

人民币快速升值对各行业的影响

投资策略专题

樊继拓 (分析师) **周远扬 (联系人)**
021-68865595 zhouyuanyang@xsdzq.cn
fanjitu@xsdzq.cn 证书编号: S0280118070021
证书编号: S0280518040001

● 自2018年11月下旬以来,人民币对美元汇率升值态势逐渐显现。尤其在上周,人民币对美元汇率升值超千点,创汇改以来最大单周涨幅。2019年初至今人民币累计升值幅度达1.61%。此番人民币升值主要来自两方面原因,一是美元指数走弱,二是人民币外汇供需关系改善。

● 汇率波动对上市公司的业绩影响主要体现在两个方面:一是汇兑损益所体现的直接影响,二是汇率波动影响企业成本及产品销售,进而间接影响企业的经营业绩。进一步分析我们可以得出,在人民币升值过程中,外币负债较高(偿债压力降低、汇兑收益)、原材料比较依赖进口(成本降低)的企业将充分受益,而产品出口占比较高的企业将面临汇兑损失和产品竞争力下降的双重压力。

● 外币负债较高企业,在人民币升值的过程中,一方面本币升值使得外币计价的债务减少,企业偿债压力减小;另一方面,若其外币负债高于外币资产,则产生汇兑收益。目前,我国房地产、钢铁、航空、石油开采等行业海外举债较多。

● 对于原材料或设备较为依赖进口的企业,人民币升值使得外币折算成人民币的价格降低,企业取得原材料或设备的成本降低,提高企业毛利,同时改善企业的现金流。我国进口金额较高的原材料以及比较依赖进口的产品主要集中在农产品(大豆)、轻工纺织(原木、纸浆)、有色(矿石)、原油、汽车制造、医药及高新技术产品设备领域。

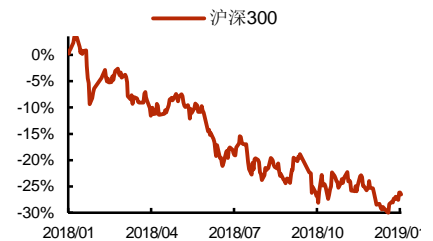
● 海外业务收入占比较高的行业,在人民币升值过程中,外币收入转换成人民币时将面临汇兑损失,同时产品以人民币计价的价格不变时,折算成外币,对应的外币价格提高,降低产品的竞争力,影响企业销售收入。

● 根据上市公司年报披露的数据,2017年海外业务收入占营业收入比例较高的行业为电子、家电,分别为42.66%和33.95%,且占比较2016年均显著提升。其次,机械设备、纺织服装、通信、商业贸易及电气设备行业海外业务收入占比也较高。进一步具体到申万二级行业,其他电子II、半导体、渔业、其他交运设备II、多元金融II、视听器材、光学光电子、采掘服务、纺织制造、白色家电、元件II、电机II海外业务收入占比较高。在2017年人民币持续升值的过程中,这些行业均产生大额汇兑损失。其中半导体、电子制造、白色家电、通用设备、专用设备、通信设备、电机、其他交运设备和采掘服务行业的汇兑损失占净利润比例较高,对企业业绩影响较为显著。

● 人民币升值过程中,推荐配置外币负债规模较高、原材料或设备较为依赖进口且海外业务收入占比较低的行业。具体到行业分别为航空、造纸、电力、有色、石油开采等行业,此外汽车制造及医药行业在成本端也较为受益,人民币快速升值对出境游也有促进作用。

风险提示:人民币升值不及预期。

大盘走势图



相关报告

- 《IPO发行加速,北上资金大幅加仓食品、家电》2019-01-14
- 《产业资本小幅净增持,资金面环比改善》2019-01-07
- 《降准到反弹还有些距离》2019-01-06
- 《融资余额大幅回落,产业资本净减持额度扩大》2019-01-02
- 《这一次春季躁动会略晚》2019-01-01
- 《总结2018,哪些主流逻辑被打破了》2018-12-28
- 《黄金的机会博弈到了后期》2018-12-27
- 《北上资金继续流出,融资余额回落》2018-12-24
- 《反弹低预期的原因》2018-12-23
- 《解禁潮并不会带来减持潮》2018-12-18

目 录

1、 人民币快速升值对各行业的影响.....	3
1.1、 汇率影响企业业绩的途径.....	3
1.2、 外币负债较高的行业受益人民币升值.....	4
1.3、 人民币升值促进原材料依赖进口的行业成本改善.....	4
1.4、 海外业务收入占比较高的行业面临汇率升值冲击.....	6
2、 人民币升值背景下行业配置建议.....	10
2.1、 行业配置建议.....	10

图表目录

图 1: 主要国家货币兑人民币汇率.....	3
图 2: 申万一级行业 2017 年海外业务收入占比.....	6
图 3: 申万二级行业 2017 年海外业务收入占比 (25%以上).....	6
图 4: 美元兑人民币汇率.....	8
表 1: 人民币升值对企业业绩的影响.....	4
表 2: 主要进口原材料及其对应的下游细分行业一览.....	5
表 3: 海外业务收入占营业收入比例一览.....	7
表 4: 海外业务占比较高的行业汇兑损益情况.....	9
表 5: 人民币升值利好细分行业汇总.....	10

1、人民币快速升值对各行业的影响

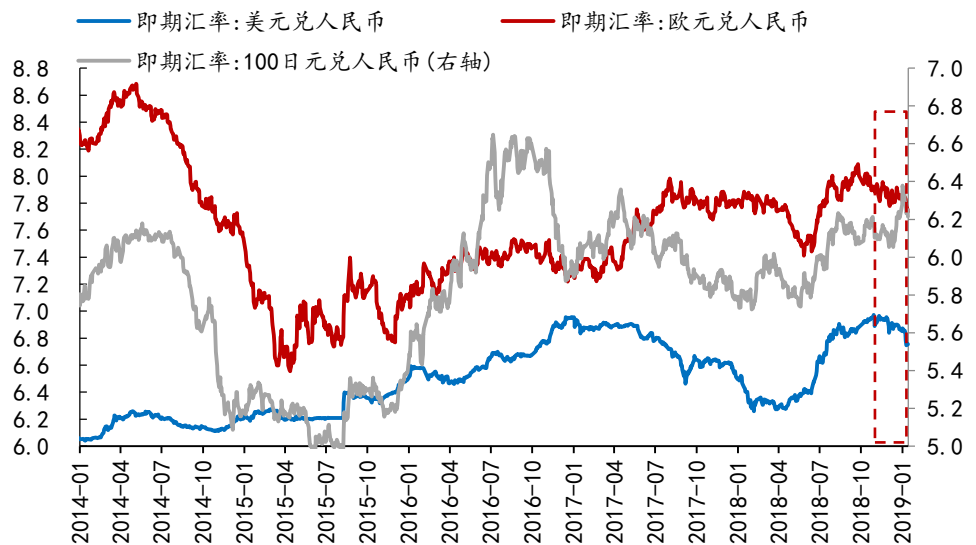
自2018年11月下旬以来,人民币对美元汇率升值态势逐渐显现。尤其在上周,人民币对美元汇率升值超千点,创汇改以来最大单周涨幅。2019年初至今人民币累计升值幅度达1.61%。此番人民币升值主要来自两方面原因,一是美元指数走弱,二是人民币外汇供需关系改善。

美元指数走弱。近期美国经济出现走弱迹象,CPI和PMI指数均不乐观,影响美联储加息步伐,美联储12月会议纪要和鲍威尔讲话均强调“保持耐心、继续观望”,态度也逐渐转向鸽派。此外,美国和墨西哥边境问题悬而未决,美国政府部分持续停摆,拉低美元指数。

人民币外汇供需关系改善。自中美领导人在阿根廷G20峰会上会晤以来,中美贸易摩擦有所缓解,加之1月7日至9日中美贸易磋商顺利,人民币升值预期和结汇意愿加强。另外,随着MSCI提高A股纳入比例和富时指数纳入A股的推进,外资流入A股的进程加快,人民币外汇需求改善。

针对近期人民币快速升值,本文将多角度详细分析人民币升值对A股各个行业的影响。

图1: 主要国家货币兑人民币汇率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.1、汇率影响企业业绩的途径

汇率的波动将对海外业务占比较高的上市公司业绩产生较大影响,我们通过梳理上市公司公告发现,汇率波动对上市公司的业绩影响主要体现在两个方面:一是汇兑损益所体现的直接影响,二是汇率波动影响企业成本及产品销售,进而间接影响企业的经营业绩。

首先最为直接的影响在于汇兑损益。对于承担外币负债较多的企业,在人民币升值的过程中,其偿债压力将会减小,若其外币负债高于外币资产,则会产生汇兑收益。对于产品出口占比较高的企业,在人民币升值过程中,外币收入转化为人民币将面临汇兑损失。同时,对于产品出口占比较高的企业,人民币升值还会降低其产品的竞争力。人民币升值,在人民币计价的价格不变的情况下,以外币计价的价格将会提高,价格提高可能导致销量的降低从而影响销售收入。在成本端,人民币

升值后，以外币折算的进口原材料价格下降，企业成本降低，当期现金流增加，同时企业在人民币升值的背景下，能持续的改善自己的成本端支出，将更多资金投入产品的研发中，能助推企业的可持续发展。

通过以上分析我们可以得出，在人民币升值过程中，外币负债较高（偿债压力降低、汇兑收益）、原材料比较依赖进口（成本降低）的企业将充分受益，而产品出口占比较高的企业将面临汇兑损失和产品竞争力下降的双重压力。

表1：人民币升值对企业业绩的影响

影响方式	影响变量	人民币升值影响途径	典型行业
直接影响	汇兑损益	外债负担较高的企业，偿债压力减小；外币负债高于外币资产，则产生汇兑收益	航运、石油开采
		产品出口占比较高的企业，外币收入转为人民币产生汇兑损失	电子、家电、机械、纺织
间接影响	产品成本	原材料依赖进口的企业，外币价格折算人民币价格降低，成本降低	造纸、有色、旅游
	产品销量	产品出口占比较高的企业，人民币币折算成外币，外币价格提高，降低产品竞争力	电子、家电、机械、纺织

资料来源：新时代证券研究所

1.2、外币负债较高的行业受益人民币升值

外币负债较高企业，在人民币升值的过程中，一方面本币升值使得外币计价的债务减少，企业偿债压力减小；另一方面，若其外币负债高于外币资产，则产生汇兑收益。

目前，我国房地产、钢铁、航空、石油开采等行业海外举债较多。航空业目前被空客和波音垄断，大量的航材租赁、购买和大修，以及航油的购买都需要从国外获得，目前我国的航空公司外币负债占比较多，人民币升值将减少航空企业的偿债压力。石油开采行业进口原油占比较大，美元债务多，人民币升值将减少石油开采企业的偿债压力。

1.3、人民币升值促进原材料依赖进口的行业成本改善

对于原材料或设备较为依赖进口的企业，人民币升值使得外币折算成人民币的价格降低，企业取得原材料或设备的成本降低，提高企业毛利，同时改善企业的现金流。

下表统计了我国进口金额较高的原材料以及比较依赖进口的产品，主要集中在农产品（大豆）、轻工纺织（原木、纸浆）、有色（矿石）、原油、汽车制造、医药及高新技术产品设备领域。我国对原油、纸浆、金属矿产及高新技术产品设备的进口依赖性较强，人民币升值，有利于这些行业降低成本。此外，人民币升值还能促进居民出境游。因为人民币升值，居民出去旅游用相同的人民币可兑换更多的外币，人民币购买力上升，出境旅游的动力增加。

造纸行业：我国是一个少林的国家，且国内废纸的利用率并不高，这使得我国成为全球最大的纸浆进口国，随着人民币升值，进口原材料成本的下降将改善造纸行业的基本面。一般来说，生产高档纸（如彩色胶印新闻纸、铜版纸、轻涂纸、高档包装纸如白卡纸等）使用的原料多为进口木浆和废纸，而传统的书写纸、文化纸、

低档包装纸等多使用国内自制的草浆和木浆。因此，人民币升值更加有利于降低高档纸的生产成本，而对低档纸的生产影响相对较小。

电力行业：人民币升值，进口电力设备和燃料（煤、燃油）的成本将下降，同时有外币负债的公司汇兑收益将增加。

有色金属、原油：我国是有色金属及原油消费和进口大国，人民币升值将降低行业的原材料成本，改善企业的经营情况。

表2： 主要进口原材料及其对应的下游细分行业一览

主要进口原材料&产品	进口金额(亿美元)			细分行业
	2017	2016	2015	
大豆	396.38	339.81	347.69	农产品加工、饲料、畜禽养殖
原木	99.21	80.85	80.63	房屋建设、装修装饰、其他建材、造纸
纸浆	153.42	122.41	127.55	造纸
纸及纸板未切成形	43.22	32.80	33.49	包装印刷
锯材	100.65	81.38	75.04	其他建材、装修装饰
棉花原棉	21.90	15.70	25.72	纺织制造、服装家纺
羊毛及毛条	27.99	23.87	25.74	纺织制造、服装家纺
铁矿砂及其精矿	762.78	580.33	576.20	金属加工、钢铁、工业金属
锰矿砂及其精矿	40.06	20.75	19.94	金属加工、钢铁、工业金属
铜矿砂及其精矿	263.86	208.88	192.04	金属加工、通用机械
铬矿砂及其精矿	34.42	16.19	17.88	金属加工、钢铁
钢材	151.70	131.53	143.35	金属制品、通用机械、汽车、船舶制造、基础建设、运输设备
未锻造的铜及铜合金	254.59	215.85	239.69	金属加工、工业金属、金属制品
铜材	58.00	48.15	50.62	电力、电子制造、白色家电、运输、建筑
原油	1623.28	1166.61	1344.51	石油化工、燃气、交通运输、贸易
煤	226.37	141.52	121.01	钢铁、电力、其他建材、石油化工
原形聚乙烯	105.65	85.12	93.26	塑料、纤维、家用轻工、包装印刷
合成橡胶包括胶乳	84.73	53.56	38.94	汽车零部件、化学制品
天然橡胶包括胶乳	49.17	33.55	39.16	橡胶、通用机械、汽车零部件、化学制品
汽车和汽车底盘	505.31	444.84	446.66	汽车制造、汽车服务、汽车整车、汽车零部件
小轿车包括整套散件	172.22	135.00	137.97	汽车制造、汽车服务、汽车整车
飞机	230.53	204.32	244.42	航空运输、机场、航运、物流
医药品	267.96	220.95	203.46	医药商业、医疗服务
医疗仪器及器械	97.05	89.80	81.69	医疗器械、医疗商业、医疗服务
金属加工机床	87.42	75.13	86.15	电子制造、汽车、船舶制造、航空装备、航天装备等
机电产品	8544.96	7713.85	8061.39	通用机械、专用设备、电气自动化设备、计算机设备、汽车制造等
高新技术产品	5840.34	5236.21	5480.58	通信设备、电子、生物制品、航空航天装备、金属非金属新材料
自动数据处理设备及其部件	275.78	271.82	276.61	通信设备、计算机设备

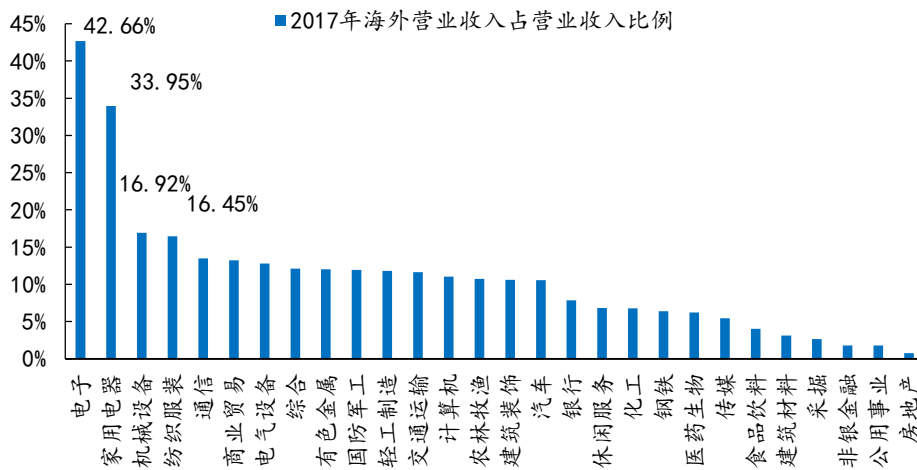
资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.4、海外业务收入占比较高的行业面临汇率升值冲击

海外业务收入占比较高的行业，在人民币升值过程中，外币收入转换成人民币时将面临汇兑损失，同时产品以人民币计价的价格不变时，折算成外币，对应的外币价格提高，降低产品的竞争力，影响企业销售收入。

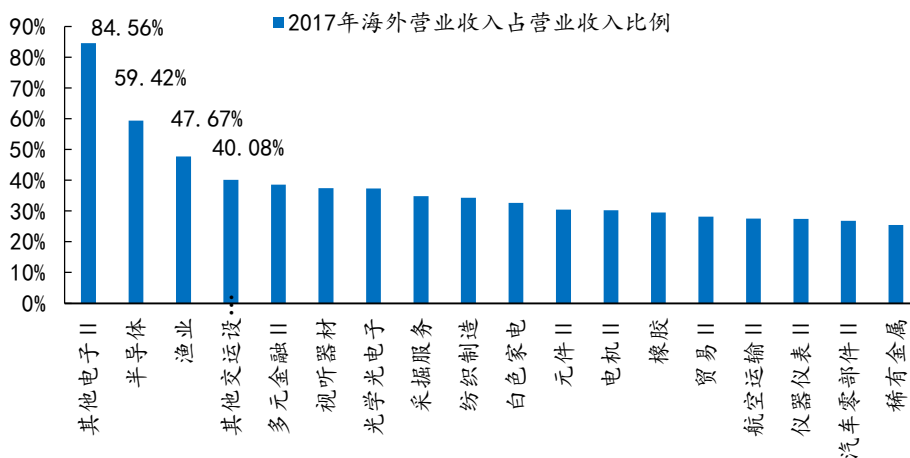
根据上市公司年报披露的数据，2017年海外业务收入占营业收入比例较高的行业为电子、家电，分别为42.66%和33.95%，且占比较2016年均显著提升。其次，机械设备、纺织服装、通信、商业贸易及电气设备行业海外业务收入占比也较高。进一步具体到申万二级行业，其他电子II、半导体、渔业及其他交运设备II海外业务收入占比较高，均在40%以上，其他电子II行业海外业务收入占比达到84.56%。其次多元金融II、视听器材、光学光电子、采掘服务、纺织制造、白色家电、元件II、电机II等行业海外业务收入占比均在30%以上。人民币升值过程中，以电子、家电为首的海外业务占比较高的行业业绩可能面临冲击。

图2：申万一级行业 2017 年海外业务收入占比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：申万二级行业 2017 年海外业务收入占比（25%以上）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表3: 海外业务收入占营业收入比例一览

申万一级行业	申万二级行业	2014	2015	2016	2017
电子		37.36%	27.97%	31.49%	42.66%
	其他电子 II	14.42%	14.43%	53.11%	84.56%
	半导体	48.47%	54.56%	54.33%	59.42%
	光学光电子	35.61%	39.28%	37.60%	37.29%
	元件 II	26.62%	33.75%	32.46%	30.43%
	电子制造	49.30%	20.73%	21.51%	22.00%
家用电器		25.83%	28.76%	26.69%	33.95%
	视听器材	34.02%	33.50%	33.38%	37.46%
	白色家电	22.23%	26.40%	23.67%	32.64%
机械设备		16.41%	16.82%	16.77%	16.92%
	通用机械	20.10%	21.58%	22.19%	22.40%
	专用设备	19.22%	20.86%	20.42%	19.14%
纺织服装		17.83%	17.52%	16.11%	16.45%
	纺织制造	37.23%	39.39%	36.05%	34.30%
通信		12.04%	13.02%	12.37%	13.49%
	通信设备	26.76%	25.55%	22.52%	22.88%
商业贸易		5.96%	10.12%	13.22%	13.23%
	贸易 II	14.66%	25.73%	31.95%	28.10%
电气设备		12.52%	11.69%	11.42%	12.79%
	电机 II	36.93%	36.64%	32.76%	30.24%
综合		6.73%	12.93%	11.38%	12.09%
有色金属		8.53%	8.37%	8.78%	12.02%
	稀有金属	17.38%	15.12%	19.05%	25.47%
	金属非金属新材料	21.77%	19.73%	17.00%	20.76%
国防军工		25.15%	23.85%	21.41%	11.93%
	船舶制造 II	48.53%	43.31%	43.63%	23.12%
轻工制造		12.84%	12.01%	12.28%	11.81%
	家用轻工	15.88%	14.57%	15.33%	15.07%
交通运输		13.14%	14.41%	13.02%	11.64%
	航运 II	26.35%	11.85%	19.45%	17.61%
计算机		25.73%	20.68%	16.96%	11.03%
	计算机设备 II	44.84%	36.57%	32.87%	16.79%
农林牧渔		8.84%	9.51%	9.13%	10.75%
	渔业	49.59%	44.32%	47.88%	47.67%
	农产品加工	25.82%	21.60%	22.58%	19.86%
建筑装饰		8.21%	9.17%	9.60%	10.61%
	专业工程	15.25%	16.32%	16.76%	17.37%
汽车		6.46%	8.48%	9.59%	10.55%
	其他交运设备 II	40.00%	36.78%	36.22%	40.08%
	汽车零部件 II	17.65%	26.28%	27.60%	26.79%
银行		5.23%	5.55%	6.90%	7.85%
休闲服务		0.33%	4.24%	4.55%	6.84%
	酒店 II	0.00%	27.21%	17.63%	15.71%
化工		4.58%	6.10%	6.60%	6.78%

申万一级行业	申万二级行业	2014	2015	2016	2017
	橡胶	39.80%	30.10%	28.10%	29.53%
	化学制品	21.15%	22.70%	22.14%	20.81%
	塑料	15.89%	18.51%	18.16%	17.04%
钢铁		7.37%	8.13%	7.58%	6.40%
医药生物		6.08%	5.81%	5.95%	6.22%
	医疗服务 II	28.19%	22.59%	21.54%	20.79%
	医疗器械 II	21.02%	19.68%	18.36%	18.84%
传媒		4.11%	3.90%	5.46%	5.46%
食品饮料		1.70%	1.60%	2.03%	4.03%
建筑材料		2.44%	3.31%	3.49%	3.15%
采掘		1.74%	2.01%	2.67%	2.64%
	采掘服务	19.78%	29.19%	36.41%	34.76%
非银金融		0.82%	0.90%	1.65%	1.81%
	多元金融 II	21.48%	19.92%	32.14%	38.61%
公用事业		1.98%	1.69%	1.80%	1.78%
房地产		0.22%	0.21%	0.43%	0.74%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

以美元兑人民币汇率为参考，2015 和 2016 年人民币兑美元分别贬值 4.67% 和 7.02%，2017 年人民币兑美元升值 6.30%，2018 年人民币兑美元贬值 5.43%。根据上市公司财报财务费用明细项下汇兑损益数据进行统计，结果恰好解释了我们上述分析。我们主要选取了海外业务收入占比较高的申万二级行业，在 2016 年人民币大幅升值 6.3% 的过程中，这类行业均产生大额汇兑收益，在 2017 年人民币持续升值的过程中，均产生大额汇兑损失。其中半导体、电子制造、白色家电、通用设备、专用设备、通信设备、电机、其他交运设备和采掘服务行业的汇兑损益占净利润比例较高，对企业业绩影响较为显著。

2018 年上半年，人民币兑美元汇率 1-2 月延续 2017 年的升值趋势，3-6 月逐渐企稳，根据 2018 年中报披露的汇兑损益数据来看，汇兑损益规模普遍较小，对净利润的影响相对较小。但 2018 年下半年人民币大幅贬值，对上述海外业务收入占比较高的行业将产生汇兑收益，一定程度上将增厚上市公司利润，对年报业绩有正向影响。

图4：美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

表4: 海外业务占比较高的行业汇兑损益情况

申万一级	申万二级	汇兑损益			归母净利润			汇兑损益占比		
		2016 年报	2017 年报	2018 中报	2016 年报	2017 年报	2018 中报	2016 年报	2017 年报	2018 中报
电子		16.60	-33.05	-7.00	707.90	854.12	394.03	2.35%	-3.87%	-1.78%
	半导体	2.50	-10.57	1.13	42.92	51.65	25.40	5.82%	-20.46%	4.43%
	电子制造	9.82	-24.61	-4.92	362.74	454.05	160.23	2.71%	-5.42%	-3.07%
家用电器		56.30	-40.33	4.72	532.25	704.17	416.74	10.58%	-5.73%	1.13%
	白色家电	51.28	-40.25	3.56	482.70	608.26	388.14	10.62%	-6.62%	0.92%
	视听器材	5.02	-0.08	1.16	49.54	95.91	28.60	10.13%	-0.09%	4.06%
机械设备		21.10	-35.03	-3.74	219.43	548.30	272.16	9.62%	-6.39%	-1.37%
	通用机械	6.58	-7.48	1.39	68.87	100.62	34.23	9.56%	-7.44%	4.07%
	专用设备	10.33	-20.63	-2.94	-6.96	242.27	168.46	-148.39%	-8.52%	-1.74%
纺织服装		3.32	-5.15	0.02	174.20	202.02	107.39	1.91%	-2.55%	0.01%
	纺织制造	2.69	-4.14	-0.01	51.58	71.80	31.76	5.21%	-5.77%	-0.03%
通信		15.40	-14.45	-0.03	138.46	159.24	36.17	11.12%	-9.08%	-0.08%
	通信设备	12.80	-12.06	-0.45	137.71	151.07	7.58	9.29%	-7.98%	-5.93%
电气设备		13.90	-16.02	0.28	402.59	485.74	229.76	3.45%	-3.30%	0.12%
	电机 II	1.53	-1.22	0.37	14.85	25.03	13.42	10.27%	-4.88%	2.79%
汽车		22.05	-17.90	-0.21	1130.13	1176.47	614.86	1.95%	-1.52%	-0.03%
	其他交运设备	2.01	-1.98	0.28	12.53	21.62	5.33	16.07%	-9.15%	5.26%
	汽车零部件 II	12.13	-11.73	-0.07	347.32	437.21	254.95	3.49%	-2.68%	-0.03%
化工		0.34	-21.29	4.61	1048.76	1436.85	1112.09	0.03%	-1.48%	0.41%
	橡胶	4.37	-5.49	0.21	42.68	39.30	34.85	10.24%	-13.97%	0.60%
采掘		19.33	-26.34	1.83	107.59	1004.44	797.18	17.97%	-2.62%	0.23%
	采掘服务	8.75	-11.56	3.00	-238.72	-88.72	3.65	-3.67%	13.03%	82.19%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、人民币升值背景下行业配置建议

2.1、行业配置建议

人民币升值过程中，推荐配置外币负债规模较高、原材料或设备较为依赖进口且海外业务收入占比较低的行业。具体到行业分别为航空、造纸、电力、有色、石油开采等行业，此外汽车制造及医药行业在成本端也较为受益，人民币快速升值对出境游也有促进作用。而半导体、电子制造、白色家电、通用设备、专用设备、通信设备、电机、其他交运设备和采掘服务等行业在人民币升值的过程中容易产生较大规模的汇兑损失且显著影响上市公司业绩。

表5：人民币升值利好细分行业汇总

细分行业	核心逻辑	驱动因素
航空	人民币升值将使飞机、航空燃油等进口物品的采购成本大幅下降，同时以美元计价的大量外债将明显减少。	成本降低、偿债压力降低
造纸	人民币升值将使得国内造纸企业进口纸浆、废纸等重要原材料以及机器设备变得便宜，有利于企业降低成本；进一步，生产高档纸使用的原料多为进口木浆和废纸，人民币升值更能降低高档纸的生产成本。	成本降低
电力	进口电力设备和燃料的成本将下降，同时有美元负债的公司帐面汇兑收益将增加。	成本降低、偿债压力降低
有色金属	我国是有色金属消费和进口大国，人民币升值将降低行业的原材料成本，改善企业的经营情况。	成本降低
石油开采	进口原油占比大，美元债务多，人民币升值将减少石油开采企业的偿债压力。	偿债压力降低
出境游	人民币升值，居民出去旅游用相同的人民币可兑换更多的外币，购买力提升，出境旅游的动力增加。	成本降低

资料来源：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，5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。

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。

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管理委员会批复，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	吕筱琪 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/>