2021 年 02 月 17 日

新年也要开新局

——投资策略周报

策略研究团队

牟一凌（分析师）	梅锴（联系人）	王况炜（联系人）
mouyiling@kysec.cn	meikai@kysec.cn	wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790520040001	证书编号：S0790120070044	证书编号：S0790120040033

● 通胀正从预期走向现实

2 月以来，美国财政刺激计划不断超预期推进，疫苗逐步投入使用使全球经济有望重启，全球通胀交易正在浮出水面。在复苏的经济和宽松的流动性环境下，通胀回归本身具有两面性：**一是通胀本身对相关行业带来的盈利弹性；二是通胀终将对宽松的货币环境形成制约，上行的贴现率要求高估值资产需要更高的增长作为支撑。**2020 年疫情带来的宏观环境变化让优质的核心资产获得了系统性的估值提升，丰厚的收益水平很难单纯归功于自下而上的分析。既然过去收益中包含了大量系统性因素，那投资者也应该重视宏观环境与市场环境对于未来资产价格的影响。通胀正在从预期走向现实，配置调整应对将变得关键：投资者应从单纯追求收益转向于追求风险调整后收益。

● 寻找通胀的盈利弹性：“欠债”少+议价能力强+需求拉动

受益于出口与制造业投资的原材料与中间品的再通胀是本轮通胀交易的核心驱动力。而通胀交易本身仍是基于盈利能力的交易，**投资者需要以价格为线索考虑行业格局以寻求 ROE 弹性**，而决定企业 ROE 弹性与商品价格之间的核心因素是**议价能力以及控制成本的优势**。结合“欠债少”与议价能力进行匹配筛选发现：**钢铁中的板材、石油化工、动力煤、油服工程以及纺织制造在这些行业里面属于估值友好且基本面受益明显，而钛白粉、铜、铝、化学纤维、交运以及氟化工属于估值中性但是潜在盈利改善明显；**对于有机硅、电子化学品以及涂料油墨颜料而言属于明显的“好而贵”，匹配程度未来需要跟踪。

● 通胀的另一面：重新审视全市场的性价比

通胀本身对宽松的货币环境终将形成制约，并对“高估值”带来压制，对于投资者而言需要寻找破局方法。在 2021 年信用收缩的情形下，A 股大概率进入“还账时刻”，但当下经济仍处于上行期，**此时仍有利于周期板块，而金融板块正迎来最有利的宏观环境，市场局部机会仍然广泛存在**。全面悲观并不可取，积极防御是更好的应对：即**寻找更好的风险收益比**。我们按照行业年化收益率与 ROE(TTM)之差与分析师一致预期的 2021 年 ROE 两个维度划分出四个象限发现：除**金融地产**板块外，**电子以及农林牧渔**等板块均处于“积极防御”象限中，值得一提的是，**通信板块**在 2020 年收益率跑输 ROE 较多，出现边际改善时“赔率”可能较大。对于中小市值而言，过去市场的价值观与伴生机制可能造成了部分中小市值资产价值发现能力的缺失，这也为未来带来了机会，**我们看好中小市值在 2021 年的行情，但短期注意两种交易场景出现造成的冲击：增量资金强化头部“抱团”或趋势动能减弱导致负向循环被卖出。**

● 全攻全守，积极调整

宏观环境正在发生变化，投资者应该积极求变，利用通胀的两面性，追求风险调整后收益：一、对于通胀交易本身而言，我们推荐：透支程度相对于议价能力被低估的行业：**钢铁（板材）、大炼化、动力煤、油服、纺织制造，以及估值仍在合理区间，具备高景气基础的：化工（钛白粉、化纤、氟化工）、有色金属（铜、铝）**。二、考虑到通胀终将对“高估值”带来压制，我们建议调整思路，寻找更好风险收益比的标的：以**银行、保险、地产为代表的低估值、高 ROE 板块**；同在“积极防御”象限中的**电子、农林牧渔、“高赔率”的通信板块**。主题投资推荐左侧布局具有低估值+主题投资期权的“一带一路”板块。

● 风险提示：行业景气度不及预期，统计误差

相关研究报告

《投资策略专题-没有合力的市场——资金跟踪系列之四》-2021.2.16

《风格洞察与性价比追踪系列（一）-价值正在归来》-2021.2.15

《投资策略专题-不断“腾挪”的外资——南下“定价权”周度跟踪之二》-2021.2.10

目 录

1、 通胀正从预期走向现实 4
2、 寻找通胀交易组合：“欠债”少+议价能力强+需求拉动 5
2.1、 核心驱动力：出口与制造业投资的原材料与中间品的再通胀 5
2.2、 盈利弹性与商品价格之间的核心因素：议价能力及控制成本的优势 6
2.3、 交易通胀：“欠债”少+议价能力强+受益出口与制造业投资 7
3、 通胀的另一面：重新审视全市场的性价比 8
3.1、 调整思路：寻找更好风险收益比 8
3.2、 “一带一路”：防御+“主题投资”期权的组合策略 9
3.3、 中小市值：价值发现的重要领域，当前仍需重视风险 10
3.3.1、 路径一：关注度与认可度的权衡 12
3.3.2、 路径二：景气度的逆袭 15
3.3.3、 短期规避风险，把握年内机会 18
4、 全攻全守，积极调整 18
5、 风险提示 18

图表目录

图 1： 2 月以来原油价格出现较大幅度上涨 4
图 2： 2 月以来铜铝等有色金属出现较大幅度上涨 4
图 3： 2 月以来，美股中能源板块明显领涨 4
图 4： 2 月以来，美债实际利率维持震荡，名义利率明显抬升，其背后反映的通胀预期震荡上行，目前处于 2015 年以来的高点 5
图 5： 从当前 PPI 的恢复结构上看，处于输入型通胀的初期。而如果对标 2016 年以来的 PPI 高点，则拉动空间的排序为：石油＞煤炭＞黑色金属＞化工＞非金属矿物制品＞有色 6
图 6： 在输入型通胀的逻辑下，这些行业的 ROE 弹性具备较大的上升概率：煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、石油加工、炼焦和核燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、黑色/有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、纺织业 7
图 7： 从议价能力与 ROE 透支水平的匹配而言，钢铁中的板材、石油化工、动力煤、油服工程以及纺织制造最具性价比，而钛白粉、铜、铝、化学纤维、交运以及氟化工则匹配程度合理，电子化学品、有机硅以及涂料油墨颜料则属于“好而贵” 8
图 8： 按前期的年化收益率与 ROE 之差和 2021 年 ROE 挑选四个组合：积极防御、消极防御、相对规避、绝对进攻 9
图 9： “一带一路”的 27 个国家每日疫苗接种人数仍在增长 10
图 10： 人民币升值对于“一带一路”非金融类直接投资形成促进，但 2020 年 Q4 有所背离 10
图 11： 截至 2020 年 Q3，对于与“一带一路”相关的上市公司，无论是毛利率、ROE 还是净利润增速均出现了反弹，其中 ROE 达到了 2015 年以来的最高水平 10
图 12： “抱团股”的特征汇总至行业层面，越被认可的行业对六大指标要求越低，六大指标中，营收>ROE>当年预期的净利润增速>历史净利润增速>ROE 稳定性 11
图 13： 2020Q4 与 2020Q3 基金前 300 重仓股的市值排名分布对比 12
图 14： 大盘相对于中盘和小盘的业绩增速优势在 2020 年三季度开始收敛，四季度持续 12
图 15： 大盘相对于中盘的估值差在 2020 年四季度开始拉大 12

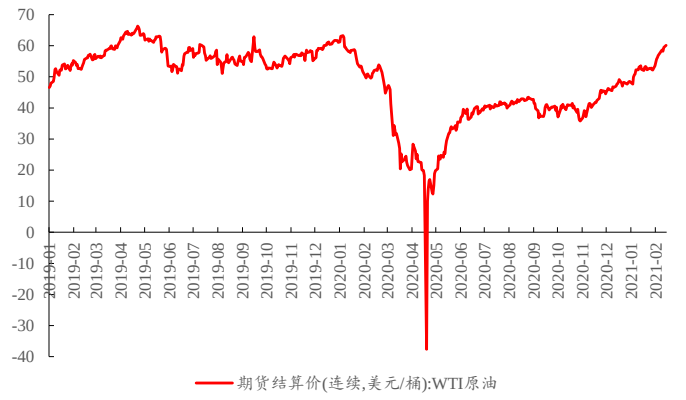
图 16: 医药生物、电子中其他公司盈利增速已经超过“龙头”，而电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中差距在缩小 15
图 17: 面板仍处于上涨周期 16
图 18: 全球“缺芯”，芯片各环节涨价 16
图 19: 光伏进入生产旺季，价格平稳上涨 16
图 20: 新能源车销量当月同比自 2020 年下半年转正后保持增长 16
图 21: 化工产品价格上涨 17
图 22: 全球地产、建筑景气带动钛白粉价格上涨 17
图 23: 生猪存栏至三年新高，增加动保及饲料需求 17
图 24: 玉米、豆粕期货价格高位震荡 17
图 25: 挖掘机销量继续上行，增幅扩大 17
图 26: 专用设备中包装、农用、冶炼用设备产量快速增长 17

表 1: 关注度高、认可度低、但基本面财务指标好于抱团股均值的 17 只股票 13
表 2: 关注度低、认可度高、且基本面财务指标好于抱团股均值的 61 只股票 13

1、 通胀正从预期走向现实

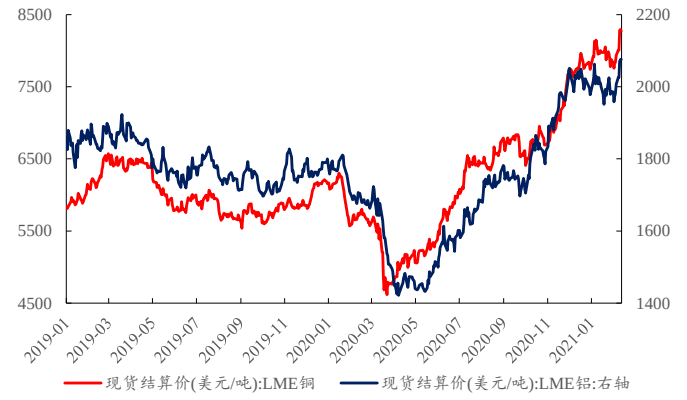
2 月以来，各类资产均在进行通胀交易。大宗商品方面，原油以及铜铝等大宗商品出现较大幅度的上涨；美股方面，能源板块明显领涨市场；美债方面，美债实际利率维持震荡，名义利率明显抬升，其背后反映的通胀预期震荡上行，目前处于 2015 年以来的高点。我们认为这背后是：**2 月以来，美国财政刺激计划不断超预期推进，疫苗逐步投入使用使全球经济有望重启，全球通胀交易正在浮出水面**。但需要认识到的是在复苏的经济和宽松的流动性环境下，通胀回归本身具有两面性：**一是通胀本身对相关行业带来的盈利弹性；二是通胀终将对宽松的货币环境形成制约，上行的贴现率要求高估值资产需要更高的增长作为支撑**。2020 年疫情带来的宏观环境变化让优质的核心资产获得了系统性的估值提升，丰厚的收益水平很难单纯归功于自下而上的分析。既然过去收益中包含了大量系统性因素，那投资者也应该重视宏观环境与市场环境对于未来资产价格的影响。通胀正在从预期走向现实，配置调整应对将变得关键：**投资者应从单纯追求收益转向于追求风险调整后收益**。

图1：2 月以来原油价格出现较大幅度上涨



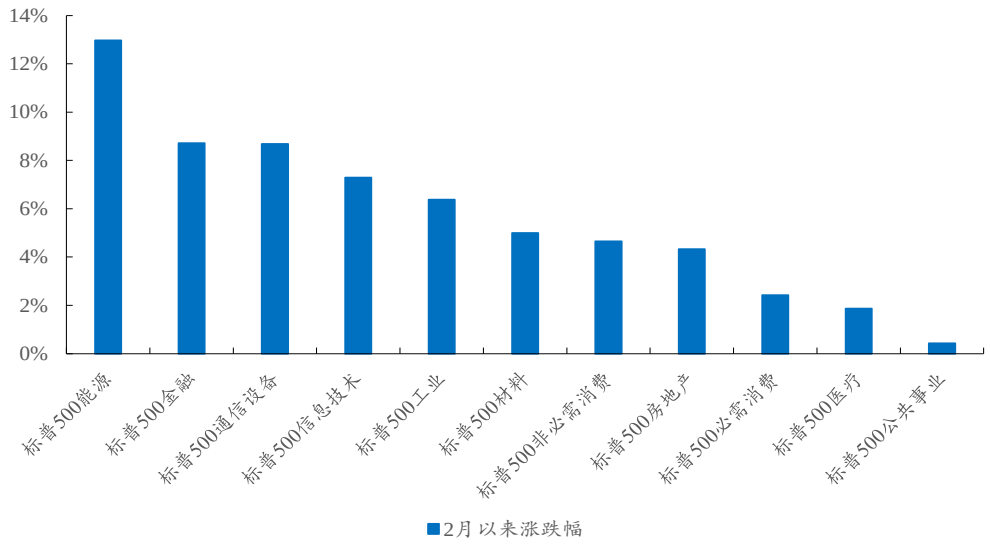
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2 月以来铜铝等有色金属出现较大幅度上涨



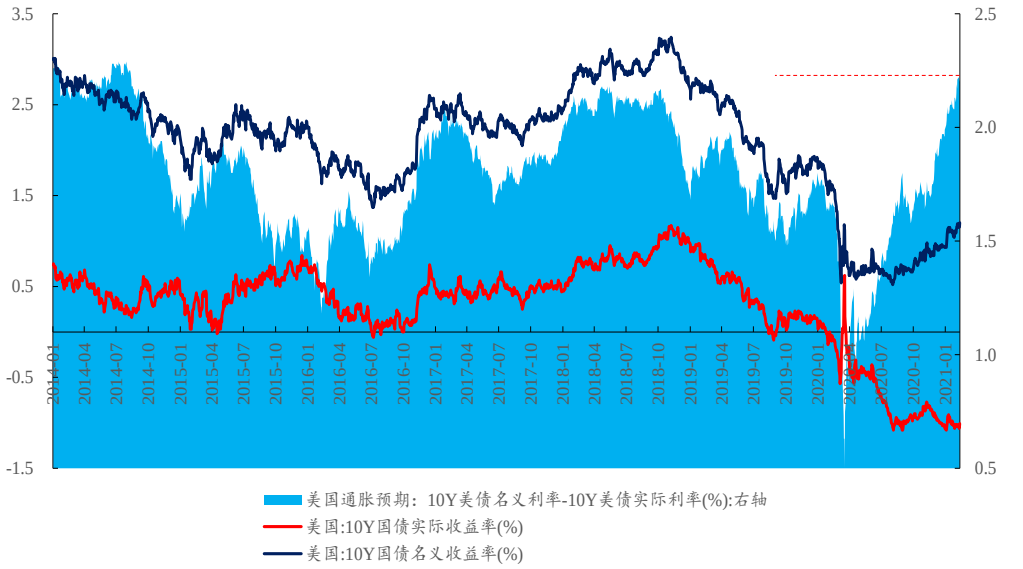
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2 月以来，美股中能源板块明显领涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2月以来，美债实际利率维持震荡，名义利率明显抬升，其背后反映的通胀预期震荡上行，目前处于2015年以来的高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 寻找通胀交易组合：“欠债”少+议价能力强+需求拉动

我们在报告《“通胀交易”操作手册——2021年“新共识”系列（四）》中提出可以通过三大要素构建通胀交易组合：**“欠债”少+议价能力强+需求拉动**。面对当前市场正在交易的通胀本身，我们将基于这三大要素挖掘当下受益于通胀本身的组合。

2.1、 核心驱动力：出口与制造业投资的原材料与中间品的再通胀

美国刺激计划与疫苗逐步投入使用使全球经济有望重启是当前通胀交易的主要逻辑，这意味着**受益于出口与制造业投资的原材料与中间品的再通胀是本轮通胀交易的核心驱动力，即PPI通胀**。而从PPI的结构来看，当前仍处于输入型通胀的初期：上游的采选业的恢复明显要好于中上游的加工业。除了石油、煤炭加工业的PPI仍处于负值之外，黑色/煤炭开采/有色/非金属矿采选业均已转正，特别是黑色金属矿采选业，目前已经明显超过疫情前水平。**如果对标2016年的PPI高点来看，则重点行业的拉动空间排序为：石油＞煤炭＞黑色金属＞化工＞非金属矿物制品＞有色**。从上游到中上游的传导来看，目前也较为顺畅：**有色/黑色金属冶炼及压延加工业**的PPI已经转正且超过疫情前水平；**化学原料及化学制品制造业**PPI已经转正，**化学纤维制造业**虽然仍处于负值，但一直处于上升的趋势中；**原油PPI**有所回升但仍在相对底部。

图5：从当前 PPI 的恢复结构上看，处于输入型通胀的初期。而如果对标 2016 年以来的 PPI 高点，则拉动空间的排序为：石油＞煤炭＞黑色金属＞化工＞非金属矿物制品＞有色

行业（按1月PPI的历史分位数排序）	2021年1月PPI	历史分位数	拉动绝对值	拉动贡献率	2020年以来PPI变化趋势图	2016年以来高点-2021年1月（1）	拉动空间=（1）*2021年1月营收占比
黑色金属矿采选业	22.20	88.60%	0.08	13.27%		6.80	0.03
金属制品、机械和设备修理业	0.50	81.70%	0.00	0.10%		4.20	0.01
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.60	81.40%	0.01	1.04%		0.80	0.01
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	2.70	80.70%	0.03	5.07%		2.90	0.03
酒、饮料和精制茶制造业	1.60	79.70%	0.02	3.59%		0.20	0.00
黑色金属冶炼及压延加工业	9.90	77.30%	0.68	108.99%		30.20	2.07
农副食品加工业	4.40	76.20%	0.20	31.88%		3.10	0.14
有色金属矿采选业	9.70	71.40%	0.02	3.91%		8.00	0.02
计算机、通信和其他电子设备制造业	-1.80	71.10%	-0.21	-32.95%		2.30	0.26
煤炭开采和洗选业	9.10	69.00%	0.17	27.54%		31.30	0.59
有色金属冶炼及压延加工业	8.90	67.00%	0.47	74.87%		11.30	0.59
化学原料及化学制品制造业	1.20	62.10%	0.07	11.46%		10.70	0.64
废弃资源综合利用业	3.20	60.80%	0.02	2.73%		16.30	0.09
电气机械及器材制造业	-0.70	60.40%	-0.04	-7.18%		4.10	0.26
金属制品业	1.10	59.70%	0.04	6.13%		5.90	0.20
造纸及纸制品业	-0.50	52.90%	-0.01	-0.98%		17.10	0.21
非金属矿采选业	1.10	50.80%	0.00	0.58%		7.20	0.02
烟草制品业	0.60	50.50%	0.01	1.04%		2.70	0.03
仪器仪表制造业	-0.50	49.40%	0.00	-0.58%		1.60	0.01
医药制造业	0.20	45.30%	0.00	0.75%		3.40	0.08
化学纤维制造业	-4.00	43.60%	-0.03	-4.83%		15.90	0.12
其他制造业	0.80	42.90%	0.00	0.20%		2.80	0.00
燃气生产和供应业	0.30	40.80%	0.00	0.41%		6.50	0.06
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.20	35.30%	0.00	-0.25%		2.40	0.02
食品制造业	0.40	34.30%	0.01	1.19%		1.60	0.03
通用设备制造业	-0.10	31.60%	0.00	-0.61%		1.90	0.07
纺织业	-2.60	24.00%	-0.06	-8.96%		6.40	0.14
家具制造业	-0.40	20.90%	0.00	-0.42%		2.40	0.02
石油、煤炭及其他燃料加工业	-9.00	17.80%	-0.35	-56.68%		39.50	1.55
橡胶和塑料制品业	-1.00	16.10%	-0.02	-3.75%		4.40	0.10
印刷业和记录媒介的复制	-1.10	15.10%	-0.01	-1.08%		3.30	0.02
石油和天然气开采业	-21.90	14.00%	-0.14	-22.11%		107.20	0.67
汽车制造业	-0.60	13.70%	-0.05	-7.40%		1.00	0.08
专用设备制造业	-0.60	13.00%	-0.02	-2.97%		2.00	0.06
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-1.60	12.00%	-0.02	-2.45%		3.60	0.03
非金属矿物制品业	-2.40	11.30%	-0.13	-20.31%		15.80	0.83
电力、热力的生产和供应业	-1.80	8.20%	-0.12	-18.64%		1.70	0.11
水的生产和供应业	0.20	3.00%	0.00	0.10%		2.30	0.01
纺织服装、服饰业	-1.30	1.70%	-0.02	-2.69%		3.00	0.04

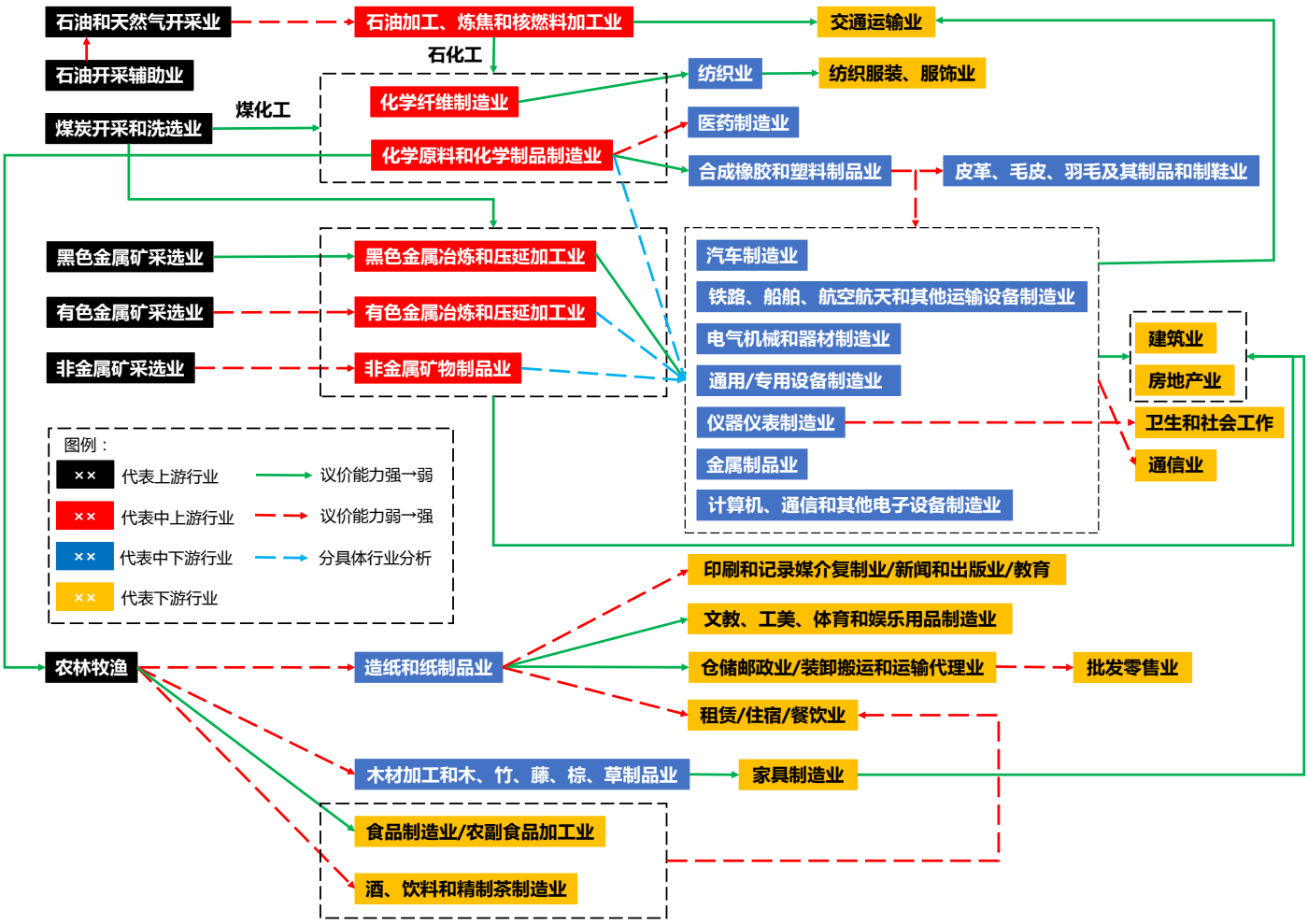
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：红色代表对标 2016 年以来的最高点有较大的上升空间且对 PPI 的拉动空间也很大的行业；橙色代表对标 2016 年以来的最高点有较大的上升空间但对 PPI 的拉动空间并不是很大的行业。

2.2、 盈利弹性与商品价格之间的核心因素：议价能力及控制成本的优势

通胀交易本身仍是基于盈利能力的交易，投资者需要以价格为线索考虑行业格局以寻求 ROE 弹性，而决定企业 ROE 弹性与商品价格之间的核心因素是**议价能力以及控制成本的优势**。随着输入型通胀的逐步深化，基于我们在报告《“通胀交易”操作手册——2021 年“新共识”系列（四）》中提出的“通胀的来源→通胀的传导→行业 ROE 弹性”的框架发现：在上游涨价的逻辑下，这些行业的 ROE 弹性具备较大的上升概率：**煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、石油加工、炼焦和核燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、黑色/有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、纺织业**。其中上游有色/黑色金属以及煤炭已经出现了明显的涨价，其对应的中上游**有色/黑色金属冶炼及压延加工业、煤化工以及中下游纺织业议价能力很强**，随着通胀向下传导，这些行业未来涨价的概率和空间都很大，而这些行业的 ROE 明显与其 PPI 存在强相关性并具备较大的弹性。而上游刚刚开始涨价的非金属矿采选业以及原油，其对应的**中上游非金属矿物制品业、石油开采业/加**

工业、石油化工，除了石油开采业以外其他行业的议价能力很强，而且这些行业的 ROE 与 PPI 之间同样存在强相关性并具备较大的弹性，该涨价链条目前所依赖的核心假设是原油/非金属矿的价格大幅上涨，考虑到美国刺激计划与疫苗逐步投入使用使全球经济有望重启是当前通胀交易的主要逻辑，相较于已经涨价的有色/黑色/煤炭链条，原油链条可能有较大的弹性。

图6：在输入型通胀的逻辑下，这些行业的 ROE 弹性具备较大的上升概率：煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、石油加工、炼焦和核燃料加工业、化学纤维制造业、化学原料和化学制品制造业、黑色/有色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业、纺织业



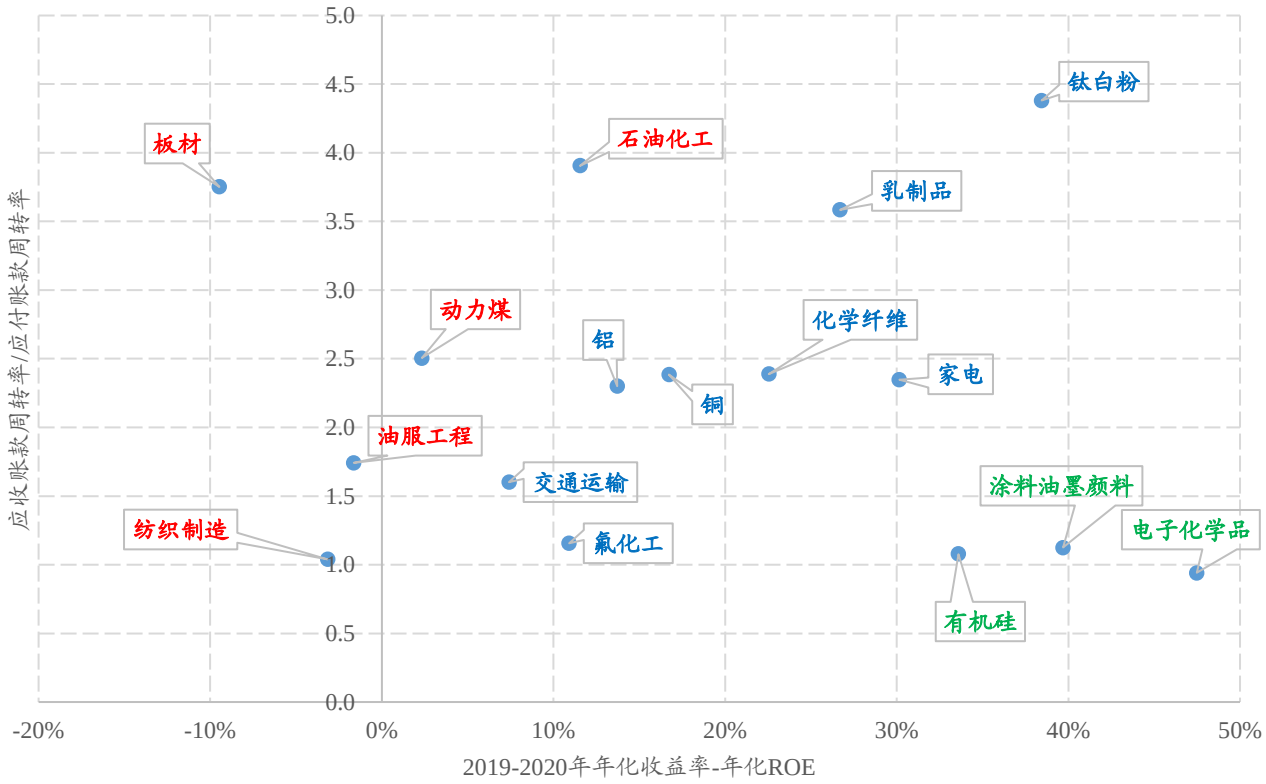
资料来源：开源证券研究所。注：具体方法见报告《“通胀交易”操作手册——2021 年“新共识”系列（四）》

2.3、 交易通胀：“欠债”少+议价能力强+受益出口与制造业投资

结合行业 ROE 的弹性与通胀的相关性以及议价能力的强弱来看，最终可能受益于通胀逻辑的细分行业集中在：煤炭中的动力煤、与原油相关的大炼化/油服、黑色金属中的热轧卷板、有色金属中的铜/铝、非金属中的硅、化工中的化纤、涂料以及氟制冷剂、纺织业、下游中的乳制品、家用电器以及交通运输业。考虑到**“欠债少”**是构建通胀交易组合的重要因素之一，我们进一步地考察这些行业 2019-2020 年年化收益率与年化 ROE 之间的匹配程度，并与上述行业的议价能力进行匹配筛选发现：**钢铁中的板材、石油化工、动力煤、油服工程以及纺织制造在这些行业里面属于估值友好且基本面受益明显，而钛白粉、铜、铝、化学纤维、交运以及氟化工属于估值**

中性但是潜在盈利改善明显；对于有机硅、电子化学品以及涂料油墨颜料而言属于明显的“好而贵”，匹配程度未来需要跟踪。

图7：从议价能力与 ROE 透支水平的匹配而言，钢铁中的板材、石油化工、动力煤、油服工程以及纺织制造最具性价比，而钛白粉、铜、铝、化学纤维、交运以及氟化工则匹配程度合理，电子化学品、有机硅以及涂料油墨颜料则属于“好而贵”



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：标注红色的代表透支程度相对于议价能力低估的行业；蓝色的代表透支程度相对于议价能力基本匹配的行业；绿色的代表透支程度相对于议价能力高估的行业。

3、 通胀的另一面：重新审视全市场的性价比

通胀本身除了能给对相关行业带来的盈利弹性外，其对宽松的货币环境终将形成制约，并对“高估值”带来压制。虽然在当下通胀可能尚未对“高估值”形成明显压制，但终究是悬在空中的“达摩克里斯之剑”，需要寻找破局方法。

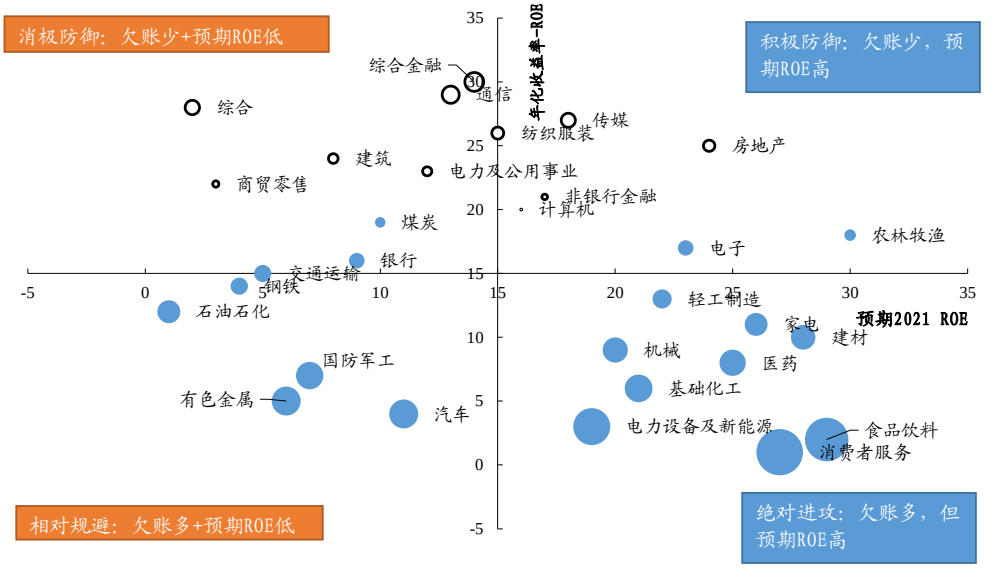
3.1、 调整思路：寻找更好风险收益比

我们在年度策略《红旗半展：走向“新共识”》中提出，长期来看，**股票的收益率回报源泉是 ROE，历史上从未有连续超过两年板块的年化收益率超过 ROE 的情形**。而过去两年许多行业已经出现年化收益率大幅跑赢 ROE 的情况，在 2021 年信用收缩的情形下，大概率进入“还账时刻”，我们在此前报告《还周期以成长，看金融以当下》中强调了**当下处在信用边际收紧，但是经济仍处于上行期，此时仍然有利于周期板块，而金融板块正迎来最有利的宏观环境，市场局部机会仍然广泛存在**。

全面悲观并不可取，积极防御是更好的应对：即寻找更好的风险收益比。我们

按照截止最新交易日（2 月 10 日）的行业年化收益率与 ROE(TTM)作差，来表征行业是否存在年化收益率已经超跑的情形和超跑的程度，以分析师一致预期的 2021 年 ROE 来作为 2021 年“还账”的中枢，从这两个维度能够划分出四个象限：积极防御、消极防御、相对规避、绝对进攻的组合，**除了我们在前面提到的金融地产板块外，电子以及农林牧渔等板块均处于“积极防御”象限中**，值得一提的是，**通信**板块在 2020 年整体收益率跑输 ROE 较多，虽然处于“消极防御”板块中，但出现边际改善时“赔率”可能较大，在当下来看仍有较好的风险收益比。

图8：按前期的年化收益率与 ROE 之差和 2021 年 ROE 挑选四个组合：积极防御、消极防御、相对规避、绝对进攻



数据来源：Wind、开源证券研究所

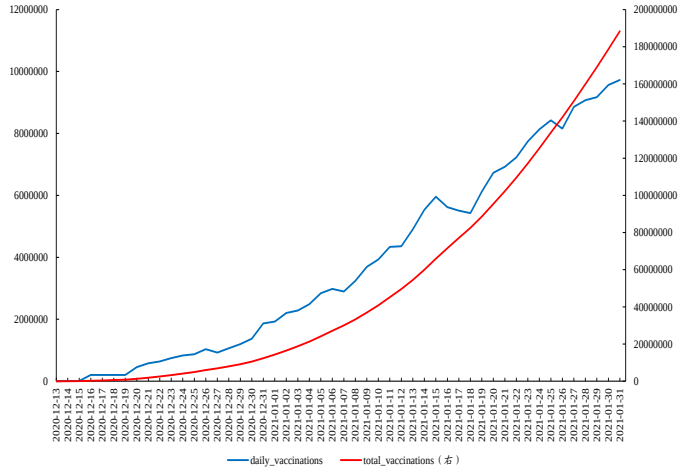
注：横坐标为 30 个行业升序排序，纵坐标为 30 个行业降序排序，气泡大小为年化收益率-ROE(TTM)的大小，越大代表“欠账越多”，黑色空圈代表年化收益率没有跑赢 ROE(TTM)，黑色空圈越大则代表未跑赢的程度越高。

3.2、 “一带一路”：防御+“主题投资”期权的组合策略

我们在报告《“一带一路”的布局时刻》中提到：“一带一路”正在走出疫情的阴霾，而历史上的**两大宏观制约因素——人民币国际化受阻和资本外流、美国特朗普政府的对华政策变化——当下也正在发生转变**。在目前相关板块的估值隐含的极低增长预期下，**任何边际变化都可能带来资产价格的弹性**。我们认为，投资者可以将“一带一路”视作防御+“主题投资”期权的组合策略。

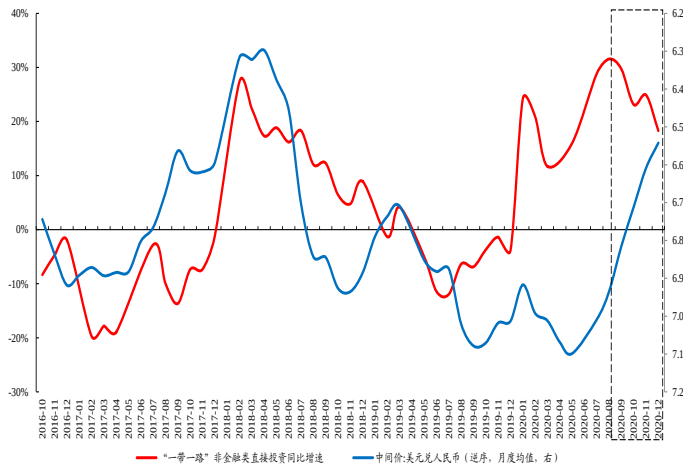
对于“一带一路”相关的上市公司而言，当下疫情对于该类公司的影响可能在逐步“褪去”。结合贸易景气、基建需求以及“一带一路”高质量发展的核心内容来看，“一带一路”未来存在以下三个投资主线：第一，**受益于贸易往来持续高景气的交通运输（铁路和海运、港口、集装箱）**；第二，“一带一路”的基础设施建设仍然需求很大，**建筑企业**有望开启新一轮景气向上周期；第三，未来“数字经济”与“绿色发展”将成为疫情后时代“一带一路”高质量发展的核心内容，因此与“数字经济”强相关的**通信（5G、卫星导航）**、与“绿色发展”强相关的风电和光伏项目建设**（国有电力企业、对外承包工程业务企业、风电和光伏设备制造企业）**将受益。

图9：“一带一路”的 27 个国家每日疫苗接种人数仍在增长



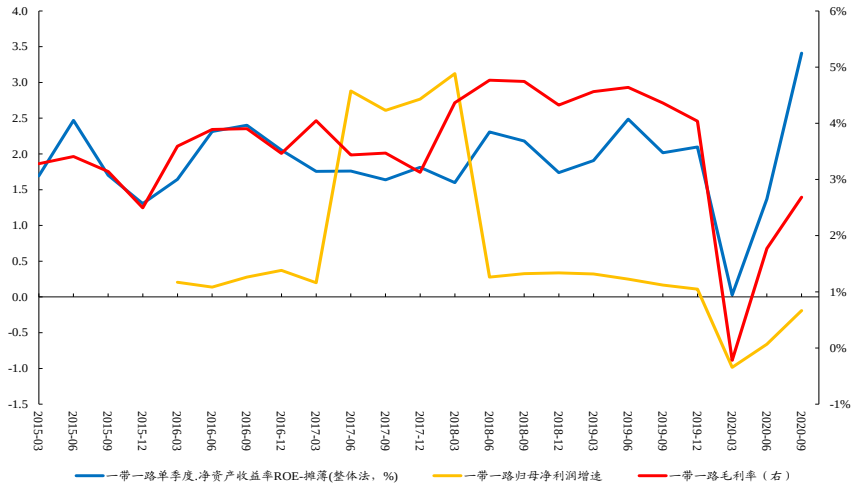
数据来源：Our world in data、开源证券研究所。注：统计范围为有数据的 27 个“一带一路”沿线国家。

图10：人民币升值对于“一带一路”非金融类直接投资形成促进，但 2020 年 Q4 有所背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：截至 2020 年 Q3，对于与“一带一路”相关的上市公司，无论是毛利率、ROE 还是净利润增速均出现了反弹，其中 ROE 达到了 2015 年以来的最高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 中小市值：价值发现的重要领域，当前仍需重视风险

在 2016-2017 年的“牛市”之后，市场逐渐形成了“优选赛道”，赛道中又“以大为美”的价值观，价值观持续演绎，**最后的结果就是“龙头”估值溢价高企，当面临贴现率上行时，就出现了对于估值溢价的疑问与讨论**。而选择“大市值”和“大营收”的股票，可能有两点原因：**（1）降低研究成本、最大限度利用现成资源**，一方面，分析师集中精力对覆盖领域中精选的个股进行深入研究，本身就决定了不可能面面俱到，另一方面，越多机构覆盖的公司，可得信息就越充分，越能引起投资者的注意，而投资者的偏好又会进一步加强分析师对某一领域的覆盖，形成了循环。**（2）**“大”可能同时意味着：**一是好的公司治理；二是较强的议价能力；三是规模优势和集中度提升，所谓“穿越周期”，实际上就是盈利的兑现概率和兑现程度。**

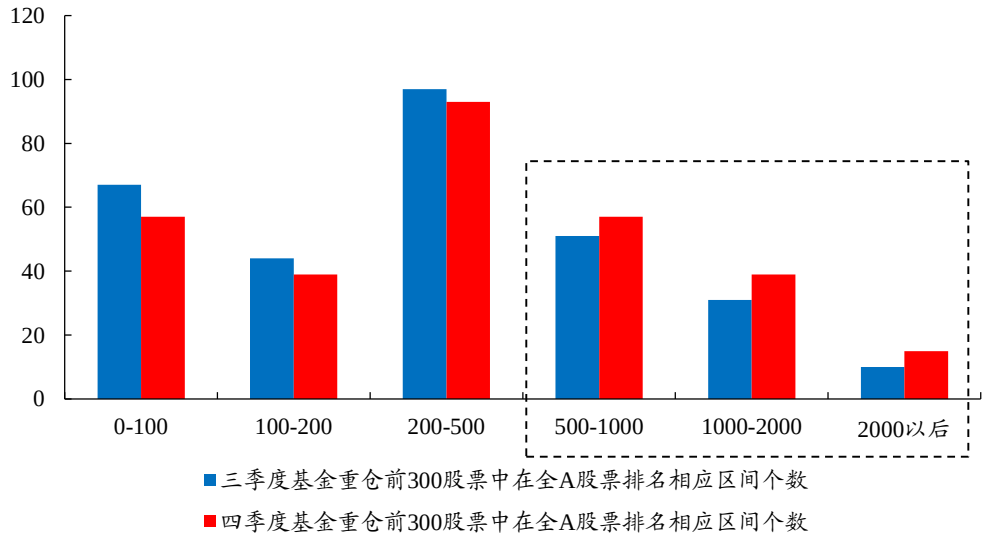
图12：“抱团股”的特征汇总至行业层面，越被认可的行业对六大指标要求越低，六大指标中，营收>ROE>当年预期的净利润增速>历史净利润增速>ROE 稳定性

一级行业								
	入选家数	市值规模	营收规模	历史净利润增	当期净利润增速	ROE平均值	ROE稳定性	最看重
医药生物	36	37.4	110.8	111.9	72.1	91.2	134.4	当期净利润增速
食品饮料	21	13.7	26.7	33.0	45.6	33.7	38.5	营收规模
电子	20	24.3	69.3	114.9	84.8	105.6	115.2	营收规模
化工	20	18.2	67.4	123.9	182.9	89.3	155.8	营收规模
电气设备	16	13.1	35.6	70.0	50.3	46.3	96.6	营收规模
机械设备	13	16.5	85.9	97.2	75.7	103.0	159.0	当期净利润增速
计算机	12	17.7	45.4	91.5	114.5	102.3	83.3	营收规模
汽车	9	12.1	26.2	85.8	78.4	67.6	89.2	营收规模
轻工制造	9	18.1	14.9	54.8	59.8	25.0	29.3	营收规模
传媒	8	11.4	27.8	61.1	33.5	29.0	58.5	营收规模
家用电器	8	11.3	16.3	17.9	29.4	13.3	15.0	ROE平均值
房地产	6	9.7	14.3	27.7	16.2	29.2	40.2	营收规模
建筑材料	6	9.7	21.7	43.0	13.2	19.2	13.8	当期净利润增速
交通运输	6	15.7	37.8	39.5	57.7	35.0	53.3	ROE平均值
农林牧渔	6	11.2	24.8	36.3	29.0	17.3	27.0	ROE平均值
国防军工	5	6.0	8.0	31.2	24.0	29.2	24.2	营收规模
休闲服务	5	3.2	5.4	10.0	18.4	9.6	4.6	ROE稳定性
有色金属	5	14.0	40.0	85.8	15.8	51.6	62.6	当期净利润增速
非银金融	3	2.3	23.0	10.0	57.0	13.7	24.3	历史净利润增速
纺织服装	2	17.5	4.5	35.0	48.0	15.5	44.5	营收规模
建筑装饰	2	13.0	31.5	40.5	36.0	89.0	96.5	营收规模
银行	2	5.5	15.5	12.0	12.0	17.0	15.0	历史净利润增速
采掘	1	2.0	2.0	41.0	50.0	13.0	3.0	营收规模
钢铁	1	3.0	6.0	1.0	10.0	12.0	13.0	历史净利润增速
商业贸易	1	3.0	55.0	11.0	6.0	4.0	77.0	ROE平均值
通信	1	5.0	33.0	19.0	41.0	4.0	25.0	ROE平均值
综合	1	1.0	8.0	2.0	6.0	10.0	6.0	历史净利润增速
总计	225	18.0	50.5	74.1	67.9	61.1	84.9	营收规模

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：我们以北上资金和主动偏股型基金共同重仓的股票作为被“抱团”的对象进行研究。

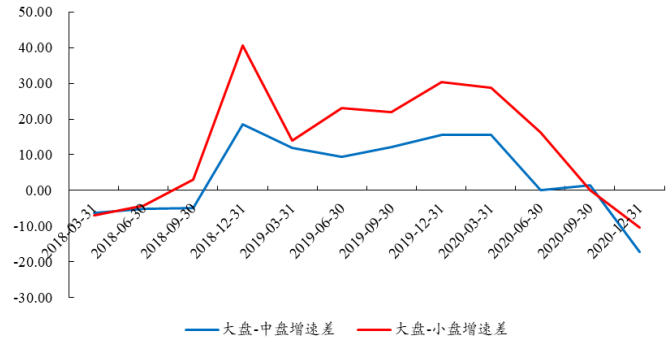
在上述的两个“抱团”的理由背后隐藏的挖掘的机会：（1）降低研究成本因此选择被覆盖更多的“大盘股”和“龙头股”，就意味着**投资者可能天然忽视了覆盖少、关注少的公司**，值得一提的是，在大盘成长已经比较昂贵的情况下，2020Q4 部分公募基金已经在积极挖掘中小市值的机会；（2）大规模的“龙头”可能对应的是大概率的业绩兑现，但在中观景气程度较高的情形下，并非“龙头”的公**司在当期盈利兑现的概率和兑现幅度也可能很高，然而在“以大为美”的价值观下可能被忽略**。这指示着两条挖掘中小市值投资机会的路径。

图13：2020Q4 与 2020Q3 基金前 300 重仓股的市值排名分布对比



数据来源：Wind、开源证券研究所

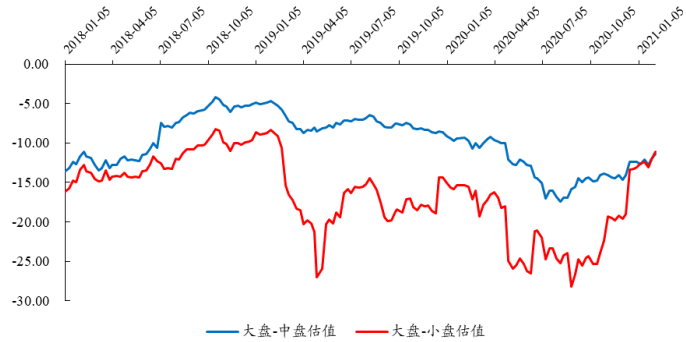
图14：大盘相对于中盘和小盘的业绩增速优势在 2020 年三季度开始收敛，四季度持续



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：大盘、中盘、小盘均以巨潮指数定义为准

图15：大盘相对于中盘的估值差在 2020 年四季度开始拉大



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：大盘、中盘、小盘均以巨潮指数定义为准

3.3.1、 路径一：关注度与认可度的权衡

在市场“抱团”之外，有一些基本面与“抱团股”一致或者更优秀的公司没有得到定价，**背后的原因可能是覆盖不多，从而接触到这只股票的投资者较少，另一个原因则是覆盖足够，但价值还没有得到认可。**我们分别购建了“关注度”和“认可度”指标，“关注度”指标由分析师覆盖数的排名和成交量占自由流通股本的比值的排名构成，取两者之间的最小值；“认可度”由市盈率历史分位数的排名和近半年涨跌幅排名构成，取两者中的最大值。分别计算了中盘成长、中盘价值、小盘成长、小盘价值四个指数的成分股对应的上述两个衡量尺度，并寻找两类标的：**（1）关注度足够高，而认可度不高的标的，价值的重估需要等待基本面更多的验证信号；（2）认可度足够高，但关注度不足，意味着已经有部分投资者开始给予定价，是值得挖掘和验证的方向。**

此外，如果这些股票的基本面特征与现在的“抱团股”类似甚至更好，那么就值得花精力去对这些没有被充分研究、定价的股票进行了解，因此我们计算了上述两类标的的四个基本面财务指标的排序：历史净利润增速、当期预测净利润增速、历史ROE 均值、ROE 稳定性，并要求好于“抱团股”的均值，最后筛选出如下个股：

表1：关注度高、认可度低、但基本面财务指标好于抱团股均值的 17 只股票

关注高，认可低				
证券代码	证券简称	行业	自由流通市值（亿）	最新市盈率历史分位数
300770.SZ	新媒股份	传媒	55.79	0.68
002127.SZ	南极电商	商业贸易	178.34	2.85
002624.SZ	完美世界	传媒	279.01	16.86
002075.SZ	沙钢股份	钢铁	138.94	31.31
300815.SZ	玉禾田	公用事业	30.08	1.97
000975.SZ	银泰黄金	有色金属	162.67	2.75
000672.SZ	上峰水泥	建筑材料	55.05	6.33
000877.SZ	天山股份	建筑材料	77.95	7.97
002511.SZ	中顺洁柔	轻工制造	154.92	51.67
603719.SH	良品铺子	食品饮料	24.52	42.65
300502.SZ	新易盛	通信	98.69	1.33
300383.SZ	光环新网	通信	190.58	1.87
300308.SZ	中际旭创	通信	229.51	29.05
000656.SZ	金科股份	房地产	224.28	0.02
000723.SZ	美锦能源	采掘	144.52	57.01
601860.SH	紫金银行	银行	67.05	0.88
002839.SZ	张家港行	银行	76.95	6.19

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、筛选的样本空间为中盘成长、中盘价值、小盘成长、小盘价值指数成分；2、“关注度”指标由分析师覆盖数的排名和成交量占自由流通股本的比值的排名构成，取两者之间的最小值；“认可度”由市盈率历史分位数的排名和近半年涨跌幅排名构成，取两者中的最大值。

表2：关注度低、认可度高、且基本面财务指标好于抱团股均值的 61 只股票

关注低，认可度高				
证券代码	证券简称	行业	自由流通市值（亿）	最新市盈率历史分位数
600339.SH	中油工程	采掘	39.74	2.96
600188.SH	兖州煤业	采掘	60.61	4.75
600348.SH	阳泉煤业	采掘	46.19	17.43
600395.SH	盘江股份	采掘	34.34	18.06
600740.SH	山西焦化	采掘	50.99	25.79
000629.SZ	攀钢钒钛	采掘	69.55	89.34
300418.SZ	昆仑万维	传媒	142.69	1.90
002624.SZ	完美世界	传媒	279.01	42.11
603444.SH	吉比特	传媒	141.52	55.46
603888.SH	新华网	传媒	33.33	82.60
603489.SH	八方股份	电气设备	72.94	99.35
000671.SZ	阳光城	房地产	115.68	0.11

关注低，认可度高				
证券代码	证券简称	行业	自由流通市值（亿）	最新市盈率历史分位数
600064.SH	南京高科	房地产	77.60	0.14
000517.SZ	荣安地产	房地产	14.62	0.18
600376.SH	首开股份	房地产	67.66	20.59
600782.SH	新钢股份	钢铁	78.86	9.41
000778.SZ	新兴铸管	钢铁	84.24	10.18
000932.SZ	华菱钢铁	钢铁	140.80	10.92
000717.SZ	韶钢松山	钢铁	46.58	17.17
002110.SZ	三钢闽光	钢铁	61.69	20.01
601003.SH	柳钢股份	钢铁	25.20	24.18
000959.SZ	首钢股份	钢铁	25.41	34.94
600808.SH	马钢股份	钢铁	58.73	38.18
601005.SH	重庆钢铁	钢铁	86.08	46.57
000898.SZ	鞍钢股份	钢铁	59.49	50.80
600022.SH	山东钢铁	钢铁	70.44	61.83
600126.SH	杭钢股份	钢铁	66.47	63.94
600307.SH	酒钢宏兴	钢铁	41.34	66.65
002389.SZ	航天彩虹	国防军工	187.59	69.45
002179.SZ	中航光电	国防军工	405.91	98.30
603638.SH	艾迪精密	机械设备	135.44	95.64
000921.SZ	海信家电	家用电器	58.58	35.81
600060.SH	海信视像	家用电器	87.39	37.86
002677.SZ	浙江美大	家用电器	15.66	40.62
603868.SH	飞科电器	家用电器	21.35	54.47
000016.SZ	深康佳 A	家用电器	65.23	64.51
002233.SZ	塔牌集团	建筑材料	83.78	0.23
000401.SZ	冀东水泥	建筑材料	119.91	2.17
000012.SZ	南玻 A	建筑材料	117.65	39.82
600881.SH	亚泰集团	建筑材料	78.21	84.38
002372.SZ	伟星新材	建筑材料	105.23	93.48
601000.SH	唐山港	交通运输	64.07	1.72
603713.SH	密尔克卫	交通运输	75.66	93.47
002867.SZ	周大生	轻工制造	90.01	74.92
603816.SH	顾家家居	轻工制造	266.43	98.96
603899.SH	晨光文具	轻工制造	305.14	99.25
002572.SZ	索菲亚	轻工制造	201.35	99.75
600755.SH	厦门国贸	商业贸易	73.22	0.95
002507.SZ	涪陵榨菜	食品饮料	226.31	93.73
603369.SH	今世缘	食品饮料	423.63	99.63
300628.SZ	亿联网络	通信	230.14	100.00
300144.SZ	宋城演艺	休闲服务	269.00	99.88
300482.SZ	万孚生物	医药生物	152.47	22.41
002807.SZ	江阴银行	银行	88.27	1.71

关注低，认可度高				
证券代码	证券简称	行业	自由流通市值（亿）	最新市盈率历史分位数
601997.SH	贵阳银行	银行	185.49	19.87
601128.SH	常熟银行	银行	165.49	23.04
002948.SZ	青岛银行	银行	32.79	35.59
600908.SH	无锡银行	银行	97.20	54.60
002936.SZ	郑州银行	银行	63.32	76.72
603260.SH	合盛硅业	有色金属	79.71	100.00
600811.SH	东方集团	综合	79.17	24.96
300012.SZ	华测检测	综合	395.29	97.63

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、筛选的样本空间为中盘成长、中盘价值、小盘成长、小盘价值指数成分，自由流通市值对应为 2 月 10 日收盘价；2、“关注度”指标由分析师覆盖数的排名和成交量占自由流通股本的比值的排名构成，取两者之间的最小值；“认可度”由市盈率历史分位数的排名和近半年涨跌幅排名构成，取两者中的最大值。

3.3.2、 路径二：景气度的逆袭

这种挖掘路径寻找的就是在当前特定的中观环境下，由于行业景气度良好，从而实现业绩快速发展，向“被抱团”的龙头快速追赶的公司，在未来景气的持续下，有可能由于其小基数反而实现业绩更高速的增长。在出口和制造业形成良性循环的宏观环境下，不少细分领域中将出现“小”比“大”好的情形，以 2020 年度业绩预告的数据来看，**在电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中，出现营收规模前五的“龙头”与尾部的盈利增速差收敛的情形**，更进一步的，**医药生物、电子行业的营收规模前五“龙头”与其它股票之间的盈利增速差在持续收窄，至 2020Q4，已经实现“小”比“大”好。**这意味着在基本面上，有支持进行中小市值股票价值发现的基础。

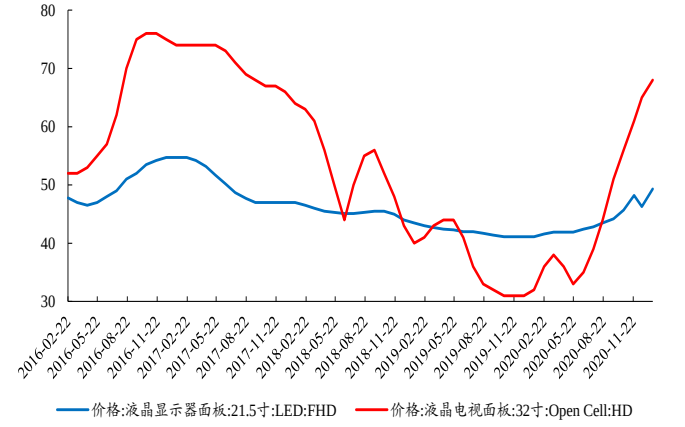
图16：医药生物、电子中其他公司盈利增速已经超过“龙头”，而电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中差距在缩小

行业	分组1：行业营收规模前5； 分组2：其他	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31	2020-06-30	2020-09-30	预告净利润均值
医药生物	分组1增速	19.2%	-32.3%	-19.2%	-30.7%	47.8%	38.5%	-8.8%	40.4%	227.5%	181.1%	208.5%	122.4%
	分组2增速	38.7%	26.4%	4.5%	-27.7%	-5.3%	-7.1%	-8.5%	-56.8%	-23.2%	34.1%	55.9%	247.3%
	增速差	-19.5%	-58.7%	-23.7%	-2.9%	53.0%	45.6%	-0.3%	97.3%	250.7%	147.0%	152.6%	-125.0%
电子	分组1增速	1368.6%	482.5%	525.7%	437.8%	751.0%	627.5%	570.5%	184.9%	616.4%	597.4%	714.6%	2.5%
	分组2增速	-42.4%	-43.1%	-46.9%	-85.4%	-69.1%	-61.8%	-45.7%	-51.2%	-59.8%	-21.9%	6.1%	185.3%
	增速差	1411.0%	525.6%	572.6%	523.2%	820.1%	689.3%	616.2%	236.1%	676.2%	619.2%	708.5%	-182.8%
电气设备	分组1增速	-100.0%	-33.6%	-100.0%	-6.3%	-100.0%	-12.8%	-100.0%	65.7%	-100.0%	96.4%	136.3%	85.8%
	分组2增速	-67.6%	-55.4%	-65.7%	-94.7%	-76.6%	-70.6%	-67.4%	-78.1%	-74.9%	-42.2%	-25.8%	85.1%
	增速差	-32.4%	21.9%	-34.3%	88.4%	-23.4%	57.7%	-32.6%	143.8%	-25.1%	138.6%	162.1%	0.7%
机械设备	分组1增速	343.0%	130.7%	279.1%	315.7%	535.6%	506.6%	505.6%	556.7%	144.7%	854.0%	929.4%	896.3%
	分组2增速	-61.7%	-66.8%	-72.0%	-97.4%	-76.4%	-74.5%	-71.5%	-120.8%	-87.0%	-58.3%	-48.4%	7.1%
	增速差	404.7%	197.5%	351.1%	413.1%	612.0%	581.2%	577.0%	677.5%	231.7%	912.3%	977.8%	889.2%
化工	分组1增速	1424.4%	641.6%	783.9%	616.9%	533.7%	376.4%	477.3%	429.0%	-76.8%	194.8%	635.8%	540.9%
	分组2增速	47.1%	45.3%	12.3%	-9.2%	-20.7%	-18.0%	-19.2%	-133.1%	-69.7%	-33.5%	-16.7%	147.1%
	增速差	1377.3%	596.3%	771.5%	626.1%	554.4%	394.4%	496.6%	562.2%	-7.1%	228.4%	652.5%	393.7%
农林牧渔	分组1增速	-65.4%	-124.1%	-96.3%	-85.1%	-287.0%	-151.2%	-92.6%	82.9%	476.2%	501.3%	776.1%	362.6%
	分组2增速	-81.9%	-99.6%	-89.5%	-92.2%	-94.3%	-89.1%	-81.6%	-63.9%	-50.2%	-39.8%	-22.0%	129.1%
	增速差	16.5%	-24.4%	-6.8%	7.1%	-192.7%	-62.1%	-11.0%	146.8%	526.5%	541.1%	798.1%	233.5%
食品饮料	分组1增速	2575.5%	796.6%	894.3%	930.3%	2823.6%	1639.3%	1745.4%	1832.5%	4802.2%	2600.2%	2245.4%	1473.5%
	分组2增速	-52.2%	-66.7%	-75.2%	-75.7%	-60.2%	-69.9%	-70.6%	-69.8%	-60.6%	-57.2%	-55.0%	39.3%
	增速差	2627.7%	863.3%	969.4%	1006.0%	2883.8%	1709.3%	1816.0%	1902.3%	4862.8%	2657.4%	2300.4%	1434.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

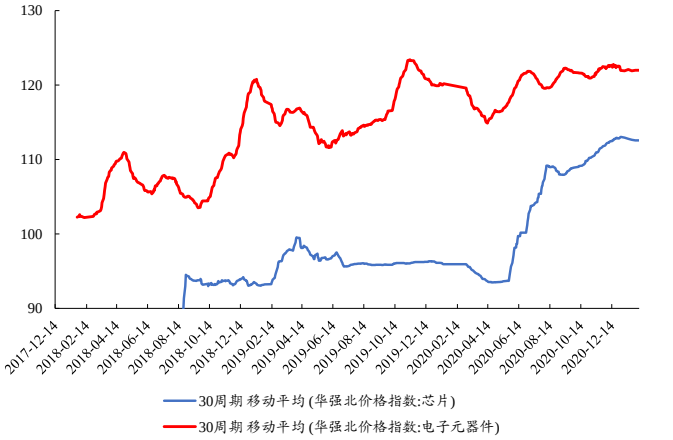
对于上述 7 个行业，基于已有的中观数据，我们发现部分行业确实位于高景气阶段：（1）电子：5G 元年+5G 智能手机换机潮+智能汽车，“缺芯”上演，多个全球龙头车企及智能手机厂商由于缺少芯片而减少出货，芯片各环节价格上涨，同时面板仍处于日韩产能退出下的价格景气周期；（2）新能源：光伏进入春节后的赶工旺季，硅片及多晶硅价格环比上涨。新能源汽车产销连续 7 个月向好；（3）化工：下游行业广泛，从终端补库存到中游补库存的过程中，化工产品成为必不可少的原材料，下游需求持续回暖；（4）机械设备：由于房地产投资没有想象中那么差，工程机械子板块仍维持高景气，全球经济复苏中的补库存、国内制造业投资至历史高位，专用设备同样维持高景气。这意味着：**在部分高景气板块中，确实已经发生了景气扩散度从“大”向“小”扩散的情况，并且该类中小市值的“景气”可能并未被定价。**

图17：面板仍处于上涨周期



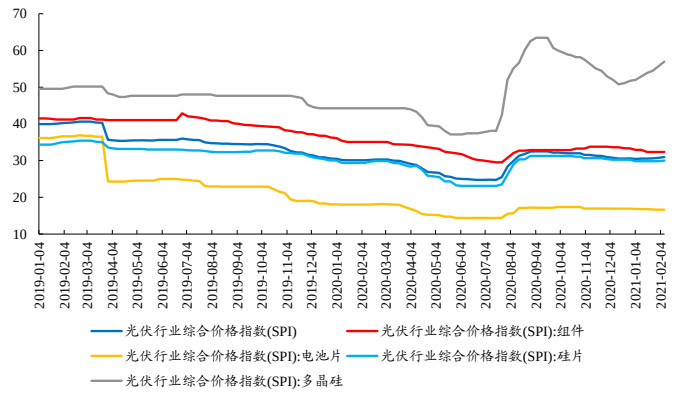
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：全球“缺芯”，芯片各环节涨价



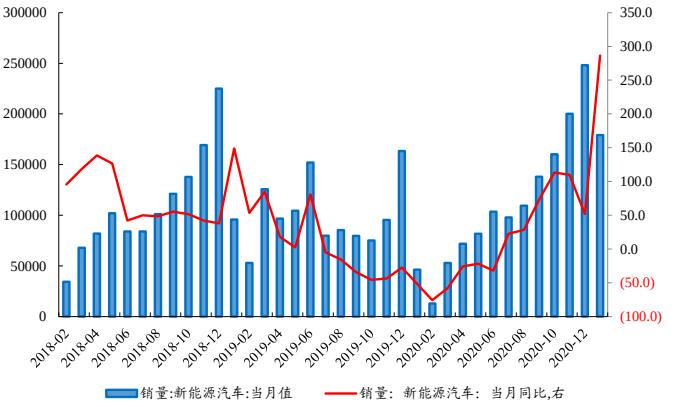
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：光伏进入生产旺季，价格平稳上涨



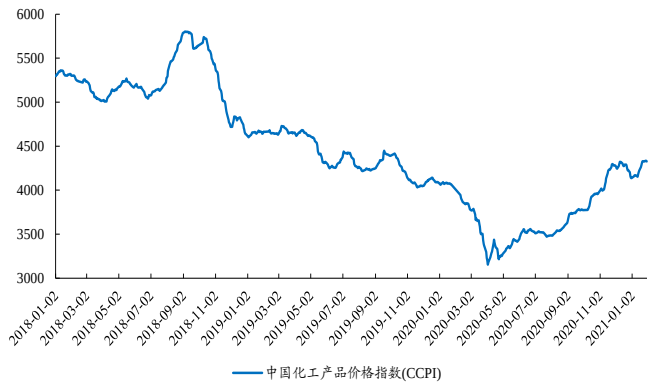
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：新能源车销量当月同比自 2020 年下半年转正后保持增长



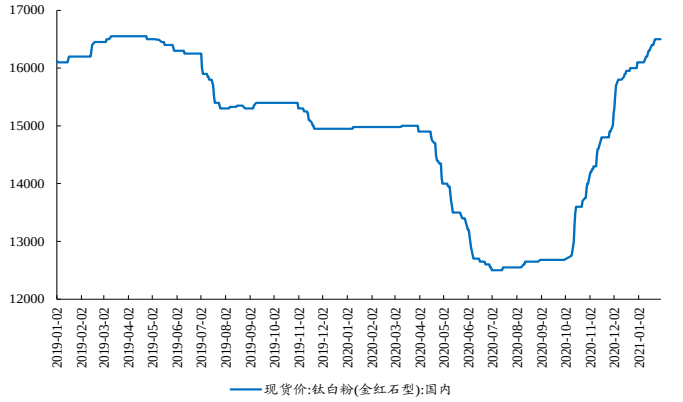
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：化工产品价格上涨



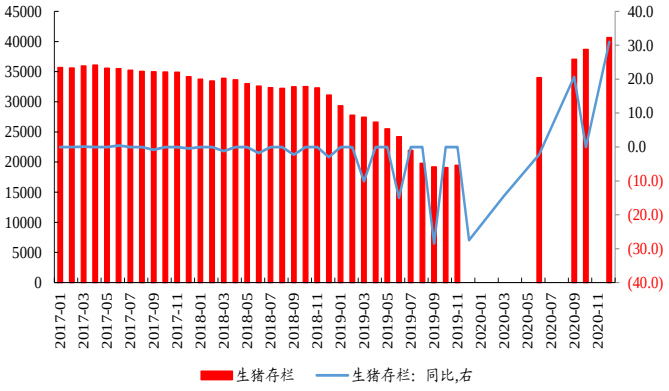
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：全球地产、建筑景气带动钛白粉价格上涨



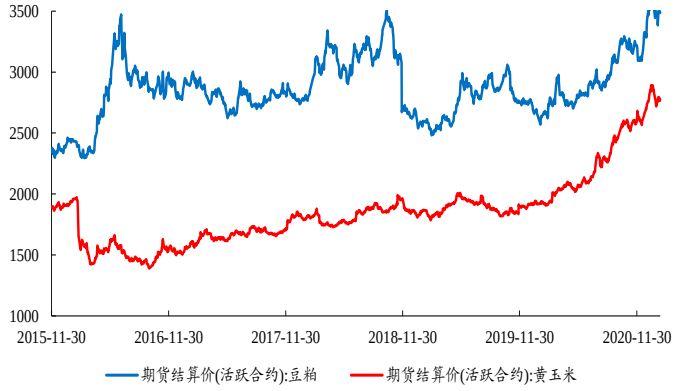
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：生猪存栏至三年新高，增加动保及饲料需求



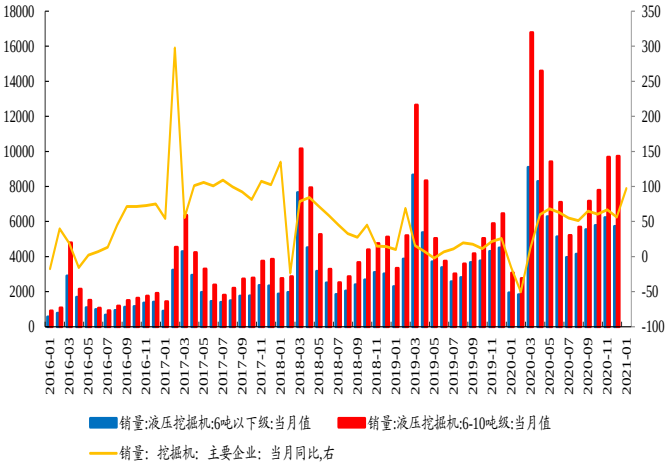
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：玉米、豆粕期货价格高位震荡



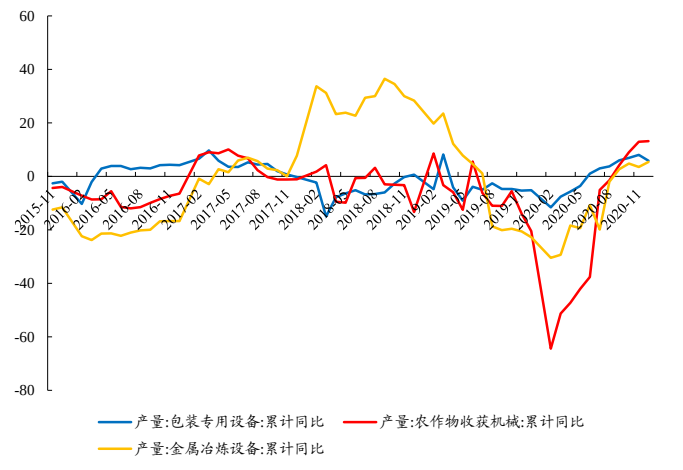
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：挖掘机销量继续上行，增幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：专用设备中包装、农用、冶炼用设备产量快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.3、 短期规避风险，把握年内机会

我们在 2 月 7 日策略周报中提到，中小市值当下的核心困境是：如果增量资金继续强化头部效应，那中小市值可能会持续跑输；如果增量资金动能减弱，市场逐步出现阶段性负向循环，那优质的中小市值作为头部基金的非标签、非重仓股，可能也是被提前卖出的对象。**我们看好中小市值在 2021 年的行情，但是，最大放异彩的时刻可能不是当下**。

4、 全攻全守，积极调整

当下，美国财政刺激计划不断超预期推进，疫苗逐步投入使用使全球经济有望重启，全球通胀交易正在浮出水面。但需要认识到的是宏观环境正在发生变化，投资者应该积极求变，利用通胀的两面性，追求风险调整后收益：

一、对于通胀交易本身而言，基于我们构建的通胀交易组合：“欠债”少+议价能力强+需求拉动，我们推荐：透支程度相对于议价能力被低估的行业：**钢铁（板材）、大炼化、动力煤、油服、纺织制造**，以及估值仍在合理区间，具备高景气基础的：**化工（钛白粉、化纤、氟化工）**以及**有色金属（铜、铝）**。

二、考虑到通胀终将对宽松的货币环境形成的制约，并由此对“高估值”带来压制，我们建议调整思路，寻找更好风险收益比的标的：以**银行、保险、地产**为代表的低估值、高 ROE 板块；同在“积极防御”象限中的**电子、农林牧渔及“高赔率”的通信板块。**

主题投资推荐左侧布局具有低估值+主题投资期权的“一带一路”板块：（1）受益于贸易往来持续高景气的**交通运输（铁路和海运、港口、集装箱）**；（2）受益于“一带一路”的基础设施建设需求的**建筑**板块；（3）与“数字经济”强相关的**通信（5G、卫星导航）**以及与“绿色发展”强相关的风电和光伏项目建设（**国有电力企业、对外承包工程业务企业、风电和光伏设备制造企业**）。

5、 风险提示

行业景气度不及预期，统计误差

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R4（中高风险），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