新时代证券 New Times Securities

真正的风格切换

——策略框架思考

投资策略

● 关于风格切换的讨论是当下的焦点。我们在 5-6 月份观察到增量资金进场后，强调消费可能会适度泡沫化，周期股可能会开始有绝对收益。站在当下时点来看，现在出现更大级别风格切换的概率更高，建议增配金融周期，这里的机会估计是季度级别的。这一变化的推动力有两点：1.从持续披露的经济数据来看，之前的经济回升可以用疫情后经济反弹来解释，但如果经济继续回升，则库存周期等长期逻辑可能会被证实。2.目前处于增量资金大幅进场的第二个季度，2014 年 Q4 大级别风格切换就是发生在增量资金进来的第二个季度。背后原因是增量资金刚进来是，定价的话语权依然是存量资金，风格只会扰动，不会完全变化，但随着增量资金增多，风格可能发生季度级别以上的变化。

● 我们统计了 2000 年以来的 4 轮大级别主线行情，比较了其中月度、季度及季度以上级别的风格回撤或切换，总结出了以下框架：

（1）估值差异度过大，是风格切换的必要条件：绝大部分主线板块在发生月度级别以上的回撤时，其与大盘的估值差异度的历史分位数都突破了 90%。

（2）如果基本面、政策面、资金面等三个维度能发生共振，则风格切换的级别可能会是季度级别以上的，非常值得积极参与：在估值差异度较高时，我们还需要通过观察基本面、政策面和资金面三个维度的边际变化来判断大级别风格回撤或风格切换发生的概率。我们不可能等到基本面完全走坏后再减仓出逃也不会因为某个维度的一个小利好就判断某个板块将会有大级别的行情。这些维度的边际变化需要是一些具有领先意义的指标，然后通过后续的传导路径去进一步验证其持续性。特别是政策是有时滞性的，从政策吹风到政策落地实施，再到影响实体经济相关行业的景气度，最后影响相关上市公司股价的涨跌，这个时间周期可能会比较长。我们需要在第一个环节出现苗头时，关注传导路径上的相关指标去验证这个逻辑是否成立。

（3）其中一个维度产生变化会导致月度级别的补涨，两个维度共振会导致季度以上级别的风格变化：在判断是否即将发生风格回撤后，还需要判断风格回撤发生的级别。我们发现，当估值差异度较高时，基本面、政策面和资金面这三个维度若只有其中一个维度发生边际变化时，通常会发生月度级别的回撤，若其中一个维度的边际变化引起其他维度的共振时则会导致季度或季度以上级别的回撤。

● 对当下的判断：真正的风格切换正在酝酿。站在当下看未来，由于基本面和资金面的共振作用，真正的季度级别的风格切换正在酝酿中，持续的时间短则一个季度，长的话可能会有两个季度。现在与之前一个季度最大的变化在于：1.经济的边际变化正在逐步验证经济状态由疫情之后的超跌反弹转变为库存周期回升的长期逻辑。2.北向资金开始减持消费（食品饮料），增配金融地产等低估值板块，7 月金融类 ETF 的发行量也出现了上涨。3.目前正处于增量资金加速进场的第二个季度。我们认为这种基本面和资金维度的共振作用将在未来一个季度中引发市场真正的风格切换。

● 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

《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、 估值差异大，是风格切换的必要条件.....3
2、 季度级别和月度级别风格切换的区别.....4
2.1、 季度级别以上风格切换的案例.....5
2.2、 月度级别风格补涨的案例.....7
3、 三因素共振会有大级别风格切换.....8
4、 对当下的判断：真正的风格切换正在酝酿.....9

图表目录

图 1: 估值差异度+边际验证法实例应用.....5
图 2: 在大幅回撤前流动性已经收紧.....6
图 3: 社融增速见顶半年后传导至房地产市场.....6
图 4: 2010Q1 社融同比大幅下降.....6
图 5: 社零数据 2009 年 2 月触底反弹.....6
图 6: 多重打击之后白酒产量同比持续下滑.....7
图 7: 社融增速并未出现大幅上涨.....7
图 8: 地产和基建投资增速仍处于下降通道中.....7
图 9: 社融信贷数据基本处于负增长区间.....8
图 10: 流动性没有明显变化.....8
图 11: 工业品价格已持续上涨 5 个月.....9
图 12: 经济状态已经展现出了更长期的逻辑.....9
图 13: 北向资金开始流入金融地产等低估值板块.....10
图 14: 目前处于增量资金加速进场的第二个季度.....10

表 1: 不能简单的通过估值历史分位数来判断主线板块是否将发生回撤.....3
表 2: 估值差异度较大时容易发生主线风格回撤.....4
表 3: 通过发生边际变化的维度的数量可以判断主线回撤的级别.....8

关于风格切换的讨论是当下的焦点。我们在 5-6 月份观察到增量资金进场后，强调消费可能会适度泡沫化，周期股可能会开始有绝对收益。站在当下时点来看，现在出现更大级别风格切换的概率更高，建议增配金融周期，这里的机会估计是季度级别的。

这一变化的推动力有两点：1.从持续披露的经济数据来看，之前的经济回升可以用疫情后经济反弹来解释，但如果经济继续回升，则库存周期等长期逻辑可能会被证实。2.目前处于增量资金大幅进场的第二个季度，2014 年 Q4 大级别风格切换就是发生在增量资金进来的第二个季度。背后原因是增量资金刚进来是，定价的话语权依然是存量资金，风格只会扰动，不会完全变化，但随着增量资金增多，风格可能发生季度级别以上的变化。

我们统计了 2000 年以来的 4 轮大级别主线行情：2005 年 Q3-2009 年 Q3 金融地产主线、2009 年 Q3-2012 年 Q4 消费主线、2013 年 Q1-2015 年 Q4 信息科技主线、2016 年 Q1 至今消费主线，比较了期间月度、季度及季度以上级别的风格回撤或切换，发现：

（1）估值差异度的历史分位数过高是风格切换的必要条件，但级别有时候很小；

（2）如果基本面、政策面、资金面等三个维度能发生共振，则风格切换的级别可能会是季度级别以上的，非常值得积极参与；

（3）其中一个维度产生变化会导致月度级别的补涨，两个维度共振会导致季度以上级别的风格变化。

1、 估值差异大，是风格切换的必要条件

我们统计了 2000 年以来的 4 轮大级别主线行情发生月度以上级别回撤前 PE（TTM）和 PB（LF）的估值情况，通过回测历史数据发现，**简单通过估值的历史分位数来衡量主线板块的股价是否太高、未来是否会发生回撤的意义并不大，很多主线板块在发生月度以上级别回撤的前夕，估值的历史水位并不高，部分板块甚至处于历史较低的水平。**

但是进一步对数据进行处理后发现，主线板块的回撤往往都是在其与上证指数估值的差异程度较大时发生的。我们通过估值比价（行业估值/上证指数估值）来构建估值差异度指标，用以衡量 2000 年以来每轮大级别主线中的领涨板块与大盘的估值差异度情况，数据显示，**绝大部分主线板块在发生月度级别以上的回撤时，其与大盘的估值差异度的历史分位数都突破了 90%。**

表1： 不能简单的通过估值历史分位数来判断主线板块是否将发生回撤

风格回撤时间段	主线板块	回撤前历史区间（PE 比价）	回撤时 PE 比价历史分位水平	回撤时 PE 比价	回撤前历史区间（PE）	回撤时历史分位水平(PE)	回撤时的 PE
2007M5-2007M7	银行	0.60-1.28	45.2%	0.90	14.19-75.23	62.1%	41.38
	房地产	0.88-1.76	99.9%	1.76	15.82-83.7	99.7%	80.85
2007M10-2008M11	银行	0.60-1.36	24.7%	0.82	14.19-75.23	64.0%	43.21
	房地产	0.88-2.52	92.5%	1.62	15.82-120.03	98.0%	85.36
2009Q4-2010M7	银行	0.60-1.36	1.2%	0.46	6.4-75.23	7.3%	12.81
	房地产	0.88-2.52	44.9%	1.25	15.82-120.03	33.3%	34.7
2010Q4-2011Q1	食品饮料	0.67-2.68	91.6%	2.10	22.32-100.95	30.2%	34.93
2012M7-2013M1	食品饮料	0.67-3.26	91.6%	2.51	22.32-100.95	11.1%	26.83

2014M12-2015M1	计算机	0.90-6.51	96.7%	5.56	18.6-104.97	84.0%	63.93
	电子	0.75-6.25	91.2%	4.84	21.67-118.1	65.5%	56.75
	通信	0.33-4.90	90.4%	3.53	9.22-96.27	65.1%	40.87
2015M6-2015M9	计算机	0.90-7.13	99.9%	7.04	18.6-150.95	99.9%	150.95
	电子	0.75-6.25	91.6%	4.94	21.67-118.1	99.3%	105.93
	通信	0.33-4.89	97.9%	4.15	9.22-96.27	99.3%	89.07
2017Q3-2018M1	食品饮料	0.67-3.26	80.1%	2. 03	16.55-100.95	44.0%	31.59
2018M6-2018M12	食品饮料	0.67-3.26	90.8%	2.41	16.55-100.95	47.6%	33.21
2020 年 M3	食品饮料	0.67-3.26	87.9%	2.40	16.55-100.95	37.9%	29.95

资料来源：新时代证券研究所

表2： 估值差异度较大时容易发生主线风格回撤

风格回撤时间段	主线板块	回撤前历史区间（PB 比价）	回撤时 PB 比价历史分位水平	回撤时 PE 比价	回撤前历史区间（PB）	回撤时历史分位水平(PB)	回撤时的 PB
2007M5-2007M7	银行	0.85-1.92	5.3%	1.10	2.12-9.36	79.1%	5.45
	房地产	0.79-1.46	99.8%	1.45	1.29-7.44	99.8%	7.19
2007M10-2008M11	银行	0.85-1.92	5.9%	1.09	2.12-9.36	88.9%	7.35
	房地产	0.79-1.78	95.0%	1.32	1.29-10.08	98.6%	8.89
2009Q4-2010M7	银行	0.79-1.72	3.2%	1.15	1.63-9.36	15.6%	2.52
	房地产	0.71-1.78	87.8%	1.15	1.29-10.08	54.1%	3.43
2010Q4-2011Q1	食品饮料	0.84-3.43	99.8%	3.37	2.04-11.64	92.1%	8.23
2012M7-2013M1	食品饮料	0.84-3.98	94.7%	3.40	2.04-11.64	61.3%	5.40
2014M12-2015M1	计算机	0.74-4.08	98.1%	3.85	1.85-13.3	86.1%	5.97
	电子	0.64-2.80	93.8%	2.41	1.31-7.28	65.9%	3.74
	通信	0.31-2.05	97.5%	1.90	0.68-8.13	70.1%	2.94
2015M6-2015M9	计算机	0.74-5.81	99.9%	5.77	1.85-14.94	99.9%	14.94
	电子	0.64-2.80	94.9%	2.52	1.31-7.28	94.8%	6.52
	通信	0.31-2.41	99.9%	2.39	0.68-8.13	93.1%	6.19
2017Q3-2018M1	食品饮料	0.84-3.98	87.4%	2.95	2.04-11.64	62.6%	4.83
2018M6-2018M12	食品饮料	0.84-3.98	99.3%	3.74	2.04-11.64	72.3%	5.69
2020 年 M3	食品饮料	0.84-4.96	97.6%	4.60	2.04-11.64	74.5%	6.07

资料来源：新时代证券研究所

2、 季度级别和月度级别风格切换的区别

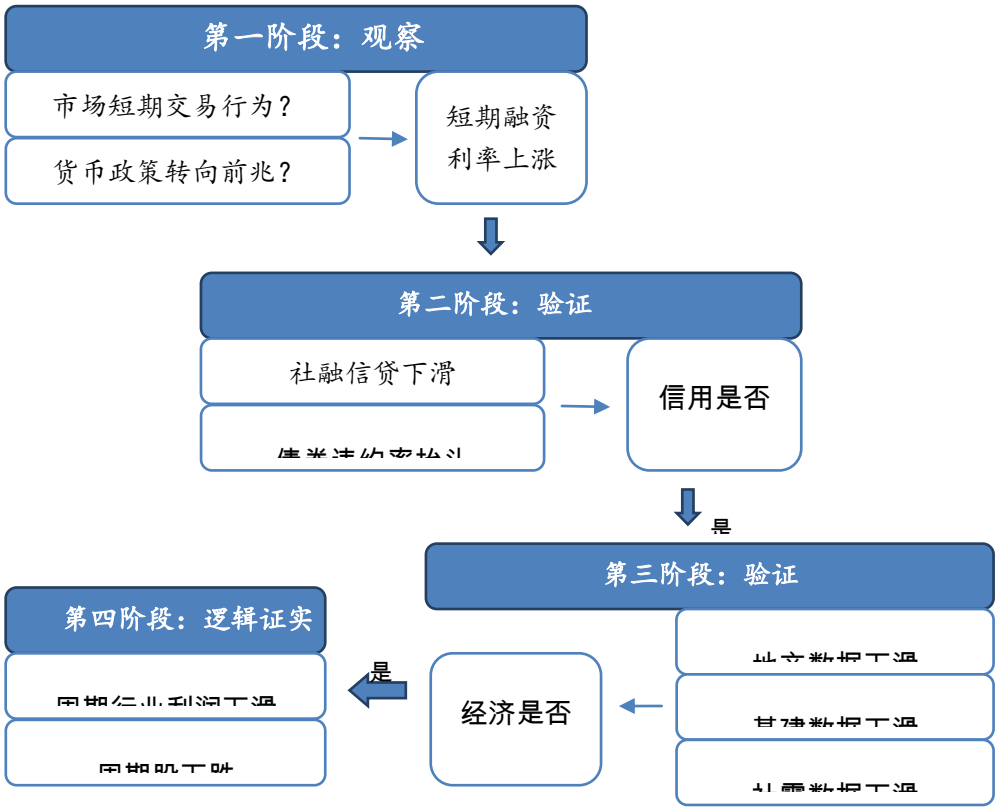
当然，只通过估值差异度的历史分位数来预判主线板块是否会发生大级别的风格回撤并不客观，实际上，也仍有估值差异度的历史分位数突破 90%后继续上涨的情况存在。**在估值差异度较高时，我们还需要通过观察基本面、政策面和资金面三个维度的边际变化来判断大级别风格回撤或风格切换发生的概率。**

我们不可能等到基本面完全走坏后再减仓出逃也不会因为某个维度的一个小利好就判断某个板块将会有大级别的行情。这些维度的边际变化需要是一些具有领先意义的指标，然后通过后续的传导路径去进一步验证其持续性。特别是政策的传导是有时滞性的，从政策吹风到政策落地实施，再到影响实体经济相关行业的景气度，最后影响相关上市公司股价的涨跌，这个时间周期可能会比较长。我们需要在第一个环节出现苗头时，关注传导路径上的相关指标去验证这个逻辑是否成立。

例如，在央行收紧流动性后，一开始观察到短期融资利率出现上涨，投资者很

难判断究竟是市场短期的交易行为的还是货币政策即将发生转向，进入紧缩周期。所以在观察到第一阶段短期利率上涨后，我们还需要关注每月的社融信贷数据等是否有所下滑、债券违约率是否抬头等第二阶段的信号去验证信用是否发生收缩。后续观察地产、基建投资、社零数据等是否下滑来验证经济是否发生收缩。这个传导路径的终点就是企业利润下滑，股价下跌。

图1： 估值差异度+边际验证法实例应用



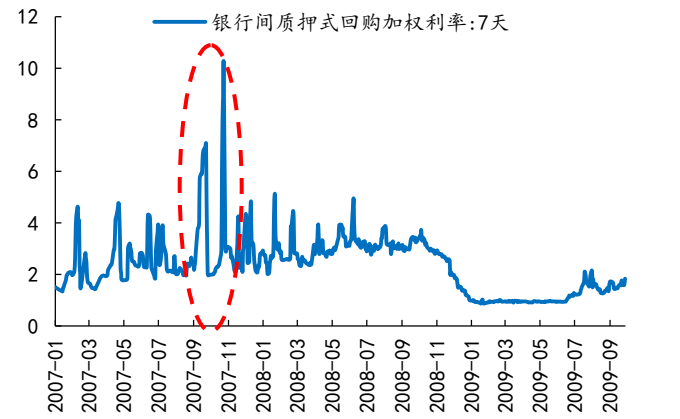
资料来源：新时代证券研究所

通过上述的方法能够预判历史上（2000 年至今）每轮大级别领涨主线月度以上级别的风格回撤或切换。

2.1、 季度级别以上风格切换的案例

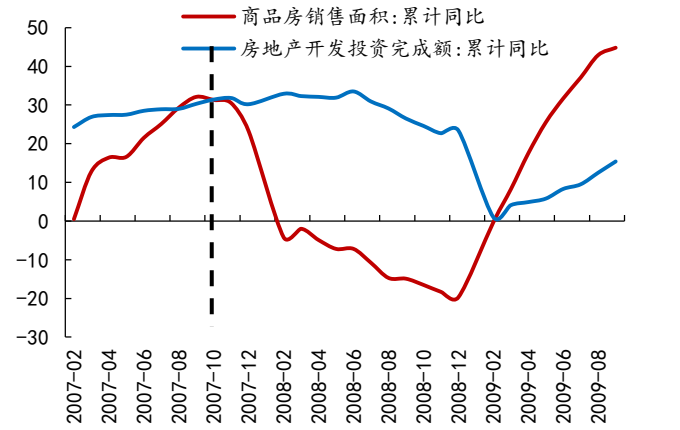
2007 年 10 月-2008 年 11 月，股市经历了将近一年的惨烈下跌，金融地产板块同样随之回调，在此之前已经有迹可循。由于货币信贷过快增长，通胀加速上涨，央行很早就进入了加息的节奏，07 年 9 月份短期利率就开始大幅上涨，流动性开始紧缩，同月社融增速也见顶开始下滑，半年多以后，货币紧缩传导至房地产市场，商品房销售面积同比增速开始下降。进入 2008 年，全球金融危机爆发，进出口数据大幅恶化，上市公司盈利开始下滑。聪明的投资者在观察到各种政策信号时就应该引起警觉（如各种政策吹风及 5 月底调涨印花税），在短期利率暴涨，流动性收紧的时候就可以开始减仓，随后按照相关的传导路径逐步确认减仓的信号（2007 年中石油的天量 IPO 对市场的流动性也是巨大冲击），减仓的幅度和节奏取决于投资者的风险偏好和资金成本。

图2： 在大幅回撤前流动性已经收紧



资料来源：Wind，新时代证券研究所

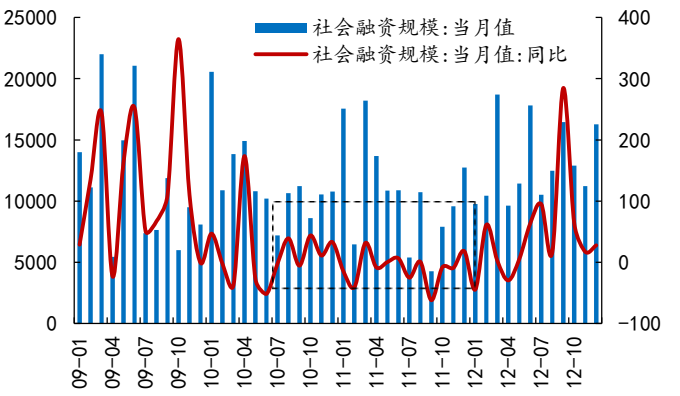
图3： 社融增速见顶半年后传导至房地产市场



资料来源：Wind，新时代证券研究所

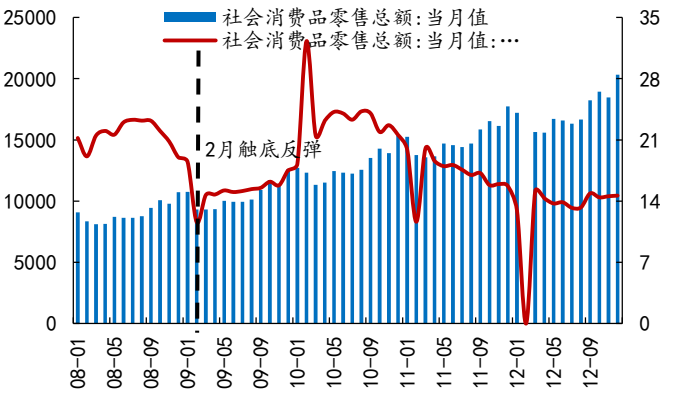
2009 年四季度，持续了 4 年之久的金融地产主线落幕。2009 年下半年，货币政策全面收紧，央行不断上调存款准备金率和基准利率，12 月社融增速开始大幅回落。与此对应的则是社零数据自 2009 年 2 月触底反弹，2010 年 1 月大幅上涨。在这个过程中投资者可以在 2009 年观察到社零数据的上升趋势后就开始逐步增加消费的持仓。实际上，消费的景气度带来的比较优势使得机构自三季度大幅加仓食品饮料等板块，市场的大级别主线风格切换为消费。

图4： 2010Q1 社融同比大幅下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

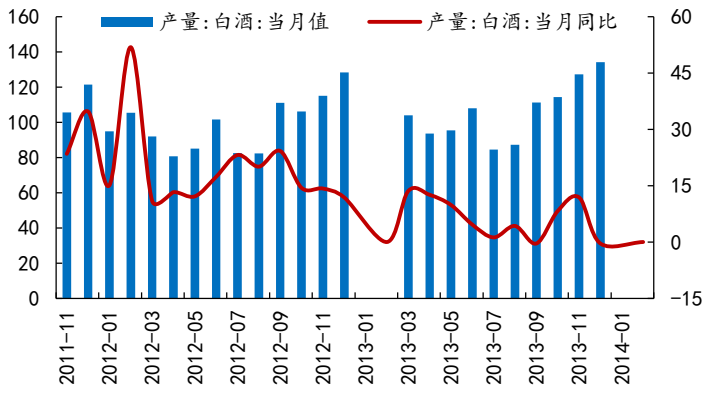
图5： 社零数据 2009 年 2 月触底反弹



资料来源：Wind，新时代证券研究所

消费主线的落幕来自于基本面和政策层面的共振影响。在 2012 年初白酒价格就已经开始下降， 53 度飞天茅台的价格从年初 3 月的 2046 元/瓶下降至 1676.5 元/瓶，跌幅约为 18%；52 度五粮液的零售价格从 1 月的 1185 元/瓶下降到 5 月的 1159 元/瓶，降幅约为 2%；52 度水井坊的零售价格从 3 月的 826 元/瓶下降到 791 元/瓶，降幅为 4%。投资者在观察到白酒降价时就应该引起警觉，通过渠道调研等方式来验证是否出现需求下滑。同年 11 月的塑化剂事件则是引发股价下跌的催化剂，2012 年 12 月中央八项规定出台，三公消费受到抑制后白酒需求承压得到进一步验证。

图6： 多重打击之后白酒产量同比持续下滑

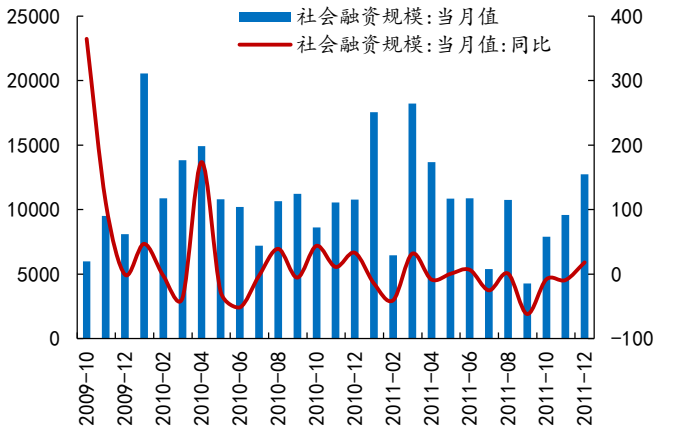


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 月度级别风格补涨的案例

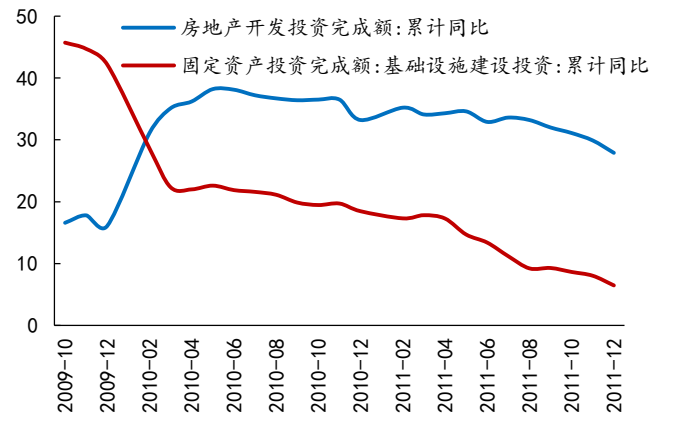
2010 年四季度至 2011 一季度市场主线出现了一次季度级别以内的风格切换：由消费短暂切换为周期，可以视为消费主线的“假摔”。2010 年 11 月美联储推出第二次量化宽松，全球大宗商品暴涨，投资者开始押注流动性支撑下的经济复苏。南华工业品价格自 6 月就开始上涨， 但从边际变化验证框架的角度，我们并未观察到社融数据、地产和基建投资增速有太大的起色，实际上很多宏观指标仍处于下降通道，这证明周期板块上涨的逻辑是脆弱的，最终于 2011 年一季度见顶回落。市场重新拥抱确定性更高的消费主线。

图7： 社融增速并未出现大幅上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

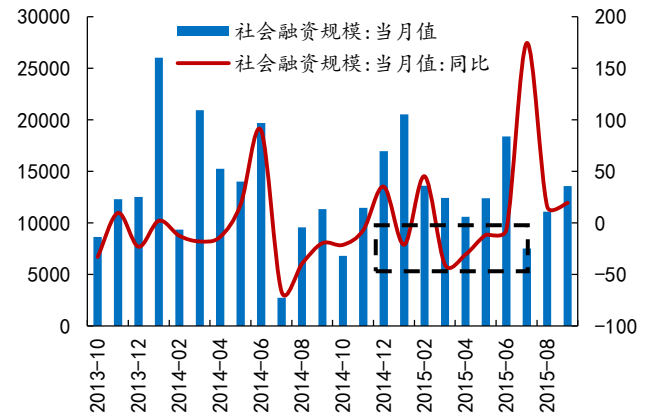
图8： 地产和基建投资增速仍处于下降通道中



资料来源：Wind，新时代证券研究所

同样的“假摔”也出现在信息科技主线中。2014 年的三季度央行开始通过 MLF、PSL 投放基础货币，10 月降息，政策宽松的信号使得流动性开始向估值较低的金融板块扩散。在增量资金的推动下，金融板块短暂取代信息科技成为市场领涨主线。但是，按照我们的框架，社融信贷数据自 14 年 2 月份开始就基本处于负增长区间，短期的政策利好并不能够成为支撑金融板块持续走强的逻辑。

图9： 社融信贷数据基本处于负增长区间



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 流动性没有明显变化



资料来源：Wind，新时代证券研究所

实际上当主线板块发生“假摔”时，恰恰正是“上车补票”的良机。

3、 三因素共振会有大级别风格切换

在判断是否即将发生风格回撤后，还需要判断风格回撤发生的级别。我们发现，当估值差异度较高时，基本面、政策面和资金面这三个维度若只有其中一个维度发生边际变化时，通常会发生月度级别的回撤，若其中一个维度的边际变化引起其他维度的共振时则会导致季度或季度以上级别的回撤。

表3： 通过发生边际变化的维度的数量可以判断主线回撤的级别

风格回撤时间段	主线板块	回撤级别	基本面	政策面	资金面
2007M5-2007M7	银行 房地产	月度级别	/	5 月底调涨印花税	/
2007M10-2008M11	银行 房地产	季度以上级别	社融增速、地产、基建投资均出现下滑。此后进出口数据也暴跌	通胀上行，央行不断加息	短期融资利率于 9 月份开始暴涨，流动性出现收缩
2009Q4-2010M7	银行 房地产	季度以上级别	社融数据下滑，但社零数据则开始呈现上升趋势	货币政策收紧，央行不断上调存款准备金率和基准利率	/
2010Q4-2011Q1	食品饮料	月度级别	大宗商品价格大幅上涨。但后续并未验证到社融、地产和基建投资等数据的上涨。逻辑证伪	/	/
2012M7-2013M1	食品饮料	季度级别	白酒需求下降。与此同时商品房销售面积、房地产开发投资完成额累计同比上涨，社融增速从 2012 年初起连续上涨。市场风格短暂切换为周期	中央八项规定，三公消费收到抑制	/
2014M12-2015M1	计算机 电子 通信	月度级别	/	央行开始通过 MLF、PSL 投放基础货币，10 月降息	/
2015M6-2015M9	计算机 电子 通信	季度级别	/	政策吹风打击场外配资，后续恒生 Homs 系统被叫停	杠杆资金恐慌性抛售

2018M6-2018M12	食品饮料	季度以上级别	信用收紧，消费需求承压，食品饮料业绩增速高位回落	去杠杆加大力度，社融负增长，社保有税务部门统一征收，消费需求收紧	/
2020 年 M3	食品饮料	月度级别	/	/	海外疫情爆发，美股暴跌引发流动性紧张

资料来源：新时代证券研究所

4、 对当下的判断：真正的风格切换正在酝酿

站在当下看未来，由于基本面和资金面的共振作用，真正的季度级别的风格切换正在酝酿中，持续的时间短则一个季度，长的话可能会有两个季度。一方面，尽管南方部分地区遭受洪涝灾害，下游施工受到影响，但 7 月份经济仍显示出较强韧性，延续修复的趋势。具体来看，房地产销售和投资成为最大亮点，商品房销售增速已超过去年全年的水平。另外考虑到今年新增专项债主要投向基建领域，且按照财政部的要求，3.75 万亿元规模的专项债将力争在 10 月底前全部发行（截止 7 月底已经完成全年限额的 60%，预计 8-10 月的月均发行量将会高于上半年。），我们认为汛期结束后，基建投资将会提速。复工复产的持续推进带动工业品的价格稳步上涨，虽然 8 月份铜价有所回落，我们认为这主要源于价格上涨过快引发的短期价格修复，南美（特别是智利这种主要产铜国）疫情数据的恶化使得铜价仍有较强支撑。

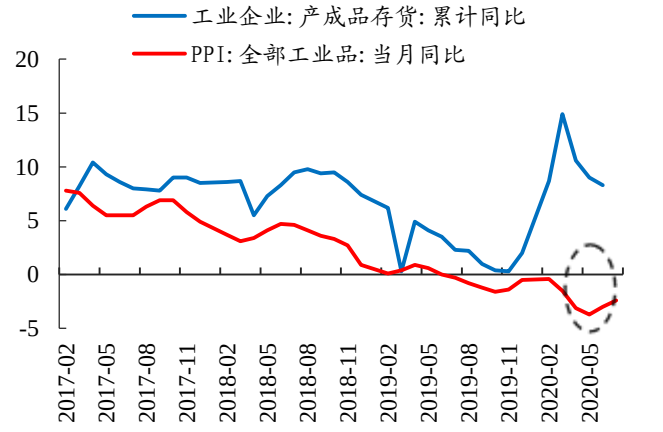
另一方面，PPI 已于 5 月触底，目前连续两月降幅收窄。从历史经验来看，PPI 相对于库存指标通常具有领先意义，当价格上涨时，企业对于需求端未来的预期较为乐观，进而带来库存的增加。目前工业企业已经经历了疫情阶段的被动累库和复工复产后的主动去库阶段。如果经济恢复持续到 10 月，则可能带来企业的主动补库行为，进而触发库存周期。考虑到 2020 年全球央行大放水的力度和过去两年周期板块压制得过低的预期，库存周期一旦触发，叠加全球放水后在通胀的逻辑，周期股的上涨幅度可能会非常可观。

图11： 工业品价格已持续上涨 5 个月



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 经济状态已经展现出了更长期的逻辑

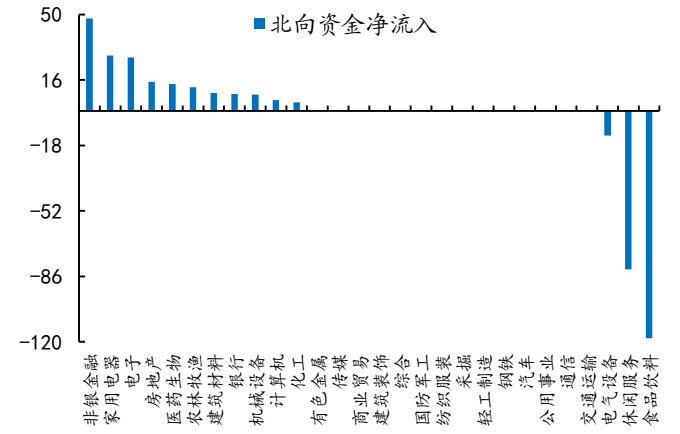


资料来源：Wind，新时代证券研究所

从资金维度来看，自 7 月初以来，北上资金开始布局银行、地产等低估值板块，大幅减仓食品饮料，7 月金融类 ETF 的发行量也出现了上涨。另一方面，7 月份新成立偏股型基金份额已经突破 2015 年大牛市的最高峰。目前正处于增量资金加速进场的第二个季度。从 2014 年牛市的经验来看，在增量资金加速进场的第一个季度中前期主线通常仍然最强，市场短期的风格切换可以不参与，以不变应万变（2014 年 7 月份，钢铁等板块开始蠢蠢欲动，但信息科技板块依然能取得不错的超额收益）。

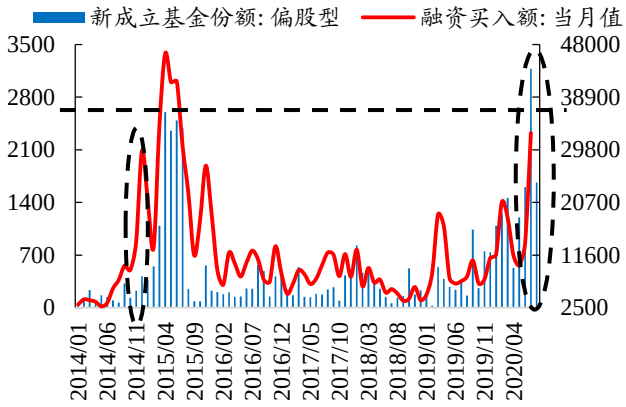
增量资金加速进场的第二个季度中，流动性将开始向低估值板块扩散，市场将迎来真正的风格切换，需要积极参与（2014 年四季度，金融地产全面领涨）。我们在 5-6 月份观察到增量资金进场后，强调消费可能会适度泡沫化，周期股可能会有绝对收益。7 月份的市场表现也印证了我们的观点：低位的金融和周期板块开始有所表现，但前期的主线（食品饮料和医药）依然最强。经历了这种纯提估值的行情后，市场需要时间通过业绩验证的方式消化泡沫，且目前存量资金已经配置到高位。9-10 月，股市资金和经济均可能超预期，流动性将开始向更具有比较优势的低估值板块扩散。

图 13： 北向资金开始流入金融地产等低估值板块



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图 14： 目前处于增量资金加速进场的第二个季度



资料来源：Wind，新时代证券研究所

目前，前期的领涨主线消费、科技、医药等板块与上证指数估值差异度的历史分位数均已突破 90%。现在与之前一个季度最大的变化在于：1.经济的边际变化正在逐步验证经济状态由疫情之后的超跌反弹转变为库存周期回升的长期逻辑。2.北向资金开始减持消费（食品饮料），增配金融地产等低估值板块，7 月金融类 ETF 的发行量也出现了上涨。3.目前正处于增量资金加速进场的第二个季度。（在第一个增量资金大幅进场的季度中前期主线通常仍然最强，市场短期的风格切换可以不参与，以不变应万变。第二个增量资金大幅进场的季度中，流动性将开始向低估值板块扩散，市场将迎来真正的风格切换，需要积极参与）。近期部分低估值板块在利空消息出现后不跌反涨（如银行），我们认为这可能是利空出尽的信号。考虑到 2020 年全球央行大放水的力度和过去两年周期板块压制得过低的预期，库存周期一旦触发，叠加全球放水后再通胀的逻辑，周期股的上涨幅度可能会非常可观。站在当下时点来看，增配金融周期会是胜率较高的一种策略。

综合上述三点变化，我们认为在未来一个季度内，基本面和资金维度的共振作用将引发市场真正的风格切换。

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/