股市板块轮动的久期视角

——宏观经济周度观察

投资周报

久期广泛应用于债市分析，但在股市分析中却不常见。一般情况下，股票久期和 PE、PB 正相关。PE 比较低的价值股为短久期，PE 比较高的成长股为长久期。美国股市存在“股票久期风险溢价之谜”，即久期和风险溢价负相关，这和传统的资产定价理论不一致。不过，我们认为“股票久期风险溢价之谜”可能是样本选择问题，2007 年次贷危机之后成长股表现优于价值股。

灾难等临时冲击会通过现金流风险、贴现率风险等渠道影响不同久期的股票收益率。短久期股价对现金流风险比较敏感，长久期股价对贴现率风险比较敏感。我们分四个阶段来分析。第一阶段，灾难发生，经济衰退。一方面近期的现金流风险增加，短久期板块的股价快速下跌，而短期冲击对长久期板块负面影响比较小。另一方面，风险溢价上升，贴现率风险也增加，更不利于长久期板块。最终，长久期、短久期板块股价都会大幅下跌，但短久期股价的下跌幅度会更大一些，疫情发生后的全球股市基本上都是如此。第二阶段，货币宽松但经济尚未修复。虽然现金流风险尚未缓解，但是货币宽松下，贴现率风险大幅下降。对于这次疫情来说，长久期股价先于短久期股价恢复，除了贴现率风险率先缓解外，一些新经济企业受益于疫情，现金流风险并没有增加，甚至有所下降。对短久期股价而言，此阶段现金流风险仍可能占主导，股价可能继续下跌，但也可能止跌回升。第三阶段，灾难影响减弱，经济开始修复。此时现金流风险缓解，特别是短久期股票现金流风险溢价下降快于长久期股票。货币政策停止宽松，但是现金流改善带来的风险偏好上升，会降低贴现率风险，这对长久期股票更有利，但是强度弱于第二阶段。此时，现金流风险起主导作用，短久期股价上升幅度大于长久期股价。第四阶段，经济、货币政策均恢复至常态。现金流增速恢复至常态，现金流风险继续下降，对短久期股价拉升强于长久期。由于货币政策回归常态，贴现率风险再次上升，对短久期股价的抑制要弱于长久期。最终，短久期股价小幅上升，长久期股价可能小幅下跌。

以上是典型情况，现实往往略有不同。待经济、货币政策均恢复至常态，资产定价又回到长期逻辑。之所以 2007 年以后，美国成长股表现好于价值股，根本原因在于新经济垄断租金的增强，以及利率下滑（这也部分因为新经济）。风险在于成长股与价值股的 PE 之差已经接近互联网泡沫时期的水平，这可能反映了市场对成长股盈利的过度自信。

长期逻辑下自然是选择长久期股票，但中国和美国的社会制度、经济结构有所不同，不能完全复制美国经验。第一，中国新经济弱于美国。美国新经济快速发展不仅得益于自身研发实力强，还有行业管制放松的因素。美国新经济发展的直接后果是贫富差距扩大，这警示了中国，中国开始加强对垄断资本的遏制。再加上中国研发能力仍弱于美国，长久期企业仍具有较大风险。第二，美国贴现利率下滑是由于垄断、新经济导致的投资需求下滑以及储蓄率上升，中国尚未完全完成利率市场化，中国利率决定因素更复杂，未来利率下滑是个曲折过程。

当然，中国长久期股票相比短久期仍具有优势。虽然近几年美国长久期股票好于短久期股票，但是得益于市场集中度的提升，美国短久期股票估值也在不断上升，表现没有那么差。然而，中国经济并未完成真正意义的出清，中国短久期股票表现弱于美国短久期股票。

- **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：变凹的美元微笑曲线
2020-11-22

投资周报：被忽视的通胀风险溢价
2020-11-15

投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价
2020-9-27

投资周报: 如何正确地理解盈亏平衡通胀率
2020-9-20

目 录

1、 股市板块轮动的久期视角 4
2、 不同区域、产品出口增速普遍改善 8
3、 CPI 增速转负，PPI 增速显著回升 12
4、 社融增速下滑，但经济活跃度上升 15
5、 国内高频数据观察 20
5.1、 生产指标下降 20
5.2、 商品房销量回落 21
5.3、 物价普涨 22
5.4、 货币市场利率上行 23
5.5、 美元指数上升 23

图表目录

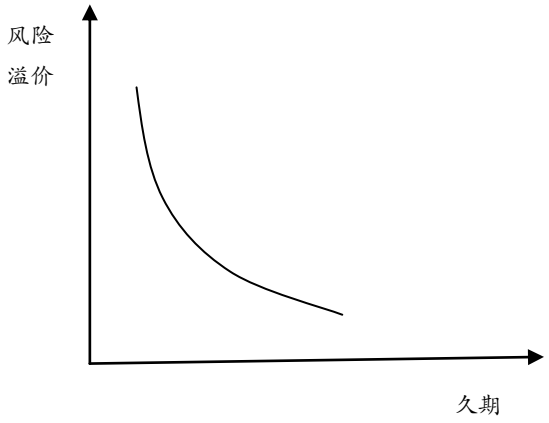
图 1: 久期和风险溢价负相关 4
图 2: 2007 年之后成长股表现好于价值股 4
图 3: 灾难发生时美国长久期股价下跌弱于短久期 5
图 4: 货币宽松下 A 股长期股价快速回升 5
图 5: 货币宽松下欧股长期股息回升但短期股息继续下跌 6
图 6: 货币宽松下日股长期股息回升但短期股息继续下跌 6
图 7: 随着经济修复，短久期 A 股股价大幅上升 7
图 8: 利率上升之后长久期 A 股股价开始调整 7
图 9: 11 月出口增速转正 9
图 10: 11 月宁波港和广州港集装箱吞吐量同比增速回升 9
图 11: 10-11 月中国对部分国家出口变化 10
图 12: 大多数产品出口改善 10
图 13: CRB 同比增速领先出口同比增速 11
图 14: 农产品、大宗商品进口增速下滑 11
图 15: 大宗商品价格增速上涨支撑进口 12
图 16: 食品价格对 CPI 同比拉动率下降 13
图 17: 2020 年 11 月猪肉价格环比小幅上涨 13
图 18: 2020 年下半年 CPI 翘尾因素逐月回落 14
图 19: 猪肉价格触底反弹 14
图 20: PPI 环比、同比均上升 15
图 21: CRB 现货指数同比降幅收窄 15
图 22: 社融存量同比增速下滑（%） 16
图 23: 11 月新增社融同比多增 1363 亿元（亿元） 16
图 24: 社融增量分解（亿元） 17
图 25: 11 月人民币贷款同比多增 400 亿元（亿元） 17
图 26: 11 月居民中长期贷款同比多增 360 亿元（亿元） 18
图 27: 11 月企业中长期贷款同比多增 1018 亿元（亿元） 18
图 28: 新增短期贷款及票据融资（%） 19
图 29: M1 增速环比回升 0.9 个百分点（%） 19
图 30: M2 增速环比上升 0.2 个百分点（%） 20
图 31: 高炉开工率下降 20
图 32: 全国焦化企业开工率下降 21

图 33: 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降.....21
图 34: 商品房周销量同比回落.....22
图 35: 猪肉价格略升.....22
图 36: 原油价格上升.....23
图 37: 货币市场利率上行.....23
图 38: 美元指数小幅上升.....24

1、 股市板块轮动的久期视角

久期广泛应用于债市分析，但在股市分析中却不常见。一般情况下，股票久期和 PE、PB 正相关。PE 比较低的价值股为短久期，PE 比较高的成长股为长久期。美国股市存在“股票久期风险溢价之谜”，即久期和风险溢价负相关，这和传统的资产定价理论不一致。传统理论下，成长股 beta 比较高，但是经验研究结果是价值股 alpha 更高一些。对“股票久期风险溢价之谜”的解释尚无定论，原因可能有市场对长久期企业未来现金流过于自信，缺乏足够的做空机制，短久期企业现金流存在再投资风险，短久期、低估值企业风险比较大，等等。

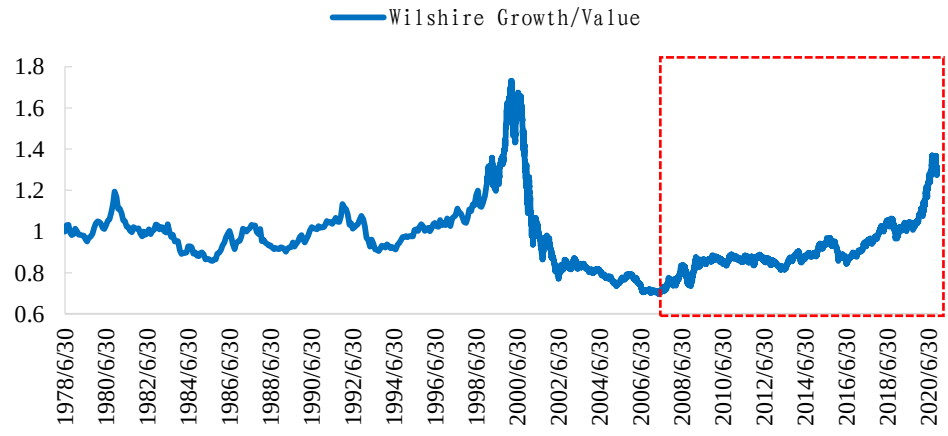
图1： 久期和风险溢价负相关



资料来源：新时代证券研究所

不过，我们认为“股票久期风险溢价之谜”还可能是样本选择问题。大部分研究这个问题的样本时间比较长，长期来看价值股表现的确是优于成长股，但是 2007 年次贷危机之后成长股表现优于价值股，其根本原因在于数字经济领域的成长企业垄断租金上升，以及利率下降更利于长久期股价。

图2： 2007 年之后成长股表现好于价值股



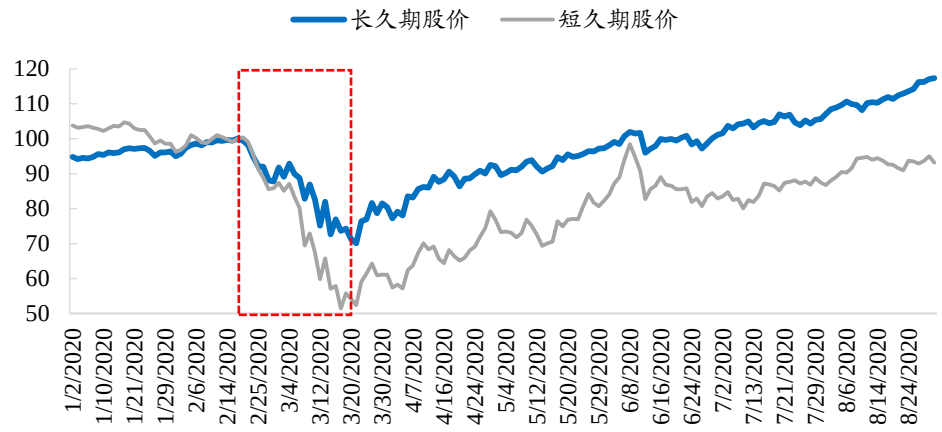
资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，新时代证券研究所

灾难等临时冲击会通过现金流风险、贴现率风险等渠道影响不同久期的股票收益率。短久期股价对现金流风险比较敏感，长久期股价对贴现率风险比较敏感。我

们分四个阶段来分析。

第一阶段，灾难发生，经济衰退。一方面近期的现金流风险增加，短久期板块的股价快速下跌，而短期冲击对长久期板块负面影响比较小。另一方面，风险溢价上升，贴现率风险也增加，更不利于长久期板块。最终，长久期、短久期板块股价都会大幅下跌，但短久期股价的下跌幅度会更大一些，疫情发生后的全球股市基本上都是如此。

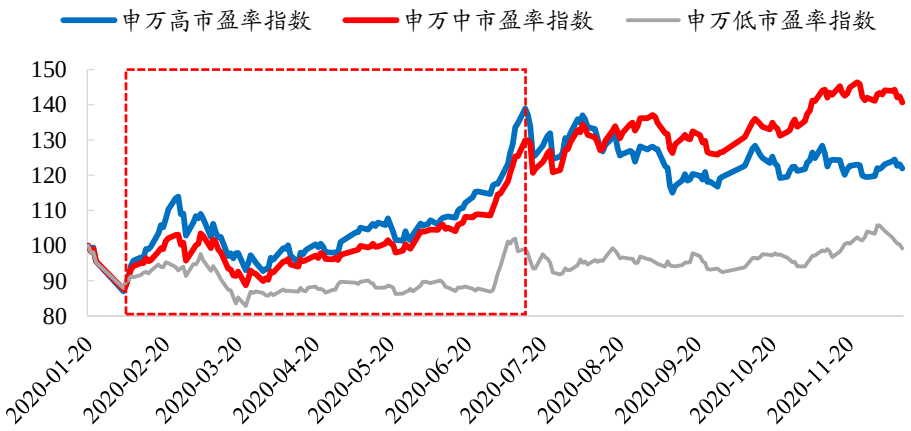
图3： 灾难发生时美国长久期股价下跌弱于短久期



资料来源：Fed，新时代证券研究所

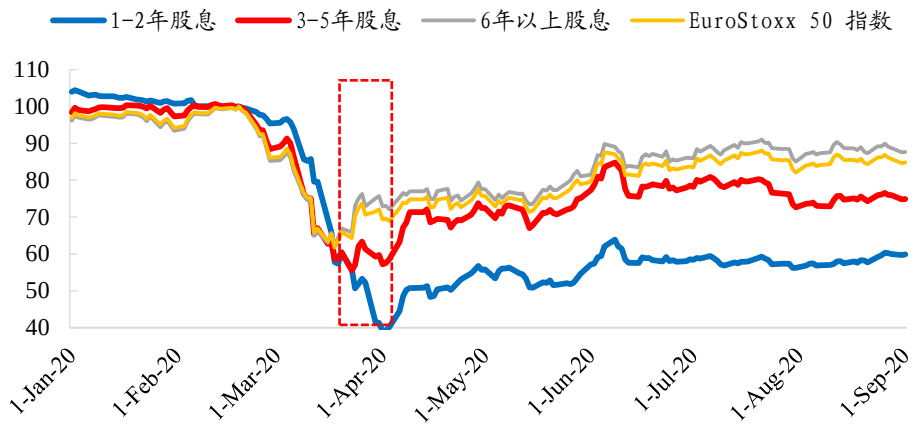
第二阶段，货币宽松但经济尚未修复。虽然现金流风险尚未缓解，但是货币宽松下，贴现率风险大幅下降。对于这次疫情来说，长久期股价先于短久期股价恢复，除了贴现率风险率先缓解外，一些新经济企业受益于疫情，现金流风险并没有增加，甚至有所下降。对短久期股价而言，此阶段现金流风险仍可能占主导，股价可能继续下跌，但也可能止跌回升。这一阶段中美股市的短久期、长久期股价方向上的差异不太明显，但是欧洲、日本股市长久期股价已经回升，而短久期股价继续下跌。

图4： 货币宽松下 A 股长期股价快速回升



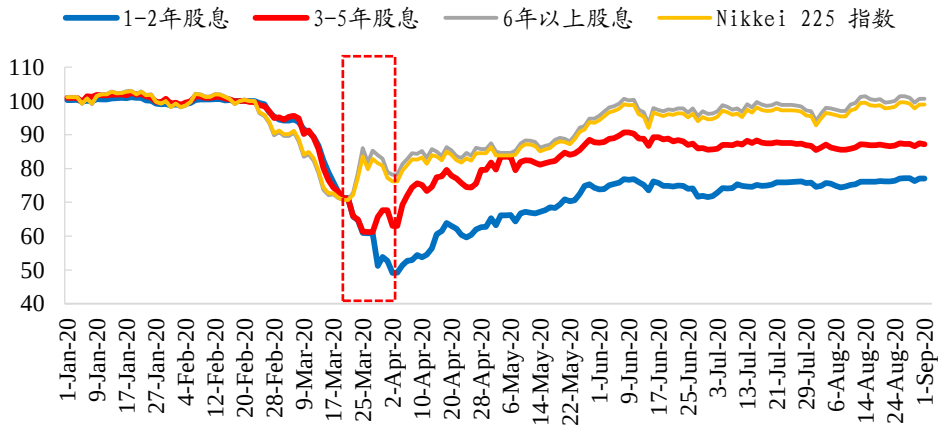
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 货币宽松下欧股长期股息回升但短期股息继续下跌



资料来源：Fed，新时代证券研究所

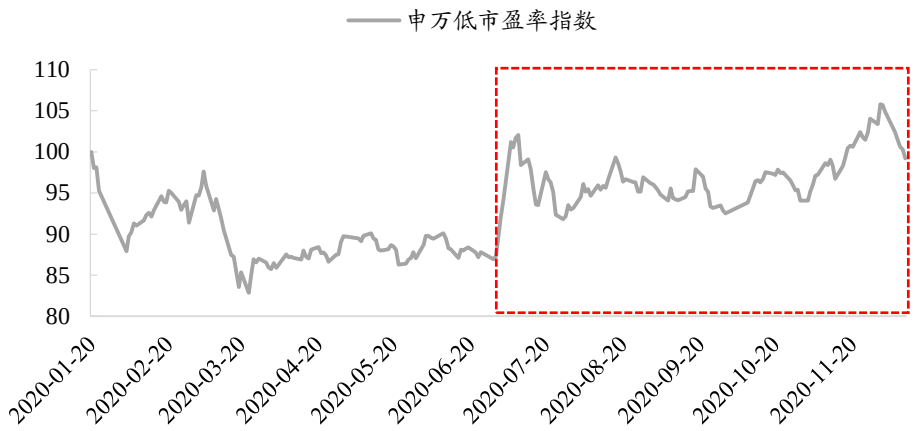
图6： 货币宽松下日股长期股息回升但短期股息继续下跌



资料来源：Fed，新时代证券研究所

第三阶段，灾难影响减弱，经济开始修复。此时现金流风险缓解，特别是短久期股票现金流风险溢价下降快于长久期股票。货币政策停止宽松，但是现金流改善带来的风险偏好上升，会降低贴现率风险，这对长久期股票更有利，但是强度弱于第二阶段。此时，现金流风险起主导作用，短久期股价上升幅度大于长久期股价。

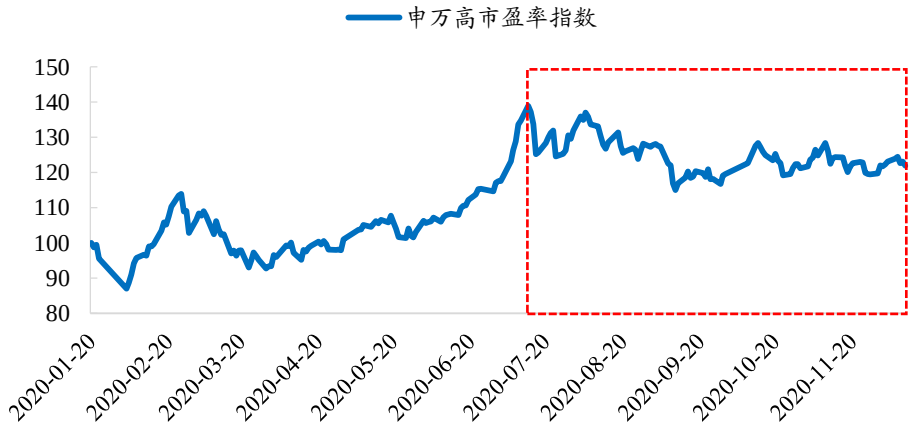
图7： 随着经济修复，短久期 A 股股价大幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

第四阶段，经济、货币政策均恢复至常态。现金流增速恢复至常态，现金流风险继续下降，对短久期股价拉升强于长久期。由于货币政策回归常态，贴现率风险再次上升，对短久期股价的抑制要弱于长久期。最终，短久期股价小幅上升，长久期股价可能小幅下跌。

图8： 利率上升之后长久期 A 股股价开始调整



资料来源：Wind，新时代证券研究所

以上是典型情况，现实往往略有不同。待经济、货币政策均恢复至常态，资产定价又回到长期逻辑。之所以 2007 年以后，美国成长股表现好于价值股，根本原因在于新经济垄断租金的增强，以及利率下滑（这也部分因为新经济）。风险在于成长股与价值股的 PE 之差已经接近互联网泡沫时期的水平，这可能反映了市场对成长股盈利的过度自信。

长期逻辑下自然是选择长久期股票，但中国和美国的社会制度、经济结构有所不同，不能完全复制美国经验。第一，中国新经济弱于美国。美国新经济快速发展

不仅得益于自身研发实力强，还有行业管制放松的因素。美国新经济发展的直接后果是贫富差距扩大，这警示了中国，中国开始加强对垄断资本的遏制。再加上中国研发能力仍弱于美国，长久期企业仍具有较大风险。第二，美国贴现利率下滑是由于垄断、新经济导致的投资需求下滑以及储蓄率上升，中国尚未完全完成利率市场化，中国利率决定因素更复杂，未来利率下滑是个曲折过程。

当然，中国长久期股票相比短久期仍具有优势。虽然近几年美国长久期股票好于短久期股票，但是得益于市场集中度的提升，美国短久期股票估值也在不断上升，表现没有那么差。然而，中国经济并未完成真正意义的出清，中国短久期股票表现弱于美国短久期股票。

表1： 久期视角下的板块轮动

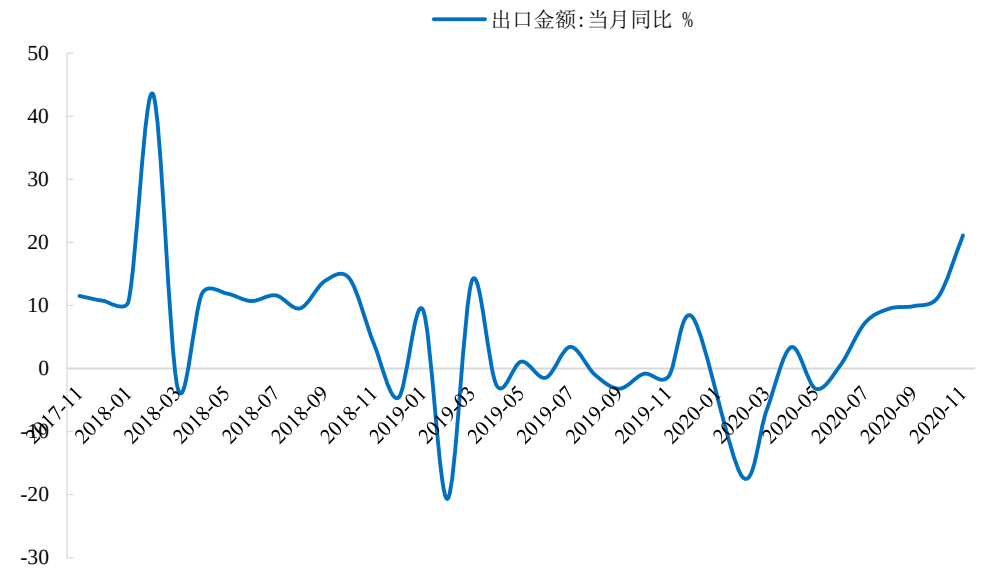
经济阶段	风险变化	价值股价	成长股价	价值/成长
灾难发生，经济衰退	现金流风险上升，贴现率风险上升	大幅下降	大幅下降	下降
经济衰退，货币宽松	现金流风险上升，贴现率风险下降	小幅下降	大幅上升	下降
经济修复，货币不变	现金流风险下降，贴现率风险下降	大幅上升	小幅上升	上升
经济、货币政均回到常态	现金流风险下降，贴现率风险上升	小幅上升	小幅下降	上升

资料来源：新时代证券研究所

2、 不同区域、产品出口增速普遍改善

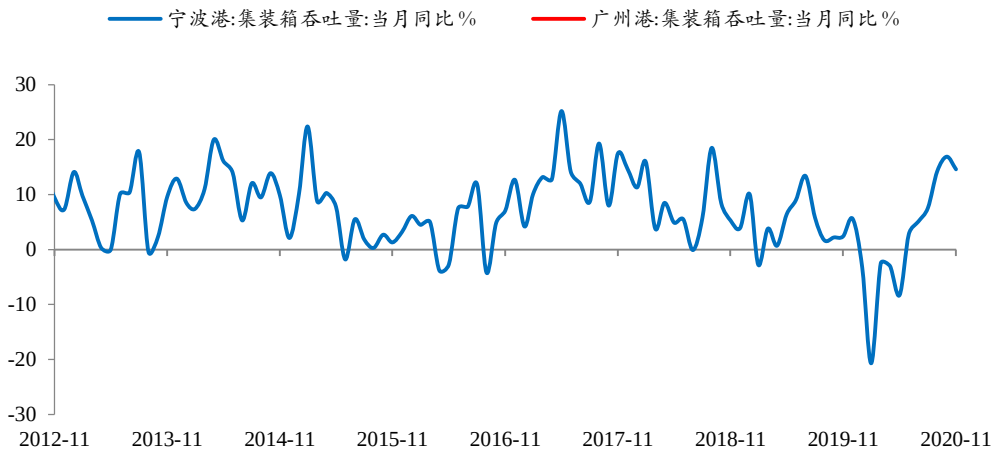
按美元计价，11 月中国进出口总值 4607.2 亿美元，同比增长 13.2%，其中出口 2680.7 亿美元，同比增长 21.1%，前值 11.4%，市场预期 12.0%；进口 1926.5 亿美元，同比增长 4.5%，前值 4.7%，市场预期 7.0%；贸易顺差 754.2 亿美元，市场预期 537.5 亿美元。

图9： 11 月出口增速转正



资料来源：Wind，新时代证券研究所

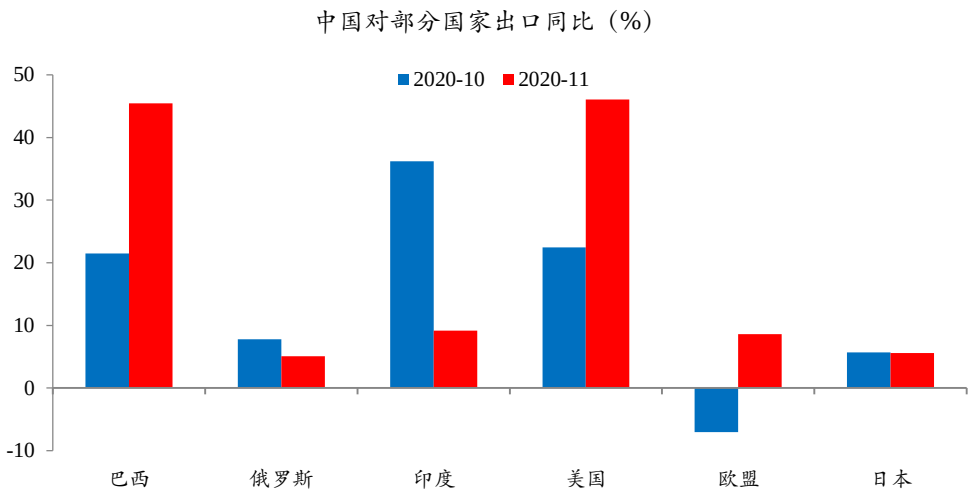
图10： 11 月宁波港和广州港集装箱吞吐量同比增速回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

分区域来看，11 月中国对绝大多数主要国家和地区出口增速继续改善。11 月美国供应管理协会（ISM）公布的制造业 PMI 为 57.50%，欧元区制造业 PMI 为 53.80%，虽然较 10 月分别下降 1.8、1 个百分点，但仍维持在高位，日本制造业 PMI 为 49.00%，上升 0.3 个百分点，日本制造业景气继续回升。外需景气度持续向好，中国对美国、欧盟、日本出口增速分别为 46.09%（前值 22.46%）、8.62%（前值-7.05%）、5.61%（前值 5.70%），对巴西、印度出口增速分别为 45.48%（前值 21.50%）、9.15%（前值 36.20%）。其中对美国、欧盟、巴西的出口增速略有回升，对俄罗斯、印度出口增速有所下降，对日本出口增速基本保持平稳。

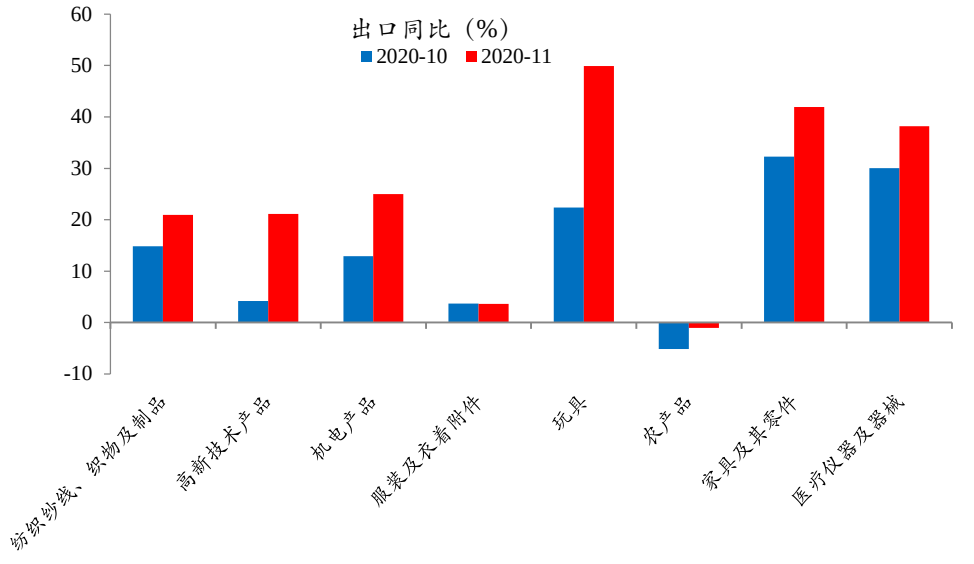
图11： 10-11 月中国对部分国家出口变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

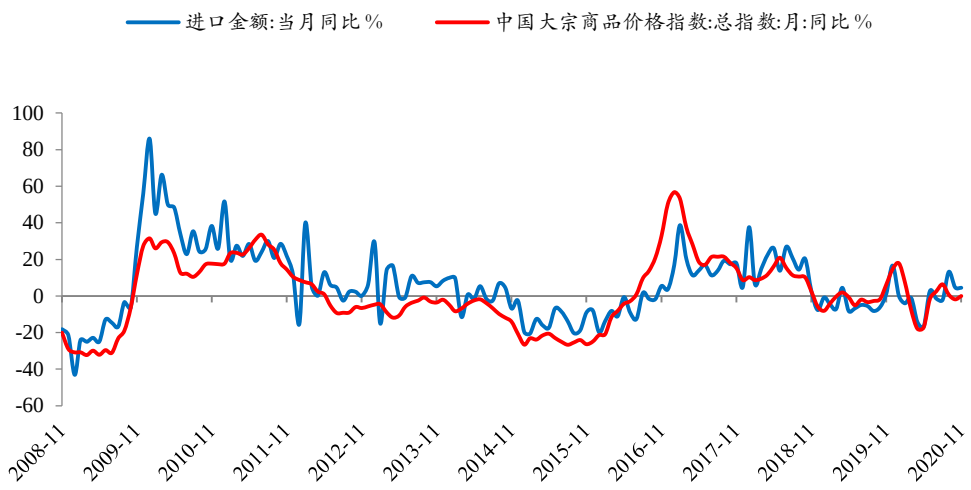
从主要出口的相关商品类型来看，大多数产品出口改善。其中增长幅度较大的是劳动密集型产品（玩具）、高新技术产品和机电产品，出口增速分别为 49.91%、21.11%和 25.00%，较上个月分别增加 27.52%、16.91%和 12.11%。除此之外，防疫物资出口需求依旧旺盛，11 月医疗仪器及器械、纺织纱线织物及制品出口增速分别为 38.21%、20.96%，较上个月分别增加 6.12 和 8.17 个百分点。另外，农产品的出口增速也较上个月增速出现显著回升。总体来看，出口产品结构大多明显改善，尤其是部分劳动密集型产品和高新技术产品出口改善明显。

图12： 大多数产品出口改善



资料来源：Wind，新时代证券研究所

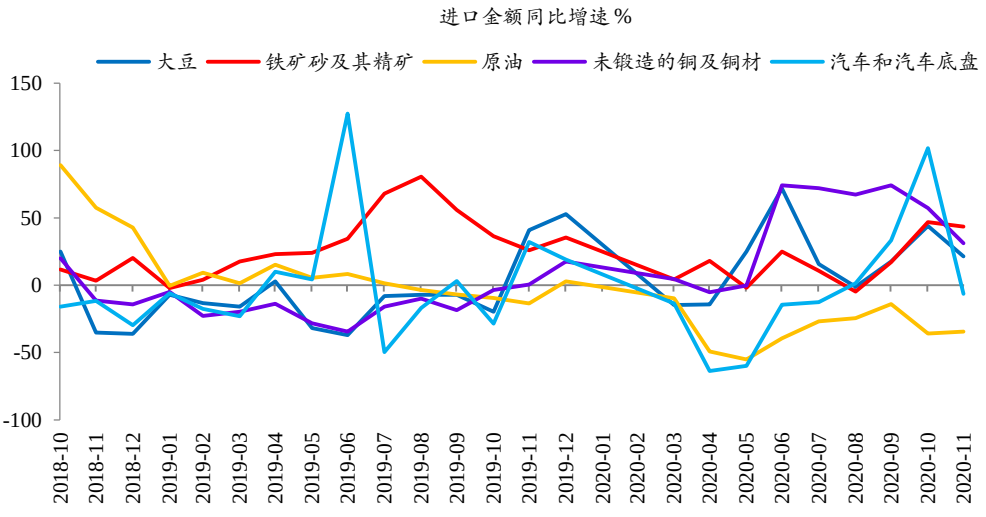
图13： CRB 同比增速领先出口同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

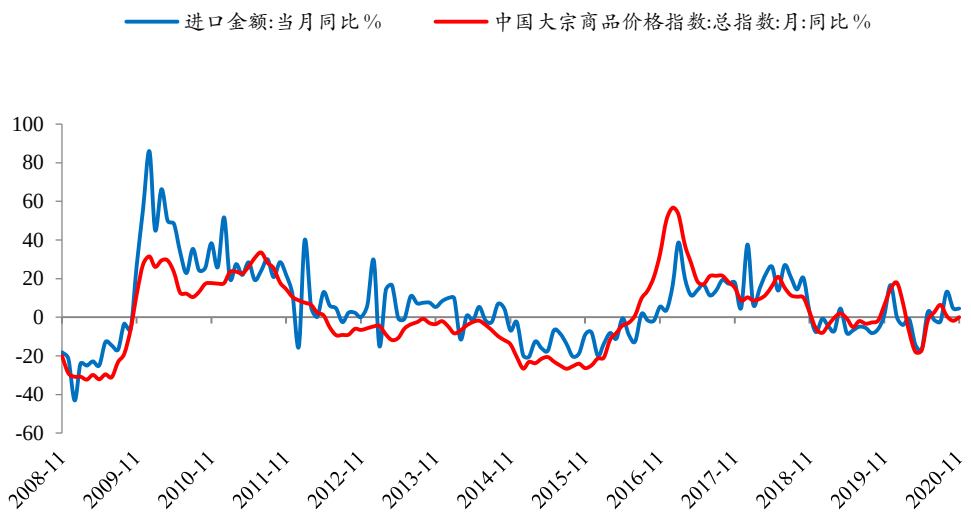
2020 年 11 月进口金额同比增长 4.5%，较前值（4.7%）小幅下滑。其中仅原油进口增速小幅上升，汽车和汽车地盘增速大幅下降。原油、汽车和汽车底盘的进口增速分别为-34.45%和-6.4%，分别变化 1.52 和-108.23 个百分点。大豆、铁矿砂及其精矿和未锻造铜以及铜材的进口增速分别为 21.32%、43.43%和 31.10%，分别下滑 22.70、3.29 和 26.13 个百分点。

图14： 农产品、大宗商品进口增速下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 大宗商品价格增速上涨支撑进口



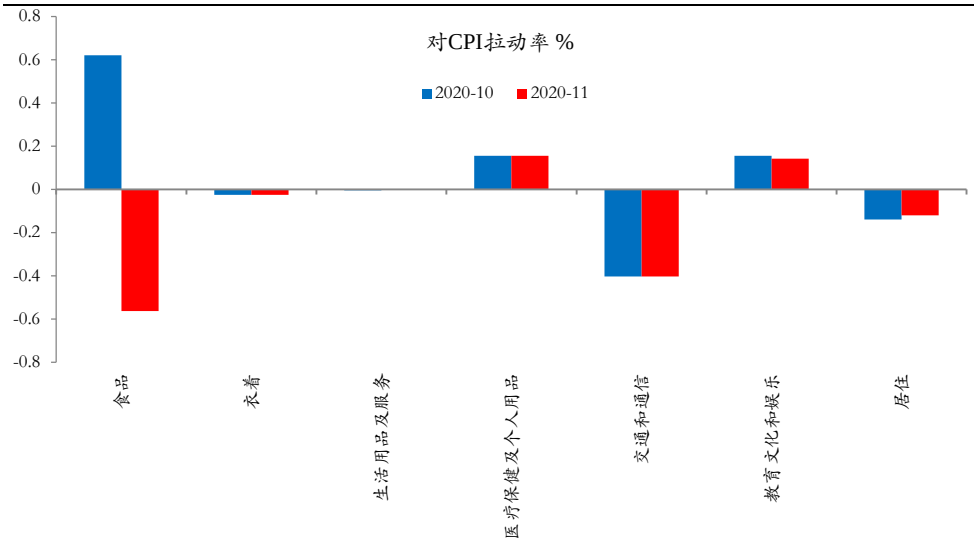
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 CPI 增速转负，PPI 增速显著回升

11 月 CPI 当月同比为-0.5%，前值为 0.5%，主要是食品价格快速下降。其中食品价格环比下降 2.4%，弱于季节性。生猪产能恢复，供给持续增加，带动猪价环比下降 6.5%，降幅较 10 月缩窄 0.5%；鲜菜的供给较充沛，价格环比下降 5.7%，较 10 月降幅扩大 3.6%；部分地区新果上市，鲜果价格基本维持不变。而从同比来看，11 月食品价格下降 2.0%，跌幅较 10 月下降 4.2%。其中畜肉类整体下跌 7.3%，牛肉和羊肉价格分别上涨 4.2%和 2.2%，涨幅均有回落，猪价则延续上个月继续下跌为-12.5%，跌幅继续扩大。鲜菜价格涨幅继续回落，至 8.6%，鸡蛋价格下降至 17.10%，降幅继续扩大。

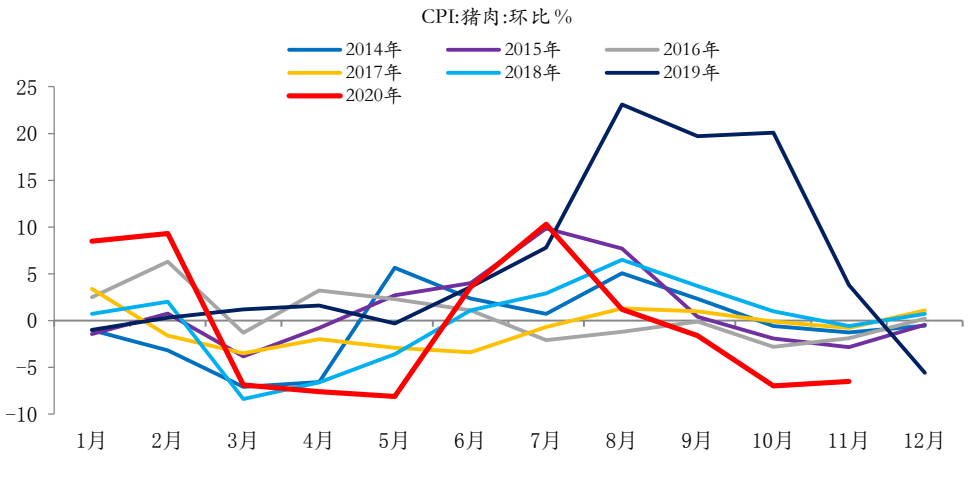
11 月非食品价格环比下降 0.1%，较 10 月回落 0.2%。从同比来看，11 月非食品价格小幅下跌 0.1%。其中医疗保健价格上涨 1.5%，教育文化和娱乐价格上涨 1.0%，较 10 月涨幅下跌 0.1 个百分点；油价的下跌带动交通和通信价格下降 3.9%，与上月跌幅持平；另外扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，涨幅与 10 月持平。

图16： 食品价格对 CPI 同比拉动率下降



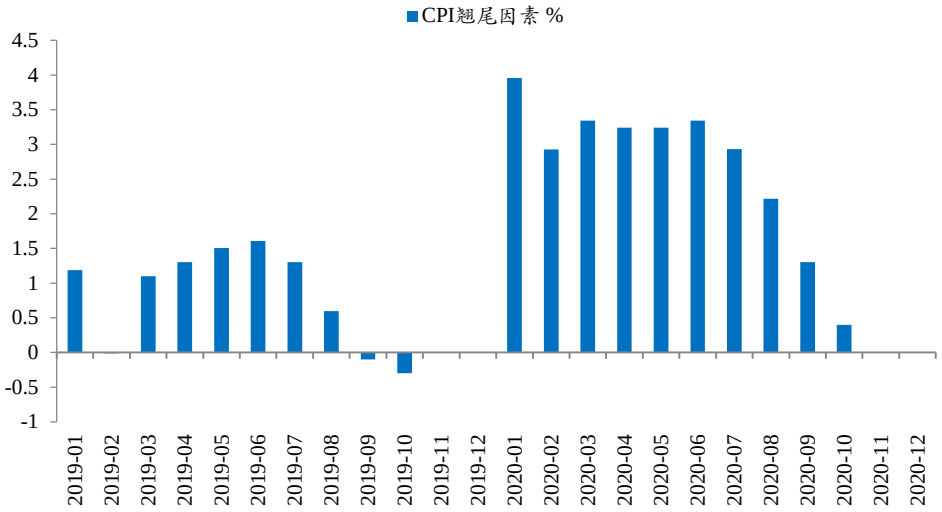
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 2020 年 11 月猪肉价格环比小幅上涨



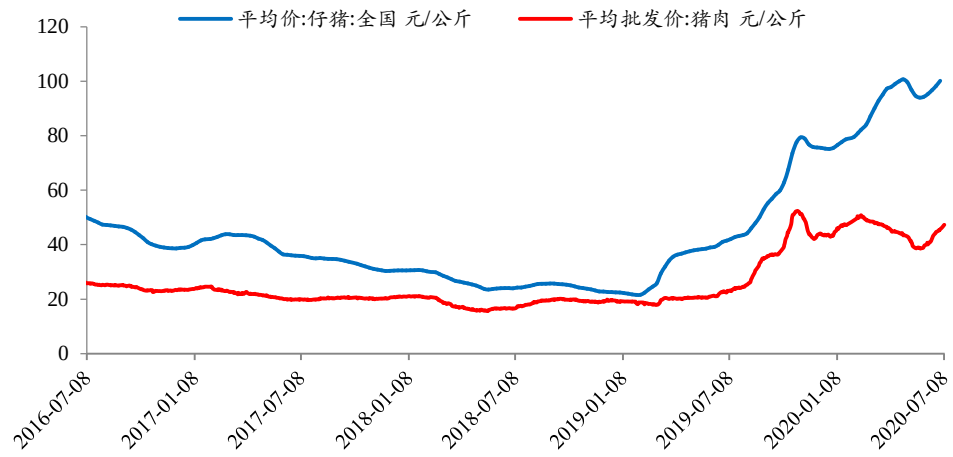
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 2020 年下半年 CPI 翘尾因素逐月回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

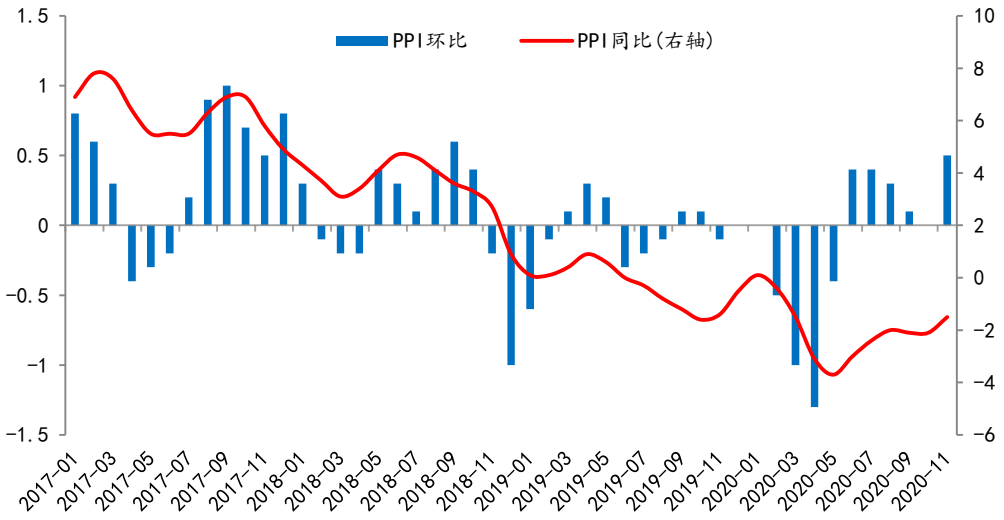
图19： 猪肉价格触底反弹



资料来源：Wind，新时代证券研究所

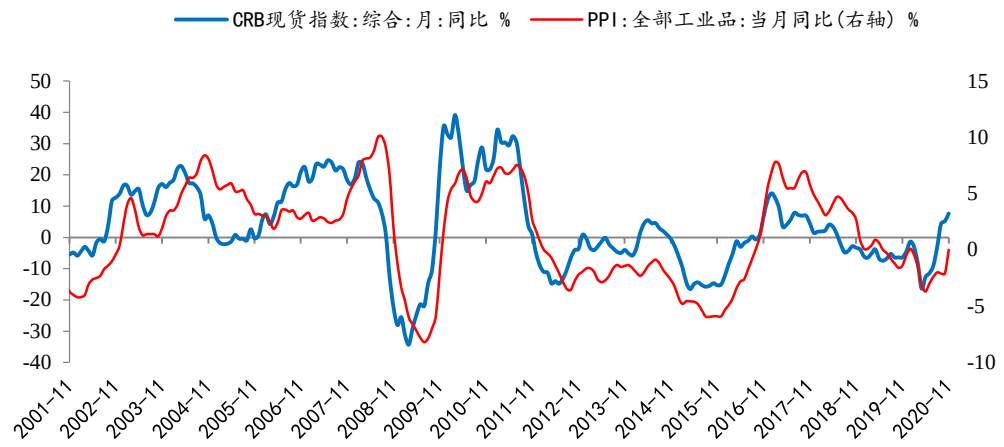
11 月 PPI 当月同比为-1.50%，前值为-2.1%。11 月 PPI 环比上涨 0.5%，其中生产资料(0.7%)价格继续上涨,但涨幅增加 0.6 个百分点;生活资料价格上涨 0.1%，较前值增加 0.2%。分行业来看，黑色金属矿采选业（-0.7%）、计算机通信和其他电子设备制造业以及有色金属矿采选业（-0.1%）等相关行业价格环比普遍出现下滑。由于冬季来临供暖需求增加，石油、煤炭和其他燃料加工业（3.3%）和燃气生产和供应（2.4%）价格均有上涨。另外其他一些行业，黑色金属（1.6%）、有色金属（1.4%）加工业、化学纤维（1.0%）价格均出现同步回升。

图20： PPI 环比、同比均上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图21： CRB 现货指数同比降幅收窄



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 社融增速下滑，但经济活跃度上升

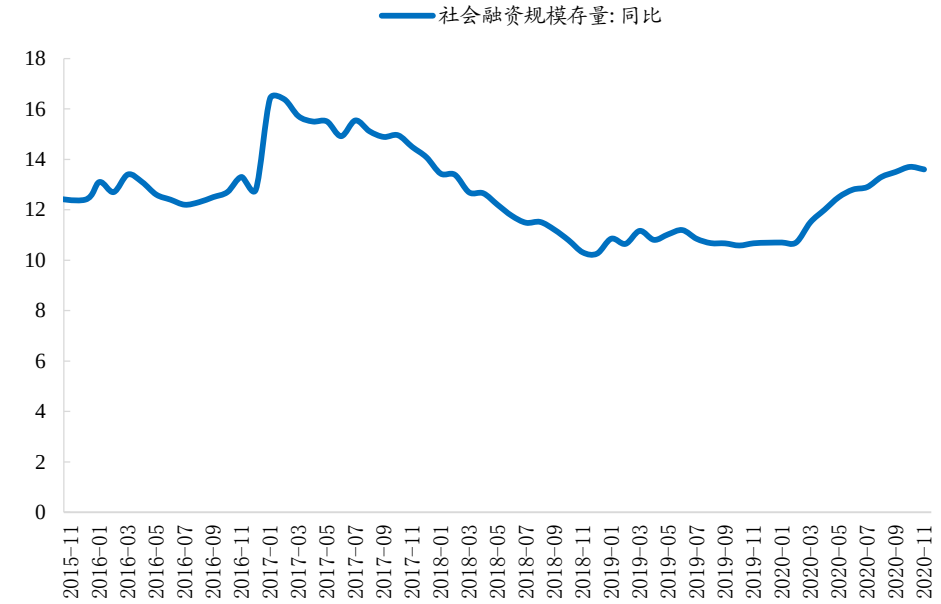
2020 年 12 月 9 日，央行公布 11 月金融统计数据：（1）11 月社融存量同比增速为 13.6%（前值 13.7%），今年以来首次下滑，存量规模为 281.28 万亿元，其中新增社融 1.42 万亿，同比多增 5493 亿元（对实体经济发放的人民币贷款为 15300 亿元，政府债券融资 4000 亿元）；（2）M2 同比增速 10.7%（前值 10.5%），上升 0.2 个百分点，M1 同比增长 10.00%（前值 9.1%），M1-M2 剪刀差进一步收窄，表明经济持续改善；（3）新增人民币贷款 14300 亿元，同比多增 400 亿元，其中企业和居民的中长贷均增加。

11 月社融存量同比增速为 13.6%，较 10 月下降 0.1 个百分点。与此同时，11 月**新增社融 2.13 万亿元**，较 9 月（1.42 万亿元）同比多增 1363 亿元。在构成新增

社融的分项中，11 月增长幅度较大的是仍然是政府债券净融资 4000 亿元，尽管其环比金额出现下降，但较其同比金额仍大幅提高。其次是新增人民币贷款，即对实体经济发放的贷款金额为 15300 亿元，环比 10 月多增加 1667 亿元。另外，企业债是社融最大的拖累项，其中永煤事件造成信用债发行规模大幅下降。数据上看，11 月企业债新增 862 亿元，同比减少 2468 亿元，**总体来看，11 月社融增量超预期的主要原因是信贷和政府债券的拉动。**

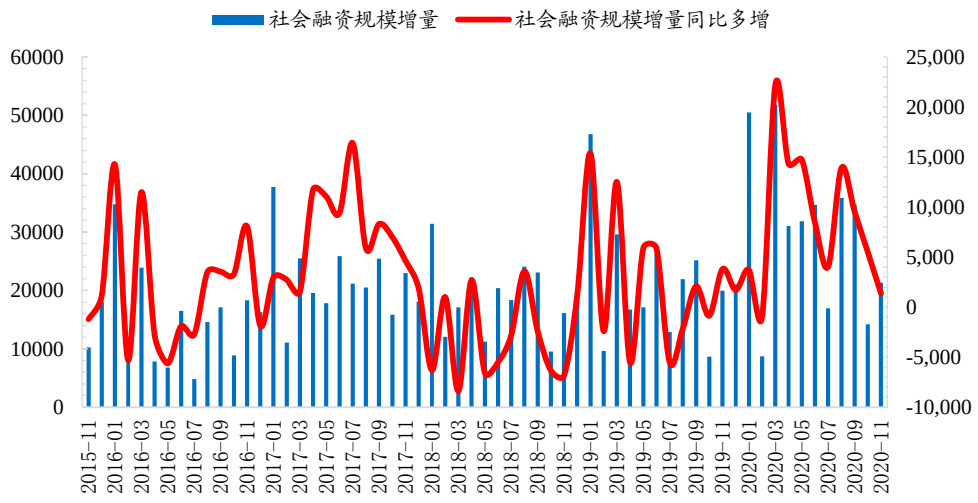
反映企业活期存款的 **M1 同比增长 10.00%**，增速分别比上月末和上年同期高 0.9 个和 6.5 个百分点，经济持续改善迹象明显。代表广义货币的 **M2 同比增长 10.7%**，余额为 217.2 万亿元，增速比上月末下降 0.2 个百分点，比上年同期高 2.5 个百分点。**M1-M2 剪刀差同比延续收窄**，反映存款持续活期化，企业需求持续上升。

图22： 社融存量同比增速下滑（%）



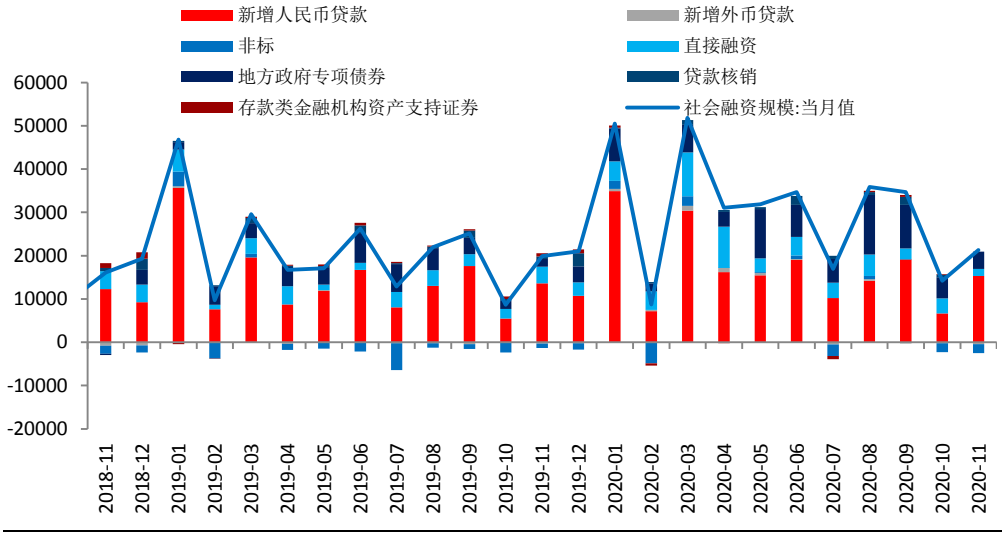
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图23： 11 月新增社融同比多增 1363 亿元（亿元）



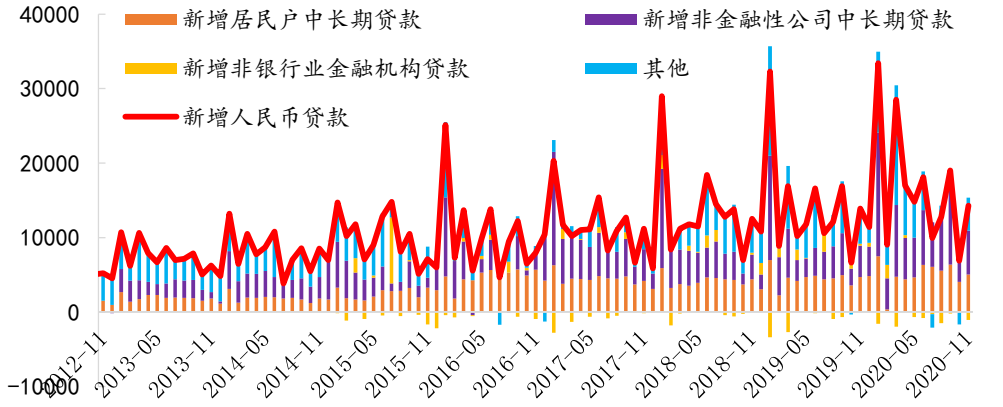
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图24： 社融增量分解（亿元）



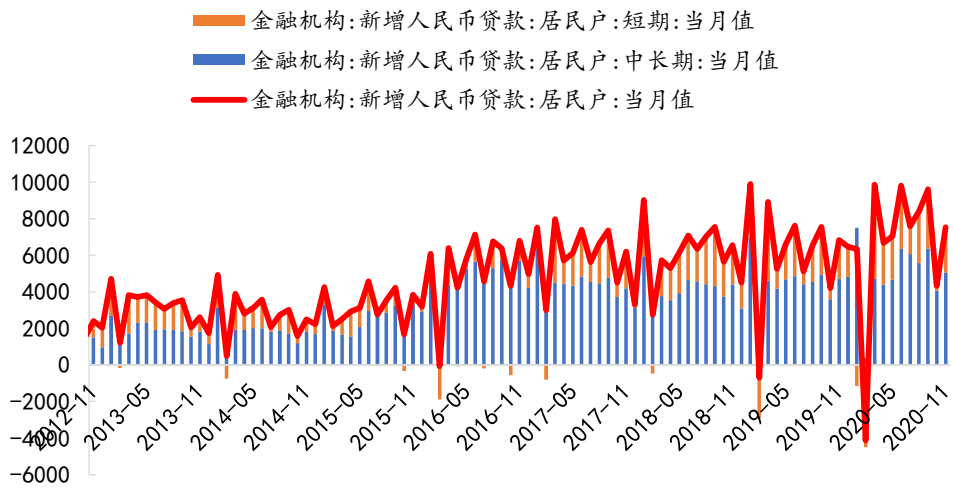
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图25： 11 月人民币贷款同比多增 400 亿元（亿元）



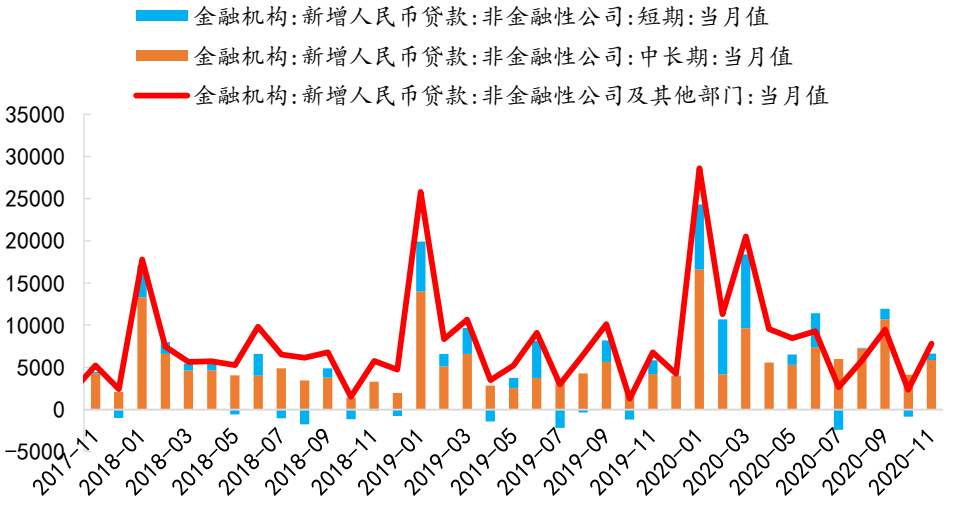
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图26： 11 月居民中长期贷款同比多增 360 亿元（亿元）



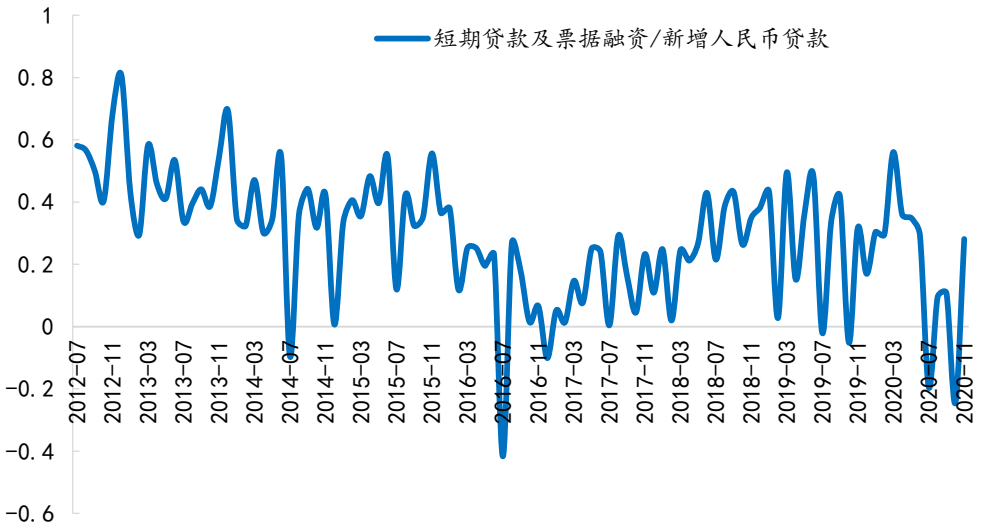
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图27： 11 月企业中长期贷款同比多增 1018 亿元（亿元）



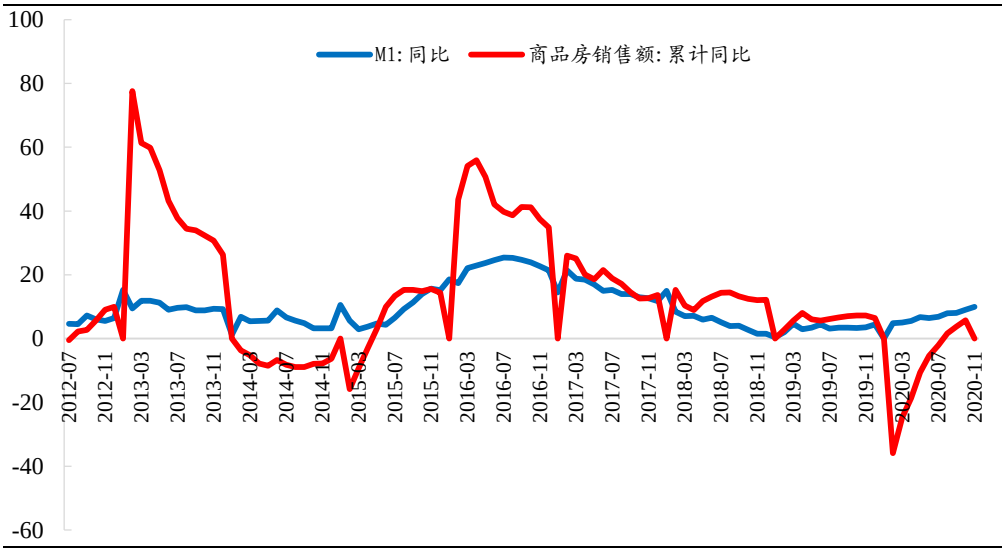
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图28： 新增短期贷款及票据融资（%）



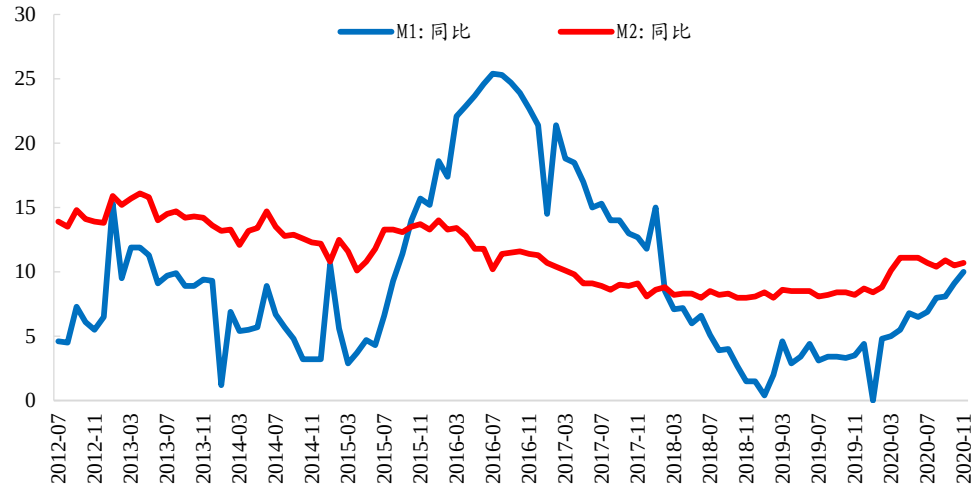
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图29： M1 增速环比回升 0.9 个百分点（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图30： M2 增速环比上升 0.2 个百分点（%）



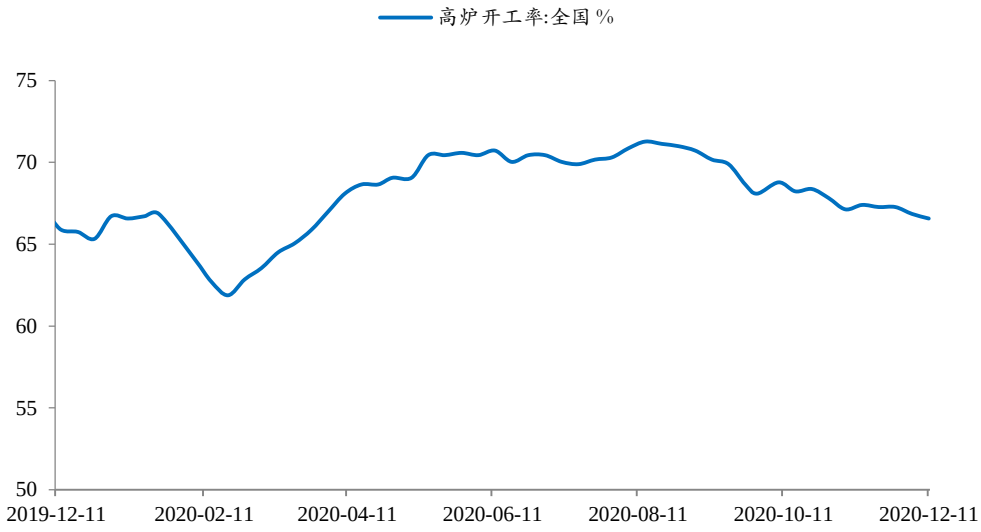
资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、 国内高频数据观察

5.1、 生产指标下降

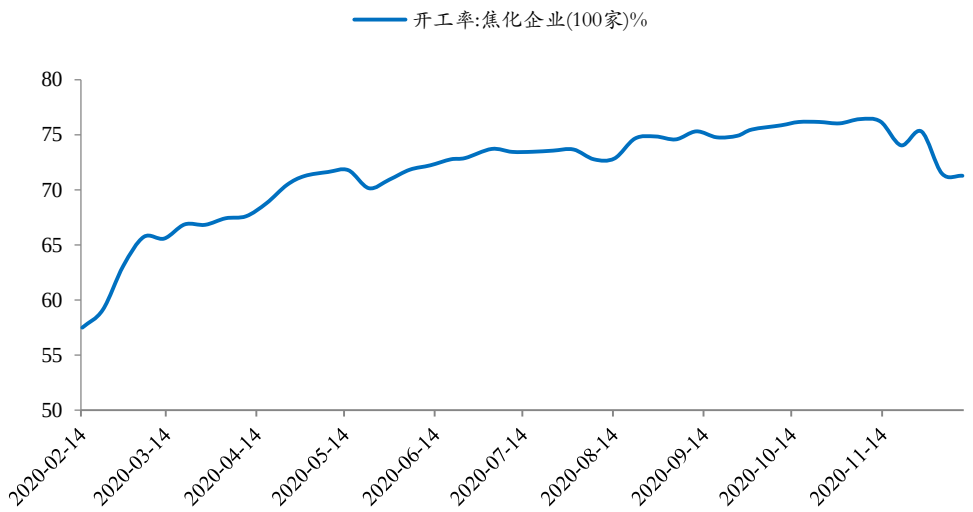
上周，生产指标上升。高炉开工率下降 0.4%至 66.57%，全国 100 家焦化企业开工率下降 0.28%至 71.28%，汽车全钢胎与半钢胎开工率均下降 2.7%分别至 73.18%和 69.32%。

图31： 高炉开工率下降



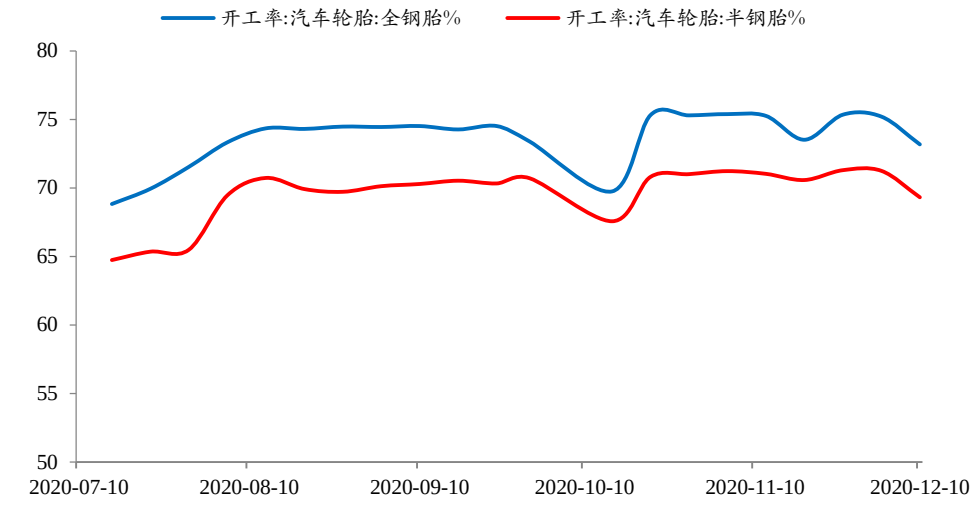
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图32： 全国焦化企业开工率下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图33： 汽车全钢胎、半钢胎开工率下降

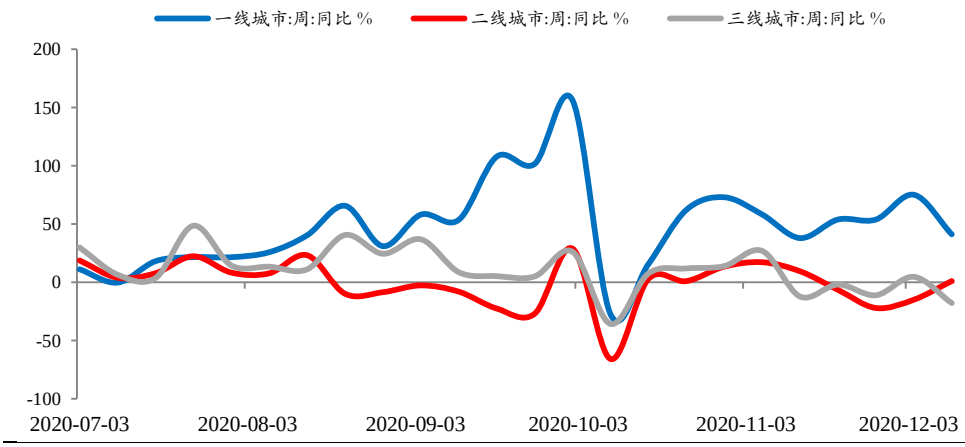


资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.2、 商品房销量回落

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 57.76 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 62.40 万平方米下滑，30 大中城市商品房成交面积同比增长 1.25%，增速下滑，其中，一、三线城市商品房销售面积同比分别下降 41.22%和 1.16%，三线城市商品房销售面积同比回落 17.79%。

图34： 商品房周销量同比增速回落

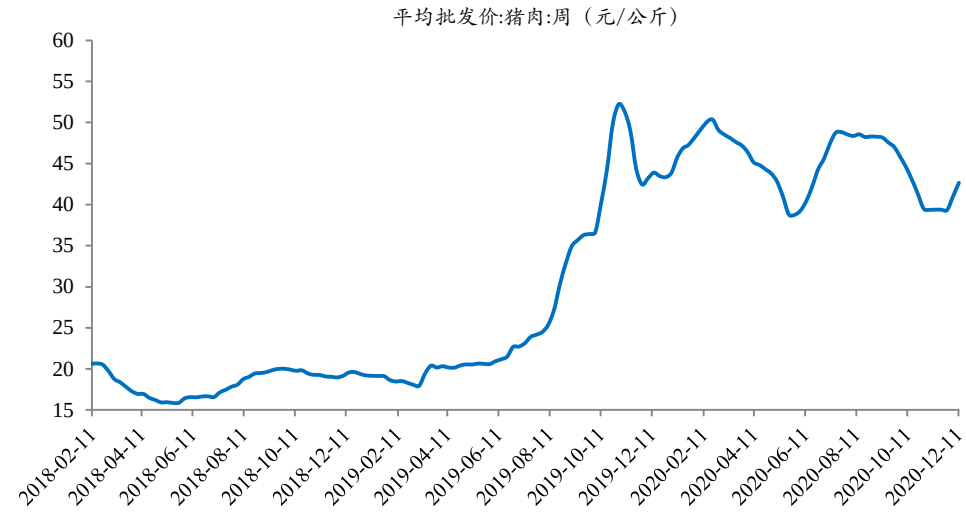


资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

5.3、 物价普涨

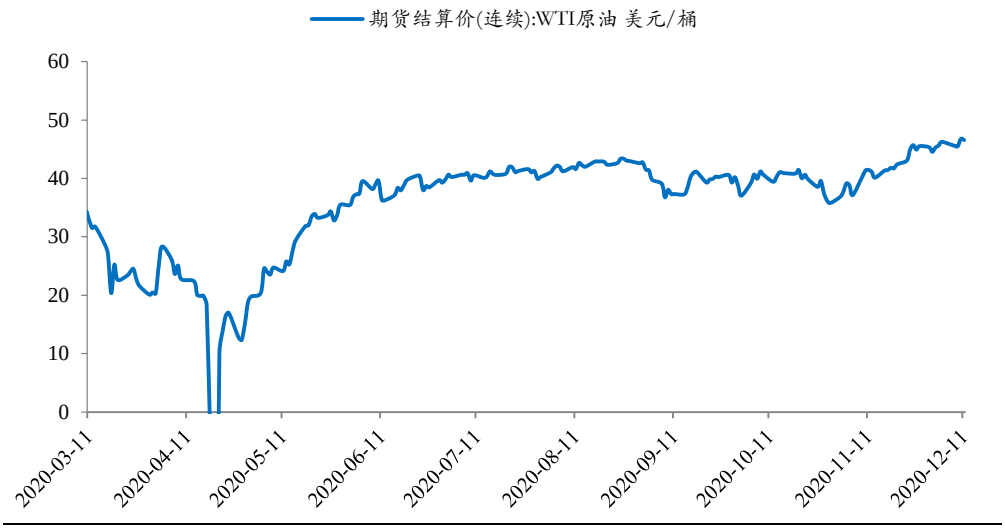
上周，28 种重点监测蔬菜价格环比上涨 3.81%，7 种重点监测水果价格环比上升 1.26%，猪肉批发价环比上升 4.05%。原油价格上升，WTI 原油价格环比上涨 0.67%，布油价格环比上涨 1.46%。

图35： 猪肉价格略升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图36： 原油价格上升

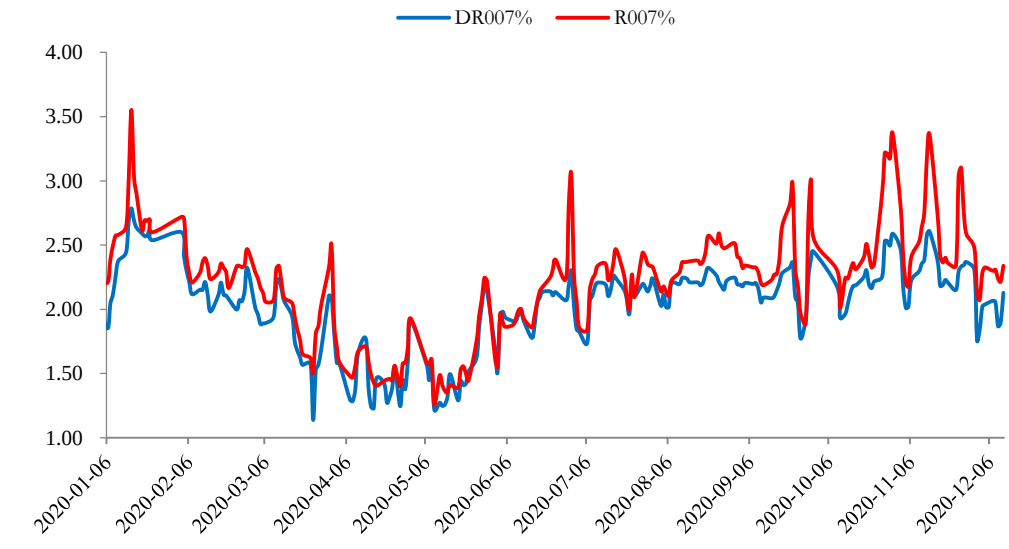


资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.4、 货币市场利率上行

上周，虽然央行回购市场净回笼资金 500 亿元，货币市场利率有所上升，DR007 一周上升 9.09 个 BP，R007 一周上升 1.34 个 BP。

图37： 货币市场利率上行

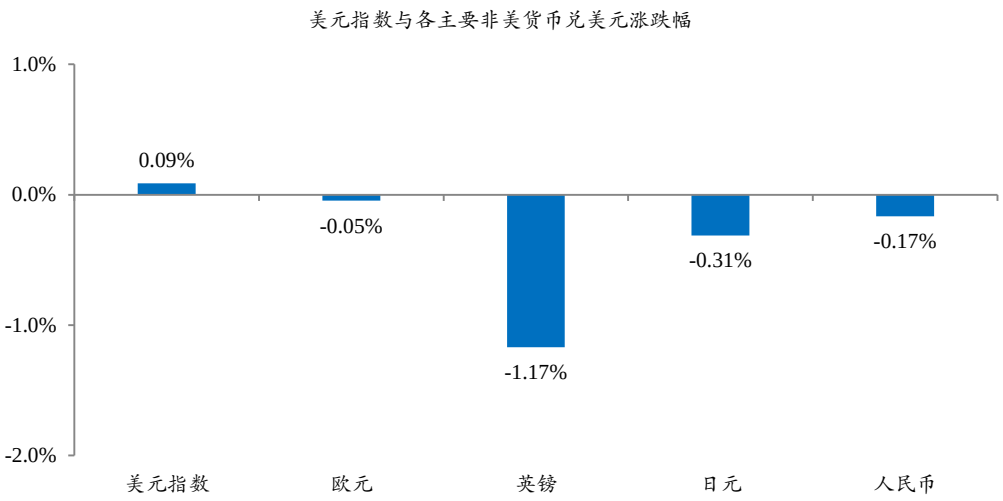


资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.5、 美元指数上升

上周，美元指数上升 0.09%至 90.78，欧元、英镑、日元、人民币兑美元分别贬值 0.05%、1.17%、0.31%和 0.17%。

图38： 美元指数小幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

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

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

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

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/