2021 年 01 月 24 日

# 不能“犯错”的市场

## ——投资策略周报

策略研究团队

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

● **成交量下行中的新高**

2021 年以来 A 股股指与成交额出现明显背离：7 月以来成交量整体下行但是股指创下新高；同时投资者也发现少数资产的上涨和大量股票出现下跌。该类现象在 A 股历史上出现较少，这并不符合 A 股一般的增量资金入场，市场活跃度上升的历史规律。既然是“异常”现象，投资者需要关注其中隐含的预期与微观结构的构成，这才能帮助我们应对未来的变化。

● **公募基金的高位运行与基金稳定扩容为上述问题提供了线索**

2020 年以来，即使市场活跃，公募基金成交量占比并不如 2015 年和 2019 年 Q1 那样下降，反而处在相对稳定的状态，这一定程度说明了公募基金在全社会对股票资产配置中已经担任了更重要的位置。而基金季报中除了指示公募基金整体仓位较高以外还有两点值得关注：**第一，公募基金内部高仓位运行的基金占比不断提升，说明市场分歧已经不大；第二，在 2015 年市场高点前，灵活配置型基金出现了分歧，但是本轮预期也出奇的一致，仍然保持高仓位运行。**公募基金管理人少有的一致行为在一定程度上帮助我们理解成近期成交额/换手率边际下降但市场新高的原因：**在一个公募基金投资者分歧逐渐减弱的市场，全市场保持高仓位运行，此时即使有部分基本面绝对收益投资者开始获利离场，但新发基金的边际推动力抵消了这部分投资者的流出。**机构投资者为时刻有更多的居民资金申购基金做好了准备，甚至认为是理所应当。

● **增量资金：理财替代减弱，对“赚钱效应”提出更高要求**

2019 年以来基金的发行+净申购额与银行理财的到期数量与新发数量之差存在明显正向关系。这指示着**替代银行理财为代表的金融资产的到期赎回可能是居民购买基金入市的重要资金来源**，而过去公募基金的赚钱效应无疑将这一点放大。值得重视的是我们当下从 2021 年银行理财产品的到期分布来看，**银行理财到期数量逐月下滑**，这意味**来自银行理财到期赎回资金向基金产品转化力量可能在边际减弱。需要强调的是，这不必然意味着居民购买基金的减少，但需要居民从其他类资产配置中调整更多比例进入股票基金，这对基金的赚钱效应无疑提出了更高要求。**同时我们监测到的以个人持有比例比较高的 ETF 的即时数据正指示：**存量基金可能已经面临着来自居民部分浮盈兑现的压力。**

● **配置破局：关注当下，兼顾“成长”**

站在当下来看，对于机构投资者本身而言，高仓位的运行成为了一致的常态，这本应是迎接“源源不断”增量资金应该保持的更好策略。而其中对于部分核心资产继续买入的理由，也逐渐由良好的基本面变成还有下一个进入者。A 股投资者已经准备好迎接一致预期中的理想世界：恢复的经济，并不收缩的流动性，以及源源不断的增量资金。如果一切正确，市场将持续充满机遇，但是上述预期一旦犯错，“成本”可能是昂贵的。当下我们认为结构调整是必要的，我们推荐：（1）宏观环境转向金融定价的有利区间，资产端质量改善的**银行**以及在经济复苏中资产负债端均改善的**保险**将迎来机遇，同样的，**房地产**的长期价值正在出现；（2）在全球复苏共振与产业链重塑中寻找周期成长，但应赋予短期业绩更高权重：**炼化、化纤、集运、铜、油服、钛白粉、机械设备（生产用模具与施工设备）**。

● **风险提示：**疫苗效果不及预期；货币政策超预期宽松；测算误差

相关研究报告

《投资策略专题-南下资金难夺“定价权”》-2021.1.22

《投资策略专题-还周期以“成长”，看金融以“当下”》-2021.1.21

《投资策略专题-人民币升值后，出口链还有机会》-2021.1.15

# 目 录

1、 思考：成交量相对下降的背景下，指数新高 ..... 3
2、 主动偏股基金高位运行背后的“一致预期” ..... 4
2.1、 主动偏股基金整体维持高仓位 ..... 4
2.2、 基金持仓结构中隐含的一致预期 ..... 5
3、 可转化的理财产品变少，增量资金未来将严重依赖“赚钱效应” ..... 9
4、 配置“破局”：关注当下，兼顾“成长” ..... 11
5、 风险提示 ..... 11

# 图表目录

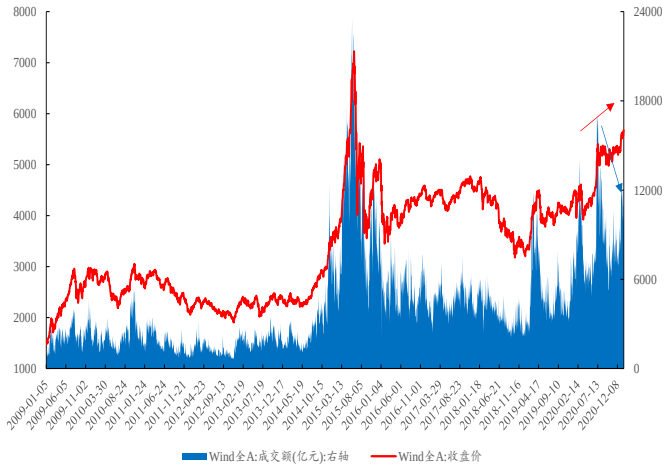
图 1： 2021 年以来，A 股指数续创 2020 年以来的高点，但成交额并未突破 2020 年高点 ..... 3
图 2： 2021 年以来，A 股指数续创 2020 年以来的高点，但换手率并未突破 2020 年高点 ..... 3
图 3： 2021 年以来，陆股通每日成交额相比于 2020 年高点有所回落，成交额占比基本处于 2020 年中枢水平 ..... 3
图 4： 剔除陆股通成交额来看，2021 年以来成交额依然显著低于 2020 年高点 ..... 3
图 5： 2020Q4 普通股票型和偏股混合型基金仓位环比上升，维持历史高位 ..... 4
图 6： 2020Q4 灵活配置型和平衡混合型基金的仓位同样环比上升，与 2015 年不同，本轮灵活配置型基金也未降仓 ..... 4
图 7： 从仓位分布看，普通股票型和偏股混合型基金中仓位在 94%以上以及 91%-94%之间的基金数量占比达到 2016 年以来的最高点，接近 2015 年水平 ..... 5
图 8： 2020Q4 公募基金南下持有港股的市值以及占全部南下资金的比重相比于 2020Q3 均环比上升 ..... 7
图 9： 按 10Y 国债算，当下 Wind 全 A 的风险溢价处于历史中枢水平以下 （不便宜） ..... 7
图 10： 按 10Y 国债算，当下恒生指数的风险溢价处于历史负一倍标准差水平 （很贵） ..... 7
图 11： 按 10Y 美债算，当下 Wind 全 A 的风险溢价处于历史中枢与正一倍标准差之间(较便宜) ..... 8
图 12： 按 10Y 美债算，当下恒生指数的风险溢价处于历史中枢以下水平（不便宜） ..... 8
图 13： 2021 年以来，北上配置型资金主要买入 A 股的金融与周期板块，北上交易型资金主要净买入金融与成长板块 8
图 14： 2015 年随着市场成交量放大，主动偏股基金的成交额占比明显下降，2020 年上半年随着 A 股成交额放大，主动偏股基金成交额占比并未显著下降 ..... 9
图 15： 2019 年以来，银行理财产品到期数量和新发数量之差与考虑“赎旧买新”现象之后的基金净认购额存在明显的正相关性，2021 年往后银行理财到期数量不断下行 ..... 10
图 16： 个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能较好的反应股票型基金的申购赎回行为 ..... 11
图 17： 2020 年 12 月 29 日以来，个人持有比例较高的 ETF 持续净赎回 ..... 11

表 1： 2020Q4 主动偏股基金选择加仓的行业大多分布在金融周期板块 ..... 6

## 1、 思考：成交量相对下降的背景下，指数新高

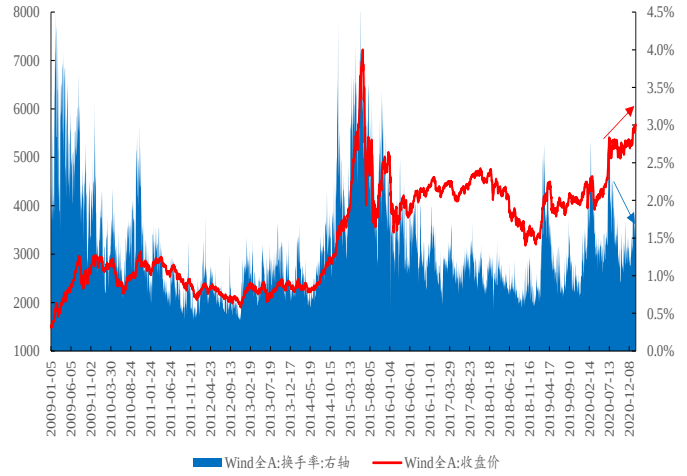
**2021 年以来 A 股股指与成交额出现明显背离**。2021 年以来 A 股各类指数逐步开始突破 2020 年 7 月高点，与此同时我们发现 A 股的成交额与换手率并未突破 2020 年高点，即使剔除陆股通成交额后，2021 年以来成交额依然显著低于 2020 年高点。这一现象在 A 股历史上很少出现。在成交量不断萎缩的市场里，却出现了指数的新高，这与近期以来出现的少部分资产上升大量股票下跌的现象都值得我们思考。这背后必然隐含着投资者对于未来的认知，以及在认知驱动下市场微观交易结构的变化。

**图1：2021 年以来，A 股指数续创 2020 年以来的高点，但成交额并未突破 2020 年高点**



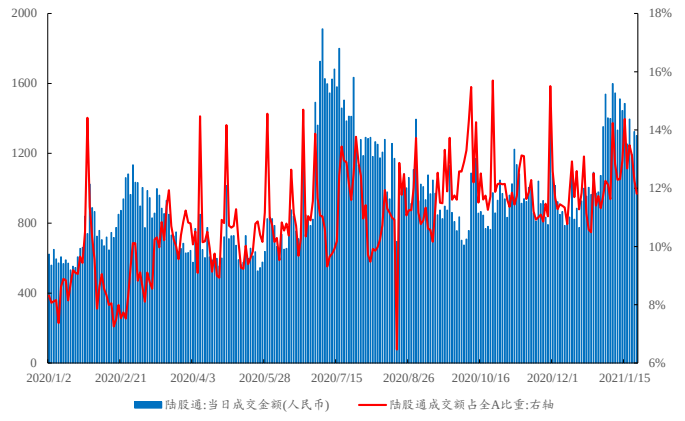

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：2021 年以来，A 股指数续创 2020 年以来的高点，但换手率并未突破 2020 年高点**



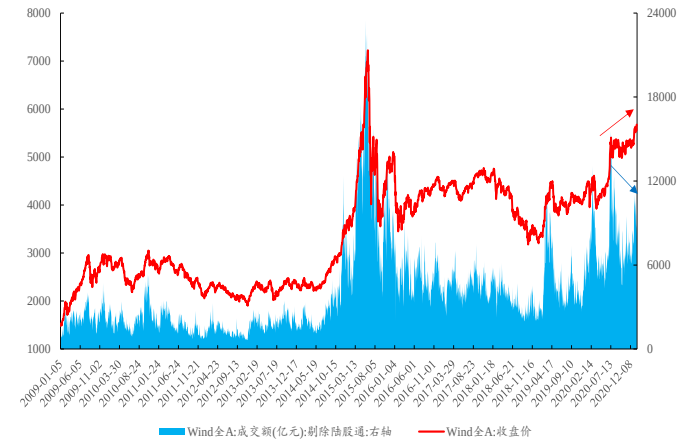

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：2021 年以来，陆股通每日成交额相比于 2020 年高点有所回落，成交额占比基本处于 2020 年中枢水平**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：剔除陆股通成交额来看，2021 年以来成交额依然显著低于 2020 年高点**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 主动偏股基金高位运行背后的“一致预期”

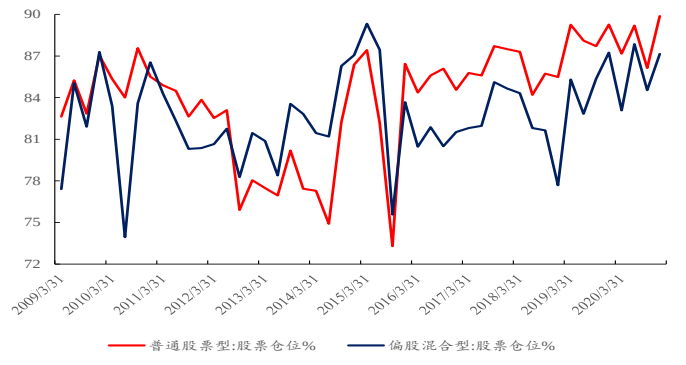
### 2.1、 主动偏股基金整体维持高仓位

**截至 2020Q4，主动偏股基金内部各类基金均选择加仓，整体仓位处于历史高位。**分拆来看，2020Q4 普通股票型、偏股混合型、灵活配置型以及平衡混合型的股票仓位相比于 2020Q3 均环比上升，且普通股票型、偏股混合型以及灵活配置型基金的仓位处于其历史高位。更加有意思的是，除了整体仓位较高以外还有两点值得关注：**第一，公募基金内部高仓位运行的基金占比不断提升，说明市场分歧已经不大；第二，在 2015 年市场高点前，灵活配置型基金出现了分歧，但是本轮预期也出奇的一致，仍然保持高仓位运行。**

公募基金管理人少有的一致行为在一定程度上帮助我们理解成近期成交额/换手率边际下降的原因：**在一个公募基金投资者分歧逐渐减弱的市场，全市场保持高仓位运行，此时即使有部分基本面绝对投资者开始获利离场，但新发基金的边际推动力抵消了这部分投资者的流出。**

展望未来，市场的动能依赖于：新发基金可以持续抵消部分离场投资者的流出的资金量，同时高仓位运行的投资者的基本面认知“不能犯错”。

**图5：2020Q4 普通股票型和偏股混合型基金仓位环比上升，维持历史高位**



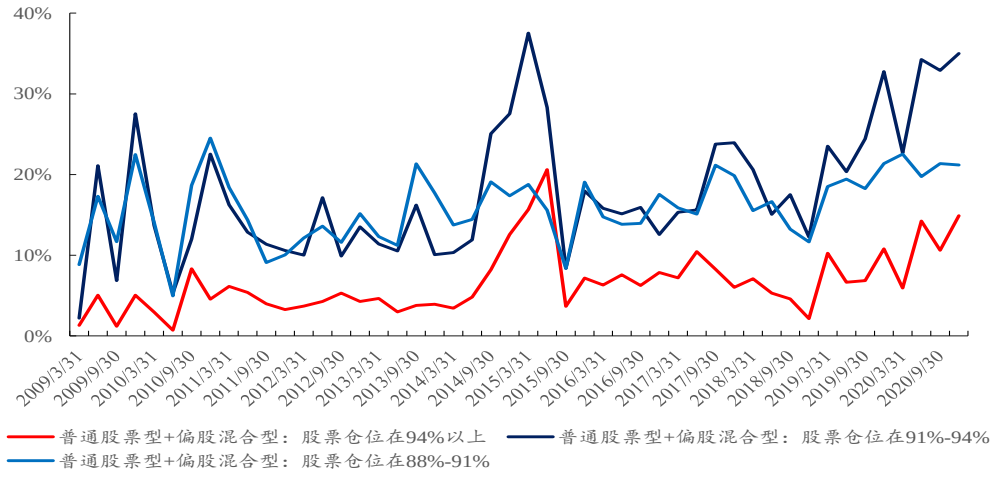

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2020Q4 灵活配置型和平衡混合型基金的仓位同样环比上升，与 2015 年不同，本轮灵活配置型基金也未降仓**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：从仓位分布看，普通股票型和偏股混合型基金中仓位在 94%以上以及 91%-94%之间的基金数量占比达到 2016 年以来的最高点，接近 2015 年水平**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、 基金持仓结构中隐含的一致预期

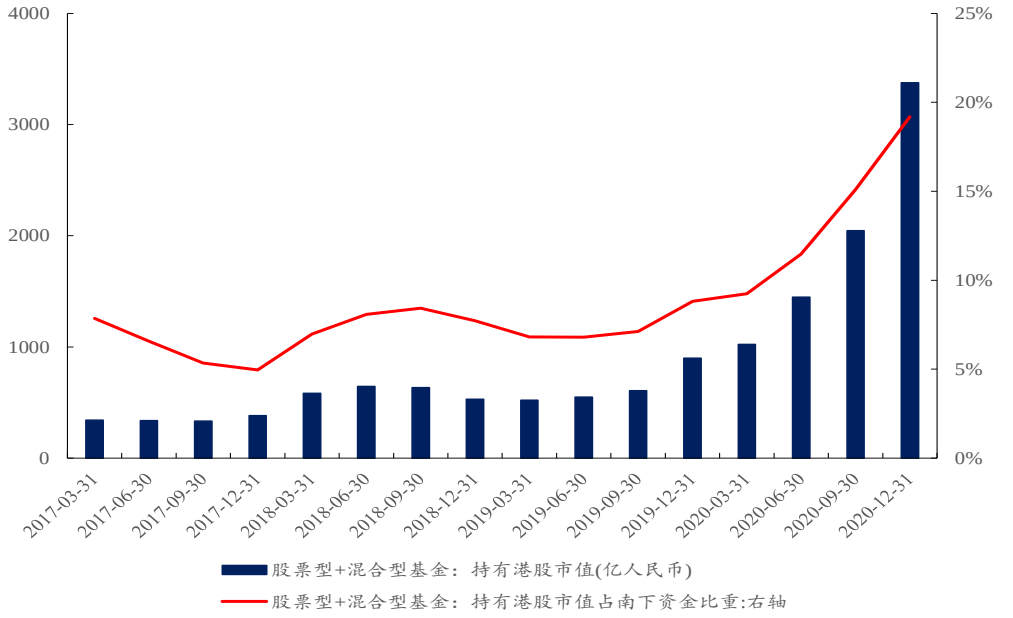
从 2020Q4 主动偏股基金的配置变化来看，**2020Q4 主动偏股基金的风格整体上更加均衡。除食品饮料、国防军工、家电以及汽车外，2020Q4 主动偏股基金加仓较多的大多为金融周期板块**。值得一提的是，**2020Q4 公募基金南下持有港股的市值以及占全部南下资金的比重相比于 2020Q3 均环比上升**，我们在报告《南下资金难夺“定价权”》中提到，**公募基金是本轮南下资金的重要边际力量，主要加仓成长板块**。这意味着：**A 股的周期、可选消费以及港股的成长是当下主动偏股基金的主要配置方向**。

**表1：2020Q4 主动偏股基金选择加仓的行业大多分布在金融周期板块**

| 行业 | 2020Q4 | | 2020Q3 | | 2020Q4-2020Q3 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 实际配置 | 超低配 | 实际配置 | 超低配 | 超低配环比变动 |
| 非银行金融 | 2.80% | -5.01% | 2.41% | -6.07% | 1.05% |
| 食品饮料 | 19.36% | 10.09% | 17.05% | 9.21% | 0.88% |
| 有色金属 | 2.84% | 0.10% | 1.73% | -0.62% | 0.73% |
| 国防军工 | 2.80% | 0.23% | 1.80% | -0.33% | 0.56% |
| 机械 | 3.94% | -0.42% | 3.68% | -0.94% | 0.53% |
| 石油石化 | 0.89% | -0.24% | 0.34% | -0.72% | 0.48% |
| 基础化工 | 3.70% | -0.78% | 3.20% | -1.18% | 0.39% |
| 家电 | 4.60% | 1.39% | 4.08% | 1.08% | 0.31% |
| 钢铁 | 0.21% | -0.82% | 0.09% | -1.01% | 0.19% |
| 综合 | 0.00% | -0.46% | 0.01% | -0.63% | 0.17% |
| 建筑 | 0.25% | -1.49% | 0.39% | -1.62% | 0.14% |
| 汽车 | 2.54% | -0.49% | 2.10% | -0.59% | 0.10% |
| 纺织服装 | 0.13% | -0.43% | 0.13% | -0.47% | 0.04% |
| 银行 | 3.23% | -4.67% | 2.90% | -4.70% | 0.04% |
| 综合金融 | 0.02% | -0.13% | 0.02% | -0.16% | 0.03% |
| 消费者服务 | 3.14% | 1.83% | 3.08% | 1.82% | 0.00% |
| 煤炭 | 0.19% | -0.52% | 0.14% | -0.52% | 0.00% |
| 农林牧渔 | 1.20% | -0.78% | 1.36% | -0.73% | -0.04% |
| 电力及公用事业 | 0.30% | -1.91% | 0.67% | -1.79% | -0.13% |
| 轻工制造 | 0.97% | -0.19% | 1.15% | -0.03% | -0.15% |
| 房地产 | 1.90% | -0.88% | 2.70% | -0.70% | -0.18% |
| 计算机 | 4.21% | -1.22% | 4.96% | -0.96% | -0.27% |
| 建材 | 1.05% | -0.49% | 1.47% | -0.16% | -0.32% |
| 商贸零售 | 0.25% | -0.79% | 0.82% | -0.45% | -0.34% |
| 交通运输 | 2.07% | -0.35% | 2.52% | 0.04% | -0.40% |
| 通信 | 0.59% | -1.45% | 1.39% | -0.90% | -0.55% |
| 传媒 | 2.16% | -0.05% | 3.23% | 0.57% | -0.62% |
| 医药 | 14.35% | 4.22% | 15.31% | 4.89% | -0.67% |
| 电力设备及新能源 | 9.38% | 2.90% | 8.95% | 3.57% | -0.67% |
| 电子 | 10.93% | 2.80% | 12.31% | 4.12% | -1.32% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020Q4 公募基金南下持有港股的市值以及占全部南下资金的比重相比于2020Q3 均环比上升

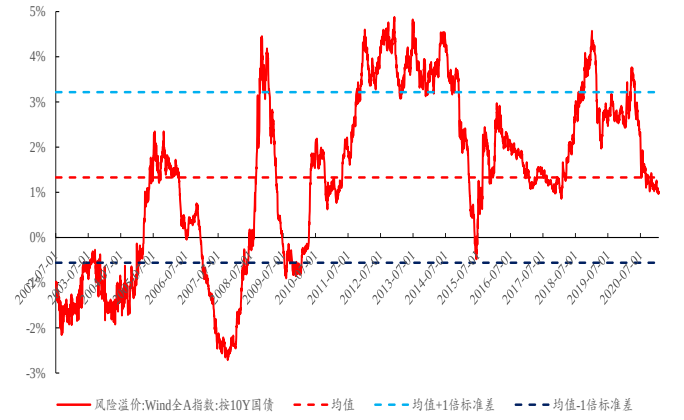



数据来源：Wind、开源证券研究所

从风险溢价视角看，绝对数值方面：无论是以 10Y 国债还是 10Y 美债算，当下恒生指数的风险溢价较低（并不便宜）。国内投资者买入港股的重要理由可能是：相对较低的估值。这背后也隐含着对 A 股的两个逻辑：一方面，相信经济复苏会持续，市场会向好；另一方面，承认 A 股的高估值，但是认为全球和国内流动性水平不会快速收缩，于是继续去进行核心资产抱团的扩散。

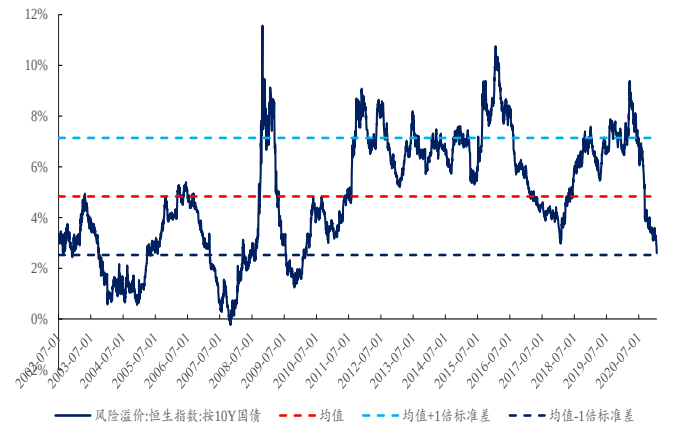
其实单纯**从历史分位数水平看，A 股相较于港股而言较为便宜**，但其中的理由都是由于内部部分的低位资产。这种情况近期成为了内外资目前分歧的一个理由：我们在报告《南下资金难夺“定价权”》中提到，**在南下资金大幅涌入港股的成长板块时，北上配置型资金更倾向于卖出港股并买入 A 股的金融地产**。

图9：按 10Y 国债算，当下 Wind 全 A 的风险溢价处于历史中枢水平以下 （不便宜）



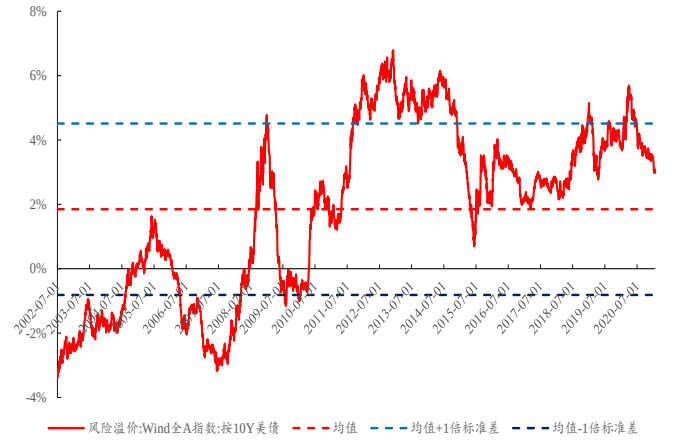

数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：按 10Y 国债算，当下恒生指数的风险溢价处于历史负一倍标准差水平 （很贵）



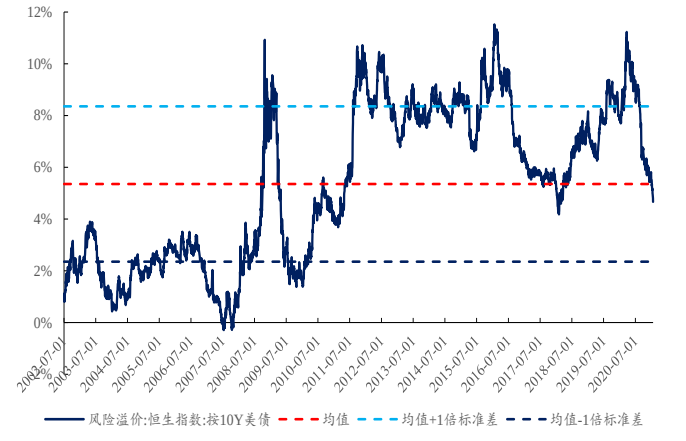

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：按 10Y 美债算，当下 Wind 全 A 的风险溢价处于历史中枢与正一倍标准差之间(较便宜)**



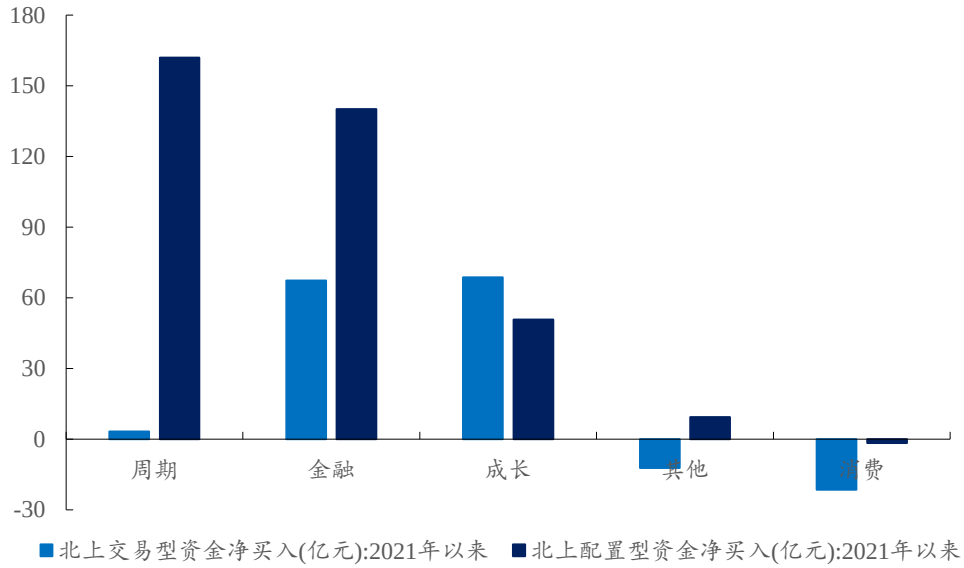

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图12：按 10Y 美债算，当下恒生指数的风险溢价处于历史中枢以下水平（不便宜）**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13：2021 年以来，北上配置型资金主要买入 A 股的金融与周期板块，北上交易型资金主要净买入金融与成长板块**



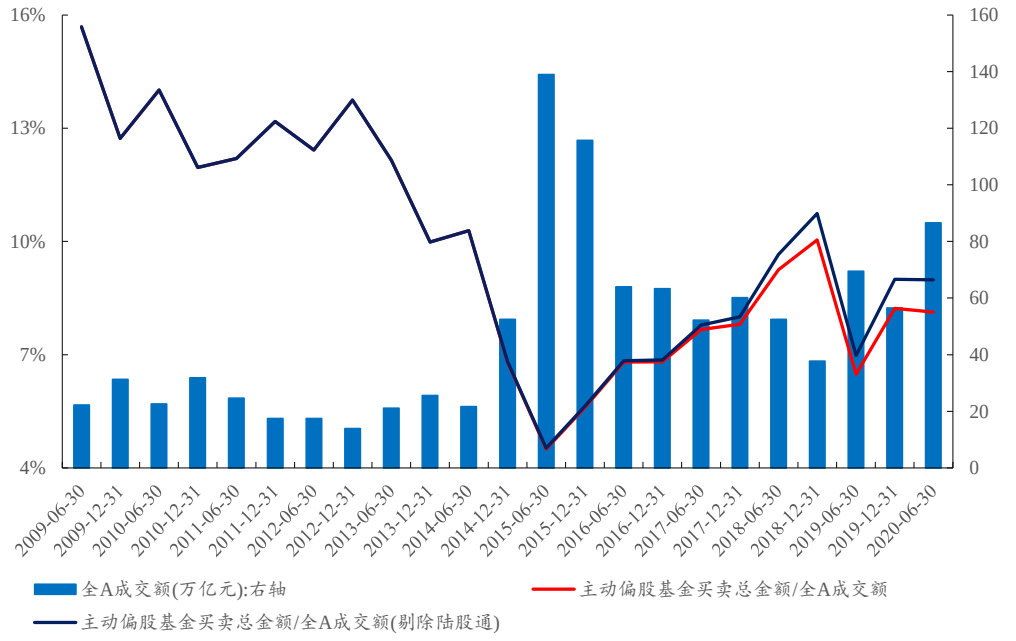

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：截至 2021 年 1 月 22 日。

## 3、 可转化的理财产品变少，增量资金未来将严重依赖“赚钱效应”

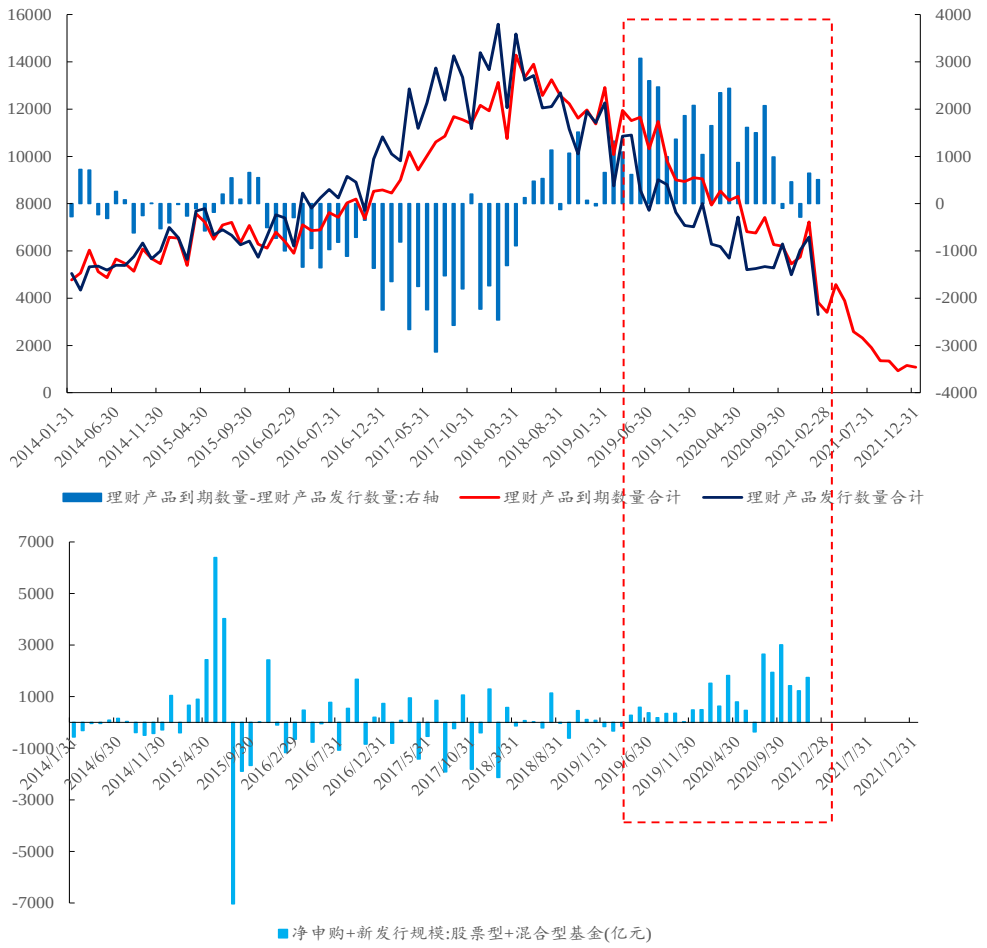
从主动偏股基金的成交额占比来看，**2020 年上半年主动偏股基金的成交额占比并未像 2015 年一样，随着市场成交额的放大而下降**。这在一定程度上印证了：**越来越多的个人投资者正在边际选择公募基金作为投资的工具，而并未像 2015 年选择直接购买股票进场**。这与我们在报告《A 股机构化的理想与现实》中的结论是一致的，居民长期资金入市是趋势，但是趋势之中其实有两大因素：投资者真正选择通过购买基金入场的短期逻辑起点是赚钱效应；资金来源确实在居民资产配置中存在替代效应。其中银行理财产品与公募基金是更容易相互转化的资产，是我们更好追踪的“直接替代”的线索：**2019 年以来，银行理财产品到期数量和新发数量之差与考虑“赎旧买新”现象之后的净认购额存在明显的正相关性**，这意味着，**以银行理财为代表的其他金融资产的到期赎回可能是居民购买基金入市的重要资金来源**。而从 2021 年银行理财产品的到期分布来看，银行理财到期数量逐月下滑，这意味着在即使不考虑新发理财的情况下，**来自银行理财到期赎回资金向基金产品转化力量可能在边际减弱，对于基金而言，可能需要吸引更多的来自于其他资产的资金**，这对于“赚钱效应”就提出了更大的依赖。

**图 14：2015 年随着市场成交量放大，主动偏股基金的成交额占比明显下降，2020 年上半年随着 A 股成交额放大，主动偏股基金成交额占比并未显著下降**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：2019年以来，银行理财产品到期数量和新发数量之差与考虑“赎旧买新”现象之后的基金净认购额存在明显的正相关性，2021年往后银行理财到期数量不断下行**

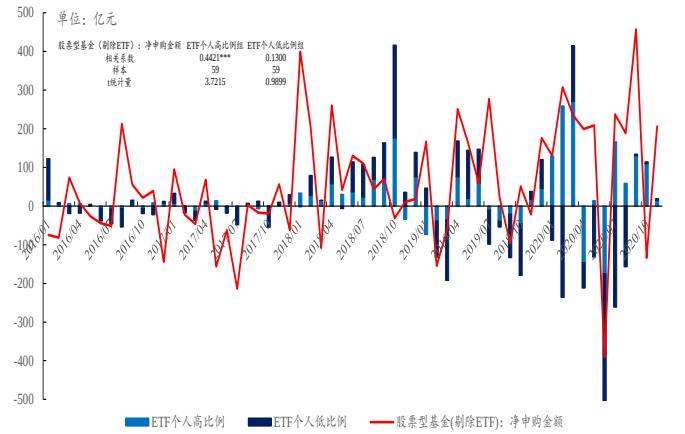



数据来源：Wind、开源证券研究所

同时，我们以个人持有占比较高的ETF作为个人投资者申赎股票型基金的高频代理变量发现：**2020年12月29日以来，个人持有比例较高的ETF持续净赎回**。这意味着对于当下而言，**存量基金可能已经面临着来自居民的赎回压力**。当然，最好的情况是，由于主动基金比ETF更有吸引力，导致了我们的代理变量出现偏误，而居民选择将赎回款进行认购新的主动型基金，当然这也需要“赚钱效应”的持续吸引。

总结来看，在流动性并不能边际宽松的当下，在居民对于到期理财产品替代需求开始减弱，**“增量资金”的进场也开始不断依赖于股价上涨本身**。

图16：个人持有占比较高的股票型ETF的申赎情况能较好的反应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17：2020年12月29日以来，个人持有比例较高的ETF持续净赎回




数据来源：Wind、开源证券研究所

注：具体见20200923报告《重仓分化，确认风格切换》

## 4、 配置“破局”：关注当下，兼顾“成长”

站在当下来看，对于机构投资者本身而言，高仓位的运行成为了一致的常态，这是迎接“源源不断”增量资金应该保持的更好策略。而其中对于部分核心资产继续买入的理由，也逐渐由良好的基本面变成还有下一个进入者。A股投资者已经准备好迎接一致预期中的理想世界：恢复的经济，并不收缩的流动性，以及源源不断的增量资金。如果一切成真，市场将持续充满机遇，但是上述预期一旦犯错，“成本”可能是昂贵的，特别是在结构上。

我们并不否认市场存在这机会，特别是低估值资产与“新共识”资产存在这更好的风险收益比。配置方面，投资者应该致力于更多价值发现，长期成长性是基石，但是受限与贴现率上行，**短期业绩与估值性价比应该被赋予更高权重（高ROE同时兼顾低PB）。**我们推荐：（1）宏观环境转向金融定价的有利区间，资产端质量改善的**银行**以及在经济复苏中资产负债端均改善的**保险**将迎来机遇，同样的，**房地产**的长期价值正在出现；（2）在全球复苏共振与产业链重塑中寻找周期成长，但应赋予短期业绩更高权重：**炼化、化纤、集运、铜、油服、钛白粉、机械设备（生产用模具与施工设备）**。

## 5、 风险提示

疫苗效果不及预期；货币政策超预期宽松；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，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，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