2021 年 04 月 05 日

反弹以后

——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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

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

● **市场如期反弹，以正确历史观看待“估值分化”**

本周（20210328-20210402，下同）市场企稳反弹，我们“无须持币”观点仍在验证。近期“核心资产”同步出现了明显反弹，这与我们此前“阶段性企稳”判断相符，但部分投资者认为：在经历了过去一个多月的大幅调整后，核心资产估值似乎得到了消化，具备了“抄底”价值。但我们从数据层面提出部分反驳：绝对估值尽管有了一定下降，然而绝大部分核心资产估值仍处于 80%分位上的 10 年高位；相对估值来看，尽管 2 月以来绩优股指数与红利指数，成长指数与价值指数之间的估值差已经大幅收敛，但当下依然处于历史均值加三倍标准差附近。**投资者应该有足够的“历史观”，认识到疫情以来的估值矛盾正在随疫情的消失往另一个方向演化，以免错失机遇并承担不必要的风险。**

● **居民负债端：问题不在下跌中，却在反弹里**

部分投资者此前担忧在下跌过程中出现居民负债端的“负向正反馈”，而市场反弹后却又认为警报已经解除。**恰恰相反，我们的报告《无须持币，不畏将来》发现由于“处置效应”的存在，居民的赎回不在下跌中，而在反弹里。**上周，我们监测的高频代理变量以个人投资者持有的 ETF 正在遭遇赎回，行业上以反弹最多的消费与科技板块为主。背后隐忧是，我们**以公募基金年报持有人结构和高频业绩数据估算，当前已进入“核心资产”高度相关的基金赎回压力最大的区间**：未来大盘成长指数涨幅在-2%至 4%区间内，以持有其为主的主动偏股型基金面对个人投资者部分的潜在赎回压力达到了 1996 亿元，占全部潜在赎回压力的 52.67%。这意味着，**核心资产即将面临反弹中新的一次考验，分化或才刚开始。**

● **年报密集披露期到来，积极挖掘年报中的线索**

市场当下任务仍然是在变化中寻找“新共识”。年报正在披露中，我们通过有限信息做了以下挖掘。第一，在银行年报中找寻 3 月 21 日易行长“绿色金融”表态中的未来结构信用扩张的细节：（1）**建筑建材、水电、轨交设备等板块有望因节能环保改造与环保技术升级而同样实现信贷的扩张与产能的升级**；（2）碳中和的长期目标下，**信贷资源的控制则将进一步限制新建产能，存量传统行业的产能价值将进一步提升**，现金流充足的公司将更为受益。第二，通过对全市场已经披露年报的公司按市值大小和行业进行分组统计业绩增速变化，可以发现**中小企业与以银行为代表的受益于经济复苏的价值板块的相对盈利改善已经非常明显。**

● **价值回归之年，年报/季报季节中寻找“新共识”**

市场将迎来 2020 年年报与 2021 年一季报的密集披露，我们建议投资者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**；（2）2020Q4 形成的新共识的验证，**机械、银行、化工**；（3）价值回归：**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；代表性误差**

相关研究报告

《投资策略专题-当季报不再公布的时候》-2021.4.2

《投资策略点评-反弹上涨，买入布局》-2021.4.1

《投资策略专题-丢盔不弃甲——南下“定价权”周度跟踪之八》-2021.3.31

目 录

1、 市场如期反弹，大盘成长未到抄底时刻 3
2、 核心资产的考验时刻：负债端的压力可能才开始 5
3、 积极挖掘年报中的线索 7
3.1、 绿色金融助力产能升级改造，“成长性”有望加速重塑 7
3.2、 中小企业与受益于经济复苏板块的高景气正在逐步获得验证 9
4、 维持观点：关注信号与景气的验证 10
5、 风险提示 11

图表目录

图 1： 尽管相较于节前估值有了一定收敛，然而绝大部分核心资产估值仍处于近十年历史高位 3
图 2： 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 5
图 3： 市场反弹，个人投资者持有为主的 ETF 却出现了明显的赎回 6
图 4： 行业来看反弹的热门赛道科技、新能源、消费、医药均被明显赎回 6
图 5： 大盘成长的当前位置（以 2021 年 4 月 2 日的收盘价为基准）恰好处于对于个人投资者而言相对赎回压力最大的区间。（亿元） 7
图 6： 从组合的累计归母净利润增速来看，2020 年业绩修复速度顺序为中大市值组合>中小市值组合>小市值组合>大市值组合（剔银行）>大市值组合 9
图 7： 随着经济持续复苏，银行板块业绩大幅修复，增速逐季抬升 10

表 1： 无论是三月以来或是春节节后以来，价值风格均大幅跑赢成长风格 4
表 2： 部分主要银行绿色信贷增速较高 8
表 3： 部分银行年报中均对绿色信贷的方向提供指引 8
表 4： 从组合单季度净利润增速看，2020Q4 中小市值组合业绩显著占优（%） 10

1、 市场如期反弹，大盘成长未到抄底时刻

本周（20210328-20210402，下同）市场进一步实现企稳反弹，主要宽基指数万得全 A/上证 50/沪深 300/创业板指分别录得涨幅为 1.88%/2.47%/2.45%/3.89%，我们提出的“无需持币”正在验证。从市场风格表现看，成长风格近日开始相较价值风格占优，其中以大量过去机构重仓股为代表的大盘成长指数涨幅达到 5.48%。部分投资者开始思考：在经历了过去一个多月的大幅调整后，核心资产是否具备了“抄底”价值。主要有两类投资思路进行主导：

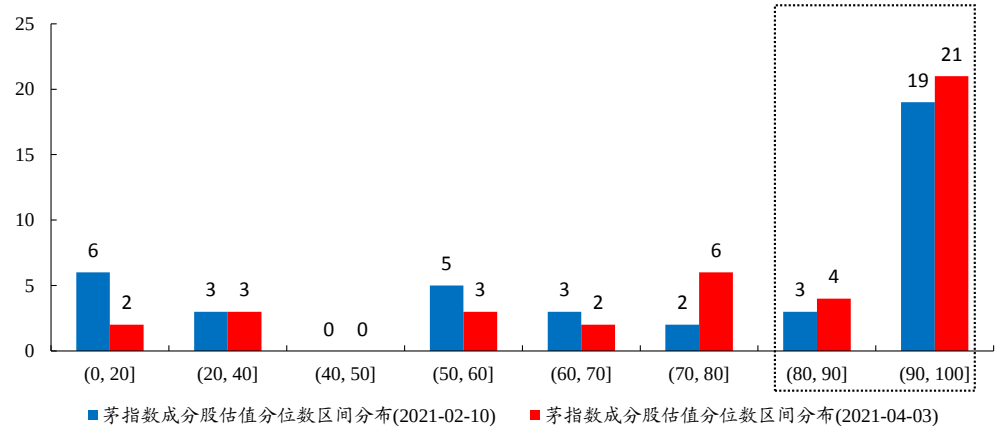
其一，在过去核心资产高高在上的估值确实令人望而却步，但如今经历了广泛而剧烈的急跌过后，估值已经向基本面实现了一定程度的收敛。考虑到过往投资理念中对部分核心资产因其稀缺性与企业护城河而享受部分估值溢价的认知惯性，那么当前的估值可能具备了长期配置价值。

其二，横向看，节后以来相较于价值而言，成长跑输幅度较大，考虑到市场暂无系统性风险，“收益率分化”下有收敛的空间。

上述两类思路的投资者在过去一个周（20210328-20210402，下同）形成了交易行为的共振，但是需要注意两个方面的问题。

问题一，尽管相较于节前估值有了一定回落，然而当前绝大部分核心资产估值仍处于近十年历史高位。我们以茅指数成分股作为代表，分别选取春节前茅指数历史最高点与当前两个时刻，统计所有成分股估值在 2010 年后至今的时间段内所处的分位点，可以发现尽管大量成分股过去一段时间内经历了急跌，然而估值位于 80%分位以上区间的个股仍超半数，估值仅仅只是从“极端高位”收敛至“高位”。 未来看即使有了长期配置价值，估值消化之旅途仍然遥远而漫长。

图1：尽管相较于节前估值有了一定收敛，然而绝大部分核心资产估值仍处于近十年历史高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

问题二，从相对表现角度出发：无论是三月以来或是春节节后以来，价值相较于成长录得了较大的相对收益，然而拉长区间看，**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加三倍标准差附近，当下可能**

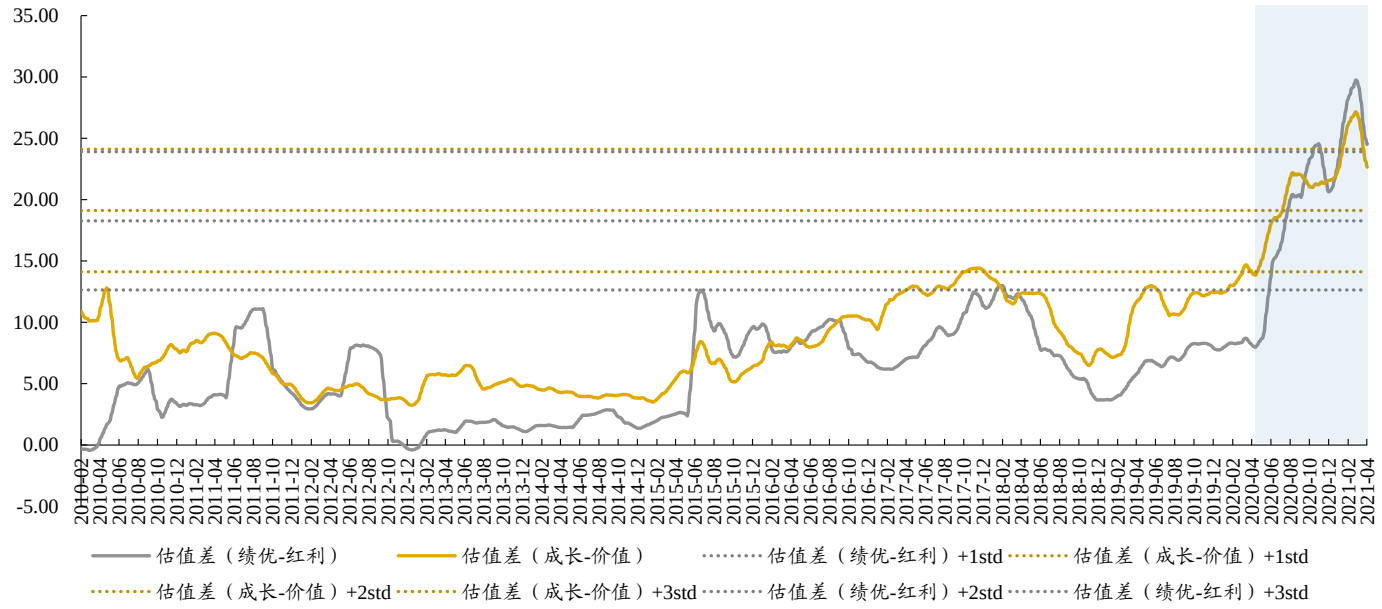
是对于疫情以来的估值扩张的一次全面的修正，这个角度看估值收敛可能远远未到位。值得注意的是，在 2020 年以前，绩优股指数与红利指数的估值差，成长指数与价值指数的估值差向上突破过均值加一倍标准差阈值的次数屈指可数，并且在触及阈值后迅速收敛；而自 2020 年 4 月以后，绩优股指数与红利指数，成长指数与价值指数的估值差持续走高，接连突破历史均值加一倍标准差，历史均值加两倍标准差，历史均值加三倍标准差的极高位置，即使当前经历了大幅收敛，然而也仅仅只是从极端异常值收敛至历史均值加三倍标准差附近，估值进一步收敛的压力依然较大。结合基本面来看，无论从通胀上行角度或是信用收缩角度，当前市场所面对的环境相较 2020 发生了较大的变化，对高估值资产均不友好。**当下判断“收敛”需要足够的“历史观”，疫情以来造成的估值矛盾和定价思维惯性，可能需要长期并不断反复的修正。**

表1：无论是三月以来或是春节节后以来，价值风格均大幅跑赢成长风格

指数名称	年后以来涨跌幅（%）	三月以来涨跌幅（%）	本周以来涨跌幅（%）
小盘价值	6.78	2.68	1.07
中证红利	5.58	2.79	0.88
国证价值	-0.74	-1.33	0.84
中盘价值	-1.78	-1.55	0.74
小盘成长	-1.90	0.70	1.46
大盘价值	-1.99	-2.12	0.82
沪深 300	-11.13	-3.28	2.45
中盘成长	-12.06	-3.08	2.48
国证成长	-13.86	-1.85	4.35
大盘成长	-16.36	-2.00	5.47
茅指数	-16.53	-1.78	4.88
绩优股	-17.27	-2.44	5.79

数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：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

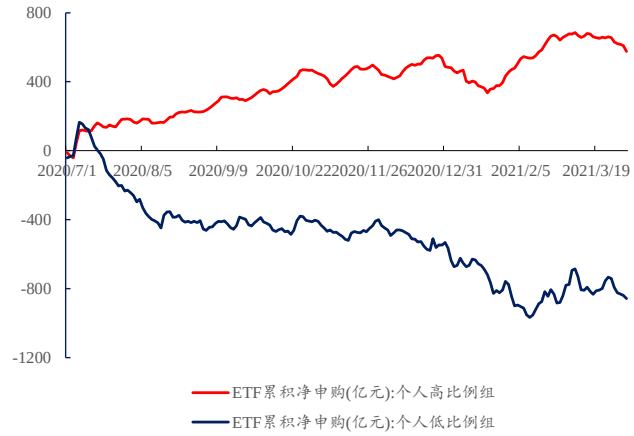
备注：为避免极端值干扰，估值差数据进行过 20 日平滑处理。

2、 核心资产的考验时刻：负债端的压力可能才开始

在下跌过程中，曾经悲观的投资者担心居民出现“市场下跌”——“赎回基金”——“市场下跌”的负向正反馈机制。我们在《无需持币，不畏将来》中提到，虽然春节以来市场经历了较大的幅度调整，在回撤过程中居民也有一定程度的赎回，但并未导致担心的“负向正反馈”现象的出现。这是由于在市场下跌过程中，个人投资者会因处置效应的存在而倾向于选择“抄底”。过去 1-2 个月，居民持有基金确实呈现了整体稳定的趋势，部分投资者认为“警报”已经解除。

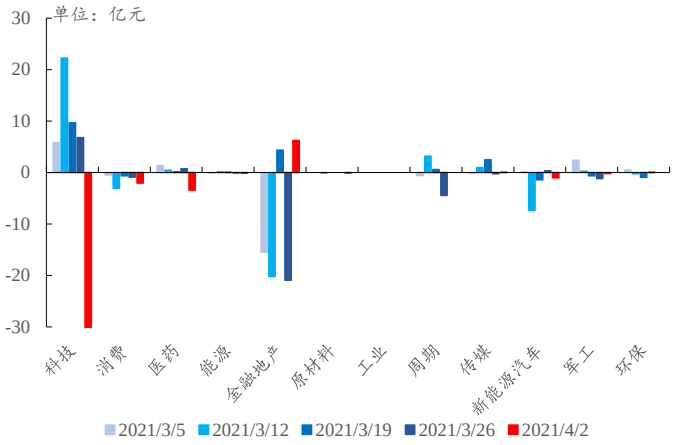
但真正的问题可能才刚刚开始：我们此前报告通过历史数据发现**在市场大幅回撤后的反弹阶段，个人投资者则往往倾向于卖出基金。**在过去的一周（2021 年 3 月 28 日至 2021 年 4 月 2 日，下同）中这一现象正在得到验证：市场经历反弹，个人投资者持有为主的 ETF 却出现了明显的赎回；行业来看反弹的热门赛道科技、新能源、消费、医药均被明显赎回。

图3：市场反弹，个人投资者持有为主的 ETF 却出现了明显的赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

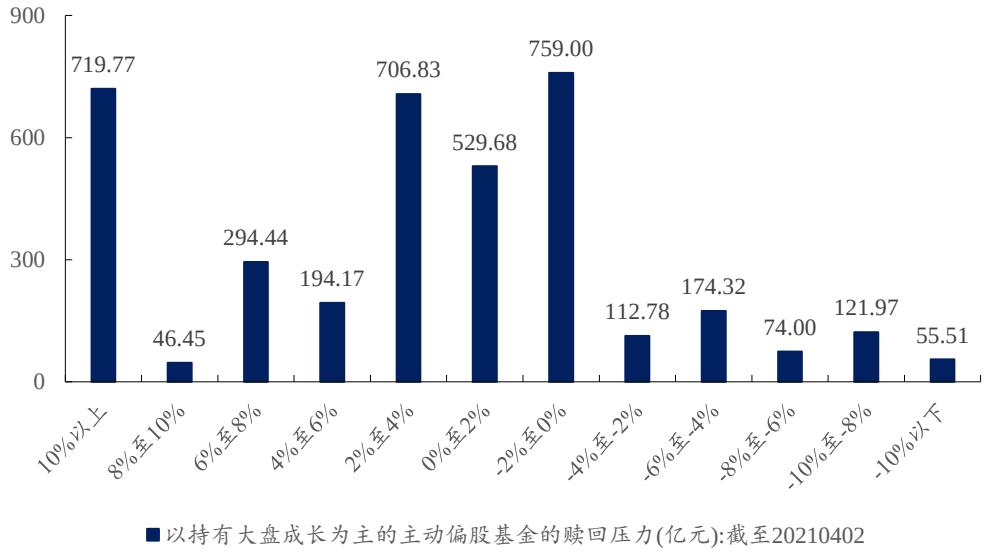
图4：行业来看反弹的热门赛道科技、新能源、消费、医药均被明显赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

背后的原因值得探讨。**我们通过计算，发现大盘成长的当前位置（以 2021 年 4 月 2 日的收盘价为基准）恰好处于对于个人投资者而言相对赎回压力最大的区间。**在 2020 年四季度中受赚钱效应吸引，大量基民跑步进场，而倘若未在 2021 年春节前兑现浮盈，那么持有以大盘成长为主要配置重心的基金的基民在节后将经历净值的大幅回撤，甚至出现浮亏。而随着大盘成长股的逐步企稳反弹，这些基民将存在抛售持有基金的动机，从而对大盘成长的进一步反弹形成压力。我们作如下测算：1、四季度进场配置以持有大盘成长为主的主动偏股基金（满足持有股票占净值比例 80%以上与持有大盘成长规模与占净值比例在 40%以上两个条件的主动偏股型基金）为计算样本；2、根据基金年度报告中个人投资者持有的占比，计算个人持仓的主要规模；3、假设个人投资者在基金净值反弹至使其实现盈亏平衡之时选择卖出；4、假定未公布年报的新基金按基金经理持仓已公告持仓进行测算。我们可以通过统计大盘成长反弹至不同的点位之时，所面对的相应赎回压力（即实现盈亏平衡的个人投资者所赎回的基金规模），我们发现，以 2021 年 4 月 2 日的收盘价为基准，未来涨幅在-2%至 4%区间内，基金赎回压力达到了 1995.51 亿元，占全部潜在赎回压力的 52.67%。**换句话说，当前大盘成长指数已经反弹至面临赎回压力最大的时刻。**

图5：大盘成长的当前位置（以 2021 年 4 月 2 日的收盘价为基准）恰好处于对于个人投资者而言相对赎回压力最大的区间。（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：（1）假定 2020Q4 发生的赎回均来自 2020Q3 及之前已经持有该基金的投资者(旧投资者)，且申购赎回平均价相同，那么，单只基金 2020Q4 新进基民的平均申购成本为=(2020Q4 总净值-(1+2020Q4 复权净值增长)*2020Q3 总净值)/（2020Q4 单季度申购份额-2020Q4 单季度赎回份额）；

（2）假定 2020Q4 以来基金持有组合并未发生较大的变化，那么，仅依靠大盘成长涨跌来达到的盈亏平衡点=(2020Q4 新进基金平均申购成本/20210402 净值-1)/持有大盘成长占净值的比重，这样可以得到单一基金仅依靠大盘成长来达到盈亏平衡的涨跌幅；

（3）对于无 2020Q4 季报的新发基金，选取与 1 中样本相同的基金经理所新发基金，假定配置比例与持有人结构与该基金经理存量基金相同，盈亏平衡点=(1/20210402 净值-1)/持有大盘成长占净值的比重；

（4）单一基金有个人投资者持有的规模=2020Q4 总净值*个人持有比例，按照上述得到的大盘成长盈亏平衡涨跌幅与个人投资者持有规模建立映射关系，即可得到分布。其中个人投资者选取的是 2020Q4 以来的新增个人。

3、 积极挖掘年报中的线索

“旧共识”部分资产仍在分化的漫长道路中，对于内部的识别以及新领域的价值发现都是重要工作。而 4 月开始 2020 年报、2021 年一季报预告迎来密集披露期，恰恰是景气验证与边际新增信息的重要时点。受限于当下披露比例的限制，我们将尝试从已经披露的年度报告中寻找增量信息或景气验证的线索。

3.1、 绿色金融助力产能升级改造，“成长性”有望加速重塑

3 月 21 日，央行行长易纲在中国发展高层论坛圆桌会上发表讲话，提到需要建立与完善绿色金融政策体系来引导和激励金融体系以市场化的方式支持绿色投融资活动。我们摘取了部分主要银行年报中有关绿色信贷发放情况与有关“绿色金融”的关键表述。可以发现，**当前各大银行绿色信贷增速均显著高于整体贷款增速，发展**

较为迅速，有关绿色产业有望在未来得到银行投融资资源的进一步倾斜，这将是在信用收缩环境里的结构性亮点。

然而相较于光伏、新能源汽车等在资本市场上预期较为充分的直接受益板块，我们认为在各大银行在年报中有关“绿色金融”的表述中，加强对传统行业的节能环保改造和环保技术升级的贷款融资需求，限制对传统高碳排放的行业的贷款投放等措施对传统行业的影响可能是更为重要的增量信息：**首先建筑建材、水电、轨交设备等板块有望因节能环保改造与环保技术升级而同样实现信贷的扩张与产能的升级；其次碳中和的长期目标和当下的限排限产措施本就使得部分传统周期板块现有产能变得珍贵，而信贷资源的稀缺则将进一步加速其产能价值的回升以及随之而来的成长性重估，部分资产负债率低，现金流充足的公司将相对受益。**

表2：部分主要银行绿色信贷增速较高

银行	各项贷款总额（亿元）	绿色信贷规模（亿元）	绿色信贷占比（%）	绿色信贷增速（%）	各项贷款增速（%）
工商银行	186243.1	18457.2	9.9	36.6	11.1
农业银行	151704.4	15149.0	10	27.2	13.6
建设银行	162313.7	13427.1	8.3	14.2	11.6
中国银行	142164.8	8968.0	6.3	21.6	8.8
邮储银行	57162.6	2809.4	4.9	30.2	14.9
招商银行	17583.5	2071.3	11.8	17.2	12.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：部分银行年报中均对绿色信贷的方向提供指引

银行	年报中有关绿色信贷相关表述
中国银行	将继续加强绿色金融顶层设计，构建与“一体两翼”战略发展格局相适应的绿色金融体系，支持绿色金融业务跨越式发展。充分发挥全球化、综合化经营优势，提升绿色金融综合服务水平，扩大绿色业务国际优势，打造绿色金融新名片，努力成为绿色金融服务的首选银行。
工商银行	**综合运用“贷+债+股+代+租+顾”投融资工具，持续加大绿色产业投融资支持**；持续完善绿色金融政策体系，定期更新绿色金融发展规划，强化行业（绿色）信贷政策管理，加强绿色金融专项政策支持，全方位推动投融资结构绿色调整；完善绿色金融工作机制，强化绿色金融落地执行配套措施；加强环境（气候）与社会风险管理，全面实施投融资绿色分类管理，积极推进投融资环境（气候）与社会风险系统管控。
农业银行	加强政策引导。在年度信贷政策指引中明确全年绿色信贷发展目标、重点任务和管理要求，将效率、效益、环保、资源消耗、社会管理等 5 大类绿色信贷指标嵌入行业信贷政策，引导**信贷资金流向节能环保、清洁生产、清洁能源、生态环境、基础设施绿色升级和绿色服务等绿色产业。**
建设银行	进一步完善高碳排放行业及客户的压力测试方法，优化情景设计，加大对高质量发展的支持力度。**控制火电行业信贷投放，坚决退出单机规模 30 万千瓦以下的落后火电项目、国家明令淘汰的落后产能项目。加大对绿色有机农业、绿色畜牧业、绿色渔业、动植物种质资源保护等生态农业的金融支持力度。**
邮储银行	不断优化绿色金融和污染防治攻坚战授信政策指引，严格客户准入，持续优化信贷结构。**明晰绿色金融重点支持方向与领域，将风电、光伏发电、垃圾发电、水电、节能环保、新能源汽车、铁路、轨道交通等行业列为鼓励进入类，将煤炭、煤电、钢铁等“两高一剩”行业列为审慎进入类。**加大资源倾斜力度，大力支持低碳交通、可再生能源、清洁能源、**绿色建筑**、节能环保等绿色金融重点领域。将“绿色贷款”指标纳入对业务条线、分行的经营管理绩效考核，对绿色贷款、绿色债券在内部资金转移定价上给予 10 个 BP 优惠，信贷规模优先满足绿色信贷投放需求，绿色贷款审查审批采用“绿色通道”。

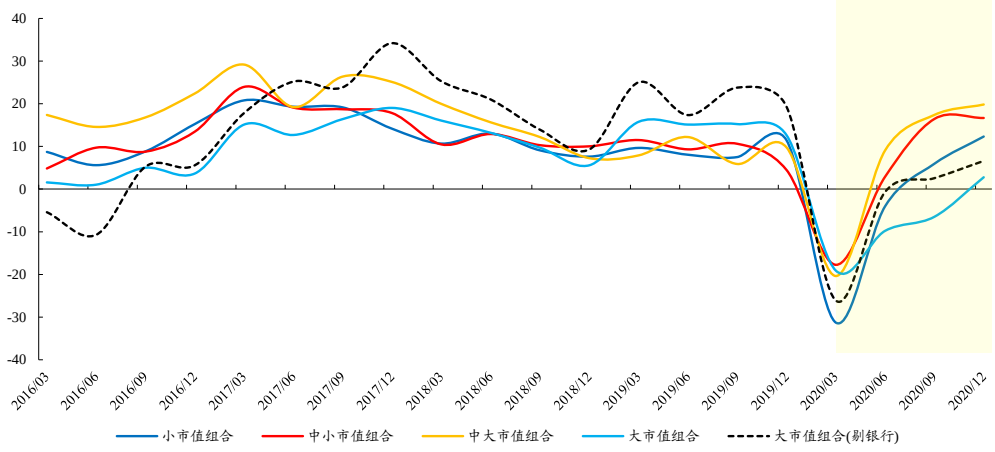
银行	年报中有关绿色信贷相关表述
招商银行	2021 年，对压缩退出类行业，本公司将继续重点支持与国计民生密切相关的业内龙头企业和区域优势企业，**优先满足涉及节能环保改造和技术改造升级等绿色贷款融资需求**，着力压缩退出重大风险客户、低端过剩产能客户、高杠杆企业和“僵尸企业”，加强绿色产业研究，积极开展对绿色环保行业的研究，深化行业认知；完善政策体系，制定授信审查指引，将信贷资源进一步向低能耗、低资源消耗、低污染、低排放的行业和企业倾斜；**严格控制“两高一剩”行业授信，推动钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝等产能过剩行业产能的消化、整合、转移、淘汰，控制高污染、高耗能产业的新增贷款，有效防控信贷风险和环保风险。**

资料来源：各银行 2020 年年报、开源证券研究所

3.2、 中小企业与受益于经济复苏板块的高景气正在逐步获得验证

截至 4 月 2 日，全市场共有 1207 家上市公司公布了其 2020 年年度报告，而从现有的年报信息中，我们发现：**中小企业与以银行为代表的受益于经济复苏的价值板块的高景气正在逐步获得验证。**我们将已披露年度报告的所有个股按市值分别划分为大市值、中大市值、中小市值、小市值四类组合，从四类组合的累计归母净利润增速来看，2020 年全年业绩修复速度顺序为中大市值组合>中小市值组合>小市值组合>大市值组合。而从 Q4 单季度看，大市值组合中四季度业绩增速环比大幅上行主要是受披露率相对较高的银行（披露率为 55.26%，为所有一级行业最高）的四季度业绩大幅改善的带动，在剔除银行后，业绩改善幅度小于中小市值组合。

图6：从组合的累计归母净利润增速来看，2020 年业绩修复速度顺序为中大市值组合>中小市值组合>小市值组合>大市值组合（剔银行）>大市值组合



数据来源：Wind、开源证券研究所

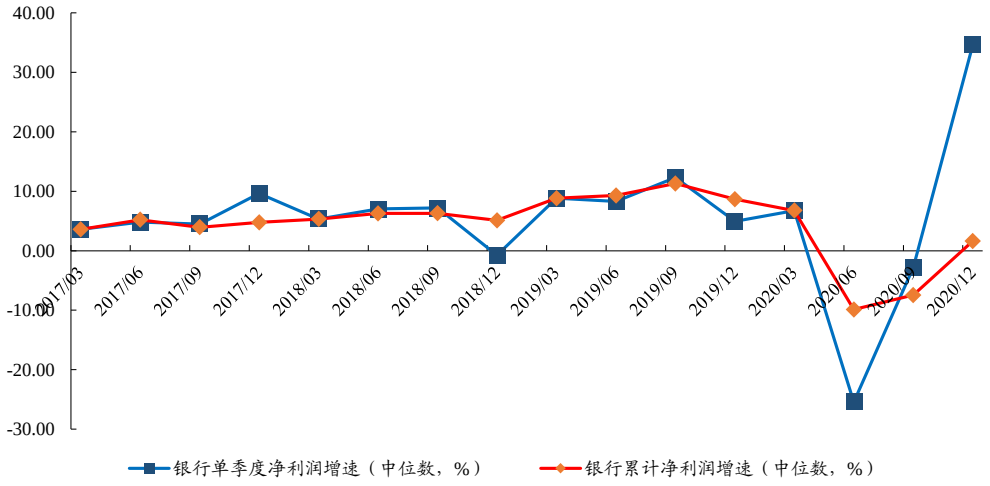
备注：大市值组合：市值大于 1000 亿市值的个股集合；中大市值组合：市值大于 500 亿小于 1000 亿的个股集合；中小市值组合：市值大于 200 亿小于 500 亿的个股集合；小市值组合：市值小于 200 亿的个股集合。组合累计业绩增速采用的是各组合成分股的累计净利润增速中位数。下同。

表4：从组合单季度净利润增速看，2020Q4 中小市值组合业绩显著占优（%）

报告期	小市值组合	中小市值组合	中大市值组合	大市值组合	大市值组合（剔银行）
2020Q1	-31.27	-17.75	-20.36	-19.09	-26.13
2020Q2	13.54	16.98	17.52	-2.41	16.90
2020Q3	26.89	46.86	41.38	9.04	17.50
2020Q4	21.41	40.96	31.55	30.95	10.88

数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：随着经济持续复苏，银行板块业绩大幅修复，增速逐季抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 维持观点：关注信号与景气的验证

考虑到未来一个月内将迎来 2020 年年报与 2021 年一季报的密集披露，市场企稳过程中，“核心资产”面临估值与交易结构两大压力，在市场中深挖机遇仍是重要命题，价值回归是 2021 年的机遇所在，可以聚焦以下四条主线：

（1）传统行业的涨价体现在业绩端，从而加强碳中和的共识，长期产能价值正在显现：**钢铁、煤炭**。进入 2021 年，通胀从预期走向现实，如钢铁、煤炭正在兑现自身的高盈利，而碳中和又为该类行业从产能价值提升提供了长期逻辑。

（2）2020Q4 新共识的验证，**化工、机械、银行；**我们在报告《趋势中寻找信仰》里发现，进入 2020Q4，公募基金和北上资金共同重仓股中，化工、机械、银行成为了“新秀”，而在“新共识”凝聚的过程中，要求业绩得到不断验证。当下银行基本面拐点已经出现，化工、机械的高景气正在持续验证。我们对此类的“核心资产”的未来保持乐观态度。

（3）我们此前月报已经发现在 2020Q3 中，中小市值中的 TMT 是业绩改善明显的行业，如果年报披露和一季报披露后，能够延续这种改善的趋势，那么算上 2021Q2 则历史看比较重要的延续 4 个季度改善就可以满足，分子驱动的行情将加速。

（4）价值回归仍在途，**房地产、建筑**仍有估值修复空间。建筑重点关注“碳中和”下的绿色金融和“一带一路”的投资机遇。

5、 风险提示

经济复苏不及预期；代表性误差

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