新时代证券 New Times Securities

牛市的第三年

——2021 年年度策略

投资策略

● **基于对经济强度和居民流入强度的判断，我们认为，2021 年 A 股大概率会出现牛市的第三年。**A 股历史上，牛市一般都不会太长，大多两年左右，没有一次超过 3 年的。2019-2020 年，市场已经连涨两年了，2021 年是否难以善始善终？历史上牛市的结束，一般需要估值极度泡沫或盈利开始下行，两者至少具备其一。现在这两点都还不具备，所以 2021 年有很大的概率出现牛市的第三年。

● **盈利层面，疫情高峰过后，全球经济的回升可能会比正常的经济周期更强。**1.疫情后的恢复：考虑到疫苗研发进度整体是符合预期的，预计从年底到明年初这一段时间将会在很多国家陆续接种。虽然完全消灭新冠病毒估计也需要很长时间，但这可能意味着一旦度过危险期，全球经济将会逐步走出疫情影响，走向全面复苏。2021 年，一旦疫情峰值确认，经济恢复期，全球大部分国家的经济都会出现增速的稳定回升。这一回升的速度会超过正常的经济周期，甚至会带来结构性的通胀。2.经济改善的时间：从时间上来看，我们认为这一轮经济上行的时间大概率会超过 1 年，甚至有回升两年的可能。由于产能格局较好，经济回升对利润的带动应该会比较明显，ROE 回升的空间大概率比 2013 年大，可能会不亚于 2016-2017 年。

● **资金层面，居民资金仍会继续增配股票。**1.居民申购基金的热度还会继续：2019 年以来，权益基金再次进入新的井喷期，不只新发基金增加，总份额也出现了趋势性增加，这可能预示着一个可以类比 2004-2007 年的权益基金新时代。2020 年截止 10 月底，股市净流入规模约 1.5 万亿，是 2019 年的两倍。2021 年，居民资金依然会比较快地流入股市，主要原因有三。（1）政策上，鼓励各类资金增配权益市场的政策方向没有改变。（2）其他金融产品（P2P、理财、房地产）监管加强，收益风险比下降，居民对权益资产认可度提升。（3）利率和估值的上行会影响外资、保险的配置，但对居民资金影响有限，除非出现通胀后的极度紧缩。2. 如果明年 A 股的估值继续抬升，不排除外资买入规模进一步减少，甚至变成小幅净流出。不过，考虑到人民币资产长期的价值和外资分散配置的需要，外资流出的量不会很大。保险资金也会出现类似的情况。

● **牛市第三年：**我们认为，这一次牛市可能会持续 3 年。之前牛市虽然时间都短，但是牛市结束的核心原因都是盈利下行或估值极度泡沫。2021 年大概率会见到经济和上市公司盈利的继续改善，在这种格局下，A 股很难转入熊市。基于对经济强度和居民流入强度的判断，我们认为，2021 年大概率会继续演绎牛市，会出现牛市的第三年。2020 年 7 月中旬以来的震荡，已经把短期内的主要担心释放充分了。只要疫情没有出现失控式风险，年底跨年行情可能会逐步展开。行情的规模取决于经济强度，如果经济强度能在年初验证到进一步加强，则指数可能可以涨到 2021 年 Q2，随后由于经济活跃度的回升，货币政策可能会进一步收紧，这会在 2021 年下半年带来市场的扰动。

● **行业配置：**上半年周期金融，下半年重回消费科技。展望 2021 年，由于 ROE 回升和居民资金的继续流入，周期股和可选消费估值还将继续抬升。金融股将会是最晚出现估值抬升的板块。当所有板块均完成估值抬升之后，投资者可能需要收缩板块配置方向，重新聚焦消费和科技龙头。

● **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

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

《利润拐点推升周期》2020-11-11
《价值风格的全面扩散》2020-07-12
《还有什么风险？》2020-07-12
《经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升》2020-07-12
《估值降维，基金 Q3 增配可选消费和金融》2020-10-28
《经济再次成为关键》2020-10-25
《银行上涨值得期待》2020-10-18
《10 月迎接牛市思维》2020-10-11
《没有趋势性利空》2020-09-27
《顺周期的上涨空间》2020-09-20
《2006-2007 年牛市中的三次震荡》2020-09-13
《两种极端的情形假设》2020-09-06
《真正的风格切换》2020-09-02
《新的上涨动力》2020-08-30
《IPO、减持、外资是否会压制市场》2020-08-23
《增配金融周期》2020-08-18
《再次开始进攻》2020-08-16
《震荡的末端》2020-08-09
《再次上涨的信号是什么》2020-08-02
《调整的时间和空间》2020-07-26
《多头已战略性胜利》2020-07-12
《部分消费可能会突破估值天花板》2020-07-07
《资金将会继续推升股市》2020-06-28
《消费可能会适度泡沫化》2020-06-21

目 录

1、 盈利：业绩兑现的一年 3
1.1、 疫情后的恢复 3
1.2、 经济改善的时间 5
2、 居民资金入场 VS 价值投资者谨慎 6
2.1、 居民申购基金的热度还将继续 6
2.2、 指数再上一个台阶后，将会面临保险和外资的卖出压力 8
2.3、 货币紧缩还未到需要担心的时候 9
3、 牛市的第三年 9
3.1、 A 股牛市都有点短 9
3.2、 2021 年 A 股的节奏 10
4、 行业配置 11
4.1、 产能过剩之前，选龙头的风格依然不会变。 11
4.2、 周期龙头的价值还存在大量低估 12

图表目录

图 1: WHO 全球当日新增确诊及死亡病例 3
图 2: 美国 GDP 与工业总体产出指数 4
图 3: IMF 对全球主要国家经济增长的预测 4
图 4: 中国进出口大趋势上和全球同步 5
图 5: 历史上国内经济改善持续至少 1 年 5
图 6: 2012Q4-2013Q4 经济回升力度很弱源于各行业产能过剩 6
图 7: A 股 ROE 回升可期 6
图 8: 工业企业利润进入回升周期 6
图 9: 权益类基金进入新的井喷期 7
图 10: 权益类基金总份额出现趋势性增加 7
图 11: 货币型基金规模变化 7
图 12: 债券型基金规模变化 8
图 13: 居民可能会进一步增加权益类基金的配置 8
图 14: 2020 年 A 股估值上行较快，外资流入放缓 9
图 15: 指数上台阶后同样面临保险资金的流出压力 9
图 16: 利率上行一般出现在经济改善期，对指数影响较弱 9
图 17: A 股牛市持续时间普遍较短 10
图 18: 2021 年股市节奏的情形假设 11
图 19: 产能周期才是龙头风格背后的核心 12
图 20: 周期 ROE 已经开始拐头上行 12
图 21: 金融、周期板块的 PB 估值依然不高 12

表 1: 海内外临床 III 期新冠疫苗上市进度 4

基于对经济强度和居民流入强度的判断，我们认为，2021 年 A 股大概率会出现牛市的第三年。A 股历史上，牛市一般都不会太长，大多两年左右，没有一次超过 3 年的。2019-2020 年，市场已经连涨两年了，2021 年是否难以善始善终？历史上牛市的结束，一般需要估值极度泡沫或盈利开始下行，两者至少具备其一。现在这两点都还不具备，所以 2021 年有很大的概率出现牛市的第三年。

盈利层面，疫情高峰过后，全球经济的回升可能会比正常的经济周期更强。2021 年，一旦疫情峰值确认，经济恢复期，全球大部分国家的经济都会出现增速的稳定回升。这一回升的速度会超过正常的经济周期，甚至会带来结构性的通胀。ROE 回升的空间大概率比 2013 年大，可能会不亚于 2016-2017 年。

资金层面，居民资金仍会继续增配股票。2020 年截止 10 月底，股市净流入规模约 1.5 万亿，是 2019 年的两倍。2021 年，居民资金依然会比较快地流入股市，主要原因有三。（1）政策上，鼓励各类资金增配权益市场的政策方向没有改变。（2）其他金融产品（P2P、理财、房地产）监管加强，收益风险比下降，居民对权益资产认可度提升。（3）利率和估值的上行会影响外资、保险的配置，但对居民资金影响有限，除非出现通胀后的极度紧缩。

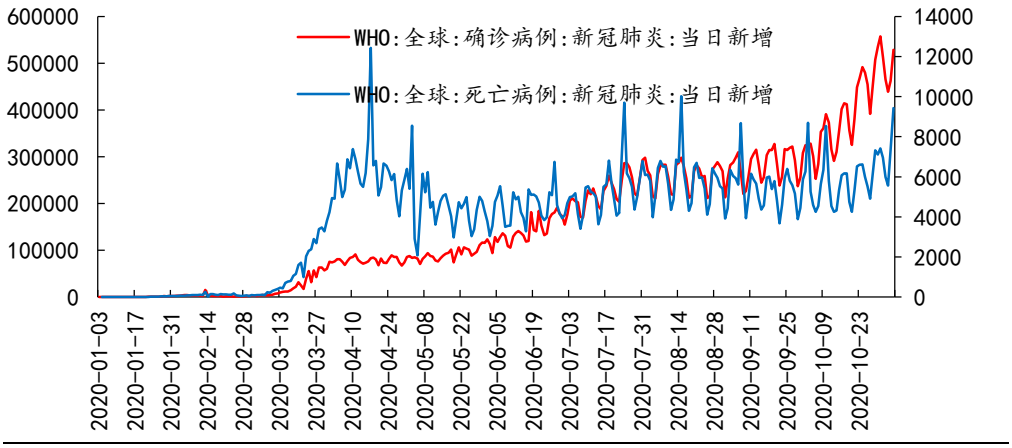
行业配置：上半年周期金融，下半年重回消费科技。展望 2021 年，由于 ROE 回升和居民资金的继续流入，周期股和可选消费估值还将继续抬升。金融股将会是最晚出现估值抬升的板块。当所有板块均完成估值抬升之后，投资者可能需要收缩板块配置方向，重新聚焦消费和科技龙头。

1、 盈利：业绩兑现的一年

1.1、 疫情后的恢复

由于新冠病毒的传播更容易出现在冬季和春季，当下已进入疫情压力最大的时期。10 月开始，欧美已出现了二次风险。不过考虑到疫苗研发进度整体是符合预期的，预计从年底到明年初这一段时间将会在很多国家陆续接种。虽然完全消灭新冠病毒估计也需要很长时间，但这可能意味着一旦度过危险期，全球经济将会逐步走出疫情影响，走向全面复苏。

图1： WHO 全球当日新增确诊及死亡病例



资料来源：Wind、新时代证券研究所

表1： 海内外临床 III 期新冠疫苗上市进度

研发企业	研发方向	注射剂次	所属国家	研发进度	III期启动时间	预计上市时间
国药集团	灭活	2	中国	III期	6 月 23 日	年底前
科兴生物	灭活	2	中国	III期	7 月 3 日	年底前
康希诺	腺病毒载体	1	中国	III期	9 月 2 日	待定
强生	腺病毒载体	1	美国	III期	9 月 23 日	2021 年 4 月前
Moderna	mRNA	2	美国	III期	7 月 27 日	年底公布III期数据
BioNTech/辉瑞	mRNA	2	美国	III期	7 月 28 日	最早 10 月报批
Gamaleya	腺病毒载体	2	俄罗斯	III期	9 月 16 日	8 月 11 日
阿斯利康	腺病毒载体	2	英国	III期	7 月 1 日	年底前
诺瓦瓦克斯	重组蛋白亚单位	2	美国	III期	9 月 25 日	2021 年

资料来源：Wind、新时代证券研究所

疫情对全球经济贸易可能会带来不可磨灭的伤害，甚至可能会让部分国家陷入中长期趋势性下行的困境。但如果只看 2021 年，疫情峰值过后，经济恢复期，全球大部分国家的经济都会出现增速的稳定回升。这一回升的速度会超过正常的经济周期，必然会带来结构性的产能紧张，驱动企业利润的回升，并带来结构性的通胀。

图2： 美国 GDP 与工业总体产出指数



资料来源：Wind、新时代证券研究所

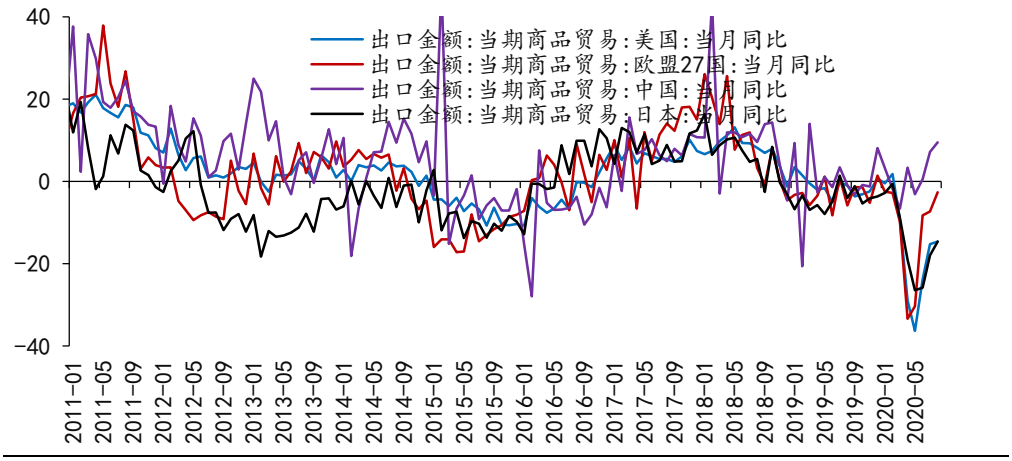
图3： IMF 对全球主要国家经济增长的预测

国家	年份		预测值	
	2018	2019	2020	2021
全球	3.5	2.8	-4.4	5.2
发达国家	2.2	1.7	-5.8	3.9
美国	3	2.2	-4.3	3.1
欧洲	1.8	1.3	-8.3	5.2
日本	0.3	0.7	-5.3	2.3
英国	1.3	1.5	-9.8	5.9
发展中国家	4.5	3.7	-3.3	6
中国	6.7	6.1	1.9	8.2
印度	6.1	4.2	-10.3	8.8

资料来源：IMF、新时代证券研究所

部分投资者可能担心如果疫情结束，欧美的生产会快速恢复，对受益于疫情的中国出口产业链会产生负面影响。我们认为，这个影响可能会有，但大概率很难让出口拐头下行。从过去多年全球各国出口波动的规律来看，年度趋势基本上是同步的。如果明年的主旋律是全球开始摆脱疫情影响，那么全球贸易回升的过程中，中国的进出口都不会差，只是可能很难一枝独秀了。

图4： 中国进出口大趋势上和全球同步



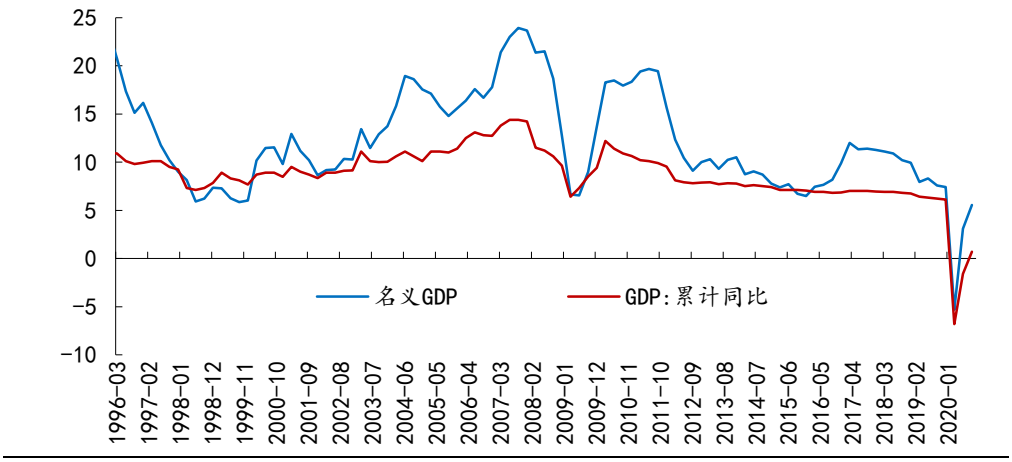
资料来源：Wind、新时代证券研究所

1.2、 经济改善的时间

2018-2019 年的经济下行周期是比较完整的，2020 年 Q1 的疫情冲击进一步放大了经济下行的幅度，从而让经济出清更加彻底。2020 年 Q2 开始，经济恢复，恰好开启了新的一轮经济上行周期。

从时间上来看，我们认为这一轮经济上行的时间大概率会超过 1 年，甚至有回升两年的可能。统计过去 20 年国内经济（名义 GDP）回升的时间：1999 年 Q4-2001 年 Q1、2002 年 Q1-2004 年 Q4、2005 年 Q3-2007 年 Q4、2009 年 Q1-2011 年 Q3、2012 年 Q4-2013 年 Q4、2016 年 Q1-2017 年 Q3。

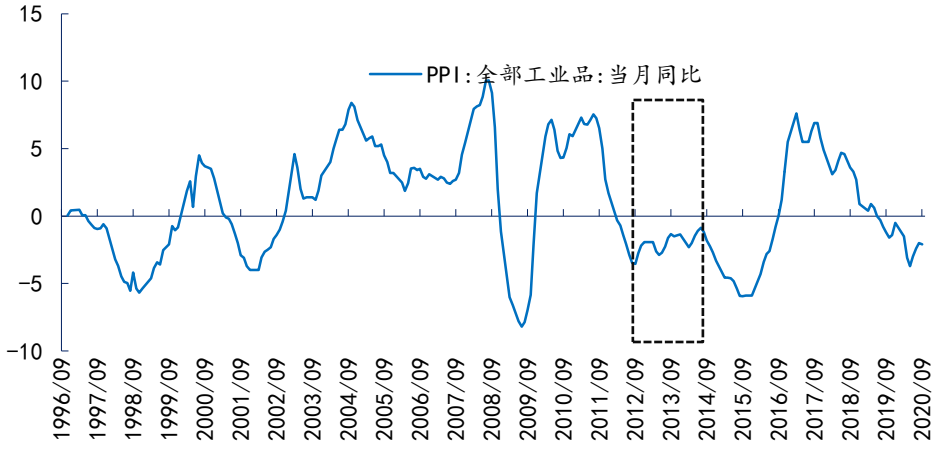
图5： 历史上国内经济改善持续至少 1 年



资料来源：Wind、新时代证券研究所

最短的一次经济回升周期是 2012 年 Q4-2013 年 Q4，持续时间一年多一点。那时候之所以经济回升力度很弱，我们认为很重要的原因是各行业产能过剩很严重。虽然需求有所回升，但并没有带来企业利润持续改善，PPI 同比甚至都没有转正，下游需求的恢复很难带来中游和上游的制造业投资回升，所以需求回升在实体经济中的传导过程很快就结束了。当下的产能格局远好于 2012-2013 年，需求一旦回升，利润兑现应该是确定的。考虑到全球放水的滞后影响，需求超跌恢复的空间也会更大一点。所以这一轮经济周期回升时间可能不只 1 年。

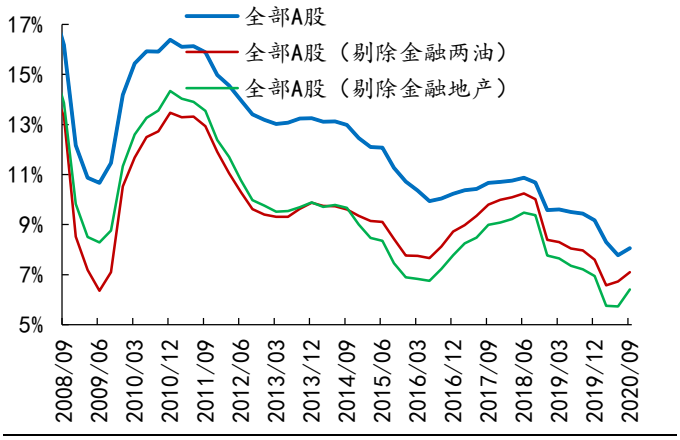
图6： 2012Q4-2013Q4 经济回升力度很弱源于各行业产能过剩



资料来源：Wind、新时代证券研究所

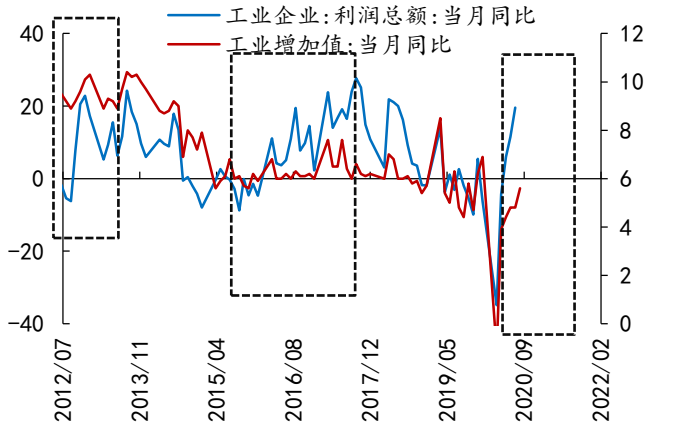
由于产能格局较好，经济回升对利润的带动应该会比较明显，ROE 回升的空间大概率比 2013 年大，可能会不亚于 2016-2017 年。

图7： A 股 ROE 回升可期



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图8： 工业企业利润进入回升周期



资料来源：Wind、新时代证券研究所

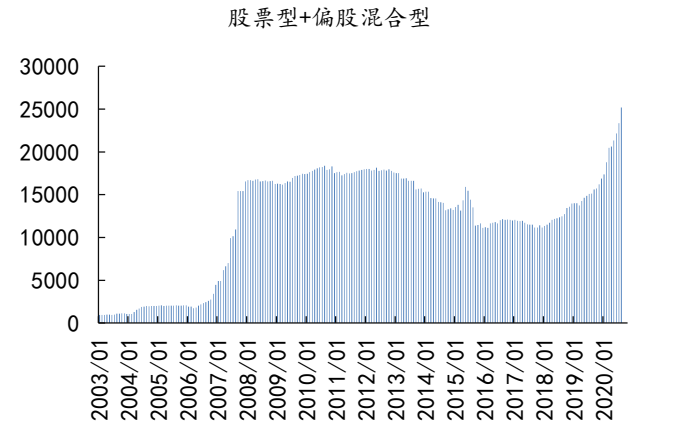
2、 居民资金入场 VS 价值投资者谨慎

2019 年是有增量资金的市场，截止到 10 月底，净流入规模约 1.5 万亿，是去年 8225 亿的接近两倍。分项来看，公募基金新增份额是 2019 年的 4 倍左右，个人投资者银证转账是去年的 2 倍，融资余额净增加（剔除市值增长部分）是 2019 年的 4 倍。虽然 IPO、大股东减持有所增加，但是总的流出规模增加并不多。展望 2021 年，我们认为，资金净流入的格局依然会维持。

2.1、 居民申购基金的热度还将继续

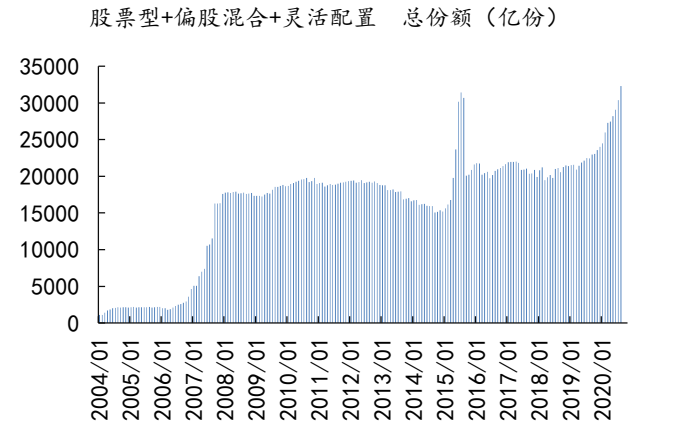
2010 年之后权益基金进入瓶颈期，即使是 2014-2015 年的牛市也没能带来总份额的大幅增加。但 2019 年以来，权益基金再次进入新的井喷期，不只新发基金增加，总份额也出现了趋势性增加，这可能预示着一个可以类比 2004-2007 年的权益基金新时代。

图9： 权益类基金进入新的井喷期



资料来源：Wind、新时代证券研究所

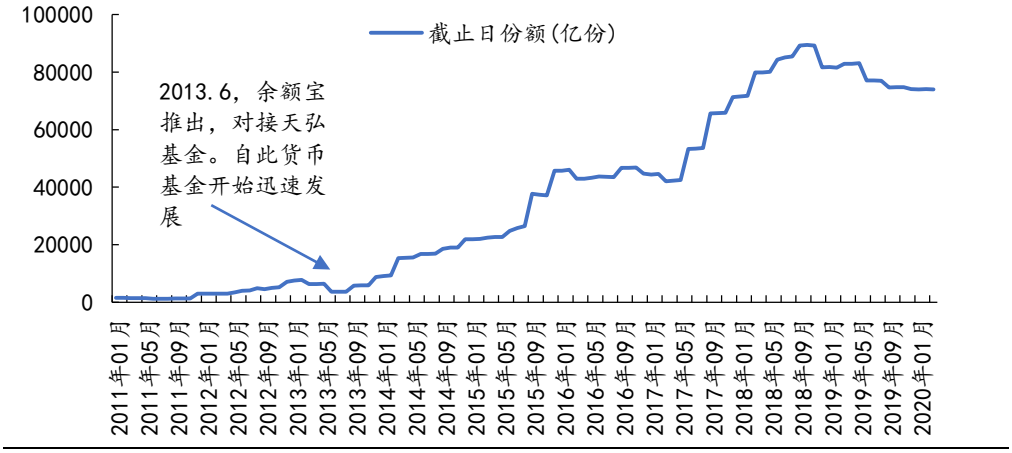
图10： 权益类基金总份额出现趋势性增加



资料来源：Wind、新时代证券研究所

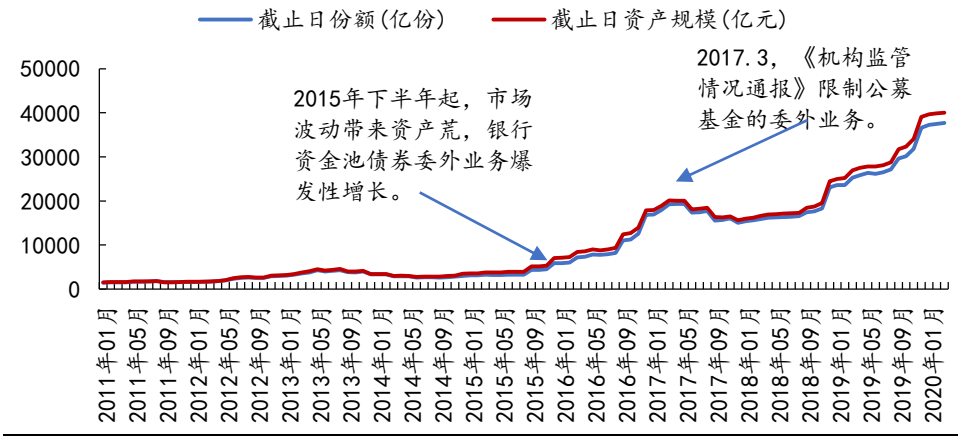
2010 年-2018 年权益基金不断萎缩，背后可能有两个原因。（1）2000-2010 年中国经济增速很快，但进入 2011 年以后，大量行业出现产能过剩，企业利润趋势性下行，直到 2016 年才止跌稳定。企业利润下降的环境下，股票盈利大概率会受到很大的影响，虽然流动性充裕，但最优选择可能不是和企业盈利密切相关的股市。（2）货币市场、债券市场各种金融创新不断涌现，收益率稳定，在居民理财意识不强的时候，最容易接受固收类产品。

图11： 货币型基金规模变化



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图12： 债券型基金规模变化



资料来源：Wind、新时代证券研究所

站在当下，由于资管新规对净值化管理的要求，理财产品净值波动率在上升，各类固收类产品创新变少，权益类产品的优势开始凸显。再考虑到 2016 年至今公募基金整体的收益风险比非常好，居民进一步增加权益类基金配置的趋势预计还将继续，甚至变得更强。

图13： 居民可能会进一步增加权益类基金的配置

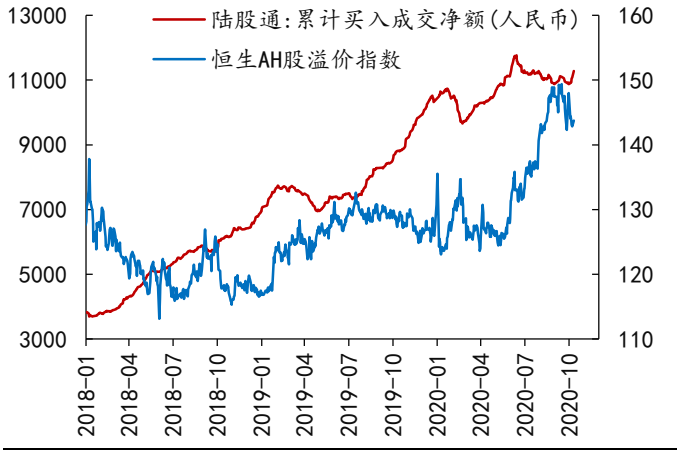


资料来源：Wind、新时代证券研究所

2.2、 指数再上一个台阶后，将会面临保险和外资的卖出压力

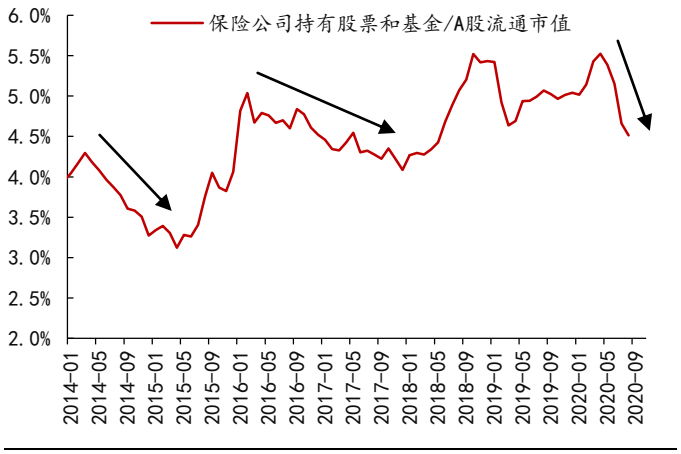
相对来说，保险机构和外资更关注估值。2020 年外资流入规模 1500 亿，小于 2019 年的 3517 亿，这是有陆股通以来，第一次流入速度变慢。主要原因是，估值上行较快，导致性价比下降。AH 溢价指数从去年的 120-130 区间抬升到 2020 年的 140-150 的区间，如果明年 A 股的估值继续抬升，不排除外资买入规模进一步减少，甚至变成小幅净流出。不过，考虑到人民币资产长期的价值和外资分散配置的需要，外资流出的量不会很大。保险资金也会出现类似的情况。

图14： 2020 年 A 股估值上行较快，外资流入放缓



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图15： 指数上台阶后同样面临保险资金的流出压力

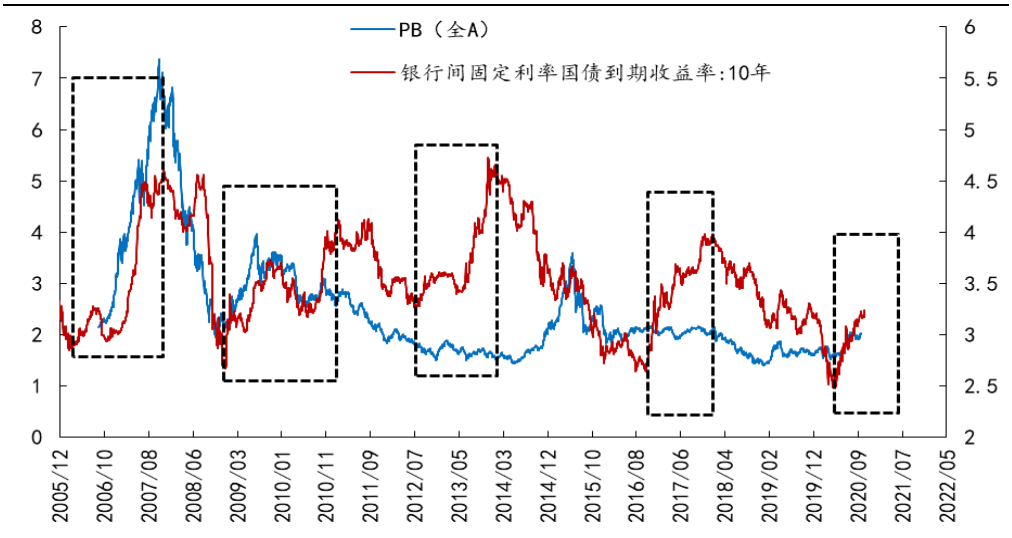


资料来源：Wind、新时代证券研究所

2.3、 货币紧缩还未到需要担心的时候

宏观层面，投资者当下最担心的是利率上行、货币偏紧，特别是在 A 股整体估值已经不是很便宜的情况下。不过，有意思的是，如果看数据统计，历史上利率上行期，A 股大多数时候都是涨的：2006-2007 年、2009-2010 年、2012 年 Q3-2014 年 Q1、2016 年 Q4-2017 年、2020 年 4 月至今。 背后的核心原因是，利率上行一般出现在经济改善期，期间上市公司盈利大多处在上升期，即使估值不抬升，股市也会在盈利的推动下有所上涨。只有出现滞胀，利率上行才会是压制股市的主要因素。过去 20 年，只有 2011 年出现过年度级别的滞胀，其他时间出现的滞胀，大多是数据统计层面的时间偏差。我们认为，2021 年利率依然有上行的压力，但是由于盈利也会继续上行，所以利率不会是很大级别的利空，只会阶段性影响市场。

图16： 利率上行一般出现在经济改善期，对指数影响较弱



资料来源：Wind、新时代证券研究所

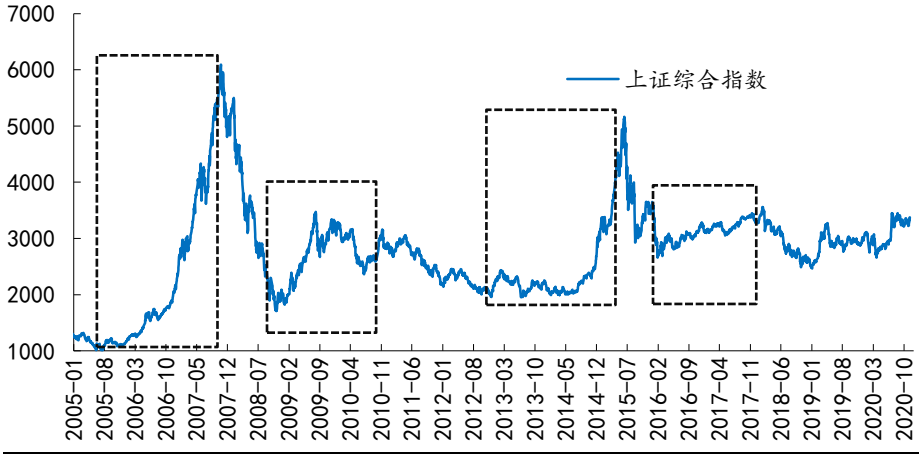
3、 牛市的第三年

3.1、 A 股牛市都有点短

A 股历史上的牛市，一般都不会太长。2005 年 6 月-2007 年 10 月的牛市持续 2

年 4 个月。2008 年 10 月-2009 年 8 月的快牛只有 1 年时间，之后是长达 1 年半的高位震荡。2013-2015 年 6 月，先是创业板结构性牛市 1 年半，然后全面牛市 1 年，加在一起 2 年半。2016-2017 年的慢牛，持续时间 2 年。2019-2020 年，市场已经连涨两年了，是否到了 2021 年，市场将会转入熊市？

图17： A 股牛市持续时间普遍较短



资料来源：Wind、新时代证券研究所

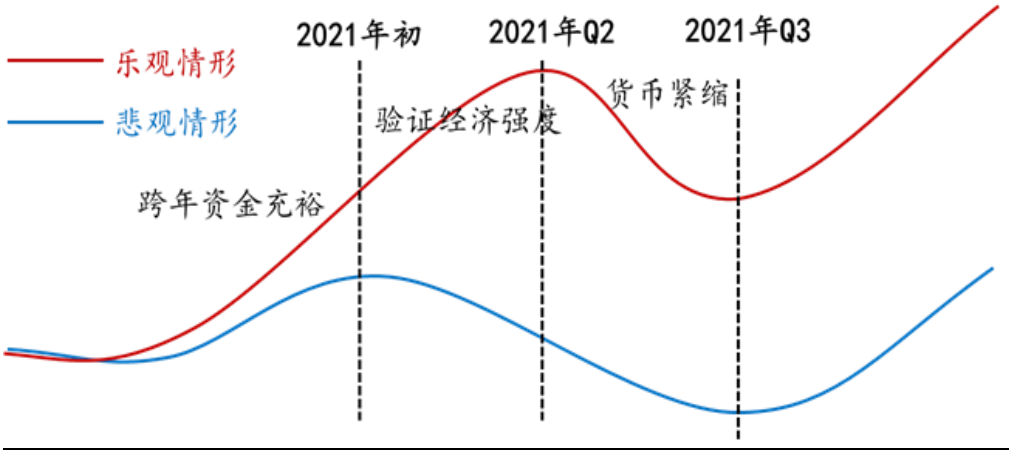
我们认为，这一次牛市可能会持续 3 年。之前牛市虽然时间都短，但是牛市结束的核心原因都是盈利下行或估值极度泡沫，2008、2011、2018 年都是经济大幅下行的年份，2015 年的牛市中，本身经济就没改善过，后面估值回归自然也很快。2021 年大概率会见到经济和上市公司盈利的继续改善，在这种格局下，A 股很难转入熊市。基于对经济强度和居民流入强度的判断，我们认为，2021 年大概率会继续演绎牛市，会出现牛市的第三年。

在经济上行的年份，A 股最差的走势是 2010 年，最强的走势是 2006-2007 年。背后的差异主要是居民资金是否在流入。居民资金流入的力度取决于，利率环境、股市监管政策和居民对股票市场能否赚钱的主观认识。最近半年来，虽然利率有所上行，但是只是回到了 2019 年的水平，尚未达到很高的水平。股市政策上继续鼓励各类资金增配股市的方向尚未看到改变的迹象，由于过去几年其他产品监管的加强（P2P、理财、房地产），居民对权益资产认可度在缓慢改善，所以 2021 年，居民资金继续流入股市依然是大概率事件。

3.2、 2021 年 A 股的节奏

2020 年 7 月中旬以来的震荡，已经把短期内的主要担心释放充分了。只要疫情没有出现失控式风险，年底跨年行情可能会逐步展开。行情的规模取决于经济强度，如果经济强度能在年初验证到进一步加强，则指数可能可以涨到 2021 年 Q2，随后由于经济活跃度的回升，货币政策可能会进一步收紧，这会在 2021 年下半年带来市场的扰动。

图18： 2021 年股市节奏的情形假设



资料来源：Wind、新时代证券研究所

4、 行业配置

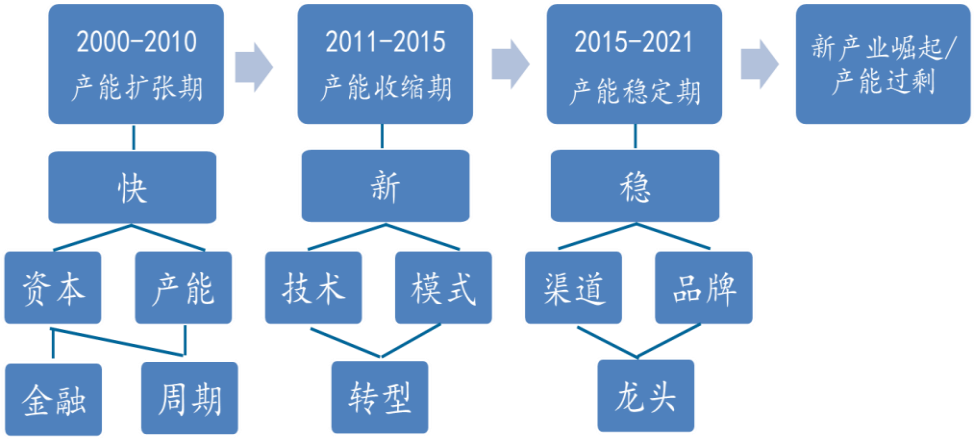
过去几年，各个板块的估值先后抬升。抬升最早并且最持久的是消费股，2019 年开始，成长股估值快速抬升。最近半年，可选消费和周期估值大幅抬升。之所以会出现这一现象，背后的长期原因是，各行业产能稳定后，龙头企业均在享受超额利润。即使是最不价值的周期股，我们也能看到，疫情期间，当商品价格大幅下跌到了 2015 年低点的时候，周期股上市公司的利润远好于 2015 年。这给了各行业持续的估值抬升动力。从 1-2 年的维度来看，经济触底回升和居民资金的不断流入，是投资者扩大行业配置范围的直接原因。

展望 2021 年，由于 ROE 的回升，周期股和可选消费估值还将继续抬升，乐观的情形下，可能会持续到 2021 年年中。金融股将会是最晚出现估值抬升的板块。当所有板块均完成估值抬升之后，投资者可能需要收缩板块配置方向，重新聚焦消费和科技龙头。

4.1、 产能过剩之前，选龙头的风格依然不会变。

产业的兴衰很多时候是要服从经济的产能周期的，当各行业产能短缺，能够提供和创造新产能的行业大概率是最好的。2002-2007 年各行业短缺，周期股能够撬动更大资本杠杆，更快创造产能，所以是风格的主力。2010-2015 年，当大部分行业产能过剩的时候，非传统行业由于没有历史包袱，产能格局好，各行业剩余的流动性会涌入各类创新和转型的商业模式。2016 年至今，各行业产能进入稳定期，龙头开始收获寡头利润，进而带来龙头价值股的风格。

图19： 产能周期才是龙头风格背后的核心



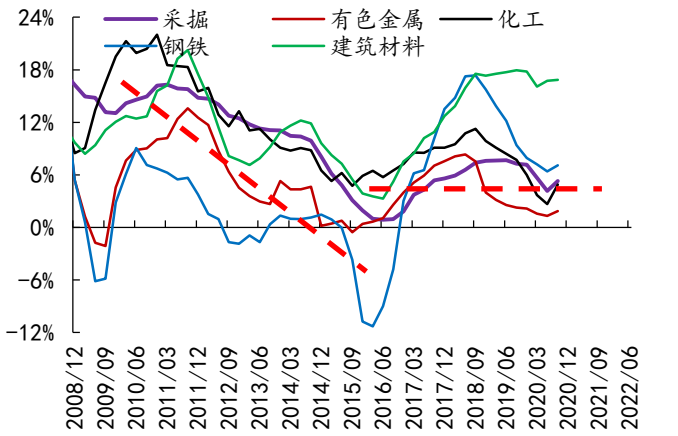
资料来源：Wind、新时代证券研究所

龙头风格的结束需要伴随产能周期的扭转，按照历史规律，一般一轮产能周期是 10 年，上行和下行分别是 5 年左右，一轮产能周期一般经历两轮库存周期。从 2016 年开始算，我们只经历了一次库存上行周期，有利于龙头的产能周期至少还要持续一轮库存上行周期，时间至少会持续到 2021 年年中。

4.2、 周期龙头的价值还存在大量低估

从周期股 ROE（TTM）来看，其盈利已经开始拐头上行，这一趋势可能还将持续一年。周期股的 PB 最近一个季度持续抬升，现在依然不高。考虑到整个市场的估值中枢已经抬升了很多，我们保守估计，周期股可能会回到 2016-2017 年的估值水平。

图20： 周期 ROE 已经开始拐头上行



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图21： 金融、周期板块的 PB 估值依然不高



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	**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/