2021 年 01 月 10 日

跨年行情行至尾声

——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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **本轮抱团的“跨年行情”已行至尾声**

本周（2021.01.04-2021.01.08）市场迎来跨年行情，尽管指数表现良好，大小盘风格却分化严重，少量权重股的大幅上涨是指数在大量股票下跌之时依然能够录得正向收益的主要原因。我们认为由于下周公布的金融数据大概率会进一步确认信用收缩，对于信用收缩预期的交易也将结束。从历史上看信用收缩前期抱团大盘股似乎是一个胜率不错的策略，但市场需要面对的是信用收缩后期大盘股同样面对回撤的风险，其中本轮大盘成长股（以消费和科技龙头为主）是抱团的集中区域。**继续抱团的风险收益比在迅速下降。我们此前报告讨论的“跨年行情”已行至尾声，投资者切不可把莫须有的“春季躁动”作为继续做多的理由。**

● **找不到继续“抱团”的理由**

从估值上看，在本轮抱团前大盘股其实已经“不便宜”，其中大盘成长股成为估值抬升的主要构成。交易结构出发：我们发现北上交易型资金、两融与主动偏股基金是本轮大盘指数上行的主要推动力，部分价值投资者或已被“挤出”，市场的不稳定性逐渐抬升；值得关注的是在周五 206 亿北上资金流入中，重点的方向也开始变为非重仓领域，海外投资者也在基于风险收益调整布局。最后，即便市场是基于行业的高景气判定龙头行情持续，然而我们研究发现在强需求带动行业整体景气上行的阶段，中尾部企业往往业绩弹性更大，进攻属性其实也更为明显。

● **市场的下一站：国内信用走弱 VS 全球经济复苏下的再通胀和流动性正常化**

海外市场资产价格变化背后的指示意义值得关注：近期原油的大涨同时伴随着美债大幅上行反映了市场对于全球经济复苏的乐观预期；同时黄金、白银的暴跌意味着全球流动性收紧收缩的预期也开始逐步显现。2008-2009 年的经验指示下一个宏观场景的到来具有方向确定性：上行的通胀水平、国内走弱的信用环境甚至正常化的海外货币环境都不利于市场当下的风格。投资者应该尽快做好准备，挖掘新的机遇：一方面，部分跳出过去 10 年形成的“基建地产+货币信用”框架，认知过去 10 年供给格局的变化，理解疫情对于我国出口和相关制造业的“加速器”作用，在全球经济恢复（海外低库存+需求恢复为锚）与产业链动荡中探寻更多机遇；另一方面，积极布局原材料和中间品为代表的再通胀主线。

● **“躁动”不是逻辑起点，为更好的周期行情做好准备**

跨年行情临近结束，春季躁动短期缺乏基本面基础。继续抱团的性价比正在不断降低，市场短期的波动可能会因此而上升。着眼于未来，更为广泛的机遇将存在于海外复苏与国内出口和制造业的产业链中，疫苗接种与疫情控制节奏的不同将继续让部分供给格局更好且需求更快的周期行业将先受益。我们建议投资者为更好的周期行情做好准备，布局三条主线：（1）全球再通胀与海外复苏共振：**油服、炼化、化纤、氟化工、铜、铝、焦煤**；（2）出口与制造业复苏：**钛白粉、照明、机械设备和家居**；（3）随经济修复，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**，同样的，**房地产**的长期价值正在出现。

● **风险提示：**经济复苏不及预期；流动性超预期宽松；疫苗接种进度不及预期

相关研究报告

《投资策略专题-一致预期中的有限理性》-2021.1.7

《投资策略月报-1 月策略：不得贪胜，不可不胜》-2021.1.3

《投资策略专题-2020 年的十大决断时刻》-2021.1.1

目 录

1、 本轮跨年行情已接近尾声 3
2、 继续“抱团”的性价比在不断降低 4
2.1、 大盘成长股是抱团风险的集中区 5
2.2、 交易结构看：“抱团”已经十分“拥挤” 6
2.3、 从基本面出发：“抱团大盘股”在高景气行业中也未必有支撑 7
3、 下一场景开始对抱团不利 8
4、 提前布局全球复苏的机遇 10
5、 为更好的周期行情做好准备 11
6、 风险提示 11

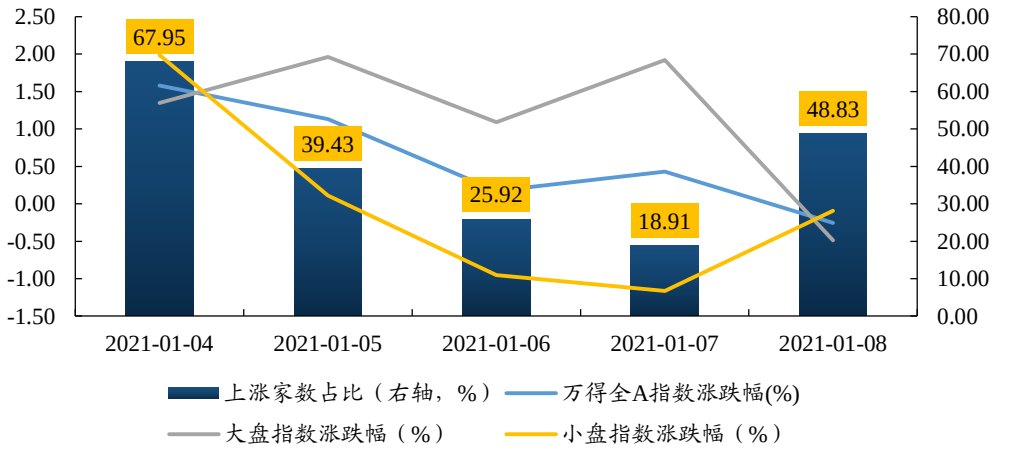
图表目录

图 1： 本周（2021.01.04-2021.01.08）市场大小盘风格分化严重 3
图 2： 社融拐点有望进一步得验证 4
图 3： 在市场预期信用收缩的阶段，市场往往“抱团”大盘股，但风险收益比有限 4
图 4： 市场大小盘风格估值分化已达历史最高点，大盘股“并不便宜”。 5
图 5： 大盘成长与价值分化已达近十年最高点 5
图 6： 2020 年 12 月以来北上配置型资金加速净买入大盘股，月末开始逐步卖出 6
图 7： 12 月下旬以来，北上交易型资金逐步买入大盘股 6
图 8： 12 月以来，两融持续净买入大盘股，近期有所加速 7
图 9： 12 月下旬以来，主动偏股基金中净值收益率与大盘股更为相关的基金的占比在不断上升 7
图 10： 个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能搞较好的反应股票型基金的申购赎回行为 7
图 11： 12 月中旬以来，个人持有占比较高的且与大盘股更为相关的 ETF 被持续净申购，12 月下旬以来被持续净赎回 7
图 12： 少数 2020 年 Q3 季度小型企业业绩占优的行业集中在电子、机械设备、新能源中，这也是 2020 年以来维持高景气的行业 8
图 13： 11 月制造业投资当月同比大幅上行，超越房地产开发和基建投资 9
图 14： 11 月出口同比增速斜率仍在加大，尤其是进料加工贸易 9
图 15： 原油价格大幅上行，市场对于全球经济复苏预期变得更为乐观 9
图 16： 黄金暴跌、美债收益率大幅上行，全球流动性收紧的预期逐步显现 9
图 17： 从净买入规模来看，1 月 8 日当天北上三类投资者均主要净买入前期非重仓股 9
图 18： 从净买入规模与持仓市值之比来看，1 月 8 日当天北上三类投资者均主要净买入前期非重仓股 9
图 19： 2010 年之后，工业企业 ROE 与房地产需求相关，2010 年之前，关系不明显（黑色框中不存在上述关系） 10
图 20： 2011 年末至 2016 年中，信用收缩时制造业固定资产投资反而上行；2016 年经济复苏中，制造业投资经历了先升后降再上升 10
图 21： 目前欧美的疫情仍在反复当中 11
图 22： 发达国家疫苗接种速度快于发展中国家，有利于我国制造业的景气持续 11

1、 本轮跨年行情已接近尾声

本周（2021.01.04-2021.01.08，下同）市场迎来跨年行情，万得全 A 指数实现 6 连涨，并于周五（2020.01.08，下同）小幅回调。尽管指数表现良好，大小盘风格却分化严重，并于周四（2021.01.07，下同）达到极端：当天万得全 A 指数上涨 0.43%，大盘指数上涨 1.92%，而小盘指数反而下跌 1.16%，大盘股显著占优；结构上看，上涨个股数仅有 784 只，占比为 18.91%，为历史上当天指数上涨时占比第二低的时刻，且上涨个股平均市值达到了 640.60 亿元，下跌个股仅为 115.04 亿元，可见少量权重股的大幅上涨是大量股票下跌而指数录得正向收益的主要原因。

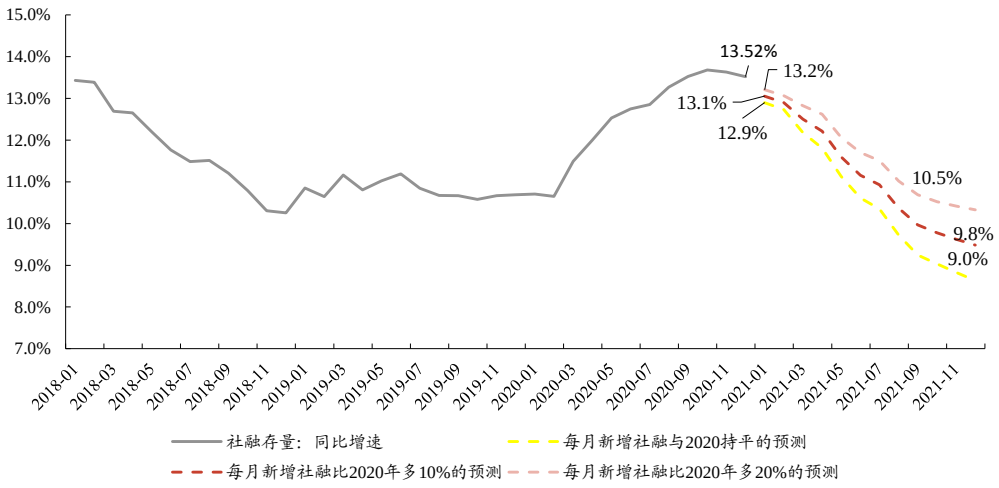
图1：本周（2021.01.04-2021.01.08）市场大小盘风格分化严重



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过我们的测算，下周（2021.01.13，下同）金融数据的公布大概率将进一步验证“信用收缩”，而因信用收缩预期而抱团的跨年行情也将接近尾声。自 2020 年 11 月社融存量增速同比较前值略下降 0.05%以来，市场对于社融拐点的出现逐渐形成一致预期。根据我们的测算，下周公布的金融数据会大概率会确认信用收缩的拐点。由于信用往往领先经济数据大约半年左右，因此市场此前预期的经济“前高后低”大概率也会落地。而在市场预期信用收缩导致经济下行的阶段，“抱团”现金流充裕、抗风险能力强的大盘股往往会成为投资者采取的主流策略，**然而从历史上看，这种策略的有效性值得商榷，在信用收缩的前期（即贷款余额同比增速见顶回落但社融并未明显回落的阶段）大盘指数往往会加速上涨，然而到了信用收缩的后期，大盘指数也会出现较大的回撤风险。**目前市场面临的新的不确定性是这个时刻何时到来，而这种不确定性无疑会增大市场的波动。

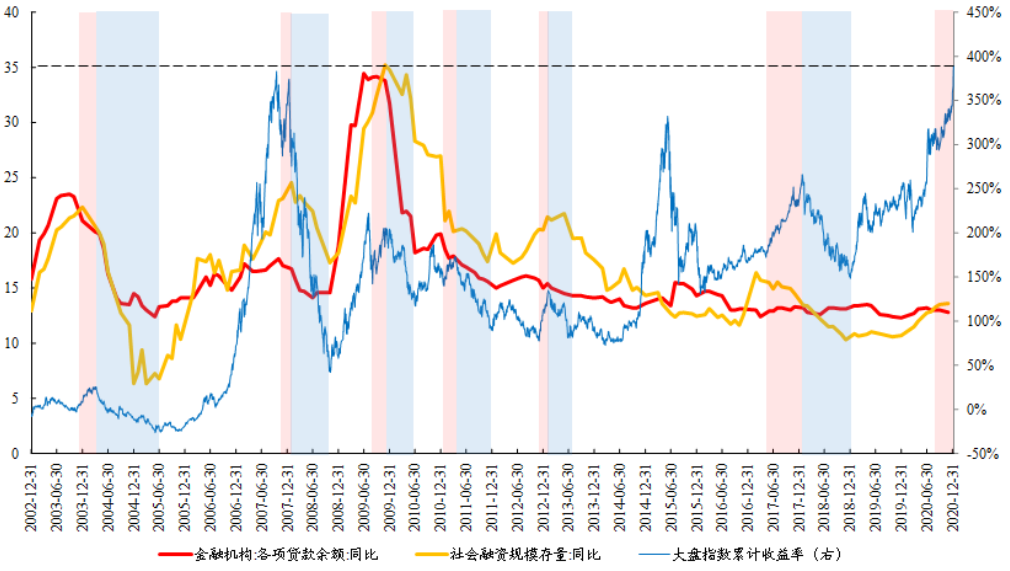
图2：社融拐点有望进一步得验证



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：对 2020 年 12 月的社融存量同比预测为 2020 年 12 月的增量等于 2019 年 12 月的社融增量；对 2021 年预测的计算方式为：首先，以 2020 年同期增量中减去平均 3000 亿的直达实体融资、以及政府债增量；其次，对每月增量分三种情景假设（较 2020 年同期多 0%，10%，20%）；另外，由于直达实体融资工具延期至 3 月底，我们在 2021 年 1-3 月份中每月增加 2020 年同期的一半额度 1500 亿；最后以上述预测计算社融存量同比。

图3：在市场预期信用收缩的阶段，市场往往“抱团”大盘股，但风险收益比有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

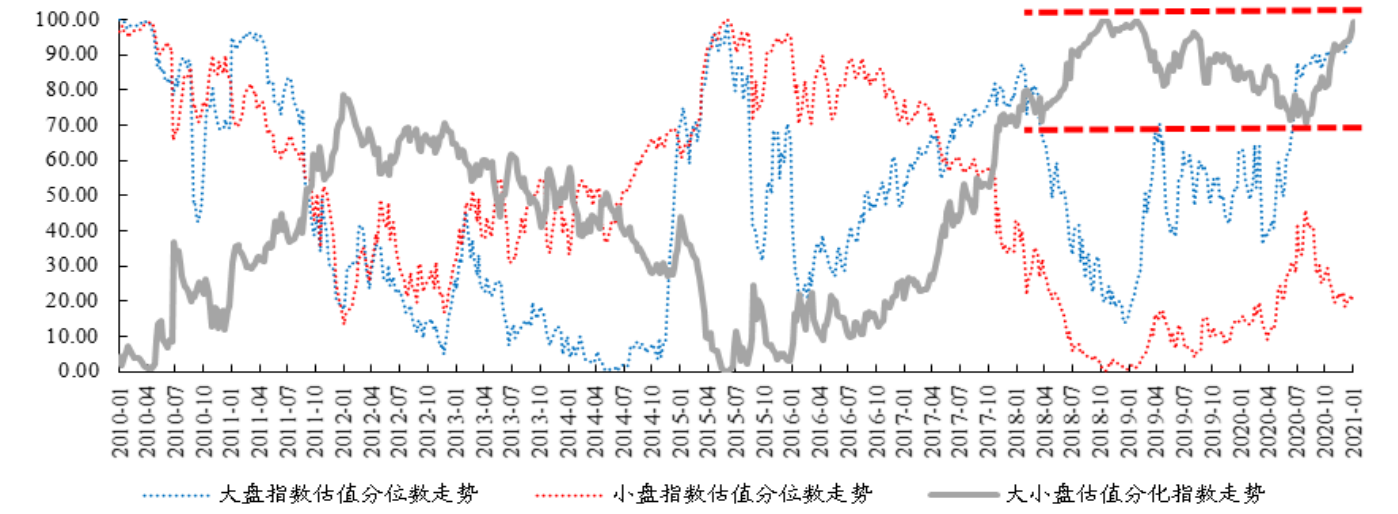
备注：红色区间代表信用收缩前期，大盘指数加速上行；蓝色区间代表信用收缩后期，大盘指数面临较大的回撤风险。

2、 继续“抱团”的性价比在不断降低

2.1、 大盘成长股是抱团风险的集中区

在本轮抱团前，大盘股“并不便宜”，大小盘风格估值分化也已达历史最高点。我们计算了大小盘指数的估值分位数与估值分化程度。大小盘指数估值在 2020 年 3 月底均大幅抬升，在 8 月份以后出现分化，大盘指数估值抬升斜率趋缓但依然保持上升趋势，在 2020 年末已处于历史高位；与此同时，大小盘估值分化程度近期也达到近十年最高点。上一次达到该点位的时间为 2019 年初，随后两者逐渐收敛。而在大盘股本身，成长与价值风格分化程度也已达近十年最高点。**大盘股的抱团主要集中在大盘成长股中（以消费和部分科技龙头为主）。**

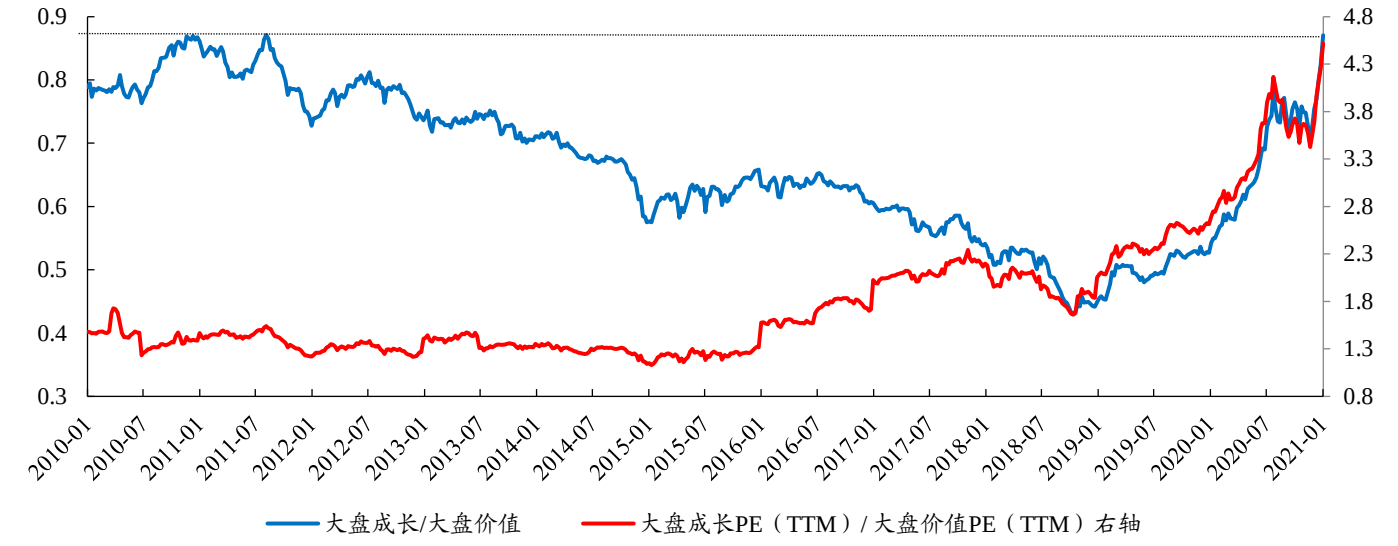
图4：市场大小盘风格估值分化已达历史最高点，大盘股“并不便宜”



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：大小盘估值分化指数等于近十年大小盘指数估值之差的分位数

图5：大盘成长与价值分化已达近十年最高点

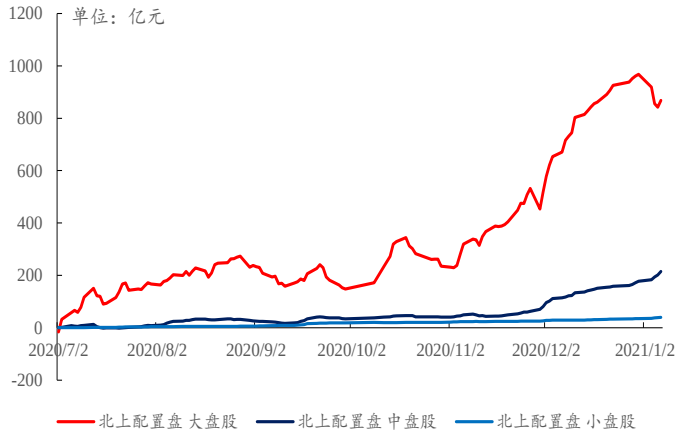


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 交易结构看：“抱团”已经十分“拥挤”

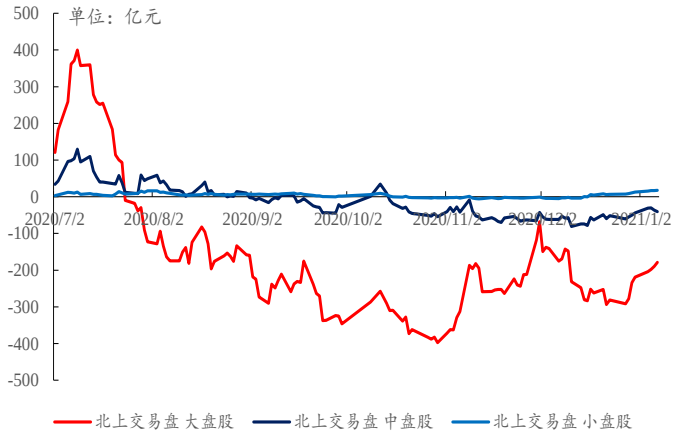
大量的北上交易型资金、两融与机构投资者参与定价是本轮大盘指数上行的主要推手，部分价值投资者或已被“挤出”，市场进入趋势交易者定价阶段，不稳定性逐渐抬升。我们在前期报告《“新核心资产”正待发现》中，对白酒板块的投资者结构与行为进行了系统分析，得到的结论为 12 月以来白酒类资产进入了趋势交易者定价的阶段，更类似于泡沫化的后半段，板块不稳定性在不断上升。我们采用同样分析框架对大盘股的交易者结构与行为进行拆解，发现北上配置型资金在前期大幅买入大盘股后，12 月末开始出现一定卖出，而北上交易型资金则在 12 月下旬以来开始逐步买入，**北上投资者内部对大盘股的净买入经历了从配置型定价到交易型定价的转变**。而 12 月以来，两融投资者持续净买入大盘股，近期有所加速，成为大盘股近期行情背后的重要定价力量；与此同时，12 月以来主动偏股基金中收益率与大盘股更为相关的基金的占比在不断上升，这意味着：主动偏股基金同样是本轮大盘股加速上扬且表现明显好于中小盘股的重要推手。因此我们认为，当前大盘股的交易者结构已存在“拥挤”现象，大量趋势交易者的涌入使得大盘指数将处于不稳定状态，本轮以大盘股上涨带动的市场“跨年行情”或已行至尾声，继续采用“抱团大盘股”的策略在当前时点的风险收益比有限。

图6：2020 年 12 月以来北上配置型资金加速净买入大盘股，月末开始逐步卖出



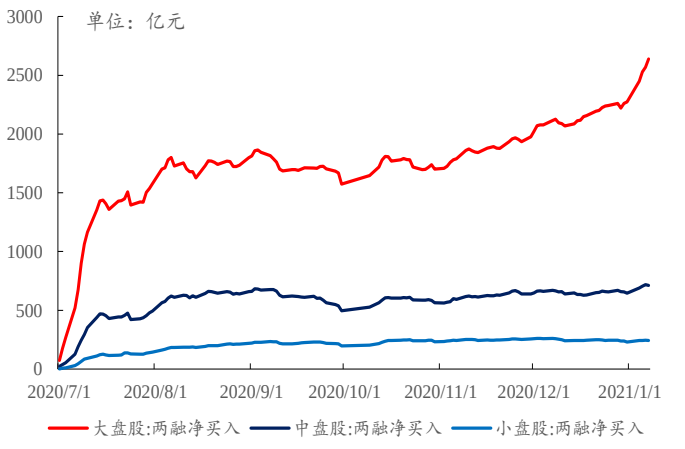
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：12 月下旬以来，北上交易型资金逐步买入大盘股



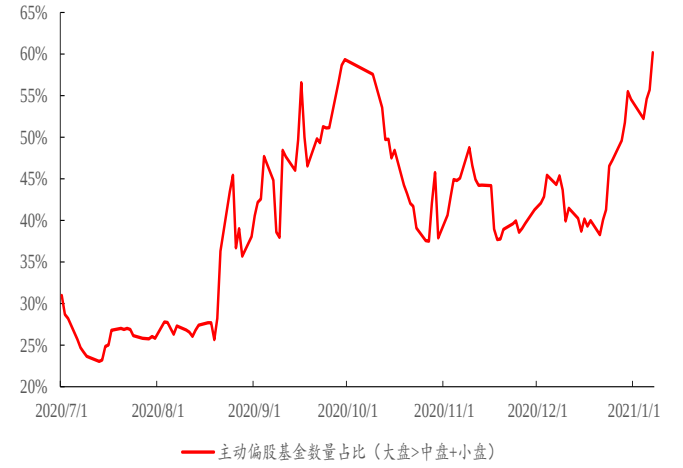
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：12 月以来，两融持续净买入大盘股，近期有所加速



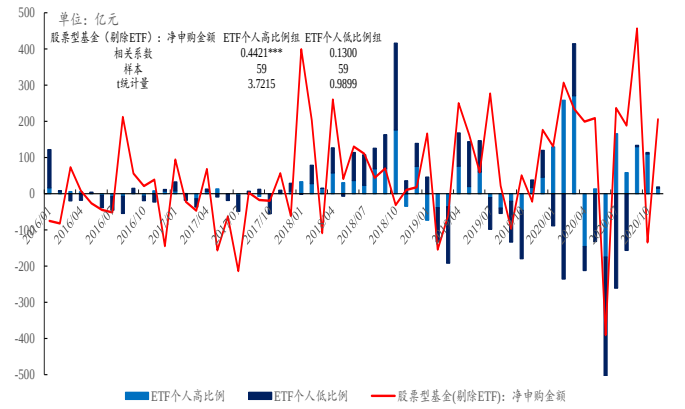
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：12 月下旬以来，主动偏股基金中净值收益率与大盘股更为相关的基金的占比在不断上升



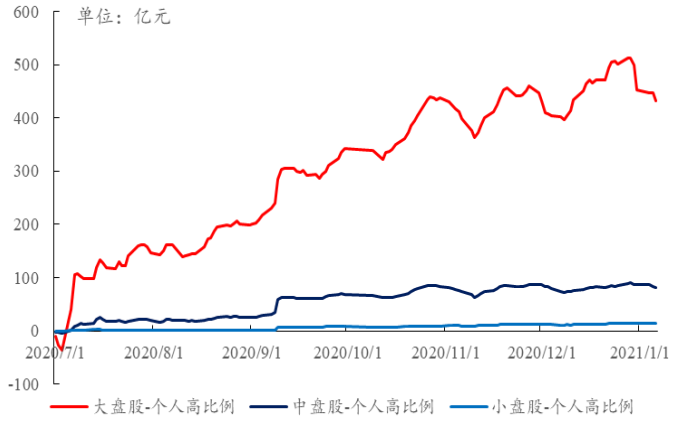
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：个人持有占比较高的股票型 ETF 的申赎情况能搞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11：12 月中旬以来，个人持有占比较高的且与大盘股更为相关的 ETF 被持续净申购，12 月下旬以来被持续净赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 从基本面出发：“抱团大盘股”在高景气行业中也未必有支撑

在强需求带动行业整体景气上行的阶段，市场容易忽视的中尾部企业往往业绩弹性更大，具备更高的性价比。我们在三季报解读中曾提到，在行业高景气阶段，龙头企业即使产能利用率达到 100%，仍然有无法消化的需求，给尾部企业留下了生存空间，同时由于短时间内供给的不匹配，产品价格上升，使尾部企业也能够享受毛利提升的红利，可能造成的财务结果就是在净利润增速上实现了“从 0.1 到 1”的跨越，因此，这时期小企业的业绩弹性更大。行业龙头由于足够的市场关注度而往往得到充分定价，相较而言，行业中尾部企业更具性价比。从 2020 年三季报中，小型企业业绩占优的行业集中在**电子、机械设备、新能源**中，这也是 2020 年以来维持高景气的行业。

如果宏观经济和行业景气出现十分正面的信号而让市场充满机遇，从业绩弹性

上，也应该更有利于中小企业。因此即使从进攻属性出发，抱团大盘股的性价比也不高。

图12：少数 2020 年 Q3 季度小型企业业绩占优的行业集中在电子、机械设备、新能源中，这也是 2020 年以来维持高景气的行业

小型企业占优的行业	大型企业	中型企业	小型企业
通用设备	50%	19%	70%
通信设备制造	-10%	-35%	80%
半导体	59%	30%	64%
农用化工	4%	4%	64%
光学光电	-1%	-12%	14%
新能源动力系统	-14%	-17%	72%
航空航天	17%	6%	17%
照明电工及其他	5%	0%	99%
工程机械 II	29%	23%	106%
区域性银行	-3%	0%	5%
金属制品 II	-11%	-9%	90%

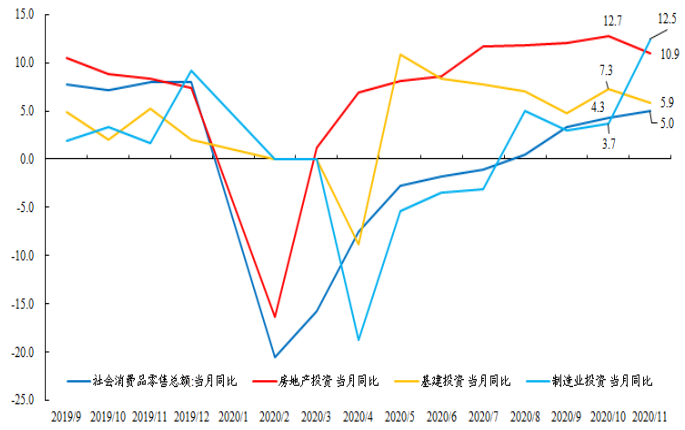
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：大型企业为各行业中营收前 20%的企业，中型企业（40%-60%），小型企业为营收后 20%的企业。

3、 下一场景开始对抱团不利

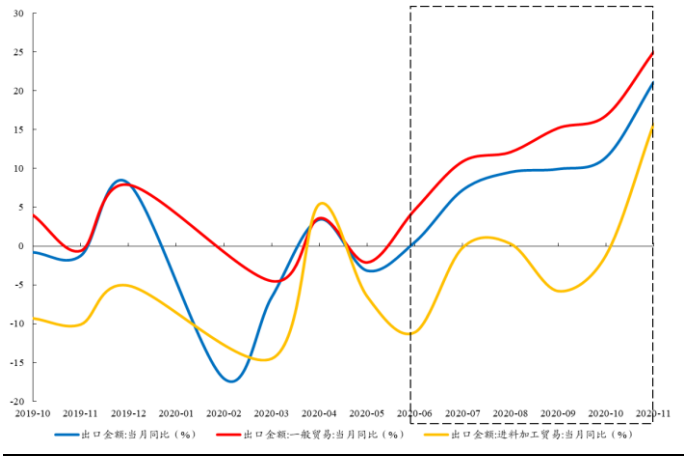
随着全球经济复苏的预期进一步得到强化，全球流动性收紧的预期也在显现，上述宏观环境的变化为处在出口和制造业投资产业链中的更多更具性价比的企业提供了价值发现的基础。11 月的数据显示，当前制造业投资与出口仍处在高景气区间，并且同比增速的斜率仍在扩大，而且中欧投资协定的签署在即以及美国民主党横扫国会等重大事件的落地将进一步增强市场对于全球经济复苏的预期。**而近期原油的大涨同时伴随着美债大幅上行也反映了市场对于上述事件给全球经济复苏带来的乐观预期。同时值得注意的是，黄金、白银却出现暴跌，这意味着前期更受益于流动性的大宗商品开始随着经济复苏路径的逐步确立而受到负面影响，全球流动性收紧的预期也开始逐步显现**。这预示着全球资金成本也开始像 2020 年 5 月时的中国一样开始抬升，估值的压力将会是未来不可避免的问题，而这一点也从近期北上资金的交易行为上得到了印证，即北上资金已经不再买入此前的重仓股，它们的交易行为也出现了明显的扩散。

图13：11 月制造业投资当月同比大幅上行，超越房地产开发和基建投资



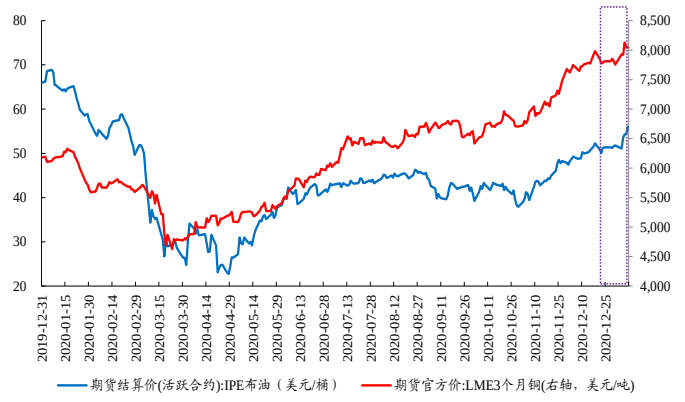
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：11 月出口同比增速斜率仍在加大，尤其是进料加工贸易



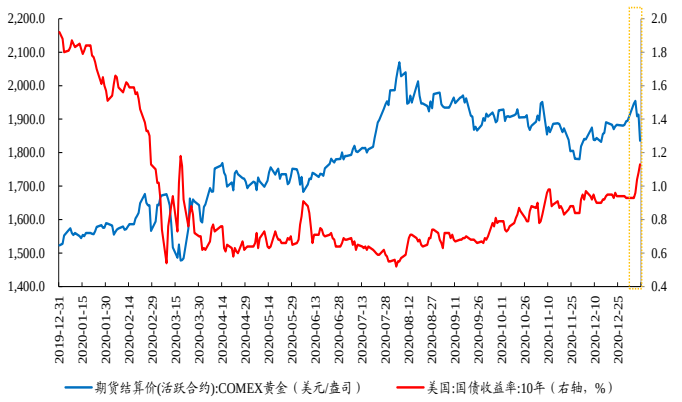
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：原油价格大幅上行，市场对于全球经济复苏预期变得更为乐观



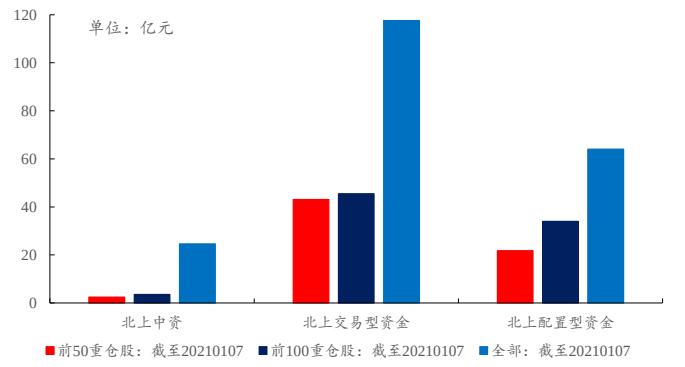
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：黄金暴跌、美债收益率大幅上行，全球流动性收紧的预期逐步显现



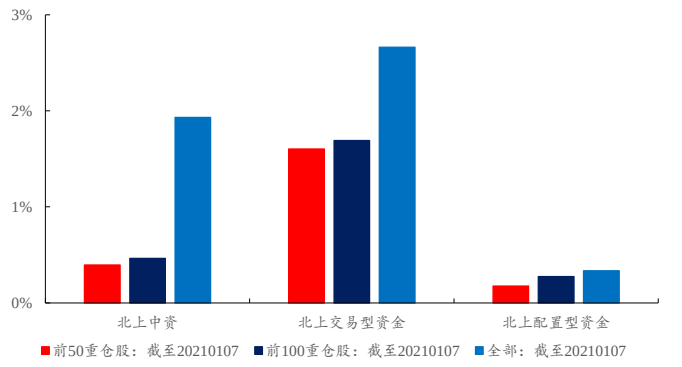
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：从净买入规模来看，1 月 8 日当天北上三类投资者均主要净买入前期非重仓股



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：从净买入规模与持仓市值之比来看，1 月 8 日当天北上三类投资者均主要净买入前期非重仓股

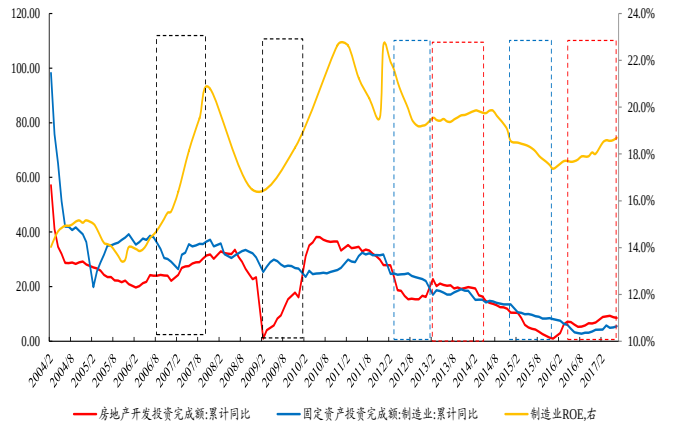


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 提前布局全球复苏的机遇

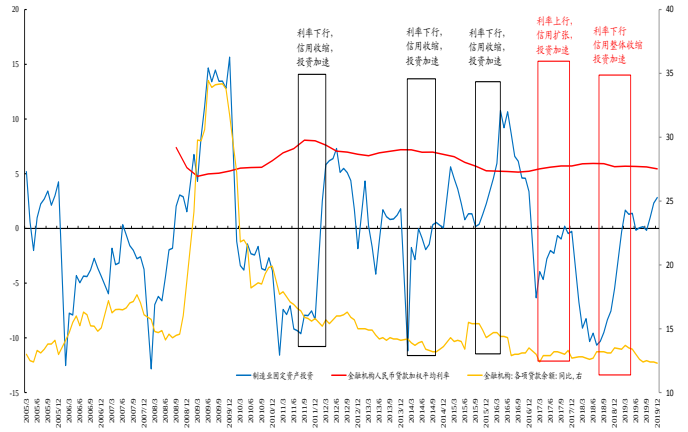
在市场确认信用总量上的收缩之后，我们认为未来的机遇将广泛地存在于出口与制造业投资中。根据我们此前发布的《结构之光：制造业的十年之变》报告，在以往传统的货币信用体系框架下，房地产和基建投资是主要的信贷需求来源，而在 2010 年之后，房地产较高的信贷需求和融资成本可能挤出了制造业投资。但站在当下，随着逆周期调节政策的退出以及“房住不炒”与“三道红线”的政策出台，这些举措都限制了房地产和基建相关的行业占用过多的信贷资源，这既成为了市场对于信用总量收缩的主要担忧来源，但同时却也为制造业创造了更为良好的融资环境。因此，在下周市场大概率确认了“信用收缩”的方向后，交易“信用收缩”将步入尾声，市场应该从产业角度，跳出总量思维的束缚，寻找“收缩”之下由于行业高景气带来的“扩张”行为下的投资机遇：一方面考虑过去 10 年供给格局的变化，理解疫情对于我国出口和相关制造业的“加速器”作用；另一方面，继续探寻 2021 年全球经济恢复的确定性需求来源，在全球经济恢复与产业链动荡中探寻更多机遇。

图19：2010 年之后，工业企业 ROE 与房地产需求相关，2010 年之前，关系不明显（黑色框中不存在上述关系）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2011 年末至 2016 年中，信用收缩时制造业固定资产投资反而上行；2016 年经济复苏中，制造业投资经历了先升后降再上升



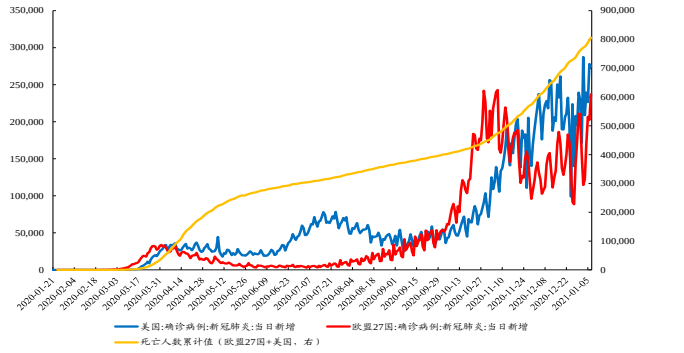
数据来源：Wind、开源证券研究所

即便如此，**目前疫情暂时压制了周期全面行情的开启，然而部分供给格局更好且需求更快的周期行业会先受益**。疫情的反复仍是全球经济复苏面临的最大的不确定性之一，周期行情的全面开启的条件可能要到 2021 年的 1 季度后半段才会逐步出现：全球疫苗开始接种并更有效推进，冬季结束后疫情开始得到更有效控制。然而在这之前部分供给格局更好且需求更快的周期行业会先受益，而目前海外发达国家疫苗接种进展快于发展中国家，使得海外需求恢复快于供给，有利于该部分行业的景气持续向好。我们建议投资者放弃精准择时，调整布局，在以下两条主线中进行挖掘：

（1）根据我们此前年度策略《红旗半卷：走向“新共识”》中关于美国地产周期以及补库存带来的出口替代和需求效应的分析，**钛白粉、照明、机械设备和家居**等行业将会优先受益；

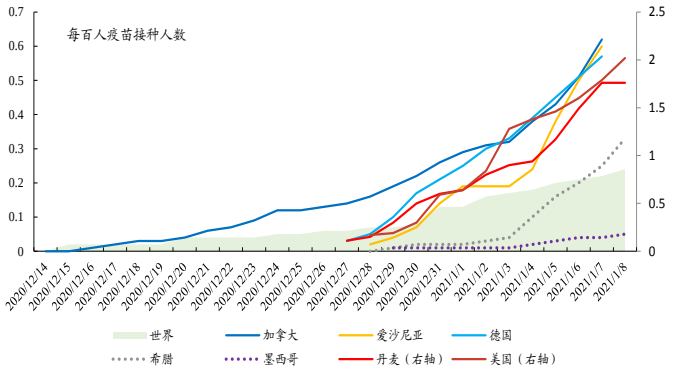
（2）全球再通胀与海外复苏的共振是未来确定性的方向，根据我们此前《如何用 A 股组合表达通胀观点》报告中分析的，投资者的 2021 年通胀交易的最优组合应该具备以下三种特征：处于全球大宗商品上涨链条中，且在产业链中具备良好议价能力；下游匹配出口与制造业投资的原材料与中间品的需求；估值水平看，前期收益率并未明显抢跑 ROE 形成估值透支。综合上述条件我们重点推荐的行业：**油服、炼化、化纤、氟化工、铜、铝、焦煤**。

图21：目前欧美的疫情仍在反复当中



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：发达国家疫苗接种速度快于发展中国家，有利于我国制造业的景气持续



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 为更好的周期行情做好准备

随着信用收缩的方向在金融数据上的验证大概率落地，市场重新面临的不确定性是信用收缩的幅度与节奏，而这也就意味着市场抱团大盘股的交易也已经接近尾声，无论从历史上看还是当前的交易拥挤的程度来看，继续抱团的性价比正在不断降低，市场短期的波动可能会因此而上升。

但着眼于未来，我们认为更为广泛的机遇将存在于出口和制造业的产业链中，核心的假设便是全球经济复苏路径的确定性，而这一点也正从当前的大宗商品价格中所反映的市场乐观预期得到了验证，同时全球流动性收紧的预期也必然使得资金面临由更高的成本导致的更高预期收益率的要求，上述宏观环境的重大变化也会为投资者提供更广泛的价值发现的基础，而这些机遇大概率存在于出口和制造业投资产业链中更多更具性价比的企业中。

尽管疫情仍是上述路径中的核心扰动，周期行情的全面开启仍需等待，但目前海外发达国家疫苗接种进展快于发展中国家，使得海外需求恢复快于供给，有利于部分供给格局更好且需求更快的周期行业先受益，因此我们建议投资者为接下来更好的周期行情做好准备，可以提前布局以下三条主线：（1）全球再通胀与海外复苏共振具有方向确定性，可以布局：油服、炼化、化纤、氟化工、铜、铝、焦煤；（2）出口与制造业复苏：钛白粉、照明、机械设备和家居；（3）随经济修复，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，同样的，房地产的长期价值正在出现。

6、 风险提示

经济复苏不及预期；流动性超预期宽松；疫苗接种进度不及预期

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