2021 年 03 月 01 日

策略研究团队

寻找市场的安全线——风格洞察与性价比追踪系列（二）

——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：全球股市调整，成长风格回撤较大**

近 5 个交易日全球股市出现不同程度的调整，成长风格回撤较大，风格进一步收敛。近 5 个交易日 A 股涨幅排名靠前的集中在低估值板块（房地产、公用事业、建筑装饰），而估值较高的食品饮料、休闲服务等板块则大幅回调；概念指数中乡村振兴、环保概念、ST 概念、业绩暴雷指数涨幅靠前，近期 A 股在抱团股松动的同时主题投资有所升温，前期超跌指数也出现了技术性反弹。美股涨跌幅排名靠前的集中在与经济复苏更相关的板块（能源、金融与工业），而美股 ETF 中高股息、超短风格和做空生物科技的 ETF 涨幅居前，可见美股投资者对市场较为悲观。从风格上看，全球股市延续了上一期风格收敛的趋势，主要市场的成长风格出现了明显的调整。

● **股债风险溢价：A 股有所回升，美股仍在下行**

近 5 个交易日 A 股股债风险溢价以及格雷厄姆的股债比均有所上行，而美股仍在下行。以 10 年期中债国债到期收益率计算的万得全 A 风险溢价上升了 23 个 BP，以 7 天余额宝年化收益率计算的万得全 A 风险溢价上升了 25 个 BP；万得全 A 的格雷厄姆股债比也上升了 31 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 39 个 BP，标普 500 的风险溢价下降了 3 个 BP；标普 500 的格雷厄姆股债比下降了 34 个 BP。

● **估值-盈利匹配度：A 股前期透支过多的指数与行业开始“还债”**

从估值与盈利的匹配度来看，前期透支较多的行业和指数已经出现收益率向 ROE“还债”的现象。创业板指的 CAPE 回落明显，较 1 月下降了 11.5%。从风格上看，大盘成长和小盘成长的 CAPE 较 1 月分别下降了 3.1%和 1.24%，而大盘价值和小盘价值的 CAPE 则较 1 月分别上升了 2.54%和 3.46%。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 2021-02-28，创业板指、大盘成长以及沪深 300 已经出现收益率向 ROE“还债”的现象，对于行业也是如此：前期透支较多的行业，如食品饮料、休闲服务等，透支程度开始降低；而前期透支程度甚至为负的行业，如银行、房地产和建筑装饰等，透支程度开始向 0 靠拢甚至已经转正。如果假设 2019-2021 三年收益率向 ROE 回归与 2020-2021 两年回归的两种情形，则主要的成长风格指数还债压力较大。

● **关键市场特征指标：A 股涨多跌少，但波动率明显抬升**

从一些关键的市场特征指标上看，A 股的波动率在抱团松动下明显抬升。2021 年 2 月 A 股上涨个股数占比出现回升，标准差回落，茅指数大幅度回调。同时，A 股近期的波动率也明显抬升；从自由流通市值/M2 比值来看，如果 2021 年 2 月 M2 的同比增速＜15.74%，则自由流通市值/M2 比值则仍将在警戒线 15%以上。

● **风险提示：**流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期。

相关研究报告

《投资策略月报-收益之花，终会再开》-2021.2.28

《投资策略专题-开源金股，3 月推荐》-2021.2.26

《投资策略点评-不念过去，不畏将来》-2021.2.24

目　录

1、 近期市场表现：全球股市调整，成长风格回撤较大 4
1.1、 近期 A 股表现：高估值板块大幅下挫，超跌板块较为活跃 4
1.2、 近期美股表现：交易经济复苏与通胀 4
1.3、 主要市场风格指数的表现：成长风格调整幅度更大 5
2、 股债风险溢价：A 股有所回升，美股仍在下行 6
2.1、 万得全 A 和恒生指数风险溢价上升，标普 500 风险溢价略下降 6
2.2、 格雷厄姆股债比：A 股上升，标普 500 下降 7
3、 估值-盈利匹配度：前期透支过多的指数与行业开始“还债” 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——出现“还债”现象 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 股继续扩散 13
4.1、 市场特征指标一：A 股上涨家数占比回升，茅指数大幅度回调 13
4.2、 市场特征指标二：波动率，A 股与美股均出现抬升 14
4.3、 市场特征指标三：自由流通市值/M2 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房地产、钢铁、公用事业、建筑装饰 4
图 2： 近 5 个交易日 A 股概念指数中，涨幅排名靠前的为乡村振兴、环保概念、ST 概念和业绩暴雷指数 4
图 3： 近 5 个交易日美股涨跌幅排名靠前的行业为能源、金融、工业、通信设备以及医疗 4
图 4： 近 5 个交易日美股 ETF 中，表现较好的集中在超短类、高股息类和做空类 ETF 4
图 5： 近期全球主要市场的成长风格调整幅度更大 5
图 6： A 股风格：近期成长风格调整幅度更大 5
图 7： 港股风格：成长风格大幅调整，价值风格稳步向上 5
图 8： 台股：大盘成长大幅调整，其余风格小幅调整 6
图 9： 美股：成长风格调整幅度大于价值风格 6
图 10： 日股：成长风格调整幅度大于价值风格 6
图 11： 英股：各类风格均出现一定调整 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上升了 23 个 BP 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上升了 25 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 39 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下降了 3 个 BP 7
图 16： 近 5 日万得全 A 格雷厄姆股债比上升了 31 个 BP 8
图 17： 近 5 日标普 500 的格雷厄姆股债比下降了 34 个 BP 8
图 18： 2021 年 2 月万得全 A 的 CAPE 较 1 月下降 1.46% 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 2 月万得全 A 的 CAPE 较 1 月下降 0.72% 9
图 20： 2021 年 2 月上证指数的 CAPE 基本持平 9
图 21： 2021 年 2 月沪深 300 的 CAPE 较 1 月下降 1.52% 9

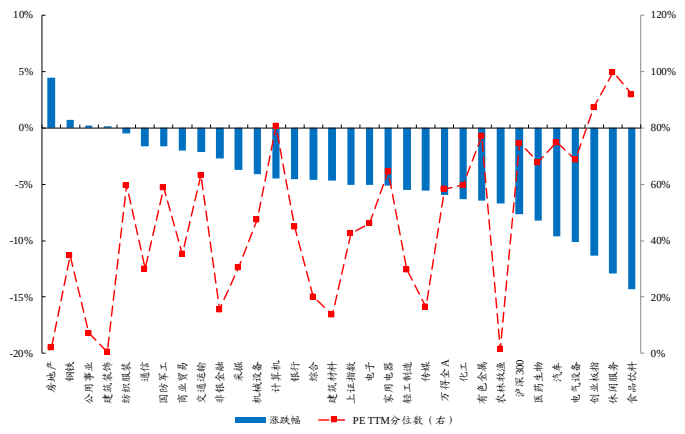
图 22: 2021 年 2 月创业板指的 CAPE 回落明显，较 1 月下降 11.5% 9
图 23: 2021 年 2 月中证 500 的 CAPE 较 1 月下降 2.34% 9
图 24: 2021 年 2 月大盘成长的 CAPE 较 1 月下降 3.1% 10
图 25: 2021 年 2 月大盘价值的 CAPE 较 1 月上升 2.54% 10
图 26: 2021 年 2 月小盘成长的 CAPE 较 1 月下降 1.24% 10
图 27: 2021 年 2 月小盘价值的 CAPE 较上月上升 3.46% 10
图 28: 截至 2021 年 2 月 28 日，创业板指、大盘成长、沪深 300 已经明显出现收益率向 ROE“还债”的现象，大盘价值则有所反弹，风格出现收敛迹象 11
图 29: 截至 2021 年 2 月 28 日，前期透支较多的行业大部分都出现收益率向 ROE“还债”的现象 11
图 30: 在不同的回归假设下，创业板指和成长风格指数的“还债”压力始终较大 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回升，标准差回落，上涨指数经历了较大幅度的冲高回落 14
图 35: 茅指数出现大幅度回调 14
图 36: 近期 A 股波动率明显抬升 14
图 37: 近期美股波动率出现抬升 14
图 38: 要想自由流通市值/M2 的比值回落至警戒线 15%下方，则需要要求 2 月的 M2 同比增速要高于 15.74% 15

1、 近期市场表现：全球股市调整，成长风格回撤较大

1.1、 近期 A 股表现：高估值板块大幅下挫，超跌板块较为活跃

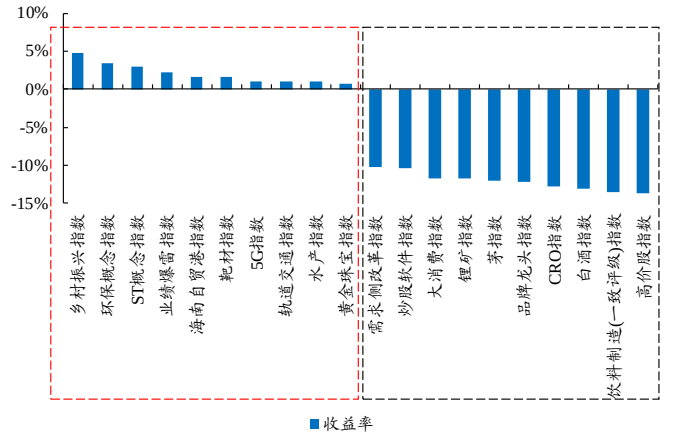
近 5 个交易日 A 股涨幅排名靠前的集中在低估值板块（房地产、公用事业、建筑装饰），而估值较高的食品饮料、休闲服务等板块则大幅回调；概念指数中乡村振兴、环保概念、ST 概念、业绩暴雷指数涨幅靠前，近期 A 股在抱团股松动的同时主题投资有所升温，前期超跌指数也出现了技术性反弹。

图1：近 5 个交易日 A 股涨跌幅排名靠前的行业为房地产、钢铁、公用事业、建筑装饰



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，涨幅排名靠前的为乡村振兴、环保概念、ST 概念和业绩暴雷指数

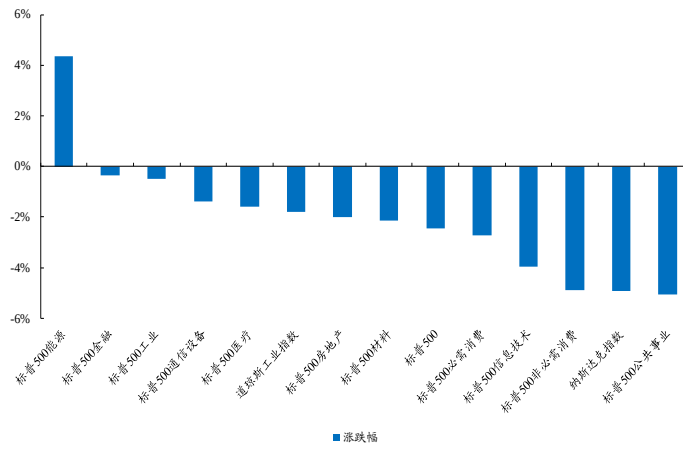


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 近期美股表现：交易经济复苏与通胀

近期美股涨跌幅排名靠前的集中在与经济复苏更相关的板块（能源、金融与工业），而美股 ETF 中高股息、超短风格和做空生物科技的 ETF 涨幅居前，可见美股投资者对市场较为悲观。

图3：近 5 个交易日美股涨跌幅排名靠前的行业为能源、金融、工业、通信设备以及医疗



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：近 5 个交易日美股 ETF 中，表现较好的集中在超短类、高股息类和做空类 ETF

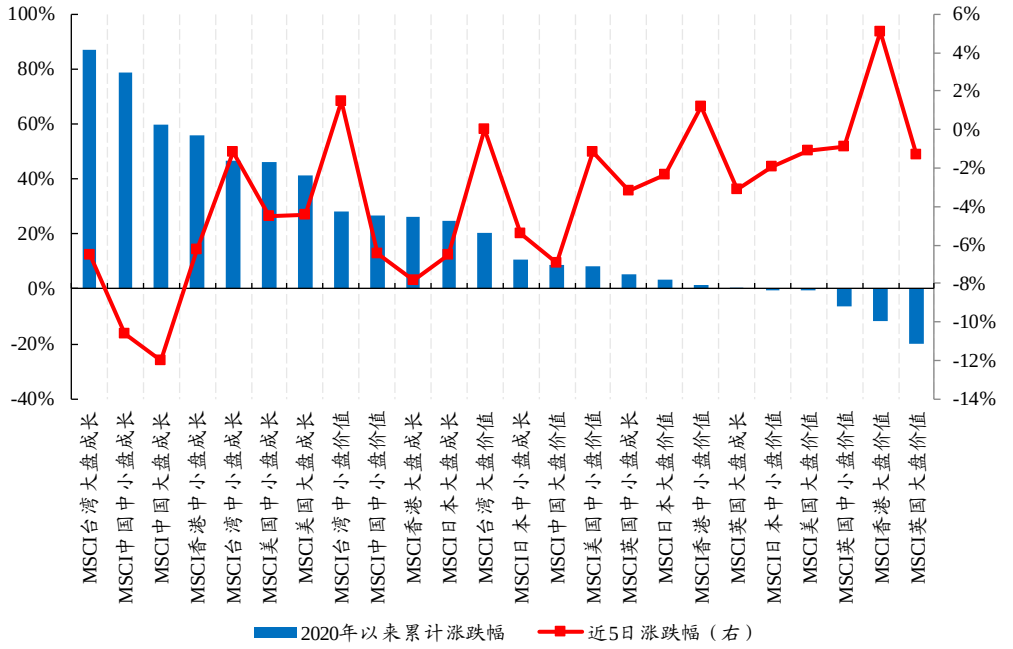
ETF全称	近5日收益率
ELEMENTS Linked to the Morning	26.85%
ProShares UltraShort MSCI Braz	22.50%
ELEMENTS - Dogs of the Dow Lin	22.15%
Direxion Daily S&P Biotech Bear 3X ETF	21.58%
ProShares UltraPro Short QQQ	15.47%
ProShares UltraShort MSCI Emer	13.41%
Direxion Daily Semiconductor Bear 3X	11.81%
ProShares UltraShort Nasdaq Biotech	11.53%
Direxion Daily Technology Bear 3x	11.40%
ProShares UltraShort Utilities	10.57%
Direxion Daily Hmbldrs&Supls Bull 3X ETF	-13.25%
Global X MSCI China Consumer Stpls ETF	-13.37%
ERShares Entrepreneur 30 ETF	-13.64%
The Cannabis ETF	-13.67%
ARK Innovation ETF	-14.58%
ProShares UltraPro QQQ	-14.88%
Direxion Daily Semiconductor Bull 3X	-15.48%
Direxion 2X Daily CSI 300 China A ETF	-16.06%
ProShares Ultra FTSE China 50	-16.13%
Direxion Daily S&P Biotech Bull 3X ETF	-20.55%

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：成长风格调整幅度更大

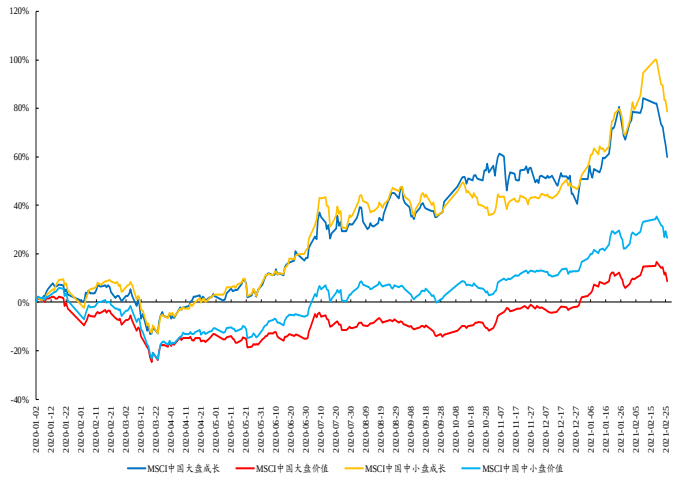
从风格上看，全球股市延续了上一期风格收敛的趋势，主要市场的成长风格出现了明显的调整。

图5：近期全球主要市场的成长风格调整幅度更大



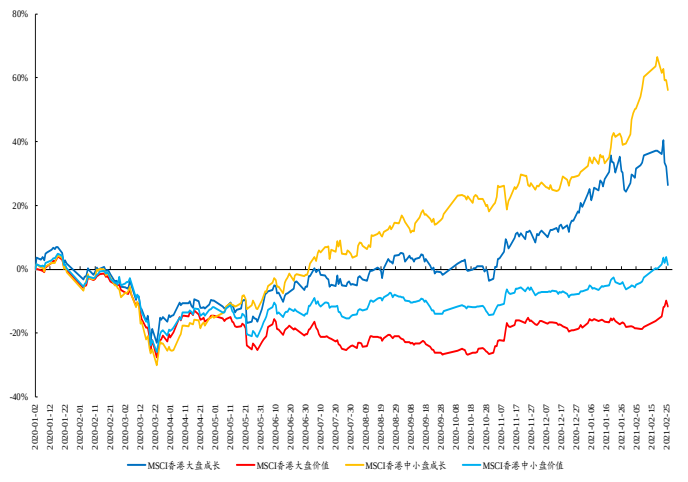
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：A股风格：近期成长风格调整幅度更大



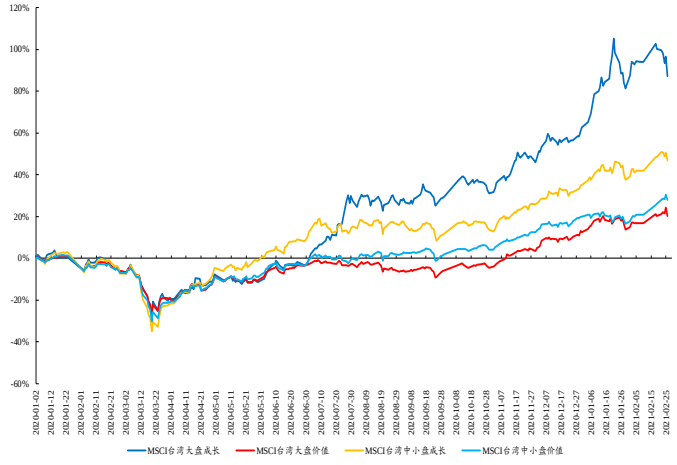
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：港股风格：成长风格大幅调整，价值风格稳步向上



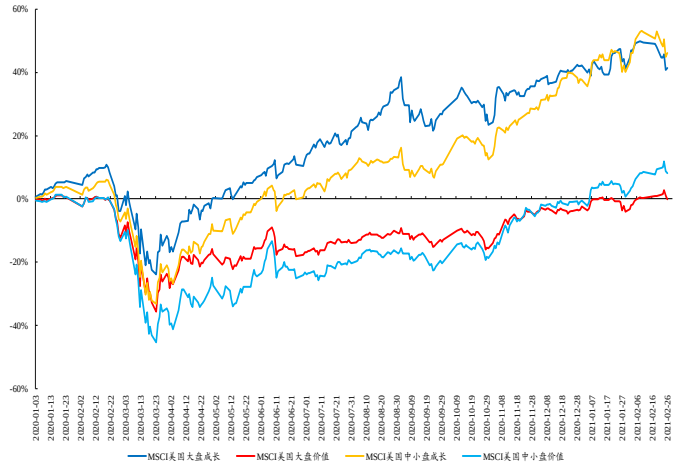
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：台股：大盘成长大幅调整，其余风格小幅调整



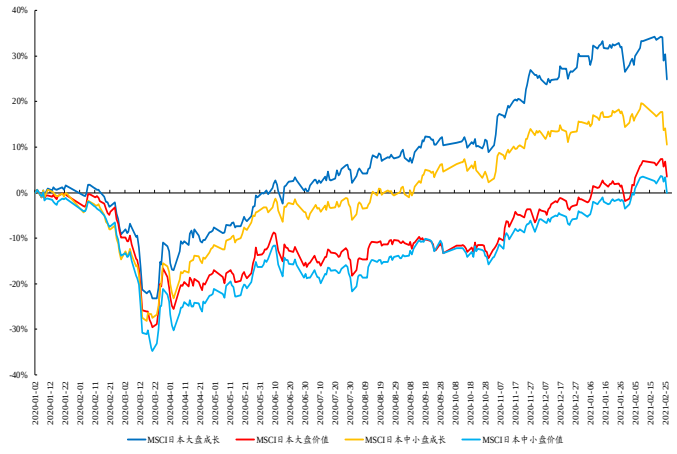
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美股：成长风格调整幅度大于价值风格



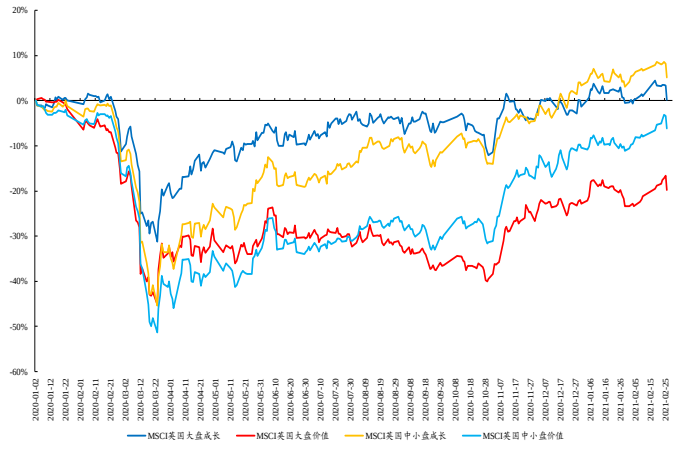
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：日股：成长风格调整幅度大于价值风格



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：英股：各类风格均出现一定调整



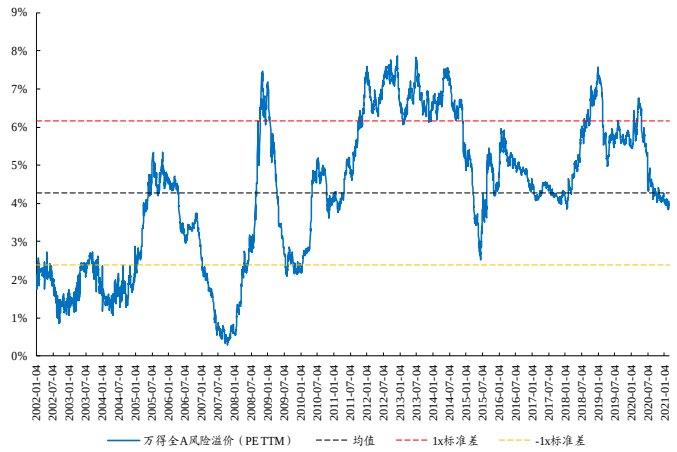
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 股债风险溢价：A 股有所回升，美股仍在下行

2.1、 万得全 A 和恒生指数风险溢价上升，标普 500 风险溢价略下降

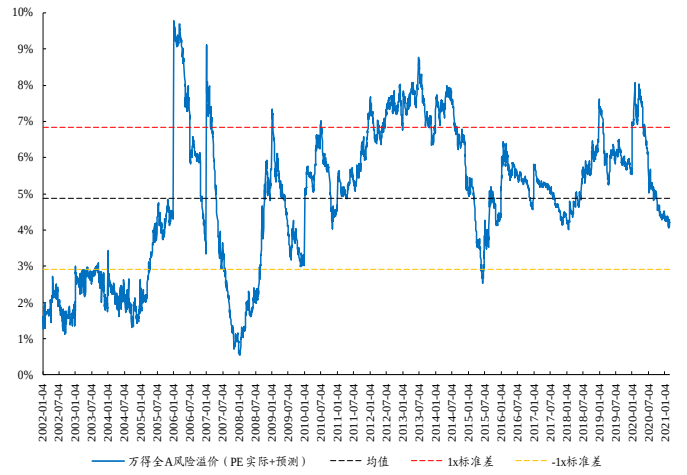
近 5 个交易日以 10 年期中债国债到期收益率计算的万得全 A 风险溢价上升了 23 个 BP，以 7 天余额宝年化收益率计算的万得全 A 风险溢价上升了 25 个 BP；以 10 年期美国国债到期收益率计算的恒生指数风险溢价上升了 39 个 BP，标普 500 的风险溢价下降了 3 个 BP。

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上升了 23 个 BP



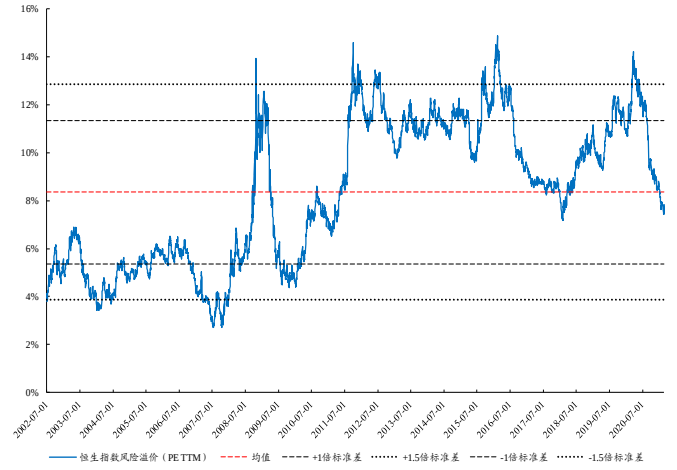
数据来源：Wind、开源证券研究所

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上升了 25 个 BP



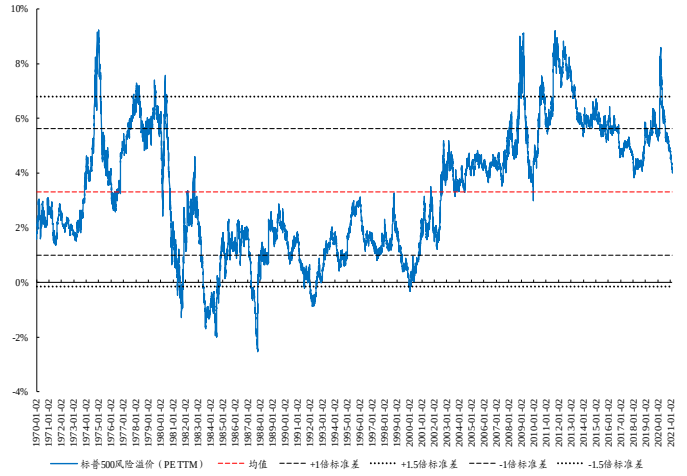
数据来源：Wind、开源证券研究所

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 39 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下降了 3 个 BP

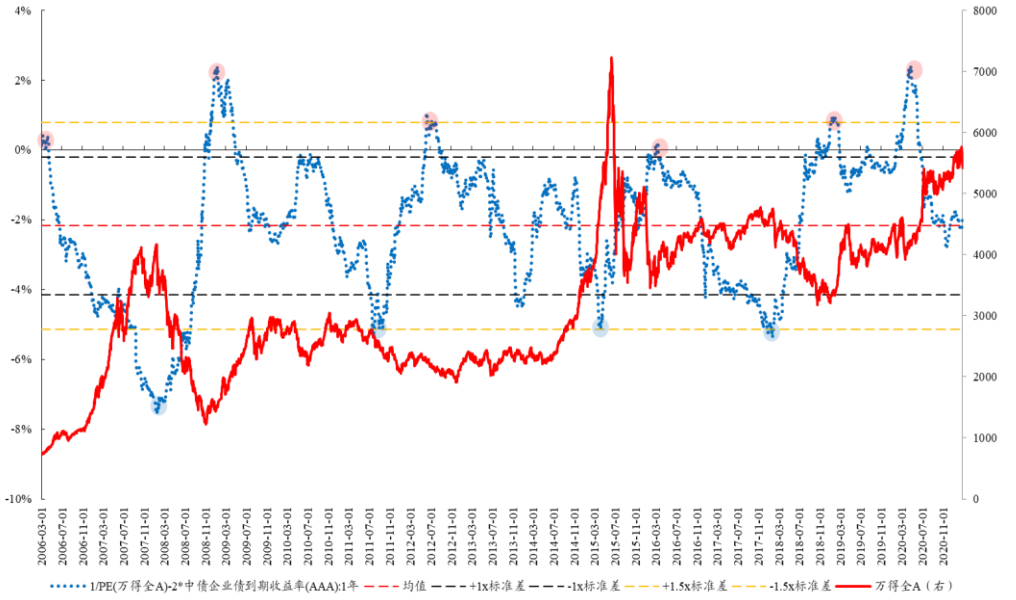


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 格雷厄姆股债比：A 股上升，标普 500 下降

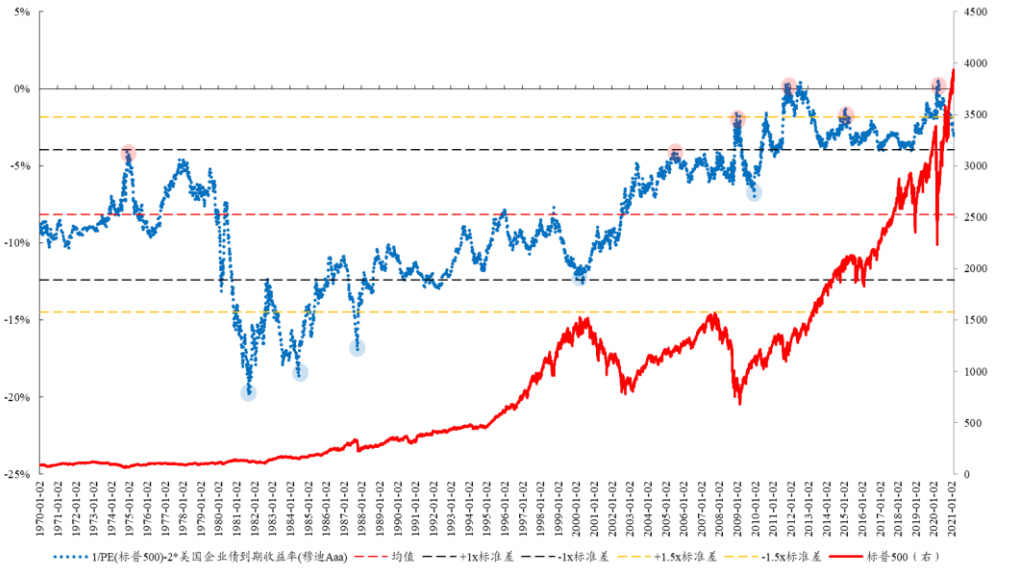
万得全 A 的格雷厄姆股债比上升了 31 个 BP；标普 500 的格雷厄姆股债比下降了 34 个 BP。

图16：近 5 日万得全 A 格雷厄姆股债比上升了 31 个 BP



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：近 5 日标普 500 的格雷厄姆股债比下降了 34 个 BP



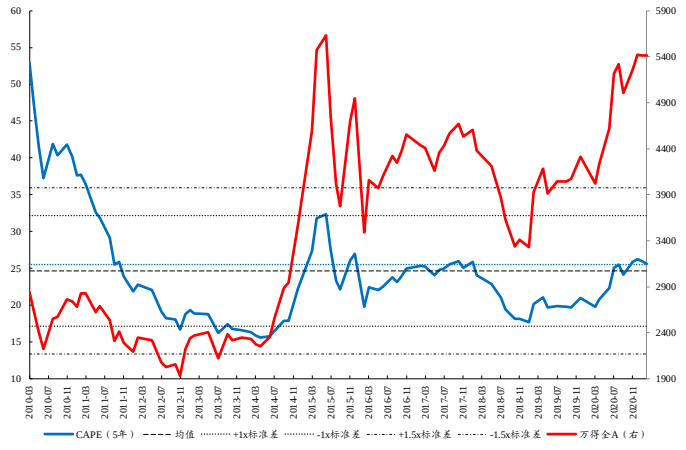
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 估值-盈利匹配度：前期透支过多的指数与行业开始“还债”

3.1、 席勒指标：CAPE（周期调整市盈率）

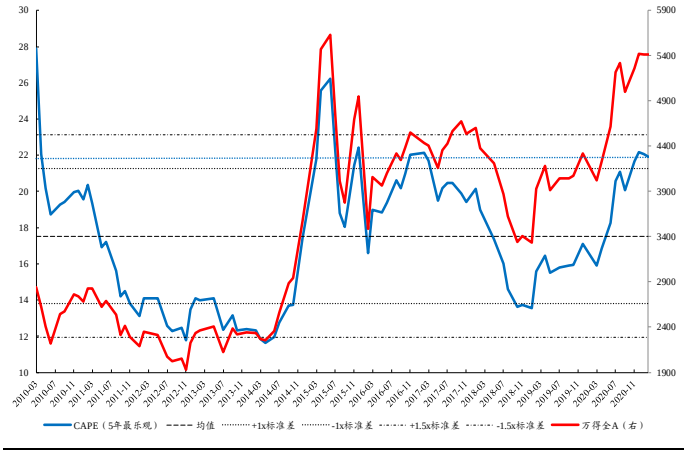
近一个月创业板指的 CAPE 回落明显，较 1 月下降了 11.5%。从风格上看，大盘成长和小盘成长的 CAPE 较 1 月分别下降了 3.1%和 1.24%，而大盘价值和小盘价值的 CAPE 则较 1 月分别上升了 2.54%和 3.46%。

图18：2021 年 2 月万得全 A 的 CAPE 较 1 月下降 1.46%



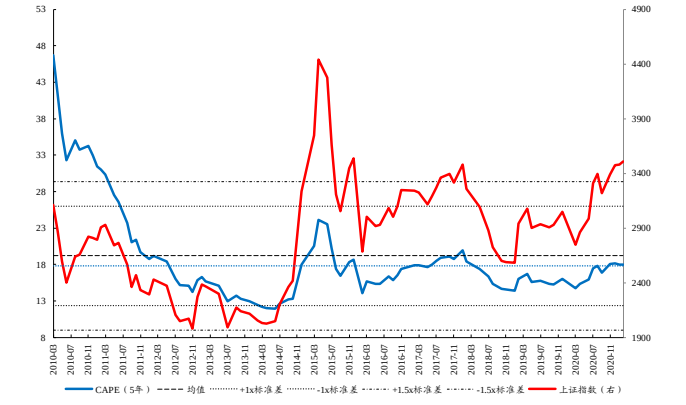
数据来源：Wind、开源证券研究所

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 2 月万得全 A 的 CAPE 较 1 月下降 0.72%



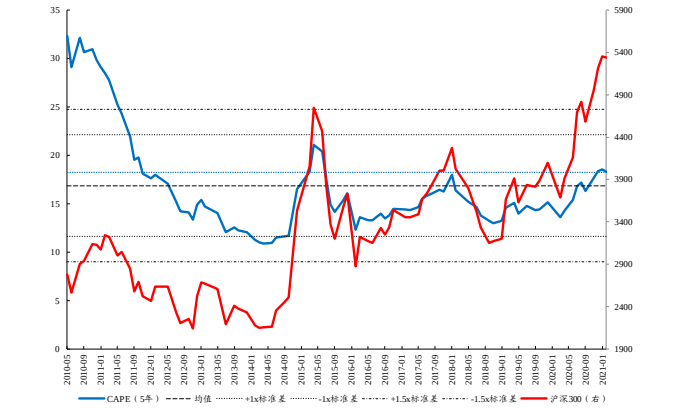
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2021 年 2 月上证指数的 CAPE 基本持平



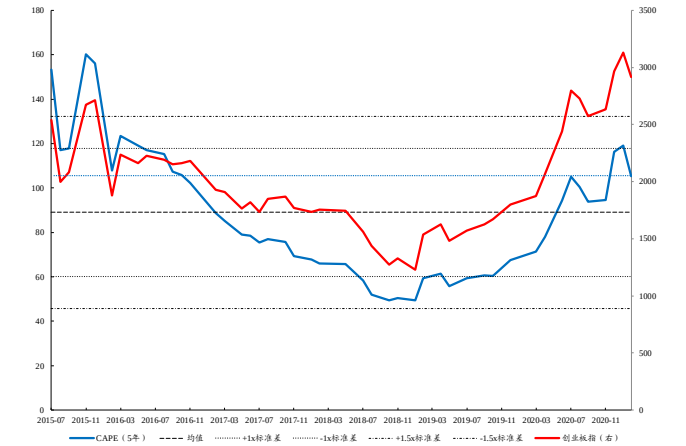
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2021 年 2 月沪深 300 的 CAPE 较 1 月下降 1.52%



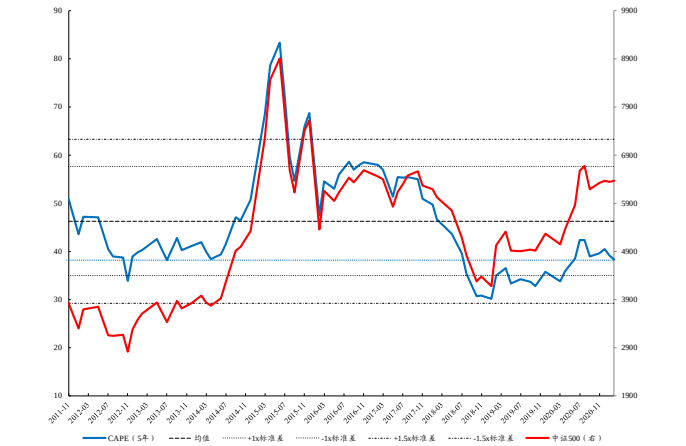
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2021 年 2 月创业板指的 CAPE 回落明显，较 1 月下降 11.5%



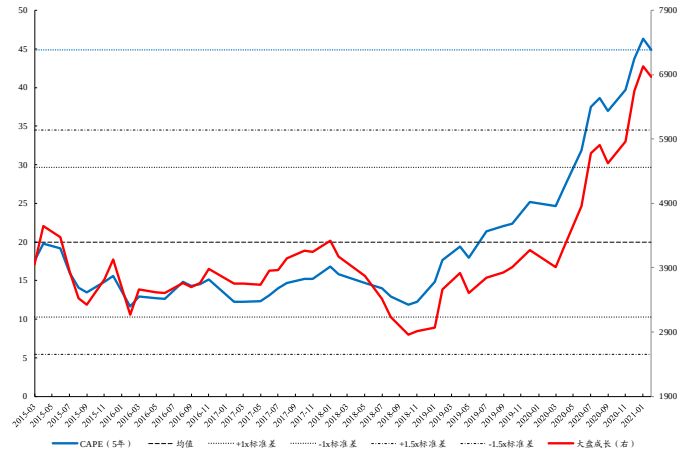
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2021 年 2 月中证 500 的 CAPE 较 1 月下降 2.34%



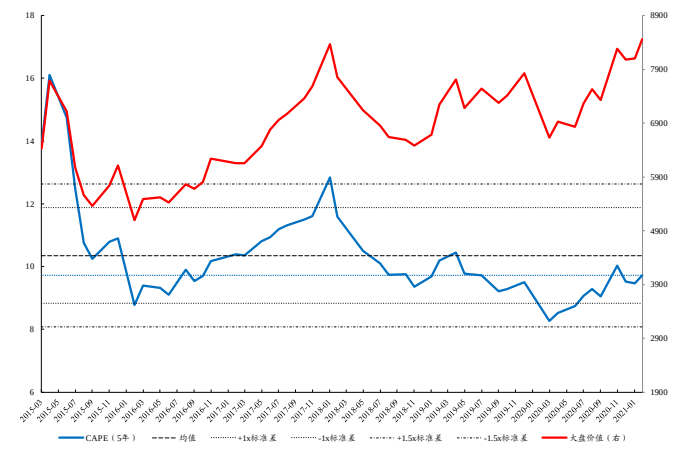
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2021 年 2 月大盘成长的 CAPE 较 1 月下降 3.1%



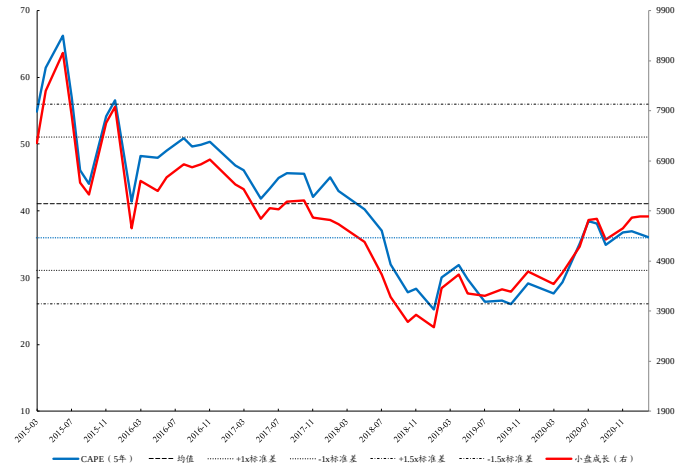
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2021 年 2 月大盘价值的 CAPE 较 1 月上升 2.54%



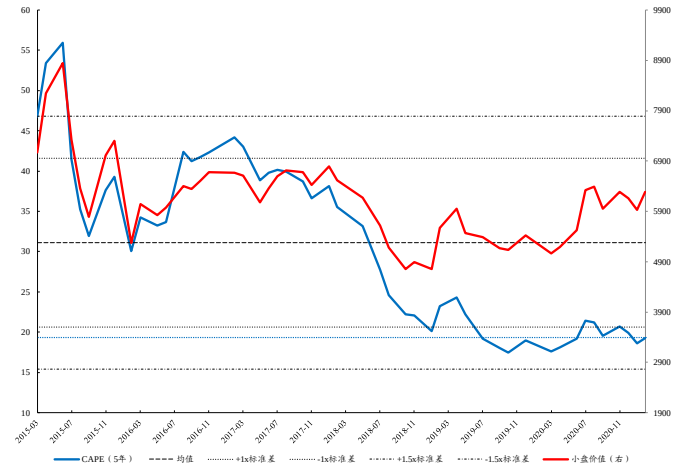
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2021 年 2 月小盘成长的 CAPE 较 1 月下降 1.24%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2021 年 2 月小盘价值的 CAPE 较上月上升 3.46%

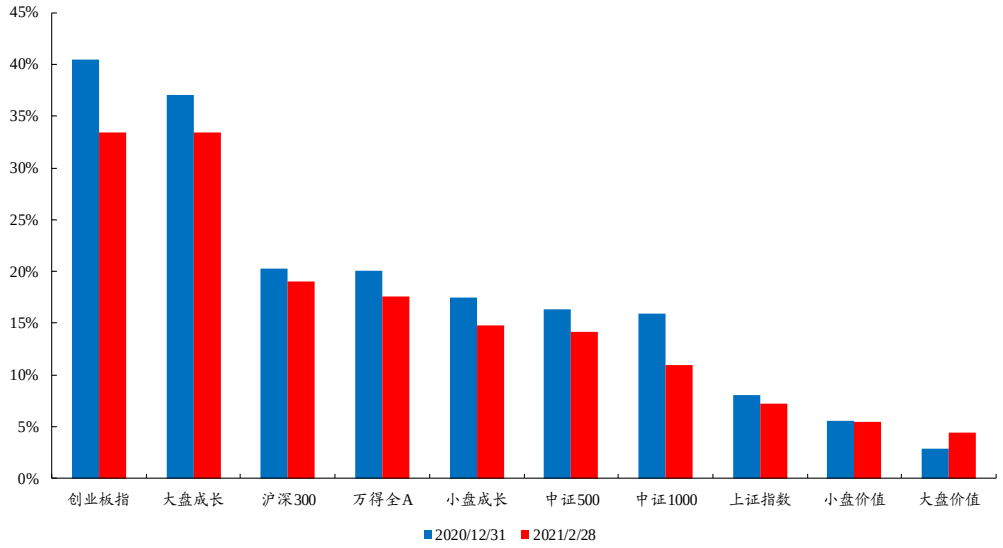


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 收益率-ROE 的透支程度——出现“还债”现象

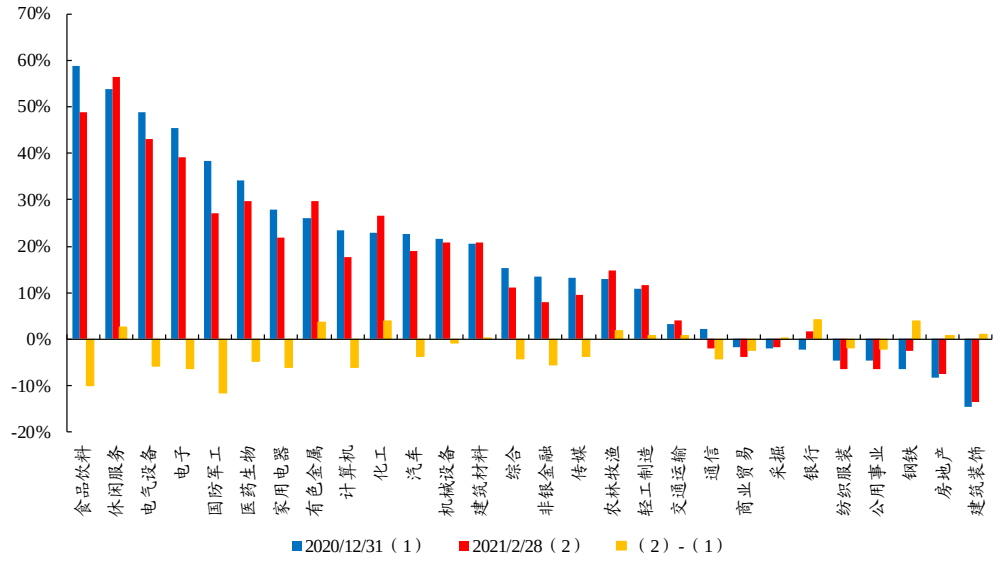
从估值与盈利的匹配度来看，前期透支较多的行业和指数已经出现收益率向 ROE“还债”的现象。我们计算了各个指数与行业的收益率与 ROE 之间的透支程度，我们发现截至 2021-02-28，创业板指、大盘成长以及沪深 300 已经出现收益率向 ROE “还债”的现象，对于行业也是如此：前期透支较多的行业，如食品饮料、休闲服务等，透支程度开始降低；而前期透支程度甚至为负的行业，如银行、房地产和建筑装饰等，透支程度开始向 0 靠拢甚至已经转正。如果我们假设 2019-2021 三年收益率向 ROE 回归与 2020-2021 两年回归的情形，则不同指数站在当下的预期收益率差异十分明显，总体上创业板指和成长风格指数的还债压力均较大。

图28：截至 2021 年 2 月 28 日，创业板指、大盘成长、沪深 300 已经明显出现收益率向 ROE“还债”的现象，大盘价值则有所反弹，风格出现收敛迹象



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：截至 2021 年 2 月 28 日，前期透支较多的行业大部分都出现收益率向 ROE“还债”的现象



数据来源：Wind、开源证券研究所

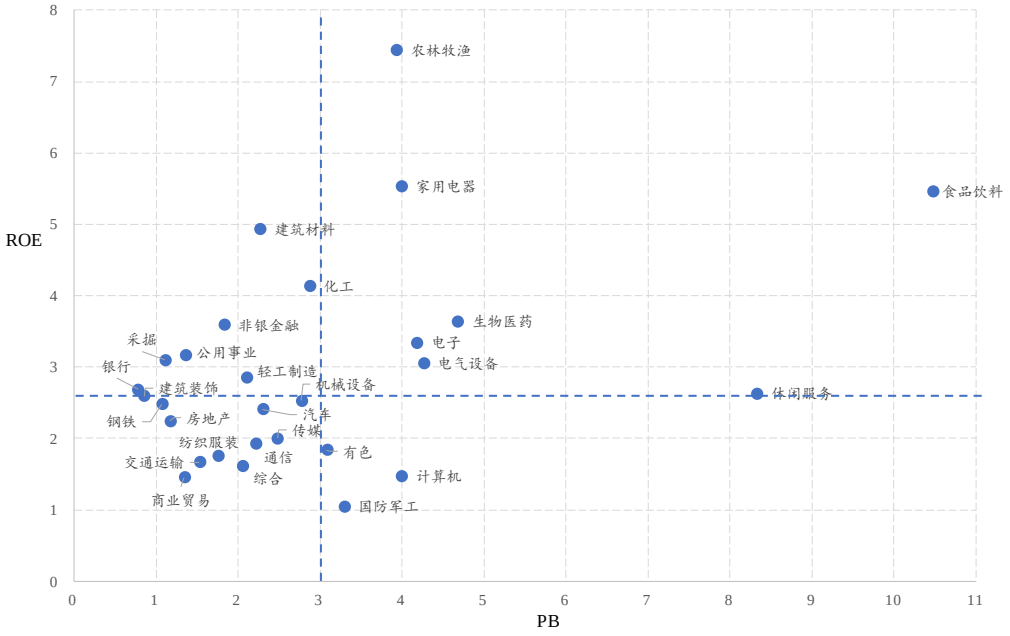
图30：在不同的回归假设下，创业板指和成长风格指数的“还债”压力始终较大

	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	-0.11%	1.04%	2.41%	-1.76%	-0.04%	-4.83%	3.25%	4.76%	2.21%	6.11%	0.46%	2.12%
预期-实际	-22.17%	-5.80%	-23.02%	-35.16%	-18.89%	-25.04%	1.94%	-28.31%	1.00%	-24.24%	-2.08%	-20.59%
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	-0.11%	1.04%	2.41%	-1.76%	-0.04%	-4.83%	3.25%	4.76%	2.21%	6.11%	0.46%	2.12%
预期-实际	-5.42%	4.38%	-5.66%	-16.80%	-4.01%	-3.61%	15.22%	-9.48%	11.68%	-6.80%	3.61%	-4.69%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 PB-ROE：大部分周期行业仍处于被低估状态

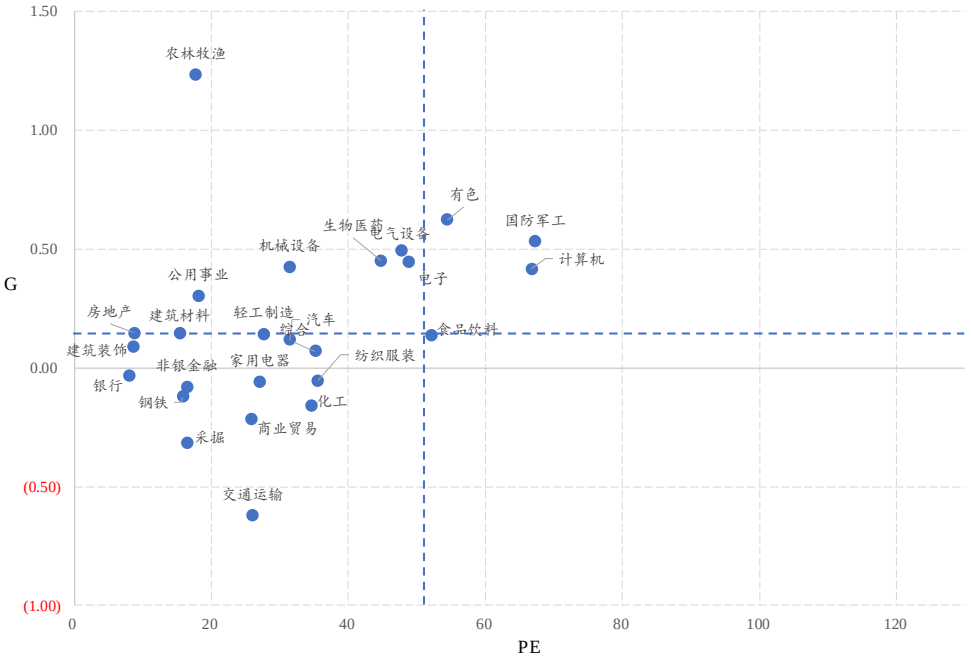
图31：从 PB-ROE 的角度看，大部分周期行业仍处于被低估的状态，尤其是银行、建筑装饰与采掘



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

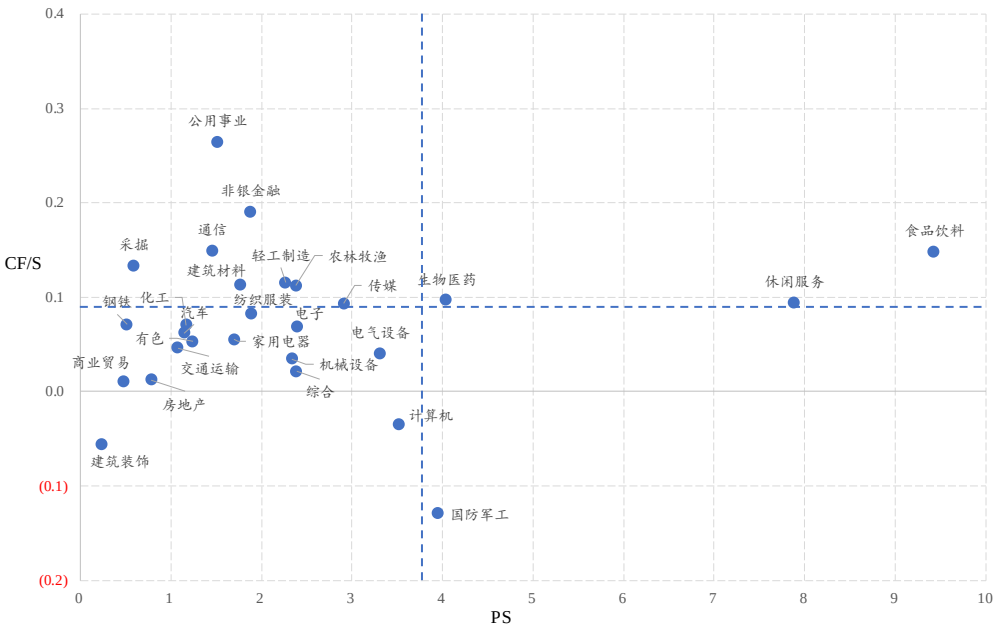
图32：从 PE-G 的角度来看，房地产、建筑材料、机械设备等行业明显被低估



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

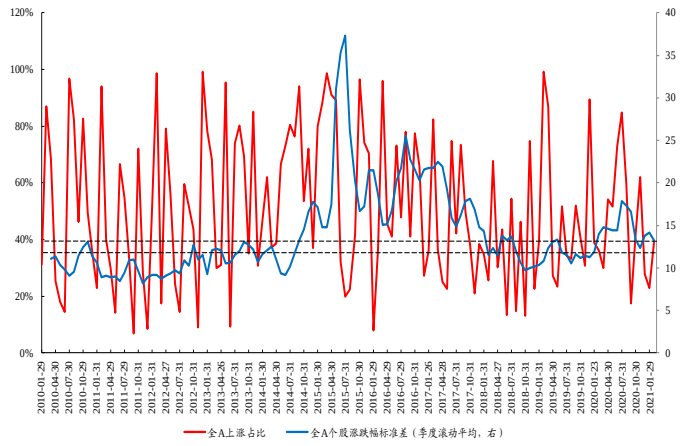
4、 关键市场特征指标：A 股继续扩散

4.1、 市场特征指标一：A 股上涨家数占比回升，茅指数大幅度回调

2021 年 2 月 A 股上涨个股数占比出现回升，标准差回落，茅指数大幅度回调，

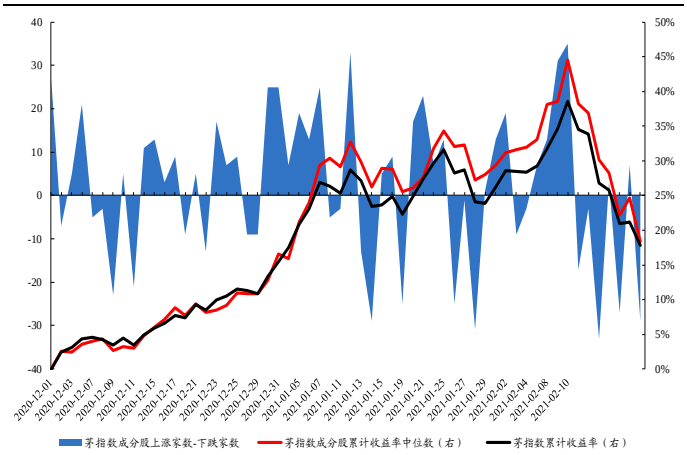
抱团股开始松动。

图34：2021 年 2 月 A 股上涨个数占比较上月回升，标准差回落，上涨指数经历了较大幅度的冲高回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：茅指数出现大幅度回调

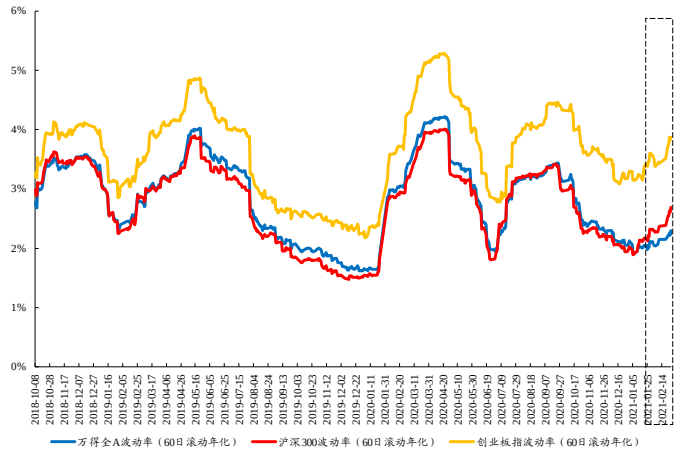


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 市场特征指标二：波动率，A 股与美股均出现抬升

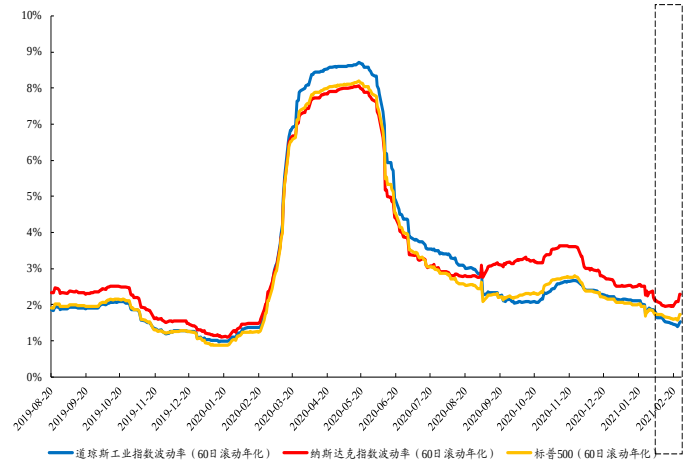
同时，A 股近期的波动率在抱团松动下也明显抬升。

图36：近期 A 股波动率明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：近期美股波动率出现抬升

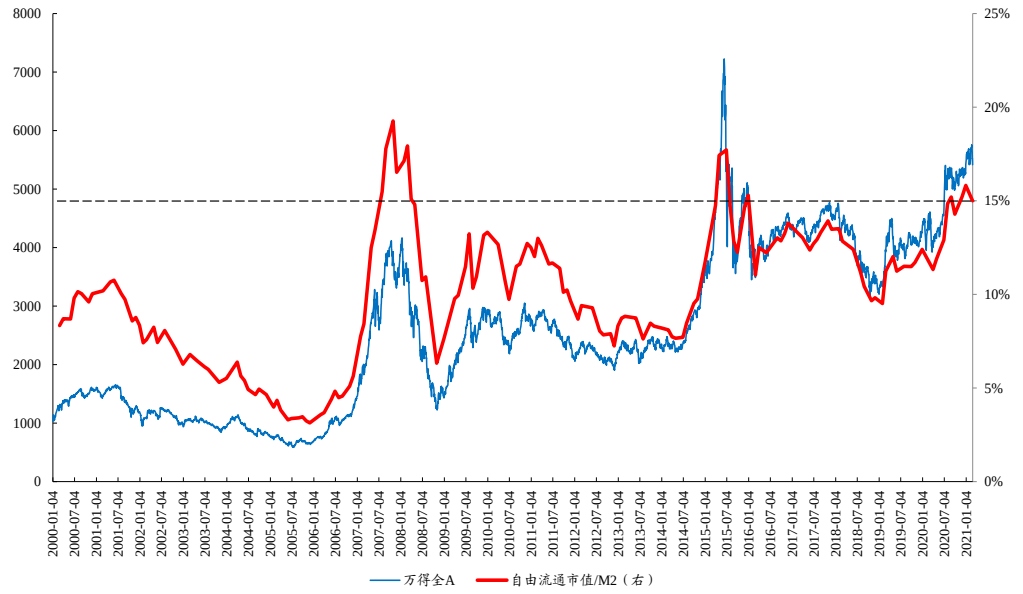


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、 市场特征指标三：自由流通市值/M2

如果要想自由流通市值/M2 的比值回落至警戒线 15%下方，则需要要求 2 月的 M2 同比增速要高于 15.74%，这显然是不太可能的。

图38：要想自由流通市值/M2的比值回落至警戒线15%下方，则需要要求2月的M2同比增速要高于15.74%



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期。

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