2021 年 03 月 16 日

市场仍在挖掘“金融”价值——资金跟踪系列之八

——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

● **美元指数略有下降，通胀预期上升，海外流动性较好，国内流动性分层缓和**

上周(20210308-20210312)**美元指数略有下降，但仍处于近期高位，中美利差震荡收窄**，美债名义/实际利率均震荡上升，**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均走阔，Ted 利差略有走阔但仍维持低位，美国金融系统流动性整体仍较充裕；对于国内而言，上周流动性分层继续缓和，信用利差短端大多收窄，长端均走阔。

● **北上配置/交易盘均净买入 A 股，共识在金融、电新以及食品饮料等板块**

上周(20210308-20210312)**外资配置盘净买入 A 股 105.86 亿元，外资交易盘净买入 11.46 亿元**。行业上，北上配置盘与交易盘仍存在分歧，两者共识在于净卖出电子、家电、消费者服务、有色、地产以及商贸零售等行业，同时净买入电新、金融、食品饮料、机械、建材以及医药等行业。**买入金融仍是北上配置盘和交易盘的共识**。对于白酒板块，上周外资配置盘小幅抄底白酒板块 5.62 亿元，以贵州茅台(+5.22 亿元)为主。分市值看，**上周北上配置盘在钢铁、消费者服务、纺服、公用事业以及地产等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的**。

● **两融活跃度继续下降，净卖出科技医药板块，净买入部分“碳中和”板块**

上周(20210308-20210312)**两融活跃度继续下降，整体净卖出 181.88 亿元**，主要净卖出电子、计算机、医药、非银以及军工等板块，主要净买入电力及公用事业、消费者服务、钢铁以及煤炭等板块。

● **个人投资者开始“撤退”，公募资产端和负债端的分歧在扩大**

上周(20210308-20210312)**偏股混合型和普通股票型基金的仓位维持高位震荡**，主要加仓食品饮料、消费者服务、军工、家电、农林牧渔、金融以及汽车等板块，主要减仓石油石化、医药、化工以及电新等板块，以加仓消费板块为主。**值得一提的是，金融继续获得加仓**。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且上周货基收益率震荡下行，同时我们看到，上周以个人/机构持有为主的股票型 ETF 整体被净赎回，这意味着**当下市场仍在从相对收益者为主导转向以绝对收益者为主导，而货基的持续申购大概率来自于股票型基金的赎回**。分行业看，以个人持有为主的 ETF 中，与科技、周期以及传媒等板块相关的 ETF 均被净申购，与金融地产、新能源汽车以及消费等板块相关的 ETF 被净赎回，结合主动基金的加仓行为来看：消费是公募主要加仓板块，金融也继续获得一定程度的加仓，但在以个人持有为主的 ETF 中，与金融地产、消费相关的 ETF 被净申购，**这意味着主动偏股基金本身与其负债端的个人投资者之间的认知仍存在较大的分歧**。结合相对稳定的北上配置盘的行为来看：公募基金与其主要对手盘（北上）在金融仍存在共识，但与其负债端（个人申赎）的行为分歧较大。而以北上交易盘和两融为代表的趋势投资者上周继续表达了对金融板块的认可。这意味着面临市场的不确定性，**市场在金融的共识仍较为坚定**，从另一个角度看，**这意味着市场正在表达当下宏观环境下对金融板块的认可**。

● **风险提示：** 测算误差

策略研究团队

相关研究报告

《投资策略专题-南下的背水之战——南下“定价权”周度跟踪之五》-2021.3.10

《投资策略专题-调整之下，“新共识”仍坚定——资金跟踪系列之七》-2021.3.8

《投资策略周报-可以卖出，却不应离开》-2021.3.7

目 录

1、 美元指数略有下降，通胀预期有所上升，海外流动性较好，国内流动性分层继续缓和 4
1.1、 美元指数略有下降，中美利差收窄，通胀预期有所上升 4
1.2、 美债信用利差均有所走阔，Ted 利差略有走阔但仍维持低位 5
1.3、 国内流动性分层现象继续缓和，信用利差短端收窄，长端走阔 6
2、 金融仍是北上内部共识 7
2.1、 北上配置盘/交易盘均净买入，北上内部分歧仍存，两者共识在金融、电新、食品饮料以及机械等板块 7
2.2、 外资配置盘小幅抄底白酒，以贵州茅台为主 9
2.3、 北上配置盘在钢铁、消费者服务、纺服、公用事业以及地产等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的 9
3、 两融活跃度继续下降，主要净卖出电子、计算机、医药、非银等板块，主要净买入电力及公用事业、钢铁、煤炭等板块 10
4、 个人投资者开始“撤退”，公募资产端和负债端的分歧在扩大 11
4.1、 公募仓位提升，加仓的板块以消费为主，金融继续获得加仓 11
4.2、 个人投资者开始“撤退”，主要净买入科技、周期以及传媒相关的基金 12
5、 风险提示 14

图表目录

图 1： 上周(20210308-20210312)美元指数略有下降，但仍处于近期高位 4
图 2： 截至 2021 年 3 月 9 日，美元空头头寸达到 2018 年 2 月以来的高点，多头头寸规模相比于前期大幅上升 4
图 3： 上周(20210308-20210312)中美利差震荡收窄 4
图 4： 上周(20210308-20210312)美债名义/实际利率均震荡上升，其背后反映的通胀预期有所上升 4
图 5： 上周(20210308-20210312)美国不同期限企业债信用利差均有较大幅度走阔，其中 1-3 年的走阔幅度最大 5
图 6： 上周(20210308-20210312)美国不同等级企业债信用利差均有所走阔，其中 A 级和 BBB 级的企业债信用利差的走阔幅度较大 5
图 7： 上周(20210308-20210312)3 个月美债利率维持震荡，美元 Libor 震荡下行，Ted 利差略有走阔但仍维持在低位 6
图 8： 上周(20210308-20210312) 7 天 Shibor 与 DR007 之差震荡收窄 6
图 9： 上周(20210308-20210312) R007 与 DR007 之差维持低位震荡 6
图 10： 上周(20210308-20210312)不同等级的 1Y 中票信用利差均震荡收窄，其中 AA+级收窄幅度最大 7
图 11： 上周(20210308-20210312)不同等级的 10Y 中票信用利差均有所走阔 7
图 12： 上周(20210308-20210312)AAA 和 AA 的 1Y 企业债信用利差均震荡收窄，AA+级略有走阔 7
图 13： 上周(20210308-20210312)不同等级的 10Y 企业债信用利差均有所走阔 7
图 14： 上周(20210308-20210312)外资配置盘净买入 A 股 105.86 亿元，外资交易盘净买入 A 股 11.46 亿元 8
图 15： 分行业看，上周(20210308-20210312)北上配置盘主要净买入电新、金融、化工、建材、医药、机械以及食品饮料等板块，主要净卖出家电、电子、汽车、电力及公用事业等板块；北上交易盘主要净买入金融、食品饮料、电新、汽车以及机械等板块，主要净卖出化工、电子、农林牧渔、消费者服务以及地产等板块 8
图 16： 上周(20210308-20210312)外资配置盘净买入白酒板块 5.62 亿元，以贵州茅台为主 9
图 17： 上周(20210308-20210312)北上配置盘持续净买入市值在 200 亿以下与 500 亿至 1000 亿的标的 9
图 18： 上周(20210308-20210312)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(20210308-20210312)北上配置盘在钢铁、消费者服务、纺服、公用事业以及地产等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的 10
图 20： 上周(20210308-20210312)两融活跃度继续下降 10

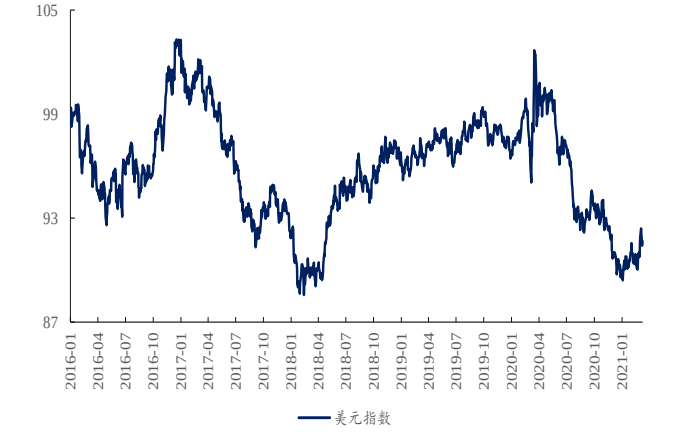
图 21: 上周(20210308-20210312)两融整体净卖出，主要净卖出电子、计算机、医药、非银、军工等板块，主要净买入电力及公用事业、消费者服务、钢铁、煤炭等板块 10
图 22: 上周(20210308-20210312)偏股混合型和普通股票型基金的仓位维持高位震荡 11
图 23: 上周(20210308-20210312)偏股混合/普通股票型基金主要加仓食品饮料、消费者服务、军工、家电、农林牧渔、金融以及汽车等板块，主要减仓石油石化、医药、化工以及电新等板块 12
图 24: 货币型 ETF 的申赎情况能较好的反映除货币 ETF 外的货基的申购赎回行为 13
图 25: 上周(20210308-20210312)货币型 ETF 被持续净申购 13
图 26: 近期 7 天理财预期收益率相对于货基收益率上行 13
图 27: 上周(20210308-20210312)货基收益率震荡下行 13
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(20210308-20210312)以个人持有为主的 ETF 和以机构持有为主的 ETF 整体均被净赎回 13
图 30: 上周(20210308-20210312)个人持有比例较高的 ETF 中，各种类型的 ETF 均被净赎回 14
图 31: 分行业看，上周(20210308-20210312)个人持有比例较高的 ETF 中，与科技、周期以及传媒等板块相关的 ETF 均被净申购，与金融地产、新能源汽车以及消费等板块相关的 ETF 被净赎回 14

1、 美元指数略有下降，通胀预期有所上升，海外流动性较好，国内流动性分层继续缓和

1.1、 美元指数略有下降，中美利差收窄，通胀预期有所上升

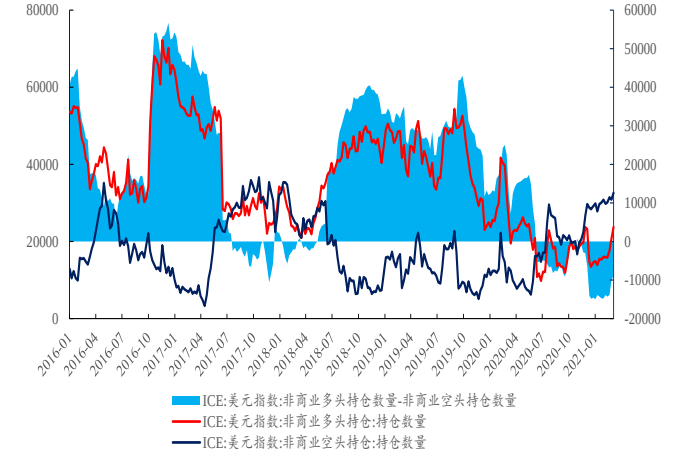
上周(20210308-20210312)美元指数略有下降，但仍处于近期高位，截至 2021 年 3 月 9 日，美元空头头寸达到 2018 年 2 月以来的高点，多头头寸规模相比于前期大幅上升，中美利差震荡收窄，美债名义/实际利率均震荡上升，其背后反映的通胀预期有所上升。

图1：上周(20210308-20210312)美元指数略有下降，但仍处于近期高位



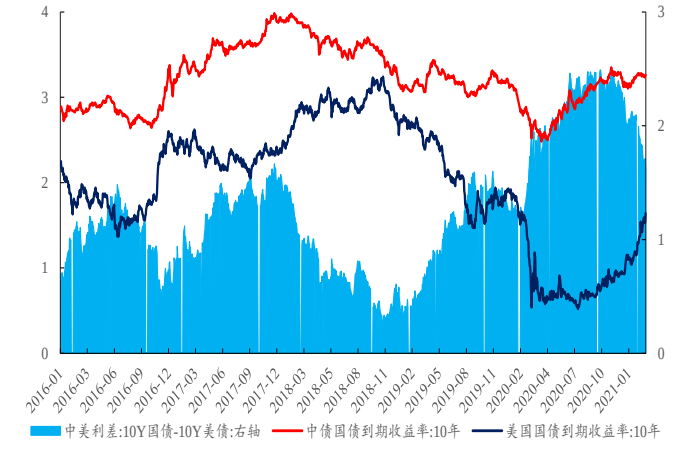
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：截至 2021 年 3 月 9 日，美元空头头寸达到 2018 年 2 月以来的高点，多头头寸规模相比于前期大幅上升



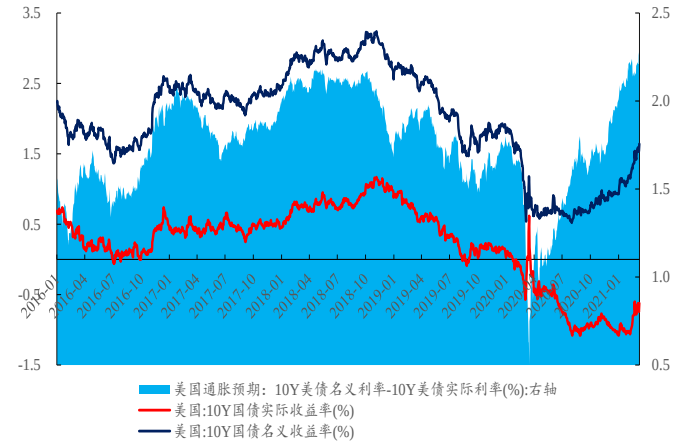
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周(20210308-20210312)中美利差震荡收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上周(20210308-20210312)美债名义/实际利率均震荡上升，其背后反映的通胀预期有所上升

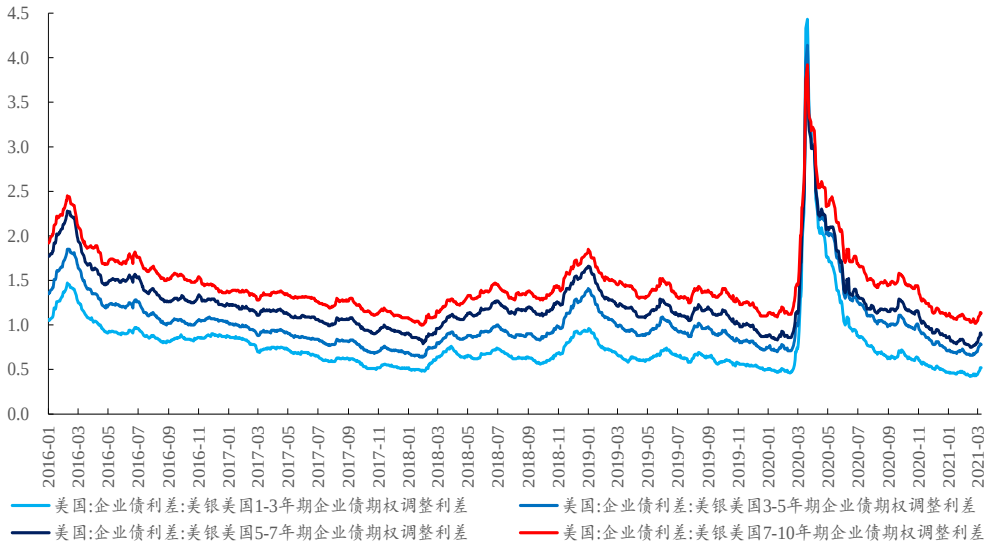


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 美债信用利差均有所走阔，Ted 利差略有走阔但仍维持低位

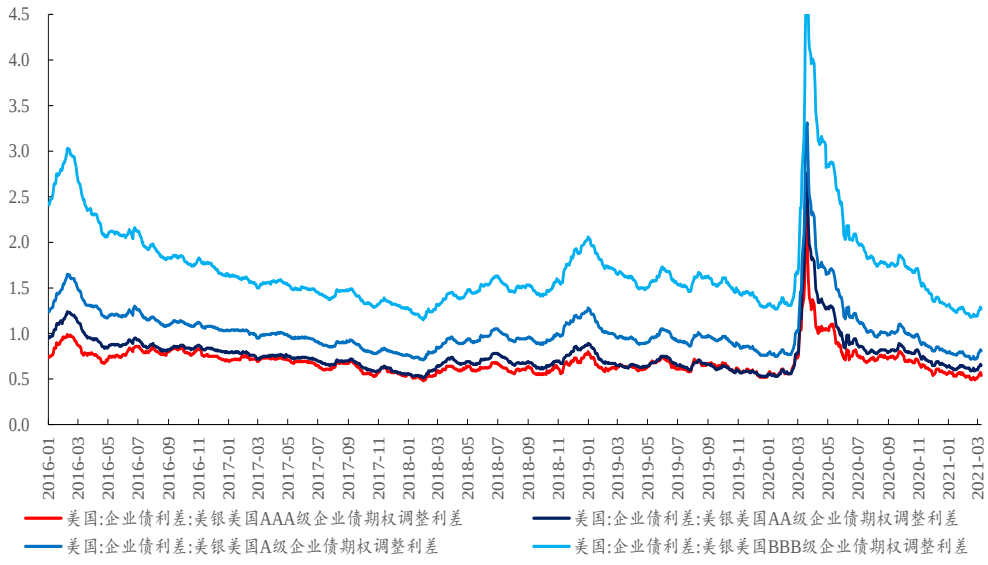
上周(20210308-20210312)美国企业债信用利差均有所走阔，期限上，1-3 年的企业债信用利差走阔幅度最大；等级上，A 级和 BBB 级的企业债信用利差的走阔幅度较大。上周 3 个月美债利率维持震荡，美元 Libor 震荡下行，**Ted 利差略有走阔但仍维持在低位**，美国金融系统流动性整体仍较充裕。

图5：上周(20210308-20210312)美国不同期限企业债信用利差均有较大幅度走阔，其中 1-3 年的走阔幅度最大



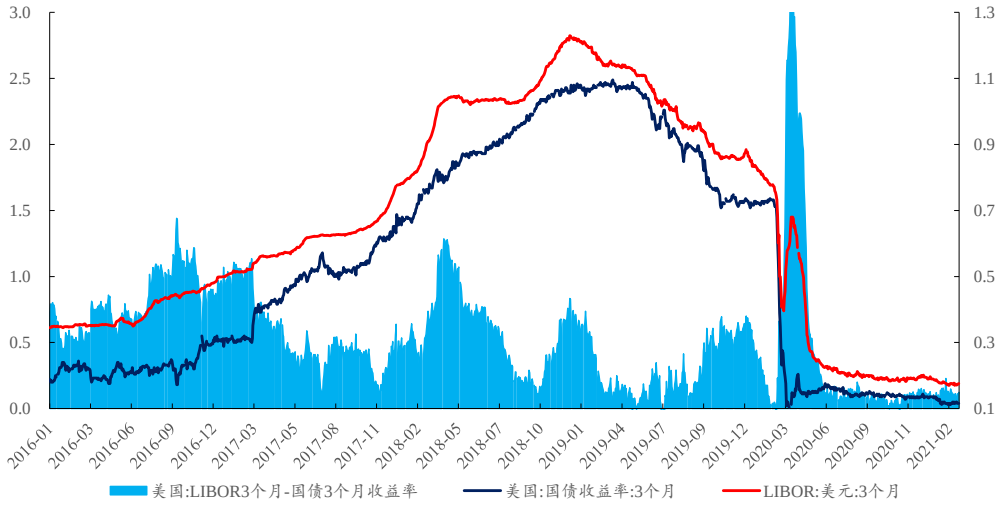
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：上周(20210308-20210312)美国不同等级企业债信用利差均有所走阔，其中 A 级和 BBB 级的企业债信用利差的走阔幅度较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：上周(20210308-20210312)3 个月美债利率维持震荡，美元 Libor 震荡下行，Ted 利差略有走阔但仍维持在低位

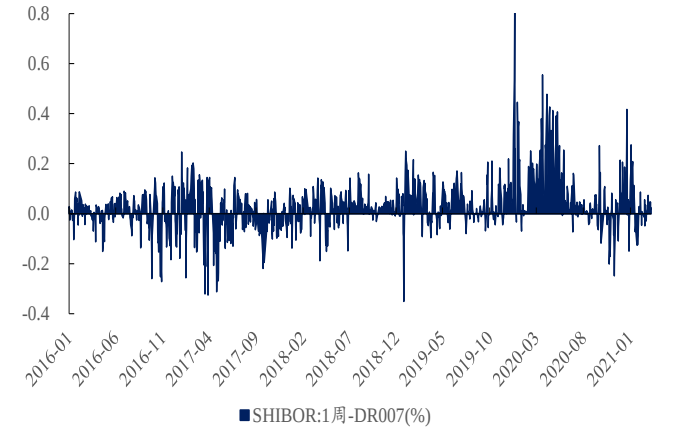


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 国内流动性分层现象继续缓和，信用利差短端收窄，长端走阔

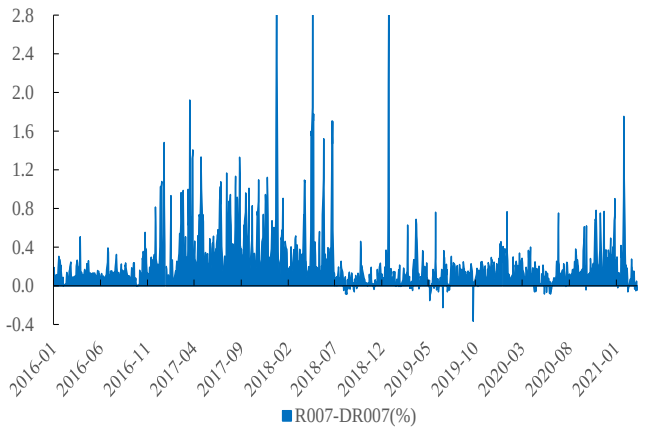
上周(20210308-20210312)**流动性分层现象继续缓和**，7 天 Shibor 与 DR007 之差震荡收窄，R007 与 DR007 之差维持低位震荡。**上周不同期限信用利差继续分化，短端利差大多收窄，长端利差均走阔**。

图8：上周(20210308-20210312) 7 天 Shibor 与 DR007 之差震荡收窄



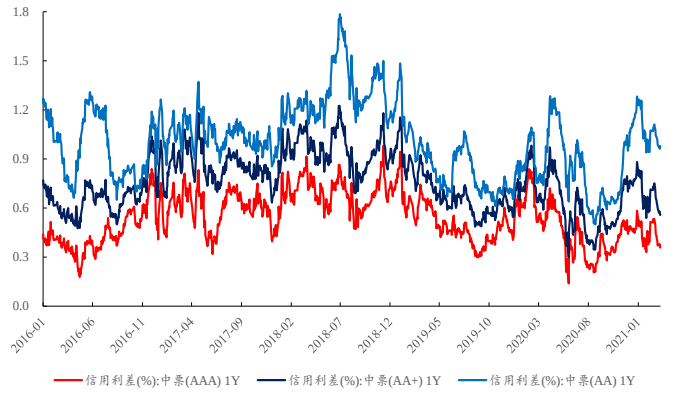
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：上周(20210308-20210312) R007 与 DR007 之差维持低位震荡



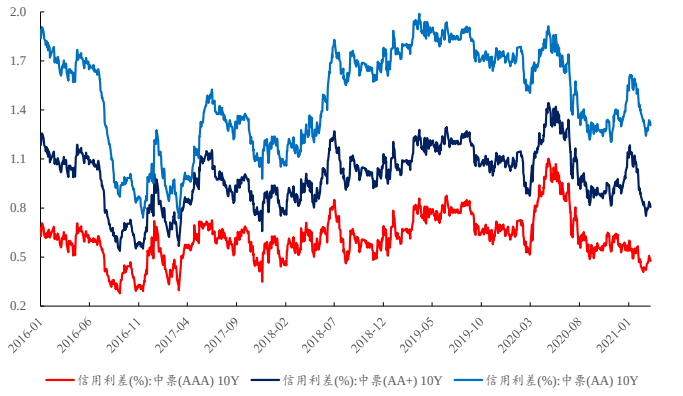
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：上周(20210308-20210312)不同等级的 1Y 中票信用利差均震荡收窄，其中 AA+级收窄幅度最大



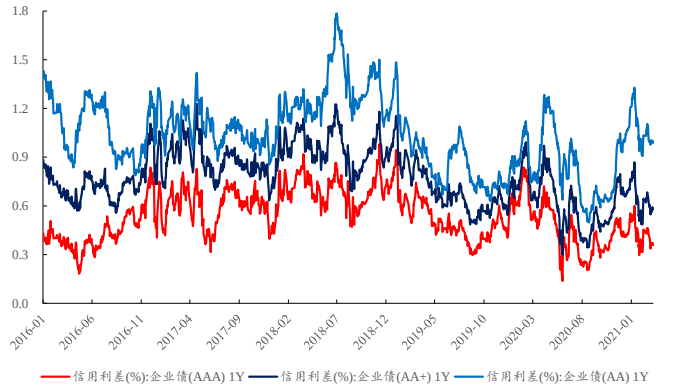
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：上周(20210308-20210312)不同等级的 10Y 中票信用利差均有所走阔



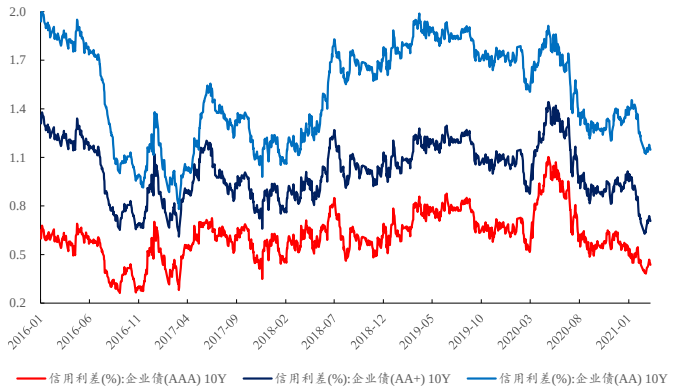
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：上周(20210308-20210312)AAA 和 AA 的 1Y 企业债信用利差均震荡收窄，AA+级略有走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：上周(20210308-20210312)不同等级的 10Y 企业债信用利差均有所走阔



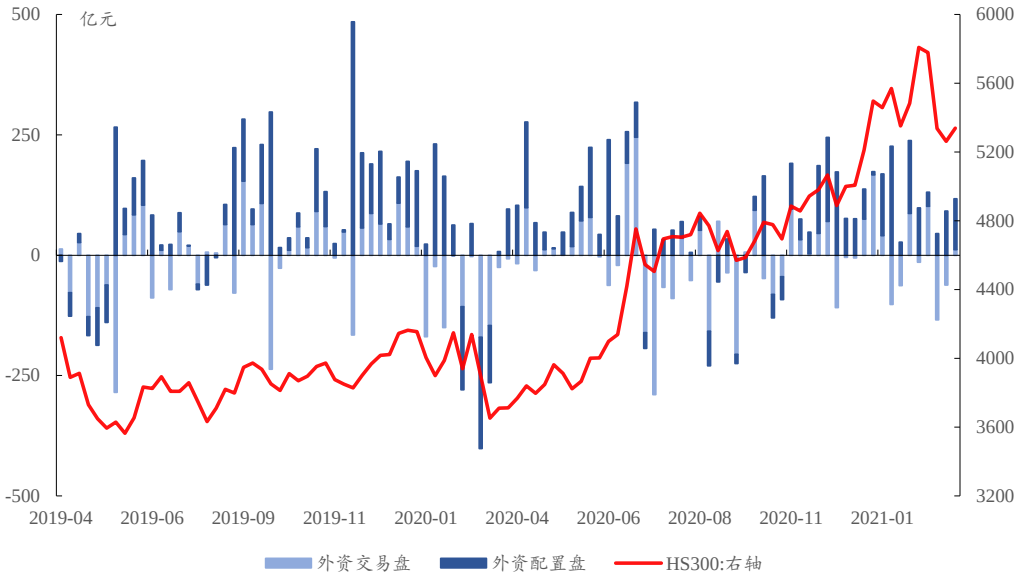
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 金融仍是北上内部共识

2.1、 北上配置盘/交易盘均净买入，北上内部分歧仍存，两者共识在金融、电新、食品饮料以及机械等板块

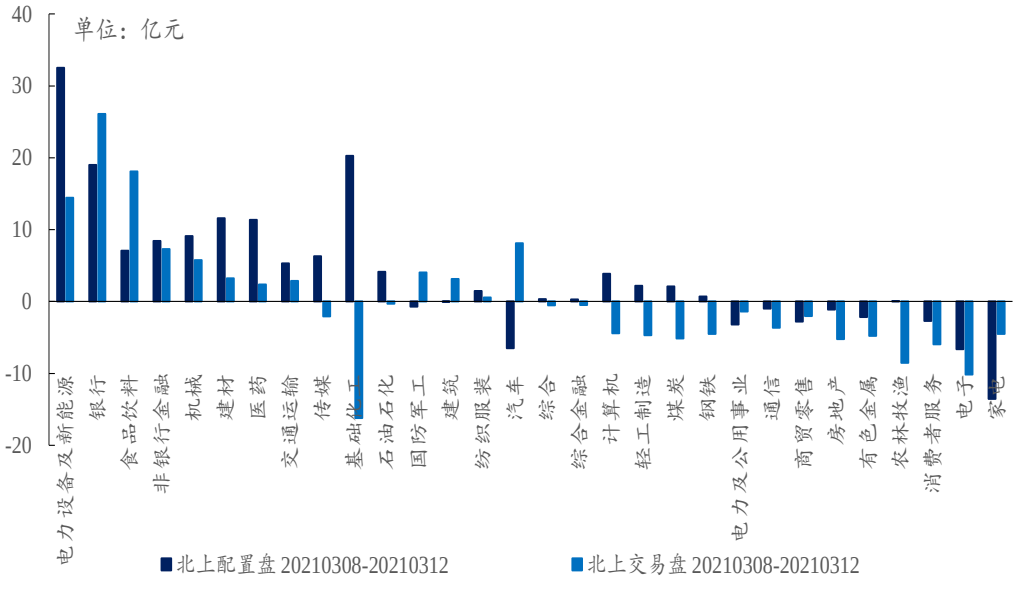
上周(20210308-20210312) 外资配置盘净买入 A 股 105.86 亿元，外资交易盘净买入 A 股 11.46 亿元。**行业上，北上配置型资金与交易型资金仍存在一定分歧。**上周北上配置盘主要净买入电新、化工、金融、建材、医药、机械以及食品饮料等板块，主要净卖出家电、电子、汽车、电力及公用事业等板块；北上交易盘主要净买入金融、食品饮料、电新、汽车以及机械等板块，主要净卖出化工、电子、农林牧渔、消费者服务以及地产等板块。两者**共识在于净卖出电子、家电、消费者服务、有色、地产以及商贸零售等行业，同时净买入电新、金融、食品饮料、机械、建材以及医药等行业。**

图14：上周(20210308-20210312)外资配置盘净买入A股105.86亿元，外资交易盘净买入A股11.46亿元



数据来源：港交所、开源证券研究所

图15：分行业看，上周(20210308-20210312)北上配置盘主要净买入电新、金融、化工、建材、医药、机械以及食品饮料等板块，主要净卖出家电、电子、汽车、电力及公用事业等板块；北上交易盘主要净买入金融、食品饮料、电新、汽车以及机械等板块，主要净卖出化工、电子、农林牧渔、消费者服务以及地产等板块

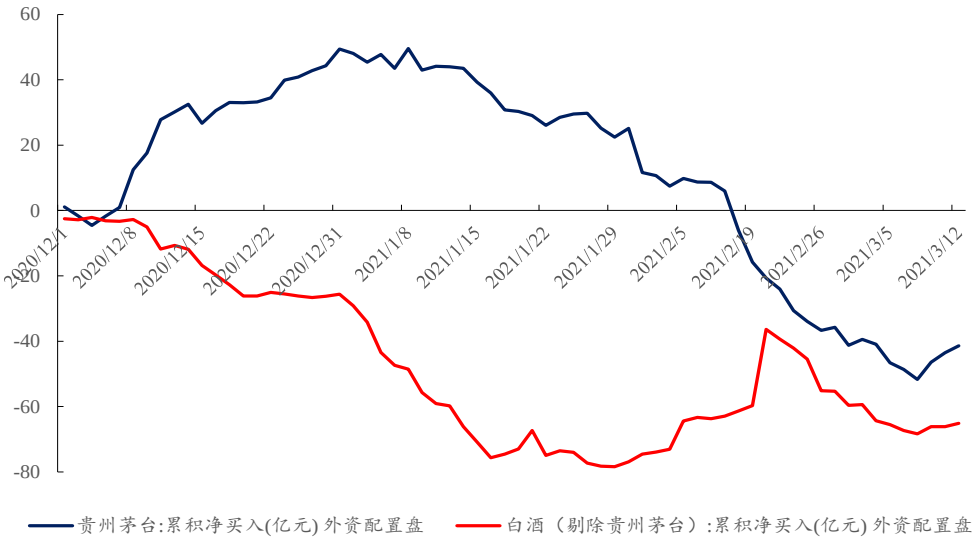


数据来源：港交所、开源证券研究所

2.2、 外资配置盘小幅抄底白酒，以贵州茅台为主

上周(20210308-20210312)**外资配置盘净买入白酒板块 5.62 亿元，以贵州茅台为主**。其中净买入贵州茅台 5.22 亿元，净买入其他白酒板块 0.40 亿元。**对于贵州茅台而言，上周外资配置盘结束了春节以来持续净卖出的格局**。

图16：上周(20210308-20210312)外资配置盘净买入白酒板块 5.62 亿元，以贵州茅台为主

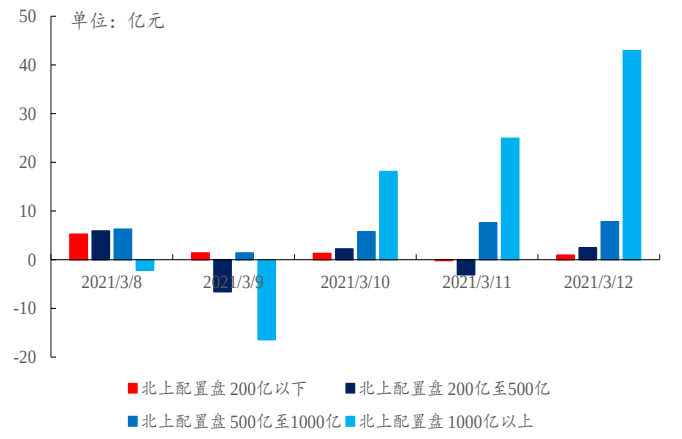


数据来源：港交所、开源证券研究所

2.3、 北上配置盘在钢铁、消费者服务、纺服、公用事业以及地产等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的

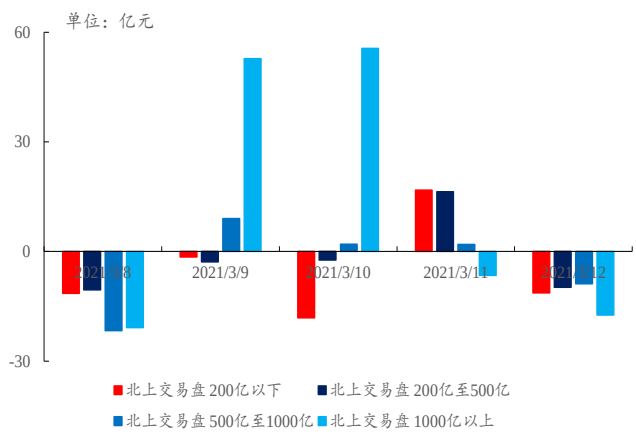
分市值来看，上周(20210308-20210312)北上配置盘持续净买入市值在 200 亿以下与 500 亿至 1000 亿的标的；北上交易盘对某类市值对应公司的净买入/卖出行为的持续性并不强。从行业来看，上周**北上配置盘在钢铁、消费者服务、纺服、公用事业以及地产等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的**。

图17：上周(20210308-20210312)北上配置盘持续净买入市值在 200 亿以下与 500 亿至 1000 亿的标的



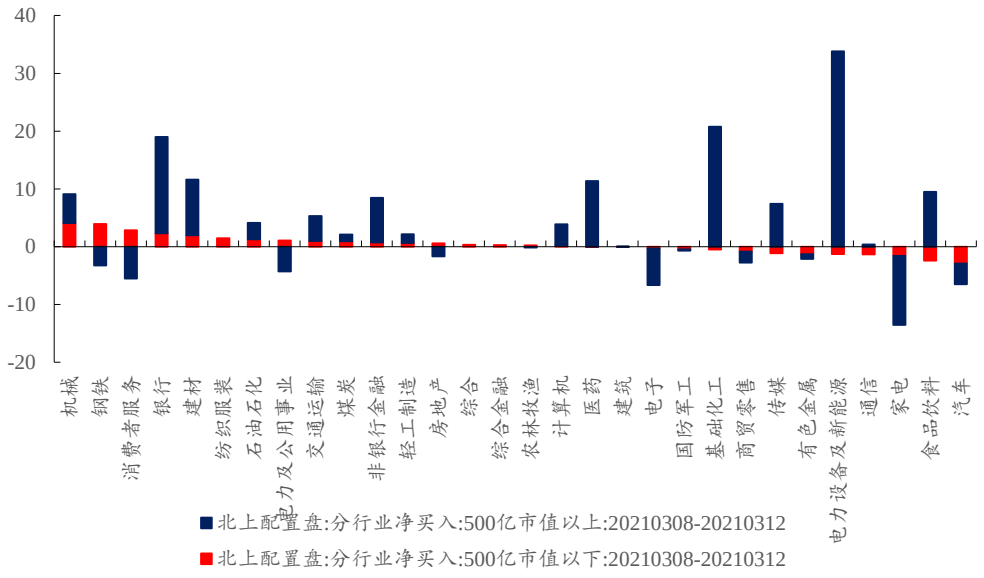
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：上周(20210308-20210312)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(20210308-20210312)北上配置盘在钢铁、消费者服务、纺服、公用事业以及地产等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

3、 两融活跃度继续下降，主要净卖出电子、计算机、医药、非银等板块，主要净买入电力及公用事业、钢铁、煤炭等板块

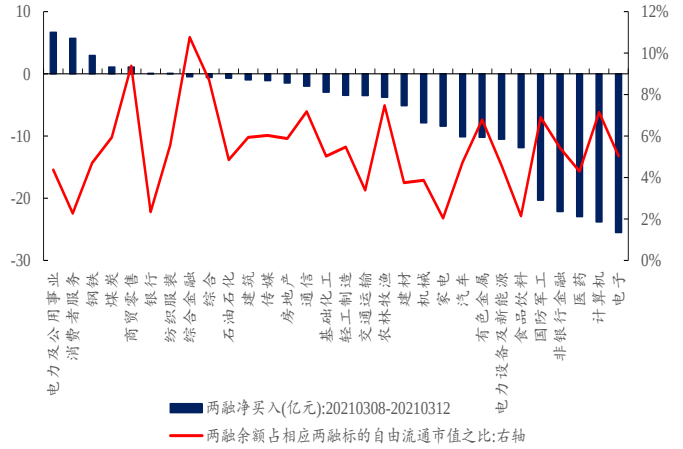
上周(20210308-20210312)两融活跃度继续下降。上周两融投资者整体净卖出约 181.88 亿元，分行业看，主要净卖出电子、计算机、医药、非银以及军工等板块，主要净买入电力及公用事业、消费者服务、钢铁以及煤炭等板块。

图20：上周(20210308-20210312)两融活跃度继续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：上周(20210308-20210312)两融整体净卖出，主要净卖出电子、计算机、医药、非银、军工等板块，主要净买入电力及公用事业、消费者服务、钢铁、煤炭等板块



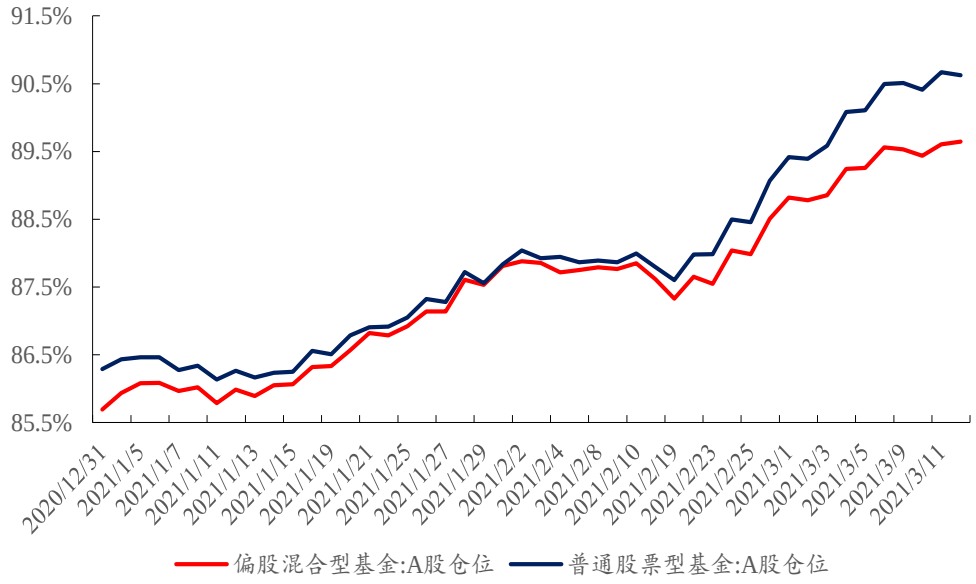
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 个人投资者开始“撤退”，公募资产端和负债端的分歧在扩大

4.1、 公募仓位提升，加仓的板块以消费为主，金融继续获得加仓

上周(20210308-20210312)偏股混合型和普通股票型基金的仓位维持高位震荡，主要加仓食品饮料、消费者服务、军工、家电、农林牧渔、金融以及汽车等板块，主要减仓石油石化、医药、化工以及电新等板块，**加仓的板块以食品饮料、消费者服务、家电、农林牧渔等为代表的消费板块为主。**值得一提的是，**金融继续获得一定程度的加仓。**

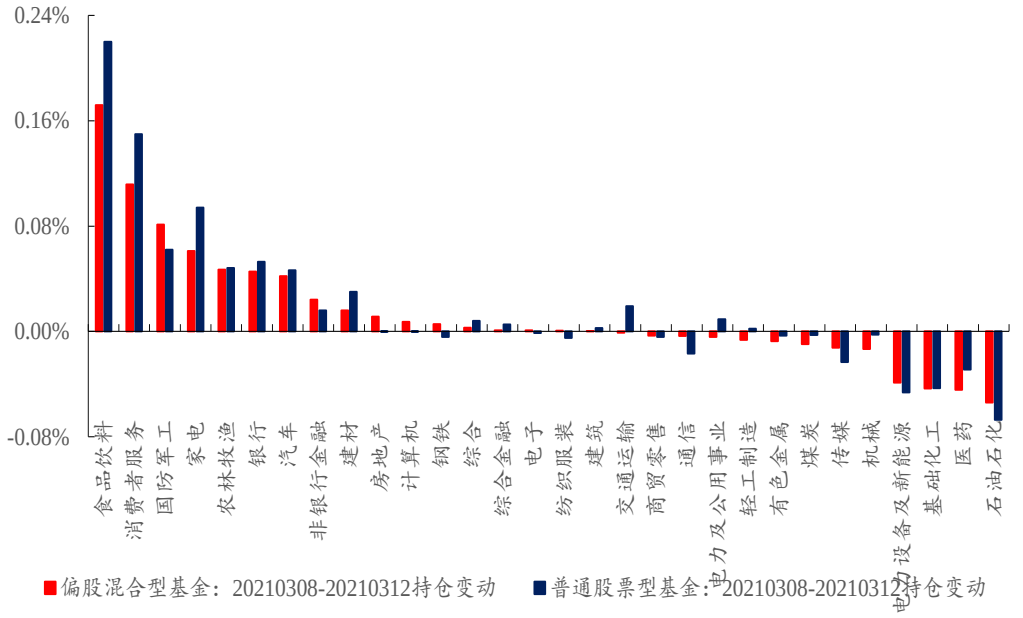
图22：上周(20210308-20210312)偏股混合型和普通股票型基金的仓位维持高位震荡



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(20210308-20210312)偏股混合/普通股票型基金主要加仓食品饮料、消费者服务、军工、家电、农林牧渔、金融以及汽车等板块，主要减仓石油石化、医药、化工以及电新等板块



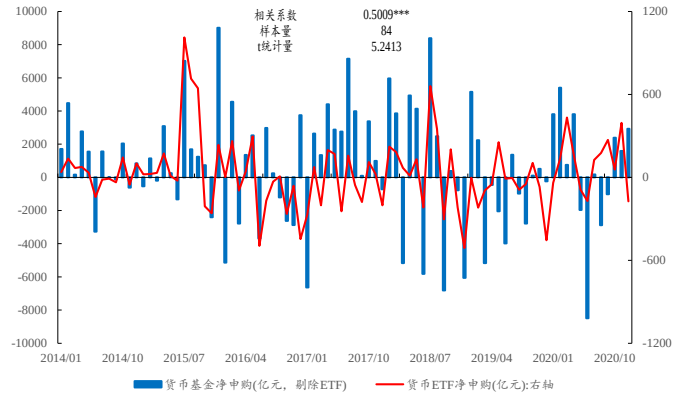
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基于二次规划法测算

4.2、 个人投资者开始“撤退”，主要净买入科技、周期以及传媒相关的基金

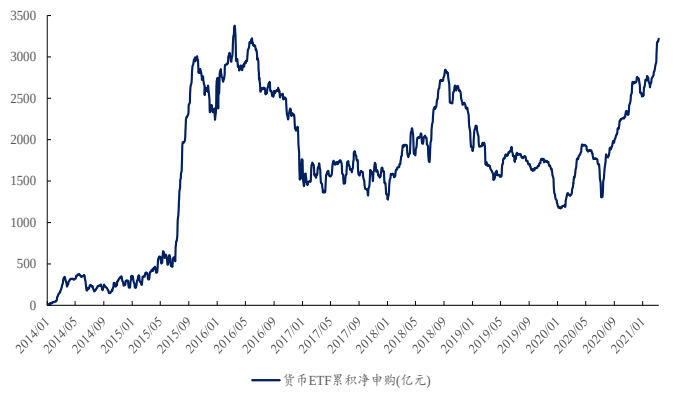
上周(20210308-20210312)货币型 ETF 被持续净申购，**这意味着上周货币型基金整体可能被净申购，货基可能吸纳了来自股票基金或者理财等其他资产的赎回资金**。值得一提的是，近期 7 天理财产品预期收益率相对于货基收益率上行且上周货基收益率继续震荡下行，这意味着**上周货基吸纳来自理财产品资金的概率可能依旧较低**，同时我们看到，**上周个人持有比例较高/较低的股票型 ETF 整体均被净赎回**，这意味着**当下市场仍在从相对收益者为主导转向以绝对收益者为主导，而货基的持续申购大概率来自于股票型基金的赎回**。分行业看，在个人持有比例较高的 ETF 中，与科技、周期以及传媒等板块相关的 ETF 均被净申购，与金融地产、新能源汽车以及消费等板块相关的 ETF 被净赎回。结合前面主动基金在上周的加仓行为来看：消费是公募主要加仓板块，金融同样获得加仓，但在个人持有较高的 ETF 中，与金融地产、消费相关的 ETF 被净赎回，**这意味着主动偏股基金本身与其负债端的个人投资者之间的认知分歧可能在扩大，而这种分歧可能是当下个人投资者开始“撤退”的原因。**

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



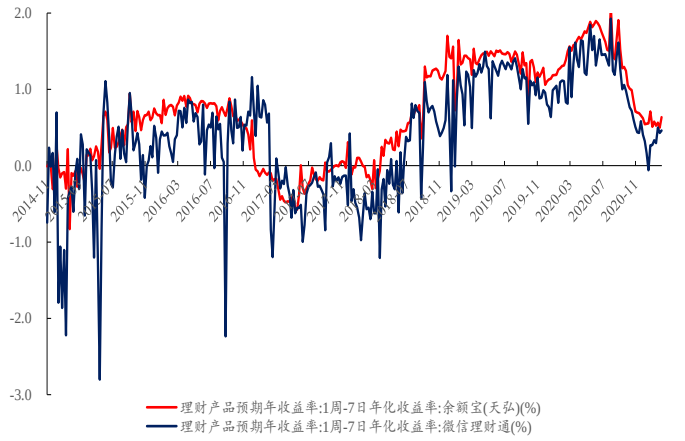
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：上周(20210308-20210312)货币型 ETF 被持续净申购



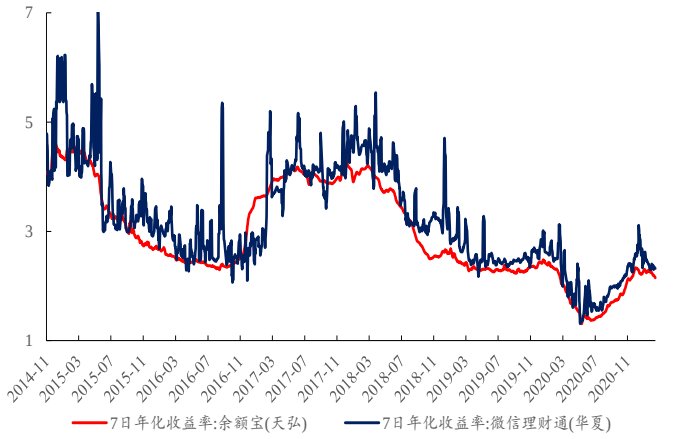
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：近期 7 天理财预期收益率相对于货基收益率上行



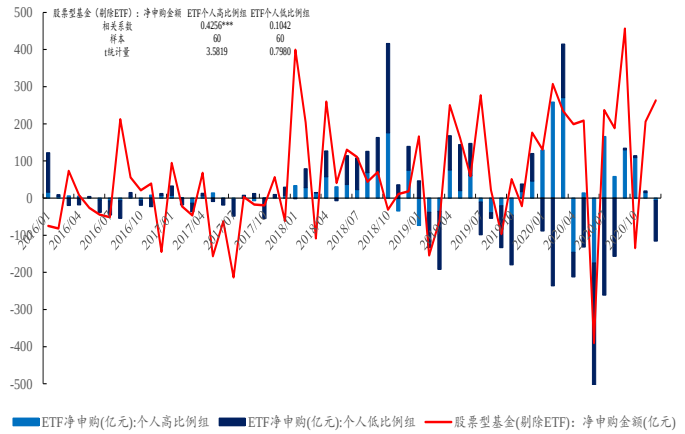
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：上周(20210308-20210312)货基收益率震荡下行



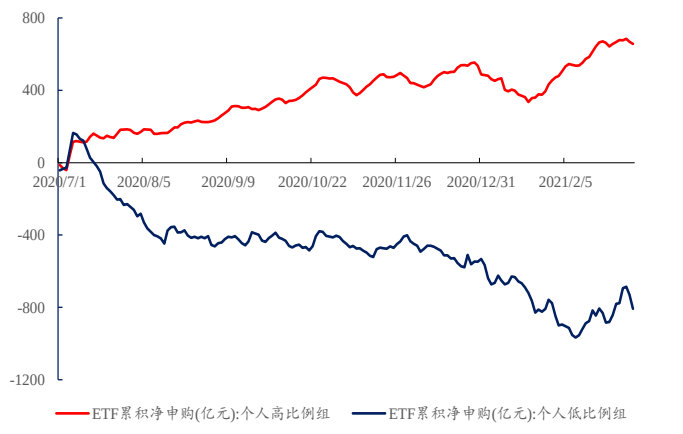
数据来源：Wind、开源证券研究所

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



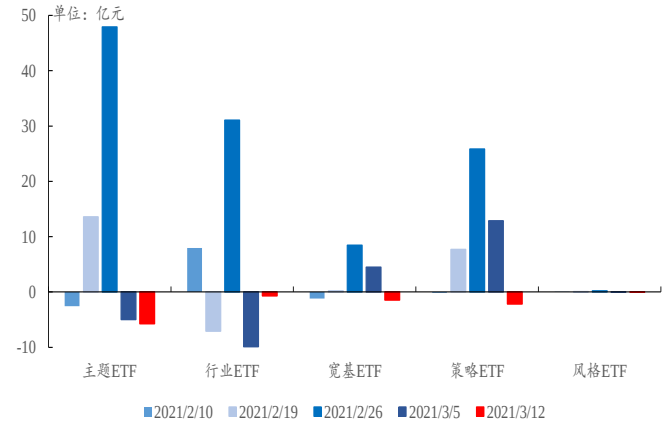
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：上周(20210308-20210312)以个人持有为主的 ETF 和以机构持有为主的 ETF 整体均被净赎回



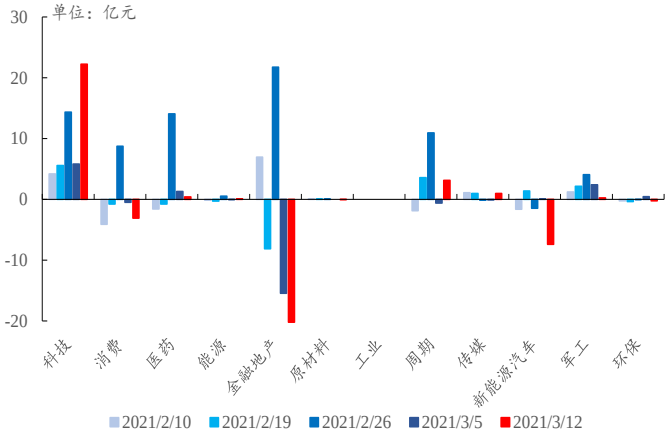
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：上周(20210308-20210312)个人持有比例较高的ETF中，各种类型的ETF均被净赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：分行业看，上周(20210308-20210312)个人持有比例较高的ETF中，与科技、周期以及传媒等板块相关的ETF均被净申购，与金融地产、新能源汽车以及消费等板块相关的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