2021 年 04 月 11 日

乐观者的选择

——投资策略周报

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **抢跑经济下行并无必要，周期股进入全面优势区间**

部分投资者认为随着社融回落，应该抢跑经济下行，**但实际上社融对于经济的领先关系并不稳定**，即使在过去 10 年以货币信用-基建地产为主导的经济中，这种关系也是在 1 个季度到 1 年以上的不稳定存在。在一个经济仍在向上的环境中，抢跑经济下行反而可能会错过收益。如要等待经济重新走弱后的宽松与估值扩张行情，请做好长期准备：过热后可能还有“类滞胀”，衰退开始时会经历估值收缩。参照 2016-2017 年，PPI 与 PPIRM 增速差收窄初期对应的是 PPI 与 PPIRM 增速上行的初期，此时制造业利润总额仍维持较高的增长，而当 PPI 与 PPIRM 增速差回落至-1.66%以下时，制造业利润总额增速才开始回落，且 PPI 的回落滞后于制造业利润总额增速回落一个月。当前 12 个月滚动的 PPI 与 PPIRM 的增速差虽已经开始收窄但仍位于明显正区间，这背后隐含的是：**由于下游需求仍在增长，当下的核心矛盾仍然是增量利润在产业链中的向上分配，PPI 上行仍未结束。历史关系看，PPI 上行指示了周期股（价值）进入相对优势区间，短期难言逆转**。

● **请勿低 PE 卖，这次可安心获取周期股盈利的收益**

从 ROE 视角来看，当前**煤炭板块和钢铁板块的三年年化 ROE 分别维持在 2014 年、2009 年以来的高点**，且均好于 2017 年，同时，**三年 ROE 的波动明显减少，处于历史最低水平**，这意味着**当前以煤炭和钢铁为代表的周期板块正在从“赚一年-亏一年”板块，变成“赚一年-少亏（赚）一年”的板块，提升了 ROE 中枢**，也构成了周期股产能价值上升的重要来源，**历史上真正的高 PE 时刻过去 2 年并未出现。**而从 PB 角度来看，煤炭和钢铁板块的 PB 仍处于历史较低水平，明显低于 2017 年。**更有意思的是**：当前以钢铁和煤炭为代表的周期板块在过去 1 年从低 PE 走向更低的 PE 过程中，机构投资者也未在“相对高 PE”时买入。上述因素指示投资者可以放心赚业绩的钱：**相对高 PE 时没有买入，在当前低 PE 时买入就不用担心。**

● **估值与交易结构仍是部分资产的制约**

虽然春节以来核心资产经历了一轮较大幅度的调整，但**当前大部分核心资产的估值仍处于 10 年高位，与成长/价值，绩优/红利的估值差也在历史高位**。从交易层面看：当前**大**盘成长板块整体上并未获得外资的青睐甚至正在被卖出；对于基金负债端来看：近期大盘成长板块有所调整，使得我们测算的个人赎回点压力整体上移，赎回有所缓解，但要注意一旦大盘成长反弹 4%后仍会出现此前反弹中的赎回现象，其中 6%是压力较大的区间。对于部分核心资产而言，估值消化与“缩量博弈”仍是较长时间的主线。投资者尽量选择难度更小的方向。

● **回归价值：继续关注信号与景气的验证**

随着 4 月将继续迎来 2020 年年报与 2021 年一季报的密集披露，我们建议投资者继续关注基本面信号与景气的验证，以更长的历史观去衡量风险与收益在板块中的不均匀分布，以“价值回归”为主线，挖掘市场“新共识”：（1）“碳中和”主线下，传统行业的产能价值将在景气中验证：**钢铁、煤炭、铝**；（2）2020Q4 形成的新共识的验证，**银行、化工、机械**；（3）低估值修复：**建筑，房地产**；（4）**中小市值中的 TMT** 已经有了挖掘的意义。

● **风险提示：**经济复苏不及预期；测算误差

相关研究报告

《投资策略专题-回流难掩退意——南下“定价权”周度跟踪之九》-2021.4.9

《投资策略点评-没有高 PE 的买，就不要低 PE 的卖》-2021.4.7

《投资策略专题-“核”久必分——资金跟踪系列之十一》-2021.4.6

目 录

1、 抢跑经济下行并无必要 3
1.1、 社融对于经济的领先关系并不稳定 3
1.2、 当下经济基本面本身仍具有较强的韧性 4
1.3、 制造业利润挤压有限，产业链利润向上游转移 5
2、 变稳定的 ROE 和低 PB：安心获取周期股盈利的收益 6
3、 估值与交易结构仍对部分核心资产形成制约 8
3.1、 前期核心资产估值仍处高位，北上正在选择不断卖出 8
3.2、 市场仍处于“负反馈”阶段，个人赎回压力仍在未来上涨中 9
4、 回归价值：继续关注信号与景气的验证 10
5、 风险提示 11

图表目录

图 1： 从历史上看，社融增速一般领先名义 GDP 增速 1-3 个季度，领先关系并不稳定 3
图 2： 对于实际 GDP 增速而言，社融增速同样存在一定领先性，但领先关系弱于对名义 GDP 的领先性 3
图 3： 当前 PMI 仍处于荣枯线以上，即便考虑 2020 年低基数，2020-2021 年 2 月工业增加值复合增速仍高于往年 4
图 4： 当前地产和基建投资仍具有一定韧性 4
图 5： 出口仍维持高景气区间，当前制造业投资增速强于基建与地产 4
图 6： 以美国为代表的经济体“reopen”将对我国出口形成支撑 4
图 7： 对于 2016-2017 年，PPI 与 PPIRM 增速差收窄初期对应的是 PPI 与 PPIRM 增速上行的初期（0 轴以下），此时制造业利润总额仍维持较高增长，处于弹性区间 5
图 8： 从历史上看，PPI 形成底部出现向上拐点后，价值全面占优（红线进入 0 以下区域） 6
图 9： 对于煤炭板块而言，无论是 2020 年还是 2021 年三年滚动年化 ROE 均位于 2014 年以来高位，且三年 ROE 波动均处于历史较低水平 7
图 10： 对于钢铁板块而言，无论是 2020 年还是 2021 年三年滚动年化 ROE 均位于 2009 年以来的高位，且三年 ROE 波动同样均处于历史较低水平 7
图 11： 截至 2021 年 4 月 9 日，煤炭和钢铁板块的 PB 仍处于历史较低水平，明显低于 2017 年 7
图 12： 2019 年以前，主动偏股基金超配煤炭和钢铁板块的比例往往随着 PE 上升而提高，即存在“高 PE 买入”现象，而 2020 年以来主动偏股基金对煤炭和钢铁板块的“高 PE 买入”并未发生 8
图 13： 尽管相较于节前估值有一定收敛，但大部分核心资产的估值仍处于 10 年高位 8
图 14： 无论是绩优股指数与红利指数，还是成长指数与价值指数之间的估值差依然处于历史均值两倍标准差以上 9
图 15： 近期北上交易盘大幅卖出大盘成长板块，北上配置盘对于大盘成长板块并无明显买卖行为 9
图 16： 截至 2021 年 4 月 9 日，当大盘成长反弹 4%开始，至 6%-8%以及 10%以上时，个人投资者的赎回压力相对较大 10
图 17： 近期以个人持有为主的 ETF 整体被净赎回，周五(20210409)有所净申购 10
图 18： 以个人持有为主的 ETF 中，与科技、医药、新能源车以及军工等板块相关的 ETF 被赎回，与金融地产以及消费等板块相关的 ETF 被申购 10

1、 抢跑经济下行并无必要

1.1、 社融对于经济的领先关系并不稳定

3 月央行对额度管控较为严格，特别是对于经营贷款违规流入楼市、股市的部分，以及部分涉房信贷，3 月社融增速相较于 2 月可能出现明显下滑。随着社融公布在即，部分投资者认为随着社融回落，应该抢跑经济下行。但实际上从历史上看，**社融增速一般领先名义 GDP 增速 1-3 个季度，这种领先关系并不稳定，而对于实际 GDP 而言，这种领先关系更弱。**投资者诚然可以用过去 10 年货币信用-基建地产的框架理解市场，坚持经济不存在内生性修复动能，但即使这样，我们发现这种关系也会遇到最多 1 年以上的对于实际经济增长的时滞。

图1：从历史上看，社融增速一般领先名义 GDP 增速 1-3 个季度，领先关系并不稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：对于实际 GDP 增速而言，社融增速同样存在一定领先性，但领先关系弱于对名义 GDP 的领先性



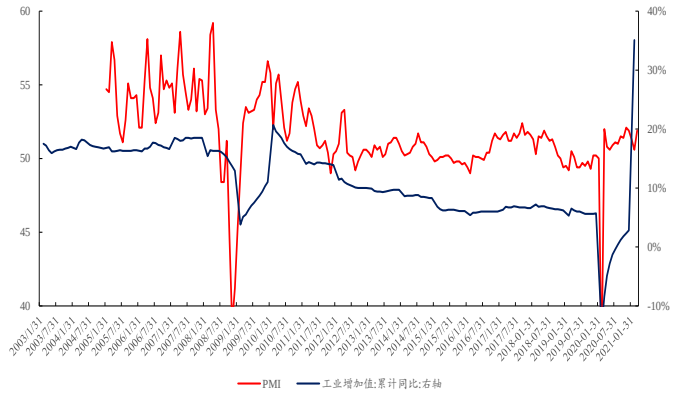
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 当下经济基本面本身仍具有较强的韧性

对于当前而言，**经济基本面本身仍具有较强的韧性**：当前 PMI 仍处于荣枯线以上，即便考虑 2020 年低基数，2020-2021 年 2 月工业增加值复合增速仍高于往年，地产和基建投资仍具有一定韧性，同时，出口仍维持高景气区间，且当前制造业投资增速强于基建与地产。在报告《没有高 PE 的买，就不要低 PE 的卖》中我们提到：一方面，市场对基建、地产投资下滑预期充分，但即使在对这两者维持谨慎假设下，以制造业为主导的其他固定资产投资也会拉动对周期行业的需求增速（建安工程+设备购置）达到 6%以上，这超过了 2017 年。另一方面，出口已经从 2020 年 11 月份以来成为经济重要的动能，目前这一动能不仅未出现走弱迹象，反而可能有新的支撑，美国经济接下来的“Reopen”过程可能会对我国出口形成拉动。

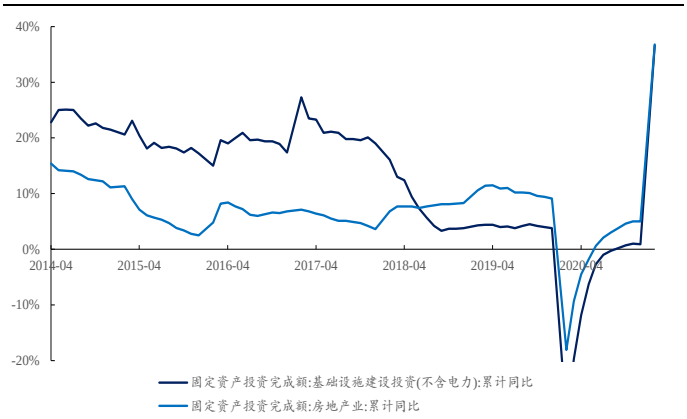
经济本身尚在强势区间就直接去抢跑下行，也许会错过较长时间的机遇，甚至面临较大的上行风险。在当前来看，相较于抢跑经济下行，经济本身的韧性和相对便宜的周期类资产更应当被重视。

图3：当前 PMI 仍处于荣枯线以上，即便考虑 2020 年低基数，2020-2021 年 2 月工业增加值复合增速仍高于往年



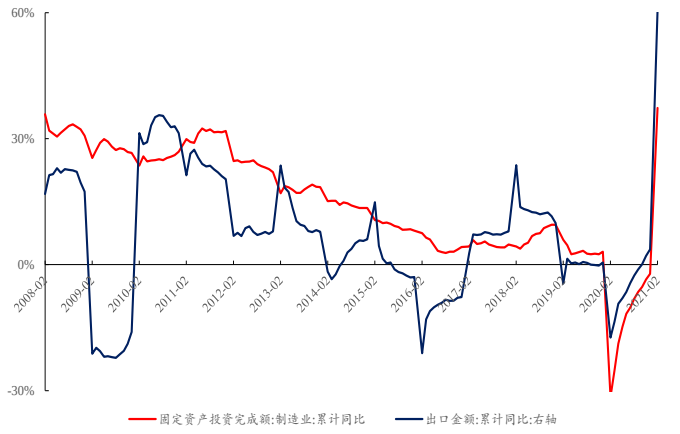
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：当前地产和基建投资仍具有一定韧性



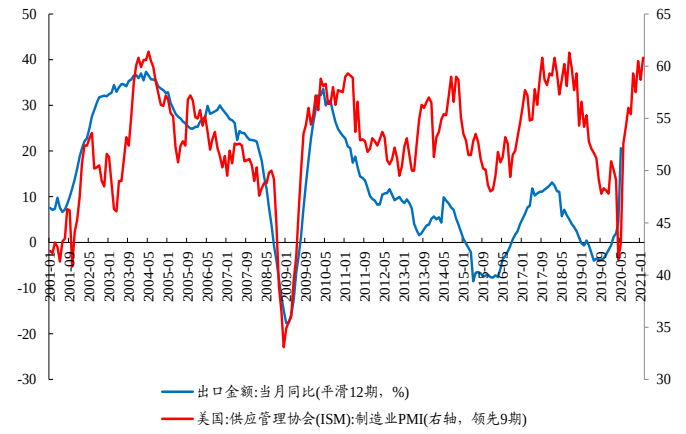
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：出口仍维持高景气区间，当前制造业投资增速强于基建与地产



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：以美国为代表的经济体“reopen”将对我国出口形成支撑



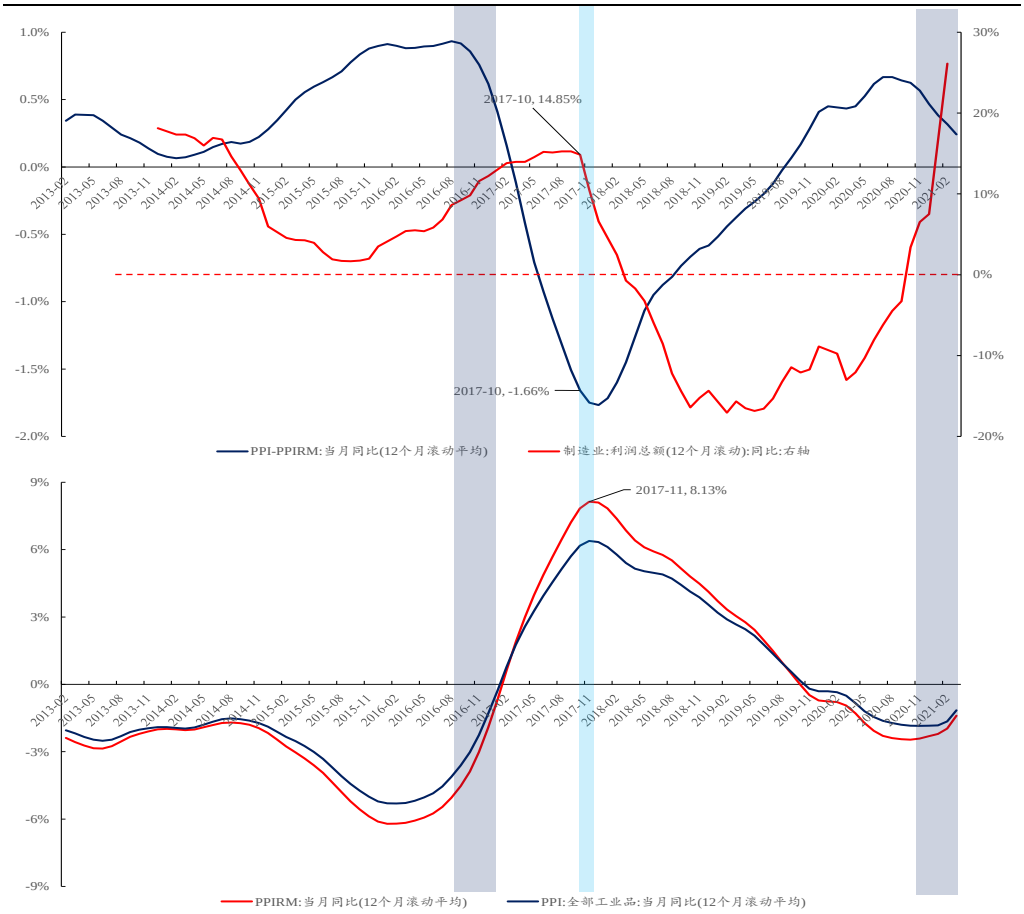
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 制造业利润挤压有限，产业链利润向上游转移

当前 PPI 逐步上行，与此同时我们看到 PPIRM 同样有较大幅度上行，且增速快于 PPI，部分投资者可能认为这将导致制造业利润受到挤压，甚至可能认为当下 PMIRM 和 PPI 之间关系预示着上下游无法承受的裂口。但实际上，参照 2016-2017 年，**PPI 与 PPIRM 增速差收窄初期对应的是 PPI 与 PPIRM 增速上行的初期（0 轴以下），此时制造业利润总额仍维持较高的增长**，而随着 PPI 与 PPIRM 增速差回落至-1.66%以下时(2017 年 10 月)，制造业利润总额增速开始大幅回落，而 PPI 的回落发生在一个月后，即 2017 年 11 月。而当前 12 个月滚动的 PPI 与 PPIRM 的增速差虽然已经开始收窄但仍位于正区间，且两者仍处于 0 轴下方。其实背后的原因显而易见，尽管中下游毛利率整体受到挤压，但是由于订单数量仍在上升，下游企业仍处在盈利区间，只是增量的利润在全产业链中开始重新分配。尽管可能出现了个别成本上升过快的现象，但根据历史经验看，**当前 PPI-PPIRM 尚在下行初期，更有可能处于制造业利润总额增长的弹性区间，PPI 上行仍未结束**。

这对于资产定价而言：当前市场正在进入 PPI 上行和周期股（价值）向上区间，这意味着**周期股（价值）板块仍将在未来较长的一段时间内继续占优，短期难言逆转**。

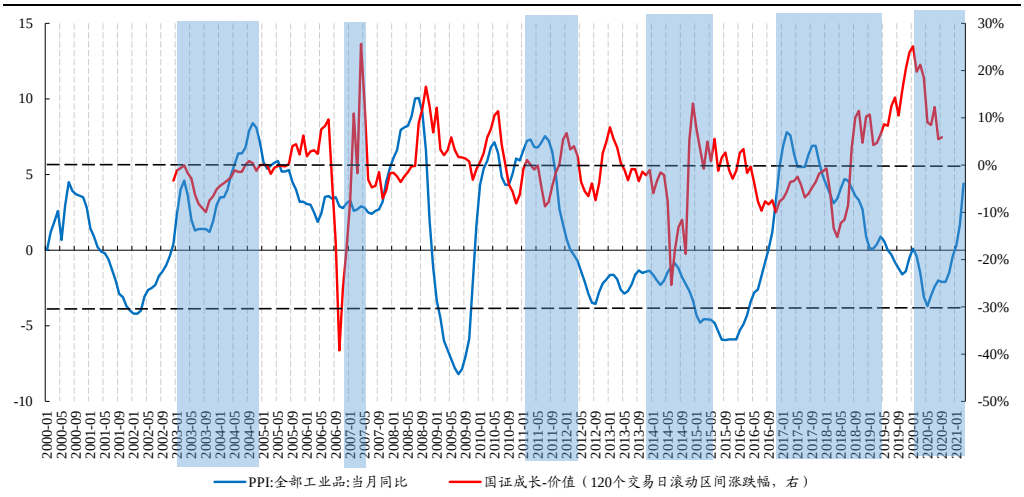
图7：对于 2016-2017 年，PPI 与 PPIRM 增速差收窄初期对应的是 PPI 与 PPIRM 增速上行的初期（0 轴以下），此时制造业利润总额仍维持较高增长，处于弹性区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：制造业利润总额采用 12 个月滚动利润总额的同比增速，PPI 与 PPIRM 的增速也进行相应的 12 个月移动平均

图8：从历史上看，PPI 形成底部出现向上拐点后，价值全面占优（红线进入 0 以下区域）



数据来源：Wind、开源证券研究所

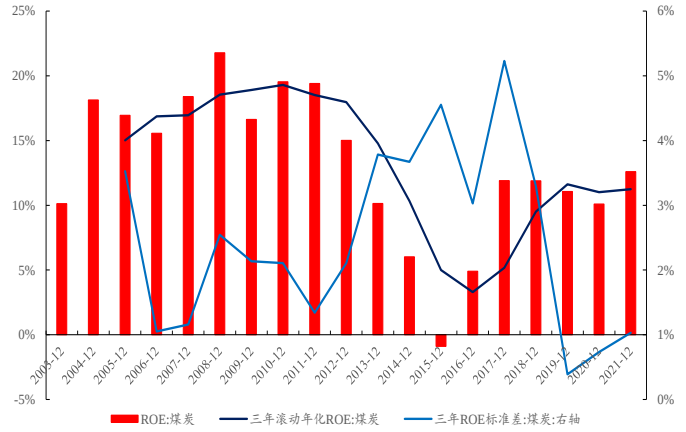
2、 变稳定的 ROE 和低 PB：安心获取周期股盈利的收益

近期以钢铁、煤炭为代表的股票板块与其对应的商品价格走势并不相同，甚至出现背离。一定程度上，涨价代表了公司短期盈利的弹性，但是股票背后更多是市场投资者对于公司产能价值的评估。

ROE 的波动降低与中枢抬升构成了周期股产能价值上升的来源。从 ROE 视角来看，无论是依据煤炭和钢铁板块中已披露 2020 年年报的标的还是 2021 年盈利预测，当前煤炭板块和钢铁板块的三年年化 ROE 分别维持在 2014 年、2009 年以来的高点，且均好于 2017 年。三年间 ROE 的波动明显减少几乎是历史最低水平，：这意味着**当前以煤炭和钢铁为代表的周期板块正在从“赚一年-亏一年”板块，相对变成“赚一年-少亏（赚）一年”的板块。ROE 的中枢抬升和波动性的降低，让高 PE 买和低 PE 卖的策略正在失效。**

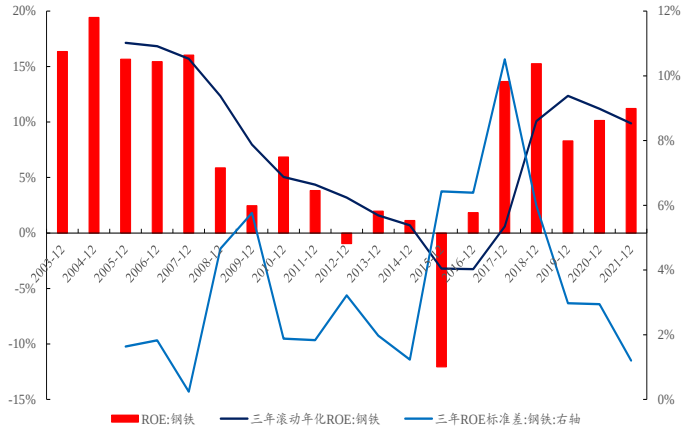
从 PB 角度来看，截至 2021 年 4 月 9 日，煤炭和钢铁板块的 PB 仍处于历史较低水平，**明显低于 2017 年**。这意味着**当前以煤炭和钢铁为代表的周期板块的产能价值可能并未被市场充分定价**。当然，当前的 PB 估值水平下**我们尚不用去讨论估值体系的系统性迁徙，我们想告诉投资者的是：这次至少可以不用担心估值问题，可安心获取周期股盈利的收益。**

图9：对于煤炭板块而言，无论是 2020 年还是 2021 年三年滚动年化 ROE 均位于 2014 年以来高位，且三年 ROE 波动均处于历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

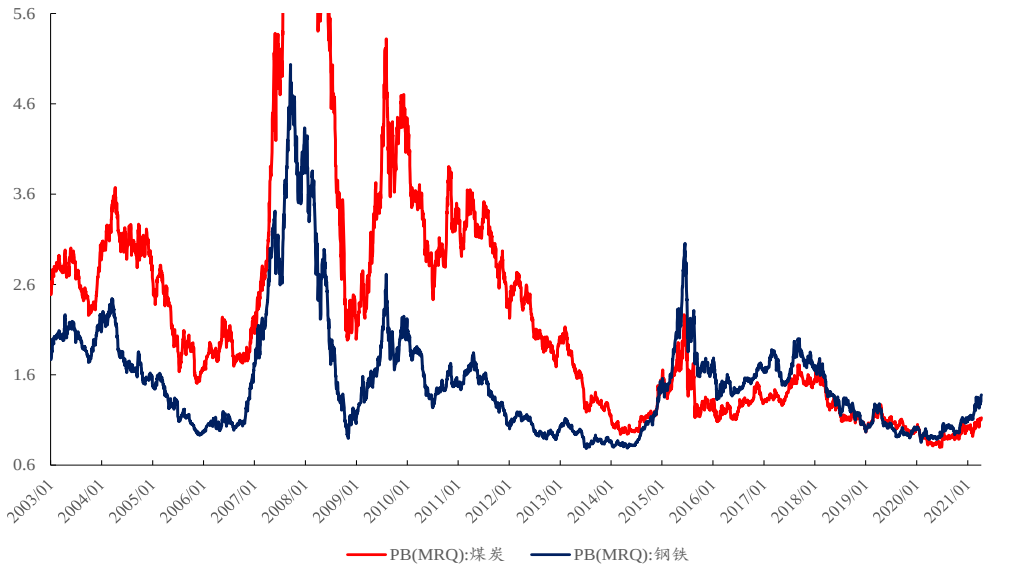
图10：对于钢铁板块而言，无论是 2020 年还是 2021 年三年滚动年化 ROE 均位于 2009 年以来的高位，且三年 ROE 波动同样均处于历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、2020 年 ROE 采用已披露年报标的计算；2、2021 年采用预测 ROE

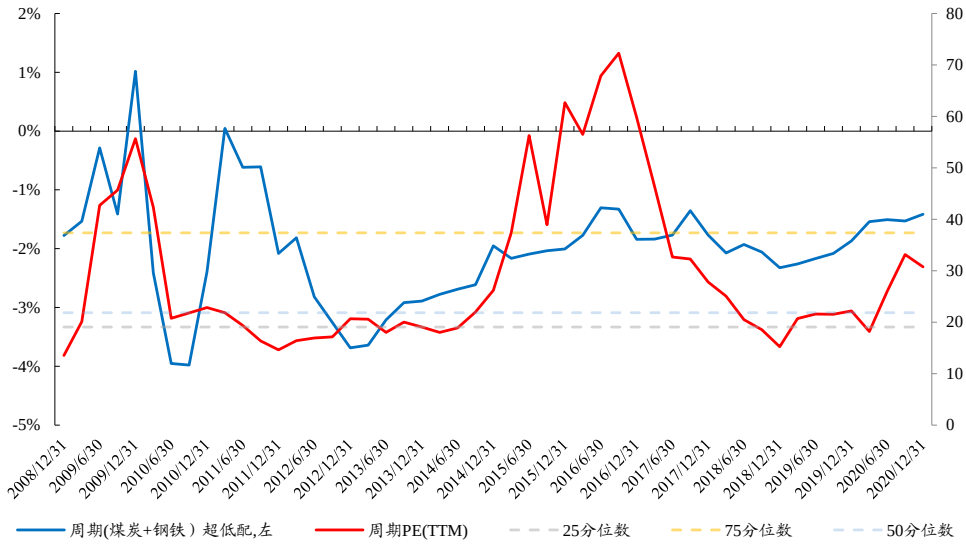
图11：截至 2021 年 4 月 9 日，煤炭和钢铁板块的 PB 仍处于历史较低水平，明显低于 2017 年



数据来源：Wind、开源证券研究所

从交易结构视角看，历史上，机构对于以煤炭和钢铁为代表的周期板块往往会存在“高 PE 买入，低 PE 卖出”的现象。而过去 2 年以钢铁和煤炭为代表的周期板块已经不再具备从高 PE 走向低 PE 的特征，而是从低 PE 走向更低的 PE。即使如此，自 2020 年以来机构对煤炭和钢铁板块的“相对高 PE 时买入”并未发生，而这背后反映的是押注经济转型与格局改善的资产成为过去全市场投资者的主流组合，而投资者更倾向于作“经济下行”的判断。**本就没有历史上的高 PE，也没有历史上的大量买入，更不应该纠结低 PE 卖的问题。**

图12：2019 年以前，主动偏股基金超配煤炭和钢铁板块的比例往往随着 PE 上升而提高，即存在“高 PE 买入”现象，而 2020 年以来主动偏股基金对煤炭和钢铁板块的“高 PE 买入”并未发生



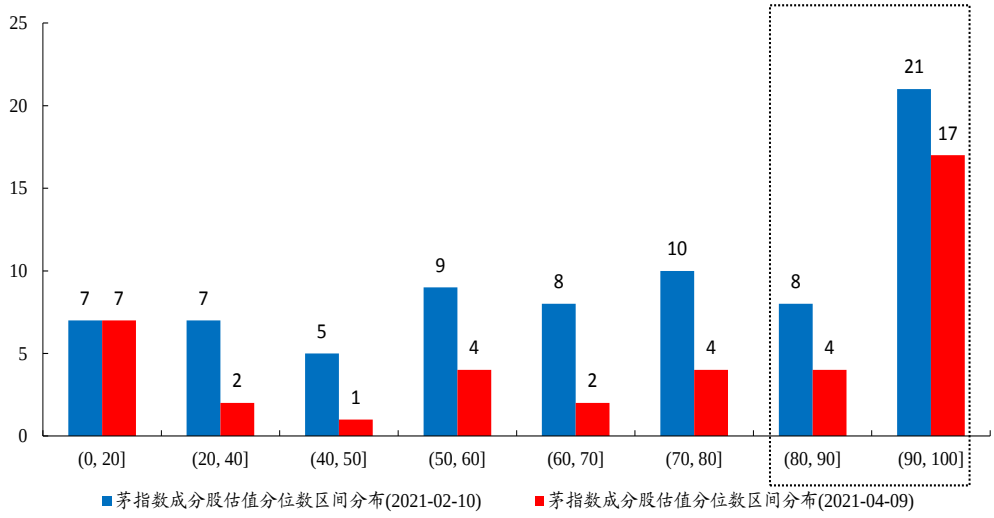
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 估值与交易结构仍对部分核心资产形成制约

3.1、 前期核心资产估值仍处高位，北上正在选择不断卖出

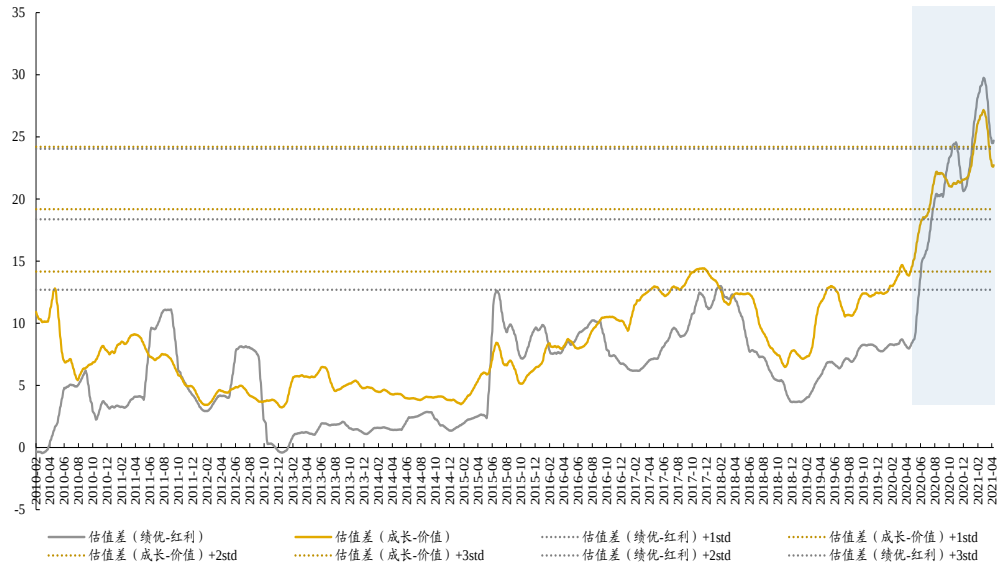
虽然春节以来核心资产经历了一轮较大幅度的调整，但**当前大部分核心资产的估值仍处于 10 年高位，与价值板块的估值差仍不容忽视**。可以看到的是，北上投资者中，北上交易盘在不断卖出大盘成长板块，而偏长线的北上配置盘对于大盘成长板块整体上看并无明显买卖行为，这意味着**当前大盘成长板块整体上并未获得外资的青睐甚至正在被卖出，这也将构成大盘成长未来一段时间在交易结构层面的“隐患”，核心资产也将逐步分化**。

图13：尽管相较于节前估值有一定收敛，但大部分核心资产的估值仍处于 10 年高位



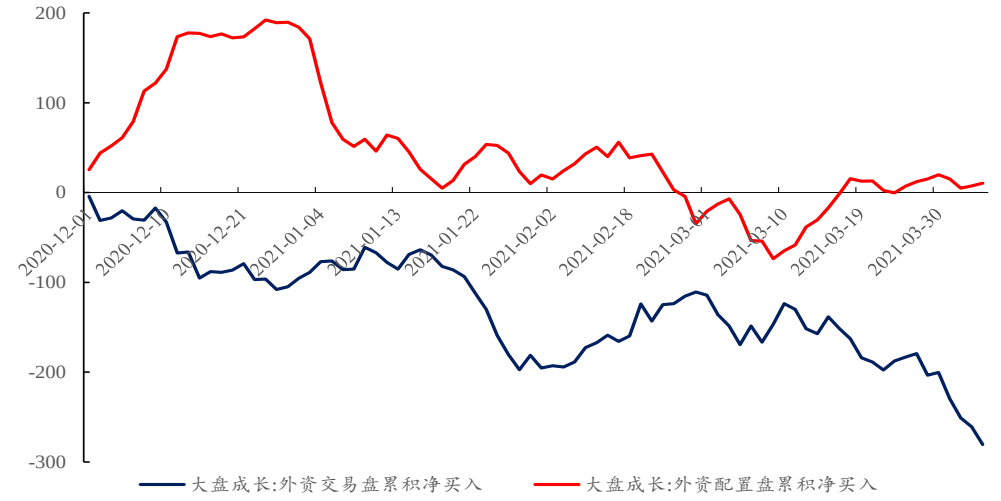
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：无论是绩优股指数与红利指数，还是成长指数与价值指数之间的估值差依然处于历史均值两倍标准差以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：近期北上交易盘大幅卖出大盘成长板块，北上配置盘对于大盘成长板块并无明显买卖行为

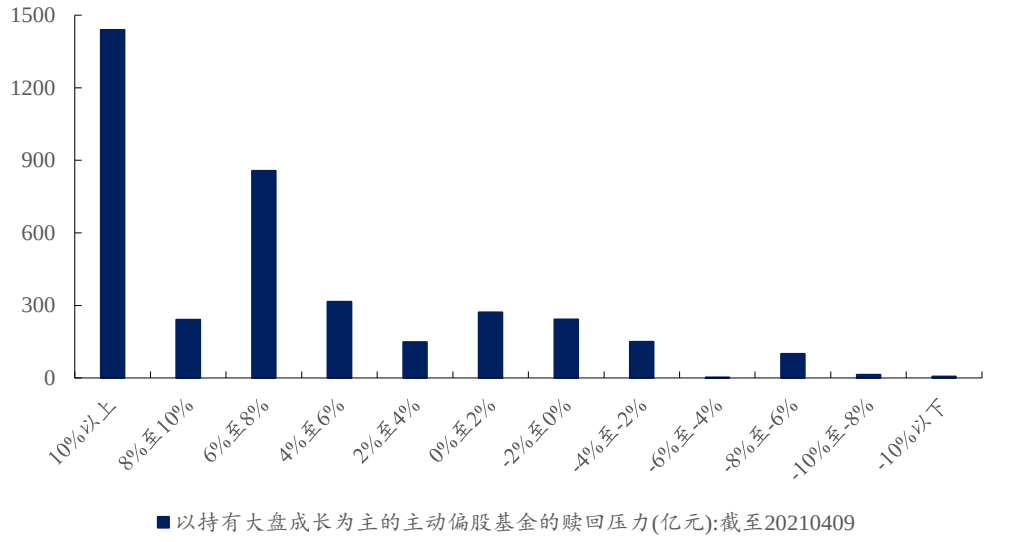


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 市场仍处于“负反馈”阶段，个人赎回压力仍在未来上涨中

随着本周(20210406-20210409)大盘成长板块有所调整，**压力相对较大的个人投资者赎回点整体上移**：6%-8%(1439.54 亿元)，10%以上(856.78 亿元)。对于个人投资者而言，随着市场逐步调整，个人投资者赎回有所放缓，周五(20210409)有所“抄底”。从买入方向来看，个人投资者主要申购与金融地产以及消费板块相关的基金，这意味着**个人投资者在正在认同金融地产板块的价值，同时小幅“抄底”调整较多的消费板块。但这并不意味着大盘成长板块机会的到来，相反，当前市场仍处于“负反馈”阶段，个人投资者赎回的压力仍在未来上涨中。**

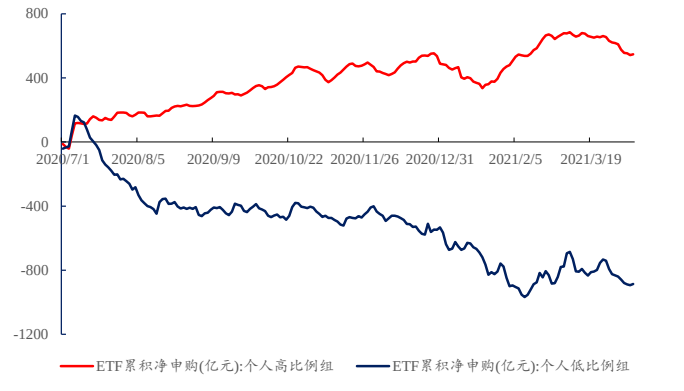
图16：截至 2021 年 4 月 9 日，当大盘成长反弹 4%开始，至 6%-8%以及 10%以上时，个人投资者的赎回压力相对较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

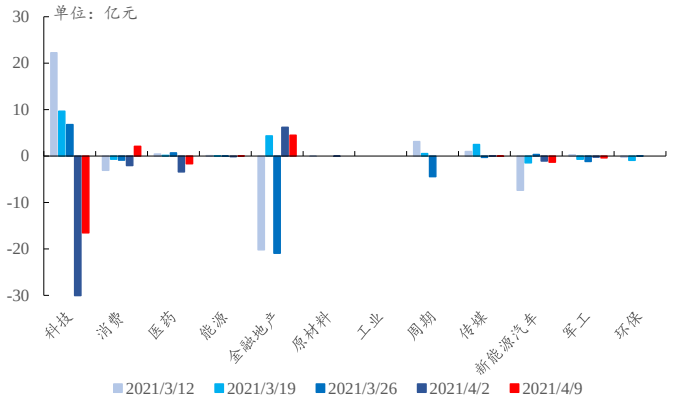
注：具体算法见报告《反弹以后》。

图17：近期以个人持有为主的 ETF 整体被净赎回，周五(20210409)有所净申购



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：以个人持有为主的 ETF 中，与科技、医药、新能源车以及军工等板块相关的 ETF 被赎回，与金融地产以及消费等板块相关的 ETF 被申购



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 回归价值：继续关注信号与景气的验证

在一个景气正在回升的经济场景中，投资组合直接为下一场景（类滞胀）甚至是下下一场景作准备（衰退）是得不偿失的：PPI 与 PPIRM 之差才刚刚收敛，同时 PPI 与 PPIRM 仍处于底部，这对应的是 2016-2017 年制造业盈利的上升期，利润仍在往上游分配，短期价值风格难言逆转。随着 4 月将继续迎来 2020 年年报与 2021 年一季报的密集披露，我们建议投资者继续关注基本面信号与景气的验证，以更长的历史观去衡量风险与收益在板块中的不均匀分布，以“价值回归”为主线，挖掘市场“新共识”：（1）“碳中和”主线下，传统行业的产能价值正在提升，本就没有高 PE

的买，也不用担心低 PE 应该卖，可以放心赚业绩的钱：**钢铁、煤炭、铝**；（2）2020Q4 形成的新共识的验证，**银行、机械、化工**；（3）低估值修复：**建筑，房地产**；（4）**中小市值中的 TMT** 已经有了挖掘的意义。

5、 风险提示

经济复苏不及预期；测算误差

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	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	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