2021 年 03 月 03 日

策略研究团队

“退潮”之下，依旧金融地产——南下“定价权”周度跟踪之四

——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

● **南下持有港股占比与成交额占比均下降，AH 溢价上升**

上周(20210222-20210226)南下资金持有港股市值占比从 5.08%下降至 5.01%，港股通成交额占比从 27.40%先上升至 29.76%后大幅下降至 22.05%，南下资金持有港股市值占比和港股通成交额占比的明显下降出现在周三(20210224)港交所宣布加“印花税”之后的交易日。与港股相关的 ETF 在上周整体净赎回，周五(20210226)净赎回规模较大。上周 AH 溢价震荡后上行，且在周五上升幅度较大。后文中，我们使用**同时在 A 股/港股上市的标的**衡量**港股通/陆股通中的“替代性”资产**、使用**未在 A 股/港股上市的标的**衡量**港股通/陆股通中的“互补性”资产**。

● **南下与外资的分歧在扩大，共识存在于金融地产、旅游及消闲设施等板块**

上周(20210222-20210226)**南下先净流入后净卖出港股，外资配置/交易盘则选择先卖出港股通标的，之后回流**。行业上，南下主要净买入电讯、金融地产、家电、建筑、旅游及消闲设施与原材料等板块，外资配置盘则卖出上述行业中除金融地产、旅游及消闲设施之外的板块，这意味着**外资配置盘与南下资金可能在金融地产、旅游及消闲设施等板块存在共识。上周南下/外资交易盘净买入港股通中的“替代性”标的，外资配置盘则选择卖出**。行业上，南下净买入港股通“替代性”标的中的金融地产、工业工程、家电、石油及天然气、医药及生物科技、建筑与煤炭等板块，外资配置盘则偏好该类标的中的保险、黄金及贵金属、石油及天然气等板块。**上周南下资金先买入后卖出港股通中的“互补性”标的，外资配置/交易盘则选择先卖出后买入该类标的**。行业上，南下偏好港股通“互补性”标的中的电讯、金融地产、旅游及消闲设施、家电、建筑、原材料与一般金属及矿石等板块，外资配置盘则选择卖出上述除地产、银行、旅游及消闲设施外的板块。

● **外资配置盘继续买入 A 股并卖出港股，青睐 A 股“互补性”/“替代性”标的**

上周(20210222-20210226)外资配置盘净买入陆股通中的“替代性”标的，净卖出港股通中的“替代性”标的，行业上，外资配置盘净买入 A 股和港股中的有色与石油石化等板块，净卖出 A 股和港股中的汽车、机械及轻工等板块，偏好 A 股的金融地产、家电、电新、交运、煤炭等板块，以及港股中的钢铁、医药、食品饮料等板块。**上周外资配置盘净买入陆股通中的“互补性”标的，净卖出港股通中的“互补性”标的。**行业上，外资配置盘买入 A 股和港股中的电新、医药、银行、农林牧渔、交运及地产等板块，净卖出 A 股和港股中的通信、化工、商贸零售、汽车及建材等板块，偏好 A 股的家电、电子、计算机、机械及有色等板块。

● **外资交易盘整体买入港股并卖出 A 股，偏好港股通中的“互补性”标的**

上周(20210222-20210226)**外资交易盘净买入 A 股/港股通中的“替代性”标的**，行业上，同时净买入 A 股和港股中的地产、非银、有色、建筑、轻工及煤炭等板块，净卖出 A 股和港股中的交运等板块，偏好 A 股的汽车、医药及钢铁等板块。**上周外资交易盘净卖出陆股通中的“互补性”标的，净买入港股通中的“互补性”标的**，行业上，同时净买入 A 股/港股中的消费者服务、银行以及纺织服装板块，净卖出 A 股/港股中的军工、建材及煤炭板块，偏好 A 股的化工、农林牧渔、钢铁、有色、通信板块，及港股中的计算机、食品饮料、电子、医药、地产板块。

● **风险提示：**测算误差

相关研究报告

《投资策略专题-寻找市场的安全线——风格洞察与性价比追踪系列（二）》-2021.3.1

《投资策略专题-“新共识”在深化——资金跟踪系列之六》-2021.3.1

《投资策略月报-收益之花，终会再开》-2021.2.28

目 录

1、 南下持有港股占比与成交额占比均下降，AH 溢价上升 4
2、 南下与外资的分歧在扩大，共识存在于金融地产、旅游及消闲设施等板块 5
2.1、 南下与外资“博弈”力度加大，金融地产、旅游及消闲设施板块存在共识 5
2.2、 A-H“替代性”资产：南下与外资交易盘净买入，外资配置盘净卖出，三类投资者均偏好保险与石油及天然气等板块 6
2.3、 港股通中的“互补性”核心资产：内外资分歧在扩大 7
3、 外资配置盘继续买入 A 股并卖出港股，青睐 A 股的“互补性”/“替代性”标的 8
3.1、 A 股和港股中的“替代性”资产：更偏好 A 股的金融地产、家电、电新以及交运等板块 9
3.2、 A 股和港股中的“互补性”核心资产：外资配置盘偏好 A 股中的家电、电子、计算机、机械以及有色等板块 10
4、 外资交易盘整体买入港股并卖出 A 股，偏好港股通中的“互补性”标的 11
4.1、 A 股和港股中的“替代性”资产：外资交易盘偏好 A 股的汽车、医药、钢铁等板块，以及港股的家电、银行、建材、石油石化、机械等板块 12
4.2、 A 股和港股中的“互补性”核心资产：外资交易盘更偏好港股中的计算机、食品饮料、电子、医药以及房地产等板块 13
5、 风险提示 14

图表目录

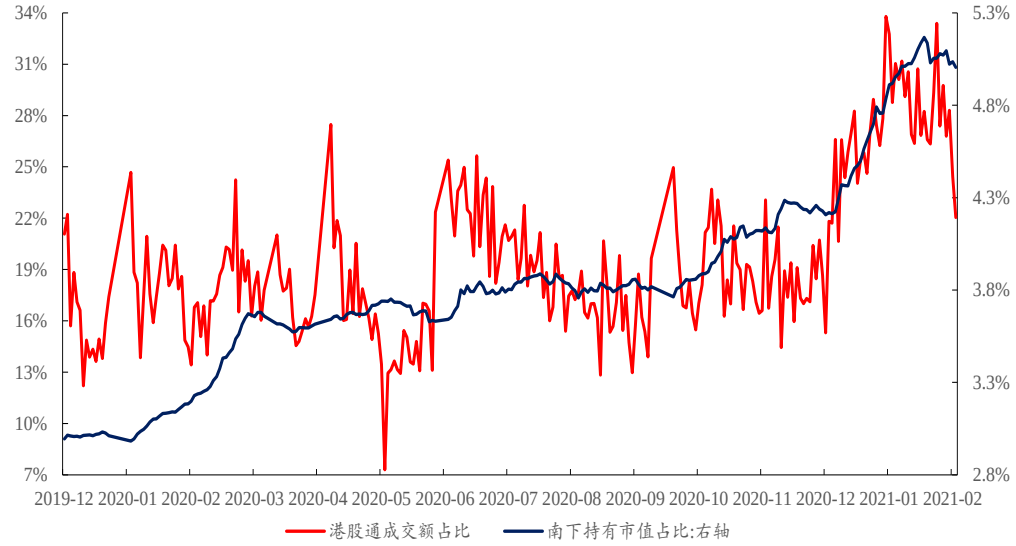
图 1： 上周(20210222-20210226)南下资金持有港股市值占比和港股通成交额占比均下降，且两者出现明显下降的时间点发生在港交所宣布加“印花税”之后的交易日 4
图 2： 上周(20210222-20210226)与港股相关的 ETF 在上周整体净赎回，其中周五(20210226)净赎回规模较大 4
图 3： 上周(20210222-20210226)上周 AH 溢价震荡后上行，且在周五(20210226)上升幅度较大 4
图 4： 上周(20210222-20210226)南下资金先净流入后净卖出港股，周三(20210224)是南下资金流向的转折点。与之相反的是，外资配置/交易盘选择先卖出港股通标的，之后逐步回流 5
图 5： 分行业看，上周(20210222-20210226)南下资金主要净买入电讯、金融地产、家电、建筑、旅游及消闲设施以及原材料等板块，外资配置盘则选择净卖出上述行业中除金融地产、旅游及消闲设施之外的板块 6
图 6： 上周(20210222-20210226)南下资金和外资交易型资金仍在净买入同时在 A 股上市的“替代性”港股通标的，外资配置型资金则继续卖出该类标的 6
图 7： 上周(20210222-20210226)南下资金主要净买入港股通“替代性”标的中的金融地产、工业工程、家电、石油及天然气、医药及生物科技、建筑以及煤炭等板块，外资配置盘则更偏好该类标的中的保险、黄金及贵金属与石油及天然气等板块 7
图 8： 上周(20210222-20210226)南下资金先净买入后卖出未在 A 股上市的“互补性”港股通标的，外资配置/交易盘则均选择先卖出后买入该类“互补性”标的 7
图 9： 上周(20210222-20210226)南下资金偏好港股通“互补性”标的中的电讯、金融地产、旅游及消闲设施、家电、建筑、原材料与一般金属及矿石等板块，外资配置盘则选择卖出上述除地产、银行、旅游及消闲设施外的板块 8
图 10： 上周(20210222-20210226)外资配置盘整体上仍主要净买入 A 股，净卖出港股 8
图 11： 上周(20210222-20210226)外资配置盘同时净买入陆股通中的“互补性”/“替代性”标的，同时净卖出港股通中的“互补性”/ “替代性”标的 9
图 12： 上周(20210222-20210226)外资配置盘整体买入陆股通中的“替代性”标的，同时净卖出港股通中的“替代性”标的 9

图 13: 对于港股通和陆股通中的“替代性”标的，上周(20210222-20210226)外资配置盘主要同时净买入 A 股和港股中的有色以及石油石化等板块，同时净卖出 A 股和港股中的汽车、机械以及轻工制造等板块，更偏好 A 股的金融地产、家电、电新、交通运输以及煤炭等板块，以及港股中的钢铁、医药与食品饮料等板块 10
图 14: 上周(20210222-20210226)外资配置盘整体净买入陆股通中的“互补性”标的，同时净卖出港股通中的“互补性”标的 10
图 15: 对于港股通和陆股通中的“互补性”标的，上周(20210222-20210226)外资配置盘同时买入 A 股和港股中的电新、医药、银行、农林牧渔、交运以及房地产等板块，同时净卖出 A 股和港股中的通信、化工、商贸零售、汽车以及建材等板块，更偏好 A 股的家电、电子、计算机、机械以及有色等板块 11
图 16: 上周(20210222-20210226)外资交易盘选择净卖出 A 股，同时净买入港股 11
图 17: 上周(20210222-20210226)外资交易盘主要净买入港股通中的“互补性”标的，小幅净买入港股通/陆股通中的“替代性”标的，净卖出陆股通中的“互补性”标的 12
图 18: 上周(20210222-20210226)外资交易盘净买入 A 股/港股通中的“替代性”标的 12
图 19: 对于港股通和陆股通中的“替代性”标的，上周(20210222-20210226)外资交易盘同时买入 A 股和港股中的房地产、非银、有色、建筑、轻工以及煤炭等板块，同时净卖出 A 股和港股中的交运等板块，偏好 A 股的汽车、医药以及钢铁等板块，以及港股中的家电、银行、建材、石油石化以及机械等板块 13
图 20: 上周(20210222-20210226)外资交易盘大幅净卖出陆股通中的“互补性”标的，同时大幅净买入港股通中的“互补性”标的 13
图 21: 对于港股通和陆股通中的“互补性”标的，上周(20210222-20210226)外资交易盘同时买入 A 股和港股中的消费者服务、银行以及纺织服装等板块，同时净卖出 A 股和港股中的军工、建材以及煤炭板块，偏好 A 股的化工、农林牧渔、钢铁、有色以及通信等板块，以及港股中的计算机、食品饮料、电子、医药以及房地产等板块 14

1、 南下持有港股占比与成交额占比均下降，AH 溢价上升

上周(20210222-20210226)南下资金持有港股市值占比和港股通成交额占比均下降，从时间节点来看，上周南下资金持有港股市值占比和港股通成交额占比的明显下降出现在周三(20210224)港交所宣布加“印花税”之后的交易日。与港股相关的 ETF 在上周整体净赎回，其中周五(20210226)净赎回规模较大。上周 AH 溢价震荡后上行，且在周五(20210226)上升幅度较大。

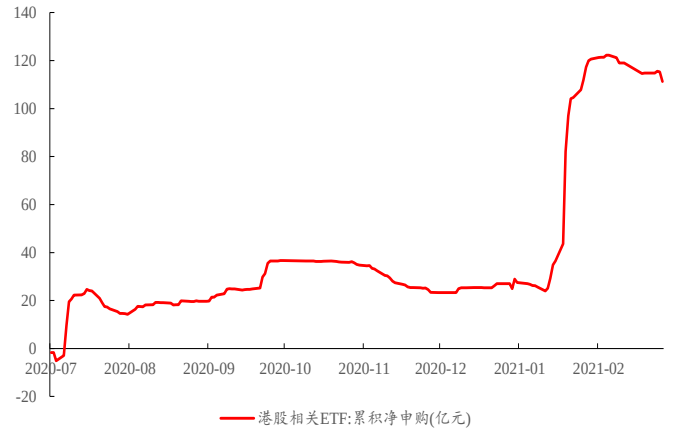
图1：上周(20210222-20210226)南下资金持有港股市值占比和港股通成交额占比均下降，且两者出现明显下降的时间点发生在港交所宣布加“印花税”之后的交易日



数据来源：Wind、开源证券研究所

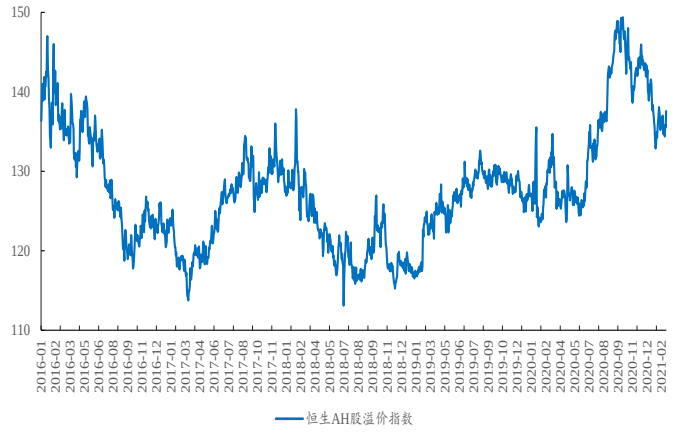
注：港股为 T+2 交收，这意味着一般情况下，每周二晚公布的持仓数量对应上周五的实际持仓。

图2：上周(20210222-20210226)与港股相关的 ETF 在上周整体净赎回，其中周五(20210226)净赎回规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周(20210222-20210226)上周 AH 溢价震荡后上行，且在周五(20210226)上升幅度较大



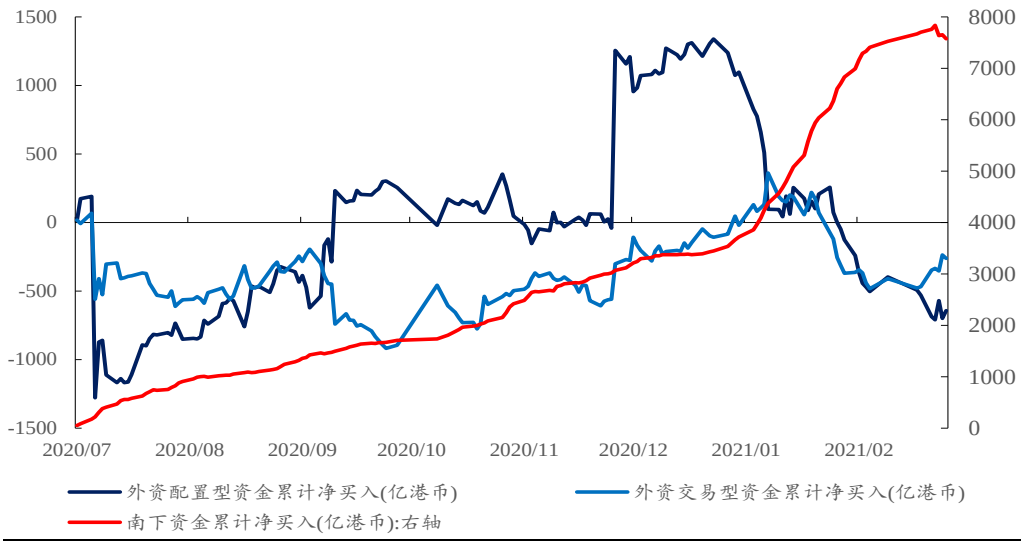
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 南下与外资的分歧在扩大，共识存在于金融地产、旅游及消闲设施等板块

2.1、 南下与外资“博弈”力度加大，金融地产、旅游及消闲设施板块存在共识

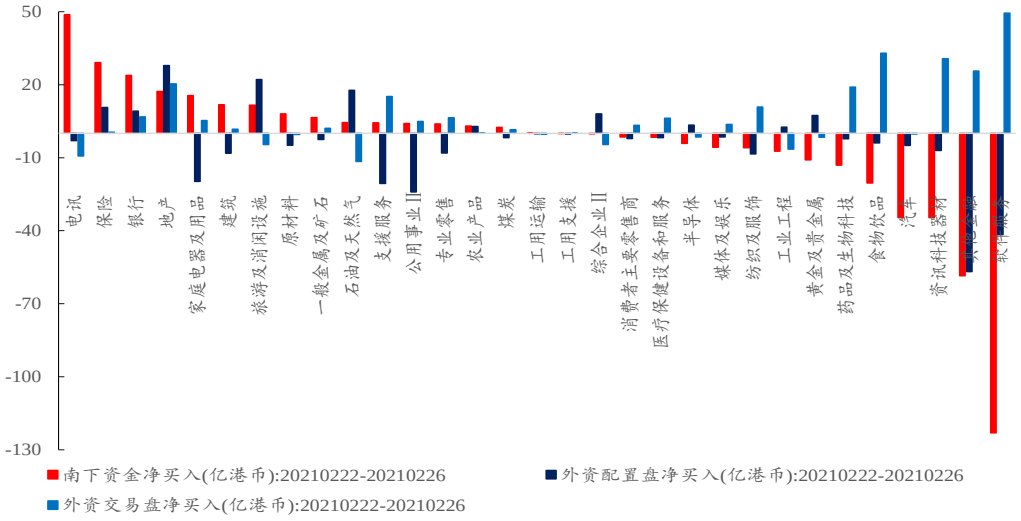
上周(20210222-20210226)南下资金先净流入后净卖出港股，周三(20210224)是南下资金流向的转折点。与之相反的是，外资配置/交易盘选择先卖出港股通标的，之后逐步回流。分行业看，上周**南下资金与外资的分歧仍较大，特别是与外资配置盘**，南下资金主要净买入电讯、金融地产、家电、建筑、旅游及消闲设施与原材料等板块，外资配置盘选择净卖出上述行业中除金融地产、旅游及消闲设施之外的板块，这意味着，**外资配置盘与南下资金可能在金融地产、旅游及消闲设施等板块存在共识**。

图4：上周(20210222-20210226)南下资金先净流入后净卖出港股，周三(20210224)是南下资金流向的转折点。与之相反的是，外资配置/交易盘选择先卖出港股通标的，之后逐步回流



数据来源：港交所、开源证券研究所

图5：分行业看，上周(20210222-20210226)南下资金主要净买入电讯、金融地产、家电、建筑、旅游及消闲设施以及原材料等板块，外资配置盘则选择净卖出上述行业中除金融地产、旅游及消闲设施之外的板块

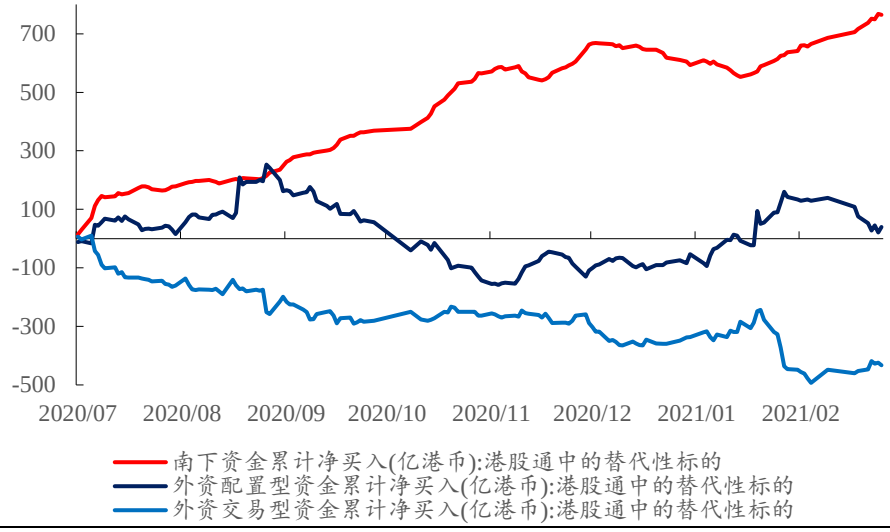


数据来源：港交所、开源证券研究所

2.2、 A-H“替代性”资产：南下与外资交易盘净买入，外资配置盘净卖出，三类投资者均偏好保险与石油及天然气等板块

上周(20210222-20210226)**南下资金和外资交易型资金仍在净买入同时在 A 股上市的“替代性”港股通标的，外资配置型资金则继续卖出该类标的**。行业上，南下资金主要净买入港股通“替代性”标的中的金融地产、工业工程、家电、石油及天然气、医药及生物科技、建筑以及煤炭等板块，外资配置盘则更偏好该类标的中的保险、黄金及贵金属与石油及天然气等板块。

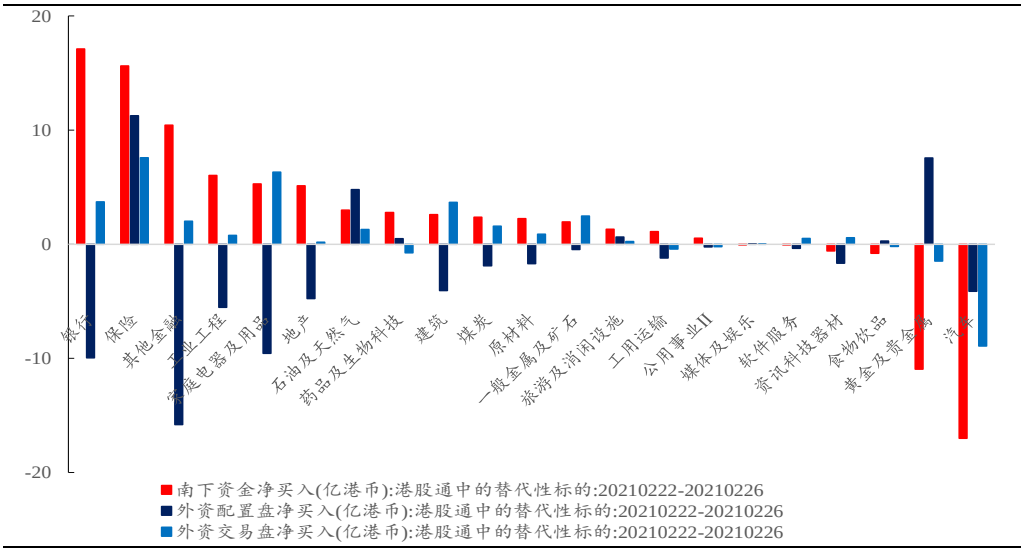
图6：上周(20210222-20210226)南下资金和外资交易型资金仍在净买入同时在 A 股上市的“替代性”港股通标的，外资配置型资金则继续卖出该类标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

注：港股通中的替代性标的指的是同时在 A 股上市的港股通标的。

图7：上周(20210222-20210226)南下资金主要净买入港股通“替代性”标的中的金融地产、工业工程、家电、石油及天然气、医药及生物科技、建筑以及煤炭等板块，外资配置盘则更偏好该类标的中的保险、黄金及贵金属与石油及天然气等板块



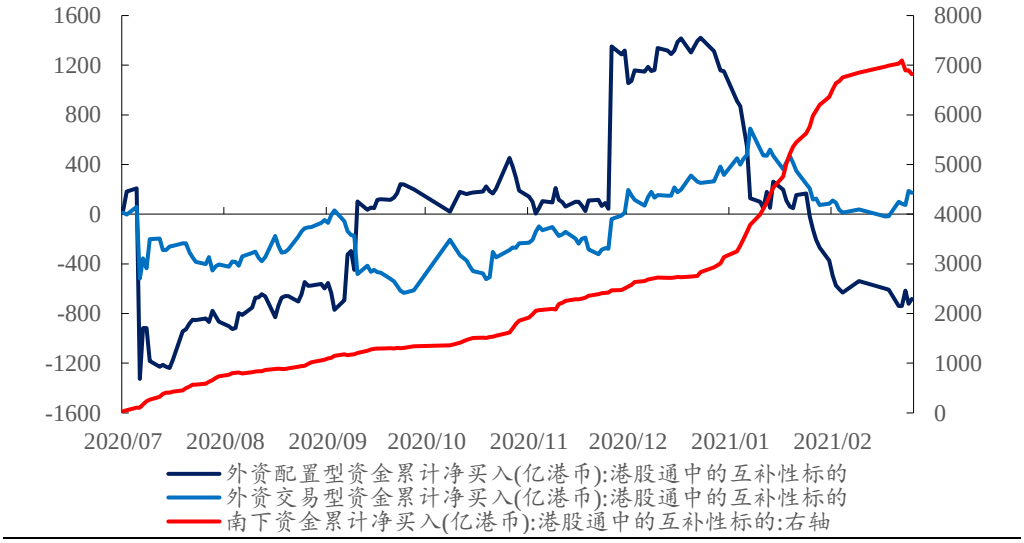
数据来源：港交所、开源证券研究所

注：港股通中的替代性标的指的是同时在 A 股上市的港股通标的。

2.3、 港股通中的“互补性”核心资产：内外资分歧在扩大

上周(20210222-20210226) **南下资金先净买入后卖出未在 A 股上市的“互补性”港股通标的，外资配置/交易盘则均选择先卖出后买入该类“互补性”标的**。行业上，南下资金偏好港股通“互补性”标的中的电讯、金融地产、旅游及消闲设施、家电、建筑、原材料与一般金属及矿石等板块，**外资配置盘与南下在该类标的上仍存在较大分歧，选择卖出上述除地产、银行、旅游及消闲设施外的板块**。

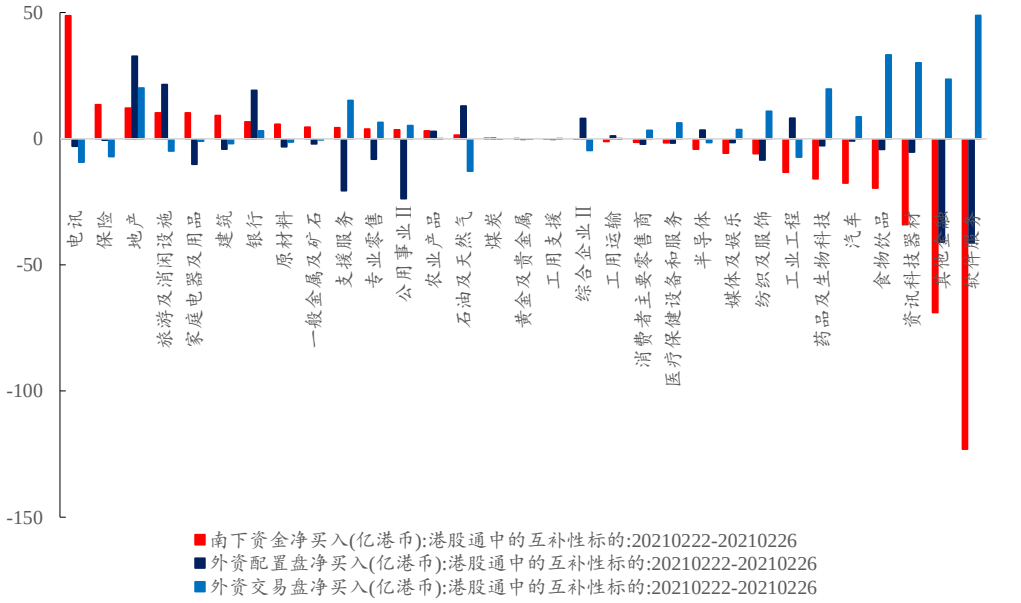
图8：上周(20210222-20210226)南下资金先净买入后卖出未在 A 股上市的“互补性”港股通标的，外资配置/交易盘则均选择先卖出后买入该类“互补性”标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

注：港股通中的互补性标的指的是未在 A 股上市的港股通标的

图9：上周(20210222-20210226)南下资金偏好港股通“互补性”标的中的电讯、金融地产、旅游及消闲设施、家电、建筑、原材料与一般金属及矿石等板块，外资配置盘则选择卖出上述除地产、银行、旅游及消闲设施外的板块



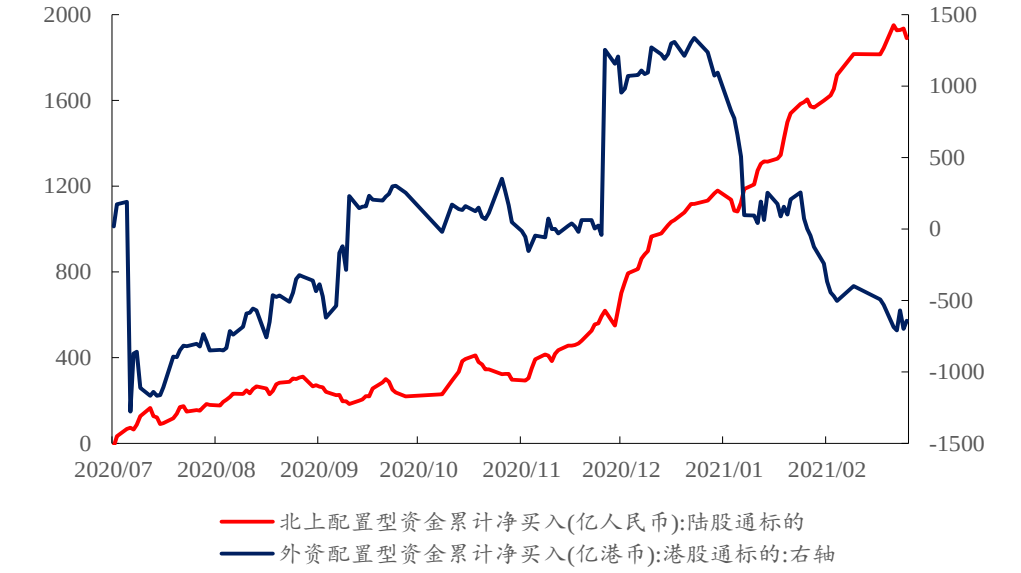
数据来源：港交所、开源证券研究所

注：港股通中的互补性标的指的是未在 A 股上市的港股通标的

3、外资配置盘继续买入 A 股并卖出港股，青睐 A 股的“互补性”/“替代性”标的

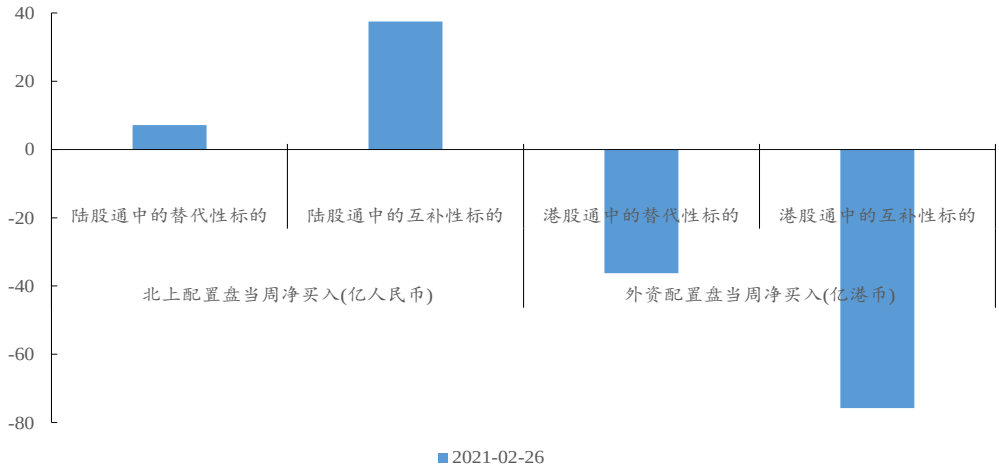
上周(20210222-20210226)外资配置盘整体上仍主要净买入 A 股，净卖出港股。分拆来看，**外资配置盘同时净买入陆股通中的“互补性”和“替代性”标的**。

图10：上周(20210222-20210226)外资配置盘整体上仍主要净买入 A 股，净卖出港股



数据来源：港交所、开源证券研究所

图11：上周(20210222-20210226)外资配置盘同时净买入陆股通中的“互补性”/“替代性”标的，同时净卖出港股通中的“互补性”/“替代性”标的



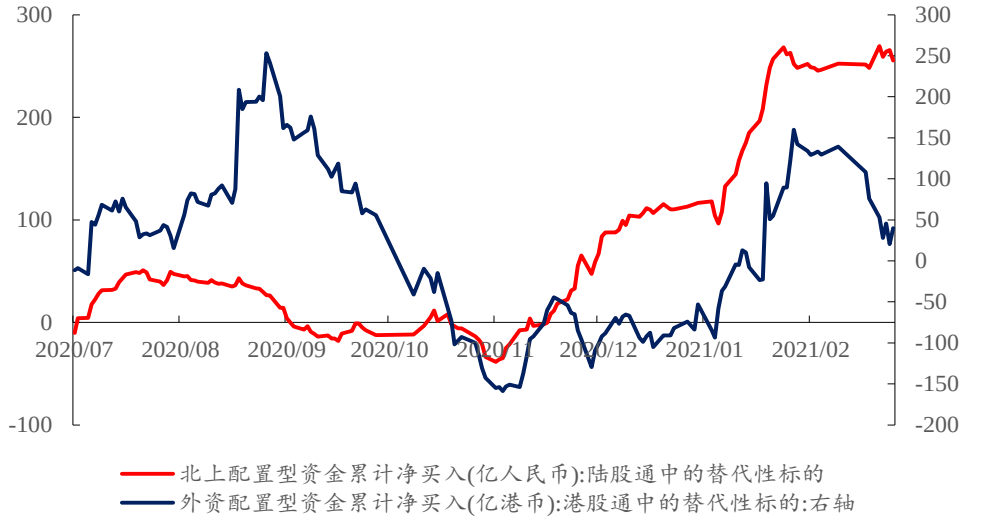
数据来源：港交所、开源证券研究所

注：1、港股通/陆股通中的“替代性”标的指的是同时在A股/港股上市的标的；2、港股通/陆股通中的“互补性”标的指的是未在A股/港股上市的标的。

3.1、 A股和港股中的“替代性”资产：更偏好A股的金融地产、家电、电新以及交运等板块

上周(20210222-20210226)外资配置盘整体买入陆股通中的“替代性”标的，同时净卖出港股通中的“替代性”标的，对于港股通和陆股通中的“替代性”标的，上周外资配置盘主要同时净买入A股和港股中的有色以及石油石化等板块，同时净卖出A股和港股中的汽车、机械以及轻工制造等板块，**更偏好A股的金融地产、家电、电新、交通运输以及煤炭等板块，以及港股中的钢铁、医药与食品饮料等板块**。

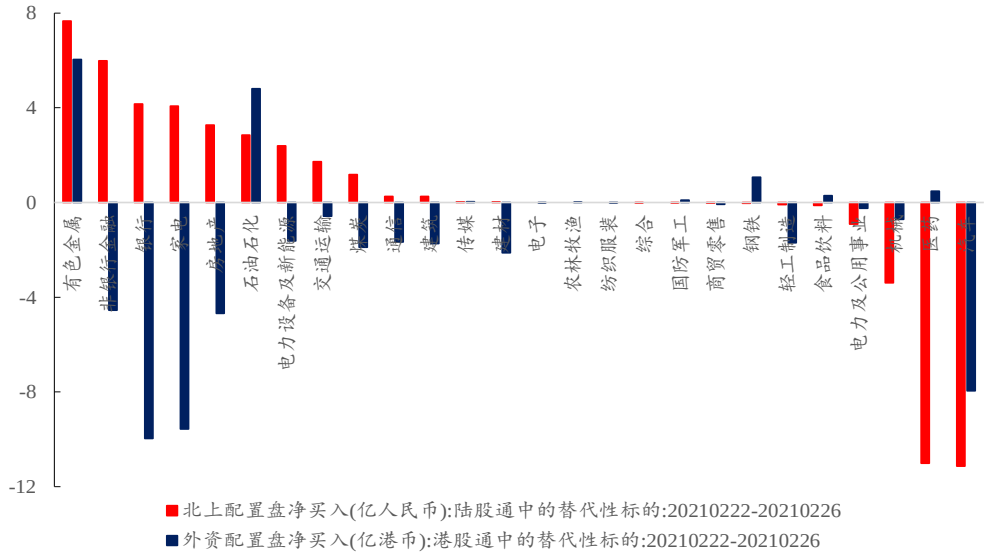
图12：上周(20210222-20210226)外资配置盘整体买入陆股通中的“替代性”标的，同时净卖出港股通中的“替代性”标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

注：港股通/陆股通中的“替代性”标的指的是同时在A股/港股上市的标的

图13：对于港股通和陆股通中的“替代性”标的，上周(20210222-20210226)外资配置盘主要同时净买入A股和港股中的有色以及石油石化等板块，同时净卖出A股和港股中的汽车、机械以及轻工制造等板块，更偏好A股的金融地产、家电、电新、交通运输以及煤炭等板块，以及港股中的钢铁、医药与食品饮料等板块



数据来源：港交所、开源证券研究所

3.2、A股和港股中的“互补性”核心资产：外资配置盘偏好A股中的家电、电子、计算机、机械以及有色等板块

上周外资配置盘净买入陆股通中的“互补性”标的，同时净卖出港股通中的“互补性”标的。行业上，外资配置盘同时买入A股和港股中的电新、医药、银行、农林牧渔、交运以及房地产等板块，同时净卖出A股和港股中的通信、化工、商贸零售、汽车以及建材等板块，**更偏好A股的家电、电子、计算机、机械及有色等板块**。

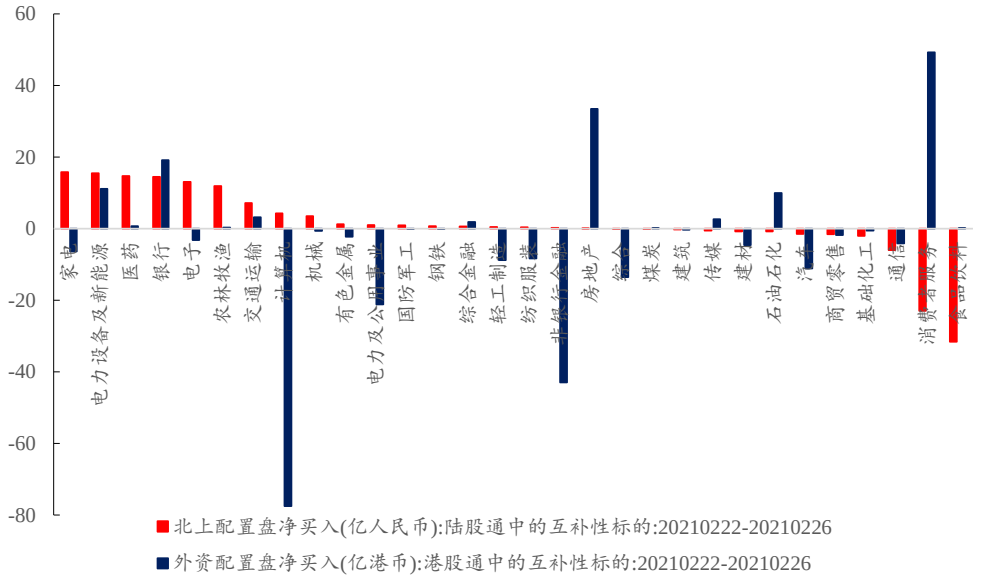
图14：上周(20210222-20210226)外资配置盘整体净买入陆股通中的“互补性”标的，同时净卖出港股通中的“互补性”标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

注：港股通/陆股通中的“互补性”标的指的是未在A股/港股上市的标的

图15：对于港股通和陆股通中的“互补性”标的，上周(20210222-20210226)外资配置盘同时买入A股和港股中的电新、医药、银行、农林牧渔、交运以及房地产等板块，同时净卖出A股和港股中的通信、化工、商贸零售、汽车以及建材等板块，更偏好A股的家电、电子、计算机、机械以及有色等板块

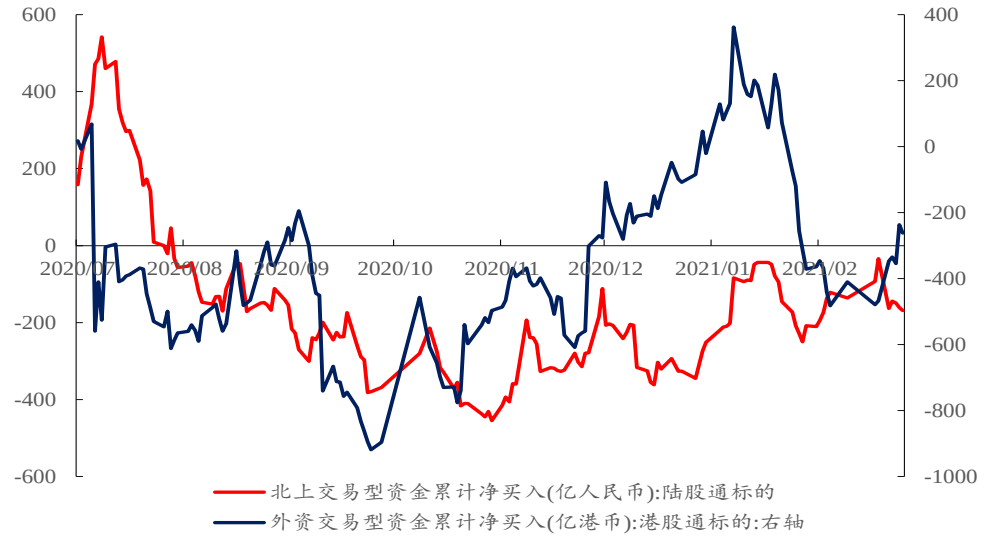


数据来源：港交所、开源证券研究所

4、外资交易盘整体买入港股并卖出A股，偏好港股通中的“互补性”标的

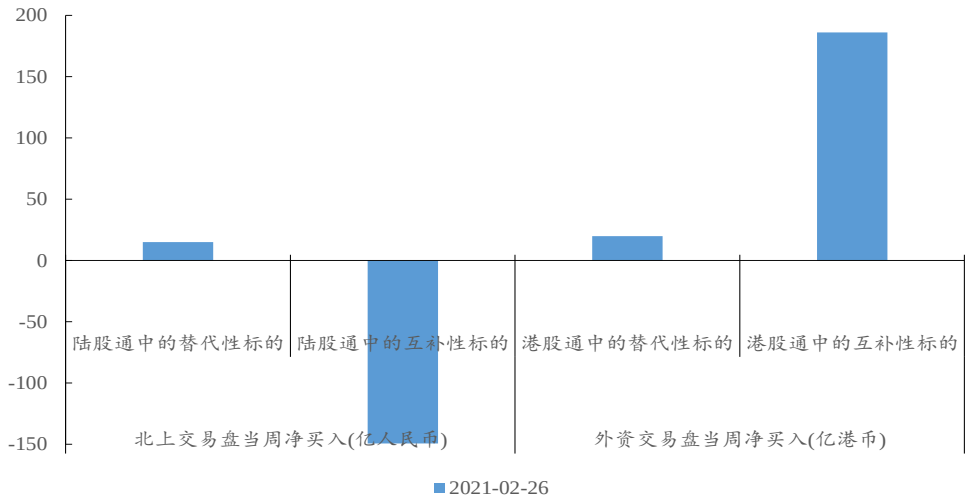
上周(20210222-20210226)外资交易盘选择净卖出A股，同时净买入港股。拆分来看，**外资交易盘主要净买入港股通中的“互补性”标的，小幅净买入港股通/陆股通中的“替代性”标的，净卖出陆股通中的“互补性”标的。**

图16：上周(20210222-20210226)外资交易盘选择净卖出A股，同时净买入港股



数据来源：港交所、开源证券研究所

图17：上周(20210222-20210226)外资交易盘主要净买入港股通中的“互补性”标的，小幅净买入港股通/陆股通中的“替代性”标的，净卖出陆股通中的“互补性”标的



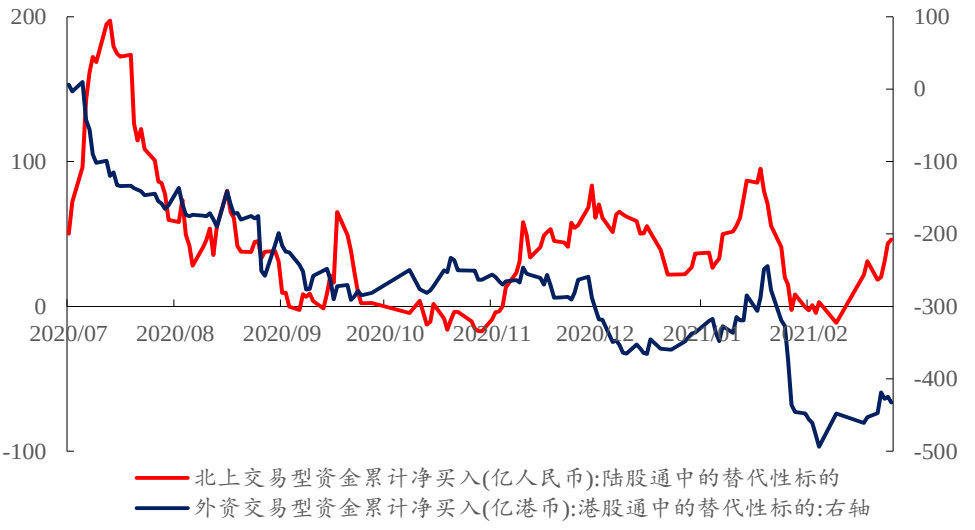
数据来源：港交所、开源证券研究所

注：1、港股通/陆股通中的“替代性”标的指的是同时在 A 股/港股上市的标的；2、港股通/陆股通中的“互补性”标的指的是未在 A 股/港股上市的标的。

4.1、 A 股和港股中的“替代性”资产：外资交易盘偏好 A 股的汽车、医药、钢铁等板块，以及港股的家电、银行、建材、石油石化、机械等板块

上周(20210222-20210226)**外资交易盘净买入 A 股/港股通中的“替代性”标的**，行业上，外资交易盘**同时买入 A 股和港股中的房地产、非银、有色、建筑、轻工以及煤炭等板块**，同时净卖出 A 股和港股中的交运等板块，**偏好 A 股的汽车、医药以及钢铁等板块**。

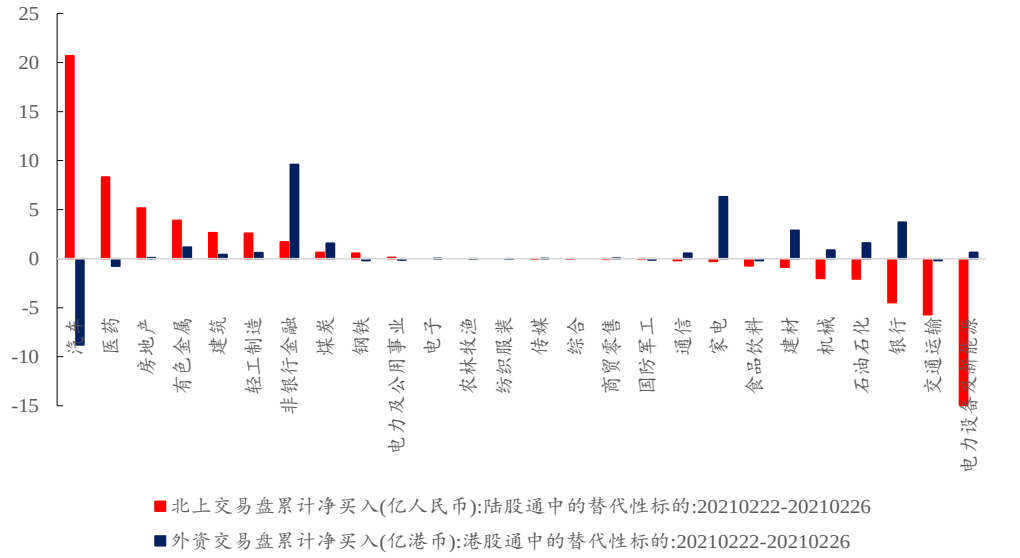
图18：上周(20210222-20210226)外资交易盘净买入 A 股/港股通中的“替代性”标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

注：港股通/陆股通中的“替代性”标的指的是同时在 A 股/港股上市的标的

图19：对于港股通和陆股通中的“替代性”标的，上周(20210222-20210226)外资交易盘同时买入A股和港股中的房地产、非银、有色、建筑、轻工以及煤炭等板块，同时净卖出A股和港股中的交运等板块，偏好A股的汽车、医药以及钢铁等板块，以及港股中的家电、银行、建材、石油石化以及机械等板块

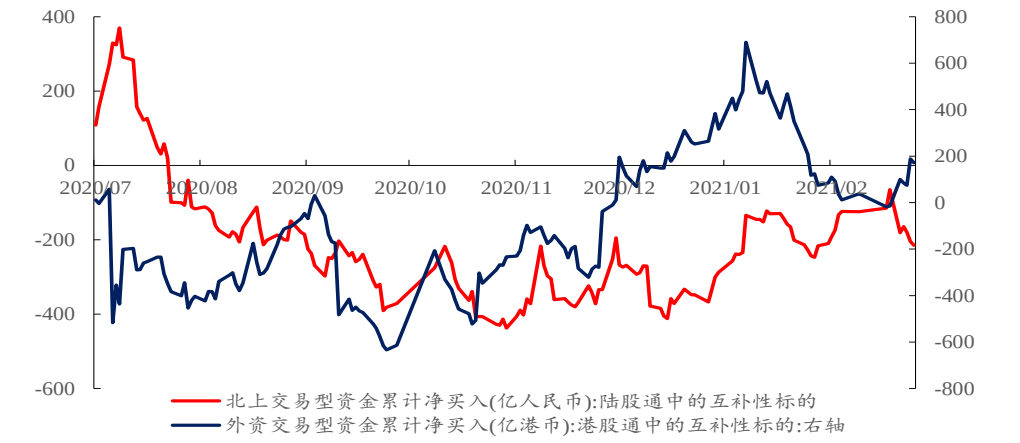


数据来源：港交所、开源证券研究所。注：更偏好A股X行业指的是：该类投资者买入A股中的X行业同时卖出港股中对应的X行业或买入较少几乎为0。

4.2、 A股和港股中的“互补性”核心资产：外资交易盘更偏好港股中的计算机、食品饮料、电子、医药以及房地产等板块

上周(20210222-20210226)外资交易盘大幅净卖出陆股通中的“互补性”标的，同时大幅净买入港股通中的“互补性”标的，行业上，外资交易盘同时买入A股和港股中的消费者服务、银行以及纺织服装等板块，同时净卖出A股和港股中的军工、建材以及煤炭板块，偏好A股的化工、农林牧渔、钢铁、有色以及通信等板块，以及港股中的计算机、食品饮料、电子、医药以及房地产等板块。

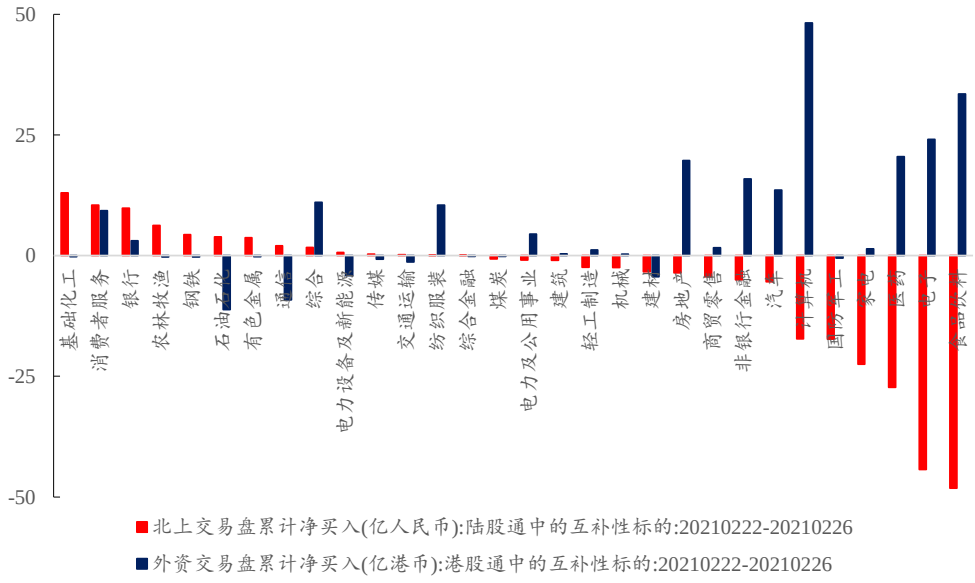
图20：上周(20210222-20210226)外资交易盘大幅净卖出陆股通中的“互补性”标的，同时大幅净买入港股通中的“互补性”标的



数据来源：港交所、开源证券研究所

注：港股通/陆股通中的“互补性”标的指的是未在A股/港股上市的标的

图21：对于港股通和陆股通中的“互补性”标的，上周(20210222-20210226)外资交易盘同时买入A股和港股中的消费者服务、银行以及纺织服装等板块，同时净卖出A股和港股中的军工、建材以及煤炭板块，偏好A股的化工、农林牧渔、钢铁、有色以及通信等板块，以及港股中的计算机、食品饮料、电子、医药以及房地产等板块



数据来源：港交所、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