2021 年 03 月 30 日

策略研究团队

动荡中的企稳——风格洞察与性价比追踪系列（三）

——投资策略专题

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

● **近期市场表现：A 股中小盘股强势，美股继续交易复苏**

近 5 个交易日（2021-03-22 至 2021-03-26）A 股中小盘明显跑赢大盘，大消费板块有所反弹。从行业上看，年后回调幅度较大的医药生物和食品饮料板块涨幅居前，而大部分周期板块，如采掘、化工、有色、钢铁等则有所回调；概念指数中数字货币、白酒、金融科技、光刻胶指数涨幅靠前。**近期美股仍在交易经济复苏，**房地产和能源板块涨跌幅排名居前；而**美股 ETF 中干散货运输 ETF** 自 3 月以来领涨全部 ETF，与金融地产相关的 ETF 也表现靠前。

● **股债风险溢价：A 股略有下降，港股、美股有所上升**

近 5 个交易日 A 股股债风险溢价略有下降，而港股、美股有所上升。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 4 个 BP，但仍在均值以上；以 7 天余额宝年化收益率计算的万得全 A 风险溢价下降了 1 个 BP，在均值下方；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了 79 个 BP，标普 500 的风险溢价上升了 2 个 BP。**近期股市相对于债券的性价比有所回升：**近 5 日万得全 A 的格雷厄姆股债比上升了 11 个 BP，标普 500 的格雷厄姆股债比上升了 17 个 BP。

● **估值-盈利匹配度：继续“还债”，但“还债”压力减小**

从估值与盈利的匹配度来看，前期透支较多的行业和指数的收益率继续在向 ROE“还债”，但“还债”压力减小。近一个月主要宽基指数的 CAPE 均有所下降，尤其是创业板指，较 2 月下降了 9.07%。从风格上看，大盘成长、小盘成长和大盘价值的 CAPE 较 2 月分别下降了 7.69%、2.01%和 2.94%，而小盘价值的 CAPE 与上月基本持平。同时我们还计算了各个指数与行业的收益率与 ROE 之间的透支程度，我们发现截至 2021-03-26，创业板指、大盘成长以及沪深 300 的收益率都在继续向 ROE“还债”；对于行业也是如此：前期透支较多的行业，除休闲服务外，透支程度都在降低；而前期透支程度甚至为负的行业，如银行、房地产、公用事业和建筑装饰等，透支程度开始向 0 靠拢甚至已经转正。但另一方面，如果考虑 2020-2021 两年收益率向 ROE 回归的情形，**经过前期回调，除创业板外，其余指数的“还债”压力已经明显减小，上证指数、沪深 300 和价值风格指数的预期收益率都已经转正。**

● **关键市场特征指标：A 股仍在扩散，同时波动率有收敛的迹象**

从一些关键的市场特征指标上看，A 股仍在继续扩散，阶段性企稳已有迹象。近期 A 股上涨个股数占比继续回升，个股涨跌幅标准差回落，茅指数震荡。同时 A 股波动率有见顶回落迹象；而从自由流通市值/M2 比值来看，如果假设 3 月 M2 同比增速与 2 月相同，则截至 2021-03-26 全 A 自由流通市值/M2 已经接近 15%。

● **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。

相关研究报告

《投资策略专题-“合力”正在汇聚——资金跟踪系列之十》-2021.3.29

《投资策略月报-无须持币，不畏将来》-2021.3.28

《投资策略专题-且战且退——南下“定价权”周度跟踪之七》-2021.3.24

目 录

1、 近期市场表现：A 股中小盘股强势，美股继续交易复苏 4
1.1、 近期 A 股表现：大消费板块有所反弹 4
1.2、 近期美股表现：继续交易经济复苏 4
1.3、 主要市场风格指数的表现：分化较为明显 5
2、 股债风险溢价：A 股略有下降，港股、美股上升 6
2.1、 万得全 A 风险溢价略有下降，恒生指数和标普 500 风险溢价上升 6
2.2、 格雷厄姆股债比：A 股和美股都有所上升 7
3、 估值-盈利匹配度：“还债”仍在继续，但压力在减小 8
3.1、 席勒指标：CAPE（周期调整市盈率） 8
3.2、 收益率-ROE 的透支程度——继续“还债”，但“还债”压力减小 10
3.3、 PB-ROE：大部分周期行业仍处于被低估状态 12
3.4、 PE-G：房地产、建筑材料以及机械设备等行业明显被低估 13
3.5、 PS-CFS：公用事业、采掘、建筑材料等行业明显被低估 13
4、 关键市场特征指标：A 股仍在扩散，波动率有见顶迹象 13
4.1、 市场特征指标一：A 股上涨家数占比回升，茅指数震荡 13
4.2、 市场特征指标二：波动率，A 股有见顶迹象，美股略有抬升 14
4.3、 市场特征指标三：自由流通市值/M2 接近 15% 14
5、 风险提示 15

图表目录

图 1： 近 5 个交易日 A 股涨跌幅排名靠前的行业为计算机、医药生物、纺织服装、公用事业以及食品饮料 4
图 2： 近 5 个交易日 A 股概念指数中，涨幅排名靠前的为数字货币、白酒、金融科技和光刻胶指数 4
图 3： 近 5 个交易日美股涨跌幅排名靠前的行业为房地产、必需消费、能源、公用事业以及信息技术 4
图 4： 3 月以来干散货运输 ETF 领涨美国 ETF。与金融地产相关的 ETF 也表现不错 4
图 5： 近期全球主要市场的风格表现分化较为明显 5
图 6： A 股风格：近期成长风格有所反弹 5
图 7： 港股风格：近期成长风格反弹力度大于价值 5
图 8： 台股：大盘成长趋势向下，价值风格趋势向上 6
图 9： 美股：价值风格继续占优 6
图 10： 日股：近期各类风格均有所反弹 6
图 11： 英股：近期各类风格均有所反弹 6
图 12： 近 5 个交易日万得全 A 以 10 年期国债到期收益率计算的风险溢价下降了 4 个 BP，但仍在均值上方 7
图 13： 近 5 个交易日万得全 A 以余额宝收益率计算的风险溢价下降了 1 个 BP 7
图 14： 近 5 日恒生指数以 10 年期美国国债到期收益率计算的风险溢价位上升了 79 个 BP 7
图 15： 近 5 日标普 500 以 10 年期美国国债到期收益率计算的风险溢价上升了 2 个 BP 7
图 16： 近 5 日万得全 A 格雷厄姆股债比上升了 11 个 BP 8
图 17： 近 5 日标普 500 的格雷厄姆股债比上升了 17 个 BP 8
图 18： 2021 年 3 月万得全 A 的 CAPE 较 2 月下降 4.01% 9
图 19： 如果分母换成过去 5 年经通胀调整的归母净利润最大值，则 2021 年 3 月万得全 A 的 CAPE 较 2 月下降 3.22% 9
图 20： 2021 年 3 月上证指数的 CAPE 较 2 月下降 3.73% 9
图 21： 2021 年 3 月沪深 300 的 CAPE 较 2 月下降 5.92% 9

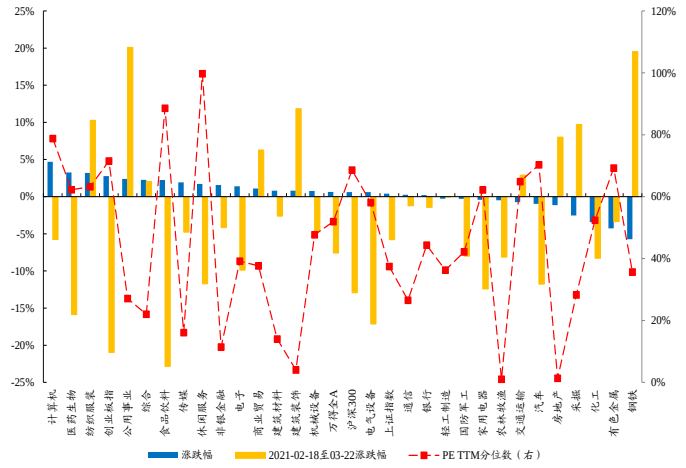
图 22: 2021 年 3 月创业板指的 CAPE 较 2 月下降 9.07% 9
图 23: 2021 年 3 月中证 500 的 CAPE 较 2 月下降 3.21% 9
图 24: 2021 年 3 月大盘成长的 CAPE 较 2 月下降 7.69% 10
图 25: 2021 年 3 月大盘价值的 CAPE 较 2 月下降 2.94% 10
图 26: 2021 年 3 月小盘成长的 CAPE 较 2 月下降 2.01% 10
图 27: 2021 年 3 月小盘价值的 CAPE 与 2 月基本持平 10
图 28: 截至 2021 年 3 月 26 日，创业板指、大盘成长、沪深 300 收益率继续向 ROE“还债” 11
图 29: 截至 2021 年 3 月 26 日，除休闲服务外，前期透支的行业基本都出现收益率向 ROE“还债”的现象 11
图 30: 经过近期回调后，在两年回归假设下，多数指数“还债”压力已经没那么大 12
图 31: 从 PB-ROE 的角度看，大部分周期行业仍处于被低估的状态，尤其是银行、建筑装饰与采掘 12
图 32: 从 PE-G 的角度来看，房地产、建筑材料、机械设备等行业明显被低估 13
图 33: 从 PS-CFS 的角度来看，公用事业、采掘、建筑材料等行业明显被低估 13
图 34: 2021 年 2 月 A 股上涨个数占比较上月大幅回升，标准差回落 14
图 35: 茅指数经历大幅度回调后震荡 14
图 36: 近期 A 股波动率有见顶迹象 14
图 37: 近期美股波动率继续抬升，尤其是纳斯达克指数 14
图 38: 3 月全 A 自由流通市值/M2 已经接近 15% 15

1、 近期市场表现：A 股中小盘股强势，美股继续交易复苏

1.1、 近期 A 股表现：大消费板块有所反弹

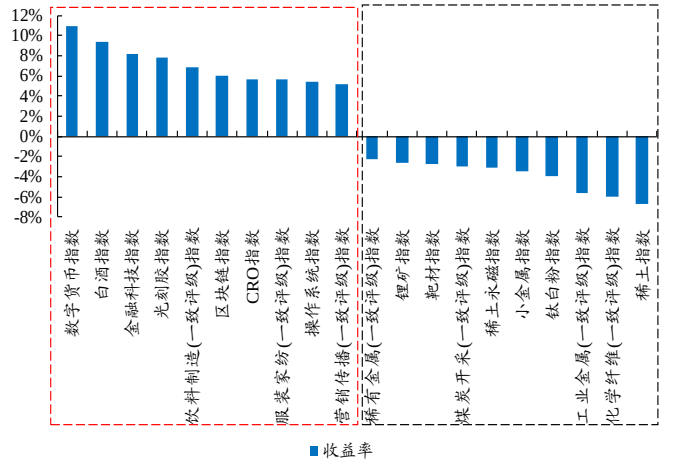
近 5 个交易日（2021-03-22 至 2021-03-26）A 股大消费板块有所反弹，年后回调幅度较大的医药生物和食品饮料板块涨幅居前，大部分周期板块，如采掘、化工、有色、钢铁等则有所回调；概念指数中数字货币、白酒、金融科技、光刻胶指数涨幅靠前。

图1：近 5 个交易日 A 股涨跌幅排名靠前的行业为计算机、医药生物、纺织服装、公用事业以及食品饮料



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：近 5 个交易日 A 股概念指数中，涨幅排名靠前的为数字货币、白酒、金融科技和光刻胶指数

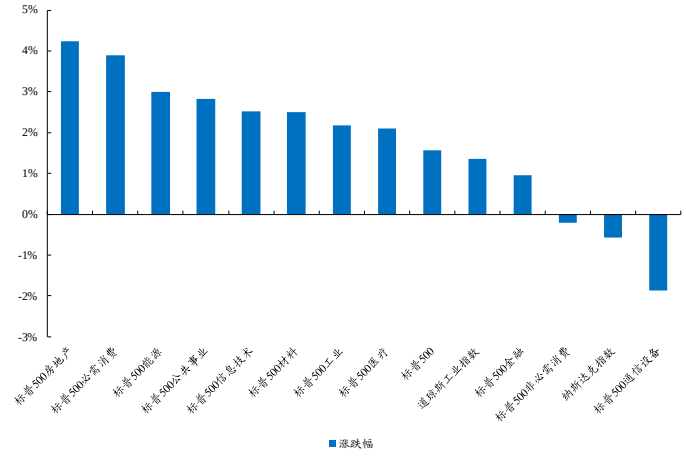


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 近期美股表现：继续交易经济复苏

近期美股仍在交易经济复苏，房地产和能源板块涨幅排名居前；而美股 ETF 中自 3 月以来干散货运输 ETF 领涨美国 ETF，与金融地产相关的 ETF 也表现不错；而排名靠后的 ETF 中有做空公用事业和基础材料以及做多生物科技的 ETF。

图3：近 5 个交易日美股涨跌幅排名靠前的行业为房地产、必需消费、能源、公用事业以及信息技术



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：3 月以来干散货运输 ETF 领涨美国 ETF。与金融地产相关的 ETF 也表现不错

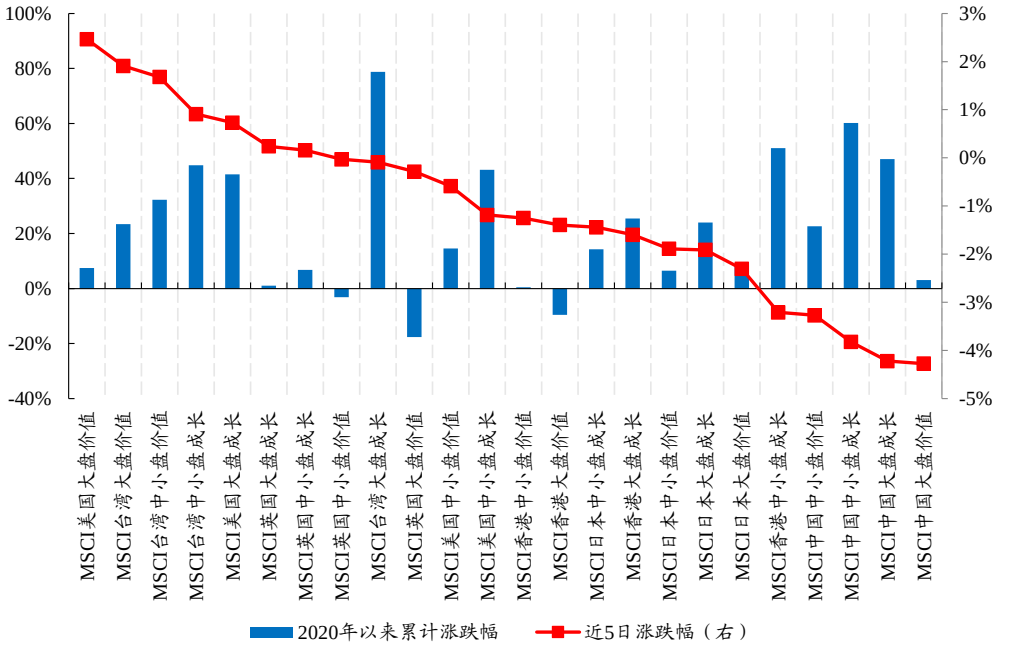
ETF全称	3月以来涨跌幅
Breakwave Dry Bulk Shipping ETF	44.93%
Direxion Daily Hmbldrs&Supls Bull 3X ETF	42.64%
Direxion Daily Retail Bull 3X Shares	33.84%
iPath CBOE S&P 500 BuyWrite ETN	30.71%
ProShares UltraPro Dow30	21.72%
Direxion Daily Financial Bull 3X Shares	20.07%
ProShares Ultra Basic Material	19.95%
Direxion Daily S&P Biotech Bear 3X ETF	19.91%
ProShares Ultra Utilities	18.60%
Direxion Daily Real Estate Bull 3X ETF	18.47%
TrueMark AI & Deep Learning ETF	-16.49%
Powershares Golden Dragon Chin	-16.57%
PROSHARES ULTRAPRO SHORT MIDCAP 400	-17.15%
ProShares UltraShort Utilities	-17.16%
Direxion Daily Real Estate Bear 3X ETF	-17.52%
ProShares UltraShort Basic Materials	-17.69%
ProShares UltraPro Short Dow 30	-19.42%
Direxion Daily Financial Bear 3X Shares	-19.60%
Metaurus US Equity Cumulative Divs 2027	-23.03%
Direxion Daily S&P Biotech Bull 3X ETF	-31.98%

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 主要市场风格指数的表现：分化较为明显

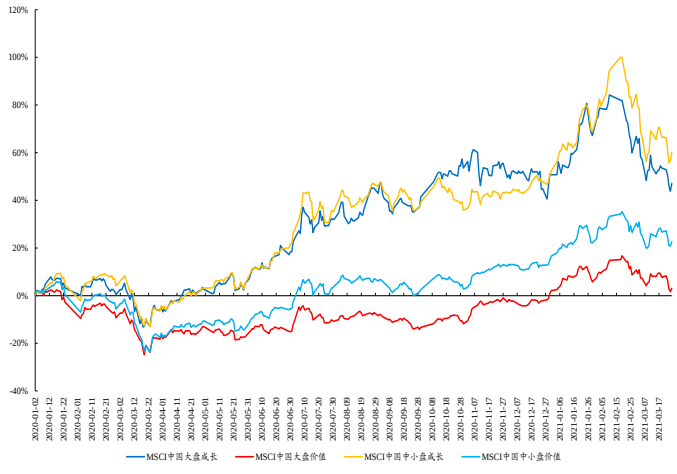
从风格上看，近 5 日全球股市表现并不一致：中国台湾、中国香港和美国是价值风格跑赢成长风格；日本、英国则是成长风格跑赢价值风格；而 A 股则是中小盘价值＞中小盘成长＞大盘成长＞大盘价值。

图5：近期全球主要市场的风格表现分化较为明显



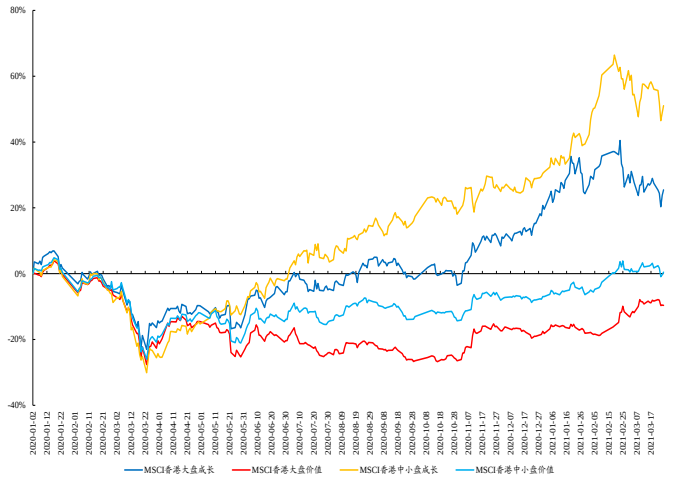
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：A 股风格：近期成长风格有所反弹



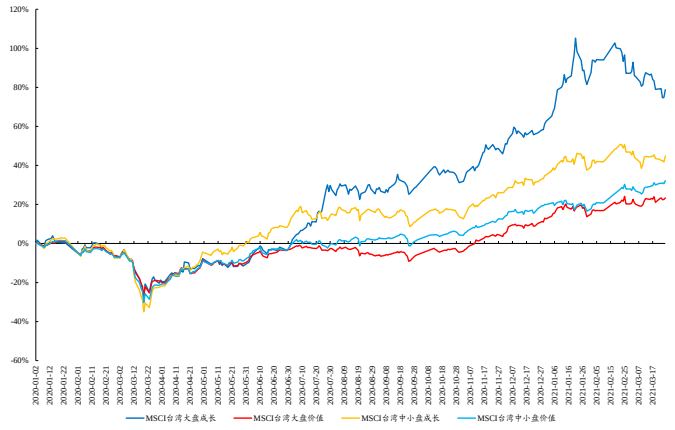
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：港股风格：近期成长风格反弹力度大于价值



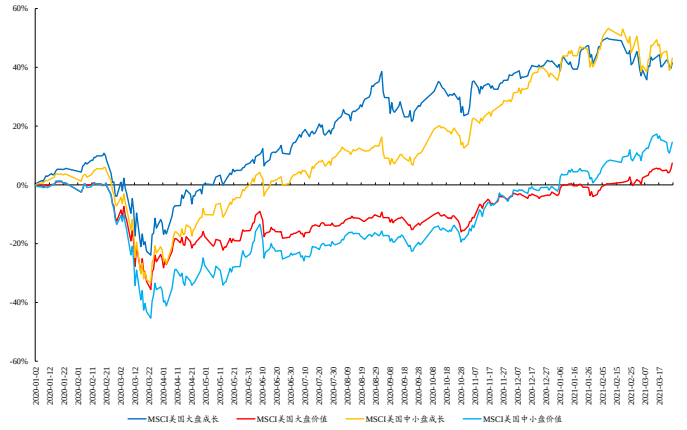
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：台股：大盘成长趋势向下，价值风格趋势向上



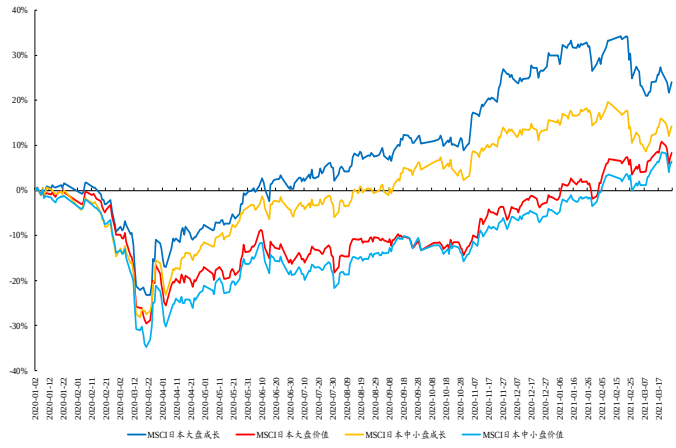
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美股：价值风格继续占优



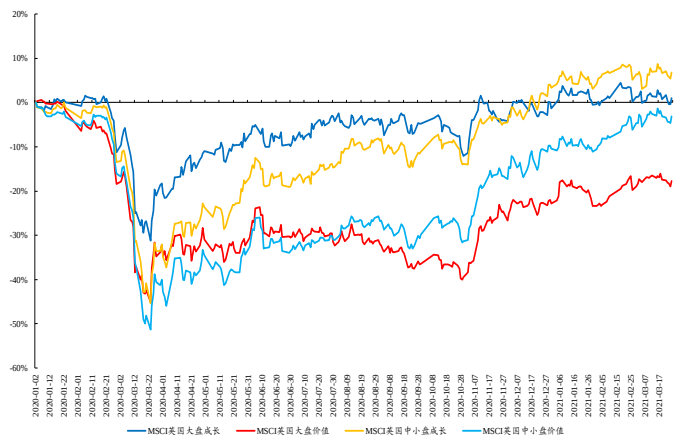
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：日股：近期各类风格均有所反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：英股：近期各类风格均有所反弹



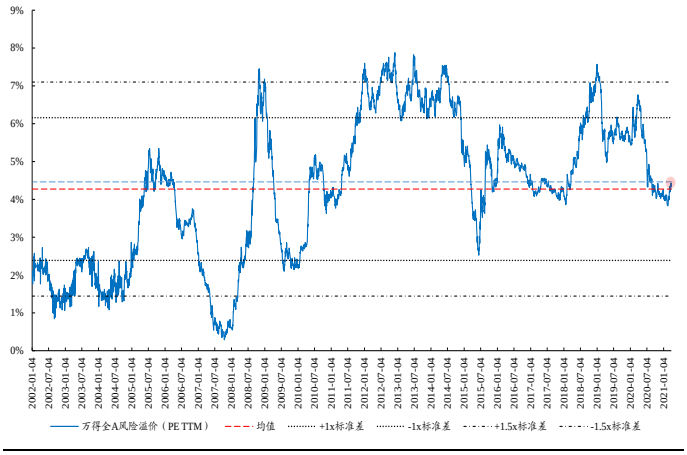
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 股债风险溢价：A 股略有下降，港股、美股上升

2.1、 万得全 A 风险溢价略有下降，恒生指数和标普 500 风险溢价上升

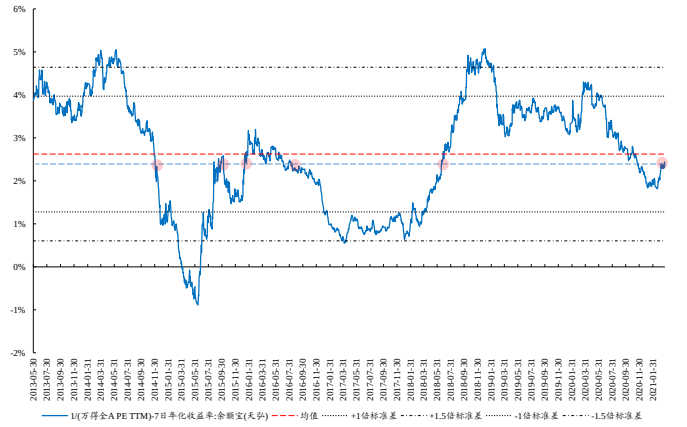
近 5 个交易日以 10 年期中债国债到期收益率计算的万得全 A 风险溢价下降了 4 个 BP，以 7 天余额宝年化收益率计算的万得全 A 风险溢价下降了 1 个 BP；以 10 年期美国国债到期收益率计算的恒生指数风险溢价上升了 79 个 BP，标普 500 的风险溢价上升了 2 个 BP。

图12：近 5 个交易日万得全 A 以 10 年期国债到期收益率计算的风险溢价下降了 4 个 BP，但仍在均值上方



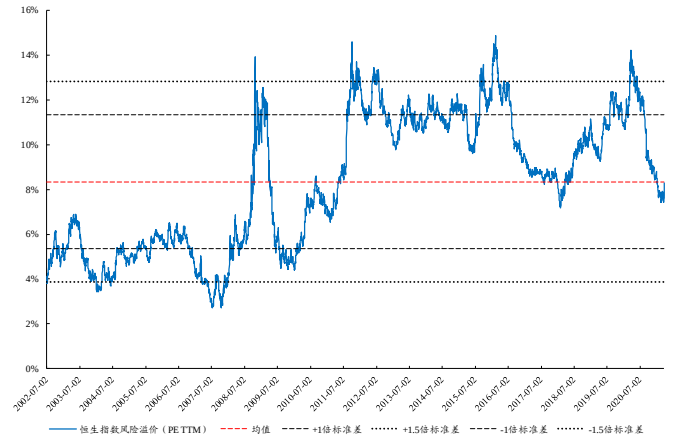
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：近 5 个交易日万得全 A 以余额宝收益率计算的风险溢价下降了 1 个 BP



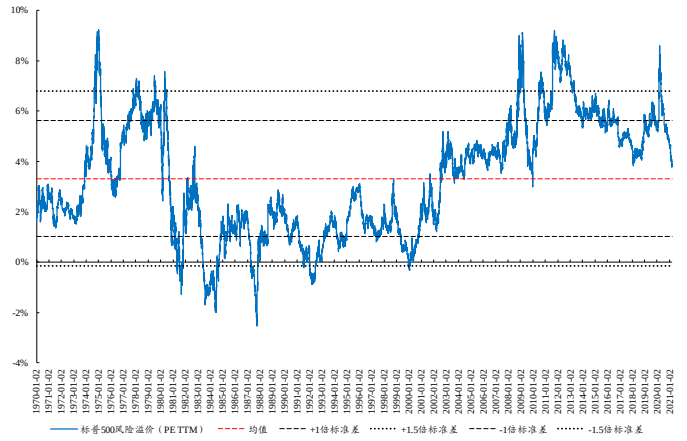
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：近 5 日恒生指数以 10 年期美国国债到期收益率计算的风险溢价位上升了 79 个 BP



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：近 5 日标普 500 以 10 年期美国国债到期收益率计算的风险溢价上升了 2 个 BP

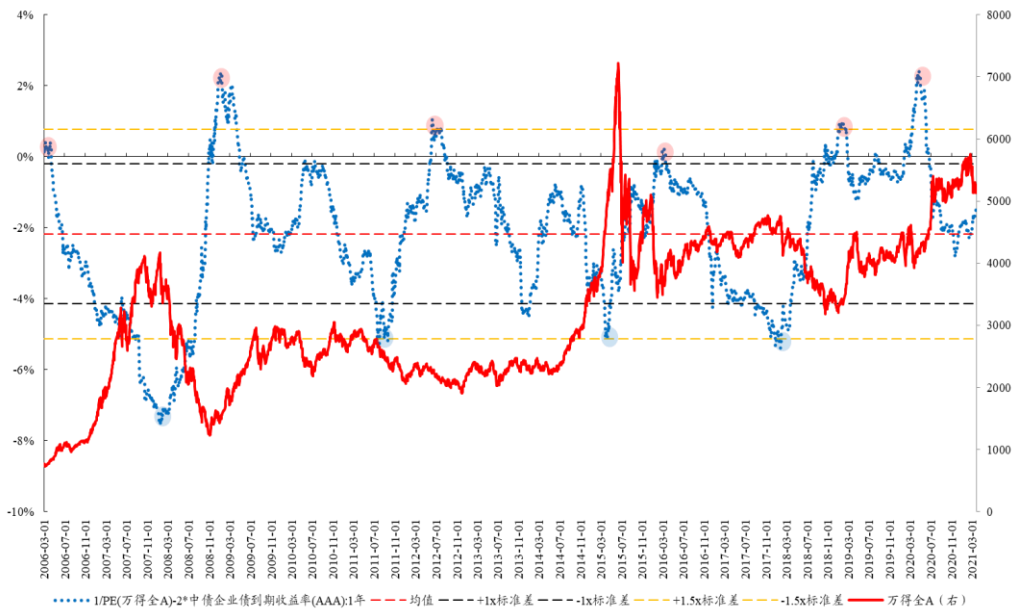


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 格雷厄姆股债比：A 股和美股都有所上升

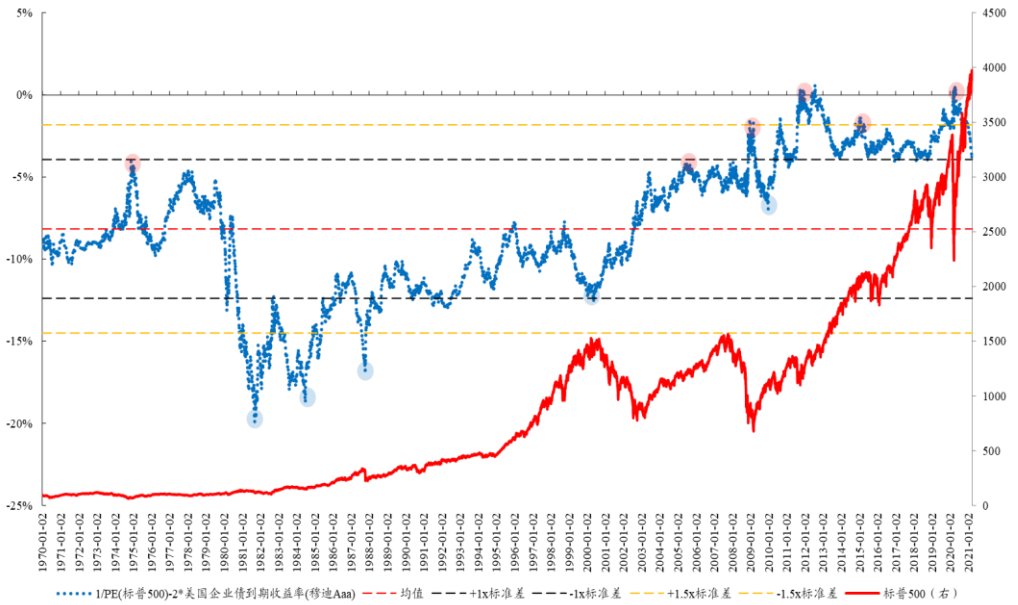
近 5 日万得全 A 的格雷厄姆股债比上升了 11 个 BP（股票相对于 AAA 企业债的性价比上升），标普 500 的格雷厄姆股债比上升了 17 个 BP（股票相对于 AAA 企业债的性价比上升）。

图16：近 5 日万得全 A 格雷厄姆股债比上升了 11 个 BP



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：近 5 日标普 500 的格雷厄姆股债比上升了 17 个 BP



数据来源：Wind、开源证券研究所

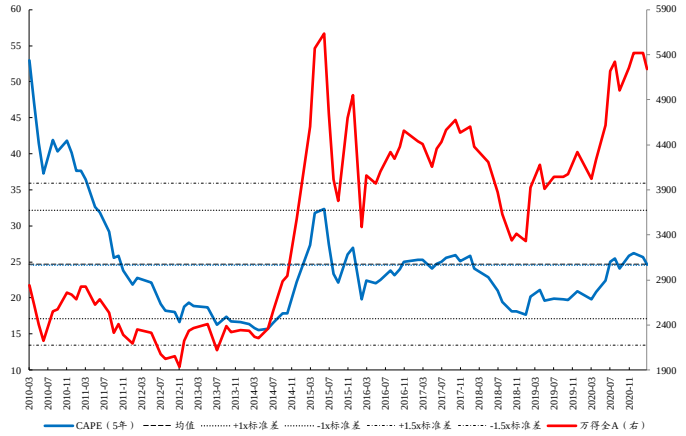
3、 估值-盈利匹配度：“还债”仍在继续，但压力在减小

3.1、 席勒指标：CAPE（周期调整市盈率）

近一个月主要宽基指数的 CAPE[1]均有所下降（性价比增加），尤其是创业板指，较 2 月下降了 9.07%。从风格上看，大盘成长、小盘成长和大盘价值的 CAPE 较 2 月分别下降了 7.69%、2.01%和 2.94%，而小盘价值的 CAPE 与上月基本持平。

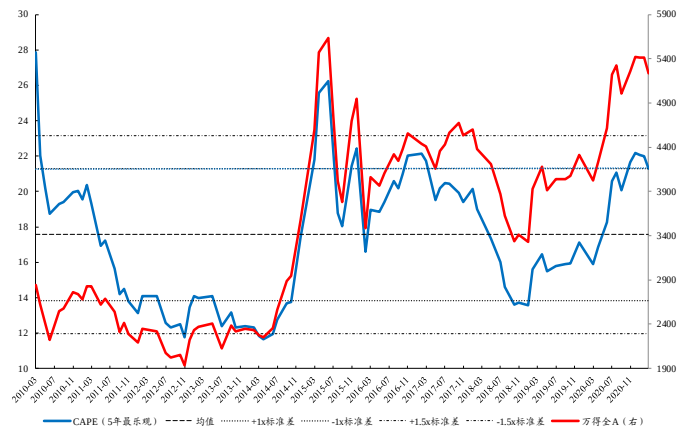
[1] CAPE=经通胀调整的总市值/过去 5 年经通胀调整的归属母公司股东净利润的均值，3 月 CPI 环比假设与 2 月相同。

图18：2021 年 3 月万得全 A 的 CAPE 较 2 月下降 4.01%



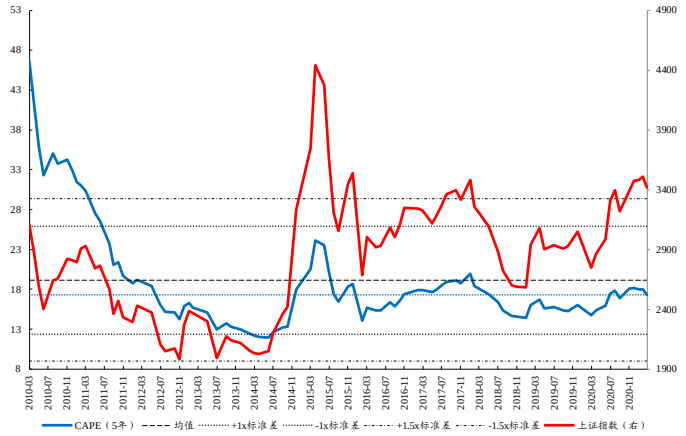
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：如果分母换成过去 5 年经通胀调整的归母净利润最大值，则 2021 年 3 月万得全 A 的 CAPE 较 2 月下降 3.22%



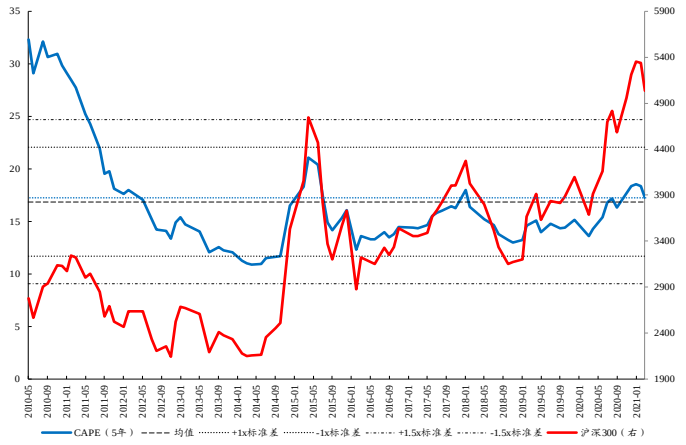
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2021 年 3 月上证指数的 CAPE 较 2 月下降 3.73%



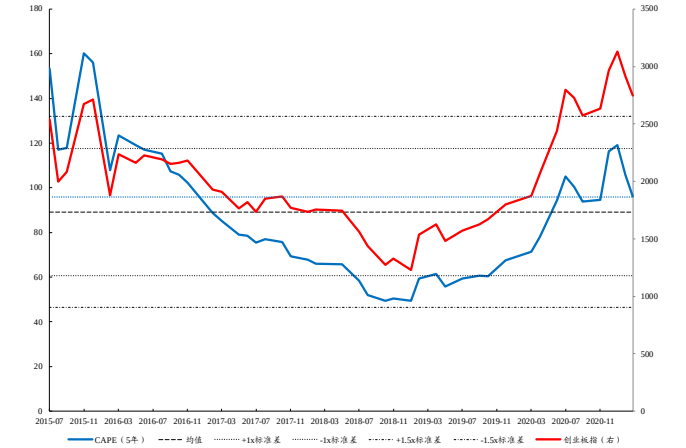
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2021 年 3 月沪深 300 的 CAPE 较 2 月下降 5.92%



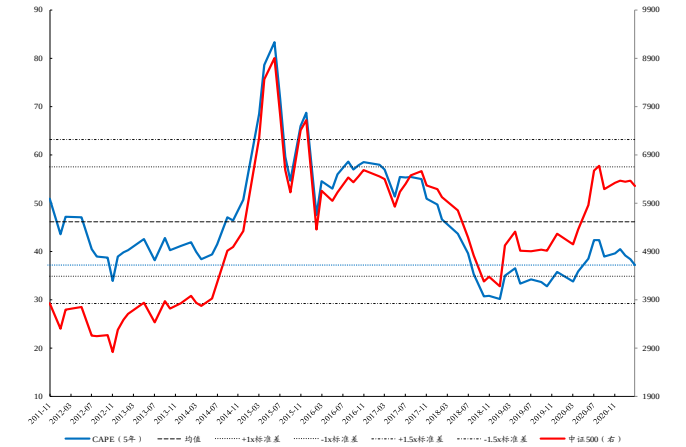
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2021 年 3 月创业板指的 CAPE 较 2 月下降 9.07%



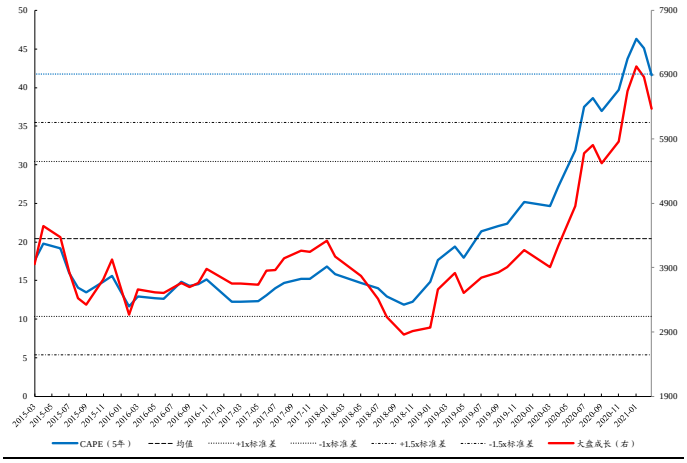
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2021 年 3 月中证 500 的 CAPE 较 2 月下降 3.21%



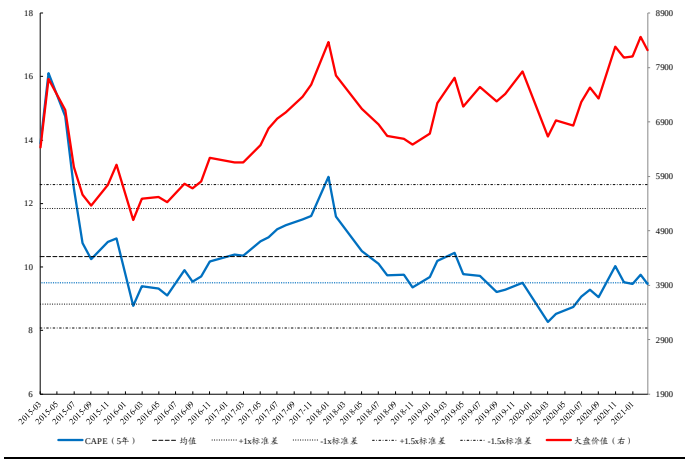
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2021 年 3 月大盘成长的 CAPE 较 2 月下降 7.69%



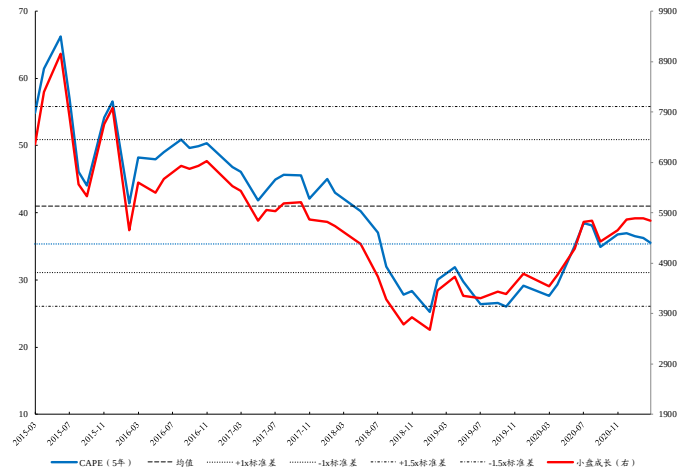
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2021 年 3 月大盘价值的 CAPE 较 2 月下降 2.94%



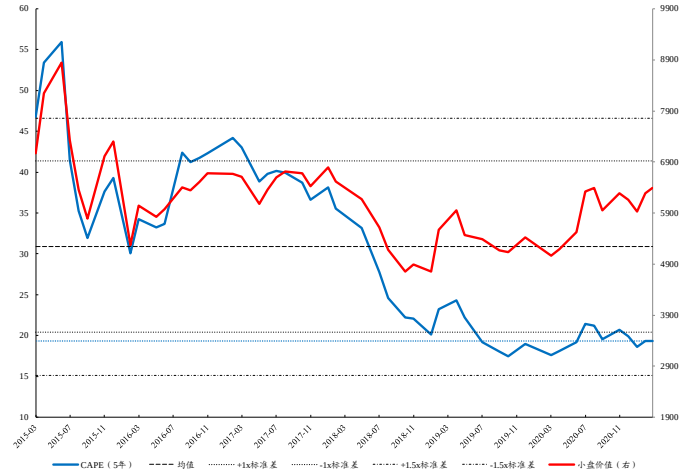
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2021 年 3 月小盘成长的 CAPE 较 2 月下降 2.01%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2021 年 3 月小盘价值的 CAPE 与 2 月基本持平

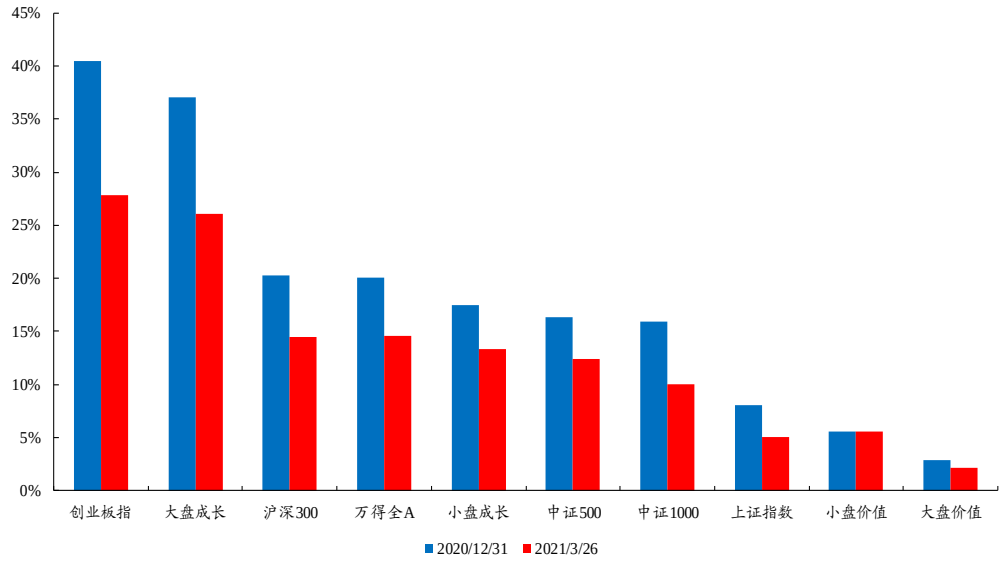


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 收益率-ROE 的透支程度——继续“还债”，但“还债”压力减小

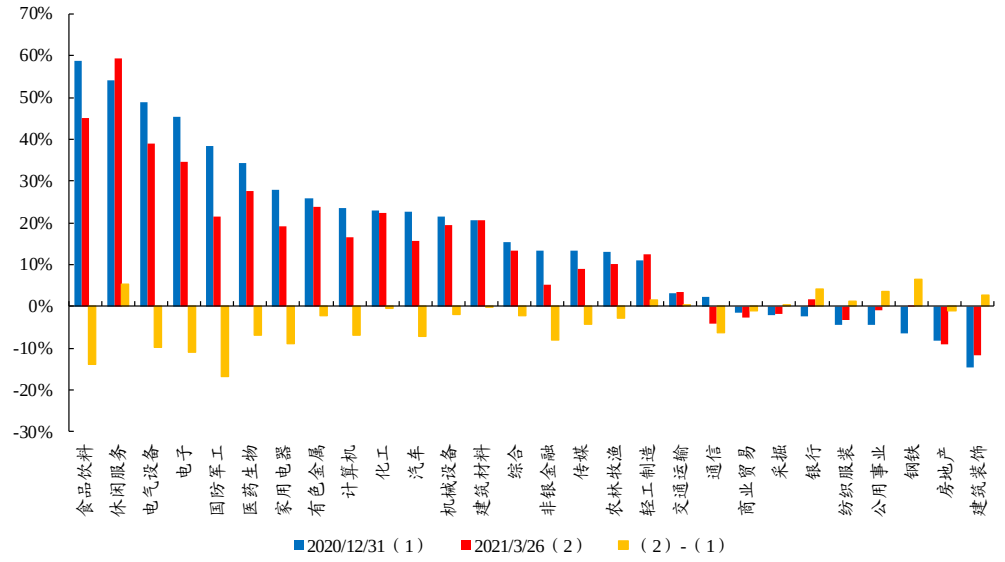
从估值与盈利的匹配度来看，前期透支较多的行业和指数的收益率继续在向 ROE“还债”（性价比增加）。我们计算了各个指数与行业的收益率与 ROE 之间的透支程度，我们发现截至 2021-03-26，创业板指、大盘成长以及沪深 300 的收益率都在继续向 ROE“还债”，对于行业也是如此：前期透支较多的行业，除休闲服务外，透支程度都在降低；而前期透支程度甚至为负的行业，如银行、房地产、公用事业和建筑装饰等，透支程度开始向 0 靠拢甚至已经转正。但另一方面，如果我们假设 2019-2021 三年收益率向 ROE 回归与 2020-2021 两年回归的情形，那么经过前期市场的回调，在两年回归的假设下，**除创业板指外其余指数的“还债”压力已经有了明显减小，上证指数、沪深 300 和价值风格指数的预期收益率都已经转正。**

图28：截至 2021 年 3 月 26 日，创业板指、大盘成长、沪深 300 收益率继续向 ROE “还债”



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为 2019 年截至至特定时间点的年化收益率-年化 ROE（没有实际值的采用预测值）。

图29：截至 2021 年 3 月 26 日，除休闲服务外，前期透支的行业基本都出现收益率向 ROE “还债”的现象



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为 2019 年截至至特定时间点的年化收益率-年化 ROE（没有实际值的采用预测值）。

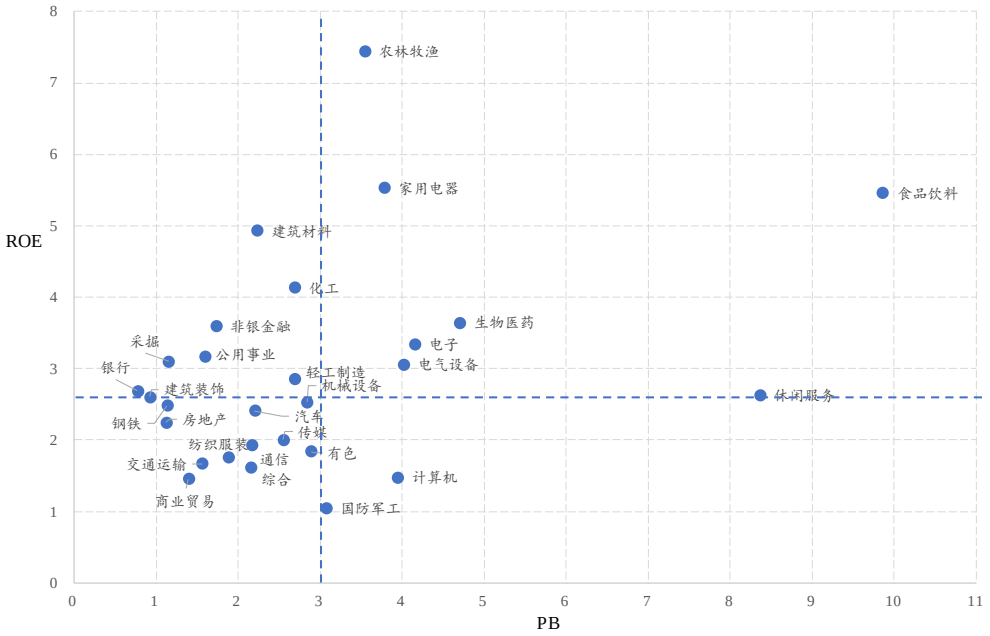
图30：经过近期回调后，在两年回归假设下，多数指数“还债”压力已经没那么大

	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指	中证500	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值	中证1000
2019-2021三年回归												
2019-2021年三年ROE累乘	29.87%	32.63%	37.42%	49.64%	23.83%	70.16%	37.08%	43.34%	31.40%	29.45%	27.95%	22.33%
2019-2020年收益率	67.10%	39.26%	73.09%	137.20%	52.76%	142.64%	30.32%	87.48%	27.31%	58.11%	30.06%	50.03%
2021年预期收益率	-22.28%	-4.76%	-20.61%	-36.91%	-18.94%	-29.87%	5.19%	-23.54%	3.21%	-18.13%	-1.62%	-18.46%
2021年实际收益率	-3.40%	-1.58%	-3.33%	-7.45%	-1.81%	-4.07%	1.70%	-3.33%	3.70%	-0.30%	3.75%	-5.19%
预期-实际	-18.88%	-3.19%	-17.28%	-29.47%	-17.13%	-25.80%	3.49%	-20.22%	-0.49%	-17.83%	-5.37%	-13.27%
2020-2021两年回归												
2020-2021两年ROE累乘	18.67%	20.03%	23.07%	34.35%	15.97%	45.83%	22.34%	28.38%	20.45%	21.93%	18.19%	16.32%
2020年收益率	25.62%	13.87%	27.21%	64.96%	20.87%	59.28%	3.26%	34.74%	5.76%	22.77%	13.57%	19.39%
2021年预期收益率	-5.53%	5.42%	-3.25%	-18.56%	-4.06%	-8.44%	18.47%	-4.72%	13.89%	-0.69%	4.06%	-2.57%
2021年实际收益率	-3.40%	-1.58%	-3.33%	-7.45%	-1.81%	-4.07%	1.70%	-3.33%	3.70%	-0.30%	3.75%	-5.19%
预期-实际	-2.13%	6.99%	0.07%	-11.11%	-2.25%	-4.37%	16.77%	-1.40%	10.19%	-0.39%	0.31%	2.62%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：数据截至 2021-03-26。

3.3、 PB-ROE：大部分周期行业仍处于被低估状态

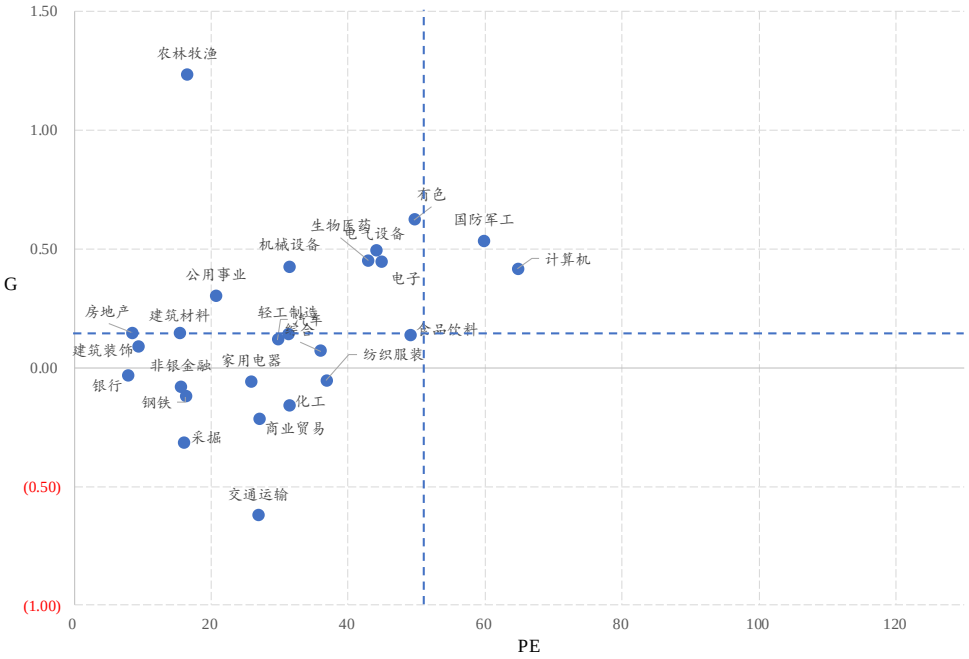
图31：从 PB-ROE 的角度看，大部分周期行业仍处于被低估的状态，尤其是银行、建筑装饰与采掘



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、 PE-G：房地产、建筑材料以及机械设备等行业明显被低估

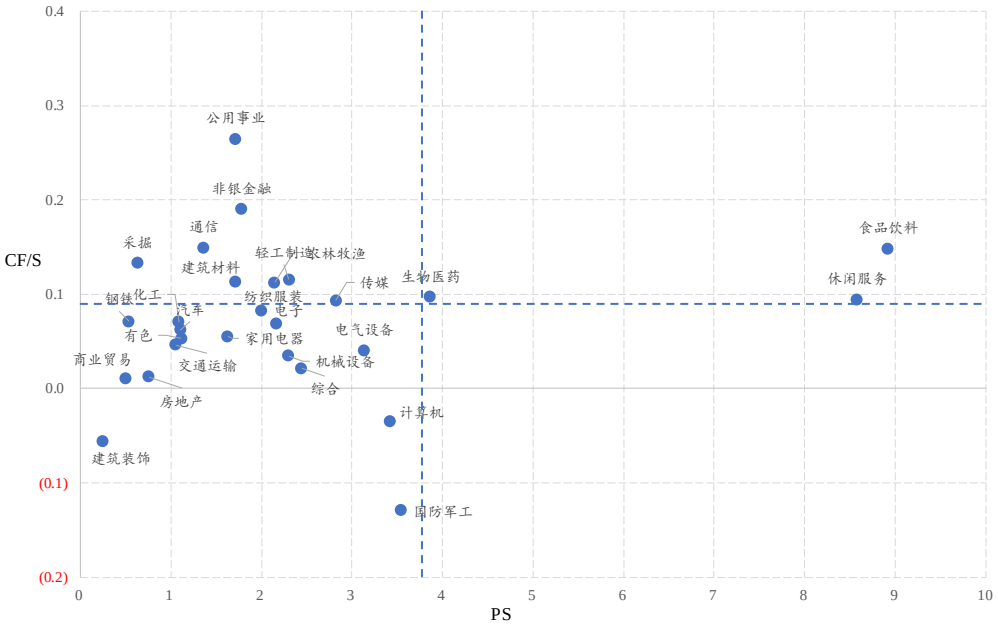
图32：从 PE-G 的角度来看，房地产、建筑材料、机械设备等行业明显被低估



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5、 PS-CFS：公用事业、采掘、建筑材料等行业明显被低估

图33：从 PS-CFS 的角度来看，公用事业、采掘、建筑材料等行业明显被低估



数据来源：Wind、开源证券研究所

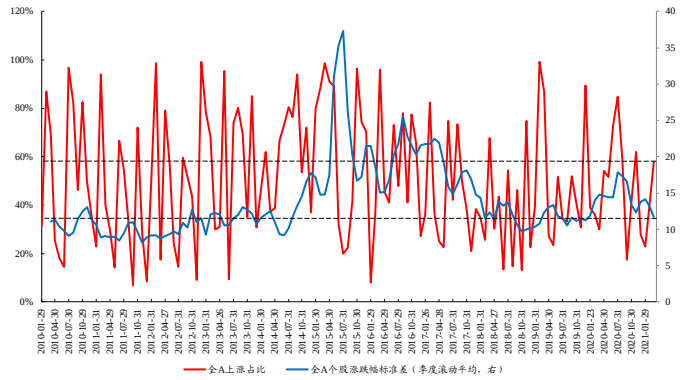
4、 关键市场特征指标：A 股仍在扩散，波动率有见顶迹象

4.1、 市场特征指标一：A 股上涨家数占比回升，茅指数震荡

2021 年 3 月 A 股上涨个股数占比大幅回升，涨跌幅的标准差继续回落，茅指数

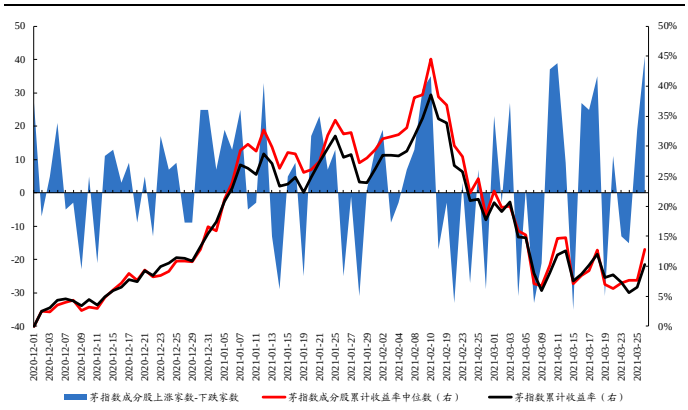
经历较大幅度回调后开始震荡。

图34：2021 年 2 月 A 股上涨个数占比较上月大幅回升，标准差回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：茅指数经历大幅度回调后震荡

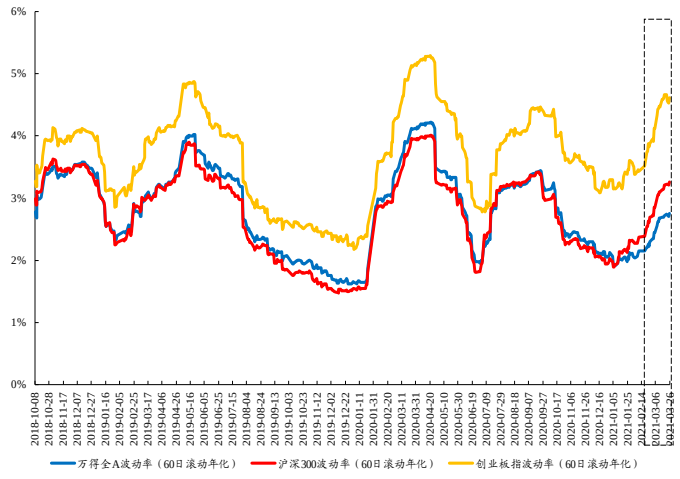


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 市场特征指标二：波动率，A 股有见顶迹象，美股略有抬升

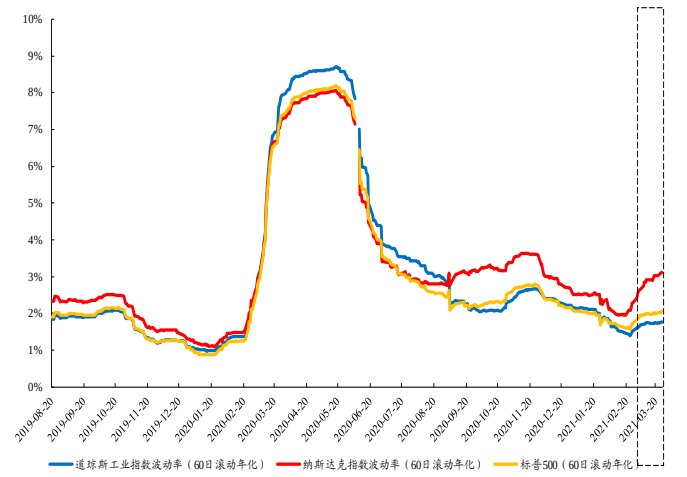
A 股近期的波动率有见顶迹象，而美股的波动率仍在抬升，尤其是纳斯达克指数。

图36：近期 A 股波动率有见顶迹象



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：近期美股波动率继续抬升，尤其是纳斯达克指数

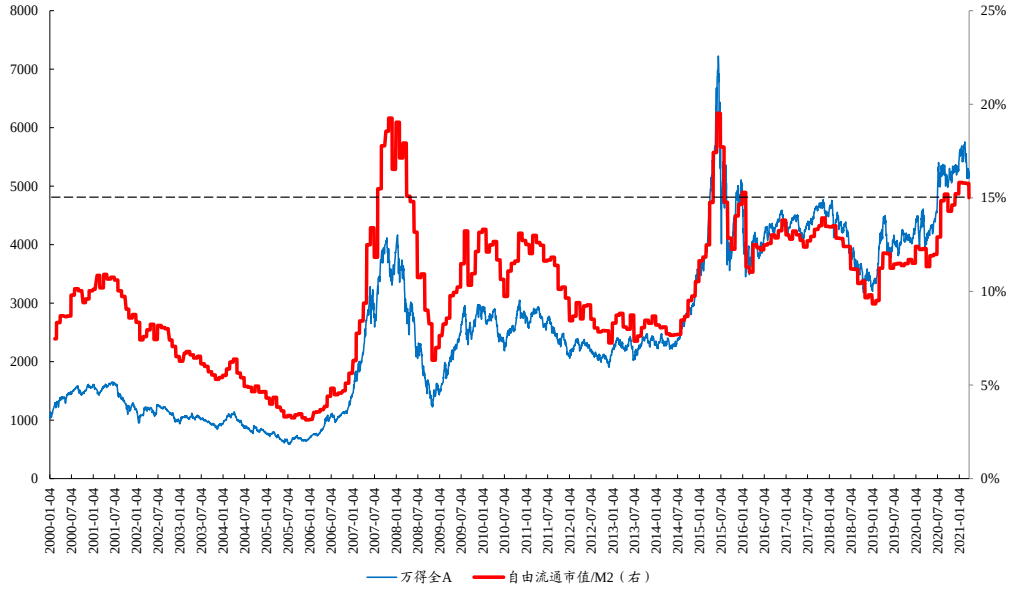


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、 市场特征指标三：自由流通市值/M2 接近 15%

如果假设 3 月的 M2 同比增速与 2 月相同，则截至 2021-03-26 全 A 的自由流通市值/M2 已经接近 15%（15.01%），这意味着 A 股前期的回调已经使得该比值回落至警戒线附近。

图38：3 月全 A 自由流通市值/M2 已经接近 15%



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：假设 3 月 M2 同比增速与 2 月相同

5、 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。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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