2021 年 03 月 22 日

策略研究团队

交易结构企稳，市场仍缺合力——资金跟踪系列之九

——投资策略专题

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

● **美元指数略有上升，通胀预期上行，海外流动性较好，国内流动性分层不明显**

上周(20210315-20210319)**美元指数略有上升，截至 2021 年 3 月 16 日，美元空头头寸规模大幅下滑，净多头头寸由负转正，中美利差大幅收窄，达 2020 年 3 月以来的最低点**，美债名义/实际利率均有所上升，**其背后反映的通胀预期有所上升**。对于海外而言，上周美国不同期限/等级企业债信用利差大多收窄，Ted 利差有较大幅度走阔但仍处相对低位，美国金融系统流动性整体仍较充裕；对于国内而言，上周流动性分层不明显，信用利差短端均收窄，长端大多走阔。

● **北上内部分歧扩大，北上配置盘持续“抄底”**

上周(20210315-20210319)**外资配置盘净买入 A 股 156.64 亿元，外资交易盘净卖出 71.81 亿元**。行业上，北上配置/交易盘仍存在分歧，两者共识在于卖出非银、地产、农林牧渔、轻工、电力及公用事业等行业，同时买入电新、机械、医药、家电、电子、交运、有色及钢铁等行业。对于白酒板块，外资配置盘小幅抄底 2.69 亿元，但净卖出贵州茅台(-7.58 亿元)。分市值看，**上周北上配置盘在医药、传媒、军工、通信、煤炭、商贸零售以及非银等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的**。

● **两融活跃度小幅回升，主要净买入消费者服务以及部分“碳中和”板块**

上周(20210315-20210319)**两融活跃度略有回升，整体净卖出 11.86 亿元，净流出放缓**，主要净卖出电子、有色、家电、计算机、汽车以及通信等板块，主要净买入消费者服务、电力及公用事业、电新、食品饮料、钢铁以及石油石化等板块。

● **个人投资者“撤退”放缓，与公募在 TMT 及部分“碳中和”板块形成共识**

上周(20210315-20210319)**偏股混合型和普通股票型基金的仓位仍维持高位**，主要加仓农林牧渔、电新、TMT、地产、石油石化、轻工制造、纺服以及医药等板块，主要减仓消费者服务、军工、有色、机械、交运、食品饮料以及汽车等板块。上周货币型 ETF 被持续净申购，这意味着**货币型基金整体可能被净申购**，而近期 7 天理财产品预期收益率相对于货基收益率上行，同时我们看到，上周以个人持有为主的股票型 ETF 整体被净赎回，这意味着**当下货基的持续申购大概率来自于股票型基金的赎回，但赎回规模有所放缓**。分行业看，在以个人持有为主的 ETF 中，与科技、金融地产、周期、传媒以及医药等板块相关的 ETF 均被净申购，与新能源车、环保、军工和消费等板块相关的 ETF 被净赎回。结合前面主动基金在上周的加仓行为来看：公募主要加仓 TMT 及部分碳中和板块，主要减仓消费和金融板块，而以个人持有为主的 ETF 中，与科技、金融地产、周期以及传媒等板块相关的 ETF 均被净申购，与消费等板块相关的 ETF 被净赎回，**这意味着公募与其负债端(个人)在金融板块上的分歧仍较大，但在 TMT 及部分“碳中和”板块逐步形成共识**。结合相对稳定的北上配置盘来看：公募与其主要对手盘(北上)的主要共识在电新、医药及部分 TMT 板块，对于公募、其负债端(个人)以及两融认可的部分“碳中和”板块，**除电新板块外，北上配置盘并未表达广泛的认可**，此外，在公募小幅减仓银行板块时，北上配置盘仍在“坚定”买入。**这意味着当下市场来自交易结构的扰动可能已经阶段企稳，但市场可能缺乏合力**。

● **风险提示：** 测算误差

相关研究报告

《投资策略专题-趋势中寻找信仰》-2021.3.19

《投资策略专题-已生退意——南下“定价权”周度跟踪之六》-2021.3.17

《投资策略专题-市场仍在挖掘“金融”价值——资金跟踪系列之八》-2021.3.16

目 录

1、 美元指数略有上升，通胀预期有所上行，海外流动性较好，国内流动性分层并不明显 4
1.1、 美元指数略有上行，中美利差大幅收窄，通胀预期有所上行 4
1.2、 美债信用利差有所收窄或维持不变，Ted 利差有较大幅度走阔，但仍处于相对低位 5
1.3、 国内流动性分层现象并不明显，信用利差短端收窄，长端大多走阔 6
2、 北上内部分歧扩大，北上配置盘持续“抄底” 7
2.1、 北上配置盘净买入，交易盘净卖出，两者共识在电新、机械、医药、家电、电子、交运、有色以及钢铁等板块 7
2.2、 外资配置盘继续小幅抄底白酒，但净卖出贵州茅台 9
2.3、 北上配置盘在医药、传媒、军工、通信、煤炭、商贸零售以及非银等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的 9
3、 两融活跃度小幅回升，主要净卖出 TMT、有色、家电以及汽车等板块，主要净买入消费者服务以及部分“碳中和”板块 10
4、 个人投资者“撤退”放缓，公募资产/负债端分歧仍存，但在 TMT 以及部分“碳中和”板块上逐步形成共识 11
4.1、 公募仓位仍维持高位，主要加仓 TMT 及部分碳中和板块，主要减仓消费和金融板块 11
4.2、 个人投资者继续“撤退”但有所放缓，主要净买入 TMT、金融地产、以及周期相关的基金，卖出与消费等板块相关的基金 12
5、 风险提示 13

图表目录

图 1： 上周(20210315-20210319)美元指数略有上行 4
图 2： 截至 2021 年 3 月 16 日，美元空头头寸规模大幅下滑，多头头寸大幅上升，净多头头寸由负转正 4
图 3： 上周(20210315-20210319)中美利差大幅收窄，达 2020 年 3 月以来最低点 4
图 4： 上周(20210315-20210319)美债名义/实际利率均有所上升，其中名义利率上升幅度较大，周五(20210319)已达 1.74%，其背后反映的通胀预期有所上行 4
图 5： 上周(20210315-20210319)美国不同期限企业债信用利差维持不变或有所收窄，其中 5-7 年的收窄幅度最大 5
图 6： 上周(20210315-20210319)美国不同等级企业债信用利差均有所收窄，其中 AAA 级和 BBB 级的企业债信用利差的收窄幅度较大 5
图 7： 上周(20210315-20210319)3 个月美债利率大幅下降，美元 Libor 震荡上行，Ted 利差有较大幅度走阔，但仍处于较低水平 6
图 8： 上周(20210315-20210319) 7 天 Shibor 与 DR007 之差维持低位震荡 6
图 9： 上周(20210315-20210319) R007 与 DR007 之差维持低位震荡 6
图 10： 上周(20210315-20210319)不同等级的 1Y 中票信用利差均有所收窄，其中 AA 级收窄幅度最大 7
图 11： 上周(20210315-20210319)不同等级的 10Y 中票信用利差均有所走阔，其中 AA+级和 AA 级收窄幅度较大 7
图 12： 上周(20210315-20210319) 不同等级的 10Y 企业债信用利差均有所收窄，其中 AA+级收窄幅度最大 7
图 13： 上周(20210315-20210319) AAA 和 AA 的 10Y 企业债信用利差均有所走阔，AA+级略有收窄 7
图 14： 上周(20210315-20210319)外资配置盘净买入 A 股 156.64 亿元，外资交易盘净卖出 A 股 71.81 亿元 8
图 15： 分行业看，上周(20210315-20210319)北上配置盘主要净买入电新、机械、家电、银行、医药、交运、有色以及计算机等板块，主要净卖出电力及公用事业、非银、汽车以及地产等板块；北上交易盘主要净买入医药、电子、交运、电新以及家电等板块，主要净卖出食品饮料、金融地产、计算机、石油石化以及化工等板块 8
图 16： 上周(20210315-20210319)外资配置盘净买入白酒板块 2.69 亿元，其中，净卖出贵州茅台 7.58 亿元，净买入其他白酒板块 10.27 亿元 9

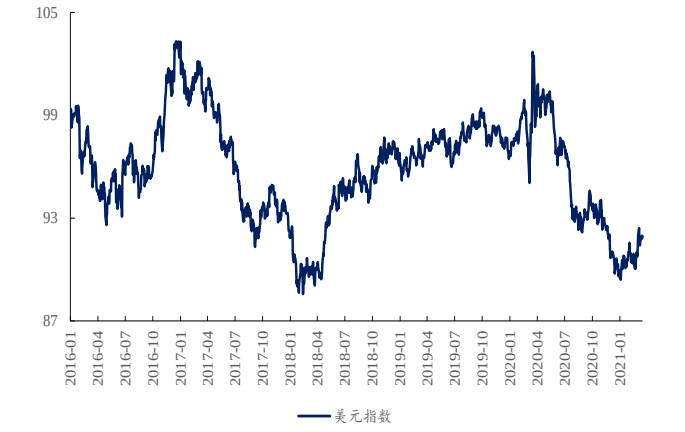
图 17: 上周(20210315-20210319)北上配置盘持续净买入市值在 1000 亿以下的标的 9
图 18: 上周(20210315-20210319)北上交易盘对某类市值对应公司的净买入/卖出行为的持续性并不强 9
图 19: 上周(20210315-20210319)北上配置盘在医药、传媒、军工、通信、煤炭、商贸零售以及非银等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的 10
图 20: 上周(20210315-20210319)两融活跃度小幅回升 10
图 21: 上周(20210315-20210319)两融整体净卖出，主要净卖出 TMT、有色、家电以及汽车等板块，主要净买入消费者服务、电力及公用事业、电新、食品饮料、钢铁以及石油石化等板块 10
图 22: 上周(20210315-20210319)偏股混合型和普通股票型基金的仓位仍维持高位 11
图 23: 上周(20210315-20210319)偏股混合/普通股票型基金主要加仓农林牧渔、电新、TMT、地产、石油石化、轻工制造、纺服以及医药等板块，主要减仓消费者服务、军工、有色、机械、交运、食品饮料以及汽车等板块 11
图 24: 货币型 ETF 的申赎情况能较好的反映除货币 ETF 外的货基的申购赎回行为 12
图 25: 上周(20210315-20210319)货币型 ETF 被持续净申购 12
图 26: 近期 7 天理财预期收益率相对于货基收益率上行 12
图 27: 上周(20210315-20210319)货基收益率企稳略有回升 12
图 28: 个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能较好的反映股票型基金的申购赎回行为 13
图 29: 上周(20210315-20210319)以个人/机构持有为主的 ETF 均被净赎回，但赎回规模有所放缓 13
图 30: 上周(20210315-20210319)以个人持有为主的 ETF 中，主题 ETF、行业 ETF 和风格 ETF 被净申购，其中行业 ETF 被净申购较多 13
图 31: 分行业看，上周(20210315-20210319)以个人持有为主的 ETF 中，与科技、金融地产、周期、传媒以及医药等板块相关的 ETF 均被净申购，与新能源车、环保、军工和消费等板块相关的 ETF 被净赎回 13

1、 美元指数略有上升，通胀预期有所上行，海外流动性较好，国内流动性分层并不明显

1.1、 美元指数略有上行，中美利差大幅收窄，通胀预期有所上行

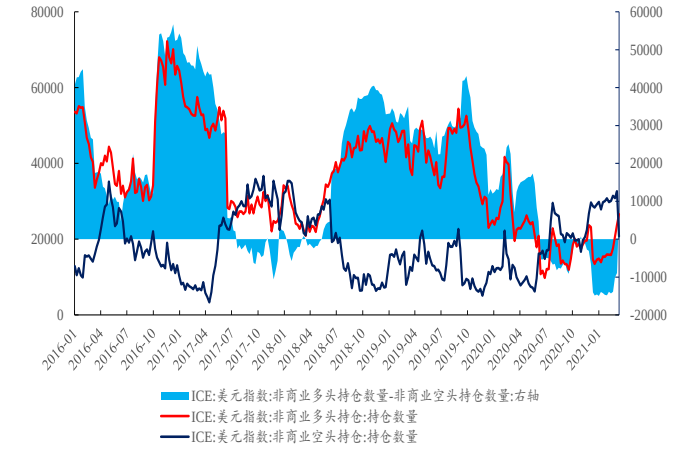
上周(20210315-20210319)美元指数略有上行，截至 2021 年 3 月 16 日，美元空头头寸规模大幅下滑，多头头寸大幅上升，**净多头头寸由负转正，中美利差大幅收窄，达 2020 年 3 月以来最低点，美债名义/实际利率均有所上升，其中名义利率上升幅度较大，周五(20210319)已达 1.74%，其背后反映的通胀预期有所上升。**

图1：上周(20210315-20210319)美元指数略有上行



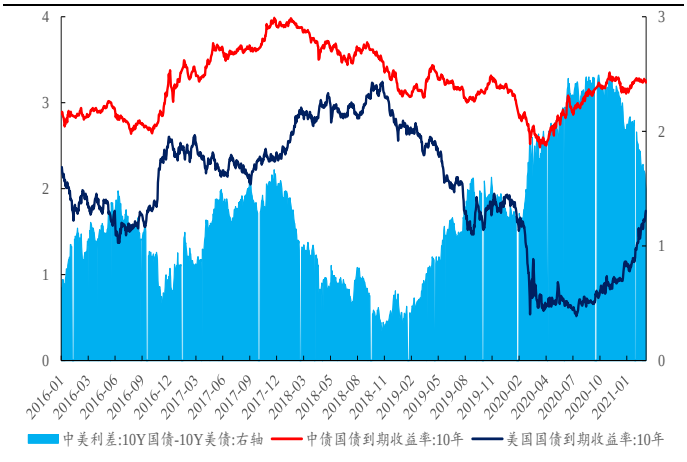
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：截至 2021 年 3 月 16 日，美元空头头寸规模大幅下滑，多头头寸大幅上升，净多头头寸由负转正



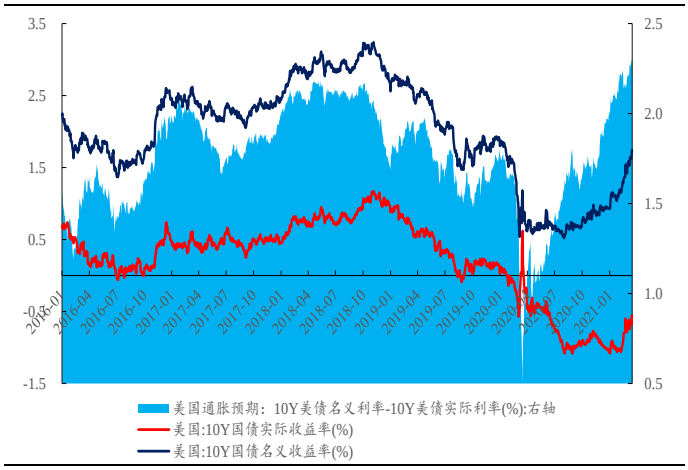
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周(20210315-20210319)中美利差大幅收窄，达 2020 年 3 月以来最低点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上周(20210315-20210319)美债名义/实际利率均有所上升，其中名义利率上升幅度较大，周五(20210319)已达 1.74%，其背后反映的通胀预期有所上行

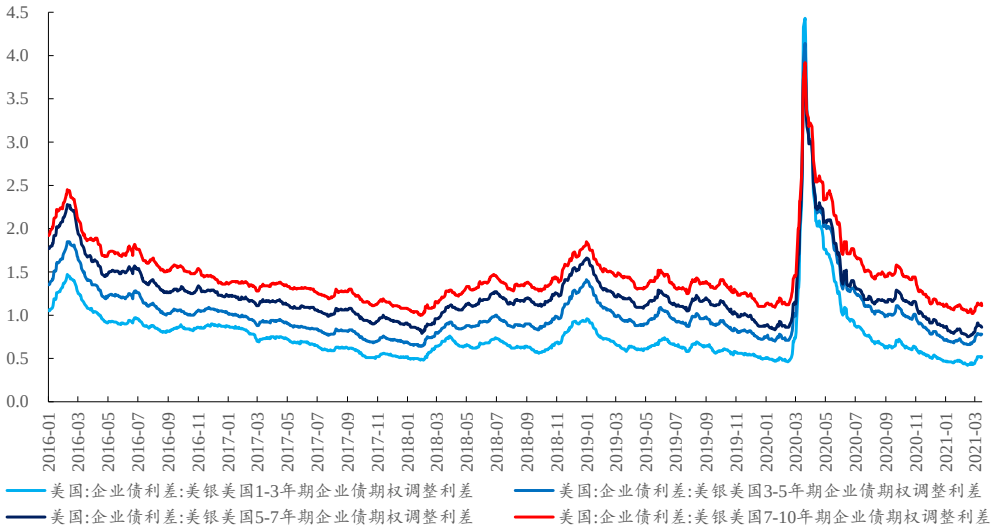


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 美债信用利差有所收窄或维持不变，Ted 利差有较大幅度走阔，但仍处于相对低位

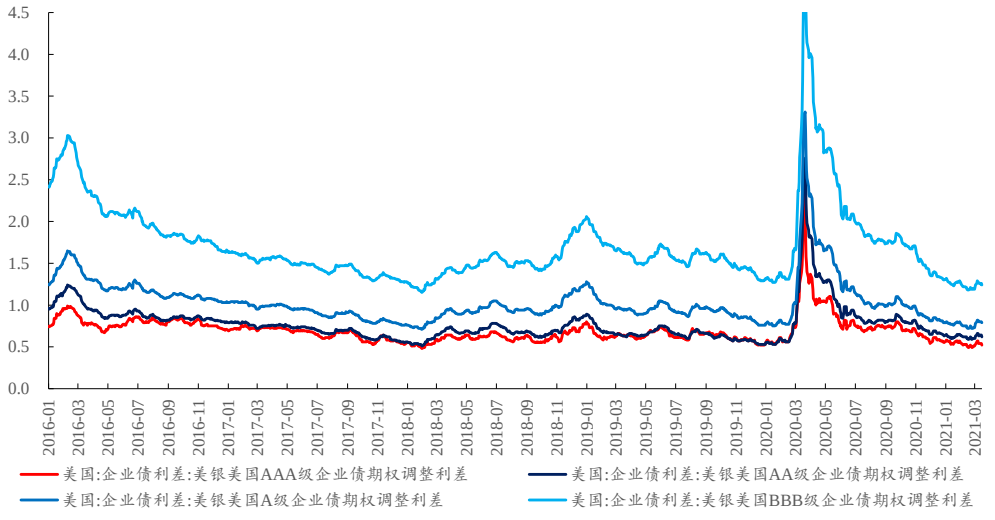
上周(20210315-20210319)美国企业债信用利差有所收窄或维持不变，期限上，5-7 年的企业债信用利差走阔幅度最大；等级上，AAA 级和 BBB 级的企业债信用利差的走阔幅度较大。3 个月美债利率大幅下降，美元 Libor 震荡上行，**Ted 利差有较大幅度走阔，但仍处于较低水平**，美国金融系统流动性整体仍较充裕。

图5：上周(20210315-20210319)美国不同期限企业债信用利差维持不变或有所收窄，其中 5-7 年的收窄幅度最大



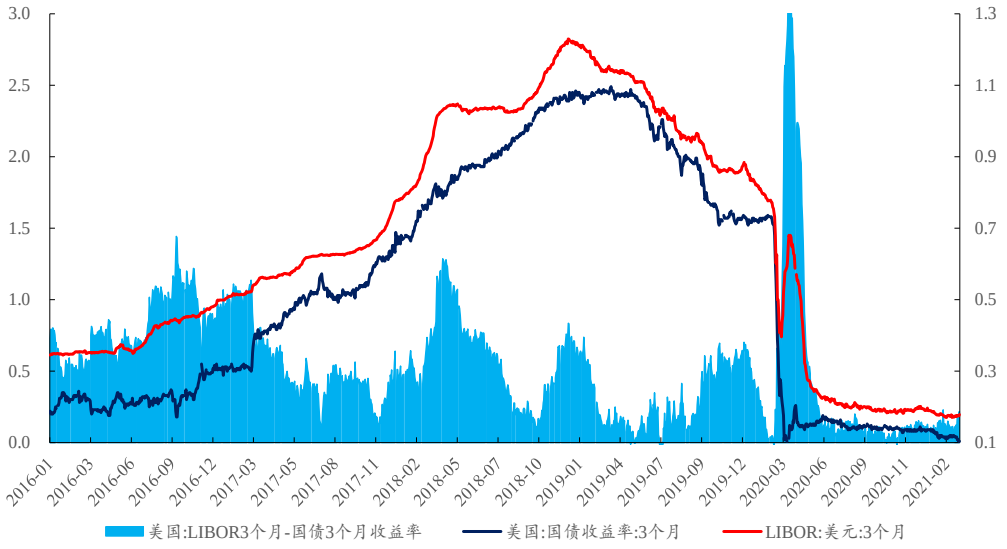
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：上周(20210315-20210319)美国不同等级企业债信用利差均有所收窄，其中 AAA 级和 BBB 级的企业债信用利差的收窄幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：上周(20210315-20210319)3 个月美债利率大幅下降，美元 Libor 震荡上行，Ted 利差有较大幅度走阔，但仍处于较低水平

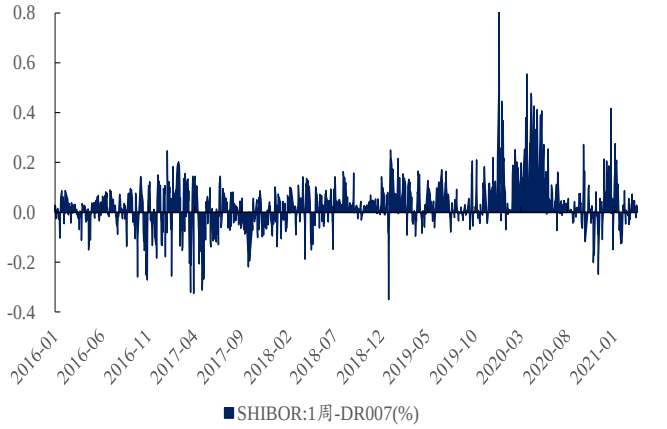


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 国内流动性分层现象并不明显，信用利差短端收窄，长端大多走阔

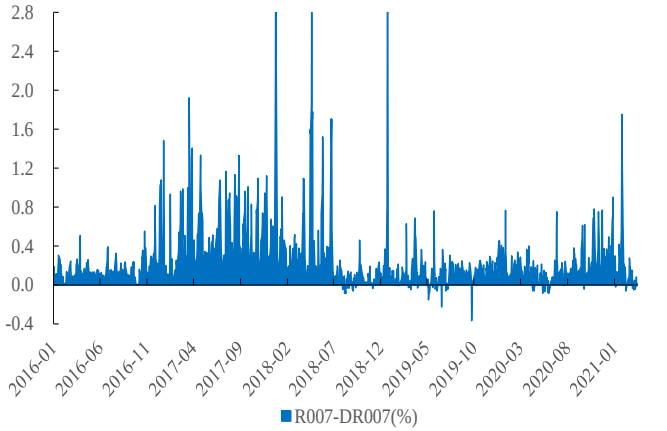
上周(20210315-20210319)**流动性分层现象并不明显**，7 天 Shibor 与 DR007 之差以及 R007 与 DR007 之差均维持低位震荡。**上周不同期限信用利差继续分化，短端利差均收窄，长端利差大多走阔**。

图8：上周(20210315-20210319) 7 天 Shibor 与 DR007 之差维持低位震荡



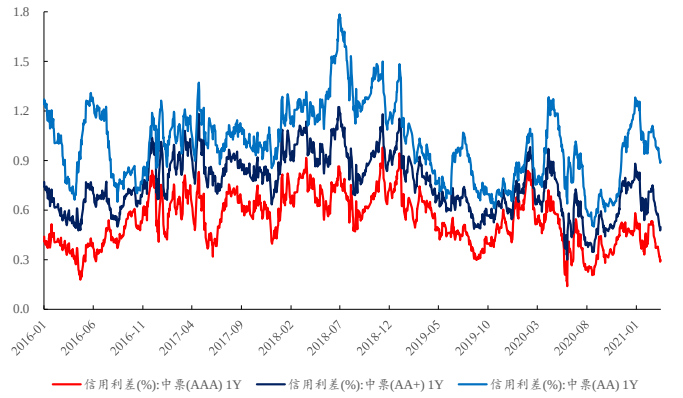
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：上周(20210315-20210319) R007 与 DR007 之差维持低位震荡



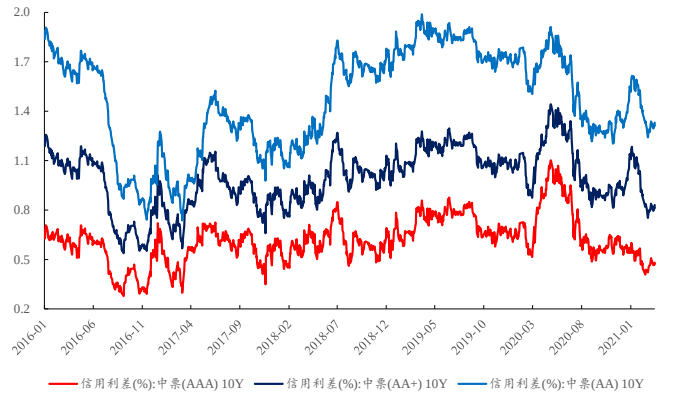
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：上周(20210315-20210319)不同等级的 1Y 中票信用利差均有所收窄，其中 AA 级收窄幅度最大



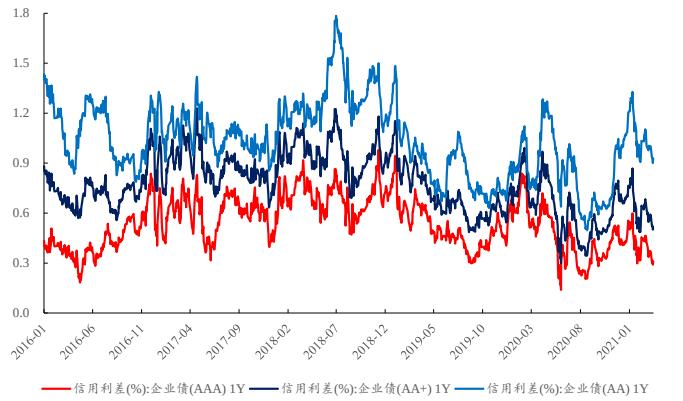
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：上周(20210315-20210319)不同等级的 10Y 中票信用利差均有所走阔，其中 AA+级和 AA 级收窄幅度较大



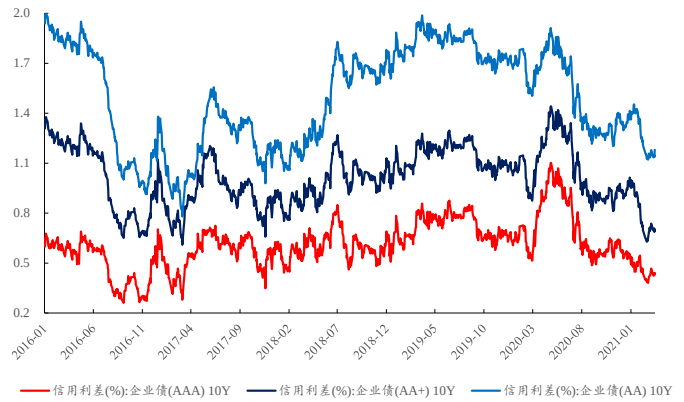
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：上周(20210315-20210319) 不同等级的 10Y 企业债信用利差均有所收窄，其中 AA+级收窄幅度最大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：上周(20210315-20210319) AAA 和 AA 的 10Y 企业债信用利差均有所走阔，AA+级略有收窄



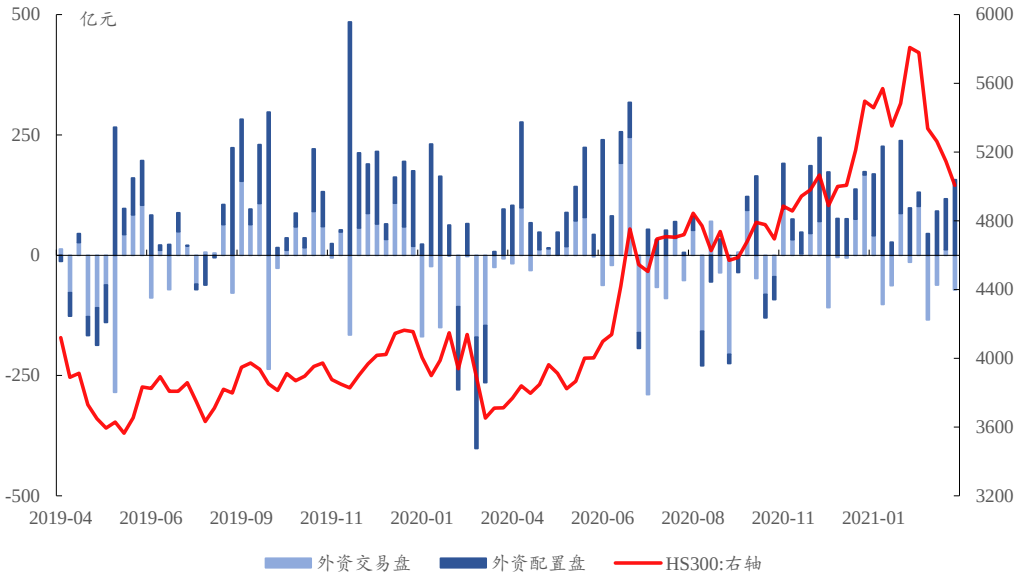
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 北上内部分歧扩大，北上配置盘持续“抄底”

2.1、 北上配置盘净买入，交易盘净卖出，两者共识在电新、机械、医药、家电、电子、交运、有色以及钢铁等板块

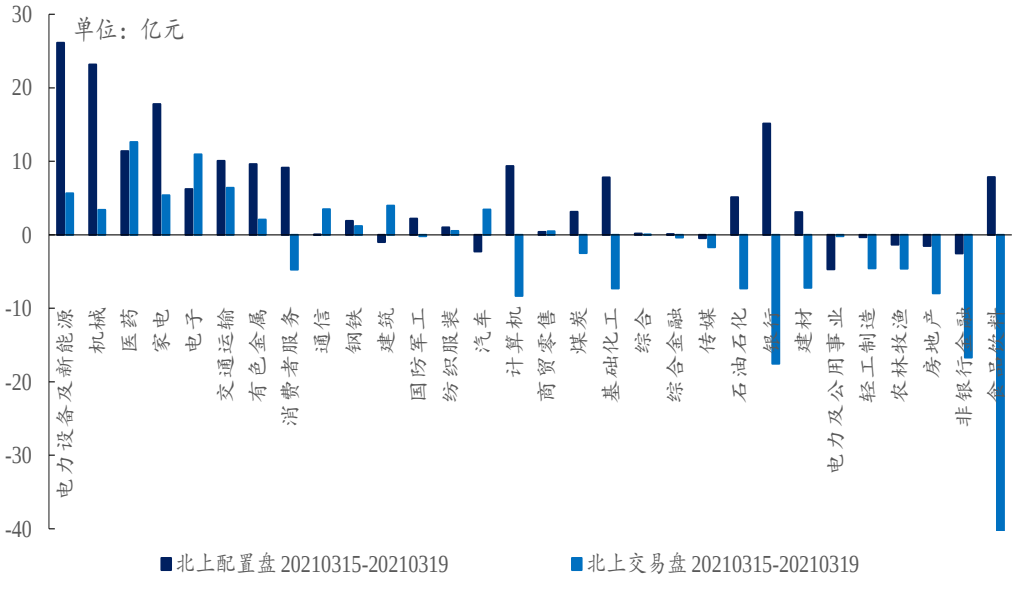
上周(20210315-20210319) 外资配置盘净买入 A 股 156.64 亿元，外资交易盘净卖出 A 股 71.81 亿元。**行业上，北上配置型资金与交易型资金仍存在一定分歧。**上周北上配置盘主要净买入电新、机械、家电、银行、医药、交运、有色以及计算机等板块，主要净卖出电力及公用事业、非银、汽车以及地产等板块；北上交易盘主要净买入医药、电子、交运、电新以及家电等板块，主要净卖出食品饮料、金融地产、计算机、石油石化以及化工等板块。两者**共识在于净卖出非银、地产、农林牧渔、轻工、电力及公用事业等行业，同时净买入电新、机械、医药、家电、电子、交运、有色以及钢铁等行业。**

图14：上周(20210315-20210319)外资配置盘净买入A股156.64亿元，外资交易盘净卖出A股71.81亿元



数据来源：港交所、开源证券研究所

图15：分行业看，上周(20210315-20210319)北上配置盘主要净买入电新、机械、家电、银行、医药、交运、有色以及计算机等板块，主要净卖出电力及公用事业、非银、汽车以及地产等板块；北上交易盘主要净买入医药、电子、交运、电新以及家电等板块，主要净卖出食品饮料、金融地产、计算机、石油石化以及化工等板块

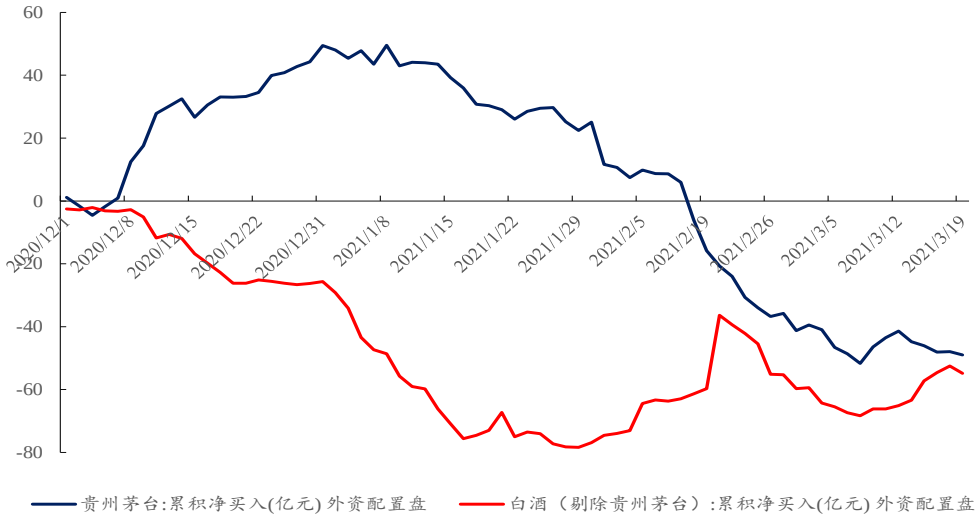


数据来源：港交所、开源证券研究所

2.2、 外资配置盘继续小幅抄底白酒，但净卖出贵州茅台

上周(20210315-20210319)**外资配置盘小幅净买入白酒板块 2.69 亿元，但净卖出贵州茅台。**分拆来看，外资配置盘上周净卖出贵州茅台 7.58 亿元，净买入其他白酒板块 10.27 亿元。

图16：上周(20210315-20210319)外资配置盘净买入白酒板块 2.69 亿元，其中，净卖出贵州茅台 7.58 亿元，净买入其他白酒板块 10.27 亿元

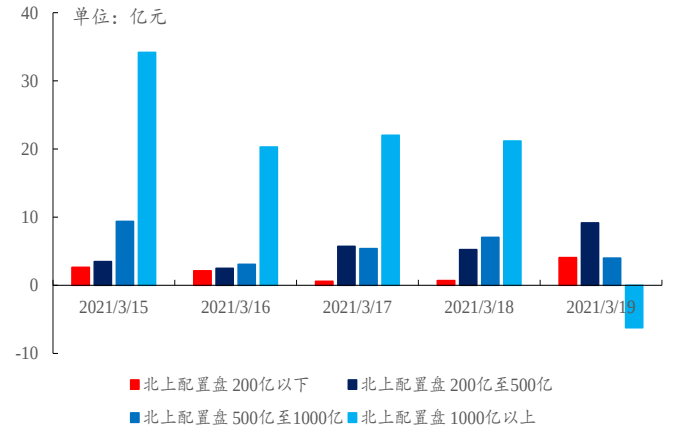


数据来源：港交所、开源证券研究所

2.3、 北上配置盘在医药、传媒、军工、通信、煤炭、商贸零售以及非银等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的

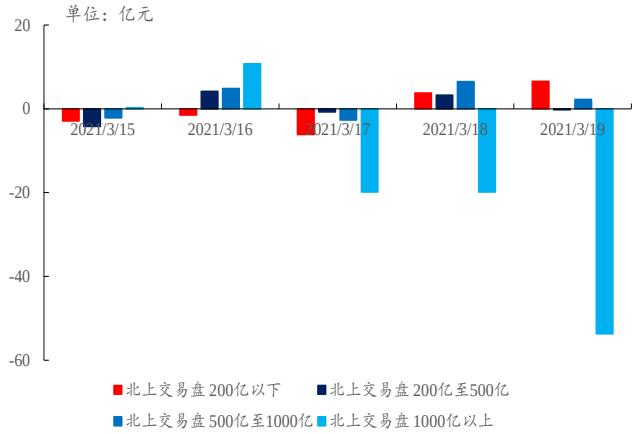
分市值来看，上周(20210315-20210319)北上配置盘持续净买入市值在 1000 亿以下的标的；北上交易盘对某类市值对应公司的净买入/卖出行为的持续性并不强。从行业来看，上周**北上配置盘在医药、传媒、军工、通信、煤炭、商贸零售以及非银等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的。**

图17：上周(20210315-20210319)北上配置盘持续净买入市值在 1000 亿以下的标的



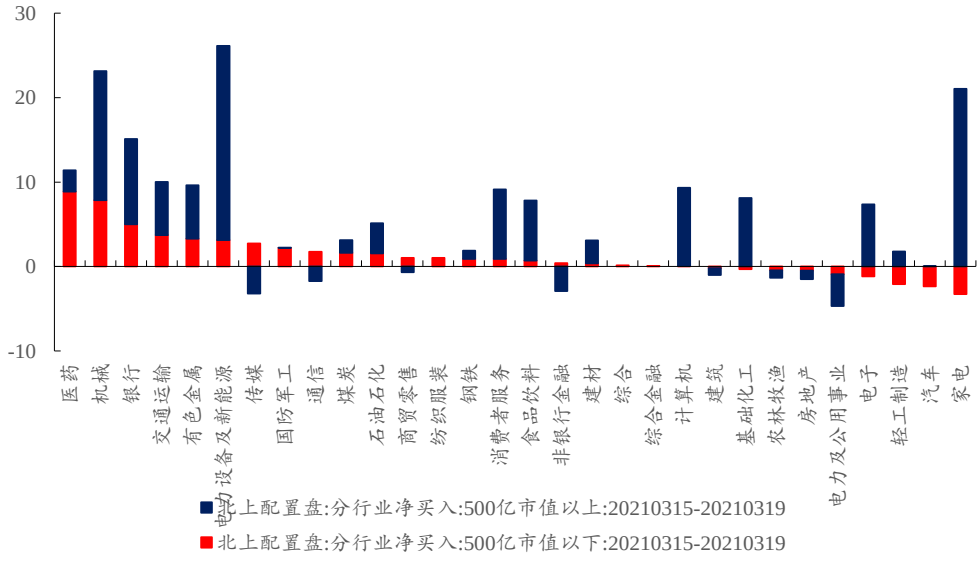
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：上周(20210315-20210319)北上交易盘对某类市值对应公司的净买入/卖出行为的持续性并不强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：上周(20210315-20210319)北上配置盘在医药、传媒、军工、通信、煤炭、商贸零售以及非银等板块主要挖掘500亿市值以下的标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

3、 两融活跃度小幅回升，主要净卖出TMT、有色、家电以及汽车等板块，主要净买入消费者服务以及部分“碳中和”板块

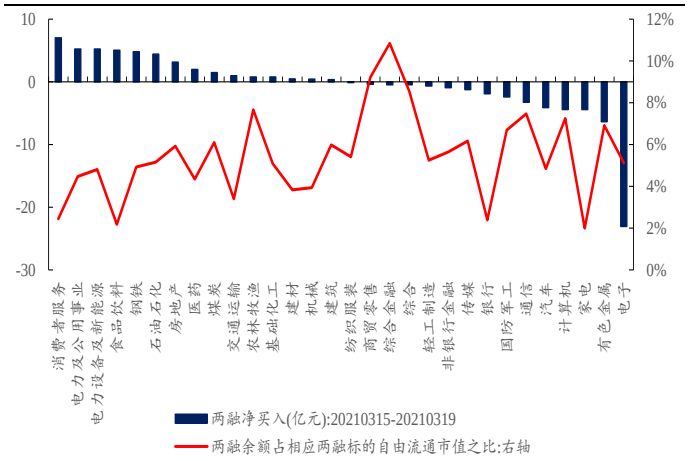
上周(20210315-20210319)两融活跃度略有回升。上周两融投资者整体小幅净卖出11.86亿元，净流出规模有所放缓，分行业看，主要净卖出电子、有色、家电、计算机、汽车以及通信等板块，主要净买入消费者服务、电力及公用事业、电新、食品饮料、钢铁以及石油石化等板块。

图20：上周(20210315-20210319)两融活跃度小幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：上周(20210315-20210319)两融整体净卖出，主要净卖出TMT、有色、家电以及汽车等板块，主要净买入消费者服务、电力及公用事业、电新、食品饮料、钢铁以及石油石化等板块



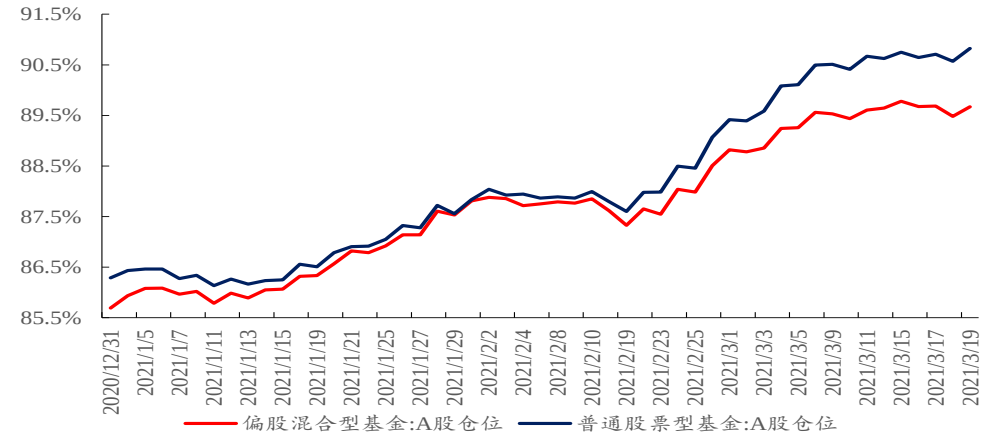
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 个人投资者“撤退”放缓，公募资产/负债端分歧仍存，但在 TMT 以及部分“碳中和”板块上逐步形成共识

4.1、 公募仓位仍维持高位，主要加仓 TMT 及部分碳中和板块，主要减仓消费和金融板块

上周(20210315-20210319)**偏股混合型和普通股票型基金的仓位仍维持高位**，主要加仓农林牧渔、电新、TMT、地产、石油石化、轻工制造、纺服以及医药等板块，主要减仓消费者服务、军工、有色、机械、交运、食品饮料以及汽车等板块。

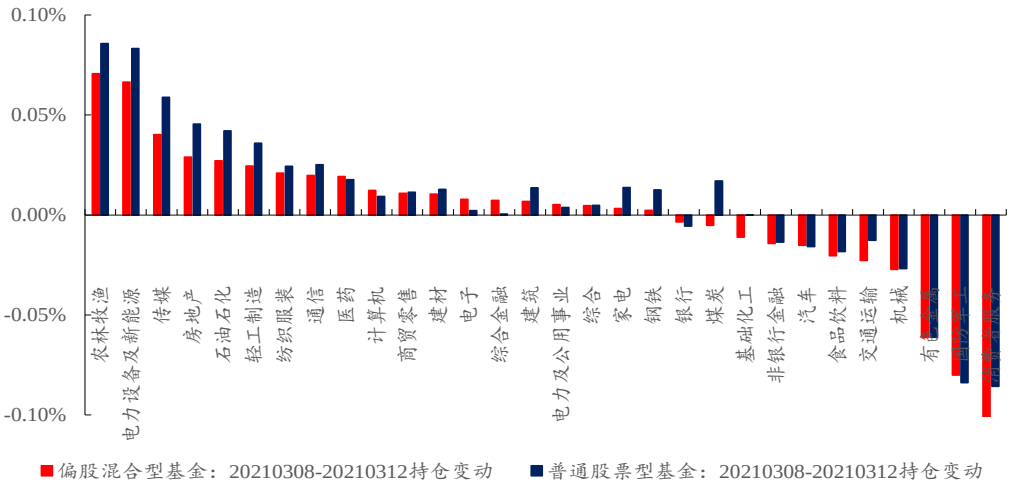
图22：上周(20210315-20210319)偏股混合型和普通股票型基金的仓位仍维持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基于二次规划法测算

图23：上周(20210315-20210319)偏股混合/普通股票型基金主要加仓农林牧渔、电新、TMT、地产、石油石化、轻工制造、纺服以及医药等板块，主要减仓消费者服务、军工、有色、机械、交运、食品饮料以及汽车等板块



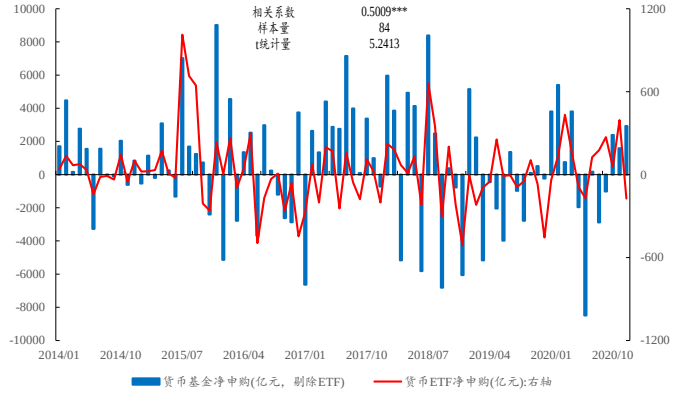
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基于二次规划法测算

4.2、 个人投资者继续“撤退”但有所放缓，主要净买入 TMT、金融地产、以及周期相关的基金，卖出与消费等板块相关的基金

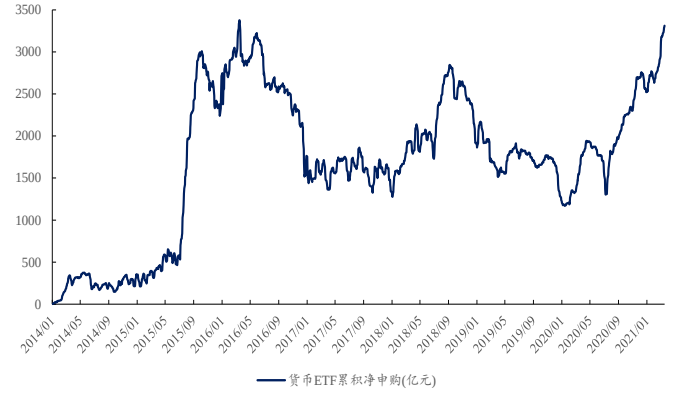
上周(20210315-20210319)货币型 ETF 被持续净申购，**这意味着上周货币型基金整体可能仍被净申购**，值得一提的是，近期 7 天理财产品预期收益率相对于货基收益率上行，这意味着**上周货基吸纳来自理财产品资金的概率可能依旧较低**，同时我们看到，**上周以个人持有为主的股票型 ETF 整体被净赎回**，这意味着**当下货基的持续申购大概率来自于股票型基金的赎回，但赎回规模有所放缓**。分行业看，在以个人持有为主的 ETF 中，与科技、金融地产、周期、传媒以及医药等板块相关的 ETF 均被净申购，与新能源车、环保、军工和消费等板块相关的 ETF 被净赎回。结合前面主动基金在上周的加仓行为来看：公募主要加仓 TMT 及部分碳中和板块，主要减仓消费和金融板块，而以个人持有为主的 ETF 中，与科技、金融地产、周期以及传媒等板块相关的 ETF 均被净申购，与消费等板块相关的 ETF 被净赎回，**这意味着公募与其负债端(个人)在金融板块上的分歧仍较大，但在 TMT 以及部分“碳中和”板块逐步形成共识。**

图24：货币型 ETF 的申赎情况能较好的反映除货币 ETF 外的货基的申购赎回行为



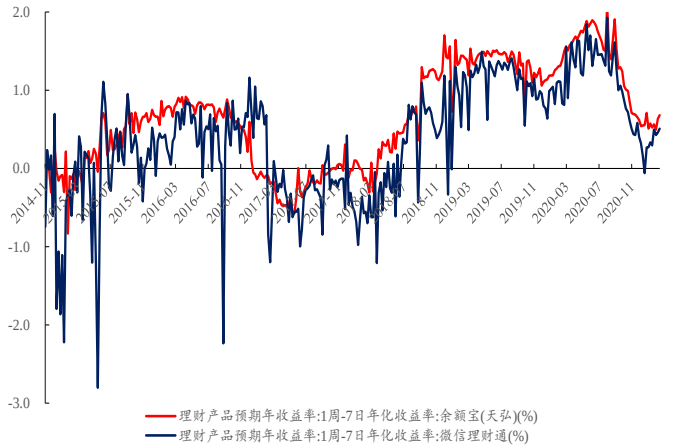
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：上周(20210315-20210319)货币型 ETF 被持续净申购



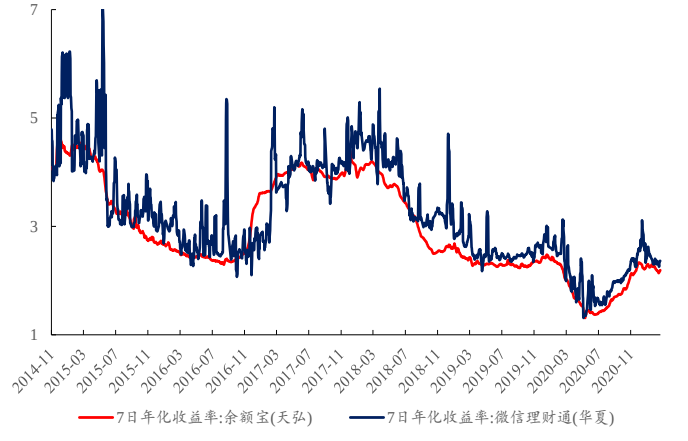
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：近期 7 天理财预期收益率相对于货基收益率上行



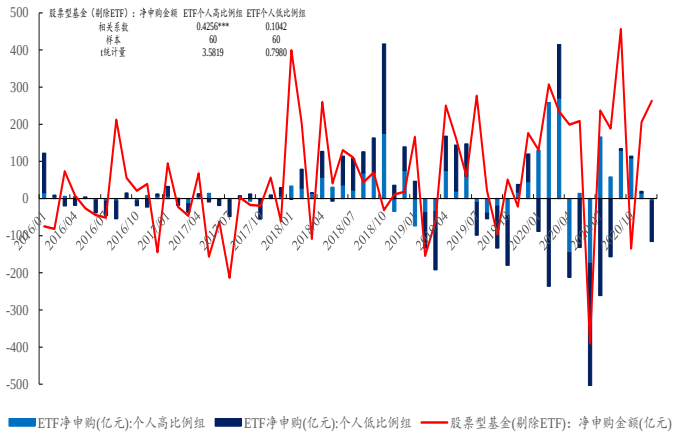
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：上周(20210315-20210319)货基收益率企稳略有回升



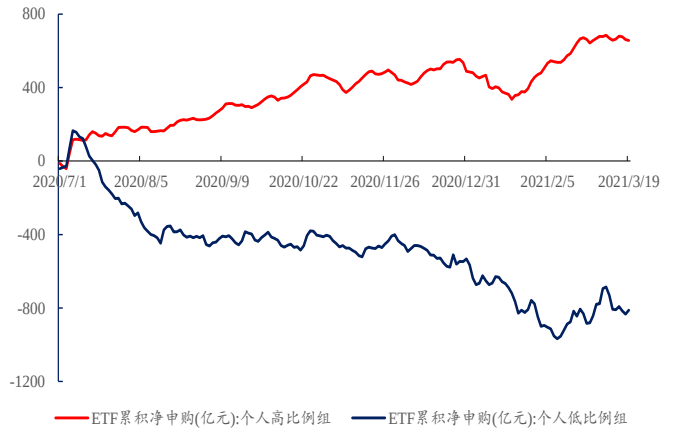
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：个人持有占比较高的股票型ETF的申赎情况能较好的反映股票型基金的申购赎回行为



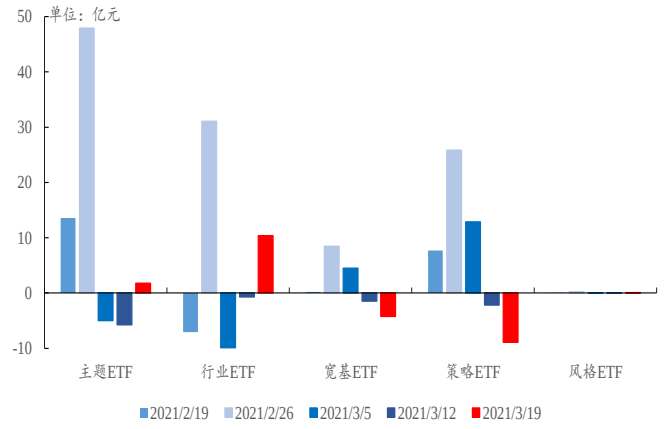
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：上周(20210315-20210319)以个人/机构持有为主的ETF均被净赎回，但赎回规模有所放缓



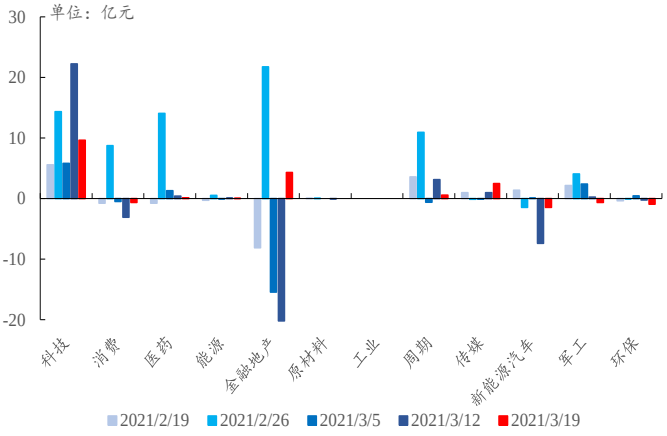
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：上周(20210315-20210319)以个人持有为主的ETF中，主题ETF、行业ETF和风格ETF被净申购，其中行业ETF被净申购较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：分行业看，上周(20210315-20210319)以个人持有为主的ETF中，与科技、金融地产、周期、传媒以及医药等板块相关的ETF均被净申购，与新能源车、环保、军工和消费等板块相关的ETF被净赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

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