经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升

——2020 年上市公司三季报分析

投资周报

- **A 股 ROE 普遍回升**

2020 年三季度全部 A 股 ROE（TTM）小幅上升 0.29 个百分点至 8.07%，全部 A 股（剔除金融两油）ROE（TTM）小幅回升 0.19 个百分点至 6.92%。全部 A 股（剔除金融）ROE（TTM）回升 0.37 个百分点至 7.10%。从 ROE 分解来看，全部 A 股销售净利率回升 0.29 个百分点，资产周转率下降 0.15 个百分点，权益乘数上升 3.02 个百分点，ROE 的回升主要源于销售净利率的回升。全部 A 股（剔除金融）销售净利率小幅回升 0.22 个百分点，资产周转率回升 0.21 个百分点，权益乘数上升 0.56 个百分点。

- **业绩概览：经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升**

2020 年三季度全 A 营收和归母净利润累计同比增速继续改善，全 A 非金融两油营收和归母净利润累计同比增速接近转正。全部 A 股 2020Q3 营收累计同比增速为 1.03%，营收增速年内首次转正；归母净利润累计同比增速为-6.11%，降幅较 Q2 大幅收窄。全部 A 股剔除金融两油 2020 年三季度营收累计同比增速为 4.08%，归母净利润累计同比增速为-1.06%。总体来看，国内三季度经济延续回升趋势，上市公司营收增速和归母净利润环比增速均有不同程度的提升。

- **2020Q3 各上市板块营收同比增速由负转正，归母净利润继续回暖**

分上市板来看， 2020 年三季度主板营收累计同比为 0.37%，同比增速年内首次转正；创业板（剔除温氏乐视）营收累计同比增速为 1.29%，同样由负转正。2020 年三季度主板归母净利润累计同比增速为-9.33%，降幅有所收窄；创业板（剔除温氏乐视）归母净利润累计同比增速为 20.34%，自二季度转正以来，继续延续上升趋势。在经历了“最长梅雨季”以及部分地区疫情出现反复的情况下，2020 年三季度各上市板块营收增速及归母净利润增速均继续上升，反映出经济复苏的动能较强，我们对四季度的经济展望依然维持乐观的判断。

- **复苏进行时，周期和可选消费开始发力**

分板块来看，2020 年三季度各板块营收增速和净利润增速均有不同程度的上升。营收方面，消费板块的营收增速上升幅度最大，可选消费的营收增速较二季度上升了 9.21 个百分点，必选消费的营收增速较二季度上升了 4.17 个百分点。净利润方面，成长板块的归母净利润增速继续维持在 20%以上，为所有板块最高，依然显示出较高的景气度。周期板块和可选消费板块归母净利润同比增速的跌幅较二季度大幅收窄。

2020 年三季度周期、成长、金融、必选消费和可选消费板块营收累计同比增速分别为-9.94%、2.53%、6.94%、4.87%、-2.74%，增速环比分别变动 1.24、2.07、1.21、4.17、9.21 个百分点。各板块营收累计同比增速均有所上升，消费板块回升较大，周期和金融板块小幅回升。从利润端来看，2020 年三季度周期、成长、金融、必选消费和可选消费板块归母净利润累计同比增速分别为-17.35%、20.72%、-7.99%、12.10%、-13.99%，增速环比分别变动 40.89、-0.03、4.95、7.25、22.66 个百分点。成长和必选消费板块依然强势，可选消费和周期板块改善幅度最大。这表明经济的内生动能正在增强，经济复苏仍将是四季度的主旋律。

- **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）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

相关报告

《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、 ROE 分解：A 股 ROE 普遍回升 3
2、 业绩概览：经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升 5
2.1、 2020Q3 各上市板块营收同比增速由负转正，归母净利润继续回暖 5
2.2、 复苏进行时，周期和可选消费开始发力 6

图表目录

图 1: 全部 A 股 ROE（TTM）触底回升 3
图 2: 各上市板块 ROE（TTM）回升 3
图 3: 必选消费、成长 ROE（TTM）继续上升，周期 ROE 触底回升 3
图 4: 周期行业 ROE 普遍出现回升 4
图 5: 成长 ROE 回升，但传媒、通信和计算机有所下滑 4
图 6: 必选消费 ROE 整体回升，但纺织服装有所下滑 4
图 7: 可选消费 ROE 回落，但汽车成为亮点 4
图 8: 金融板块 ROE 下滑 5
图 9: 其他行业 ROE 多数回升，农林牧渔回升较大 5
图 10: 全 A 及全 A 剔除金融两油营收同比增速 5
图 11: 全 A 及全 A 剔除金融两油归母净利润同比增速 5
图 12: 各上市板快营收累计同比增速继续修复 6
图 13: 各上市板块归母净利润同比增速继续回暖 6
图 14: 消费板块营收累计增速回升较快 7
图 15: 可选消费和周期板块归母净利润改善幅度最大 7
图 16: 建材行业营收累计同比增速上升较快 7
图 17: 周期各行业归母净利润累计同比增速均有改善 7
图 18: 军工行业营收累计同比增速高增 8
图 19: 除计算机外，各行业归母净利润维持高增长 8
图 20: 银行营收累计同比增速继续回落 8
图 21: 各金融行业归母净利润累计同比增速继续回暖 8
图 22: 必选消费营收增速大幅改善 9
图 23: 纺服、医药、食饮净利润增速整体回升 9
图 24: 可选消费中，汽车营收增速接近转正 9
图 25: 可选消费中，汽车归母净利润增速接近转正 9

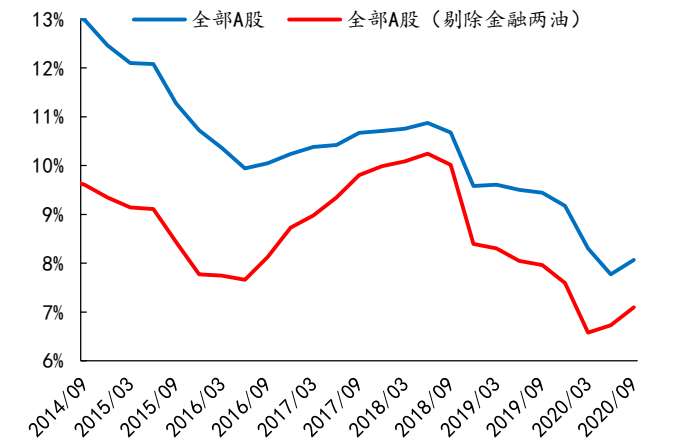
表 1: 各个板块 ROE 分拆 9
表 2: 申万一级行业 ROE 分拆 10

1、 ROE 分解：A 股 ROE 普遍回升

截止 2020 年 10 月 30 日，A 股上市公司中报披露率为 99.50%。2020 年三季度全部 A 股 ROE（TTM）及剔除金融两油后小幅回升。A 股上一轮 ROE 修复始于 2016 年，连续上升至 2018 年三季度达到最高点，随后持续回落。2020 年三季度全部 A 股 ROE（TTM）小幅上升 0.29 个百分点至 8.07%，全部 A 股（剔除金融两油）ROE（TTM）小幅回升 0.19 个百分点至 6.92%。全部 A 股（剔除金融）ROE（TTM）回升 0.37 个百分点至 7.10%。从 ROE 分解来看，全部 A 股销售净利率回升 0.29 个百分点，资产周转率下降 0.15 个百分点，权益乘数上升 3.02 个百分点，ROE 的回升主要源于销售净利率的回升。全部 A 股（剔除金融）销售净利率小幅回升 0.22 个百分点，资产周转率回升 0.21 个百分点，权益乘数上升 0.56 个百分点。

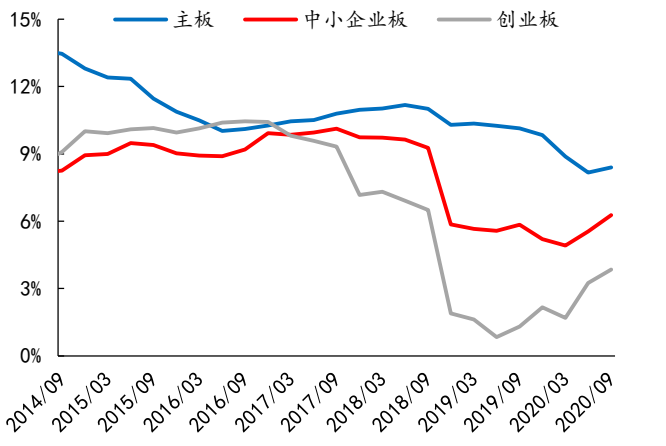
2020 年三季度主板 ROE 较二季度提升 0.24 个百分点，中小板和中小板（剔除金融）ROE（TTM）分别回升 0.74 和 0.77 个百分点至 6.28%和 5.98%；创业板和创业板（剔除温氏乐视）ROE（TTM）分别回涨 0.60 和 0.72 个百分点至 3.85%、2.99%。从杜邦三因素的拆分来看，各上市板块 ROE 的上涨主要源于销售净利率的回升。

图1： 全部 A 股 ROE（TTM）触底回升



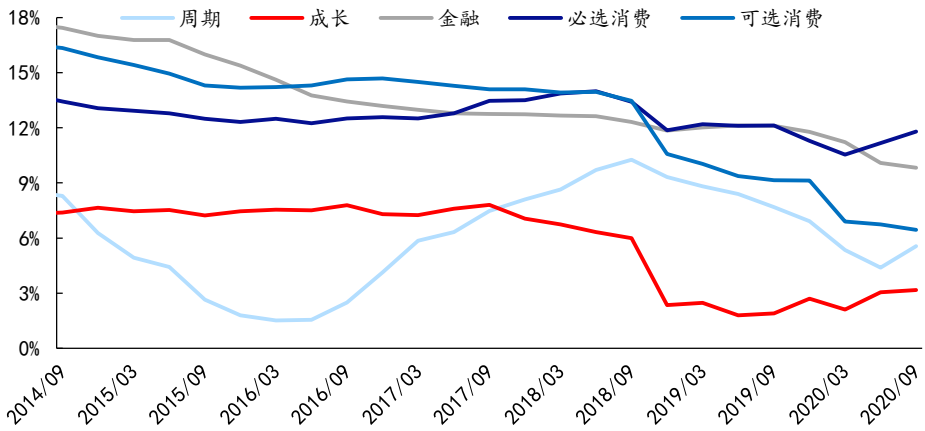
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 各上市板块 ROE（TTM）回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 必选消费、成长 ROE（TTM）继续上升，周期 ROE 触底回升



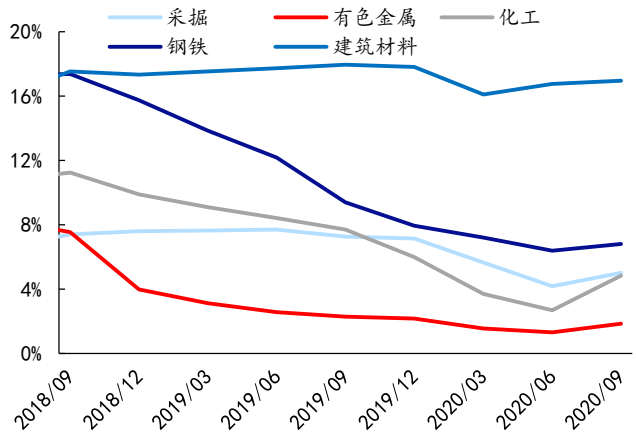
资料来源：Wind，新时代证券研究所

分大类板块来看，成长、必选消费的 ROE 保持上涨，周期的 ROE 于二季度

触底，并自 2018 年三季度以来首次出现回升。而金融和可选消费的 ROE 回落幅度最大。2020 年三季度金融和可选消费分别回落 0.26 和 0.30 百分点至 9.83%和 6.44%。从 ROE 拆分来看，金融和可选消费板块 ROE 的回落主要由于销售净利率和权益乘数的下降。

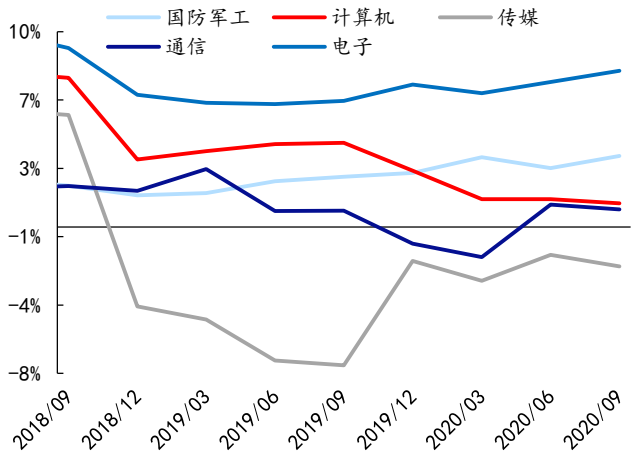
申万一级行业来看，大部分行业的 ROE 都出现了回升。其中 **ROE 增长较高的行业为农林牧渔、化工、综合、医药生物、采掘，**分别上升 3.29、2.14、0.93、0.86、0.84 个百分点，这些行业 ROE 的回升主要由于销售净利率的回升，其中，综合行业主要依赖于资产周转率的上升，化工、综合、采掘则还依赖于权益乘数的提高。部分行业 ROE 出现回落，其中 **ROE 下降较高的行业为家用电器、商业贸易、交通运输、休闲服务和传媒，**分别下降 1.54、1.34、0.93、0.65 和 0.60 个百分点。这些行业 ROE 的回落主要由于销售净利率下降导致，其中休闲服务和传媒行业的 ROE 回落还包含资产周转率的影响。

图4： 周期行业 ROE 普遍出现回升



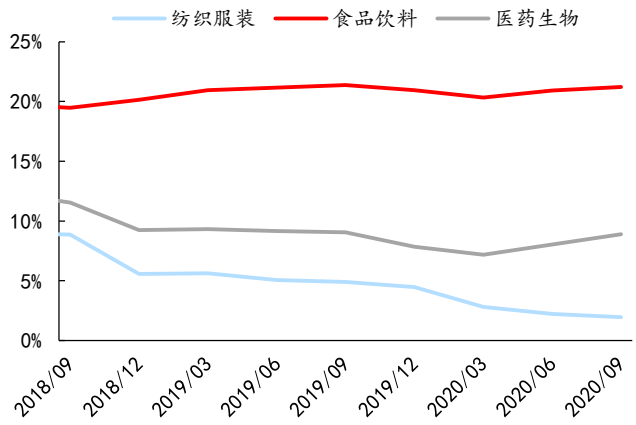
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 成长 ROE 回升，但传媒、通信和计算机有所下滑



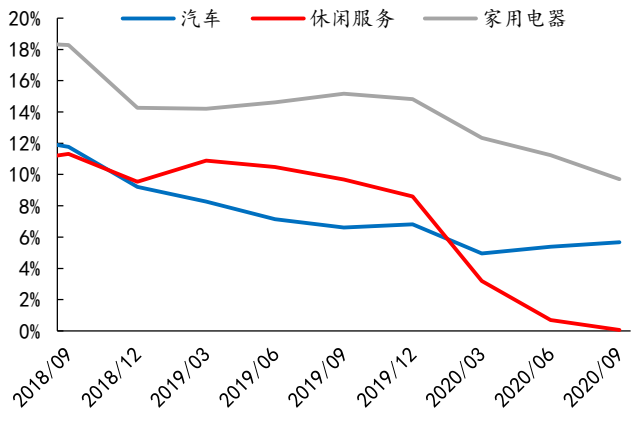
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 必选消费 ROE 整体回升，但纺织服装有所下滑



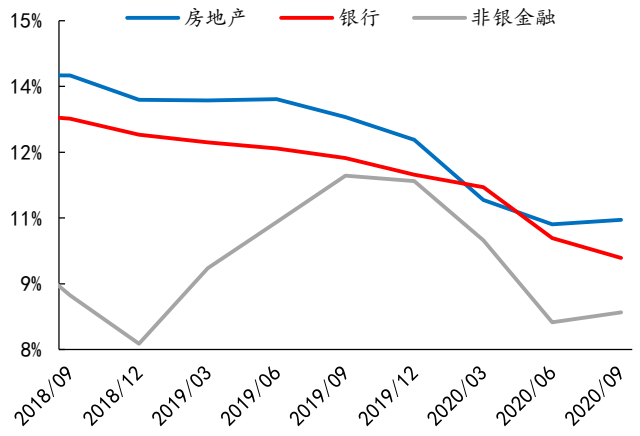
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 可选消费 ROE 回落，但汽车成为亮点



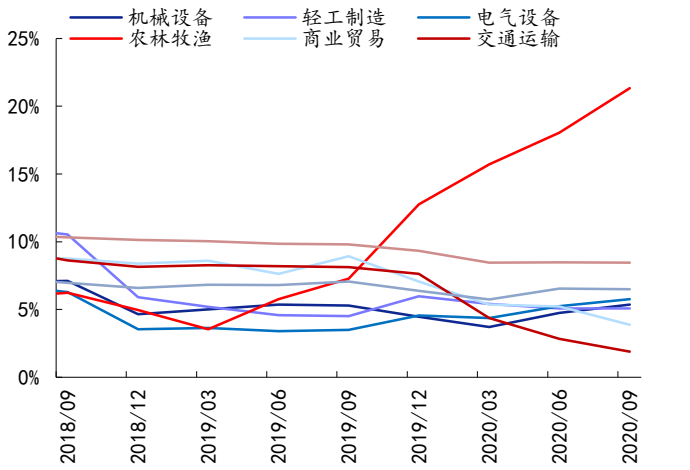
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 金融板块 ROE 下滑



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 其他行业 ROE 多数回升，农林牧渔回升较大

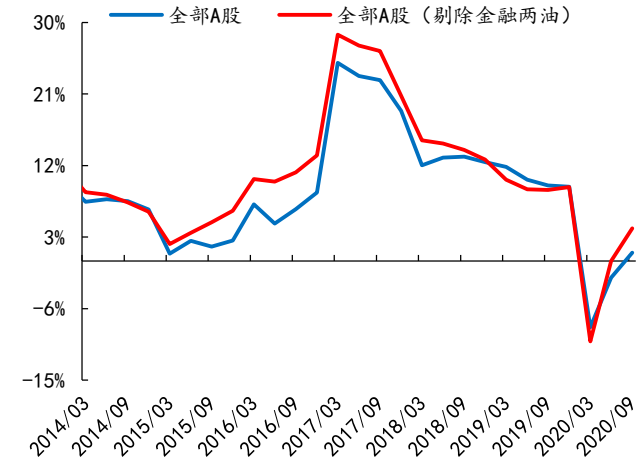


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 业绩概览：经济复苏加速，2020Q3A 股营收利润双升

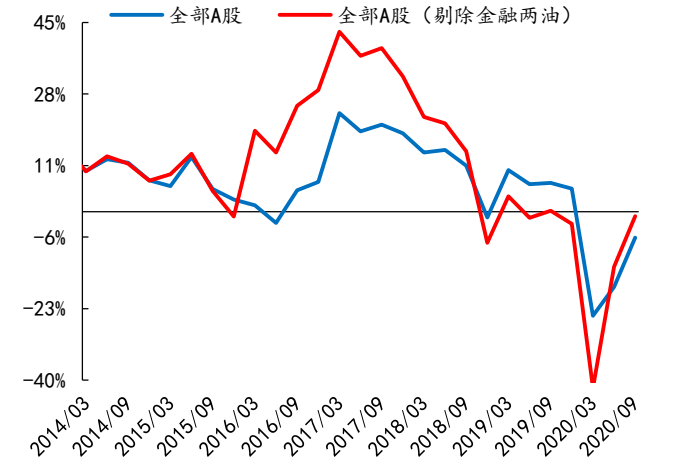
2020 年三季度全 A 营收和归母净利润累计同比增速继续改善，全 A 非金融两油营收和归母净利润累计同比增速接近转正。全部 A 股 2020Q3 营收累计同比增速为 1.03%，营收增速年内首次转正；归母净利润累计同比增速为-6.11%，降幅较 Q2 大幅收窄。全部 A 股剔除金融两油 2020 年三季度营收累计同比增速为 4.08%，归母净利润累计同比增速为-1.06%。总体来看，国内三季度经济延续回升趋势，上市公司营收增速和归母净利润环比增速均有不同程度的提升。

图10： 全 A 及全 A 剔除金融两油营收同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 全 A 及全 A 剔除金融两油归母净利润同比增速



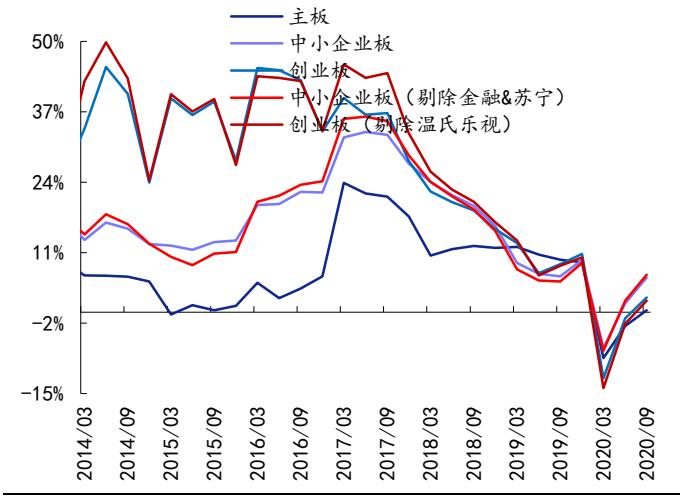
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.1、 2020Q3 各上市板块营收同比增速由负转正，归母净利润继续回暖

分上市板来看， 2020 年三季度主板营收累计同比为 0.37%，同比增速年内首次转正；创业板（剔除温氏乐视）营收累计同比增速为 1.29%，同样由负转正。2020 年三季度主板归母净利润累计同比增速为-9.33%，降幅有所收窄；创业板（剔除温氏乐视）归母净利润累计同比增速为 20.34%，自二季度转正以来，继续延续上升趋势。**在经历了“最长梅雨季”以及部分地区疫情出现反复的情况下，2020 年三季度各上市板块营收增速及归母净利润增速均继续上升，反映出经济复苏的动能较**

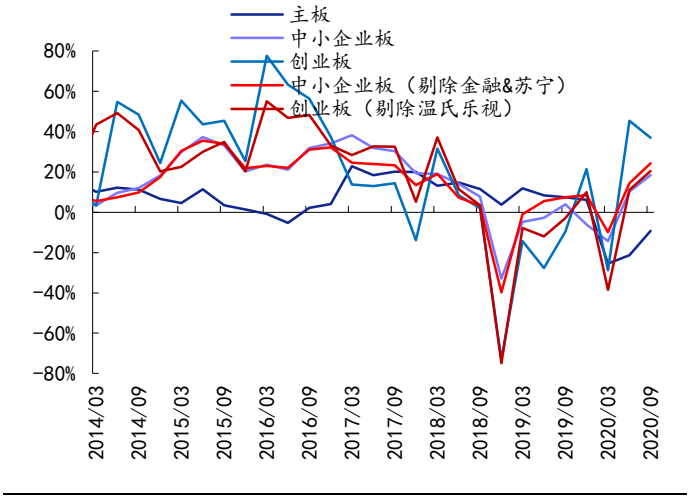
强，我们对四季度的经济展望依然维持乐观的判断。

图12： 各上市板快营收累计同比增速继续修复



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图13： 各上市板块归母净利润同比增速继续回暖



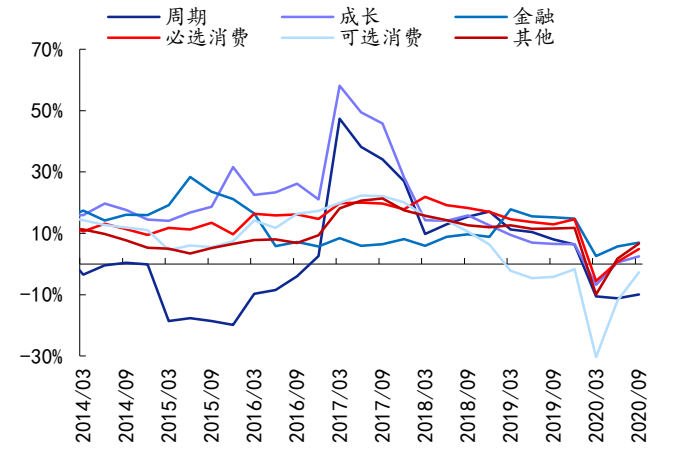
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 复苏进行时，周期和可选消费开始发力

分板块来看，2020 年三季度各板块营收增速和净利润增速均有不同程度的上升。营收方面，消费板块的营收增速上升幅度最大，可选消费的营收增速较二季度上升了 9.21 个百分点，必选消费的营收增速较二季度上升了 4.17 个百分点。净利润方面，成长板块的归母净利润增速继续维持在 20%以上，为所有板块最高，依然显示出较高的景气度。周期板块和可选消费板块归母净利润同比增速的跌幅较二季度大幅收窄。

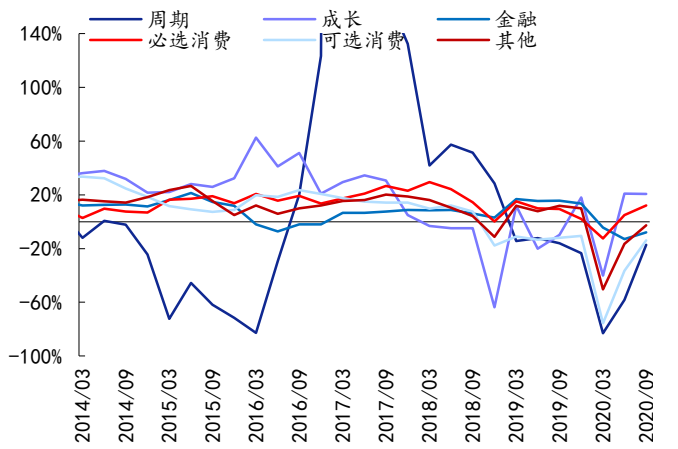
2020 年三季度周期、成长、金融、必选消费和可选消费板块营收累计同比增速分别为-9.94%、2.53%、6.94%、4.87%、-2.74%，增速环比分别变动 1.24、2.07、1.21、4.17、9.21 个百分点。各板块营收累计同比增速均有所上升，消费板块回升较大，周期和金融板块小幅回升。从利润端来看，2020 年三季度周期、成长、金融、必选消费和可选消费板块归母净利润累计同比增速分别为-17.35%、20.72%、-7.99%、12.10%、-13.99%，增速环比分别变动 40.89、-0.03、4.95、7.25、22.66 个百分点。**成长和必选消费板块依然强势，可选消费和周期板块改善幅度最大。这表明经济的内生动能正在增强，经济复苏仍将是四季度的主旋律。**

图14： 消费板块营收累计增速回升较快



资料来源：Wind，新时代证券研究所

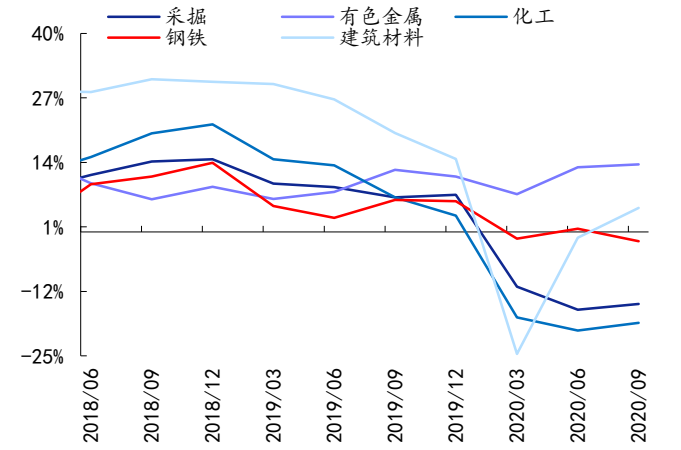
图15： 可选消费和周期板块归母净利润改善幅度最大



资料来源：Wind，新时代证券研究所

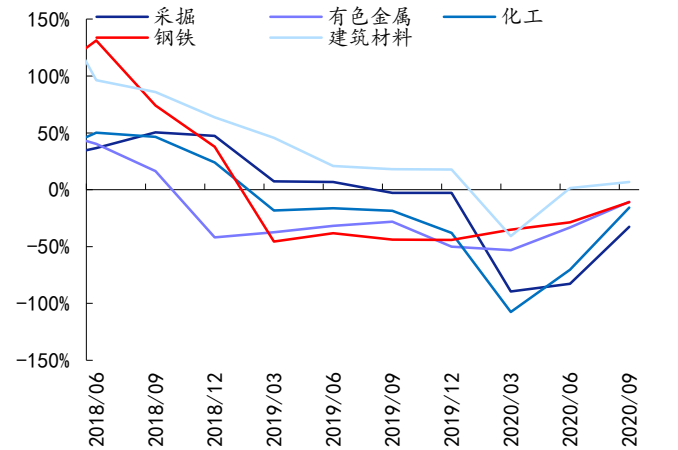
周期板块中，除建材外，各行业 2020 年三季度归母净利润增速仍处于负增长区间，但环比均出现较大程度的改善。2020 年三季度采掘、有色、化工、钢铁和建材归母净利润累计增速分别为-32.51%、-10.65%、-15.79%、-11.09%、6.64%，环比分别变动 50.31、22.48、54.69、17.61、5.19 个百分点，采掘和化工行业归母净利润增速环比改善最多。

图16： 建材行业营收累计同比增速上升较快



资料来源：Wind，新时代证券研究所

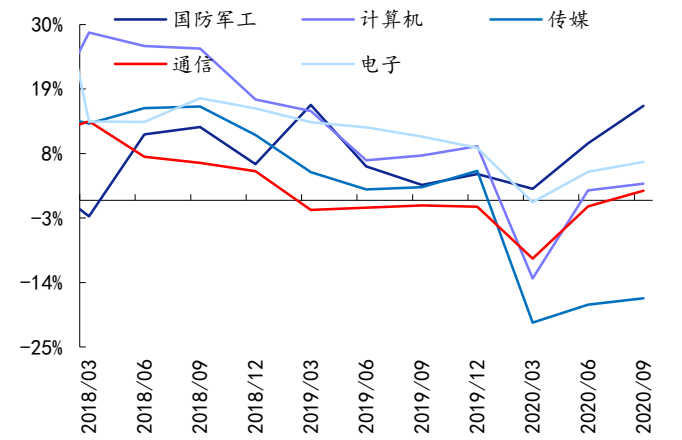
图17： 周期各行业归母净利润累计同比增速均有改善



资料来源：Wind，新时代证券研究所

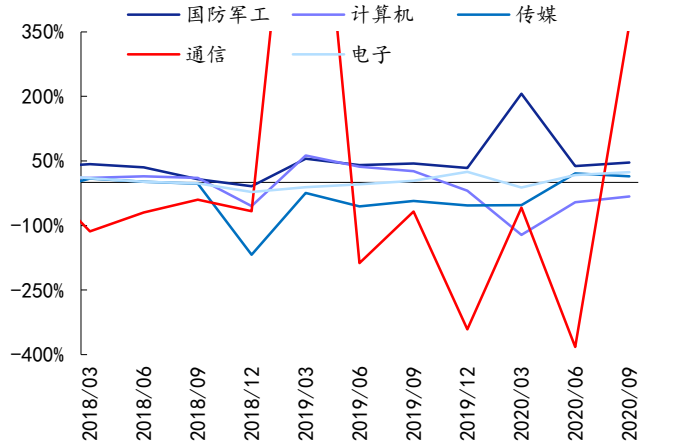
成长板块中， 2020 年三季度除计算机外，各行业归母净利润累计同比增速均维持较高水平，其中通信行业归母净利润累计同比增速提升幅度最大。2020 年三季度计算机、通信、电子、传媒、军工归母净利润累计同比增速分别为-32.80%、366.99%、23.64%、14.37%、46.13%，环比分别提升 13.56、749.34、6.34、-6.61、8.24 个百分点，

图18： 军工行业营收累计同比增速高增



资料来源：Wind，新时代证券研究所

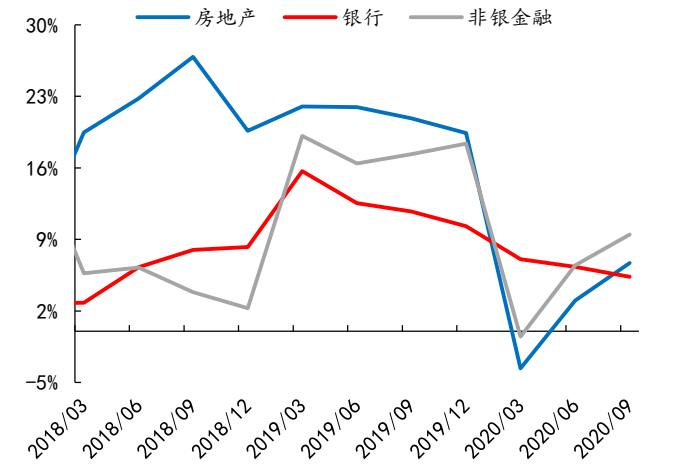
图19： 除计算机外，各行业归母净利润维持高增长



资料来源：Wind，新时代证券研究所

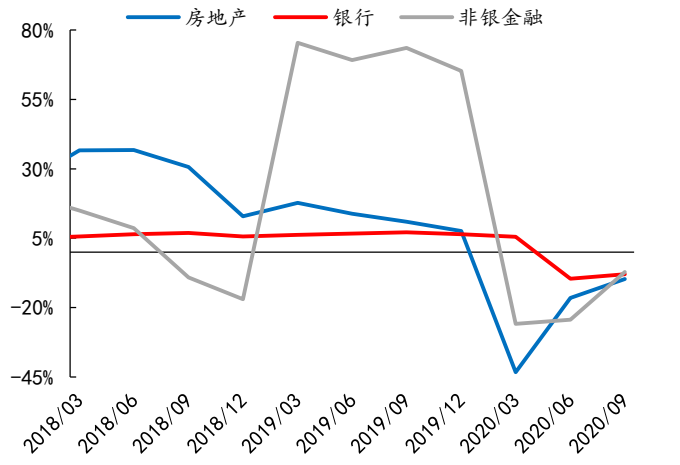
金融板块，各行业归母净利润同比增速仍处于负增长区间，但降幅有所收敛。2020 年三季度银行、非银和地产归母净利润累计增速分别为-8.01%、-7.21%、-9.67%，环比分别提升 1.55、17.11、6.86 个百分点，非银行业归母净利润累计同比增速改善幅度最大。

图20： 银行营收累计同比增速继续回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

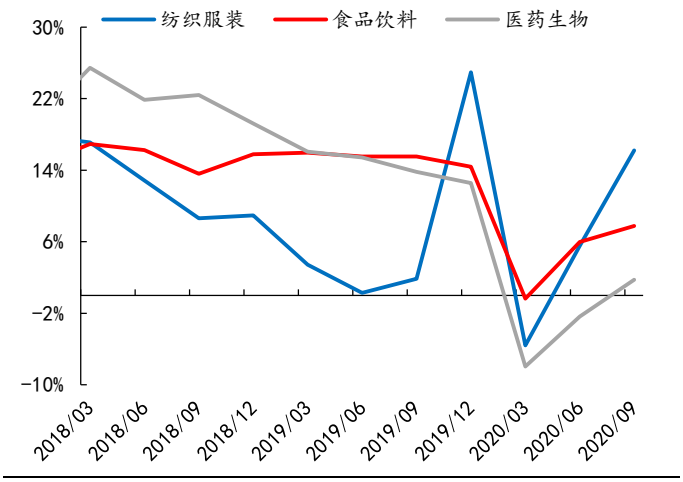
图21： 各金融行业归母净利润累计同比增速继续回暖



资料来源：Wind，新时代证券研究所

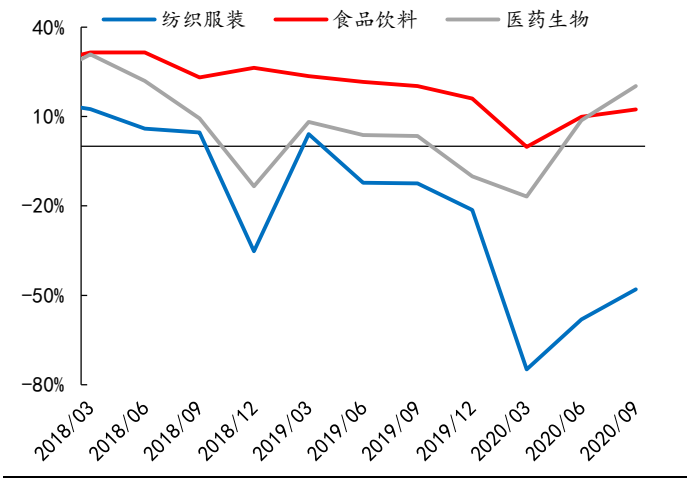
消费板块， 2020 年三季度必选消费和可选消费的各行业营收增速及归母净利润增速较二季度均有所上升。必选消费中食品饮料、医药、纺服归母净利润累计增速分别为 12.42%、20.23%和-48.03%，增速较 2020 年二季度增速分别提升 2.45、11.50 和 10.06 个百分点。可选消费中汽车、家电和休闲服务归母净利润累计增速分别为-0.66%、-14.67%和-88.74%，增速较二季度分别回升 28.89、15.86 和 32.51 个百分点。其中，休闲服装在 2020 年三季度改善最大。

图22： 必选消费营收增速大幅改善



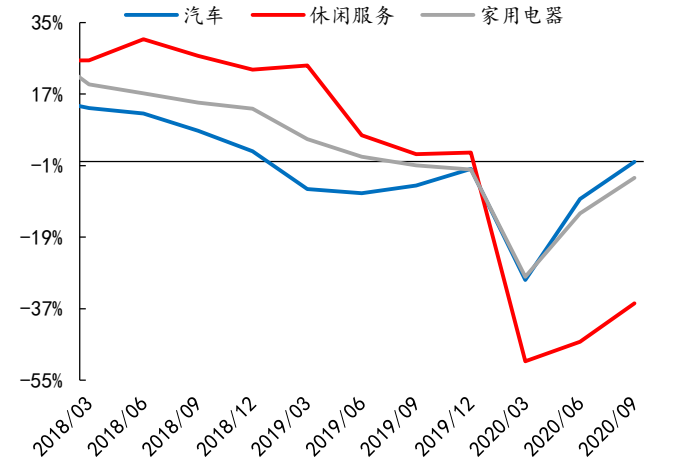
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图23： 纺服、医药、食饮净利润增速整体回升



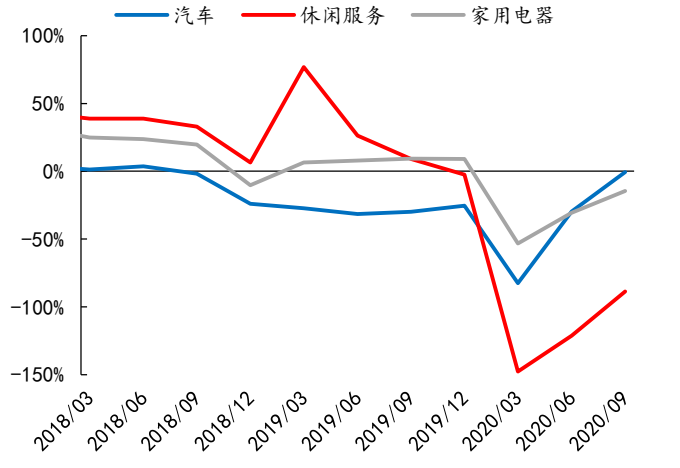
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图24： 可选消费中，汽车营收增速接近转正



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图25： 可选消费中，汽车归母净利润增速接近转正



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表1： 各个板块 ROE 分析

大类板块	ROE(TTM)			资产周转率			销售净利率			权益乘数		
	2020 Q2	2020 Q3	Q3-Q2	2020 Q2	2020 Q3	Q3-Q2	2020 Q2	2020 Q3	Q3-Q2	2020 Q2	2020 Q3	Q3-Q2
全部A股	7.77%	8.07%	0.29%	17.90%	17.75%	-0.15%	7.12%	7.41%	0.29%	6.10	6.13	3.02%
全部A股（剔除金融）	6.20%	6.80%	0.61%	59.81%	59.48%	-0.33%	3.98%	4.38%	0.40%	2.60	2.61	0.67%
全部A股(剔除金融两油)	6.73%	7.10%	0.37%	56.54%	56.75%	0.21%	4.47%	4.69%	0.22%	2.66	2.67	0.56%
主板	8.16%	8.40%	0.24%	16.23%	16.06%	-0.17%	7.60%	7.86%	0.26%	6.62	6.65	3.23%
中小企业板	5.54%	6.28%	0.74%	52.22%	52.32%	0.09%	4.10%	4.58%	0.49%	2.59	2.62	2.71%
中小企业板（剔除金融）	5.22%	5.98%	0.77%	66.02%	66.39%	0.37%	3.65%	4.13%	0.48%	2.17	2.18	1.84%
创业板	3.24%	3.84%	0.60%	52.31%	52.24%	-0.08%	3.39%	4.02%	0.63%	1.83	1.83	0.36%
创业板（剔除温氏乐视）	2.26%	2.98%	0.72%	50.75%	50.73%	-0.02%	2.45%	3.23%	0.78%	1.81	1.82	0.36%
周期	4.39%	5.69%	1.30%	83.35%	81.18%	-2.16%	2.51%	3.34%	0.82%	2.10	2.10	0.34%

成长	3.04%	3.38%	0.34%	67.00%	66.87%	-0.13%	2.30%	2.56%	0.26%	1.98	1.98	-0.23%
金融	10.09%	9.94%	-0.16%	4.87%	4.84%	-0.03%	20.02%	19.78%	-0.24%	10.35	10.38	3.08%
必选消费	11.18%	11.75%	0.57%	73.95%	73.97%	0.02%	8.69%	9.12%	0.43%	1.74	1.74	0.25%
可选消费	6.74%	7.41%	0.67%	78.23%	79.76%	1.54%	3.52%	3.76%	0.24%	2.45	2.47	1.83%
其他	6.25%	6.60%	0.35%	57.83%	58.40%	0.57%	3.85%	4.02%	0.17%	2.81	2.81	0.25%

资料来源：新时代证券研究所

表2：申万一级行业 ROE 分析

申万一级	ROE(TTM)			资产周转率			销售净利率			权益乘数		
	2020Q2	2020Q3	Q3-Q2	2020Q2	2020Q3	Q3-Q2	2020Q2	2020Q3	Q3-Q2	2020Q2	2020Q3	Q3-Q2
通信	1.15%	1.30%	0.15%	56.59%	57.37%	0.78%	1.02%	1.14%	0.12%	1.99	1.99	-0.38%
农林牧渔	18.05%	20.81%	2.76%	88.60%	88.85%	0.24%	10.60%	12.09%	1.49%	1.92	1.94	1.52%
传媒	-1.43%	-1.38%	0.05%	53.56%	51.38%	-2.19%	-1.56%	-1.56%	0.00%	1.71	1.73	1.19%
机械设备	4.75%	5.59%	0.84%	51.70%	53.14%	1.44%	4.04%	4.58%	0.54%	2.27	2.30	2.36%
电气设备	5.24%	6.15%	0.91%	48.72%	49.76%	1.04%	4.77%	5.49%	0.72%	2.26	2.25	-0.37%
医药生物	8.03%	8.96%	0.93%	72.52%	72.60%	0.09%	6.09%	6.81%	0.73%	1.82	1.81	-0.80%
建筑材料	16.75%	16.87%	0.12%	70.60%	71.70%	1.11%	14.08%	14.08%	0.00%	1.68	1.67	-1.41%
食品饮料	20.91%	21.09%	0.18%	76.89%	76.72%	-0.18%	18.31%	18.54%	0.23%	1.49	1.48	-0.25%
公用事业	6.55%	7.30%	0.75%	29.95%	29.87%	-0.08%	8.12%	9.16%	1.04%	2.69	2.67	-2.40%
电子	7.42%	8.08%	0.65%	87.91%	87.86%	-0.05%	3.88%	4.28%	0.40%	2.18	2.15	-2.99%
汽车	5.39%	6.33%	0.94%	79.29%	81.34%	2.06%	2.77%	3.14%	0.37%	2.46	2.48	2.03%
建筑装饰	8.48%	8.55%	0.08%	65.17%	66.21%	1.04%	3.23%	3.22%	0.00%	4.03	4.01	-2.27%
计算机	1.42%	1.38%	-0.04%	62.73%	62.16%	-0.57%	1.27%	1.23%	-0.04%	1.79	1.81	2.24%
商业贸易	5.23%	4.10%	-1.13%	103.17%	102.92%	-0.24%	2.09%	1.63%	-0.46%	2.43	2.45	1.99%
轻工制造	5.07%	5.32%	0.25%	61.96%	63.01%	1.05%	3.89%	4.02%	0.13%	2.10	2.10	-0.23%
有色金属	1.31%	1.87%	0.55%	96.23%	98.43%	2.19%	0.59%	0.82%	0.23%	2.32	2.32	0.23%
综合	2.91%	3.65%	0.74%	86.15%	89.05%	2.90%	1.22%	1.48%	0.26%	2.78	2.77	-0.62%
房地产	10.66%	10.51%	-0.15%	20.77%	20.62%	-0.16%	10.38%	10.37%	-0.01%	4.94	4.91	-3.11%
国防军工	3.02%	3.24%	0.23%	41.63%	42.53%	0.90%	3.45%	3.64%	0.19%	2.10	2.10	-0.60%
化工	2.68%	4.88%	2.20%	95.60%	90.22%	-5.39%	1.29%	2.47%	1.18%	2.18	2.19	0.79%
钢铁	6.38%	7.10%	0.72%	85.58%	85.12%	-0.47%	3.21%	3.59%	0.38%	2.32	2.32	0.06%
纺织服装	2.22%	1.74%	-0.48%	74.89%	74.94%	0.05%	1.50%	1.13%	-0.37%	1.98	2.06	7.58%
银行	10.37%	10.01%	-0.37%	2.69%	2.64%	-0.05%	31.59%	30.90%	-0.69%	12.20	12.25	5.23%
采掘	4.17%	5.28%	1.11%	68.29%	66.22%	-2.07%	3.13%	4.08%	0.95%	1.95	1.96	0.26%
非银金融	8.58%	9.25%	0.67%	13.02%	12.99%	-0.03%	10.02%	10.70%	0.68%	6.57	6.65	7.57%
交通运输	2.83%	2.12%	-0.71%	54.93%	53.98%	-0.95%	2.09%	1.58%	-0.51%	2.47	2.49	2.46%
休闲服务	0.70%	-0.05%	-0.75%	53.72%	50.07%	-3.66%	0.72%	-0.06%	-0.78%	1.81	1.84	3.38%
家用电器	11.24%	11.51%	0.27%	79.69%	80.81%	1.12%	5.46%	5.51%	0.04%	2.58	2.59	0.55%

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/