷危机之后，两者明显正相关。这背后的原因是经济冲击类型以及货币政策空间的变化。

疫情发生后，商品价格增速依然和股价增速正相关。美国自然利率再次下滑，联邦基金目标利率快速降至接近零。考虑到疫情的长期影响，虽然未来美国自然利率会有所回升，但达到疫情前水平比较困难，这意味美国货币政策的空间进一步缩小，需求冲击对经济、金融市场的影响将更加显著。所以，即使未来美国经济修复，通胀有所回升，美联储也不会快速加息。商品价格增速和股价增速的正相关关系或许可以持续下去，甚至加强。

策略研究：2020 年 A 股值得重视的四大变化

2020 年是宏观波动非常剧烈的一年，股市的盈利预期和资金格局均出现过多次较大的变化，这种剧烈波动的年份非常考验投资者研究框架的韧性。我们认为，2020 年有四大变化非常值得认真总结和学习：1、疫情让全球经济短期内崩溃，但股市受影响的时间非常短暂；2、居民资金大幅进场，但完全不同于历史的是，这一次大部分的增量资金来自权益基金；3、外资通过陆股通流入的规模小于 2019 年；4、成长股整体涨幅可观，但内部分化非常大，2013-2015 年的成长股牛市中并不常见。

● 公司研究

中国中免：11 月离岛免税销售 37 亿增 181%，全年销售将达 315 亿超预期

双十一消费旺季，11 月离岛免税销售 37.1 亿，同比增长 180.5%。海口海关统计，11 月 1 日-31 日，离岛免税销售金额达到 37.1 亿元，同比增长 180.5%；环比有国庆黄金周加持的 10 月份 34.1 亿元销售额增长 8.8%。从 11 月 1 日起，海南免税消费迎来年底最旺季。11 月 37 亿元的销售额成为单月销售最高纪录，充分说明国人对免税品的消费需求，不会因为黄金周的集中消费后就出现增长乏力、衰减，反而呈现持久、稳定、高增长的特点。

盈利预测评级：我们预计公司 2020-2022 年实现营收 600.3 亿元、102.08 亿元、1260.1 亿元，同比增长 25.1%、69.9%、23.5%；归母净利润分别为 52.15 亿元、102.03 亿元、132.01 亿元，同比增长 12.7%、95.7%、29.4%。对应 PE 分别为 92、47、36 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

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

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
食品饮料	2.8%	通信	-1.76%
农林牧渔	2.64%	商业贸易	-1.46%
家用电器	1.79%	钢铁	-1.38%
汽车	1.15%	建筑装饰	-1.38%
银行	0.69%	电子	-1.34%

相关报告

《商品价格与股价关系的演化》2020-12-27

《2020 年 A 股值得重视的四大变化》2020-12-28

《11 月离岛免税销售 37 亿增 181%，全年销售将达 315 亿超预期》2020-12-24

内容目录

1、总量研究 3
1.1、宏观研究：商品价格与股价关系的演化 3
1.2、策略研究：2020 年 A 股值得重视的四大变化 4
2、公司研究 5
2.1、中国中免：11 月离岛免税销售 37 亿增 181%，全年销售将达 315 亿超预期 5

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：商品价格与股价关系的演化

近期商品价格大幅上涨，其与股价的关系是讨论的热点。从历史来看，商品收益率和股票收益率的相关性一直在变化。1980 年代至 2008 年次贷危机之前，商品收益率和股票收益率时而正相关，时而负相关，整体上呈微弱的负相关关系，但次贷危机之后，两者明显正相关。这背后的原因是经济冲击类型以及货币政策空间的变化。

次贷危机之前，美国的自然利率还比较高，货币政策空间充足，当遭受需求冲击时，美联储可以灵活地运用货币政策来稳定冲击，如此，需求冲击对美国经济的影响就相对较弱，而货币政策应对供给冲击的能力有限，供给冲击对美国经济的影响就相对要强一些。供给冲击下，商品价格通胀和经济增速是负相关的，而股市又受经济表现的影响，这就导致整体上商品价格变化和股价变化是负相关的。由于货币政策只有在通胀达到预期目标时才会行动，某些时间段商品价格变化和股价变化仍存在一定的正相关性，但整体上两者仍是负相关。

次贷危机之前，除了货币政策可以稳定部分需求冲击外，此阶段还经历了石油危机、里根供给侧改革、科网泡沫的兴起与破灭等等大的供给冲击，这是供给冲击主导这阶段大类资产价格关系的重要原因。比如，1990 年代信息革命兴起，物价增速下降，同时，经济增速上升，股价上涨，物价增速和股价增速整体负相关；2000 年代前半段，科网泡沫破灭，股价下跌，同时，美国潜在经济增速下滑，供给曲线左移，再加上中国工业化、城镇化，物价增速上升，最终物价增速和股价增速整体上仍是负相关。

次贷危机之后，很多发达国家的自然利率降至接近零甚至低于零，当经济刚复苏时，自然利率仍比较低，央行并不会加息。诡异的是次贷危机过去很多年，美国潜在经济增速以及实际经济增速、物价增速都已大幅回升，甚至一些年份达到了次贷危机之前的水平，但美联储仍是不敢加息，后来加息到中途，又被迫预防性降息。这是因为潜在经济增速和自然利率出现了背离。实际上，影响自然利率的有潜在经济增速、资本收入份额以及储蓄率等因素。次贷危机之后，在奥巴马、特朗普的供给侧改革下，美国潜在经济增速停止下滑并有所回升，但是美国经济轻资产化、垄断能力增强，投资意愿、投资需求下降，与此同时，预防性储蓄、老龄化、贫富差距扩大等原因，导致美国的储蓄率在上升，最终自然利率整体下滑，和潜在经济增速背离。

次贷危机后，虽然美国实际潜在经济增速可以恢复到 2%左右，但实际自然利率只有 1%，名义自然利率在 3%左右，和次贷危机前相差甚远，这也是美联储只能加息到 2.5%的原因。这还是经济比较好的情景，经济不景气的时候，自然利率更低，美联储货币政策空间大大缩小。经济衰退时，美联储不能够进一步降息，商品价格和股价携手下跌，两者增速正相关。经济复苏时，股价上涨，此时即使物价已出现较大幅度上涨，比如 2011 年，美联储也不敢贸然加息，最终商品价格增速和股价增速依然正相关。

疫情发生后，商品价格增速依然和股价增速正相关。美国自然利率再次下滑，联邦基金目标利率快速降至接近零。考虑到疫情的长期影响，虽然未来美国自然利率会有所回升，但达到疫情前水平比较困难，这意味美国货币政策的空间进一步缩小，需求冲击对经济、金融市场的影响将更加显著。所以，即使未来美国经济修复，

通胀有所回升，美联储也不会快速加息。商品价格增速和股价增速的正相关关系或许可以持续下去，甚至加强。

风险提示：资产价格之间的关系比较复杂。

1.2、 策略研究：2020 年 A 股值得重视的四大变化

2020 年是宏观波动非常剧烈的一年，股市的盈利预期和资金格局均出现过多次较大的变化，这种剧烈波动的年份非常考验投资者研究框架的韧性。我们认为，2020 年有四大变化非常值得认真总结和学习：

1、疫情让全球经济短期内崩溃，但股市受影响的时间非常短暂；

2、居民资金大幅进场，但完全不同于历史的是，这一次大部分的增量资金来自权益基金；

3、外资通过陆股通流入的规模小于 2019 年；

4、成长股整体涨幅可观，但内部分化非常大，2013-2015 年的成长股牛市中并不常见。

（1）疫情对股市影响很小：从股市来看，目前中美股市都远高于疫情之前的水平。这种分化，背后很重要的原因是，股市的定价的本质是未来 N 年现金流的折现，疫情后，只要大部分上市公司的资金流能维持住，其长期价值就不会受太大影响。我们认为如果 ROE 能逐步接近 2016-2017 年的高点，则股市将会有非常积极的反应。我们的判断是乐观的。

（2）居民抢购权益型基金：2020 年公募权益基金新增份额 13873 亿，新增大量百亿基金，但 2020 年，个人投资者账户资金新增规模有限。这背后反映了投资者理财习惯的变化，这种趋势可能会持续非常长的时间，是股市底层逻辑的重要变化，是 A 股正在变得成熟的标志。

（3）成长股的巨大分化：2020 年成长指数涨幅可观，但内部分化非常大。我们认为，其内在的核心原因是，2013-2015 年的成长股机会是自上而下的，最近两年的成长股的机会是自下而上的。最近几年，经济格局比较稳定，传统行业的利润格局也比较好，投资者对成长股的机会更加挑剔，需要自下而上精选优质赛道。

（4）外资流入速度变慢了：我们认为影响外资买入力量主要有 3 大因素，长期分散配置需要、MSCI 纳入比例、国内国外市场估值差。第一个因素会继续产生重要影响，但第二和第三个因素的影响正在变弱，2021 年，我们认为外资流入的速度可能很难继续加速了，如果股市阶段性涨幅较大，2021 年不排除出现外资流出。

总结：以上四大超预期的变化，背后蕴含着两点值得关注的经验：（1）个股的研究未来现金流折现分析已经非常流行了，但其实宏观策略的分析也是需要过滤掉 GDP 的短期波动，更关注 GDP 和上市公司整体 ROE 稳定后的中枢水平，而不应该过度强调一两个季度经济波动对股市的影响。（2）A 股的投资者行为越来越丰富。A 股之前的牛熊市中，顺势交易资金较多，逆势配置资金较少，所以牛市和熊市都非常猛烈。但从 2016 年开始，股市波动变得更加复杂了。2016-2018 年，国内居民资金不断离场的时候，海外资金不断流入，而 2020 年，当国内居民资金进场的时候，我们反而发现外资流入速度有所下降。最近一年大股东减持和定增也出现了较大的增加。这可能是为什么 A 股连涨两年后，估值依然不贵的原因。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 中国中免：11 月离岛免税销售 37 亿增 181%，全年销售将达 315 亿超预期

双十一消费旺季，11 月离岛免税销售 37.1 亿，同比增长 180.5%海口海关统计，11 月 1 日-31 日，离岛免税销售金额达到 37.1 亿元，同比增长 180.5%；环比有国庆黄金周加持的 10 月份 34.1 亿元销售额增长 8.8%。从 11 月 1 日起，海南免税消费迎来年底最旺季。11 月 37 亿元的销售额成为单月销售最高纪录，充分说明国人对免税品的消费需求，不会因为黄金周的集中消费后就出现增长乏力、衰减，反而呈现持久、稳定、高增长的特点。

前 11 月销售 232 亿已增长 97%，中免全年离岛免税营收或达 315 亿增 119%据海口海关统计，1-11 月海关监管的离岛免税商品 232.2 亿元，同比增长 97%。海南省商务厅预计，今年海南离岛免税销售额将超过 260 亿元，包含有税商品的情况下，中免在海南省内四家免税店的总体销售额将有望超过 315 亿元，同比 2019 年海南全省免税销售 144 亿元将增长 118.75%。

11 月购物人次继续大增 58%，客单价因促销环比降 5%海口海关数据，11 月离岛免税购物人次为 56.6 万，同比增长 57.8%；环比有黄金周的 10 月还增长了 7.6%。这除了归功于双十一的促销节之外，也进一步验证国人免税消费需求强劲、持续的逻辑。因双十一促销力度大，11 月客单价 6563 元，环比下降 5%，但比 2019 年底 3542 元增近九成。

化妆品占比降至 50%奢侈品占比提至 25%，线上销售达 50 亿增长 4 倍免税新政实施后，离岛免税商品销售结构明显优化，香化品销售额从过去占销售总额的 75%下降到只占 50%左右，以手表、首饰、箱包服饰为代表的奢侈品销售额占销售总额的比例从不足 15%快速上升至 25%以上。销售方式上，线上渠道成新动力，今年中免集团线上销售已达 50 亿，同比去年的 10 亿元增长了 4 倍之多。

10 月、11 月销售数据亮眼，四季度延续高增长，维持“强烈推荐”评级公司 10 月、11 月的离岛免税销售数据仍表现亮眼，四季度或延续高增长趋势，我们预计公司 2020-2022 年实现营收 600.3 亿元、102.08 亿元、1260.1 亿元，同比增长 25.1%、69.9%、23.5%；归母净利润分别为 52.15 亿元、102.03 亿元、132.01 亿元，同比增长 12.7%、95.7%、29.4%。对应 PE 分别为 92、47、36 倍。维持“强烈推荐”评级。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年实现营收 600.3 亿元、102.08 亿元、1260.1 亿元，同比增长 25.1%、69.9%、23.5%；归母净利润分别为 52.15 亿元、102.03 亿元、132.01 亿元，同比增长 12.7%、95.7%、29.4%。对应 PE 分别为 92、47、36 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险。

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	**郝颖销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@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/