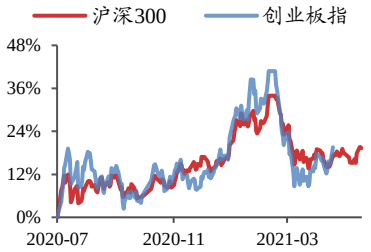
2021 年 07 月 02 日

开源晨会 0702

——晨会纪要

市场快报

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
房地产	2.17
银行	1.86
医药生物	1.66
食品饮料	1.32
家用电器	0.78

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-4.30
综合	-2.61
汽车	-2.29
通信	-2.21
电子	-1.92

数据来源：贝格数据

韦祎（分析师）
weiyi@kysec.cn
证书编号：S0790517080001

观点精粹

总量视角

【策略】割裂的市场与被遗忘的通胀——风格洞察与性价比追踪系列（六）——投资策略专题-20210701

【宏观经济】流动性“新”变化——宏观经济专题-20210701

行业公司

【非银金融】基于美国及日本养老政策猜想我国第三支柱养老金——财富管理行业深度研究系列三-20210701

【计算机：宝信软件(600845.SH)】H1 业绩超预期，钢铁信息化需求旺盛——公司信息更新报告-20210701

【通信：高新兴(300098.SZ)】创“新”不断、意“兴”盎然，资源整合步入收获期——公司首次覆盖报告-20210701

【轻工：太阳纸业(002078.SZ)】2021H1 业绩符合预期，新产能释放强化成长属性——公司信息更新报告-20210701

【化工：恒力石化(600346.SH)】单季度业绩再创新高，进军新材料将迎广阔成长空间——公司信息更新报告-20210701

研报摘要

总量研究

【策略】割裂的市场与被遗忘的通胀——风格洞察与性价比追踪系列（六）——投资策略专题-20210701

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

6 月市场表现：板块分化明显，成长风格反弹

6 月 A 股板块分化明显，通胀交易仍存在分歧；美股与经济复苏相关的板块走弱，成长风格反弹。具体来看，A 股的电子、电气设备、计算机、通信等新兴成长板块涨幅排名居前，而大消费板块（食品饮料、农林牧渔、医药）、金融板块（银行、非银、房地产）整体偏弱。此外，周期性行业内涨跌互现：化工、采掘表现较强，而钢铁、有色有所回调，表明投资者对未来通胀走势存在分歧。从概念指数表现来看，涨幅排名靠前的指数集中在半导体相关领域，跌幅较大的集中在金融、医药和食品加工。美股 5 月表现不佳的信息技术板块和通信设备板块 6 月明显反弹，而 5 月表现出色的材料、金融与工业板块则大幅回调。但值得关注的是美国 ETF 中与干散货运输相关的 ETF 涨幅居前。6 月全球股市整体偏中小盘成长风格。具体到国家来看，除日本各板块之间的分化有所收敛之外，其他几个市场中成长风格指数的涨幅要高于价值风格指数。

股债风险溢价：A 股下降（变贵），港股与美股有所上升

6 月 A 股的股债风险溢价有所下降，而港股和美股有所上升。6 月以 10 年期中债国债到期收益率计算的万得全 A 风险溢价下降了 8 个 BP，以 7 天余额宝年化收益率计算则下降了 9 个 BP，但均位于均值上方；以 10 年期美国国债到期收益率计算的恒生指数风险溢价上升 6 个 BP；标普 500 的风险溢价上升了 6 个 BP。A 股和美股相对于 AAA 企业债的性价比出现了分化：6 月万得全 A 的格雷厄姆股债比下降了 11 个 BP（股票相对于 AAA 企业债性价比下降），而标普 500 的格雷厄姆股债比上升了 43 个 BP（股票相对于 AAA 企业债性价比上升）。

估值-盈利匹配度：成长风格继续透支，价值风格性价比凸显

从估值和盈利的匹配度来看，以大盘成长和创业板指为代表的成长风格指数仍在继续透支未来，透支水平甚至已经超过了 2 月初时的水平，而价值风格仍在折价，性价比凸显。6 月 A 股整体的 CAPE 较上个月小幅上行，但是不同风格指数的 CAPE 表现有所分化。创业板指和大盘成长的 CAPE 创历史新高（性价比降低），而上证综指和大盘价值的 CAPE 则略有下行（性价比提升）。从收益率-ROE 的角度来看，6 月创业板指、大盘成长等指数仍在继续透支未来；而上证指数、价值风格指数的收益率向 ROE 修复的进程中断，修复的空间继续拉大。具体到行业而言，电子和电气设备的透支程度继续加深，而休闲服务和食品饮料对 ROE 的透支则有所缓解。在收益率回归 ROE 的假设下，创业板指/大盘成长的还债压力很大；而上证指数和价值风格指数的预期收益率排名靠前。在 PB-ROE 的框架下，金融（银行、非银）/大部分周期行业（钢铁、建筑装饰、采掘）仍处于被低估状态；在 PE-G 的框架下，有色、农林牧渔、机械设备、通信等行业明显被低估；在 PS-CFS 的框架下非银金融、公用事业、通信、钢铁等行业明显被低估。

A 股扩散效应有所弱化，流动性约束仍在

2021 年 6 月 A 股上涨个股占比大幅回落，个股涨跌幅标准差继续扩大，A 股扩散效应有所减弱，分化增强。如果假设 6 月的 M2 同比增速与 5 月持平，则全 A 的自由流通市值/M2 将比上一期上升 39 个 BP 至 16.89%，这意味着当前 A 股的自由流通市值扩张速度仍快于 M2 的增速。流动性约束下，估值压力不得不防。

风险提示：流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；测算误差。

【宏观经济】流动性“新”变化——宏观经济专题-20210701

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证

书编号：S0790120080081

流动性相对平稳跨过年中，后续流动性变化推演，本文梳理、可供参考。

5 月中下旬以来，隔夜利率中枢抬升；6 月底逆回购“加量”

流动性跨期相对平稳，但隔夜利率中枢近一个半月明显抬升。5 月中下旬以来，货币市场利率多数上涨，跨期资金 R007 和 R014 上涨超 50BP，隔夜利率先涨后跌，资金波动总体并没有明显超季节性变化。但以 R001 为代表的隔夜利率中枢明显抬升，从前几个月的 1.9%抬升至 2.1%左右；与此同时，隔夜质押回购成交规模，由前几个月日均 3 万亿元左右增加至近一个半月的日均 3.6 万亿元左右。

公开市场操作打破“100 亿元”常规投放，单日投放规模有所增加。3 月以来，公开市场基本维持每天“100 亿元”逆回购投放和到期，即使月末、财政缴税期也没有增加投放，同时逆回购利率持续保持不变，MLF 到期等额续作、也没有额外投放。6 月 24 日以来，逆回购单日投放规模由前期 100 亿元增加至 300 亿元。

流动性变化受到地方债供给、年中考核等因素干扰

隔夜利率中枢的抬升，或与地方债供给增多带来的资金回笼有关；而 6 月下旬的货币市场利率变化，缘于跨期干扰。2 月至 5 月中旬，地方债供给偏少等，使得部分机构资产“欠配”现象较为突出，资金融出增多、隔夜利率持续低位；5 月中下旬以来，地方债发行明显加快，逐步吸收机构“欠配”资金，推升隔夜利率中枢。年中临近，跨期需求带动 7 天以上资金成本上涨，而隔夜资金需求下降。

逆回购小幅“加量”，表明“维稳”态度，维护半年末流动性平稳。尽管近期货币市场利率多数上涨，并没有出现明显的超季节性变化，指向跨期资金面压力的相对有限。此时，连续几天逆回购投放小幅“加量”200 亿元，更多在于表明“维稳”态度、引导市场预期，也没有释放进一步“宽松”的信号，不宜过度解读。

往后来看，流动性较难趋势性收紧，但预期容易受到干扰

跨期后的资金面，仍将面临地方债集中供给、财政缴税等因素干扰。三季度或为年内地方债供给高峰，截至 6 月 30 日，22 个省市公布的三季度地方债发行计划中，地方债新券发行规模达 1.37 万亿元、其中 7 月超 3900 亿元，预计全国三季度地方债新券月均发行规模或在 6000-7000 亿元左右。此外，7 月为三季度集中缴税大月、正常年份的新增财政存款近 1 万亿元，缴税等因素也或干扰资金面。

政策“呵护”下，流动性或较难出现趋势性收紧的情况，但预期容易受到地方债供给、通胀预期等的干扰。“防风险”、“调结构”下，货币政策以稳为主，央行明确表示“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”；考虑到 7 月开始 MLF 到期规模增加，平抑地方债供给等带来的波动，或主要依靠逆回购等短期工具。但是，机构杠杆交易较多，对央行操作、短期资金变化较为敏感，容易出现预期波动。

风险提示：金融风险加速释放，地方债供给超预期。

行业公司

【非银金融】基于美国及日本养老政策猜想我国第三支柱养老金——财富管理行业深度研究系列三-20210701

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 龚思勻（联系人）证书编号：S0790120110033

第三支柱养老政策或涉及多方面，头部及资产端优势金融机构将优先受益

从海外发展情况来看，养老金是美国财富管理发展的重要推动因素。我国目前养老金第一支柱财政负担较重，第二支柱覆盖率较低，第三支柱规模较小，监管多次公开将发展养老金第三支柱，推动第三支柱养老金入市，未来我国养老金或将成为财富管理发展的催化剂。参考美国及日本第三支柱发展情况，未来政策或将涉及账户、产品、税收优惠等方面，对金融机构而言，银行在账户端有先天优势，受益程度较大，账户管理和产品供给为关键，头部机构和资产端有优势的公司有望优先受益。东方财富在客户端和平台方面有先发优势，有望受益；东方证券、兴业

证券和广发证券旗下参控股基金公司有望带来资产端优势，头部券商中信证券和中金公司综合优势强，有望在本轮养老金政策中受益。

美国养老体系：第三支柱快速增长，个人选择权较高

美国养老体系中，第一支柱为联邦社保基金，主要资金来源为雇员及雇主缴纳的工资税，主要由 OASDI 信托基金管理，只能投资于债券，整体投资较为稳健。第二支柱包括 DB 和 DC 计划，近几年 DC 计划快速增长，DC 计划中 401(K)占比最高，在管理机构选择上，401（K）由雇主选择管理机构，管理机构提供多种投资组合供雇员选择，整体资产投向以偏股型基金为主。第三支柱包括传统 IRA、罗斯 IRA、雇主发起式 IRA 三类，其中传统 IRA 占比最高，罗斯 IRA 占比快速提升，传统 IRA 资金流向中，从 401（K）计划转滚存为主要资金来源，个人可在银行、券商、基金公司等金融机构中选择 IRA 管理机构，目前多数美国家庭选择专业金融机构进行管理，其中券商占比最高，IRA 整体资产投向以偏股型基金为主。美国养老金入市下，为资本市场带来稳定发展资金，同时也促进指数基金和目标基金发展，为基金公司发展带来机遇。

日本养老体系：以第一支柱为主，第三支柱 NISA 个人选择权较高

日本养老金第一支柱包括国民年金和厚生年金，整体规模最高，国民年金覆盖度较广，具有强制性，整体领取金额相对较低；厚生年金主要覆盖企业员工、公务员等，退休后领取金额相对较高，两者均由 GPIF 管理，整体资产投向以股票和债券为主，权益类产品占比超过 50%，以被动管理为主。第二支柱包括 DB 和 DC 计划，DC 计划参与人数快速增长，覆盖率持续上行，资产投向上，DB 计划以固收类产品为主，DC 计划以存款为主。第三支柱包括 iDeCo 和 NISA，其中 NISA 占比较高，个人可从金融机构白名单中选择管理机构，管理机构将提供存款、基金、保险产品等产品供个人进行选择，资产投向以偏股型基金为主。NISA 本质上是个人储蓄账户，税收优惠吸引力整体较大，可投资于股票、基金、REITS 等产品，从资产投向上看，基金和股票为主要资产投向。

风险提示：政策落地不及预期；市场竞争不断加剧。

【计算机：宝信软件(600845.SH)】H1 业绩超预期，钢铁信息化需求旺盛——公司信息更新报告-20210701

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007

IDC+工业互联网双料龙头，业务发展确定性高

公司作为国内领先的工业软件行业应用解决方案和服务提供商，其产品与服务涉及钢铁、交通、医药等多个领域。在新一代工业化与信息化融合的趋势下，公司业绩有望快速提升。我们上调公司 2021-2022 年，并新增 2023 年盈利预测，即 2021-2023 年的归母净利润为 17.20、22.86、（原值 15.43、19.45）、30.01 亿元，EPS 为 1.49、1.98、（原值 1.34、1.68）、2.60 元/股，当前股价对应的 2021 年-2023 年 PE 为 42.7、32.1、24.5 倍，维持“买入”评级。

事件：公布 2021 年半年度业绩预告，业绩增速超预期

公司 2021 年 6 月 30 日发布 2021 年半年度业绩预增公告，预计 2021 年上半年实现归母净利润 8.59-9.39 亿元，同比增长 30.4%-42.5%；实现扣非后归母净利润 8.17-8.97 亿元，同比增长 28.3-40.8%。

Q2 业绩增长超预期，钢铁信息化需求高

公司 Q2 实现归母净利润同比增长 20.3%-41%。此前考虑公司部分项目在疫情影响下会造成滞后，但因宝武智慧制造项目和外部信息化、自动化需求增加，公司 Q2 继续实现较快增长。考虑“十四五"规划中对钢铁产业继续整合的预期和产业对工业信息化重视度的提升，我们认为钢铁信息化高景气度将持续，公司作为行业领军企业，有望持续受益。

公司联手华为等公司共同发布云化 PLC 实验成果，智能制造解决方案再添新产品

在 2021 年 6 月 17 日的第五届未来网络发展大会上，华为携手紫金山实验室、上海交通大学和公司一起正式发布了全球首个广域云化 PLC（可编程控制器）技术试验成果，即在 CENI（未来网络试验设施）上实现了沪宁两地

间传输距离近 600 公里的广域云化 PLC 工业控制系统的部署和稳定运行，是 IT 和 OT 技术的结合，有望加速下一代工业控制架构的升级进程，为宝信软件的智能制造解决方案再添新产品。

风险提示：IDC 业务进展不及预期、钢铁信息化需求不及预期。

【通信：高新兴(300098.SZ)】创“新”不断、意“兴”盎然，资源整合步入收获期——公司首次覆盖报告-20210701

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

物联网大时代景气度提升，业绩有望超预期，首次覆盖给予“增持”评级

公司深耕物联网行业，纵向一体化战略布局物联网“终端+应用”，致力于感知、连接、平台等物联网核心技术的研发和行业应用的拓展，通过陆续收购天津智联、中兴物联、创联电子等，聚焦车联网及智慧交通和智慧警务等优质赛道。随着车联网及智能交通、智慧警务利好政策频出，产业繁荣发展；公司业务布局卡位明确持续加大研发投入，资源整合有望赶上物联网时代发展大潮，经营业绩有望 V 型反转，迈入硕果累累收获期。我们预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润为 0.94/2.17/3.34 亿元，同增 108.6%/129.8%/54.1%，EPS 为 0.05/0.12/0.19 元，当前股价对应 PE 分别为 113.0/49.2/31.9 倍，考虑公司所处赛道、业绩 V 型反转，首次覆盖，给予“增持”评级。

核心技术卡位清晰，资源整合聚焦主业步入收获期

公司技术优势明显，车联网及智慧交通领域公司是国内少数具备车联网全栈式产品覆盖、交通咨询规划、大型系统项目交付能力的物联网应用企业；智慧警务，公司全面赋能，构建警务业务产业链闭环，市场销售网络优势显著；无线通信和超高频 RFID 技术积累助力公司有望成为全球智慧城市物联网领先的产品和服务提供商；公司聚焦物联网路线明确，前瞻布局战略清晰，高研发投入确保技术持续领先。

2021 年将是公司重要转折点，2020 年公司计提资产减值 8 亿轻装上阵，财务更加健康，实施费用管控，提升管理能效，提高盈利能力和投入产出比；公司正处于战略资源整合期，通过对组织架构、研发体系、供应链、管理职能部门、销售平台的优化调整，不断优化产品结构，力争 2021 年取得突破。

不忘初心，方得始终，公司业务即将进入收获期，带来估值和业绩有望双升。

风险提示：商誉减值风险；政策风险。

【轻工：太阳纸业(002078.SZ)】2021H1 业绩符合预期，新产能释放强化成长属性——公司信息更新报告-20210701

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 王宇俊（联系人）证书编号：S0790120080064

2021H1 业绩符合预期，新产能释放强化公司成长属性，维持“买入”评级

公司发布 2021 年半年度业绩预告，2021H1 公司归母净利润同比增长 130%-145%，行业集中度提升，周期属性进一步弱化，新增产能释放、溶解浆价格上涨提升盈利弹性，公司业绩符合预期，维持盈利预测不变，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润为 38.76/45.66/51.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.48/1.74/1.96 元，当前股价对应 PE 为 10.6/9.0/8.0 倍，维持“买入”评级。

国内溶解浆景气度恢复带来盈利弹性，文化纸竞争格局优化。

报告期内受到木浆、下游粘胶以及棉花价格影响，国内溶解浆价格上涨并维持高位，溶解浆价格最高达到 8500 元/吨以上，公司拥有山东济宁、山东邹城、老挝三大溶解浆生产线，溶解浆产能合计达到约 80 万吨，产能规模位居全国领先地位，目前公司溶解浆产能利用率将近 100%，预计溶解浆景气度恢复将为公司带来较为客观的盈利弹性。2021Q2 文化纸需求有所回落，中小纸厂面临淘汰，文化纸赛道中头部企业话语权提高，行业格局进一步优化，随着 2021 年下半年文化纸旺季来临，文化纸行业需求有望提升。

新投产项目产能陆续释放，林浆纸一体化项目带来成本优势

2020Q3 以来山东、老挝项目已相继顺利投产，新增牛皮箱板纸、非涂布文化用纸、特种纸、生活用纸等纸品产能近 140 万吨，广西北海项目一期已进入实施阶段，将于 2021 年下半年至 2022 年上半年陆续投产，预计全部项目投产后，公司造纸产能将达到 606 万吨，纸浆产能将达到 450 万吨。新项目投产为公司带来较大产能释放空间并提高业绩弹性。伴随公司林浆纸一体化项目逐步投产，在进一步扩张产能的同时，有助于扩大公司在造纸原材料和制浆木片上的成本优势，公司木浆自给率已达到 48.9%，林木方面，截至 2020 年年底，公司林场面积达到 6 万多公顷，预计 2021 年将增加 1-1.5 公顷，造纸行业头部企业向产业链上游延伸已成为趋势，公司积极发展林浆纸一体化项目，成本优势有望进一步增加。

风险提示：需求恢复不及预期，原材料价格波动，公司产能不及预期。

【化工：恒力石化(600346.SH)】单季度业绩再创新高，进军新材料将迎广阔成长空间——公司信息更新报告-20210701

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

公司作为炼化龙头进军下游新材料项目引领成长，一体化优势再度凸显

6 月 30 日，公司发布 2021 年半年度业绩预增公告，2021 年半年度，公司预计实现归母净利润约 85.00 亿元，同比+54.07%左右；预计实现扣非归母净利润约 80.66 亿元，同比+46.79%左右。公司作为炼化龙头展现出一如既往优秀的盈利能力，我们维持 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 153.27、163.74、184.16 亿元，EPS 分别为 2.18、2.33、2.62 元/股，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 12.1、11.3、10.0 倍。我们认为公司作为民营大炼化领军者盈利能力稳定，抗风险能力强，未来将在聚酯新材料领域持续发力，维持“买入”评级。

单季度盈利能力再创历史最佳，石化航母展现出一如既往优秀的盈利能力

单季度来看，Q2 预计公司实现归母净利润约 43.89 亿元，实现扣非归母净利润约 43.08 亿元，再度创下历史最佳。Q2 以来，国际原油价格持续上行，截至 6 月 29 日，布伦特原油期货报收于 74.76 美元/桶，WTI 原油期货报收于 72.98 美元/桶。原油价格上行、下游需求回暖带动下游化工品价格拉涨、价差改善，公司炼化、大乙烯以及配套的煤化工装置满负荷稳定运行，炼化+煤化工协同效应显著。Q2 下游产品涤纶长丝、涤纶工业丝、聚酯薄膜和可降解塑料同样保持较强的盈利能力。截至二季度末，由于 PTA 产能过剩，价差仍然较为承压，据我们测算，二季度 PTA 平均价差为 403 元/吨，全行业或面临亏损。

炼化领军者进军新材料领域引领成长，公司未来成长空间已经开启

6 月 24 日，公司集中披露 4 个项目投资公告，合计投资 242.34 亿，用于建设 80 万吨功能性聚酯薄膜和功能性塑料、150 万吨聚酯纤维、35 万吨合成氨-30 万吨硝酸-30 万吨己二酸、20 万吨食品级 CO2 等配套项目、45 万吨 PBS 类生物降解塑料等项目。公司新材料延伸方向明确，主要为 PTA、纯苯的下游延伸，公司现有的炼厂产品可保障原料供应；同时打通 PBAT、PBS 可降解塑料全产业链。公司作为炼化航母天生具备向下游延伸的成长基因，据公司公告，以上项目全部建成后预计可实现年均利润总额 74.84 亿元，下游新材料为公司开启成长空间。

风险提示：油价大幅下跌、产能投放不及预期、下游需求放缓等。

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn